



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

**Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών**

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

**ΕΝΙΑΙΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ**

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΝΑΥΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2016-2017

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

της Ειρήνης Άγγελου Λέντη

A.M.: 7340010616013

ΤΙΤΛΟΣ

Η πτώχευση εισηγμένης ναυτιλιακής επιχείρησης.

Το παράδειγμα της *Hanjin Shipping Co., Ltd.*

Επιβλέποντες:

Καθηγήτρια Λία Ι. Αθανασίου

Επίκουρος Καθηγητής Νικόλαος Βερβεσός

Αθήνα, Δεκέμβριος 2017

Copyright © [Ειρήνη Λέντη, 2017]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

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

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

Στην οικογένειά μου

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστίες αποδίδονται στους επιβλέποντες την παρούσα εργασία, την
Καθηγήτρια της Νομικής Σχολής Αθηνών, κα. Λ.Ι. Αθανασίου
και τον Επίκουρο Καθηγητή της Νομικής Σχολής Αθηνών, κο. Ν. Βερβεσό για τη
συνεργασία και την καθοδήγηση που παρείχαν κατά την εκπόνηση της παρούσας.
Επίσης, ιδιαίτερες ευχαριστίες αποδίδονται στον Καθηγητή του Πανεπιστημίου
Αιγαίου, κο. Θ. Συριόπουλο για την υποστήριξή του σε ζητήματα ναυτιλιακής
χρηματοοικονομικής.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
Α. Εισαγωγή στην προβληματική	5
α. Αφορμή μελέτης.....	5
β. Η προβληματική της σύγκρουσης-σύγκλισης.....	5
Β. Αντικείμενο εργασίας.....	9
α. Ορολογική οριοθέτηση αντικειμένου.....	9
β. Μέθοδος	10
γ. Διάρθρωση ύλης.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι: Η ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΤΗΣ HANJIN_ ΠΕΡΙΣΤΑΤΙΚΑ.....	12
1. Η εταιρία	12
1.1.1 Γενικά στοιχεία.....	12
1.1.2 Θέση στην αγορά.....	12
1.1.3 Εισαγωγή και διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο.....	14
1.2. Η πτώχευση της Hanjin.....	14
1.2.1 Το χρονικό.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ: Η ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΤΗΣ HANJIN_ ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΙΤΙΩΝ-ΣΥΝΕΠΕΙΩΝ.....	20
2.1 Αίτια	20
2.1.1 Γενικότερα: Ιδιαιτερότητες της ναυτιλιακής οικονομίας.....	20
α) Χαρακτηριστικά-Ναυτιλιακοί κύκλοι.....	20
β) Ναυτιλιακές περίοδοι και κρίσεις	21
2.1.2 Ειδικότερα: Χειρισμοί εταιρίας-Αποφάσεις τρίτων	22
2.2 Χρηματοοικονομική πορεία	24
2.3 Συνέπειες.....	25
2.3.1 Κάθετες συνέπειες: εμπλεκόμενα μέρη.....	25
2.3.2 Οριζόντιες συνέπειες: ναυτιλία και κλάδος.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ_ ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ	28
3.1 Αξιολόγηση	28
3.2 Αναφύομενα νομικά ζητήματα.....	29
α) Διεθνής δικαιοδοσία πτώχευσης, διαιτησία και αναγνώριση δικαστικών αποφάσεων (Uncitral)....	29
β) Ευθύνες διοίκησης εταιρίας-συνδίκου πτώχευσης στην πτώχευση στην κεφαλαιαγορά.....	29
γ) Ναυλοσύμφωνα: πρόωγη επαναπαράδοση πλοίων (early redelivery)	29
δ) Απαιτήσεις εκναυλωτών απέναντι στους υποναυλωτές και φορτωτές για εκτέλεση υποχρεώσεων της εταιρίας (sub-hire/sub-freight liens).....	29
ε) Ασφάλιση P&I και πτώχευση	30

στ) Ναυτεργατικό δικαίωμα επαναπατρισμού στην πτώχευση και ασφάλιση	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV:ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	31
4.1 Χρηματοδότηση ναυτιλίας	31
4.1.1 Μέθοδοι χρηματοδότησης στη ναυτιλία	31
4.2 Επιλογή της κεφαλαιαγοράς ως μέθοδο χρηματοδότησης	33
4.2.1 Εισαγωγή στην οργανωμένη αγορά	34
4.3 Εταιρική διακυβέρνηση ναυτιλιακής επιχείρησης	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ V:ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ_ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΟΤΗΤΑΣ	36
5.1 Συσχετισμός πτωχευτικού δικαίου και ναυτιλιακής επιχείρησης	36
5.1.1 Ο διεθνής χαρακτήρας της σύγχρονης ναυτιλιακής επιχείρησης	36
5.1.2 Ο διεθνής χαρακτήρας του πτωχευτικού δικαίου	37
α) Σύγκριση θεωρίας εδαφικότητας και καθολικότητας. Η θεωρία της σχετικοποιημένης καθολικότητας	38
β) Σύγκριση Κανονισμού (ΕΕ) 848/2015- Πρότυπον Νόμου <i>Uncitral</i>	38
γ) Υπαγωγή	39
5.2 Ειδικά θέματα αφερεγγυότητας ναυτιλιακής επιχείρησης	39
5.2.1 Δικαίωμα πρόσβασης αλλοδαπού συνδίκου και αναγνώριση αλλοδαπής διαδικασίας αφερεγγυότητας	40
5.2.2 Ναυτικά προνόμια και διαδικασία αφερεγγυότητας	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI: ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	49
6.1 Η προβληματική	49
6.1.1 Οικονομική προσέγγιση	49
6.2 Υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε καθεστώς αφερεγγυότητας στην κεφαλαιαγορά	51
6.2.1 Υποχρέωση διαφάνειας – πληροφόρησης. Έκτακτη ενημέρωση	51
6.2.2 Απαγόρευση κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας	58
6.3 Οργάνωση εισηγμένης πτωχεύσας εταιρίας	60
6.3.1 Κατανομή αρμοδιοτήτων	61
6.3.2 Αρμοδιότητες επί των υποχρεώσεων στην κεφαλαιαγορά	64
6.4 Συνέπειες πτώχευσης για τις μετοχές της εταιρίας στην κεφαλαιαγορά	66
6.4.1 Κατηγορία Επιτήρησης ΧΑ	66
6.4.2 Αναστολή διαπραγμάτευσης	67
6.4.3 Διαγραφή μετοχών-Έξοδος από το χρηματιστήριο	67
6.4.4 Άρση συνεπειών	69
6.4.5 Υπαγωγή	69
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	71
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ I	72
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	75

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ed.	Edition
Am. Bankr. L.J.	American Bankruptcy Law Journal
Eur. Bus. Org. Law Rev.	European Business Organisation Law Review
J.L. & Econ.	Journal of Law and Economics
LNG	Liquified Natural Gas
Mar. Pol.	Marine Policy
Marit. Pol. & Mgmt	Maritime Policy and Management
S&P	Sale & Purchase
TEU	Twenty-Foot Equivalent Unit
Trans. Pol.	Transport Policy
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
Vol.	Volume
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
A.E.	Ανώνυμη Εταιρία
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΝ	Αναγκαστικός Νόμος
βλ.	Βλέπε
ΓΣ	Γενική Συνέλευση
Δις	Δισεκατομμύρια
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
εδ.	Εδάφιο
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
εκ.	Εκατομμύρια
έκδ.	Έκδοση
επ.	Επόμενα

Η.Β.	Ηνωμένο Βασίλειο
Η.Π.Α.	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
Iss.	Issue
Καν.	Κανονισμός
ΚΝ	κωδικοποιημένος νόμος
Ν.	Νόμος
ό.π.	όπως παραπάνω
Π.Ν.	Πρότυπος Νόμος
παρ.	Παράγραφος
ΠΣΕΔ	Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου
ΠτΚ	Πτωχευτικός Κώδικας
Σ	Σύνταγμα
σελ.	σελίδα-ες
στοιχ.	Στοιχείο
ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ	Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών ΝΟΜΟΣ
υποσημ.	υποσημείωση
ΧΑ	Χρηματιστήριο Αθηνών

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

A. Εισαγωγή στην προβληματική

α. Αφορμή μελέτης

Με την παρούσα εργασία επιχειρείται η ανάδειξη ενός αχαρτογράφητου πεδίου του εμπορικού δικαίου, το οποίο εντοπίζεται σχηματικά στη νοητή περιοχή που σχηματίζεται από τις τομές τριών τεμνόμενων κύκλων. Πρόκειται για το σημείο όπου οι αυτοτελείς κλάδοι του εταιρικού δικαίου (και ιδίως αυτό του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας), του δικαίου της αφερεγγυότητας (και ιδίως αυτό των νομικών προσώπων) και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς συναντώνται με το ναυτικό δίκαιο. Μία από τις θεματικές που ανακύπτουν σε αυτή τη συμβολή είναι και το ζήτημα που θα αναλυθεί στη συνέχεια, δηλαδή η πτώχευση της εισηγμένης ναυτιλιακής επιχείρησης.

Δύο υπήρξαν οι αφορμές για τη μελέτη του συγκεκριμένου θέματος: Πρώτον, η δυναμική φύση του εμπορίου, όπως αποτυπώνεται στην επίκαιρη κατάρρευση της ναυτιλιακής νοτιοκορεατικής εταιρίας *Hanjin Shipping Co., Ltd*, μίας εκ των μεγαλύτερων εταιριών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων (*containers*). Δεύτερον, η διαπίστωση ότι ενόψει της προαναφερόμενης δυναμικότητας της εμπορικής πράξης, η ενασχόληση με τις ανάγκες της ανώνυμης εταιρίας σήμερα απαιτεί την αρμονική σύζευξη των μεμονωμένων δικαϊκών κλάδων που την αφορούν, προς μία ολόπλευρη και κυρίως αποτελεσματική αντιμετώπιση των σύγχρονων προκλήσεων. Ήδη από την περασμένη δεκαετία και, κατά χρονική σύμπτωση, στην αρχή της υφιστάμενης οικονομικής κρίσης είχε γίνει αντιληπτή η ανάγκη συνδυαστικής μελέτης του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και του δικαίου της αφερεγγυότητας σε σχέση με το εταιρικό δίκαιο, καθώς η λειτουργία της ανώνυμης εταιρίας δεν ρυθμίζεται περιοριστικά μόνο από το τελευταίο. Κατά μία αντιπροσωπευτική παρατήρηση: «Δεν είναι, λοιπόν, τυχαίο, ότι, ιδίως τα τελευταία χρόνια, το ευρύτερο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, στο οποίο εκτός του εταιρικού δικαίου, περιλαμβάνεται το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και το δίκαιο αφερεγγυότητας, βρίσκεται στην κορυφή του ενδιαφέροντος παγκοσμίως, γι' αυτό και εύστοχα έχει χαρακτηριστεί το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας ως “hottest game in town”»¹.

β. Η προβληματική της σύγκρουσης-σύγκλισης

Η απαίτηση για την εναρμόνιση των επιμέρους κλάδων δικαίου στην πράξη προσκρούει συχνά σε δογματικές αντιθέσεις, οι οποίες δεν είναι εύκολο να αρθούν χωρίς να προηγηθεί προσεκτική μελέτη των σχετικών σημείων σύγκρουσης και σύγκλισης ανάμεσα στο εταιρικό δίκαιο, το δίκαιο της αφερεγγυότητας και το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σε συνδυασμό με τις

¹Ν. Ρόκας, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας στο δρόμο προς τον 21^ο αιώνα, σε «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας», 18^ο ΠΣΕΔ (31.10-1-2.11.2008), Αθήνα, 2009, σελ. 5.

ιδιαιτερότητες του ναυτικού δικαίου. Η σύγκρουση-σύγκλιση προκύπτει από τα διαφορετικά χαρακτηριστικά, τις διαφορετικές αρχές και τη διαφορετική προσέγγιση κάθε δικαίου ξεχωριστά.

ι) Εταιρικό δίκαιο - δίκαιο κεφαλαιαγοράς

Εκκινώντας από τη σχέση του εταιρικού δικαίου με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς πρέπει να παρατηρηθεί καταρχήν σύγκρουση σε επίπεδο σκοπών, καθώς το εταιρικό δίκαιο προστατεύει περισσότερα ιδιωτικά συμφέροντα (προστασία του μετόχου, και ιδιαίτερα του μετόχου μειοψηφίας, των εταιρικών δανειστών και, όπου προβλέπεται, των εργαζομένων), ενώ το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, αντίστοιχα, προστατεύει λιγότερα συμφέροντα με δημόσιο χαρακτήρα (προστασία του συμφέροντος της ομαλής λειτουργίας του θεσμού της κεφαλαιαγοράς και του ατομικού συμφέροντος του επενδυτή). Εντούτοις, με την εισαγωγή της ανώνυμης εταιρίας στην κεφαλαιαγορά, δημιουργείται η ανάγκη για τη διερεύνηση της συσχέτισης των δύο δικαίων², διότι όπως έχει υποστηριχθεί³, υφίσταται πλέον ένας ιδιαίτερος τύπος ανώνυμης εταιρίας, η *εισηγμένη ανώνυμη εταιρία*. Με αναφορά στην εισηγμένη ανώνυμη εταιρία, ένα σημείο σύγκλισης μπορεί να εντοπιστεί στην κοινή μέριμνα για την προστασία του μετόχου - επενδυτή⁴, ο οποίος γίνεται αντιληπτός με διαφορετική σκοπιά από κάθε δίκαιο⁵. Στο εταιρικό δίκαιο προστατεύεται ο μέτοχος με την ιδιότητα του μέλους μιας ένωσης προσώπων, ο οποίος έχει ως κίνητρο τόσο την επιδίωξη κέρδους όσο και την άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τη μετοχική σχέση. Σε αντίθεση με την γενικότερη οπτική του εταιρικού δικαίου, το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς εστιάζει κυρίως στο συμφέρον του επενδυτή-μετόχου, ο οποίος κατά κανόνα ενδιαφέρεται ελάχιστα για τη μετοχική σχέση και πολύ περισσότερο για την επικερδή απόδοση της επένδυσής του⁶. Παρόλα αυτά, λαμβάνοντας υπόψη το πρότυπο του σύγχρονου μετόχου - επενδυτή, η κυρίαρχη τάση είναι η άμβλυνση της αυστηρής διάκρισης μεταξύ εταιρικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς προς μια συνολικότερη προστασία του μετόχου - μέλους εταιρίας και επενδυτή⁷. Για συγκρούσεις ανάμεσα στο εταιρικό δίκαιο και το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

²Βλ. αναλυτικά *Ν. Βερβεσός*, Η σχέση του κ.ν. 2190/1920 με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 340- 346.

³*Δ. Αυγητίδης*, Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, Αθήνα, 2013, σελ. 13, υποσημ. 51, *Ν. Βερβεσός*, ό.π., σελ. 3.

⁴Βλ. τυπολογία μετόχων - επενδυτών σε *Δ. Αυγητίδης*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα, 2014, σελ. 465-466.

⁵Βλ. αναλυτικά *Ν. Ρόκας*, Εμπορικές Εταιρίες, 7^η ενημερωμένη έκδ., Αθήνα, 2012, σελ. 495-496.

⁶*Ν. Ρόκας*, ό.π., σελ. 496, *Ν. Πιμπλής*, Ανώνυμη εταιρεία και κατάχρηση αγοράς: ζητήματα ερμηνείας και πεδίου εφαρμογής των άρθρων 9 έως και 13 του ν. 3340/2013, σε «Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 441.

⁷*Ν. Βερβεσός*, ό.π., σελ. 342, *τον ιδίον*, Από την τριχοτόμηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας (μικρή, μεγάλη, εισηγμένη) στη διάκριση μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης ΑΕ, σε «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας», 18^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου (31.10-1-2.11.2008), Αθήνα, 2009, σελ. 344.

σκόπιμη είναι η αναζήτηση *ad hoc* λύσεων, ενώ δεν αποκλείεται να εφαρμοστεί η αρχή της υπεροχής του ειδικού προς το γενικό κανόνα⁸.

ii) Εταιρικό δίκαιο - δίκαιο αφερεγγυότητας

Ανάμεσα στο εταιρικό δίκαιο και το δίκαιο της αφερεγγυότητας βρίσκεται η εταιρία και οι πιστωτές της. Έτσι, το μεν πρώτο, με τα χαρακτηριστικά του οργανωτικού συστήματος⁹ της *φερέγγυας* εταιρίας και την υπεροχή των διατάξεων ενδοτικού δικαίου, στοχεύει κυρίως στην επίτευξη της, συνταγματικά κατοχυρωμένης¹⁰, αυτονομίας και της αυτοδιοίκησης του νομικού προσώπου της εταιρίας και την προστασία των μετόχων της και εμμέσως στην προστασία των πιστωτών της¹¹. Το δίκαιο της αφερεγγυότητας, από την άλλη πλευρά, με χαρακτήρα διαδικαστικό, διέπεται από διατάξεις αναγκαστικού δικαίου¹² και εκκινεί από την αρχή της προστασίας των πιστωτών της *αφερέγγυας* επιχείρησης και δευτερευόντως, αποσκοπεί στην προστασία της ίδιας της οφειλέτιδος εταιρίας και των μετόχων της¹³. Είναι προφανές ότι τα δύο συστήματα κινούνται μεν αυτόνομα, καλύπτοντας τις δύο όψεις της λειτουργίας της επιχείρησης, στις διακριτές καταστάσεις αφενός, της οικονομικής φυσιολογίας¹⁴ και αφετέρου, της οικονομικής παθολογίας, ωστόσο υπάρχει ένα σημείο όπου το δίκαιο της αφερεγγυότητας διεμβολίζει το εταιρικό δίκαιο, και επομένως το τελευταίο δεν μπορεί να θεωρηθεί πλήρες ρυθμιστικά, αλλά αλληλεπιδρά υποχρεωτικά με το πρώτο¹⁵. Συγκεκριμένα, στον ΚΝ. 2190/1920 προβλέπεται μεν η λύση της εταιρίας με την κήρυξή της σε πτώχευση (άρθρο 47^α παρ. 1 περ. γ') και στη συνέχεια η θέση της σε εκκαθάριση¹⁶ (άρθρο 47^α παρ. 3 εδ. α'), εντούτοις δεν

⁸Κατά κανόνα οι διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι ειδικότερες των αντίστοιχων του εταιρικού δικαίου, ωστόσο κάθε περίπτωση πρέπει να εξετάζεται *ad hoc*, βλ. Θ. Κατσάς, Η αλληλεπίδραση μεταξύ του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση κήσεως ιδίων μετοχών από ανώνυμη εταιρεία με μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 375.

⁹Ν. Βερβεσός, Η σχέση του κ.ν. 2190/1920 με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ό.π., σελ. 337-338.

¹⁰Άρθρο 5 Σ.

¹¹Για τους μηχανισμούς προστασίας των εταιρικών πιστωτών μέσω του δικαίου των εταιριών βλ. Ε. Περάκη, Πτωχευτικό Δίκαιο, 2^η έκδ., Αθήνα, 2012, σελ. 318, Δ. Αυγητίδη, Η εξυγίανση της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας στον πτωχευτικό κώδικα, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 607.

¹²Μ. Μαρίνος, Αρμοδιότητες οργάνων αε στην πτώχευση, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 534.

¹³Βλ. διατύπωση άρθρου 1 ισχύοντος ΠτΚ «Η πτώχευση αποσκοπεί στη συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών του οφειλέτη[...] και ιδίως με τη διατήρηση της επιχείρησής του».

¹⁴Βλ. Α. Καραγκουνίδη, Η προστασία των πιστωτών κεφαλαιουχικών εταιριών (ιδίως α.ε.) στο μεταίχμιο πτωχευτικού και εταιρικού δικαίου-Στο παράδειγμα του άρθρου 98§2 ΠτΚ, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 462:«...η απόσχιση του κινδύνου της πτώχευσης δεν ανήκει και στις πρωτογενείς επιδιώξεις του νομοθέτη των κεφαλαιουχικών εταιριών.».

¹⁵Για τον «ανταγωνισμό» εταιρικού-πτωχευτικού δικαίου με αφορμή πρόσφατη γερμανική νομολογία βλ. Δ. Τζουγανάτο, Τα εταιρικά δικαιώματα στην πτώχευση κεφαλαιουχικής εταιρίας: Το ζήτημα της ένταξής τους στο σχέδιο αναδιοργάνωσης (άρθρα 107-131 ΠτωχΚ) και η σχέση μεταξύ πτωχευτικού και εταιρικού δικαίου, σε Αναμνηστικό Τόμο Λεωνίδα Γεωργακόπουλου, ΙΙ, σελ. 1061 επ., σελ. 1064, υποσημ. 5, διαθέσιμο σε ιστοσελίδα Τράπεζας της Ελλάδος (http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Georgakopoulos_vol_II.pdf).

¹⁶Η εκκαθάριση ακολουθεί τη λύση της εταιρίας με όποιον τρόπο κι αν επήλθε αυτή. Ειδικά ακολουθεί την πτώχευση εφόσον υπάρχει απομένουσα περιουσία μετά την ικανοποίηση όλων των εταιρικών πιστωτών.

προβλέπεται¹⁷ η ρύθμιση του λόγου που οδήγησε στην κρίση, ενώ παράλληλα το νομικό πρόσωπο της εταιρίας εξακολουθεί να υφίσταται¹⁸.

iii) Δίκαιο αφερεγγυότητας - δίκαιο κεφαλαιαγοράς

Για τη σχέση του δικαίου της αφερεγγυότητας με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, παρατηρείται καταρχήν ότι και τα δύο δίκαια διέπονται από διατάξεις αναγκαστικού δικαίου¹⁹, καθώς οι προστατευτικοί σκοποί αμφοτέρων συνδέονται με το δημόσιο συμφέρον μίας έννομης τάξης²⁰. Αφενός, η προτεραιότητα της προστασίας των συναλλασσομένων πιστωτών της εταιρίας που πλήττονται από την οικονομική δυσπραγία της, αφετέρου η προστασία της κεφαλαιαγοράς και των συναλλασσόμενων εντός αυτής με την εταιρία, είναι σκοποί που τίθενται από τα επιμέρους δίκαια ως άξιοι προστασίας για την οριοθέτηση των συμφερόντων τρίτων προσώπων απέναντι στην καταρχήν ελεύθερη και αυτόνομη δράση της εταιρίας. Παρατηρείται ότι σε πρώτο επίπεδο η σχέση των δύο δικαίων δεν είναι άμεση, καθώς κοινό υπόβαθρο για τη συσχέτισή τους είναι η ίδια η ανώνυμη εταιρία²¹, από τη δράση της οποίας αντλούν και την αναγκαιότητα των ρυθμίσεών τους στο συγκεκριμένο ζήτημα που εξετάζεται. Σε δεύτερο επίπεδο, ωστόσο, ανακύπτουν ζητήματα συντονισμού τα οποία αφορούν τη διοίκηση της εισηγμένης εταιρίας που βρίσκεται σε καθεστώς αφερεγγυότητας και τις επιβεβλημένες υποχρεώσεις απέναντι στους πιστωτές και τους επενδυτές που βρίσκονται στο μεταίχμιο εταιρικού, πτωχευτικού και δικαίου κεφαλαιαγοράς αντίστοιχα. Τα εν λόγω ζητήματα θα αναλυθούν εκτενέστερα στη συνέχεια της παρούσας²².

iv) Αίτημα εναρμόνισης - Το πρίσμα του ναυτικού δικαίου

Οι διαφορές που αναπτύχθηκαν ανωτέρω καθιστούν σαφή τη γκρίζα περιοχή που δημιουργείται τόσο δογματικά όσο και ρυθμιστικά, στην περίπτωση που η πρακτική θέσει το αίτημα της σύζευξης. Στα ανωτέρω προστίθεται και η ιδιομορφία του ναυτικού δικαίου, ως κλάδου με ρυθμιστική αυτονομία και διεθνή χαρακτήρα²³, γνωρίσματα τα οποία επιβάλλουν σε κάθε προτεινόμενη λύση τη συνεκτικότητα και την ομοιογένεια. Ειδικά στην υπό μελέτη περίπτωση της αφερέγγυας ναυτιλιακής επιχείρησης, οι μετοχές της οποίας είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, το αίτημα της εναρμόνισης των επιμέρους κλάδων του δικαίου τίθεται ιδιαίτερα

¹⁷Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 534.

¹⁸Σύμφωνα με άρθρο 72 ΑΚ, βλ. Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 321.

¹⁹Βλ. J. Kamischke, Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten der börsennotierten Aktiengesellschaft in der Insolvenz, Köln, 2010, σελ. 29: "Zutreffend ist, dass öffentliches Recht und Insolvenzrecht eigenständige Rechtsbereiche mit grundsätzlich gleichem Geltungsrang sind."

²⁰Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 22.

²¹Αναφορικά με το πτωχευτικό δίκαιο και το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και την εξάρτηση από την ύπαρξη της ανώνυμης εταιρίας βλ. αντίστοιχα Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 570, Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 3 επ..

²²Βλ. κατωτέρω Κεφάλαιο VI.

²³Βλ. Ι. Ρόκας, Γ. Θεοχαρίδης, Ναυτικό Δίκαιο, Γ' έκδ., Αθήνα, 2015, σελ. 4.

επιτακτικά· αφενός, λόγω της συχνότητας εμφάνισης στην πράξη της χρηματοδότησης της ναυτιλίας στην κεφαλαιαγορά, αφετέρου λόγω της σημασίας της συνολικότερης αντιμετώπισης της πτώχευσης στη συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα.

B. Αντικείμενο εργασίας

Το αντικείμενο της παρούσας εργασίας, με τον ενιαίο τίτλο «Πτώχευση εισηγμένης ναυτιλιακής επιχείρησης. Το παράδειγμα της *Hanjin Shipping Co., Ltd*», αποτελείται από δύο σκέλη. Το πρώτο αφορά τη νομική διάσταση της πτώχευσης μίας ναυτιλιακής εταιρίας στο χρηματιστήριο και αναπτύσσεται γύρω από το δεύτερο σκέλος που αποτελεί μία υπόθεση εργασίας με πραγματική διάσταση, ορμώμενη από την πρόσφατη πτώχευση της εταιρίας *Hanjin Shipping Co., Ltd* (στο εξής αναφερόμενη ως *Hanjin*). Ως προς το πρώτο σκέλος της μελέτης του θέματος περί «*πτώχευσης εισηγμένης ναυτιλιακής επιχείρησης*» ορθό είναι, εισαγωγικά, να γίνουν οι ακόλουθες ορολογικές επισημάνσεις.

α. Ορολογική οριοθέτηση αντικειμένου

Αρχικά, η φράση *πτώχευση επιχείρησης* δεν είναι απόλυτα ακριβής, διότι η *επιχείρηση* (ως φορέας επιχειρηματικής δραστηριότητας²⁴) δεν έχει πτωχευτική ικανότητα²⁵. Στα νομικά πρόσωπα, η πτωχευτική ικανότητα προϋποθέτει, μεταξύ άλλων, την ύπαρξη νομικής προσωπικότητας, την οποία δε διαθέτει η επιχείρηση καθεαυτή, αλλά το νομικό πρόσωπο-φορέας της σχετικής επιχείρησης. Ορθότερη είναι η αντικατάσταση της λέξης *επιχείρηση* από τη λέξη *εταιρία*. Για τους σκοπούς της παρούσας, θα χρησιμοποιηθούν και οι δύο όροι ανά περίπτωση.

Επιπλέον ο όρος *πτώχευση* νοείται ευρύτερα ως *αφερεγγυότητα* και οι δύο όροι θα χρησιμοποιηθούν εναλλακτικά.

Περαιτέρω, δεν είναι επίσης ακριβής η φράση *εισηγμένη επιχείρηση*. Στο χρηματιστήριο εισάγεται μεν η ανώνυμη κεφαλαιουχική εταιρία, με την ειδικότερη έννοια όμως ότι εισάγονται σε διαπραγμάτευση οι μετοχές ή άλλοι τίτλοι της εταιρίας, ώστε κατά νομική ακριβολογία η *εισηγμένη εταιρία* αποτελεί *ανώνυμη εταιρία με μετοχές ή άλλες κινητές αξίες εισηγμένες στην οργανωμένη αγορά*²⁶.

²⁴Για την έννοια της επιχείρησης βλ. *Α. Γεωργιάδη*, Εγχειρίδιο Εμπραγμάτου Δικαίου, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, σελ. 84.

²⁵*Ε. Περάκης*, ό.π., σελ. 106, υποσημ. 36.

²⁶*Δ. Αυγητίδης*, ό.π., 2013, σελ. 10, υποσημ. 43, *Θ. Κατσάς*, ό.π., σελ. 372, υποσημ. 18, *Ν. Ρόκας*, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., σελ. 492, υποσημ. 1.

β. Μέθοδος

Η ανάπτυξη του ζητήματος θα ακολουθήσει πορεία αντίστροφη σε σχέση με τον τίτλο, ξεκινώντας από το δεύτερο σκέλος του ζητήματος (υπόθεση εργασίας: *Hanjin Shipping Co., Ltd*), καταλήγοντας στη συνέχεια στο πρώτο σκέλος (πτώχευση εισηγμένης ναυτιλιακής επιχείρησης). Η μέθοδος αυτή προτιμήθηκε διότι καθιστά πιο εύληπτη για τον αναγνώστη την παρουσίαση του πραγματικού γεγονότος ώστε στη συνέχεια να οδηγηθεί χωρίς δυσκολία στην υπαγωγή των πραγματικών περιστατικών στα αντίστοιχα νομικά ζητήματα που τίθενται.

Ειδικότερα, η αντίστροφη πορεία συσχετίστηκε με την ιδιαιτερότητα της παρουσίασης του θέματος. Συγκεκριμένα, ως προς τη μέθοδο ανάπτυξης με τη μορφή υπόθεσης εργασίας (*case study*), λόγω της χρηματοοικονομικής διάστασης του θέματος, τηρήθηκε η ακόλουθη δομή που ακολούθησε το πρότυπο από αντίστοιχες μελέτες της χρηματοοικονομικής επιστήμης²⁷: Πρώτον, γίνεται παρουσίαση της εταιρίας. Δεύτερον, το χρονικό διάστημα που ενδιαφέρει το μελετητή απομονώνεται στις κρίσιμες χρονικές περιόδους. Παράλληλα παρατίθενται οι κρίσιμες διοικητικές, επιχειρηματικές και στρατηγικές αποφάσεις των εμπλεκόμενων μερών σε κάθε περίοδο. Τρίτον, αναφέρονται τα αίτια και οι συνέπειες. Τέταρτον, γίνεται εκτίμηση των αποτελεσμάτων της έρευνας. Σημειώνεται, επιπλέον, ότι για τους σκοπούς της παρούσας, τα αποτελέσματα της υπόθεσης εργασίας συνδέθηκαν και με τις νομικές προεκτάσεις του θέματος, όπως θα αναλυθεί στο οικείο σημείο²⁸.

γ. Διάρθρωση ύλης

Η ύλη διαρθρώνεται σε δύο μέρη, από τα οποία έκαστο δομείται σε τρία κεφάλαια.

Το **Πρώτο Μέρος** αποτελεί την υπόθεση εργασίας. Ειδικότερα:

Στο **Κεφάλαιο Ι** παρουσιάζεται η εταιρία, συγκεκριμένα η ιστορία της και η δομή της και επίσης καταγράφεται το ιστορικό της πτώχευσης.

Στο **Κεφάλαιο ΙΙ** αναλύονται τα αίτια και οι συνέπειες υπό χρηματοοικονομική διάσταση, με χρήση τόσο θεωρίας όσο και στατιστικών στοιχείων για την οικονομική κατάσταση της εταιρίας και του κλάδου γενικότερα.

Στο **Κεφάλαιο ΙΙΙ** γίνεται αποτίμηση των αποτελεσμάτων της έρευνας σε συγκριτική σχέση και με άλλες πτωχεύσεις, ενώ επίσης επισημαίνονται οι νομικές προεκτάσεις του θέματος.

²⁷ Για την ανάπτυξη υπόθεσης εργασίας (*case study*) στη χρηματοοικονομική επιστήμη, βλ. *Bruner, Eades, Schill, Case Studies in Finance, managing for corporate value creation*, 7th ed., 2014.

²⁸ Βλ. κατωτέρω Κεφάλαιο ΙΙΙ, Ενότητα 3.2.

Στο **Δεύτερο Μέρος** αναπτύσσονται ειδικότερα θέματα που προκύπτουν από την πτώχευση της εισηγμένης ναυτιλιακής επιχείρησης, τα οποία μελετώνται συνδυαστικά. Συγκεκριμένα:

Στο **Κεφάλαιο IV** γίνεται αναφορά στην εισηγμένη ναυτιλιακή και ειδικότερα στη χρηματοδότησή της και την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, καθώς και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την εισαγωγή, ιδίως η εταιρική διακυβέρνηση.

Στο **Κεφάλαιο V** αναπτύσσεται το σύνθετο ζήτημα της πτώχευσης ναυτιλιακής επιχείρησης, με ιδιαίτερη αναφορά στα θέματα του διεθνούς πτωχευτικού δικαίου, της αναγνώρισης αλλοδαπών δικαστικών αποφάσεων και των συνεπειών για τη ναυτιλιακή επιχείρηση, και παράλληλα γίνεται υπαγωγή της πτώχευσης της *Hanjin* στα νομικά δεδομένα.

Στο **Κεφάλαιο VI** η μελέτη επικεντρώνεται στην αφερέγγυα εταιρία που βρίσκεται στο χρηματιστήριο και τις συνέπειες της πτώχευσης αναφορικά με τις υποχρεώσεις της διοίκησης στην κεφαλαιαγορά και ζητήματος οργάνωσης του αφερέγγυου νομικού προσώπου.

Τέλος, παρατίθενται τα βασικά **Συμπεράσματα** από την εκπόνηση της παρούσας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

Η ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΤΗΣ HANJIN

ΠΕΡΙΣΤΑΤΙΚΑ

1. 1 Η εταιρία

1.1.1 Γενικά στοιχεία

Η υπό μελέτη εταιρία ιδρύθηκε το 1988 με έδρα τη Σεούλ της Νότιας Κορέας. Υπήρξε το αποτέλεσμα της συγχώνευσης με εξαγορά της *Korea Shipping Corporation* (ιδρύθηκε το 1949 ως κρατική εταιρία, στη συνέχεια δε (1968) ιδιωτικοποιήθηκε από την *Hanjin Container Lines* (υφιστάμενη ήδη από το 1977), θυγατρική του ομίλου εταιρειών *Hanjin Group*. Η προκύψασα εταιρία μετονομάστηκε σε *Hanjin Shipping Co., Ltd* (στο εξής *Hanjin*)²⁹.

Καθ' όλη τη διάρκεια της πορείας της η εταιρία αποτέλεσε χαρακτηριστική περίπτωση εταιρίας συγκεντρωμένης ιδιοκτησίας-διοίκησης³⁰. Παράδειγμα αποτελούν οι ιδιοκτήτες-συμμετέχοντες στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας και η στελέχωση του ΔΣ. Ως προς τους μετόχους, όπως παρατηρείται³¹, το μεγαλύτερο ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου ανήκε σε θυγατρικές εταιρίες³² του ομίλου *Hanjin Group*, συμπεριλαμβανομένης της ίδιας της εταιρίας (*Hanjin Airlines Co., Ltd., Hanjin Shipping Co., Ltd., Hanjin Shipping Co., Ltd. Employee Stock Ownership Assn.*).

Επιπλέον, τα μέλη του ΔΣ και κυρίως τα πρόσωπα που βρέθηκαν στη θέση του διευθύνοντος συμβούλου είχαν μεταξύ τους συγγενικές σχέσεις, όπως θα αναλυθεί κατωτέρω. Συνεπώς, από μία άποψη, υπήρχε ταύτιση συμφερόντων ιδιοκτησίας και διοίκησης.

1.1.2 Θέση στην αγορά

Μετά την άνω περιγραφείσα συγχώνευση, η εταιρία *Hanjin* έγινε η μεγαλύτερη εταιρία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων (*containers*) και χύδην φορτίου (*bulk*) στην αγορά της Ν. Κορέας. Σταδιακά καθιερώθηκε στην παγκόσμια αγορά ως μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες από

²⁹ Το ιστορικό της εταιρίας σύμφωνα με την επίσημη δήλωση του συνδίκου της κορεατικής πτώχευσης για την παροχή προσωρινής προστασίας εν αναμονή του αιτήματος για αναγνώριση αλλοδαπής διαδικασίας πτώχευσης (βλ. κατωτέρω Κεφάλαιο V). Πληροφορίες για την ιστορία της εταιρίας αντλήθηκαν επίσης από σχετικό άρθρο δημοσιευμένο στον ιστότοπο *Reference for Business, History of Hanjin Shipping Co., Ltd.*, διαθέσιμο σε <http://www.referenceforbusiness.com/history2/12/Hanjin-Shipping-Co-Ltd.html>.

³⁰ Στη Ν. Κορέα είναι συνήθης πρακτική η διοίκηση ομίλων επιχειρήσεων, στους οποίους συμπεριλαμβάνονται ναυτιλιακές επιχειρήσεις (όπως στην περίπτωση της *Hanjin Group-Hanjin Shipping Co., Ltd*) από οικογενειακά σχήματα (λεγόμενα *chaebols*). Για την σημασία των *chaebols* στην οικονομία της Ν. Κορέας βλ. *Lee T.-W.*, (1999), *Restructuring of the economy and its impacts on the Korean maritime industry*, *Mar. Pol. & Mgmt*, 26:4, σελ. 311-325.

³¹ Βλ. Παράρτημα Ι, Πίνακας 1: «Η μετοχική σύνθεση της *Hanjin* κατά την κήρυξη πτώχευσης».

³² Εταιρίες σε οριζόντια σχέση. Η πρακτική αυτή εφαρμοζόταν και σε άλλες εταιρίες του ομίλου σε ένα σύνθετο πλέγμα ομιλικών σχέσεων, με την παρουσία των μελών της ιδιοκτητρίας οικογένειας.

άποψη μεγέθους στόλου και συνολικής χωρητικότητας μεταφερόμενου φορτίου³³. Συγκεκριμένα, όπως αποτυπώθηκε λίγο πριν την κατάρρευσή της (Ιούλιος 2016), η εταιρία αριθμούσε στόλο 101 πλοίων με συνολική χωρητικότητα 617.665 TEU, καταλαμβάνοντας την όγδοη θέση στην παγκόσμια κλίμακα και ποσοστό 3,2% στην αγορά³⁴. Κατά προσέγγιση, από το σύνολο του στόλου της τα $\frac{3}{4}$ αυτού αποτελούσαν πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και τα υπόλοιπα ήταν πλοία μεταφοράς γενικότερου φορτίου, ακόμα και πλοία τύπου LNG. Από το σύνολο των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, λιγότερο από το ήμισυ της χωρητικότητας ανήκε κατά κυριότητα στην εταιρία, ενώ περισσότερα από τα μισά πλοία ήταν ναυλωμένα από τρίτες εταιρείες, με την ιδιότητα των τελευταίων ως εκναυλωτών³⁵.

Ως προς τη γεωγραφική κάλυψη, η εταιρία είχε σημαντική παρουσία στην Νοτιοανατολική Ασία και τις Η.Π.Α., αντιπροσωπεύοντας περίπου το 7,8% του εισαγόμενου εμπορίου διαμέσου του Ειρηνικού Ωκεανού για την εγχώρια αγορά των Η.Π.Α.³⁶.

Πέραν της δραστηριοποίησης στο χώρο των θαλάσσιων μεταφορών, σημαντικό τμήμα της εμπορικής δραστηριότητας της εταιρίας ήταν και η διαχείριση αποθηκευτικών χώρων εμπορευματοκιβωτίων σε τερματικούς σταθμούς λιμένων σε κάθε ήπειρο. Υπολογίζεται ότι η *Hanjin* είχε δικαιώματα κυριότητας σε 20 τερματικούς λιμενικούς σταθμούς αποθήκευσης με ετήσια αποθηκευτική χωρητικότητα 22,4 εκατομμυρίων TEU³⁷. Ειδικότερα, στην πλήρη κυριότητα της εταιρίας βρίσκονταν τερματικοί σταθμοί στα λιμάνια Μπουσάν (*Busan*) και Ιντσέον (*Incheon*), με το πρώτο να έχει μεγάλη εμπορική σημασία, ως μείζων διαμετακομιστικός κόμβος για το εμπόριο με την Κίνα³⁸.

³³Με εξαίρεση το έτος 2008, κατά το οποίο βρέθηκε στην 12^η θέση της παγκόσμιας κατάταξης, από το 1989 μέχρι και το 2016, η *Hanjin* βρισκόταν σταθερά ανάμεσα στις δέκα μεγαλύτερες εταιρείες του κλάδου: Maersk Line A/S (Δανία), COSCO Container Lines Limited (Κίνα), Mediterranean Shipping Company S.A. (Ελβετία), CMA CGM S.A. (Γαλλία), Hapag-Lloyd AG (Γερμανία), Evergreen Marine Corporation (Ταϊβάν), Nippon Yusen Kabushiki Kaisha (Ιαπωνία), APL Limited (Σιγκαπούρη). Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις UNCTAD, Review of Maritime Transport διαθέσιμο σε [http://unctad.org/en/Pages/Publications/Review-of-Maritime-Transport-\(Series\).aspx](http://unctad.org/en/Pages/Publications/Review-of-Maritime-Transport-(Series).aspx).

³⁴Στοιχεία Ιουλίου 2016, από ετήσια έκθεση UNCTAD, Review of Maritime Transport 2016, σελ. 40 διαθέσιμα σε http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/rmt2016_en.pdf. Ωστόσο, κατά δήλωση του συνδίκου της κορεατικής πτώχευσης η εταιρία αριθμούσε στόλο 140 πλοίων.

³⁵Πηγή: *Alphaliner*. Σύμφωνα με την ίδια πηγή, τον Σεπτέμβριο του 2016 από τα 99 πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, τα 37 ήταν ιδιόκτητα, ενώ τα 62 ήταν ναυλωμένα.

³⁶Όπως θα αναλυθεί στο Κεφάλαιο V, εξαιτίας της σημασίας της για την αγορά των ΗΠΑ κατέθεσε εκεί πρώτα την αίτηση για την αναγνώριση της πτωχευτικής διαδικασίας στη Ν. Κορέα.

³⁷Βλ. Παράρτημα I, Πίνακας 2: «Ποσοστά κυριότητας σε σημαντικούς τερματικούς σταθμούς-λιμένες ανά τον κόσμο».

³⁸Βλ. άρθρο του *Jean Paul Rodrigue*, The Hanjin shipping bankruptcy: how big of an impact?, 10.9.2016, δημοσιευμένο σε <http://www.porteconomics.eu/2016/09/10/the-hanjin-shipping-bankruptcy-how-big-of-an-impact/>.

1.1.3 Εισαγωγή και διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο

Η εταιρία εισήχθη στο Χρηματιστήριο της Ν. Κορέας, αγορά KOSPI (*Korea Composite Stock Price Index*) το 2009³⁹.

1.2. Η πτώχευση της Hanjin

1.2.1 Το χρονικό⁴⁰

α) Οι πρώτες ενδείξεις της κρίσης (2013)

Η πρώτη ανησυχητική ένδειξη της επικείμενης οικονομικής αποσταθεροποίησης της *Hanjin* εκδηλώθηκε στις αρχές του έτους 2013, με το χρέος της εταιρίας να φτάνει τα 10 δις δολάρια. Είχαν προηγηθεί δύο συναπτά έτη (2011, 2012) στα οποία η εταιρία παρουσίασε ζημίες στον ισολογισμό. Σημαντική παράμετρος η υπερπροσφορά χωρητικότητας μέσω του στόλου της στη διεθνή αγορά και η πτωτική πορεία των ναύλων την συγκεκριμένη περίοδο. Ως αποτέλεσμα, το 2013 έγιναν ορατά τα πρώτα σημάδια έλλειψης ρευστότητας. Για την αντιμετώπιση αυτής της κατάστασης προέβη την χρονική περίοδο που ακολούθησε, και μέχρι την οριστική παύση των πληρωμών, σε συνεχείς εκποιήσεις περιουσιακών στοιχείων. Αναλυτικότερα: Τον Ιούνιο του 2013 η *Hanjin* μεταβίβασε στην εταιρία ιδιωτικών κεφαλαίων *IMM Investment* το ήμισυ της κυριότητας των μετοχών της στη *Hanjin Newport*, εταιρεία διαχείρισης ενός τερματικού σταθμού στο λιμάνι του Μπουσάν έναντι τιμήματος 264,6 εκ. δολαρίων. Τον Οκτώβριο του ίδιου έτους η εταιρεία έλαβε ένα δάνειο ύψους 141 εκ. δολαρίων από την *Korean Air Lines*, εξίσου μέλος του ομίλου *Hanjin Group*. Για το δάνειο εγγυήθηκε προσωπικά η πρόεδρος του ΔΣ της *Hanjin* (*Choi Eun-young*) παρέχοντας ως εξασφάλιση το ποσοστό της επί των μετοχών, που αντιστοιχούσε σε ποσοστό 15,36% επί του μετοχικού κεφαλαίου.

Την καθοδική πορεία επιβεβαίωσε το Νοέμβριο του 2013 η παραίτηση του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρίας (*Kim Young-min*), υπό το βάρος ζημιών για τρίτο συνεχόμενο έτος⁴¹ και ενόψει επικείμενων μεγαλύτερων οικονομικών απωλειών. Σε αντικατάστασή του, νέος διευθύνων σύμβουλος ορίστηκε ο *Tai Soo Suk*, ήδη διατελών διευθύνων σύμβουλος της *Hanjin Transportation*, εξίσου μέλους της μητρικής *Hanjin Group*. Σε συνέχεια σειράς εκποιήσεων, το Δεκέμβριο του 2013 η *Korean Air Lines Co.* εκποιεί σειρά περιουσιακών στοιχείων μεταξύ

³⁹ Πηγή: <http://www.hellenicshippingnews.com/bankrupt-hanjin-shipping-to-be-delisted/>

⁴⁰ Για το χρονικό της πτώχευσης βλ. άρθρα από διαδίκτυο: *Supply Chain Dive*, Hanjin: A timeline of actions and disruptions, δημοσιευμένο σε <https://www.supplychaindive.com/news/hanjin-timeline-bankruptcy-shipping-effects/430694>, *Seatrade Maritime News*, Hanjin Shipping collapse timeline, and all the latest news on the crisis, δημοσιευμένο σε <http://www.seatrade-maritime.com/news/americas/hanjin-shipping-collapse-timeline.html>, *Fairlay*, The timeline of Hanjin Shipping's demise, δημοσιευμένο σε <https://fairplay.ihs.com/commerce/article/4282016/the-timeline-of-hanjin-shipping-s-demise?destination=node%2F4282016%3Fpage%3D0%252C1&page=0%2C5>.

⁴¹ Ζημίες ύψους 404, 9 εκ. δολαρίων για το χρονικό διάστημα Ιανουάριος-Σεπτέμβριος 2013.

άλλων και μερίδιο της στην εταιρία διυλίσεως πετρελαιοειδών *S-Oil* και 13 αεροσκάφη της για να ρευστοποιήσει περιουσία και να συνδράμει με αυτόν τον τρόπο στη διάσωση της *Hanjin*.

β) Παρατεταμένη κρίση (2014-2015)

Οι προβλέψεις για την επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης επιβεβαιώθηκαν τον Ιανουάριο του 2014, με την ανακοίνωση απωλειών ύψους 630,8 εκ. δολαρίων για το έτος 2013, ακόμη υψηλότερων από τις ζημίες του προηγούμενου έτους (2012), που ανέρχονταν σε 597,6 εκ. δολάρια.

Τον Απρίλιο του 2014 η - από το 2007- πρόεδρος του ΔΣ της εταιρίας (*Choi Eun-young*) παραιτείται από τη θέση της. Στη θέση αυτή την διαδέχεται ο πρόεδρος του ΔΣ της *Korean Air Lines* (*Cho Yang-ho*⁴²) ο οποίος ξεκινά μία νέα προσπάθεια διάσωσης την εταιρίας. Έτσι τον Ιούνιο του 2014 η *Korean Air Lines* με την αγορά επιπλέον μετοχών της εταιρίας, αποκτά το μεγαλύτερο μερίδιο στην *Hanjin*, ύψους 33,2% επί του μετοχικού κεφαλαίου. Τον Ιούλιο του 2014 υπό καθεστώς έντονης ανάγκης ρευστοποίησης η εταιρία εκποιεί πλοία τύπου LNG και κλάδους επιχειρήσεων ξηρού φορτίου, οι οποίοι μεταβιβάστηκαν σε μία νέα επιχείρηση που συστάθηκε γι' αυτό το σκοπό, την *H-Line Shipping*, επί της οποίας η εταιρία απέκτησε ποσοστό 22,2%, ενώ το υπόλοιπο 77,8% ανήκε στην εταιρία *Hahn & Company*.

Τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας δεν παρουσίασαν βελτίωση ούτε για το έτος 2014, με την εταιρία να ανακοινώνει τον Ιανουάριο του 2015 ζημίες, με τις οποίες ο ισολογισμός της εταιρίας έκλεινε ζημιογόνος για τέταρτη συνεχή χρονιά.

Τον Οκτώβριο του 2015 η κυβέρνηση της Ν. Κορέας πρότεινε, ως λύση στο οικονομικό αδιέξοδο της συσσώρευσης χρεών, τη πιθανότητα συγχώνευσης με την επίσης κορεατική και επίσης κατάχρηη εταιρία *Hyundai Merchant Marine (HMM)*. Η πρόταση της κυβέρνησης απορρίφθηκε από την εταιρία για το λόγο ότι δεν θα είχε πρακτικά αποτελέσματα στη διάσωσή της. Η ρευστότητα της εταιρίας παρουσίαζε ήδη προβλήματα, ενώ υπήρχαν σκέψεις για τη μεταβίβαση του μεριδίου της που κατείχε στην εταιρία *H-Line Shipping* προκειμένου με αυτή την κίνηση να εισρεύσουν έσοδα στην εταιρία. Επίσης η εκποίηση τον ίδιο μήνα της επιχειρηματικής δραστηριότητας ενός άλλου τερματικού σταθμού (*Gimpo*, επαρχία *Gyeonggi* Ν.

⁴² Πρόκειται για χαρακτηριστική περίπτωση διοίκησης *chaebols*. Η *Choi Eun-young* είχε διαδεχθεί στη θέση του προέδρου του ΔΣ τον αποβιώσαντα σύζυγό της (*Cho Soo-ho*) και αδερφό του ιδρυτή του ομίλου *Hanjin* (*Cho Choong Hoon*), ενώ αποχώρησε από τη θέση παραδίδοντάς τα ηνία της επιχείρησης στον υιό του τελευταίου (*Cho Yang-ho*) με την εκλογή του ως νέου προέδρου ΔΣ.

Κορέας) σηματοδότησε την αρχή μιας περιόδου συστηματικών εκποιήσεων για την εξασφάλιση ρευστότητας⁴³.

γ) Απότομη επιδείνωση (Ιανουάριος-Αύγουστος 2016)

Τον Φεβρουάριο του 2016 η εταιρία παρουσίασε για πρώτη φορά κέρδη ύψους 6 δις δολαρίων, μετά από 4 εταιρικές χρήσεις συνεχών ζημιών. Ωστόσο τα συνολικά χρέη είχαν ήδη υπερβεί τα 5 δις δολάρια.

Στις 22.4.2016 η τράπεζα *Korea Development Bank (KDB)*, η βασική πιστώτρια της εταιρίας, διεμήνυσε την αναγκαιότητα της διευθέτησης των δανειακών υποχρεώσεων της οφειλέτιδος και η εταιρία αποφάσισε να παραχωρήσει, ως εξασφάλιση, τη διοίκηση της εταιρίας στην τράπεζα. Παράλληλα, συμφώνησε να παρουσιάσει στους πιστωτές ένα (οικειοθελές) σχέδιο αναδιάρθρωσης του χρέους της μέχρι τον Αύγουστο του ίδιου έτους.

Ο μήνας Μάιος 2016 υπήρξε καθοριστικός. Η εταιρία παρουσίασε ζημίες πρώτου τριμήνου ύψους 222 εκ. δολαρίων. Στις 4.5.2016 η τράπεζα *KDB* και άλλοι δανειστές της εταιρίας συμφώνησαν να επιτρέψουν στην εταιρία να προβεί σε οικειοθελή αναδιάρθρωση χρεών. Παράλληλα, η εταιρία ζήτησε από τα υψηλόβαθμα στελέχη της την επιστροφή των αμοιβών που έλαβαν το 2015 χαρακτηρίζοντας «επείγουσα» την κατάσταση της εταιρίας. Επίσης, ξεκίνησε διαπραγματεύσεις με τους ομολογιούχους δανειστές της προκειμένου να διερευνηθεί δυνατότητα να επεκταθεί ο χρόνος λήξης και ο χρόνος απόδοσης των ομολόγων που έληγαν μέσα στο ίδιο έτος, εξαιτίας οικονομικής δυσπραγίας. Η εταιρία επίσης ανακοίνωσε ότι είχε ξεκινήσει συζητήσεις με τους εκναυλωτές για την πιθανότητα μείωσης των τιμών των ναύλων. Προχώρησε ακόμη στην πώληση ενός πλοίου χύδην φορτίου τύπου *Capesize* για 38 εκ. δολάρια.

Τον Ιούνιο του 2016 η Επιτροπή Οικονομικών Υπηρεσιών της Κορέας (*Korean Financial Services Commission (FSC)*) ζήτησε από την *Korean Air Lines* να παράσχει οικονομική υποστήριξη ύψους 1 δις δολαρίων στην εταιρία με την προοπτική της ενίσχυσης της επιβίωσης της εταιρίας τα επόμενα δύο χρόνια, σε συνδυασμό με τα έσοδα από τις εκποιήσεις, ενώ στην αγορά κυκλοφορούσαν ήδη φήμες περί αδυναμίας πληρωμών των προμηθευτών της εταιρίας. Εν τω μεταξύ συνεχίστηκαν οι εκποιήσεις προς άλλες θυγατρικές εταιρίες του ομίλου *Hanjin Group* με την πώληση στην επίσης θυγατρική εταιρία, *Hanjin Transportation*, του ποσοστού 21,33% το οποίο η εταιρία είχε σε άλλη εταιρία διαχείρισης του τερματικού σταθμού στο λιμάνι *Cai Mep* του Βιετνάμ.

⁴³ Το Νοέμβριο του 2015 η εταιρία μεταβίβασε το μεγαλύτερο μέρος των περιουσιακών της στοιχείων που κατείχε στην *H-Line Shipping* στην *Hahn & Company* έναντι τιμήματος 105,7 εκ. δολαρίων, κρατώντας πλέον μόνο 5% επί του μετοχικού κεφαλαίου της *H-Line Shipping*. Τον ίδιο μήνα η εταιρία επίσης πώλησε τις εναπομείναντες μετοχές που είχε στην εταιρία *Hanjin Newport* έναντι τιμήματος 118,5 εκ. δολαρίων.

Τον Ιούλιο του 2016 ξεκίνησαν οι μεγάλες πιέσεις από την πλευρά των προμηθευτών και χρηματοδοτών. Από τη μεριά των εκναυλωτών, με προεξάρχοντα τον επικεφαλής της εταιρίας *Seaspan*, εκδηλώθηκε σαφής πρόθεση να μη μειωθούν οι ναύλοι, οι οποίοι ήδη κινούνταν σε χαμηλά επίπεδα δεδομένης της μακροχρόνιας οικονομικής ύφεσης. Από την άλλη μεριά, το μήνα Αύγουστο η κύρια πιστώτρια τράπεζα *KDB* δήλωσε ότι δεν πρόκειται να παραχωρήσει άλλη οικονομική βοήθεια προς την εταιρία, παρόλα αυτά έδωσε τη δυνατότητα στη εταιρία να υποβάλει ένα σχέδιο ρευστότητας μέχρι τις 30.8.2016 για διερεύνηση πιθανής δανειοδότησης. Ταυτόχρονα και η κυβέρνηση της Ν. Κορέας επίσης απέκλεισε οποιοδήποτε ενδεχόμενο κρατικής οικονομικής ενίσχυσης της εταιρίας. Έτσι, το πρώτο εξάμηνο του 2016 κλείνει με ζημιές για την εταιρία ύψους 433 εκ. δολαρίων.

δ) Οι τελευταίοι μήνες (Αύγουστος 2016-Φεβρουάριος 2017)

Στις 30.8.2016 η τράπεζα *KDB* και άλλοι δανειστές-χρηματοδότες της εταιρίας απέρριψαν το υποβληθέν σχέδιο ρευστότητας. Η εταιρία, που είχε περιέλθει ήδη σε (πραγματική) κατάσταση παύσης πληρωμών, αντέδρασε άμεσα υποβάλλοντας αίτηση ενώπιον του αρμόδιου πτωχευτικού δικαστηρίου της Σεούλ⁴⁴ για έναρξη διαδικασίας αναδιάρθρωσης οφειλών⁴⁵, ζητώντας παράλληλα προστασία έναντι των δανειστών με την αναστολή διώξεων κατά των περιουσιακών στοιχείων της.

Η ανακοίνωση περί έναρξης διαδικασίας αφερεγγυότητας προκάλεσε πανικό στους υπόλοιπους παίκτες της αγοράς. Οι επενδυτές επιδόθηκαν σε φρενήρεις πωλήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων της εταιρίας με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής να σημειώσει κατακόρυφη πτώση στο Χρηματιστήριο της Σεούλ και ταυτόχρονα να αποφασιστεί αναστολή της διαπραγμάτευσης της μετοχής την ίδια ημέρα με την ανακοίνωση προσφυγής στη δικαστική προστασία. Εκναυλωτές και φορτωτές βρέθηκαν εκτεθειμένοι καθώς τις πρώτες ώρες μετά την ανακοίνωση, δανειστές της εταιρίας έσπευσαν να κατασχέσουν πλοία και φορτία για την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους κατά της εταιρίας. Λιμάνια και σταθμοί αποθήκευσης εμπορευμάτων αρνήθηκαν την είσοδο σε πλοία της εταιρίας ανησυχώντας ότι δεν θα μπορούσαν να καλυφθούν τα έξοδα ελλιμενισμού. Τα πλοία της εταιρίας που μένουν ακινητοποιημένα έξω από τα λιμάνια λόγω άρνησης εισόδου και λόγω φόβου επιβολής συντηρητικής κατάσχεσης από τους εγχώριους δανειστές σύμφωνα με τα προβλεπόμενα του πτωχευτικού δικαίου στις δικαιοδοσίες των παράκτιων κρατών, μεταφέρουν εμπορεύματα αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων, τα οποία

⁴⁴ Seoul Central District Court, 6th Bench of Bankruptcy Division.

⁴⁵ Η εταιρία ζήτησε να υπαχθεί στη διαδικασία του άρθρου 34 παρ. 1 (*rehabilitation procedure*) του οικείου κορεάτικου νόμου για την αναδιοργάνωση και την πτώχευση (*Debtor Rehabilitation and Bankruptcy Act*). Αντίστοιχη της διαδικασίας αναδιοργάνωσης του ελληνικού πτωχευτικού νόμου (άρθρο 107 ΠτΚ).

υπόκεινται φθορές και χάνουν σημαντικό μέρος της αξίας τους εις βάρος των φορτωτών και παραληπτών⁴⁶.

Την 1.9.2016 το πτωχευτικό δικαστήριο της Σεούλ έκανε δεκτό το αίτημα της εταιρίας και όρισε ως σύνδικο πτώχευσης τον διευθύνοντα σύμβουλο. Αμέσως μετά την έκδοση της απόφασης, με την οποία έγινε δεκτή η προστασία της *Hanjin*, ο διευθύνων σύμβουλος και σύνδικός της πτώχευσης, επιδόθηκε σε έναν αγώνα δρόμου για την αναγνώριση της απόφασης του πτωχευτικού δικαστηρίου της Σεούλ στις δικαιοδοσίες των ξένων κρατών στην επικράτεια των οποίων βρίσκονταν ή επρόκειτο να βρεθούν πλοία της εταιρείας και να αποτρέψει άτακτη ρευστοποίηση και ικανοποίηση πιστωτών σε βάρος της πτωχευτικής περιουσίας και λοιπών συμφερόντων που συνδέονταν με αυτή.

Μία από τις πρώτες δικαιοδοσίες που αναγνώρισαν την εκκινηθείσα στη Ν. Κορέα διαδικασία αφερεγγυότητας ήταν αυτή των Η.Π.Α.. Συγκεκριμένα, στις 2.9.2016 κατατέθηκε αίτηση για αναγνώριση, εντός της επικράτειας των Η.Π.Α., της αλλοδαπής (κορεατικής) διαδικασίας αφερεγγυότητας στο πλαίσιο της εφαρμογής του πρότυπου νόμου Uncitral, ο οποίος ισχύει ως εσωτερικό δίκαιο στις Η.Π.Α. με το Κεφάλαιο 15 του αμερικανικού πτωχευτικού κώδικα (Chapter 15, US Bankruptcy Code). Επιπλέον, ο σύνδικος υπέβαλε αίτηση για παροχή προσωρινής προστασίας από το πτωχευτικό δικαστήριο μέχρι την έκδοση της απόφασης περί αναγνώρισης, αιτούμενος, ειδικότερα, την αναστολή όλων των ατομικών διώξεων κατά της εταιρικής περιουσίας. Κατόπιν των ανωτέρω, το αρμόδιο πτωχευτικό δικαστήριο του Νιου Τζέρσεϋ των Η.Π.Α. εξέδωσε διαταγή (*order*) προσωρινής αναστολής των ατομικών διώξεων. Η απόφαση είχε ως συνέπεια τα πλοία της εταιρίας να προσεγγίζουν άφοβα τα λιμάνια των Η.Π.Α., χωρίς την απειλή επιβολής συντηρητικής κατάσχεσης⁴⁷. Στη συνέχεια αιτήσεις αναγνώρισης και παροχής προσωρινής προστασίας στην εταιρία υποβλήθηκαν και σε άλλες δικαιοδοσίες⁴⁸.

Από την ημέρα της προσφυγής στη δικαστική προστασία, μέχρι την οριστική απόφαση της κήρυξης σε πτώχευση, τα γεγονότα υπήρξαν ακάθεκτα. Η ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων σημειώθηκε στο σύνολο της εταιρικής περιουσίας, όπως πλοία, κλάδοι

⁴⁶ Η χρονική συγκυρία ήταν ιδιαίτερα αρνητική. Καλοκαίρι 2016 και η αμερικάνικη αγορά εφοδιαζόταν για την επερχόμενη περίοδο εκπτώσεων. Φορτωτές αγαθών όπως η LG Electronics, η Samsung και παραλήπτες στις ΗΠΑ βρέθηκαν να μετρούν σημαντικές απώλειες, όσο διάστημα τα φορτία ήταν εντός των ακινητοποιημένων πλοίων. Βλ. Παράρτημα Ι, Πίνακας 3: «Φορτία Hanjin τον Αύγουστο 2016». Επίσης βλ. <http://www.scmp.com/business/global-economy/article/2049560/hanjin-shipping-collapse-may-be-beginning-end-profitable>.

⁴⁷ Αναλυτικά για τη διαδικασία αναγνώρισης βλ. Κεφάλαιο V.

⁴⁸ Πληροφορίες για όλες τις δικαιοδοσίες στις οποίες χορηγήθηκε αναστολή ατομικών διώξεων: <https://www.clydeco.com/insight/article/hanjin-global-overview-uk>.

επιχειρήσεων⁴⁹, ακόμη και θυγατρικές εταιρίες. Στις 24.10.2016 το δικαστήριο της Σεούλ έκανε δεκτή την αίτηση της εταιρίας για τη ρευστοποίηση των θυγατρικών της στην Ευρώπη. Το δικαστήριο διέταξε την εκποίηση όλων των επιχειρήσεων της εταιρίας διατλαντικά και εντός της περιοχής της Ασίας με ανοιχτό πλειστηριασμό. Πλειοδότης του ανοικτού πλειστηριασμού ανακηρύχθηκε η εταιρία *Samra Midas*, η οποία συνέστησε την εταιρία *SM Line Corporation* προκειμένου για την εκμετάλλευση των αποκτηθέντων περιουσιακών στοιχείων. Παρά τις προσπάθειες του συνδίκου, ο αντίκτυπος της πτώσης δεν μπόρεσε να αναχαιτιστεί. Στις 12.12.2016, οι ορκωτοί λογιστές που είχαν αναλάβει την οικονομική έκθεση της εταιρικής περιουσίας, αποφάνθηκαν ότι η καλύτερη λύση για την εταιρία ήταν η εκκαθάριση. Η αξία της εκκαθαριζόμενης περιουσίας εκτιμήθηκε στο ποσό των 1,53 δις δολαρίων. Ωστόσο, ήδη εκκρεμούσε η υποβολή του σχεδίου αναδιοργάνωσης, προγραμματισμένη για τις 3.2.2017⁵⁰.

Μία μέρα πριν την υποβολή του σχεδίου αναδιοργάνωσης, στις 2.2.2017, το δικαστήριο της Σεούλ ανακοινώνει ότι τελικά δεν θα εγκρίνει το σχέδιο αναδιάρθρωσης και ότι η εταιρία θα ακολουθήσει αναγκαστικά το στάδιο της εκκαθάρισης. Ανακοινώνει ως ημερομηνία παύσης πληρωμών την 17.2.2017. Ακολουθεί ρευστοποίηση της περιουσίας με σταδιακή εκποίηση όλων των στοιχείων της περιουσίας της εταιρίας.

Κατάληξη όλης της πορείας ήταν η διαγραφή των μετοχών της εταιρίας από το Χρηματιστήριο της Σεούλ στις 7.3.2017⁵¹.

⁴⁹ Χαρακτηριστικά, ο κλάδος της εταιρίας *Hanjin's Asia - US container business* πωλήθηκε στην εταιρία *Korea Line* για το ποσό των 31,4 εκ. δολαρίων.

⁵⁰ Η αρχική ημερομηνία για την εξέταση του σχεδίου αναδιοργάνωσης είχε οριστεί η 21.11.2016. Με μεταγενέστερη απόφαση του ίδιου δικαστηρίου, η προθεσμία παρατάθηκε για τις 3.2.2017, ενώ με την ίδια απόφαση επίσης παράταση έλαβαν και οι εμπειρογνώμονες και οι ορκωτοί ελεγκτές για την υποβολή της οικονομικής τους έκθεσης σχετικά με την οικονομική κατάσταση της εταιρίας.

⁵¹ Πηγή: <http://www.hellenicshippingnews.com/bankrupt-hanjin-shipping-to-be-delisted/>.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ II

Η ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΤΗΣ HANJIN

ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΙΤΙΩΝ-ΣΥΝΕΠΕΙΩΝ

2.1 Αίτια

Για την ολόπλευρη κατανόηση της υπό μελέτη πτώχευσης έχει καθοριστική σημασία η εξέταση των επιμέρους αιτίων που οδήγησαν σε αυτή. Γενικά, σε μία επιχειρηματική οικονομική κρίση τα αίτια δεν είναι μονοσήμαντα ούτε ανεξάρτητα το ένα από το άλλο. Αντιθέτως, εμφανίζονται με ποικιλία συνδυασμών και αλληλεπιδράσεων, συνθέτοντας ένα πλέγμα καταστάσεων που σε απώτατο σημείο, φέρνουν την επιχείρηση στο κατώφλι της αφερεγγυότητας.

Τα αίτια μπορούν να διακριθούν σε γενικότερα (αίτια που δεν αφορούν την επιχείρηση) και ειδικότερα (αίτια που αφορούν την ίδια την επιχείρηση ή/και τις σχέσεις της με άλλες). Τα αίτια μίας κρίσης διαφέρουν από τα συμπτώματά της, αν και εξωτερικά μπορεί να ομοιάζουν με αυτά, δεδομένου ότι συχνά τα τελευταία αποτελούν τις πλέον εμφανείς ενδείξεις για την προβληματική πορεία της επιχείρησης⁵². Τα συμπτώματα της κρίσης που διήλθε η εταιρία αναλύθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο με τη μορφή του ιστορικού. Στο παρόν θα αναλυθούν οι αιτίες πίσω από τα συμπτώματα και στη συνέχεια οι συνέπειες.

2.1.1 Γενικότερα: Ιδιαιτερότητες της ναυτιλιακής οικονομίας

α) Χαρακτηριστικά-Ναυτιλιακοί κύκλοι

Στην πτώχευση της *Hanjin* μία παράμετρος που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι η φύση της επιχειρηματικής αγοράς μέσα στην οποία δραστηριοποιούταν η εταιρία. Στη συγκεκριμένη περίπτωση γίνεται λόγος για τη ναυτιλιακή αγορά, με τα ιδιαίτερα γνωρίσματα και τις ιδιάζουσες συνθήκες της.

Συνοπτικά και για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας σημειώνεται ότι η ναυτιλιακή αγορά (*shipping market*), είναι τμήμα της παγκόσμιας οικονομίας και εξετάζεται συνδυαστικά με αυτή, τελεί δε σε άμεση σχέση με τις συνθήκες που επικρατούν στην πρώτη. Όπως κάθε αγορά, αντίστοιχα, διαμορφώνεται από τον εκάστοτε συσχετισμό της προσφοράς (*supply*) και της ζήτησης (*demand*) προϊόντων και υπηρεσιών⁵³. Ειδικά στη ναυτιλία, όπου το ανωτέρω δίπολο προσφοράς-ζήτησης αναπτύσσεται σε ένα ιδιόμορφο και έντονα ανταγωνιστικό επιχειρηματικό περιβάλλον, η αγορά φέρει επιπλέον χαρακτηριστικά που την εξατομικεύουν σε σχέση με τις λοιπές. Επιγραμματικά η ναυτιλιακή αγορά χαρακτηρίζεται ως κυκλική (*cyclical*), εποχική

⁵² Για τη διάκριση αιτίων-συμπτωμάτων της πτώχευσης, τη σχέση που τα διέπει και τη νομοπολιτική τους σημασία για το Πτωχευτικό Δίκαιο βλ. *Ε. Περάκη*, Πτωχευτικό Δίκαιο, ό.π., σελ. 108-112.

⁵³ Για την προσφορά-ζήτηση στη ναυτιλία βλ. *M. Stopford*, *Maritime Economics*, 3rd ed., 2009, σελ. 135 επ..

(seasonal), με έντονες διακυμάνσεις (*highly volatile*), επιχειρηματικός κλάδος εντάσεως κεφαλαίου (*capital intensive*) που επιπλέον υφίσταται συχνές μεταβολές με την επίδραση κύκλων αγοράς (*business cycles*).

Οι ναυτιλιακοί κύκλοι (*shipping market cycles*) ειδικότερα, αποτελούν ίδιο γνώρισμα της αγοράς και η μελέτη τους αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την κατανόηση των γεγονότων που επηρεάζουν την πορεία της ναυτιλιακής οικονομίας⁵⁴. Ενδεικτικά, οι ναυτιλιακοί κύκλοι με τα επιμέρους χαρακτηριστικά που έχει ο καθένας (διάρκεια, ένταση, έκταση, συνέπειες), σε μεγάλο βαθμό παρουσιάζουν μία ομοιομορφία ως προς τη χρονική και λογική αλληλουχία τους, όντας σε μία σχέση ανόδου-καθόδου, απώτατου-κατώτατου σημείου. Ωστόσο, κάθε κύκλος είναι μοναδικός και καθώς συναρτάται με πολλές άλλες παραμέτρους, δεν μπορεί να προβλεφθεί με ασφάλεια εκ των προτέρων ως προς τον χρόνο εμφάνισης, τη διάρκεια, ένταση, έκταση και τις συνέπειές του στη γενικότερη οικονομία.

β) Ναυτιλιακές περίοδοι και κρίσεις

i) Περίοδος 1945-2008. Οικονομικές κρίσεις

Η πορεία της σύγχρονης ναυτιλιακής οικονομίας μέχρι σήμερα έχει καταστρωθεί σε πέντε φάσεις οι οποίες αντιστοιχούν σχηματικά σε: 1) Περίοδος “Cash” (1945-μέσα 1950), 2) Περίοδος “Charter Back” (μέσα 1950-τέλη 1960), 3) Περίοδος “Bubble”(αρχές 1970-αρχές 1980). Στην περίοδο αυτή σημειώθηκαν δύο κρίσεις του πετρελαίου, 4) Περίοδος “Distress”(1980-1990), 5) Περίοδος “Convalescence” (1990-2001) και 6) Περίοδος “Super-cycle” (2002-2009)⁵⁵.

ii) Περίοδος 2009-σήμερα. Η σύγχρονη οικονομική κρίση

Η οικονομική κρίση που εκδηλώθηκε το 2008 ξεκινώντας από τον χρηματοπιστωτικό τομέα των στεγαστικών δανείων και την κατάρρευση της *Lehman Brothers* επηρέασε ανατακλαστικά και την ναυτιλία. Η αγορά των εμπορευματοκιβωτίων βρισκόταν ήδη σε μεγάλο άνοιγμα, καθώς η ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου τα προηγούμενα έτη είχε δημιουργήσει την προσδοκία για ανάγκες σε μεγαλύτερη χωρητικότητα για την εξυπηρέτηση μεγαλύτερων φορτίων. Με τις βάσεις αυτές υπήρξε αυξημένη ζήτηση στην κατασκευή μεγαλύτερων και κατά συνέπεια ακριβότερων πλοίων. Έντονη ακόμη υπήρξε η αίσθηση ότι η εκδηλωθείσα κρίση θα έληγε σύντομα, ότι επρόκειτο για έναν -συνηθισμένο- μικρής διάρκειας κύκλο της αγοράς και ότι σύντομα η αγορά θα επέστρεφε στους προηγούμενους ρυθμούς ανάπτυξης. Σημαντική

⁵⁴Για τους ναυτιλιακούς κύκλους βλ. *M. Stopford*, ό.π., σελ. 93 επ..

⁵⁵Αναλυτικά σε *T. Syriopoulos*, Chapter 28: Shipping Finance and International Capital Markets, in: *The Handbook of Maritime Economics and Business* (C. Grammenos, editor, 2nd ed.), LLP, London, 2010, σελ. 6. Επίσης βλ. *M. Stopford*, ό.π., σελ. 118.

παράμετρος που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι ότι η μέση χρονική διάρκεια παράδοσης ενός πλοίου από παραγγελία είναι 2-3 χρόνια. Επομένως οι επενδύσεις στην κατασκευή πλοίων υλοποιούνται σε χρονικό σημείο που βρίσκεται σε μεταγενέστερο στάδιο της αγοράς, όπου οι συνθήκες χρησιμοποίησης της επένδυσης είναι πολύ διαφορετικές από εκείνες με βάση τις οποίες ελήφθη η απόφαση για την επένδυση. Στην προκειμένη περίπτωση ήταν και εκ διαμέτρου αντίθετες, καθώς προόδου της κρίσης η παγκόσμια οικονομία υφίστατο ολοένα βαθύτερη ύφεση και οι ρυθμοί ανάπτυξης διαρκώς συρρικνωνόταν. Είναι χαρακτηριστικό ότι η προσφορά ξεπέρασε σε τέτοιο βαθμό τη ζήτηση, με τη συνολική διαθέσιμη χωρητικότητα να έχει τετραπλασιαστεί από το 2000, να έχει διπλασιαστεί μέσα στα χρόνια της κρίσης και να υπερσχύει με ποσοστό 30% της αντίστοιχης ζήτησης.

Όταν η ναυτιλία ξεκίνησε να υφίσταται τις συνέπειες της κρίσης του 2008, με τη μειωμένη ζήτηση σε φορτίο και αντίστοιχα σε χωρητικότητα και την πτώση των ναύλων, ήταν πλέον αναπόφευκτες οι ζημιές, ακόμα και για τους μεγάλους παίκτες της αγοράς⁵⁶. Ήδη από εκείνη την περίοδο υπήρχαν ενδείξεις για την πορεία της οικονομίας, ωστόσο η άποψη που επικρατούσε ήταν ότι οι συνέπειες του κύκλου θα έληγαν σύντομα⁵⁷.

2.1.2 Ειδικότερα: Χειρισμοί εταιρίας-Αποφάσεις τρίτων

Σε επίπεδο εταιρίας τα αίτια μπορούν να αναζητηθούν στις αποφάσεις και τη στρατηγική της διοίκησης ως προς τη διαχείριση της κρίσης. Καθοριστική σημασία είχε η δομή της διοίκησης και κυρίως η στελέχωσή της με πρόσωπα τα οποία δεν κατ' επάγγελμα διαχειριστές (*managers*). Εφαρμόζοντας συγκεντρωτικό έλεγχο, η διοίκηση της εταιρίας ασκείτο από τη μέρα της ίδρυσής της από τον ιδρυτή της και διαδοχικά στη συνέχεια από μέλη της εγγύτερης οικογένειάς του, με μοναδικό κριτήριο, ως φάνηκε από την επιλογή των αντικαταστατών αυτών στις περιόδους της επιχειρηματικής καμπίης, την διατήρηση της οικογενειακής παρουσίας. Κατ' αποτέλεσμα, στις κρίσιμες στιγμές για την εταιρία παρατηρήθηκε έλλειψη τεχνογνωσίας για την αντιμετώπιση κρίσεων (*risk management*), η οποία θεωρείται σήμερα η πεμπτουσία της ναυτιλιακής διοίκησης.

Σημεία της αναποτελεσματικής διοίκησης ήταν αρχικά, η λανθασμένη εκτίμηση εκ μέρους της διοίκησης για τους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας μετά την κρίση του 2008, όπως επιβεβαιώνουν τα αριθμητικά στοιχεία. Συγκεκριμένα η εταιρία στο διάστημα 2009-2013

⁵⁶ Χαρακτηριστικά, το καθοριστικό για την εταιρία έτος (2016) ζημιές παρουσίασαν και η *Maersk Line* με απώλειες για το τρίτο τρίμηνο (3Q 2016) ύψους 116 εκ. δολαρίων, ενώ η *COSCO* 1,1 δις δολαρίων και για τα τρία τρίμηνα (1Q,2Q,3Q 2016), έχοντας και οι ίδιες επενδύσει στην αύξηση της χωρητικότητας του στόλου τους. Για την εταιρία *Hanjin* οι απώλειες είχαν πιο καίρια σημασία στην πορεία της προς την πτώχευση διότι είχαν προηγηθεί έτη συνεχών και υψηλών ζημιών.

⁵⁷ *H. Haralambides, H. Thanopoulou, The Economic Crisis of 2008 and World Shipping: Unheeded Warnings, SPOUDAI Journal of Economics and Business, Vol.64, Issue 2, (2014), σελ. 5-13.*

σχεδόν διπλασίασε τον στόλο της, αποκτώντας μάλιστα 25 νέα πλοία τύπου *Panamax*, και ενώ η ζήτηση σε χωρητικότητα μειωνόταν, η προσφορά αυξανόταν ραγδαία, δημιουργώντας αξιοσημείωτο απόκλιση στα δύο μεγέθη.

Δεύτερον, εξίσου κρίσιμος παράγοντας ήταν και η διαχείριση του δανειακών υποχρεώσεων της εταιρίας. Στην προσπάθεια χρηματοδότησης του επενδυτικού σχεδίου της, η εταιρία προσέφυγε σε δανεισμό ο οποίος αποδείχθηκε δυσανάλογα διαχειρίσιμος ακόμα και για μια εταιρία του μεγέθους της *Hanjin*. Χαρακτηριστικά είναι τα στοιχεία που αναφέρουν ότι κατά το άνω διάστημα (2009-2013) ο δείκτης δανεισμού της εταιρίας (*debt ratio*) αυξήθηκε από 155% (2009) σε 1.445% (2013), ενώ μετά το 2014 και έπειτα από τις προσπάθειες της νέας διοίκησης επήλθε μείωση του δείκτη σε μόλις 800%⁵⁸. Παράλληλα, ο τρόπος διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων της μετά τον Απρίλιο του 2016 ήταν ενδεικτικός: Σε εφαρμογή των δεσμεύσεων στο πλαίσιο του οικειοθελούς σχεδίου αναδιοργάνωσης, η εταιρία προέβη μεν σε εντατική ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων, πλην όμως το αποτέλεσμα της εκποίησης δεν ήταν επαρκές. Κατά συνέπεια, δημιουργήθηκε σημαντικό έλλειμμα εμπιστοσύνης στους δανειστές, οι οποίοι δεν μπορούσαν να πεισθούν για τη σοβαρότητα των προθέσεων της εταιρίας να τους αποδώσει το οφειλόμενο κεφάλαιο.

Στο ως άνω αίσθημα ανασφάλειας συνέτεινε και η πρακτική της χρηματοδότησης της εταιρίας μέσω δανείων από τους μετόχους και η παροχή εξασφαλίσεων με τη χρήση των ποσοστών τους στο μετοχικό κεφάλαιο. Ως προς το πρώτο σκέλος, κατά την έκθεση του ιστορικού ανωτέρω, επισημάνθηκε η συχνή προσφυγή της εταιρίας στη βασική μέτοχό της, *Korean Air Lines*, για την εξασφάλιση ρευστότητας προς κάλυψη των τρεχουσών αναγκών και υποχρεώσεών της. Με την πρακτική αυτή η εταιρία είχε μεν πρόσβαση σε άμεσο και ανεπιφύλακτο δανεισμό, χωρίς τις διατυπώσεις και εξασφαλίσεις του τραπεζικού δανεισμού παρόλα αυτά το εσωτερικό δάνειο δεν έπαυε να αποτελεί υποχρέωση της εταιρίας που αύξανε το παθητικό σκέλος του ισολογισμού της⁵⁹ και έγερνε εις βάρος του ενεργητικού και της καθαρής θέσης της εταιρίας προς κάλυψη των λοιπών υποχρεώσεών της. Ως προς το δεύτερο σκέλος, η παροχή προσωπικών εγγυήσεων από μέτοχο εύκολα μπορεί να οδηγήσει τον τρίτο παρατηρητή, και ιδίως τον πιστωτή και υποψήφιο χρηματοδότη στην εντύπωση ότι υπολανθάνει σύγχυση της εταιρικής περιουσίας με την προσωπική περιουσία των μετόχων⁶⁰. Εν προκειμένω αυτό συνέβη με την πράξη της

⁵⁸Βλ. άρθρο της W.Z.Tan, *Hanjin Shipping: Rest in peace*, δημοσιευμένο σε <https://www.solent.ac.uk/research/documents/china-centre/global-maritime-weekly-digest-28.02.2017.pdf>

⁵⁹Βλ. *P. Γιοβαννόπουλος*, Η προστασία των πιστωτών στο εταιρικό και πτωχευτικό δίκαιο. Συγκριτικές παρατηρήσεις, σε «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας», 18^ο ΠΣΕΔ (31.10-1-2.11.2008), Αθήνα, 2009, σελ. 214, υποσημ. 68.

⁶⁰Σύγχυση η οποία σε ακραίες περιπτώσεις δύναται να υποκρύπτει υποχρηματοδότηση της εταιρίας και κατάχρηση του νομικού προσώπου.

προέδρου του ΔΣ να παράσχει ως εξασφάλιση για την ανάληψη δανειακής υποχρέωσης το μερίδιο της στο μετοχικό κεφάλαιο, ως αναφέρθηκε ανωτέρω⁶¹.

Πέραν των αιτιών που αναζητούνται σε επίπεδο εταιρίας, μη αμελητέα είναι και η στάση των τρίτων, πιστωτών-χρηματοδοτών και εκναυλωτών. Αναφορικά με τη στάση της τράπεζας *KDB*, όπως αναλύθηκε ανωτέρω στο ιστορικό, δόθηκε στην εταιρία μία ευκαιρία να παρουσιάσει ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης από τον Απρίλιο του 2016, η οποία όπως δεν τελεσφόρησε. Ταυτόχρονα, η στάση της κορεατικής κυβέρνησης δεν έδωσε σημάδια υποστήριξης της προσπάθειας αναδιάρθρωσης⁶². Σημειωτέον ότι, η κυβέρνηση είχε προτείνει τη συγχώνευση της εταιρίας με τη ναυτιλιακή *Hyundai*, με στόχο την διάσωση και των δύο μέσω αποτελεσματικού δανεισμού. Ωστόσο, η πρόταση δεν τελεσφόρησε και η κυβέρνηση παρείχε εν τέλει στήριξη στο -βιωσιμότερο- χρέος της *Hyundai*. Τέλος ως προς τη στάση των εκναυλωτών, καταλυτική υπήρξε η αδυναμία εξεύρεσης κοινά ικανοποιητικής λύσης στο ζήτημα των τιμών των ναύλων με τις δύο πλευρές να προσπαθούν να εξασφαλίσουν έκαστη τα συμφέροντα της: η μεν πλευρά της εταιρίας να επιδιώκει τη μείωση των τιμών για να μπορέσει να ανταποκριθεί στο κόστος, η δε πλευρά των εκναυλωτών να επιδιώκει τη διατήρησή τους ως ανάχωμα στην κατακόρυφα πτωτική πορεία των ναύλων τα προηγούμενα έτη.

Έχοντας ως βάση τα ανωτέρω δεδομένα, γίνεται αντιληπτό ότι σε ένα περιβάλλον με τα χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής οικονομίας, και ιδίως σήμερα, η ναυτιλιακή επιχείρηση έχει να αντιμετωπίσει μη ευνοϊκές καταστάσεις οι οποίες σε συνάρτηση και με άλλους παράγοντες μπορεί να απειλήσουν ευθέως την επιβίωσή της.

2.2 Χρηματοοικονομική πορεία

Η χρηματοοικονομική πορεία της μετοχής είναι επίσης ενδεικτική για την «προβλέψιμη» επερχόμενη κρίση. Το διάστημα 2011-2013 η τιμή της μετοχής βρέθηκε στα χαμηλότερα σημεία από την εισαγωγή της. Εκείνο το διάστημα άλλωστε, όπως προαναφέρθηκε συσώρευσε και το μεγάλο χρέος το οποίο την ακολούθησε μέχρι την πτώχευση. Η τιμή είχε ελαφρά ανοδική πορεία μέχρι το 2015, έτος κατά το οποίο η εταιρία παρουσίασε για πρώτη φορά κέρδη (το 2016). Ακολούθησε στα ίδια επίπεδα μέχρι την ανακοίνωση της πτώχευσης και επίσης διάστημα κατά

⁶¹Βλ. Κεφάλαιο I, ενότητα 1.2.1.

⁶²Για το ρόλο των κυβερνήσεων στη ναυτιλία βλ. *M. Stopford*, ό.π., σελ. 89. Ειδικά για το ρόλο των κορεατικών κυβερνήσεων στην ενίσχυση της εθνικής ναυτιλίας βλ. *T.W. Lee*, *Korean shipping policy: The role of government*, *Marine Policy*, Vol. 14, Iss. 5, 1990, σελ. 421-437, *του ιδίου*, *Restructuring of the economy and its impacts on the Korean maritime industry*, *Marit. Pol. & Mgmt*, 26:4, 1999, σελ. 311-325.

το οποίο είχε αλλάξει η διοίκηση της εταιρίας, γεγονός που φαίνεται να είχε θετική επίδραση στους επενδυτές⁶³.

2.3 Συνέπειες

Αντίστοιχα με τα αίτια, οι συνέπειες της πτώχευσης δεν εντοπίζονται μόνο σε ένα επίπεδο. Αντιθέτως, σύμφωνα με την ανάλυση που ακολουθεί, επηρέασαν συνολικότερα την αγορά και τα εμπλεκόμενα σε αυτή μέρη, επιβεβαιώνοντας τον κανόνα της θεωρίας του «ντόμινο» (*domino effect*), σύμφωνα με την οποία η διατάραξη της ισορροπίας σε ένα μέρος του συστήματος επιφέρει, αναπόφευκτα, αλυσιδωτές αντιδράσεις και στα υπόλοιπα μέρη αυτού. Οι κατωτέρω συνέπειες αναπτύσσονται αφενός, ως προς τους μεμονωμένους συντελεστές σε σχέση με την εταιρία (κάθετα), αφετέρου ως προς τον κλάδο γενικότερα (οριζόντια).

2.3.1 Κάθετες συνέπειες: εμπλεκόμενα μέρη

α) *Εργαζόμενοι*: Οι πρώτοι άμεσα επηρεαζόμενοι από την ξαφνική ανακοίνωση της πτώχευσης ήταν οι εργαζόμενοι υπάλληλοι της εταιρίας, κυρίως οι ναυτικοί οι οποίοι ταξίδευαν με τα πλοία προς τους λιμένες εκφόρτωσης, οι οποίοι βρέθηκαν για πολλές ημέρες μέσα στα αγκυροβολημένα πλοία χωρίς να δυνατότητα να προσεγγίσουν σε στεριά για όσο διάστημα δεν είχε ακόμα χορηγηθεί προσωρινή αναστολή στις ατομικές διώξεις των δανειστών των παράκτιων κρατών.

β) *Επενδυτές*: Οι επενδυτές της εταιρίας, με την έννοια των χρηματοδοτών στην κεφαλαιαγορά, αντιμετώπισαν το πρόβλημα της αδυναμίας ρευστοποίησης των κινητών τίτλων που είχαν στη διάθεσή τους διότι αφενός η μετοχή έχασε μεγάλη αξία την ημέρα της ανακοίνωσης, αφετέρου τέθηκε σε καθεστώς αναστολής.

γ) *Δανειστές*: Δανειστές της εταιρίας με την ευρύτερη έννοια των εχόντων απαιτήσεις από την εταιρία, με την ανακοίνωση της πτώχευσης επιδόθηκαν σε έναν «αντίστροφο» αγώνα δρόμου σε σχέση με αυτόν τον συνδίκου, προκειμένου να επιβάλλουν κατάσχεση στα πλοία της εταιρίας και να επιδιώξουν να ικανοποιηθούν ως προς τις απαιτήσεις τους σε όσες δικαιοδοσίες δεν είχε επιβληθεί αναστολή διώξεων ως συνέπεια χορήγησης μέτρου προσωρινής προστασίας στο πλαίσιο αναμονής έκδοσης απόφασης επί του αιτήματος για αναγνώριση της αλλοδαπής διαδικασίας αφερεγγυότητας.

δ) *Εκναυλωτές*: Μία κατηγορία προσώπων που υπέστη σημαντικές συνέπειες ήταν οι εκναυλωτές. Όπως εκτέθηκε το μεγαλύτερο μέρος του εταιρικού στόλου ήταν ναυλωμένο.

⁶³ Βλ. Παράρτημα I, Πίνακας 4: «Πορεία τιμής μετοχής».

Αρκετά πλοία κατασχέθηκαν, με επιμέλεια των δανειστών προσεγγίζοντας τα παράκτια κράτη, προτού δοθεί αναστολή. Στη συνέχεια όσα πλοία απέφυγαν την κατάσχεση παρέμειναν ακινητοποιημένα για αρκετές ημέρες και ήταν αδύνατο να αξιοποιηθούν εκτελώντας άλλο πλου, διότι υπήρχε κίνδυνος επιβολής κατάσχεσης σε όποια δικαιοδοσία αυτά θα εντοπίζοντο.

ε) *Φορτωτές-Παραλήπτες*: Σημαντικές οικονομικές απώλειες υπέστησαν και όσοι μετέφεραν τα φορτία με τα πλοία της εταιρίας. Δεδομένης της χρονικής συγκυρίας και της επικείμενης έναρξης σημαντικών εμπορικών περιόδων στις εγχώριες καταναλωτικές αγορές, η καθυστέρηση άφιξης των φορτίων επηρέασε τις τιμές των προϊόντων και σε ορισμένες περιπτώσεις ευπαθών προϊόντων ακόμη και την υπόστασή τους.

στ) *Ασφαλιστές*: Για τους ασφαλιστές η συγκεκριμένη περίοδος δημιούργησε ζητήματα κάλυψης της ασφάλισης του φορτίου, που όπως προαναφέρθηκε υπέστη φθορές.

2.3.2 Οριζόντιες συνέπειες: ναυτιλία και κλάδος

α) *Κλαδικοί ανασχηματισμοί (Sectoral restructuring)-Κρατικός δανεισμός*

Η κατακόρυφη πτώση μίας ναυτιλιακής εταιρίας, του μεγέθους της *Hanjin* δικαιολογημένα προκάλεσε έντονη ανησυχία στους υπόλοιπους συμμετέχοντες της αγοράς για το μέλλον των εταιριών τους και τη θέση τους στην αγορά⁶⁴. Άλλωστε, οι προϋποθέσεις που ίσχυαν στην περίπτωση της υπό μελέτη εταιρίας ήταν, με ποιοτικές διαφορές, κοινές για όλους: Όλοι είχαν επηρεαστεί από τις παρενέργειες της οικονομικής κρίσης και τη συνακόλουθη δυσαναλογία προσφοράς-ζήτησης. Επιπλέον είχαν διαθέσιμη υπερχωρητικότητα (*over-supply*) στην οποία είχαν επενδύσει από την αρχή της κρίσης. Τέλος είχαν εκτεθεί σε δανεισμό από τις τράπεζες και σε ορισμένες περιπτώσεις, και από τις κυβερνήσεις.

Προς αποφυγή των απτών δυσμενών συνεπειών ενός ενδεχομένου μελλοντικής πτώχευσης, που δεν ήταν πλέον αδύνατον να σημειωθεί, και όπως αποδείχθηκε πράγματι συνέβη σε ορισμένες εταιρίες, οι εταιρίες του κλάδου επιχείρησαν να εδραιώσουν τη θέση τους στην αγορά (*consolidation*) μέσω συγχωνεύσεων με άλλες εταιρίες και απόκτησης άλλων εταιριών ή κλάδων από απόσχιση (*Mergers & Acquisitions, M&A*). Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της συγχώνευσης των τριών ιαπωνικών εταιριών μεταφοράς containers (*Nippon Yusen KK, Mitsui O.S.K. Lines Ltd., Kawasaki Kisen Kaisha Ltd.*) που ανακοινώθηκε το Νοέμβριο του 2016 και η

⁶⁴Σύμφωνα με προβλέψεις, υπήρχε επικινδυνότητα αφερεγγυότητας για τις *Hamburg Süd, Hong Kong's OOCL, Israel's Zim., HMM* που επίσης δραστηριοποιούνταν στην ίδια αγορά. Βλ. επίσης σχετική αρθρογραφία για τα χαρακτηριστικά της αγοράς containers: *D. Min, F. Wang, S. Zhan, Impact Analysis of the Global Financial Crisis on Global Container Fleet*, σε <http://ieeexplore.ieee.org/stamp/stamp.jsp?arnumber=5174875>, *M. Brooks, Understanding the ocean container market-a seven country study*, *Marit. Pol. & Mgmt.*, σελ. 39, *S. Lim, Economies of scale in container shipping*, *Marit. Pol. & Mgmt.*, 25:4, 1998, σελ. 361-373, *C. Sys, Is the container liner shipping industry an oligopoly?*, *Transport Policy*, Vol.16, Iss. 5, September 2009, Pages 259-270.

οποία, μετά την ολοκλήρωσή της, υπολογίστηκε να αποφέρει ως αποτέλεσμα την κατάκτηση του ποσοστού 7% στην οικεία αγορά.

Ενδεικτική ήταν επίσης η στάση της κυβέρνησης της Ταϊβάν με την έγκριση παροχής δανείου 2 δις. δολαρίων στις ναυτιλιακές μεταφορικές εταιρίες της χώρας, κυρίως για την ενίσχυση των εταιριών *Evergreen* και *Yang Ming*.

β) Προσφορά-ζήτηση στις αγορές ναύλων και S&P.

Το κενό που προκλήθηκε με την απότομη έλλειψη των υπηρεσιών της *Hanjin* οδήγησε στην αύξηση του όγκου εργασίας ανταγωνιστών της. Χαρακτηριστική η περίπτωση της εταιρίας *Orient Overseas Container Line (OOCL)*, η οποία το τέταρτο τρίμηνο του 2016 (4Q2016) σημείωσε αύξηση του όγκου των μεταφερόμενων containers κατά 20% και κέρδη κατά 10,3% υψηλότερα σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2015⁶⁵. Άλλο παράδειγμα αποτέλεσε η περίπτωση της παροχής στη *Maersk Lines* από την *HSH-Nordbank* έξι πλοίων εμπορευματοκιβωτίων τύπου *Neo-Panamax* που ήταν ναυλωμένα με μακροχρόνια ναύλωση στη *Hanjin*⁶⁶.

Χαρακτηριστική ήταν επίσης η απότομη άνοδος των ναύλων στη spot αγορά. Ο μεγάλος όγκος της αναγκαίας χωρητικότητας που άφησε η εταιρία, σε συνδυασμό με την επείγουσα ανάγκη κάλυψής του από άλλους του κλάδου, οδήγησε σε κατακόρυφη αύξηση ζήτησης και επηρέασε δραστικά τους ναύλους⁶⁷.

Μία σημαντική επίπτωση ήταν η μείωση στις παραγγελίες νέων πλοίων. Συγκεκριμένα, η εταιρεία με την πρώτη θέση στην αγορά των containers, *Maersk*, σταμάτησε να παραγγέλνει νέα πλοία και επικεντρώθηκε στην εξάπλωσή της μέσω της τακτικής M&A⁶⁸.

⁶⁵ Άρθρο του *Marcus Hand*, OOCL revenues up 10% in Q4, volumes increase 20% , (27.1.2017), δημοσιευμένο σε <http://www.seatrade-maritime.com/news/asia/25125.html?highlight=WyJvb2Nslwiwib29jbCdZlI0>.

⁶⁶ Άρθρο του *Lee Hong Liang*, HSH Nordbank arranges for Maersk Line to charter six Hanjin boxships, (28.10.2016), δημοσιευμένο σε <http://www.seatrade-maritime.com/news/europe/24540.html?highlight=WyJoYW5qaW4iLCJoYW5qaW4ncyIsIldoYW5qaW4iXQ>.

⁶⁷ Βλ. Παράρτημα Πίνακας 5: «Αύξηση τιμών ναύλων στη spot αγορά».

⁶⁸ Πηγή: <http://www.scmp.com/business/global-economy/article/2049560/hanjin-shipping-collapse>.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ

3.1 Αξιολόγηση

Η πτώχευση της *Hanjin* χαρακτηρίστηκε ως η μεγαλύτερη πτώχευση στη ναυτιλία τα τελευταία τριάντα έτη. Εντούτοις, όπως υποδηλώνει και η προηγούμενη φράση δεν υπήρξε ούτε η πρώτη ούτε η μόνη μεγάλη πτώχευση στην ιστορία του κλάδου. Αντίστοιχες πτωχεύσεις έλαβαν χώρα τόσο πριν όσο και μετά τη *Hanjin*.

Χαρακτηριστική η περίπτωση της *US Lines Inc.* αμερικανικής εταιρίας μεταφορών, η οποία έλαβε χώρα στις Η.Π.Α. με την κατάθεση αίτησης υπαγωγής στο Κεφάλαιο 11 του US Bankruptcy Code με στόχο την αναδιοργάνωση⁶⁹. Η εταιρία ήταν από τις μεγαλύτερες εταιρίες μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων στις Η.Π.Α., με γεωγραφική κάλυψη στις θαλάσσιες οδούς του Ειρηνικού και της Ν.Αμερικής. Η πορεία της προς την πτώχευση ήταν αναπόφευκτη συνέπεια οικονομικών ζημιών που προέκυψαν από την υπερπροσφορά χωρητικότητας από την κατασκευή μεγαλύτερων πλοίων σε συνδυασμό με τη μειωμένη ζήτηση τη δεκαετία του 1980 και την αδυναμία εξυπηρέτησης δανείων που η εταιρία είχε λάβει από την κυβέρνηση των Η.Π.Α., για να χρηματοδοτήσει το πρόγραμμα διεύρυνσης του εμπορικού της στόλου⁷⁰. Με απόφαση του δικαστηρίου η εταιρία αναδιοργανώθηκε το 1990 και συνέχισε τη δραστηριοποίηση της ως *Janus Industries Inc.*

Άλλες πτωχεύσεις ήταν στις περιπτώσεις των εξίσου ναυτιλιακών εταιριών *Korean Line Corporation*, *STX Pan Ocean*, *Samsun Login*, και άλλων όπως *Sanko Steamship* και *Pan Ocean Co, Ltd.* Από τις πλέον επίκαιρες είναι η πρόσφατη πτώχευση της γερμανικής εταιρίας *Rickmers*, η οποία κατέθεσε αίτηση πτώχευσης τον Ιούνιο του 2017.

Η σημασία της πτώχευσης της *Hanjin* εντοπίζεται στο μεγάλο δανεισμό της και την έκταση των υποχρεώσεών της που επηρέασαν όλη τη συνδεόμενη οικονομία⁷¹.

⁶⁹ Βλ. *Re McLean Industries Inc.* (68 B.R.690[Bankr. S.D.N.Y. 1986]) σε *Casenote Legal Briefs: Debtors & Creditors*, Keyed to Warren, Westbrook, Porter, and Pottow 7th Edition, Wolters-Kluwer, 2015, σελ.262 για το νομικό ζήτημα που προέκυψε σε σχέση με την εν λόγω πτώχευση και συγκεκριμένα για την έκταση των αποτελεσμάτων υπαγωγής στο Chapter 11 ως προς δανειστή της εταιρίας, με έδρα την αλλοδαπή, αλλά με υποκατάστημα στην επικράτεια των ΗΠΑ, σχετικά με τη δυνατότητα κατάσχεσης πλοίου της εταιρίας εκτός δικαιοδοσίας των ΗΠΑ, στο Hong Kong.

⁷⁰ Βλ. άρθρο της S. Rasky, Bankruptcy Step Taken By McLean, (25.11.1985), δημοσιευμένο σε <http://www.nytimes.com/1986/11/25/business/bankruptcy-step-taken-by-mclean.html>.

⁷¹ Βλ. Παράρτημα Ι, Πίνακας 6: «Συγκριτική επισκόπηση ναυτιλιακών πτωχεύσεων».

3.2 Αναφύμενα νομικά ζητήματα

Η πτώχευση της *Hanjin* έφερε στο προσκήνιο μία σειρά νομικών ζητημάτων, σε ορισμένα από τα οποία θα γίνει σύντομη μνεία στην παρούσα ενότητα, τα δύο πρώτα δε, θα τύχουν αναλυτικότερης προσέγγισης σε επόμενα κεφάλαια για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας.

α) Διεθνής δικαιοδοσία πτώχευσης, διαιτησία και αναγνώριση δικαστικών αποφάσεων (Uncitral)

Η πτώχευση της *Hanjin* έθεσε το ζήτημα της διασυννοριακής πτώχευσης μίας ναυτιλιακής επιχείρησης. Η κήρυξη έναρξης μίας διαδικασίας αφερεγγυότητας ενεργοποιεί σε διεθνές επίπεδο μηχανισμούς αναγνώρισης της αλλοδαπής δικαστικής πτωχευτικής απόφασης και επιλογής του κατάλληλου κανόνα υπόδειξης του εφαρμοστέου δικαίου για την έναρξη αυτής και τις συνέπειές της. Αυτό έχει συνέπειες για τα αποτελέσματα της πτώχευσης και τη μεταχείριση των πιστωτών της αφερέγγυας εταιρίας. Η προσήκουσα στην περίπτωση διαδικασία και οι συνέπειες της θα αναλυθούν στο Κεφάλαιο V.

β) Ευθύνες διοίκησης εταιρίας-συνδίκου πτώχευσης στην πτώχευση στην κεφαλαιαγορά

Περαιτέρω, η πτώχευση της *Hanjin* είχε την επιπρόσθετη ιδιομορφία της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαιαγοράς. Το στοιχείο αυτό επηρέασε αρνητικά το επενδυτικό κοινό, αλλά παράλληλα γέννησε ερωτήματα σχετικά με τις υποχρεώσεις πληροφόρησης στην κεφαλαιαγορά. Τέλος, έθεσε το εξίσου σημαντικό ζήτημα των αρμοδιοτήτων των εταιρικών οργάνων σε σχέση με την αρμοδιότητα του συνδίκου σε αυτή την περίπτωση. Αναλυτικά για τα άνω στο Κεφάλαιο VI.

γ) Ναυλοσύμφωνα: πρόωρη επαναπαράδοση πλοίων (early redelivery)

Σε επίπεδο συμβατικών σχέσεων ναύλωσης, ένα ζήτημα που τέθηκε ήταν η πρόωρη επαναπαράδοση των ναυλωμένων σκαφών στους εκναυλωτές από την εταιρία, και οι εκατέρωθεν υποχρεώσεις στο πλαίσιο αυτής σε εκτέλεση των ναυλοσυμφώνων.

δ) Απαιτήσεις εκναυλωτών απέναντι στους υποναυλωτές και φορτωτές για εκτέλεση υποχρεώσεων της εταιρίας (sub-hire/sub-freight liens)

Στο ζήτημα της κατάσχεσης πλοίων από τους δανειστές της ναυλώτριας, γεννήθηκε το ερώτημα των αξιώσεων των εκναυλωτών έναντι άλλων υποναυλωτών και φορτωτών, κυρίως σε συμβάσεις αγγλικού δικαίου⁷².

⁷²Βλ. S. Baughen, Hanjin Rehabilitation. Claims by Owners and the UK Recognition Order, άρθρο δημοσιευμένο στην ιστοσελίδα “MariCom Law – Official IISTL Blog” σε <https://iistl.wordpress.com/2016/09/24/hanjin-rehabilitation-claims-by-owners-and-the-uk-recognition-order/>. Επίσης βλ. R. Thomas, J. Richmond, The Collapse of Hanjin Shipping: An English Lawyer’s Perspective, International Corporate Rescue, Vol. 13, Issue 6, 2016, σελ.375-383

ε) Ασφάλιση P&I και πτώχευση

Ένα ζήτημα που δεν τέθηκε εν προκειμένω, αλλά αν είχε τεθεί θα γεννούσε εύλογα ερωτήματα, είναι η θέση των ασφαλιστών P&I απέναντι σε μία αφερέγγυα εταιρία-μέλος τους⁷³.

στ) Ναυτεργατικό δικαίωμα επαναπατρισμού στην πτώχευση και ασφάλιση

Τέλος, τέθηκε το ερώτημα της κάλυψης εξόδων επαναπατρισμού των ναυτικών που βρέθηκαν στα ακινητοποιημένα πλοία και σε κάθε περίπτωση, λόγω απόστασης, δεν μπορούσαν να καλύψουν τη δαπάνη οι ίδιοι. Το ερώτημα συναρτάται και με το καθεστώς ασφάλισης του πλοιοκτήτη⁷⁴.

http://www.quadrantchambers.com/images/uploads/publications/Hanjin_Shipping_An_English_Lawyer%E2%80%9999s_Perspective.pdf

⁷³ J. Kimbal, Protection P&I Clubs in maritime bankruptcies, 1^ο Διεθνές Συνέδριο Ναυτικού Δικαίου «Η προστασία των ναυτικών δανειστών» (Πειραιάς 28-30 Μαΐου 1992), Αθήνα, 1994, σ. 253 επ., D. Dougherty, Impact of a Member's Insolvency or Bankruptcy on a Protection and Indemnity Club, 59 Tul. L. Rev. (1984-1985), σελ. 1475 επ., J. Murray, Protection and Indemnity Club and Bankruptcy: An English Perspective, 59 Tul. L. Rev. (1984-1985) σελ. 1445 επ..

⁷⁴ Ž. Primorac, P&I coverage repatriation costs of crew member in case of shipowner insolvency, 6th International Maritime Science Conference (IMSC 2014), Solin, Croatia (28-29/4/2014), σελ. 137-144, ιδίως υποσημ. 21 και 25 σε http://www.pfst.unist.hr/imsc/archive/2014/IMSC2014_proceedings.pdf.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV

ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

4.1 Χρηματοδότηση ναυτιλίας

4.1.1 Μέθοδοι χρηματοδότησης στη ναυτιλία

Η χρηματοδότηση στη ναυτιλία είναι βασική, αν όχι καθοριστική, προϋπόθεση για την επιτυχή άσκηση της επιχειρηματικής ναυτιλιακής δραστηριότητας. Οι μεγάλες ανάγκες ρευστότητας της σύγχρονης ναυτιλιακής επιχείρησης σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα καθιστούν απαραίτητη τη διαρκή αναζήτηση των κατάλληλων και την αποτελεσματική διαχείριση των διαθεσίμων χρηματοδοτικών πηγών. Σε μία συνοπτική ανάπτυξη των βασικών στοιχείων των κύριων παραδοσιακών και ορισμένων σύγχρονων εναλλακτικών χρηματοδοτικών μεθόδων στη ναυτιλία, λεκτέα είναι τα ακόλουθα:

α) Τραπεζικό δάνειο

Το τραπεζικό δάνειο είναι η κλασική πηγή ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Παρουσιάζει ποικιλία τύπων, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά και τις ανάγκες κάθε δανειακής σχέσης⁷⁵. Σημαντικό ρόλο σε κάθε τραπεζικό δάνειο στη ναυτιλία διαδραματίζει η εξασφάλιση του δανειστή, κατά κανόνα εμπράγματο, με αντικείμενο πίστης το ίδιο πλοίο (απλή ή προτιμώμενη ναυτική υποθήκη) ή το δικαίωμα κυριότητας επ' αυτού⁷⁶. Προς εξασφάλιση των απαιτήσεών τους οι δανείστριες τράπεζες είναι πιθανόν να συνδυάζουν πρόσθετες εξασφαλίσεις, εμπράγματος ή ενοχικής φύσης⁷⁷. Σε κάθε περίπτωση, η διαχείριση του (γενικότερου) χρηματοπιστωτικού ρίσκου των τραπεζών έχει οδηγήσει στη διατύπωση αυστηρών προϋποθέσεων εποπτείας της τραπεζικής πρακτικής⁷⁸ και μεθόδων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζόμενων επιχειρήσεων⁷⁹, με πρακτική συνέπεια τη διαφαινόμενη σταδιακή συρρίκνωση της πρωτοκαθεδρίας του τραπεζικού δανεισμού στη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

⁷⁵ M. Stopford, ό.π., σελ. 285 επ., Α. Αθανασίου, Η διασυννοριακή πτώχευση της ναυτιλιακής επιχείρησης-Σύγκρουση κανόνων ναυτικού δικαίου και δικαίου της αφερεγγυότητας, Αθήνα, 2015, σελ. 28-30.

⁷⁶ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 31 επ..

⁷⁷ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 43 επ..

⁷⁸ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 70 επ..

⁷⁹ Βλ. M. Kavussanos, Shipping Finance, the Recent Crisis and the Shipping Industry, in: 8th International Conference on Maritime Law "Shipping in periods of economic distress: financing-ship's operation-enforcement", Piraeus, (10-12.10.2013), σελ. 34 επ., D. Gavalas, T. Syriopoulos, An integrated rating and loan quality model: application to bank shipping finance, Marit. Pol. & Mgmt, 42(6), 2015, σελ. 533-554.

β) Κεφαλαιαγορά

Η κεφαλαιαγορά θεωρείται ιδιαίτερα πρόσφορος χώρος για τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση, διότι προσφέρει τη δυνατότητα άντλησης σημαντικών κεφαλαίων σε μία επιχειρηματική δραστηριότητα *εντάσεως κεφαλαίου*, όπως χαρακτηρίζεται η ναυτιλία⁸⁰. Όπως έχει παρατηρηθεί, η διαχρονική στάση των ναυτιλιακών εταιριών απέναντι στην οργανωμένη αγορά είναι επιφυλακτική, λαμβανομένων υπόψη των μειονεκτημάτων που συνεπάγεται η εισαγωγή για την εταιρία⁸¹. Εντούτοις τα τελευταία χρόνια έχει σημειωθεί μία αξιοπρόσεκτη μεταβολή, που έχει επηρεαστεί αφενός, από τη σμίκρυνση του ρόλου των χρηματοδότησης των τραπεζών, αφετέρου από την αλλαγή νοοτροπίας σε επίπεδο διοίκησης των ναυτιλιακών εταιριών⁸².

Η πρόσβαση στην οργανωμένη αγορά υλοποιείται με την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση μετοχών (*stocks*)⁸³ ή την έκδοση ομολόγων (*bonds*)⁸⁴. Η εισαγωγή μετοχών στην κεφαλαιαγορά θα αποτελέσει αντικείμενο ξεχωριστής ανάπτυξης κατωτέρω. Τα ομόλογα αποτελούν μία εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης με τη χρήση ξένων κεφαλαίων (*debt finance*), διακριτού από το δάνειο, ωστόσο ως προς την έκδοσή τους⁸⁵ και τις συνθήκες διαπραγμάτευσης⁸⁶ εμφανίζουν ορισμένες ομοιότητες με τις μετοχές που είναι ίδια κεφάλαια (*equity*) της εταιρίας. Περαιτέρω, τα ομόλογα κατά την αξιολόγηση των διεθνών οίκων αξιολόγησης, διακρίνονται σε επενδυτικά (*investment grade*) και μη επενδυτικά (*non- investment grade, highly yield bonds*), με τα ομόλογα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων να εντάσσονται κατά κανόνα στη δεύτερη κατηγορία λόγω του υψηλού ρίσκου της επένδυσης σε αυτά⁸⁷.

γ) Εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης

Εκτός των άνω αναφερόμενων, η πράξη στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση έχει δημιουργήσει μία σειρά σύγχρονων εναλλακτικών μεθόδων άντλησης κεφαλαίων, με μικρότερη ή μεγαλύτερη εφαρμογή. Ορισμένες από αυτές αναλύονται στη συνέχεια:

ι) *Χρηματοδότηση μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων για την εισαγωγή στην κεφαλαιαγορά*: Πρόκειται χαρακτηριστικά για τις Εξειδικευμένες (Ειδικές) Εταιρίες Σχημάτων Εξαγορών (*Specified (Special) Purpose Acquisition Company (Corporation)-SPAC*)⁸⁸ και των Ιδιωτικών

⁸⁰ M. Stopford, ό.π., σελ. 296.

⁸¹ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 47,49.

⁸² T. Syriopoulos, Chapter 28:..., ό.π., 2010, σελ. 8-9.

⁸³ Αναλυτικά M. Stopford, ό.π., 297 επ..

⁸⁴ Αναλυτικά M. Stopford, ό.π., 300 επ..

⁸⁵ M. Stopford, ό.π., σελ. 301.

⁸⁶ Σε πρωτογενείς (*primary*) και δευτερογενείς (*secondary*) αγορές ομολόγων.

⁸⁷ T. Syriopoulos, ό.π., σελ. 23-24.

⁸⁸ Αναλυτικά βλ. M. Stopford, ό.π., σελ. 304.

Επενδύσεων σε Εισηγμένη Εταιρία (*Private Investment in a Public Equity-PIPE*)⁸⁹. Στην πρώτη περίπτωση οι SPAC επενδύουν σε μία λειτουργούσα επιχείρηση-στόχο και στη συνέχεια εισάγονται στην κεφαλαιαγορά⁹⁰, ενώ στη δεύτερη περίπτωση μία μη εισηγμένη εταιρία συγχωνεύεται με μία ήδη εισηγμένη, αποκτώντας τον έλεγχο αυτής και έτσι επιτυγχάνει την εισαγωγή στο χρηματιστήριο χωρίς τις πρόσθετες διατυπώσεις και τα έξοδα που θα υφίστατο σε άλλη περίπτωση⁹¹.

ii) *Ιδιωτική τοποθέτηση κεφαλαίων (Private Equity Fund)*: Αφορά τη συγκέντρωση κεφαλαίων από ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι με εξειδικευμένες τεχνικές τα τοποθετούν σε εταιρίες για την ενίσχυση ή την εξαγορά τους⁹². Οι εξαγορές στοχεύουν σε κεφάλαιο ή σε συνδυασμό κεφαλαίου και δανείων⁹³. Η δραστηριότητα των συγκεκριμένων επενδυτών στον τομέα της ναυτιλίας είναι εκτεταμένη λόγω των προοπτικών που προσφέρει ο κλάδος⁹⁴ και της ευελιξίας των συναλλαγών⁹⁵.

iii) Λιγότερο διαδεδομένες μορφές χρηματοδότησης είναι το ιδιόμορφο δάνειο (*Mezzanine finance*), το οποίο χορηγείται χωρίς παροχή εξασφάλισης από τον οφειλέτη αλλά δίνει το δικαίωμα στο δανειστή να μετατρέψει την απαίτησή του σε δικαίωμα κυριότητας ή σε μετοχές, και η προσφορά εταιρικών τίτλων σε μη καθορισμένη τιμή (*ATM offerings*), που δίνει στην εκδότρια εταιρία την ευελιξία να ορίσει ανάλογα με την εκάστοτε κατάσταση της αγοράς την επιθυμητή τιμή για τη διάθεσή τους⁹⁶. Επιπλέον, μία σχετικά νέα και ανερχόμενη μορφή χρηματοδότησης έχει προκύψει μέσω της αξιοποίησης τεχνολογικών εργαλείων (*FinTech*) και την απλούστευση των διαδικασιών σύναψης τραπεζικού δανείου, έχει όμως πιστωτικό όριο και απευθύνεται σε μεσαίου μεγέθους μονοβάπορες εταιρίες⁹⁷.

4.2 Επιλογή της κεφαλαιαγοράς ως μέθοδο χρηματοδότησης

Όπως αναφέρθηκε, η κεφαλαιαγορά μπορεί να παράσχει αξιολογα πλεονεκτήματα⁹⁸ συγκριτικά με την τραπεζική χρηματοδότηση, τηρουμένων ωστόσο των προϋποθέσεων που συνδέονται με την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων τίτλων και την παραμονή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο. Κυρίως επισημαίνεται η εικόνα εξωστρέφειας και η αντίστοιχη προσέλκυση ξένων επενδυτών

⁸⁹Αναλυτικά βλ. *M. Stopford*, ό.π., σελ. 305.

⁹⁰*Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 76, *T. Syriopoulos*, ό.π., σελ. 20.

⁹¹*T. Syriopoulos*, ό.π., σελ. 20.

⁹²*Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 75.

⁹³*F. Nolan*, *The Last Half Century of Financing Vessels*, 91 Tul. L. Rev., 2017, σελ. 955.

⁹⁴*T. Syriopoulos*, ό.π., σελ. 21.

⁹⁵*M. Stopford*, ό.π., σελ. 296.

⁹⁶Επισημαίνεται η αξιοποίηση αυτής της μεθόδου σε εποχές μη ευνοϊκών συνθηκών στην αγορά. Βλ. *T. Syriopoulos*, ό.π., σελ. 22.

⁹⁷*F. Nolan*, *The Last Half Century of Financing Vessels*, 91 Tul. L. Rev., 2017, σελ. 960.

⁹⁸*T. Syriopoulos*, ό.π., σελ. 9, *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 48.

που επιτυγχάνεται με την εισαγωγή σε διεθνείς, κυρίως, κεφαλαιαγορές. Τα πλεονεκτήματα των διεθνών κεφαλαιαγορών φαίνεται να αξιοποιούν τα τελευταία έτη οι ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις με την επίδειξη σημαντικών αποτελεσμάτων στην άντληση κεφαλαίων⁹⁹.

4.2.1 Εισαγωγή στην οργανωμένη αγορά

Στη συνέχεια θα αναλυθούν επιλεκτικά ζητήματα σχετικά με την εισαγωγή κινητών αξιών ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο.

α) Προϋποθέσεις εισαγωγής ΧΑ

Αναφορικά με τις προϋποθέσεις εισόδου των ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο ΧΑ, παρατηρείται ότι σε επίπεδο νομοθεσίας¹⁰⁰ ισχύει για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις ό,τι ισχύει και για τις υπόλοιπες εταιρίες με εισηγμένες μετοχές ή άλλους τίτλους. Η μεταχείριση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων με τον ίδιο τρόπο όπως και για τις υπόλοιπες εταιρίες, μπορεί μεν να μην εμποδίζει την είσοδο και τη διαπραγμάτευση στην οργανωμένη αγορά, ωστόσο ακριβώς λόγω των χαρακτηριστικών της ναυτιλιακής επιχείρησης, ως εκτέθηκαν ανωτέρω, η έλλειψη σαφούς πλαισίου λειτουργεί μάλλον αποτρεπτικά για τους επενδυτές¹⁰¹. Ως αποτέλεσμα σήμερα, η παρουσία των ναυτιλιακών στο ΧΑ είναι εξαιρετικά περιορισμένη.

β) Η αρχική δημόσια προσφορά (IPO)

Μεγάλη σημασία δίδεται κατά την είσοδο στην κεφαλαιαγορά στην προετοιμασία της *αρχικής δημόσιας προσφοράς (Initial Public Offering-IPO)*. Ο πρώτος λόγος είναι οικονομικός-τεχνικός και συνδέεται με την παρατήρηση ότι η πρώτη τιμή των εισαγόμενων μετοχών σημαδεύει την εταιρία και προδιαγράφει την πορεία της στην κεφαλαιαγορά: Η αποτύπωση της πραγματικής αξίας της εταιρίας (*corporate value*), οι προβλέψεις για την μελλοντική πορεία των τιμών των μετοχών η οποία θα επιβεβαιωθεί ή θα διαψευσθεί στη συνέχεια από την δοκιμή σε συνθήκες αγοράς καθώς και η στάθμιση των ανταγωνιστικών προϊόντων για τη διαμόρφωση μίας τιμής ελκυστικής για τον επενδυτή και συμφέρουσας για τον εκδότη, είναι σημαντικές παράμετροι που μελετώνται προσεκτικά πριν την οριστική προσφορά¹⁰². Ένας δεύτερος λόγος έγκειται στις νομικές συνέπειες της ανακριβούς δήλωσης κατά την αρχική δημόσια προσφορά. Η αναντιστοιχία αρχικής δήλωσης και πραγματικής κατάστασης της εταιρικής περιουσίας μπορεί να οδηγήσει εκτός από ανεπανόρθωτη έκθεση στα μάτια των επενδυτών ως προς την αξιοπιστία

⁹⁹Ενδεικτικά η συγκέντρωση 1,5 δις δολαρίων ΗΠΑ την περίοδο 2005-2007 από την ελληνική πλοιοκτησία κατά την είσοδο στις κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ μέσω της αρχικής δημόσιας προσφοράς (*Initial Public Offering-IPO*), Βλ. T. Syriopoulos, ό.π., σελ. 8.

¹⁰⁰Ο ισχύων Κανονισμός του ΧΑ δεν περιέχει ειδικότερες διατάξεις για την εισαγωγή και διαπραγμάτευση ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

¹⁰¹Βλ. κριτική και άλλες παραμέτρους του προβλήματος από Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 50.

¹⁰²Βλ. T. Syriopoulos, ό.π., σελ. 9.

της εταιρίας και σε ενδεχόμενη αστική ευθύνη των υπεύθυνων προσώπων κατά την κείμενη νομοθεσία που διέπει τη συγκεκριμένη οργανωμένη αγορά¹⁰³.

4.3 Εταιρική διακυβέρνηση ναυτιλιακής επιχείρησης

Άμεσα συνδεδεμένη με την απόφαση μιας εταιρίας να χρηματοδοτήσει τις ανάγκες της μέσω της κεφαλαιαγοράς είναι, εκτός από τη συμμόρφωση με τις υποχρεώσεις διαφάνειας, και η αποτελεσματική οργάνωση και λειτουργία του διοικητικού της συμβουλίου μέσω του θεσμού της εταιρικής διακυβέρνησης.

Ειδικά στην περίπτωση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, η σύνθεση των διοικητικών συμβουλίων παρουσιάζει την ιδιομορφία ότι πολύ συχνά ανάμεσα στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τους ιδιοκτήτες της εταιρίας υπάρχουν δεσμοί συγγένειας¹⁰⁴. Το χαρακτηριστικό αυτό έχει διπλή ανάγνωση: Στα θετικά συγκαταλέγονται αφενός, η ύπαρξη ενός προσώπου «εμπιστοσύνης» στη διοίκηση που μειώνει σε σημαντικό βαθμό τη διάσταση συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και ιδιοκτησίας κατά τη *θεωρία της αντιπροσώπευσης* ή *agency theory*, αφετέρου η διάρκεια στην παρουσία του στη συγκεκριμένη θέση προσφέρει ανεκτίμητη εμπειρία και τεχνογνωσία για τις υποθέσεις της εταιρίας. Από την άλλη μεριά, έχει επισημανθεί η επιχειρηματική συντηρητικότητα, με την έννοια ότι το συγκεκριμένο μέλος της διοίκησης δεν λαμβάνει εύκολα επιχειρηματικό ρίσκο. Αυτό μπορεί μεν να είναι συμβατό με την απαίτηση για χρηστή διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων, και να έχει πραγματικά θετικά αποτελέσματα για την εταιρία¹⁰⁵, ωστόσο σε καθεστώς κεφαλαιαγοράς δημιουργεί αποτρεπτική για το επενδυτικό κοινό εικόνα εσωστρέφειας, η οποία εν τέλει δεν ευνοεί την οικονομική ανάπτυξη της εταιρίας¹⁰⁶.

¹⁰³ Στην Ελλάδα, ως προς το ενημερωτικό δελτίο και τις πλημμέλειές του βλ. άρθρο 25 παρ. 1 Ν. 3401/2005. Επίσης βλ. *Δ. Αυγητίδης*, *Η Εισηγμένη...*, ό.π., σελ. 48 επ..

¹⁰⁴ Αντίστοιχα, αλλά με ποιοτικές διαφορές, και στη διοίκηση της *Hanjin*.

¹⁰⁵ Αναλυτικά βλ. *T. Syriopoulos, M. Tsatsaronis*, *Corporate governance and firm performance: The case of the Greek shipping firms*, Paper Submitted in 2009 IAME Conference, (24-26 June 2009, Copenhagen, Denmark), σελ. 9-10.

¹⁰⁶ Βλ. παράδειγμα *Stelmar Shipping* σε ανάλυση των *T. Syriopoulos, I. Theotokas*, *Value creation through corporate destruction? Corporate governance in shipping takeovers*, *Marit. Pol. & Mgmt*, 34:3, 2007, σελ. 225-242.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V

ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΟΤΗΤΑΣ

5.1 Συσχετισμός πτωχευτικού δικαίου και ναυτιλιακής επιχείρησης

Όπως έχει προαναφερθεί, η μελέτη της πτώχευσης της ναυτιλιακής επιχείρησης συνδέεται με μία πληθώρα νομικών ζητημάτων ιδιαίτερου θεωρητικού και πρακτικού ενδιαφέροντος. Ορισμένα από αυτά, για τους σκοπούς της συγκεκριμένης εργασίας, θα αναλυθούν στη συνέχεια. Σε πρώτο επίπεδο ανάλυσης, κρίνεται σκόπιμη μία σύντομη εισαγωγική ανάπτυξη των βασικών παραμέτρων του θέματος. Επίκεντρο αυτής είναι τα στοιχεία διασυνοριακότητας στην πτώχευση της ναυτιλιακής επιχείρησης, τα οποία είναι επίσης κρίσιμα για την περίπτωση της *Hanjin*.

5.1.1 Ο διεθνής χαρακτήρας της σύγχρονης ναυτιλιακής επιχείρησης

α) Διεθνικότητα

Σημαντική διάσταση των ιδιοτεροτήτων που παρουσιάζει η πτώχευση της σύγχρονης ναυτιλιακής επιχείρησης αφορά στο διεθνή χαρακτήρα της δραστηριοποίησής της. Η εκμετάλλευση του διαρκώς μετακινούμενου κύριου περιουσιακού της στοιχείου, του πλοίου, δημιουργεί αναπόφευκτα ποικίλες και διαφορετικές έννομες σχέσεις. Συνέπεια αυτής της πραγματικής και νομικής κατάστασης είναι η δημιουργία συνδέσμων¹⁰⁷, με περισσότερες έννομες τάξεις, τόσο σε επίπεδο εφαρμοστέου δικαίου όσο και σε επίπεδο δικαιοδοσίας. Ειδικά για την περίπτωση της πτώχευσης, η σημασία αυτού του χαρακτηριστικού έγκειται στην, κατά περίπτωση, επιλογή του κατάλληλου νομοθετικού καθεστώτος για την εκκίνηση μίας διαδικασίας αφερεγγυότητας και την επέλευση των αντίστοιχων εννόμων αποτελεσμάτων της στην περιουσία της εταιρίας και τους πιστωτές.

β) Οργανωτική δομή

Σε επίπεδο οργάνωσης ως επιχειρηματικής και νομικής οντότητας, μία αρκετά διαδεδομένη μορφή εμφάνισης της ναυτιλιακής επιχείρησης είναι αυτή του ομίλου εταιριών. Δεδομένου ότι η λειτουργία της ναυτιλιακής επιχείρησης (διοίκηση, εμπορικές και επενδυτικές συναλλαγές, χρηματοδότηση) είναι συχνά πολύπλοκη, απαιτείται μία μορφή οργάνωσης που να επιτρέπει την ευέλικτη, εξειδικευμένη και αποτελεσματική κατανομή των επιμέρους εργασιών σε αντίστοιχα σχήματα. Ο όμιλος εταιριών με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του (αυτοτέλεια νομικών

¹⁰⁷ *Λ. Αθανασίου, ό.π., σελ. 209.*

προσώπων μητρικής – θυγατρικής εταιρίας, ποικιλομορφία συνδυασμών δόμησης¹⁰⁸) εξυπηρετεί αυτές τις ανάγκες και αξιοποιείται ιδιαίτερα στη ναυτιλία με ακόμη πιο ιδιαίτερη διαμόρφωση¹⁰⁹. Στην περίπτωση της πτώχευσης, ωστόσο, εξαιτίας αυτών των χαρακτηριστικών και λόγω του συνήθους εντοπισμού των εταιριών του ομίλου σε επικράτειες περισσότερων κρατών, δημιουργούνται πρακτικά ζητήματα, όπως επιλογή του κατάλληλου συνδέσμου δικαιοδοσίας και εφαρμοστέου δικαίου και συντονισμός των παράλληλων επιμέρους (για κάθε εταιρία του ομίλου) διαδικασιών αφερεγγυότητας¹¹⁰, ζήτημα που ενδιαφέρει στην εν προκειμένω ανάλυση.

γ) Υπαγωγή

Ως προς τα άνω χαρακτηριστικά, η *Hanjin* αποτελεί κλασική περίπτωση σύγχρονης ναυτιλιακής επιχείρησης με δραστηριοποίηση σε διεθνές επίπεδο. Αρχικά, όπως εκτέθηκε σε προηγούμενο σημείο, παρείχε τις υπηρεσίες της σε εκτεταμένη γεωγραφική κάλυψη παγκόσμιας κλίμακας, με αποτέλεσμα τη διασύνδεση με περισσότερα κράτη και αλλοδαπούς αντισυμβαλλομένους. Παράλληλα, σε επίπεδο εσωτερικής οργάνωσης, παρουσίαζε γνωρίσματα τυπικής ομιλικής οργάνωσης¹¹¹ ναυτιλιακής επιχείρησης με την ανάθεση της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου της σε άλλη εταιρία¹¹², ενώ με τη διατήρηση τερματικών λιμενικών σταθμών και εγκαταστάσεων σε πολλά από τα κράτη με τα οποία είχε εμπορικές συναλλαγές, δημιουργούσε συνδέσμους δικαιοδοσίας με τις έννομες τάξεις αυτών των κρατών.

5.1.2 Ο διεθνής χαρακτήρας του πτωχευτικού δικαίου

Ο διεθνής χαρακτήρας του πτωχευτικού δικαίου, έχει αμφισβητηθεί έντονα στη θεωρία και η θεωρητική σύγκρουση που προέκυψε είχε ως συνέπεια την αντίστοιχη διαμόρφωση στην πράξη της νομοθεσίας σε ενωσιακό και διεθνές επίπεδο.

¹⁰⁸ Μ. Βαρελά, Η διαμόρφωση της εσωτερικής ευθύνης στους ομίλους εταιριών: η διαχείριση της ομιλοποιημένης Α.Ε.: το δίκαιο των ομίλων και των συνδεδεμένων επιχειρήσεων, εταιρικό συμφέρον των ομιλοποιημένων εταιριών, καθήκοντα και ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου των ενταγμένων σε όμιλο εταιριών, Αθήνα, 2007, σελ. 3 επ..

¹⁰⁹ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 227-228.

¹¹⁰ Αναλυτικά Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 229-234. Ιδιαίτερα ενδιαφέρει το ζήτημα της αντίληψης του «κέντρου κυρίων συμφερόντων» στις συνδεδεμένες επιχειρήσεις. Βλ. Κανονισμό (ΕΕ) 848/2015 σχετικά με τη νέα ρύθμιση συντονισμού συνδεδεμένων επιχειρήσεων.

¹¹¹ Αν και όχι στο βαθμό των σύνθετων σχέσεων του ομίλου *Hanjin Group* στον οποίο ανήκε η ίδια ως θυγατρική. Βλ. αμέσως επόμενη υποσημείωση.

¹¹² Συγκεκριμένα την εταιρία *Hanjin Shipping Holdings, Maritime Transport Business and Trademark Right Management Business*, την οποία απέκτησε το 2014 και η οποία μέχρι τότε ήταν θυγατρική του ομίλου *Hanjin Group* με αντικείμενο τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των άλλων θυγατρικών του ομίλου.

α) Σύγκριση θεωρίας εδαφικότητας και καθολικότητας. Η θεωρία της σχετικοποιημένης καθολικότητας

Οι θεωρίες της εδαφικότητας ή πολλαπλότητας και της καθολικότητας ή ενότητας, έκαστη με διαφορετικό σημείο εκκίνησης και διαφορετικό δικαιοπολιτικό στόχο, αποτελούν τα δύο απώτατα σημεία του φάσματος των συνεπειών μίας διαδικασίας αφερεγγυότητας σε περισσότερα του ενός κράτη. Από τη σύγκριση των βασικών αρχών και χαρακτηριστικών τους, είναι σαφές ότι, κρίνοντας από τις συνέπειες, δεν είναι απλή υπόθεση η αμιγής υιοθέτηση της πρώτης ή της δεύτερης. Ενδεικτικά, ενώ η θεωρία της καθολικότητας εμφανίζεται πιο συμβατή με τις σύγχρονες παγκοσμιοποιημένες συναλλαγές (ενιαία διαδικασία με παγκόσμια εμβέλεια ενώπιον ενός δικαστηρίου, προβλεψιμότητα και ασφάλεια δικαίου), εντούτοις παρατηρούνται ορισμένες ατέλειες (ενίσχυση της υπεροχής των πιο ισχυρών πιστωτών) που αναδεικνύουν, εκ διαμέτρου αντιθετικά, τα προτερήματα της «αντίπαλης» θεωρίας της εδαφικότητας (ιδίως την προστασία αδύναμων τοπικών πιστωτών). Με βάση τα ανωτέρω, η θεωρία που έχει τελικώς καθιερωθεί στην πράξη είναι η σχετικοποιημένη καθολικότητα, δηλαδή πρόκριση της αρχής της καθολικότητας, όχι όμως απόλυτης, αλλά προσαρμοσμένης - αμβλυμένης ως προς τις βασικές επιφυλάξεις του συστήματος της εδαφικότητας και συγκεκριμένα την επιφύλαξη της αρχής της (εκάστοτε) εθνικής δημόσιας τάξης και τη διαφύλαξη δυνατότητας έναρξης διαδικασίας σε τοπικό επίπεδο¹¹³.

β) Σύγκριση Κανονισμού (ΕΕ) 848/2015- Πρότυπου Νόμου Uncitral

Τη θεωρία της σχετικοποιημένης καθολικότητας απηχούν σε επίπεδο νομοθεσίας οι ρυθμίσεις του Κανονισμού (ΕΕ) 848/2015¹¹⁴ σχετικά με τις ενωσιακές διαδικασίες αφερεγγυότητας και του Πρότυπου Νόμου (ΠΝ) της Uncitral σχετικά με τις διεθνείς διαδικασίες αφερεγγυότητας με στοιχεία αλλοδαπότητας, με διαφορετική ωστόσο εμβέλεια, λαμβανομένων υπόψη των διαφορετικών στόχων που επιδιώκουν να εξυπηρετήσουν. Ειδικότερα, ο Κανονισμός (ΕΕ) 848/2015, ως παράγωγο ενωσιακό δίκαιο άμεσης εφαρμογής, δεν επιδιώκει την ενοποίηση ουσιαστικών κανόνων δικαίου, αλλά περιορίζεται, όπως προκύπτει από το περιεχόμενό του, σε δικονομικές ρυθμίσεις και υλοποιεί την άνω θεωρία με το να υποδεικνύει τους κατάλληλους συνδέσμους διεθνούς δικαιοδοσίας και το εφαρμοστέο δίκαιο για τη ρύθμιση μίας ενιαίας (κύριας) διαδικασίας αφερεγγυότητας που καταλαμβάνει όλη την περιουσία του οφειλέτη¹¹⁵, ενώ επιτρέπει την έναρξη παράλληλης (δευτερεύουσας) διαδικασίας, η εμβέλεια της οποίας περιορίζεται στα περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται στο κράτος έναρξης αυτής. Ο ΠΝ

¹¹³ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 84.

¹¹⁴ Σε εφαρμογή από τις 26.06.2017 (εκτός των άρθρων 86, 24 παρ. 1 και 25, για τα οποία έχει οριστεί διαφορετική ημερομηνία έναρξης εφαρμογής), σε αντικατάσταση του καταργηθέντος Κανονισμού (ΕΕ) 1346/2000.

¹¹⁵ Εφαρμοστέο είναι το δίκαιο της *lex fori concursus* (άρθρο 7 παρ. 1 Κανονισμού (ΕΕ) 848/2015).

Uncitral, σε ακόμη μικρότερο βαθμό απ' ό,τι ο Κανονισμός τείνει στην διαμόρφωση ενός εξ' ολοκλήρου καθολικού συστήματος αφερεγγυότητας, αλλά αντιθέτως δημιουργεί ένα πρότυπο υποδείξεων σε κάθε εθνικό κράτος, ώστε σε περίπτωση μίας διαδικασίας αφερεγγυότητας με στοιχεία αλλοδαπότητας¹¹⁶ να ρυθμίζεται με εσωτερικό δίκαιο η δυνατότητα του εθνικού δικαστηρίου αφενός, να αναγνωρίζει αλλοδαπή διαδικασία αφερεγγυότητας αφετέρου, να συντονίζει με άλλες έννομες τάξεις επιμέρους διαδικασίες και με αυτό τον τρόπο να υπάρχει μία κατά το δυνατόν ενιαία αντιμετώπιση. Κοινό σημείο¹¹⁷ και ταυτόχρονα μία ειδοποιός διαφορά¹¹⁸ των δύο συστημάτων είναι οι έννοιες του *κέντρου κυρίων συμφερόντων* και της *εγκατάστασης* του οφειλέτη.

γ) Υπαγωγή

Η διεθνικότητα του πτωχευτικού δικαίου είναι το στοιχείο που μεταβάλλει ποιοτικά την πτώχευση της *Hanjin* από μία διαδικασία αφερεγγυότητας με τοπική εμβέλεια, η οποία θα αδυνατούσε να προστατεύσει επαρκώς την περιουσία του οφειλέτη εκτός των εθνικών συνόρων, όπως στη συγκεκριμένη περίπτωση. Ειδικότερα, δεδομένου του εντοπισμού του κέντρου κυρίων συμφερόντων της εταιρίας στην Κορέα (όπως διαγνώστηκε από το κορεατικό δικαστήριο), τέθηκε αυτομάτως εκποδών ο (τότε ισχύων) Κανονισμός (ΕΕ) 1346/2000¹¹⁹. Έπειτα, δεδομένης της ενσωμάτωσης του ΠΝ της Uncitral από πολλά τρίτα κράτη¹²⁰ με τα οποία η εταιρία είχε συναλλακτικές σχέσεις και στα οποία εντοπίζονταν περιουσιακά της στοιχεία, η διασυννοριακή αφερεγγυότητα ακολούθησε τη διαδικασία του ΠΝ, όπως αυτός ενσωματώθηκε στο εσωτερικό δίκαιο κάθε κράτους.

5.2 Ειδικά θέματα αφερεγγυότητας ναυτιλιακής επιχείρησης

Τα ειδικά ζητήματα που θα εξεταστούν στη συνέχεια αφορούν α) το δικαίωμα πρόσβασης αλλοδαπού συνδίκου ενώπιον των δικαιοδοτικών αρχών ενός ξένου κράτους και την αναγνώριση σε αυτό αλλοδαπής διαδικασίας αφερεγγυότητας υπό το καθεστώς του ΠΝ της

¹¹⁶Σε διεθνές επίπεδο, όχι σε ενωσιακό, διότι αν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού δεν μπορεί να υπάρξει παρέκκλιση από τις ρυθμίσεις αυτού.

¹¹⁷Με την έννοια ότι ο όρος χρησιμοποιείται με την ίδια σημασία στα δύο κείμενα. Ειδικά η ερμηνεία των όρων υπό καθεστώς ΠΝ λαμβάνει υπόψη τη διαμόρφωση της έννοιας από το ενωσιακό δίκαιο και τη νομολογία.

¹¹⁸Η διαφορά έγκειται σε δύο σημεία: Πρώτον, στον μεν Κανονισμό οι έννοιες αποτελούν σύνδεσμο άμεσης διεθνούς δικαιοδοσίας (άρθρο 3 παρ. 1 και 2 Κανονισμού (ΕΕ) 848/2015), ενώ στον ΠΝ αποτελούν κριτήριο για την αναγνώριση και επομένως μόνο εμμέσως εγκαθιδρύουν διεθνή δικαιοδοσία. Βλ. *Ε. Περάκης*, ό.π., σελ. 519, *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 92. Δεύτερον, ορολογικά στον μεν Κανονισμό η *εγκατάσταση* αποτελεί σύνδεσμο δικαιοδοσίας για την έναρξη *δευτερεύουσας* διαδικασίας αφερεγγυότητας (23 Προοίμιο Κανονισμού (ΕΕ) 848/2015), ενώ στον ΠΝ αποτελεί κριτήριο για την αναγνώριση *αλλοδαπής μη κύριας* διαδικασίας αφερεγγυότητας (άρθρο 2(d) ΠΝ).

¹¹⁹Σκέψη 25 Προοίμιο Κανονισμού (ΕΕ) 848/2015 (αντίστοιχα Σκέψη 14 Προοίμιο προϊσχύοντος Κανονισμού (ΕΕ) 1346/2000): «Ο παρών κανονισμός εφαρμόζεται μόνο σε διαδικασίες έναντι οφειλέτη του οποίου το κέντρο κυρίων συμφερόντων βρίσκεται στην Ένωση». Για τη λειτουργία του κριτηρίου και ως προς την γεωγραφική οριοθέτηση εφαρμογής του Κανονισμού βλ. *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 109.

¹²⁰Ενδεικτικά Η.Π.Α., Αυστραλία, Η.Β., Καναδάς, Ν. Κορέα κ.ά..

Uncitral και β) την αντιμετώπιση των ναυτικών προνομίων σε περίπτωση αφερεγγυότητας. Τα συγκεκριμένα θέματα επιλέχθηκαν λόγω της ανάδειξής τους με αφορμή την πρώτη δικαστική απόφαση που αναγνώρισε την πτώχευση της *Hanjin* ως αλλοδαπή διαδικασία μετά την κήρυξη έναρξης διαδικασίας αφερεγγυότητας στη Ν. Κορέα, και συγκεκριμένα στις Η.Π.Α.¹²¹. Με αυτό το σκεπτικό, θα τεθούν αρχικά, τα βασικά σημεία των ζητημάτων και έπειτα θα ακολουθήσει η υπαγωγή σε αυτά των πραγματικών και νομικών δεδομένων όπως ακριβώς τέθηκαν ενώπιον του αμερικανικού δικαστηρίου στην πραγματική υπόθεση της πτώχευσης της *Hanjin*.

5.2.1 Δικαίωμα πρόσβασης αλλοδαπού συνδίκου και αναγνώριση αλλοδαπής διαδικασίας αφερεγγυότητας

α) Η ρύθμιση

Στα κεφάλαια II (άρθρα 9-14) και III (άρθρα 15-24) του ΠΝ ρυθμίζεται αφενός το δικαίωμα πρόσβασης του αλλοδαπού συνδίκου και των αλλοδαπών πιστωτών στα εθνικά δικαστήρια (*right of access of foreign representative and creditors to courts*) και αφετέρου η αναγνώριση της αλλοδαπής διαδικασίας και τα αποτελέσματά της (*recognition of a foreign proceeding and relief*) αντίστοιχα. Σε αρκετά σημεία εντός των συγκεκριμένων κεφαλαίων, αλλά και στο υπόλοιπο κείμενο του πρωτότυπου κειμένου του ΠΝ υπάρχουν κενά, τα οποία κατά την ενσωμάτωση του ΠΝ σε κάθε κράτος καλύπτονται από τον εθνικό νομοθέτη, σύμφωνα με την ισχύουσα εθνική πτωχευτική νομοθεσία¹²².

Ως προς το δικαίωμα πρόσβασης του αλλοδαπού συνδίκου και των αλλοδαπών πιστωτών στα εθνικά δικαστήρια σχετικά με την αλλοδαπή διαδικασία αφερεγγυότητας σημειώνονται τα ακόλουθα: Ο ΠΝ παρέχει στον σύνδικο ένα δικαίωμα απευθείας πρόσβασης στα εθνικά δικαστήρια (*right of direct access*) χωρίς να εξαρτάται η άσκηση του από άλλες προϋποθέσεις (πχ την αναγνώριση της διαδικασίας) ή άδειες (πχ δικαστικές ή διοικητικές), για λόγους ταχύτητας και αποτελεσματικότερης διαχείρισης της διασυννοριακής αφερεγγυότητας¹²³, ενώ μόνο ο σύνδικος και όχι οι πιστωτές, έχει δικαίωμα να υποβάλει αίτηση αναγνώρισης¹²⁴. Περαιτέρω ο ΠΝ προβλέπει περισσότερα δικαιώματα του συνδίκου ως προς τη συμμετοχή στην εθνική διαδικασία¹²⁵, με τη διατήρηση ωστόσο της ιδιότητάς του ως όργανο της αλλοδαπής διαδικασίας που δεν υπόκειται στη δικαιοδοσία των εθνικών δικαστηρίων (*safe conduct rule*)¹²⁶. Αντίστοιχα, τα δικαιώματα των αλλοδαπών πιστωτών θεσπίζονται στο πλαίσιο της γενικής

¹²¹Βλ. Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 92 για τη σημασία της αναγνώρισης σε σχέση με τις ναυτικές απαιτήσεις.

¹²²Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 86.

¹²³Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 88-89.

¹²⁴Βλ. το γράμμα του άρθρου 9 σε συνδυασμό με άρθρο 15 ΠΝ.

¹²⁵Για το ελληνικό δίκαιο βλ. Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 89-90.

¹²⁶Βλ. άρθρο 10 ΠΝ, Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 519.

αρχής της ισότητας όλων των πιστωτών (ημεδαπών και αλλοδαπών) που ωστόσο δεν εκτείνεται και στο ζήτημα της κατάταξης¹²⁷.

Αναφορικά με την αναγνώριση σημειώνεται ότι δεν επέρχεται αυτόματα στο κράτος αναγνώρισης, αλλά προϋποθέτει προηγούμενη απόφαση του εθνικού πτωχευτικού δικαστηρίου στο κράτος αυτό, έπειτα από αίτηση του αλλοδαπού συνδίκου και υποβολή των απαιτούμενων συνοδευτικών εγγράφων¹²⁸. Το εθνικό δικαστήριο αποφασίζει την αναγνώριση μίας αλλοδαπής διαδικασίας εφόσον πληρούνται οι εξής προϋποθέσεις: α) Πρόκειται για διαδικασία αφερεγγυότητας που έχει ήδη εκκινήσει σε αλλοδαπό κράτος κατά την κείμενη σε αυτό πτωχευτική νομοθεσία¹²⁹, β) υποβάλλεται αίτηση αναγνώρισης από τον αλλοδαπό σύνδικο, ως αρμόδιο προς τούτο όργανο¹³⁰, γ) έχει το περιεχόμενο που ορίζει ο ΠΝ¹³¹, δ) η αίτηση ασκείται στο αρμόδιο δικαστήριο¹³² και ε) δεν υπάρχει αντίθεση στη δημόσια τάξη¹³³. Περαιτέρω, κριτήριο για την αναγνώριση της αλλοδαπής διαδικασίας είναι η εκτίμηση ότι αυτή έχει εκκινήσει στο αλλοδαπό κράτος όπου εντοπίζεται το κέντρο των κυρίων συμφερόντων του οφειλέτη (κύρια διαδικασία) ή εγκατάσταση αυτού (μη κύρια διαδικασία). Οι δύο έννοιες λειτουργούν ως σύνδεσμος έμμεσης δικαιοδοσίας, με την έννοια ότι η διαπίστωσή τους δεν θεμελιώνει άμεση διεθνή δικαιοδοσία του εθνικού δικαστηρίου, αλλά αποτελεί προϋπόθεση για την αναγνώριση της αλλοδαπής διαδικασίας στο εθνικό κράτος όπου ζητείται, και εφόσον συντρέχει, το εθνικό δικαστήριο υποχρεούται να αναγνωρίσει την αλλοδαπή διαδικασία ως κύρια ή μη κύρια αντίστοιχα¹³⁴.

Η έκδοση μίας απόφασης αναγνώρισης¹³⁵ συνδέεται με συγκεκριμένα αποτελέσματα¹³⁶. Τα αποτελέσματα διακρίνονται σε αυτόματα και δυνητικά (κατά την κρίση του δικαστηρίου), όπως επίσης σε αποτελέσματα που επέρχονται μετά την έκδοση της απόφασης ή μέχρι την έκδοση

¹²⁷Άρθρο 13 παρ. 2 ΠΝ. Επίσης βλ. *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 91, *Ε. Περάκης*, ό.π., σελ. 519.

¹²⁸*Ε. Περάκης*, ό.π., σελ. 519-520.

¹²⁹Άρθρο 16 παρ. 1 (α) ΠΝ.

¹³⁰Άρθρο 16 παρ. 1 (β) ΠΝ.

¹³¹Άρθρο 16 παρ. 1 (γ) ΠΝ.

¹³²Άρθρο 16 παρ. 1 (δ) ΠΝ. Σημειώνεται ότι το αρμόδιο δικαστήριο, σύμφωνα με το άρθρο 4 ΠΝ, καθορίζεται από το εθνικό πτωχευτικό δίκαιο.

¹³³Παρά τη μη ρητή αναφορά του σεβασμού στη δημόσια τάξη ως προϋπόθεση στο άρθρο 17 ΠΝ, εντούτοις η γενικότερη εξαίρεση που επιβάλει το άρθρο 6 ΠΝ περί αντίθεσης στη δημόσια τάξη καταλαμβάνει κάθε κρίση του δικαστή. Βλ. *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 93. Επίσης βλ. κατωτέρω στην ενότητα 5.2.1 (β) σχετικά με το ρόλο της επιφύλαξης της δημόσιας τάξης στην υπόθεση αναγνώρισης της πτώχευσης της *Hanjin*.

¹³⁴*Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 93. Επίσης βλ. *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 94, υποσημ. 80 σχετικά με τη μη δέσμευση του εθνικού δικαστηρίου ως προς το χαρακτηρισμό του αλλοδαπού δικαστηρίου για το αν η διαδικασία είναι κατά την κρίση του κύρια ή μη κύρια.

¹³⁵Η απόφαση πρέπει να εκδίδεται σε σύντομο χρονικό διάστημα από την υποβολή της σχετικής αίτησης (άρθρο 17 παρ. 3 ΠΝ) και πάντως δεν αποκλείεται η τροποποίηση ή άρση της σε περίπτωση μερικής ή ολικής έλλειψης ή απώλειας των προϋποθέσεων χορήγησής της (άρθρο 17 παρ. 4 ΠΝ). Για το θέμα των ασφαλιστικών δικλίδων βλ. *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 100-101.

¹³⁶Δεν είναι τα αποτελέσματα της αλλοδαπής *lex fori concursus*, αλλά αποτελέσματα που προσδιορίζει το αναγνωρίζον δικαστήριο κατά τον ΠΝ και το εθνικό δίκαιο, βλ. *Ε. Περάκης*, ό.π., σελ. 520.

αυτής, ως προσωρινά μέτρα προστασίας. Αυτόματα είναι τα αποτελέσματα που επέρχονται ως συνέπεια αναγνώρισης μίας αλλοδαπής διαδικασίας ως κύριας και είναι η αναστολή όλων των διώξεων, ατομικών και συλλογικών¹³⁷ (άρθρο 20 παρ. 1(a) και (b) ΠΝ) και η πτωχευτική απαλλοτρίωση (άρθρο 20 παρ. 1(c) ΠΝ). Το εύρος και το περιεχόμενο αυτών καθορίζεται από τον εθνικό νομοθέτη¹³⁸. Επιπλέον προβλέπεται η επέλευση δυνητικών αποτελεσμάτων αναγνώρισης τόσο για την κύρια όσο και για τη μη κύρια διαδικασία, εφόσον κρίνεται απαραίτητη από τον εθνικό δικαστή η παροχή μεγαλύτερης προστασίας για την περιουσία του οφειλέτη ή τα συμφέροντα των πιστωτών¹³⁹, καθώς και η επίσης δυνητική προσωρινή προστασία στο διάστημα που μεσολαβεί από την υποβολή της αίτησης μέχρι την έκδοση απόφασης αναγνώρισης για τους ίδιους λόγους¹⁴⁰.

β) Υπαγωγή

Η πρώτη αίτηση για αναγνώριση της εκκινήθειας στην Κορέα διαδικασίας αφερεγγυότητας της *Hanjin* ως αλλοδαπής διαδικασίας αφερεγγυότητας υποβλήθηκε στις Η.Π.Α.¹⁴¹, σύμφωνα με το κεφάλαιο 15 του Πτωχευτικού Κώδικα, το οποίο ενσωμάτωσε τον ΠΝ στην εσωτερική έννομη τάξη των Η.Π.Α.¹⁴².

Η αίτηση υποβλήθηκε την 2.9.2016, από τον διευθύνοντα σύμβουλο της αφερέγγυας εταιρίας και επιπλέον σύνδικο της κορεατικής διαδικασίας¹⁴³. Η αίτηση υποβλήθηκε ενώπιον του αρμόδιου δικαστηρίου, ήτοι του πτωχευτικού περιφερειακού δικαστηρίου της Πολιτείας του

¹³⁷ Βλ. αναλυτικά *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 97.

¹³⁸ Άρθρο 20 παρ. 2 ΠΝ. Χαρακτηριστικό σημείο πλήρωσης κενού από τον εθνικό νομοθέτη, διότι ακριβώς τα αποτελέσματα είναι το σημείο τριβής μεταξύ των διαφορετικών δικαιοδοσιών, λόγω της σημασίας των εννόμων συνεπειών για την εσωτερική έννομη τάξη. Βλ. επίσης *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 98, *Ε. Περάκης*, ό.π., σελ. 520.

¹³⁹ Για τη διάκριση βλ. *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 99.

¹⁴⁰ Άρθρο 19 ΠΝ. Βλ. επίσης *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 96.

¹⁴¹ Η στρατηγική πίσω από αυτή την επιλογή της πρώτης αναγνώρισης έγκειται σε στάθμιση των νομικών και πραγματικών δεδομένων. Αφενός, λόγω της υιοθέτησης του ΠΝ από τις ΗΠΑ (βλ. αμέσως επόμενη υποσημ. 111) αφετέρου, λόγω της ευνοϊκής για τον οφειλέτη πτωχευτικής νομοθεσίας των ΗΠΑ στην περίπτωση αναδιοργάνωσης (Chapter 11 US Bankruptcy Code) σε συνδυασμό με το γεγονός της ύπαρξης πολλών και σημαντικού οικονομικού μεγέθους απαιτήσεων από δανειστές στις Η.Π.Α., συμπεριλαμβανομένων δανειστών με ναυτικά προνόμια. Για την τακτική των επιχειρήσεων στο θέμα βλ. επίσης παρατήρηση από *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 283, υποσημ. 38: «Συνήθως επιδιώκεται η αναγνώριση σε χώρες με τις οποίες η ναυτιλιακή επιχείρηση έχει συχνές επαφές...». Στην περίπτωση της *Hanjin* οι Η.Π.Α. αναντίρρητα ήταν από αυτές τις χώρες, για αυτό και εκεί επιδιώχθηκε η πρώτη αναγνώριση της κορεατικής αφερεγγυότητας.

¹⁴² Chapter 15 “*Ancillary and Other Cross- Boreder Cases*”. Προστέθηκε στον αμερικανικό πτωχευτικό κώδικα το 2005 κατά την τροποποίησή του με την *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act*.

¹⁴³ Σύμφωνα με το κορεατικό καθεστώς αναδιοργάνωσης (Άρθρο 5, παρ. 1 & άρθρο 74, παρ. 2 Debtor Rehabilitation and Bankruptcy Act) η διαχείριση μπορεί να ανατίθεται στον οφειλέτη κατά τη γνωστή αρχή στο αμερικανικό καθεστώς του Chapter 11 “*debtor in possession*” (DIP). Έτσι και στο ελληνικό άρθρο 18 ΠτΚ με τη σύμπραξη συνδίκου. Εν προκειμένω, εικάζεται ότι η επιλογή του συνδίκου έγινε μάλλον με τα πραγματιστικά κριτήρια της εξοικείωσης του συγκεκριμένου προσώπου με την επιχείρηση και το μέγεθος των υποχρεώσεών της.

Νιου Τζέρσεϋ¹⁴⁴, με αίτημα την αναγνώριση της αλλοδαπής διαδικασίας στην Κορέα ως κύριας διαδικασίας¹⁴⁵.

Με την αίτηση συνυποβλήθηκε επικυρωμένο αντίγραφο και μετάφραση της κορεατικής δικαστικής απόφασης¹⁴⁶, το διατακτικό της οποίας όριζε την έναρξη διαδικασίας αναδιοργάνωσης της αφερέγγυας εταιρίας στην Κορέα και το διορισμό του διευθύνοντος συμβούλου ως συνδίκου (άρθρο 15 παρ. 1(a) ΠΝ)¹⁴⁷. Επιπλέον συνυποβλήθηκαν δήλωση του συνδίκου σχετικά με όλες τις γνωστές σε αυτόν αλλοδαπές διαδικασίες αφερεγγυότητας κατά της εταιρίας, με τη διαπίστωση ότι η κορεατική διαδικασία είναι η μόνη γνωστή σε αυτόν αλλοδαπή διαδικασία αφερεγγυότητας (άρθρο 15 παρ. 3 ΠΝ), καθώς και λοιπά έγγραφα (πιστοποιητικό κυριότητας της εταιρίας και υπεύθυνες δηλώσεις του συνδίκου). Η μετάφραση της κορεατικής απόφασης και τα λοιπά έγγραφα υποβλήθηκαν στην αγγλική γλώσσα¹⁴⁸.

Παράλληλα, ο σύνδικος υπέβαλε αίτηση¹⁴⁹ για την παροχή μέτρων προσωρινής προστασίας της εταιρίας συνυποβάλλοντας αναλυτική λίστα των τρίτων οι οποίοι θα μπορούσαν να ασκήσουν ατομικές ή συλλογικές διώξεις κατά αυτής μέχρι την έκδοση της απόφασης. Τα πρόσωπα αυτά ήταν είτε δανειστές της εταιρίας με έδρα στις Η.Π.Α. είτε ενάγοντες σε εκκρεμείς δίκες κατά αυτής ή και άλλων σε δικαστήρια των Η.Π.Α.. Ο σύνδικος επικαλέστηκε, την επείγουσα ανάγκη προστασίας διότι σε περίπτωση άτακτης ικανοποίησης των δανειστών με μέτρα αναγκαστικής εκτέλεσης υπήρχε σοβαρότατη απειλή για την σκοπούμενη αναδιοργάνωση, η ματαίωση της οποίας θα ήταν επιζήμια για όλα τα εμπλεκόμενα μέρη,

Επί του αιτήματος για προσωρινή προστασία, το δικαστήριο του Νιου Τζέρσεϋ εξέδωσε στις 9.9.2016 την απόφαση (προσωρινή διαταγή) του δικαστή *J. K. Sherwood* επί της υπ' αριθμ. 16-27041 υπόθεσης (Re: *Hanjin Shipping Co., Ltd*), με την οποία έγινε δεκτό το αίτημα και διατάχθηκε η παροχή προσωρινής προστασίας στην εταιρία. Αρχικά, το πτωχευτικό δικαστήριο διαπίστωσε ότι είχε αρμοδιότητα να επιληφθεί του αιτήματος, το οποίο ανήκε κατά την κρίση

¹⁴⁴Πρόκειται για το *United States Bankruptcy Court for the District of New Jersey*. Σύμφωνα με την αίτηση του συνδίκου στην περιφέρεια του δικαστηρίου εντοπιζόταν το κύριο μέρος περιουσιακών στοιχείων στις ΗΠΑ (*"Debtor's principal place of business or principal assets in the United States in this District"*). Άλλωστε την υποβολή της αίτησης αναγνώρισης δικαιολογεί η ύπαρξη συνδέσμου με το κράτος αναγνώρισης, όπως είναι τα ελάχιστα περιουσιακά στοιχεία.

¹⁴⁵ Για το κείμενο της βλ. file:///E:/downloads_googlecrome/Petition%20for%20recognition%20in%20NJ%20Bank.Court.pdf.

¹⁴⁶Case No.: 2016 HoeHar 100211 (Central District Court of Seoul).

¹⁴⁷Εναλλακτικά θα μπορούσε να υποβληθεί πιστοποιητικό του αλλοδαπού δικαστηρίου περί ύπαρξης διαδικασίας και διορισμού συνδίκου (άρθρο 15 παρ. 1(b) ΠΝ). Εν προκειμένω εικάζεται ότι προσκομίστηκε η απόφαση για λόγους αιτιολογίας και παράθεσης των δεδομένων, προς αποδοχή του αιτήματος για αναγνώριση.

¹⁴⁸Γλώσσα μετάφρασης είναι η επίσημη γλώσσα του κράτους στο οποίο ζητείται η αναγνώριση. Επιχείρημα από το άρθρο 15 παρ. 4 ΠΝ, σύμφωνα με το οποίο το αναγνωρίζον δικαστήριο έχει την ευχέρεια να ζητήσει (εάν δεν υπάρχει ήδη) τη μετάφραση των συνοδευτικών εγγράφων της αίτησης στην επίσημη γλώσσα του κράτους του.

¹⁴⁹Διαθέσιμη στο http://bankrupt.com/misc/3_HANJIN_Declaration.pdf.

του σε άμεσα συνδεδεμένη διαδικασία με την αιτούμενη αναγνώρισης διαδικασία αφερεγγυότητας¹⁵⁰ (*core proceeding*¹⁵¹). Στη συνέχεια έκρινε ότι υπήρχαν βάσιμοι λόγοι για την πιθανολόγηση της αποδοχής του (εκκρεμούς) αιτήματος της αναγνώρισης και την πιθανολόγηση ανεπανόρθωτης βλάβης σε περίπτωση μη παροχής προστασίας¹⁵². Τέλος, μνημόνευσε ότι η προσωρινή προστασία (όχι μόνο δεν τελούσε σε αντίθεση αλλά και) θα εξυπηρετούσε τη δημόσια τάξη¹⁵³. Με βάση τα ανωτέρω έκανε δεκτό το αίτημα και εξειδίκευσε τα μέτρα προσωρινής προστασίας¹⁵⁴, τα οποία συνοψίζονταν σε αναστολή κάθε είδους ατομικών και συλλογικών διώξεων, συμπεριλαμβανομένων απαιτήσεων από ναυτικά προνόμια κατά τις εταιρίας και αναστολή κάθε πράξης διάθεσης της περιουσίας. Σχετικά με ήδη επιβληθείσες κατασχέσεις (πριν την αίτηση στο κορεατικό δικαστήριο) κατά περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, το δικαστήριο προέβλεψε τη διατήρησή τους και ταυτόχρονα τη δυνατότητα αποδέσμευσης της περιουσίας με καταβολή εγγυοδοσίας (*custodial legis*) ή την παροχή άλλης εξασφάλισης από το σύνδικο, καθοριζόμενης από το δικαστήριο¹⁵⁵, ενώ κατέστησε εκ των προτέρων άκυρη κάθε μελλοντική κατάσχεση από την θέση σε εφαρμογή της προσωρινής διαταγής.

Η οριστική απόφαση περί αναγνώρισης της αλλοδαπής διαδικασίας αφερεγγυότητας της *Hanjin* δημοσιεύθηκε στις 13.12.2016., αναγνωρίζοντας τη διαδικασία ως «κύρια αλλοδαπή διαδικασία αφερεγγυότητας» και ειδικότερα αναδιοργάνωσης¹⁵⁶. Ωστόσο, ήδη κατά το διάστημα αυτό, η κύρια διαδικασία αναδιοργάνωσης στην Κορέα δεν είχε τα αναμενόμενα αποτελέσματα καθώς σημαντικοί τομείς δραστηριότητας της εταιρίας είχαν αρχίσει να αποσχίζονται από την εταιρία και να εκποιοούνται σε ανταγωνιστές του κλάδου.

¹⁵⁰ Σκέψεις B, C, D *In re: Hanjin Shipping Co., Ltd*, Case No.16-27041(JKS), (Bankr D NJ September 9 2016) διαθέσιμη στο <https://www.geminishippers.com/wp-content/uploads/2016/09/118147825315.pdf>.

¹⁵¹ Για τη διάκριση των *core*, *related non core* και *unrelated* διαδικασιών βλ. *Α. Αθανασίου*, ό.π., σελ. 239 επ..

¹⁵² Σκέψεις E, F, G, H ό.π..

¹⁵³ Σκέψη J, ό.π.: «*The interests of the public and public policy of the U.S. will be served by entry of this Order.*».

¹⁵⁴ Διατακτικό αρ. 4 (a) - (h), ό.π..

¹⁵⁵ Διατακτικό αρ. 8 (a) - (c), ό.π.. Στην πράξη ωστόσο, αυτή η πρόβλεψη δεν ήταν ρεαλιστική λόγω της έλλειψης ρευστότητας στην εταιρία, η οποία όπως διαγνώσθηκε μεταγενέστερα από το δικαστήριο (βλ. *In re: Hanjin Shipping Co., Ltd*, Case No.16-27041 (Bankr D NJ September 20 2016) διέθετε χρηματικούς πόρους μόνο για τον ελλιμενισμό, την εκφόρτωση και τη μεταφορά των μεταφερόμενων στα πλοία της φορτίων στα λιμάνια των ΗΠΑ, στο πλαίσιο σχετικών συμφωνιών (protocols) με δικαιούχους των φορτίων (BCO - Beneficial Cargo Owners). Βλ. Exhibit A της ως άνω απόφασης (*In re: Hanjin Shipping Co., Ltd*, Case No.16-27041(JKS), (Bankr D NJ September 9 2016)).

¹⁵⁶ Το δικαστήριο δέχθηκε την κατά δήλωση του συνδίκου (στο αίτημα για παροχή προσωρινής προστασίας, ό.π.) έναρξη κύριας διαδικασίας αφερεγγυότητας στο κέντρο των κυρίων συμφερόντων της εταιρίας: “*The Debtor is a corporation established in and under the laws of Republic of Korea, with its head office located in the same country. [...] All of the representative directors are Korean citizens and residents. In addition, the general assembly of its shareholders and meetings of the board members are held in Korea. All these factors lead to the conclusion that the Debtor’s center of main interests is located in the Republic of Korea.*”

5.2.2 Ναυτικά προνόμια και διαδικασία αφερεγγυότητας

α) Το ζήτημα

Η προστασία των ναυτικών απαιτήσεων των δανειστών της ναυτιλιακής επιχείρησης με ναυτικά προνόμια και άλλες εξασφαλίσεις σχετίζεται άμεσα με την ενίσχυση της ναυτικής πίστης και την εξεύρεση χρηματοδοτικών πόρων για τη λειτουργία της επιχείρησης¹⁵⁷. Συνεπώς είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τη διατήρηση της δικαιοπολιτικής τους σημασίας η σαφήνεια του νομικού πλαισίου που τα διέπει, κάτι που ωστόσο δεν είναι απόλυτα εφικτό στην πράξη. Ειδικά για τα ναυτικά προνόμια, στο σύνθετο θέμα που γεννάται ως προς το αρμόζον εφαρμοστέο δίκαιο αφενός μεν, για τη διαπίστωση της ύπαρξης τους αφετέρου δε, για τη διαδικασία κατάταξης και ικανοποίησής τους, προστίθεται στην περίπτωση της αφερεγγυότητας και το ζήτημα του συσχετισμού των κανόνων ναυτικού και πτωχευτικού δικαίου ως προς την ένταξη και ικανοποίησή τους στη πτωχευτική διαδικασία¹⁵⁸.

β) Υπαγωγή

Με αφορμή την αναγνώριση της διαδικασίας αφερεγγυότητας της *Hanjin* ως αλλοδαπής κύριας διαδικασίας, το ως άνω ζήτημα κατάταξης και ικανοποίησης των ναυτικών προνομίων εξειδικεύθηκε στην περίπτωση των εφοδιασμένων με ναυτικό προνόμιο από την παροχή υπηρεσιών ή αγαθών (*necessaries*) στα πλοία της *Hanjin* από δανειστές, κυρίως παρέχοντες υπηρεσίες ρυμούλκησης και καυσίμων (προμηθευτές), οι οποίοι ζήτησαν την αναθεώρηση της απόφασης του πτωχευτικού δικαστηρίου περί παροχής προσωρινής προστασίας με τη μορφή αναστολής όλων των διώξεων κατά των πλοίων.

Οι λόγοι που επικαλέστηκαν οι δανειστές για την αναθεώρηση της απόφασης ήταν δύο: Πρώτον, ισχυρίστηκαν ότι δεν τους παρέχεται «επαρκής προστασία» (*sufficient protection*) κατά το ημεδαπό δίκαιο, διότι για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις τους θα έπρεπε να συμμετάσχουν στην αλλοδαπή κύρια διαδικασία στην Κορέα, η οποία τους ήταν άγνωστη ως διαδικασία και αβέβαιη τόσο ως προς την ικανοποίηση των προνομίων τους όσο και ως προς την κατάταξή τους¹⁵⁹. Δεύτερον, ισχυρίστηκαν ότι σε κάθε περίπτωση, τα προνόμια τους θα μπορούσαν να ικανοποιηθούν πλήρως και αποτελεσματικά εντός της επικράτειας των Η.Π.Α. και ότι για αυτό το λόγο θα έπρεπε το δικαστήριο να επιβάλλει αντί της προσωρινής προστασίας την παροχή εξασφάλισης από την οφειλέτιδα εταιρία.

¹⁵⁷ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 148 επ..

¹⁵⁸ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 325 επ..

¹⁵⁹ Σημειώνεται ότι οι δανειστές επικαλέστηκαν ότι επειδή κατά το κορεατικό δίκαιο, τα ναυτικά προνόμια στρέφονταν μόνο κατά του κυρίου του πλοίου, αυτό περιόριζε τα δικαιώματά τους, διότι δεν μπορούσαν να ασκήσουν τις απαιτήσεις τους κατά των πλοίων που ναύλωνε η εταιρία.

Στην απόφαση του ο δικαστής *J. K. Sherwood* καταφάσκοντας αρχικά την αρμοδιότητα του δικαστηρίου και χαρακτηρίζοντας το αίτημα των δανειστών, που τέθηκε προς κρίση του, ως *core proceeding*¹⁶⁰, τοποθετήθηκε ως εξής· Ξεκινώντας από μία γενικότερη ανάλυση, αναγνώρισε την ύπαρξη των ναυτικών προνομίων στο αμερικανικό δίκαιο ως γεγεννημένων αυτόματα από πολιτειακό και ομοσπονδιακό δίκαιο. Αναγνώρισε σε αυτά την εξουσία δίωξης *in personam* και *in rem*, διευκρινίζοντας ότι στη δεύτερη περίπτωση η εξουσία δίωξης δεν προϋποθέτει για την άσκησή της την ύπαρξη σύμβασης μεταξύ του προμηθευτή και του διαχειριστή του πλοίου¹⁶¹. Περαιτέρω, υποστήριξε την καθολικότητα του συστήματος του Chapter 15 (*Chapter 15's Universalist Approach*)¹⁶² και τη σημασία της αμοιβαιότητας (*comity*) στις διασυνοριακές διαδικασίες αφερεγγυότητας, θέτοντας ως όριο την δημόσια τάξη¹⁶³. Κατά την κρίση του η ερμηνεία που πρέπει να δίδεται στην έννοια είναι στενή και σε κάθε περίπτωση η συγκεκριμένη περίπτωση αναγνώρισης αφερεγγυότητας δεν προσέκρουε σε αυτή την ερμηνεία, με το επιχείρημα ότι δεν στερούσε στους αμερικανούς πιστωτές το δικαίωμα να προσφύγουν στο δικαστήριο της Κορέας για την αναγγελία και ικανοποίηση των απαιτήσεών τους.

Αναλύοντας ειδικότερα τα προβαλλόμενα επιχειρήματα των δανειστών, έκρινε ότι η κορεατική απόφαση περί θέσης της εταιρίας σε καθεστώς αναδιοργάνωσης και η χορηγούμενη στο πλαίσιο αυτό αναστολή δίωξης καταλάμβανε όλους τους δανειστές, ακόμα και τους ναυτικούς δανειστές. Επιπλέον, πράγματι τα ναυτικά προνόμια των δανειστών μπορούσαν να ασκηθούν αποτελεσματικά στις Η.Π.Α., ωστόσο όλο το κρίσιμο διάστημα τα πλοία βρίσκονταν αγκυροβολημένα εκτός των χωρικών υδάτων των Η.Π.Α., και επομένως δεν υπήρχε δυνατότητα άσκησης αυτών, με αποτέλεσμα το συγκεκριμένο επιχείρημα να μην ευσταθεί. Στο επιχείρημα των δανειστών για την άδεια κατάσχεσης ναυλωμένων πλοίων, το δικαστήριο απάντησε ότι ακόμη και αν ήθελε υποτεθεί ότι τα πλοία βρίσκονταν στην επικράτεια των Η.Π.Α., η αναστολή επεκτεινόταν σύμφωνα με τη νομολογία και στα ναυλωμένα πλοία¹⁶⁴, και σε κάθε περίπτωση ο

¹⁶⁰ Σκέψη 2 *In re: Hanjin Shipping Co., Ltd*, Case No.16-27041(Bankr D NJ September 20 2016).

¹⁶¹ Σκέψεις 16, 17, ό.π.: (16)“Within the United States, maritime liens often arise automatically, by operation of both state and federal law. The Federal Maritime Lien Act creates maritime liens for “necessaries” ordered by authorized vessel agents. The term “necessaries” “encompass[es] any item which is ‘reasonably needed for the venture in which the ship is engaged.’”, (17) “The ability to enforce a maritime lien is governed by Title XIII, Rule B (in personam) and Title XIII, Rule C (in rem) of the Supplemental Rules for Admiralty or Maritime Claims and Asset Forfeiture Actions to the Federal Rules of Civil Procedure. An in rem arrest under Rule C can be brought by an entity providing supplies to a vessel even though the operator did not enter into a contract and has no personal liability for the “necessaries” that were provided.”

¹⁶² Σκέψεις 18, 19 ό.π..

¹⁶³ Σκέψεις 22, 23 ό.π..

¹⁶⁴ Η νομολογία που μνημόνευσε το δικαστήριο ήταν οι αποφάσεις: *In re: Daebo Int'l Shipping Co., Ltd.*, Case No. 15-10616 (Bankr. S.D.N.Y. Mar. 19, 2015) (DOC 21); *In re: STX Pan Ocean Co., Ltd.*, Case No. 13-12046, (Bankr. S.D.N.Y. July 1, 2013) (DOC 30); and *In re: Korea Line Corp.*, Case No. 11-10789 (Bankr. S.D.N.Y. Apr. 20, 2011) (DOC 56).

λόγος που το δικαστήριο παρείχε προστασία σε αυτά ήταν για να υλοποιηθούν οι συμφωνίες της εταιρίας με τους δικαιούχους των φορτίων, για την εκφόρτωση τους στους λιμένες των Η.Π.Α.. Εν τέλει το δικαστήριο κατέληξε στην απόρριψη του αιτήματος παροχής προσωρινής προστασίας.

γ) Ανάλυση

Η συγκεκριμένη περίπτωση αναδεικνύει έμπρακτα το ζήτημα του κατάλληλου εφαρμοστέου δικαίου για τη θέση και ικανοποίηση των ναυτικών προνομίων στη διαδικασία αφερεγγυότητας. Ένα πρώτο ζήτημα είναι η αρμοδιότητα του πτωχευτικού δικαστηρίου να κρίνει για τα ναυτικά προνόμια και με αφορμή την πτωχευτική διαδικασία. Εν προκειμένω, για την ακρίβεια, το πτωχευτικό αμερικανικό δικαστήριο δεν έκρινε το θέμα των προνομίων καθ'αυτών αλλά το αίτημα τροποποίησης/άρσης της αυτόματης αναστολής για το οποίο ορθώς έκρινε ότι είχε αρμοδιότητα ως *core proceeding* στην πτωχευτική διαδικασία¹⁶⁵. Ωστόσο, ακόμα και αν αντικείμενο της δικανικής κρίσης ήταν τα ίδια τα προνόμια, είναι πιθανό να χαρακτηριζε και σε αυτή την περίπτωση την αναφυόμενη ναυτική διαφορά ως *core proceeding*¹⁶⁶. Το ζήτημα της υποχρεωτικής αναπομπής από το πτωχευτικό δικαστήριο στο ναυτικό δικαστήριο για το θέμα των ναυτικών προνομίων, αν και ρυθμίζεται νομοθετικά στο αμερικανικό δίκαιο, ερμηνεύεται στενά και πάντως ανήκει στη διακριτική ευχέρεια του επιλαμβανόμενου πτωχευτικού δικαστηρίου¹⁶⁷.

Περαιτέρω, σημειώνεται ότι τα χαρακτηριστικά της πτωχευτικής διαδικασίας έχουν σημασία για την εύρεση του κατάλληλου κανόνα σύγκρουσης σχετικά με την ύπαρξη¹⁶⁸ αρχικά και στη συνέχεια την κατάταξη των ναυτικών προνομίων. Ειδικά για το αμερικανικό πτωχευτικό δικαστήριο, σε περίπτωση που τίθεται ενώπιον του η αναγνώριση αλλοδαπής διαδικασίας αφερεγγυότητας και εφόσον χορηγείται εξαίρεση από την αναστολή των διώξεων (και άρα αποδέσμευση από την πτωχευτική περιουσία) και αναπομπή στο ναυτικό δικαστήριο, υποστηρίζεται ότι η ύπαρξη του ναυτικού προνομίου κρίνεται κατά τη *lex causae*¹⁶⁹. Ωστόσο, αν δεν χορηγηθεί εξαίρεση από την αναστολή και θεωρηθεί ότι η πτωχευτική περιουσία καταλαμβάνει το ναυτικό προνόμιο, η ύπαρξη της εμπράγματης εξασφάλισης θα κριθεί κατά τη

¹⁶⁵ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 239.

¹⁶⁶ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 240-241.

¹⁶⁷ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 240.

¹⁶⁸ Οι κανόνες σύγκρουσης που εφαρμόζονται από τις διάφορες έννομες τάξεις είναι η *lex causae*, η *lex fori* και η *lex navis*. Βλ. Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 313 επ..

¹⁶⁹ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 316.

*lex fori concursus*¹⁷⁰. Αντίστοιχα, υποστηρίζεται εφαρμογή της *lex fori concursus* και προς την κατάταξη του ναυτικού προνομίου εντός της διαδικασίας αφερεγγυότητας¹⁷¹.

¹⁷⁰ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 316.

¹⁷¹ Α. Αθανασίου, ό.π., σελ. 328.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI

ΠΤΩΧΕΥΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

6.1 Η προβληματική

Η πτώχευση της εισηγμένης εταιρίας, που αποτελεί τη θεματική του παρόντος κεφαλαίου, συνδέεται με μία σειρά νομικών ζητημάτων. Στο επίκεντρο αυτών βρίσκεται, όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή της παρούσας εργασίας, η σχέση του πτωχευτικού δικαίου με το δικαίο της κεφαλαιαγοράς, για την οριοθέτηση της οποίας, εξίσου σημαντικό στοιχείο είναι η παράλληλη πορεία του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας. Το κυριότερο ερώτημα που τίθεται κατά την εναρμόνιση των άνω δικαίων είναι πώς αξιολογείται η επίτευξη του σκοπού της κεφαλαιαγοράς κατά τη διάρκεια της πτωχευτικής διαδικασίας και σε σχέση με το δικό της σκοπό, ταυτόχρονα με τη λειτουργία της ανώνυμης εταιρίας, η ύπαρξη της οποίας αποτελεί κοινό θεμέλιο για τα δύο δίκαια, δεδομένου ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένο κανονιστικό πλαίσιο για περιπτώσεις στις οποίες καλούνται να εφαρμοστούν συγχρόνως και τα τρία δίκαια¹⁷².

Βασικές παράμετροι που πρέπει να ληφθούν υπόψη είναι οι εξής: Πρώτον, από πλευράς δικαίου κεφαλαιαγοράς, η τήρηση των υποχρεώσεων της αφερέγγυας εισηγμένης εταιρίας για την εύρυθμη λειτουργία του θεσμού της κεφαλαιαγοράς και την προστασία του μετόχου – επενδυτή, και σε περίπτωση αδυναμίας τήρησης, τα μέτρα αυτοπροστασίας της κεφαλαιαγοράς. Δεύτερον, η ταυτόχρονη προστασία των συμφερόντων των εταιρικών πιστωτών μέσω της προς αυτόν το σκοπό κατευθυνόμενης διαχείρισης¹⁷³ της πτωχευτικής περιουσίας, από τους πόρους της οποίας παρεμπιπτόντως εκπληρώνονται και οι προαναφερόμενες υποχρεώσεις και τρίτον, η διασφάλιση της λειτουργία του νομικού προσώπου της αφερέγγυας εταιρίας σε επίπεδο εσωτερικής οργάνωσης και διοίκησης. Οι απαντήσεις που θα επιχειρηθούν να δοθούν θα στηριχθούν στην ερμηνεία με βάση την οικονομική προσέγγιση και το θετό δίκαιο.

6.1.1 Οικονομική προσέγγιση

Σύμφωνα με την οικονομική προσέγγιση στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς η αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς είναι οικονομική έννοια και διακρίνεται περαιτέρω σε: πληροφοριακή αποτελεσματικότητα, κατανεμητική αποτελεσματικότητα, λειτουργική αποτελεσματικότητα και θεσμική αποτελεσματικότητα¹⁷⁴. Ειδικά η πρώτη έκφανση της

¹⁷²Μ. Μαρίνος, ό.π, σελ. 563.

¹⁷³Με τον όρο «διαχείριση» νοείται τόσο η ρευστοποίηση της περιουσίας όσο και η χρησιμοποίησή της με εναλλακτικούς τρόπους, όπως το σχέδιο αναδιοργάνωσης.

¹⁷⁴Για τη διάκριση βλ. Θ. Κατσάς, Η αλληλεπίδραση μεταξύ του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση κτήσεως ιδίων μετοχών από ανώνυμη εταιρεία με μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 370 – 371, Ν. Βερβεσός, Η σχέση του κ.ν. 2190/1920 με το δίκαιο της

αποτελεσματικότητας αφορά στην (ιδανική) διαμόρφωση της τιμής της μετοχής ως αποτέλεσμα της (ορθολογικής) συμπεριφοράς των επενδυτών με την αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών για την εταιρία, ώστε η τελική τιμή της μετοχής να είναι η πραγματική τιμή της, άλλως η αντανάκλαση της υπάρχουσας πληροφόρησης¹⁷⁵. Το στοιχείο της ορθολογικότητας στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων, ωστόσο, δεν είναι ο κανόνας συμπεριφοράς του μέσου επενδυτή¹⁷⁶, αν και είναι βασικό στοιχείο για τη λειτουργία της αποτελεσματικότητας στην κεφαλαιαγορά και συνακόλουθα για την προστασία του ατομικού συμφέροντος του επενδυτή. Συνεπώς, για την επίτευξη των σκοπών της αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς και την άρση της ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι αναγκαία, μεταξύ άλλων, η επαρκής, διαφανής και έγκαιρη ενημέρωση των επενδυτών¹⁷⁷.

Παράλληλα, αναφορικά με την οικονομική ανάλυση του δικαίου της αφερεγγυότητας, έχει υποστηριχθεί ότι σε καθεστώς εφαρμογής κανόνων του οικείου δικαίου, οι πιστωτές της εταιρίας έχουν την τάση να λειτουργούν εξίσου ανορθολογικά¹⁷⁸, όπως και στην προηγούμενη περίπτωση, εις βάρος της απομένουσας εταιρικής περιουσίας και με κίνδυνο παρεμπόδισης των λοιπών σκοπών της πτώχευσης ακόμα και τη διαδικασία εξυγίανσης¹⁷⁹, μέσω της οποίας, παρεμπιπτόντως, δίδεται λύση στο θέμα της χρηματοδότησης της εταιρίας¹⁸⁰. Η συμπεριφορά αυτή, που με όρους οικονομικής ανάλυσης αποφέρει πλεονεκτήματα στους πιστωτές¹⁸¹, βρίσκεται σε αντίθεση με το νομοθετικά κατοχυρωμένο σκοπό της πτώχευσης (άρθρο 1 ΠτΚ). Επιπλέον, αν υιοθετηθεί μπορεί να ματαιώσει και τους σκοπούς που τίθενται από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, δεδομένου ότι η δεσμευμένη πτωχευτική περιουσία βαρύνεται, πέραν των άλλων, και με τα έξοδα για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων της εισηγμένης εταιρίας που απορρέουν από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς¹⁸².

Με βάση τα ανωτέρω, καθίσταται προφανές ότι επειδή σε κανένα από τα δύο συστήματα δεν μπορεί να διασφαλισθεί η εκπλήρωση των εκατέρωθεν σκοπών με βάση την εικόνα του ιδανικού

κεφαλαιαγοράς, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 339.

¹⁷⁵ Ν. Βερβεσός, ό.π., σελ. 335.

¹⁷⁶ Ν. Βερβεσός, ό.π., σελ. 335.

¹⁷⁷ Ν. Βερβεσός, ό.π., σελ. 340.

¹⁷⁸ Α. Καραγκουνίδης, Η προστασία των πιστωτών κεφαλαιουχικών εταιριών (ιδίως α.ε.) στο μεταίχμιο πτωχευτικού και εταιρικού δικαίου-Στο παράδειγμα του άρθρου 98§2 ΠτΚ, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 463, υποσημ. 12.

Επίσης, σχετικά με το παράδειγμα που προσφέρει στη προκειμένη περίπτωση η θεωρία του «διλήμματος του φυλακισμένου» (*prisoner's dilemma*) βλ. J. Armour, The Law and Economics of Corporate Insolvency: A Review, ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 197, March 2001, σελ. 17 – 19.

¹⁷⁹ Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 14.

¹⁸⁰ Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 538.

¹⁸¹ Σχετικά με τη θεωρία της «μεγιστοποίησης της ικανοποίησης των πιστωτών» (*maximization of creditor's returns*) βλ. J. Armour, ό.π., σελ. 9.

¹⁸² J. Kamischke, ό.π., σελ. 29, Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 564.

συμμετέχοντος ορθολογικού επενδυτή και πιστωτή αντίστοιχα, οι λύσεις θα πρέπει να αναζητηθούν σε επίπεδο θετού δικαίου¹⁸³.

6.2 Υποχρεώσεις εισηγμένων εταιριών σε καθεστώς αφερεγγυότητας στην κεφαλαιαγορά

Η έναρξη μιας διαδικασίας αφερεγγυότητας για την εισηγμένη εταιρία δεν συνεπάγεται απαλλαγή από τις υποχρεώσεις που απορρέουν από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ούτε μετάλλαξη αυτών¹⁸⁴. Οι δημοσίου δικαίου διατάξεις που διέπουν τη διαδικασία αφερεγγυότητας τελούν σε σχέση ισοτιμίας με τις δημοσίου δικαίου διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, επομένως μεταξύ τους δεν τίθεται θέμα ιεράρχησης, αλλά θέμα εναρμόνισης¹⁸⁵. Εντός των υποχρεώσεων που διατηρούνται παρά την ύπαρξη αφερέγγυας εταιρίας είναι και οι συναφείς με τη δημοσιότητα υποχρεώσεις και ειδικά για το θέμα της αφερεγγυότητας, ενδιαφέρουν κυρίως α) η υποχρέωση διαφάνειας - πληροφόρησης και β) η απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών.

6.2.1 Υποχρέωση διαφάνειας – πληροφόρησης. Έκτακτη ενημέρωση

Η υποχρέωση διαφάνειας - πληροφόρησης είναι μία διαρκής υποχρέωση για την εκδότρια εταιρία και ξεκινά να υφίσταται από την εισαγωγή της στην οργανωμένη αγορά με την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου¹⁸⁶. Η υποχρέωση πληροφόρησης περιλαμβάνει την ανακοίνωση κάθε μεταβολής στο γίνεσθαι μιας εταιρίας και σύμφωνα με τον Κανονισμό του ΧΑ¹⁸⁷ διακρίνεται σε τακτική - περιοδική ενημέρωση, έκτακτη ενημέρωση και ενημέρωση για πληροφορίες που ανήκουν σε ειδικές κατηγορίες¹⁸⁸. Η τακτική-περιοδική ενημέρωση¹⁸⁹ αφορά τις πληροφορίες που σχετίζονται με τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης¹⁹⁰, ενώ η έκτακτη αφορά οποιοδήποτε γεγονός είναι σε θέση να επηρεάσει τη συμπεριφορά των επενδυτών ως προς τις

¹⁸³ H. Eidenmüller, Contracting for a European Insolvency Regime, Eur Bus Org Law Rev, 18, 2017, σελ. 273-304.

¹⁸⁴ M. Weber, Börsennotierte Gesellschaften in der Insolvenz, ZGR, 3, 2001, σελ. 424, M. Μαρίνος, ό.π., σελ. 563.

¹⁸⁵ J. Kamischke, ό.π., σελ. 29: “Das Insolvenzrecht verdrängt öffentlich-rechtliche Vorschriften nicht...Die Folgen der Erfüllung öffentlich-rechtlicher Vorschriften sind im Einklang mit dem Insolvenzrecht zu ordnen”.

¹⁸⁶ Ν. 3401/2005 (ΦΕΚ Α/257/17.10.2005)

¹⁸⁷ Σε ισχύ, κατά τη συγγραφή της παρούσας εργασίας, η 3^η Τροποποίηση του Κανονισμού ΧΑ που εγκρίθηκε με την υπ’ αρ. 9/773/20.12.2016 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β/4325/30.12.2016).

¹⁸⁸ Κανονισμός ΧΑ, Ενότητα 4 «Υποχρεώσεις ενημέρωσης εκδοτών εισηγμένων Κινητών Αξιών», §4.1.2, 4.1.3, 4.1.4 αντίστοιχα.

¹⁸⁹ Βλ. Ν. 3556/2005, με τον οποίο έγινε προσαρμογή της νομοθεσίας προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2004/109 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Δεκεμβρίου 2004 «Για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και για την τροποποίηση της Οδηγίας 2001/34/ΕΚ».

¹⁹⁰ Η τακτική - περιοδική πληροφόρηση διακρίνεται περαιτέρω σε α) βασική και β) πρόσθετη. Για τη διάκριση βλ. Δ. Αυγητίδης, Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, Αθήνα, 2013, σελ. 141-143.

μετοχές της εκδότριας εταιρίας και οδηγεί είτε σε συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου¹⁹¹ είτε σε υποχρέωση ανακοίνωσης προνομιακής πληροφορίας.

α) Προνομιακή πληροφορία - Κριτήρια

Ειδικότερα για την έκτακτη ενημέρωση στην περίπτωση προνομιακής πληροφορίας, υφίσταται υποχρέωση δημοσιοποίησης των προνομιακών πληροφοριών που αφορούν άμεσα τον εκδότη χωρίς υπαίτια βραδύτητα¹⁹² (άρθρο 10 παρ. 1 Ν. 3340/2005)¹⁹³ για την έγκαιρη, ορθή, σαφή και πλήρη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού σχετικά με τη συγκεκριμένη προνομιακή πληροφορία¹⁹⁴.

Σύμφωνα με το άρθρο 6 παρ. 1 του Ν. 3340/2005 τα κριτήρια που χαρακτηρίζουν μια πληροφορία ως προνομιακή είναι, σωρευτικά τα ακόλουθα: α) το συγκεκριμένο της πληροφορίας, δηλαδή αα) αφορά κατάσταση που υφίσταται ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα υπάρξει ή γεγονός που έλαβε χώρα ή που ευλόγως μπορεί να αναμένεται ότι θα λάβει χώρα, και ββ) επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την πιθανή επίπτωση αυτής της κατάστασης ή του γεγονότος στις τιμές χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, β) η πληροφορία δεν έχει δημοσιευθεί, γ) η πληροφορία αφορά κατά άμεσο ή έμμεσο τρόπο έναν ή περισσότερους εκδότες, ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και δ) η δημοσιοποίηση της πληροφορίας θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων, στα οποία αναφέρεται ή την τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων δηλαδή πρόκειται για πληροφορία που ένας συνετός επενδυτής θα αξιολογούσε, μεταξύ άλλων, ως ουσιώδη κατά τη λήψη των επενδυτικών του αποφάσεων.

Για την εξειδίκευση του όρου της προνομιακής πληροφορίας εκδόθηκε η υπ' αρ. 3/347/12.7.2005 απόφαση του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (κατ' εξουσιοδότηση του

¹⁹¹Στο συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου εντάσσεται οποιοδήποτε νέο σημαντικό στοιχείο, ουσιώδους ανακρίβειας ή ουσιώδους σφάλμα σχετικά με τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο, μετά την έγκριση αυτού και έως τη λήξη της δημόσιας προσφοράς ή την έναρξη της διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά (άρθρο 16 παρ. 1 Ν. 3401/2005). Για τη δημοσίευση του συμπληρώματος και το δικαίωμα υπαναχώρησης των επενδυτών βλ. άρθρο 16 παρ. 2 και 3 Ν. 3401/2005 αντίστοιχα.

¹⁹²Η διαφορά με την περίπτωση του συμπληρώματος του ενημερωτικού δελτίου είναι ότι για λόγους σπουδαιότητας της προνομιακής πληροφορίας δεν κρίνεται σκόπιμο να τεθεί κατώτατο και ανώτατο χρονικό σημείο συνδρομής της πληροφορίας προκειμένου για την ανακοίνωσή της, αλλά πρέπει ο εκδότης να ενημερώσει άμεσα το επενδυτικό κοινό, χωρίς να αναμένει οριστικοποίηση του γεγονότος. *Δ. Αυγητίδης*, ό.π., σελ. 146.

¹⁹³Υποχρέωση έκτακτης ενημέρωσης εισηγμένων εταιριών προβλέπεται και από τον Κανονισμό ΧΑ (§4.1.3.6). Επισημαίνεται ότι είναι πλέον σε ισχύ ο Ν. 4443/2016 και οι ρυθμίσεις του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 (για την έννοια της προνομιακής πληροφορίας βλ. Κεφάλαιο II, άρθρο 7). Ο Ν. 3340/2005 εφαρμόζεται και μετά την κατάργησή του από τον Ν. 4443/2016 για τις εκκρεμείς υποθέσεις που συνεχίζονται υπό την ισχύ του (άρθρο 41 Ν. 4443/2016).

¹⁹⁴ΔΕΦΑΘ 4479/2013, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

άρθρου 19 Ν. 3340/2005) στην οποία παρατίθεται ενδεικτικός¹⁹⁵ κατάλογος (άρθρο 2 παρ. 2 της σχετικής απόφασης) των πληροφοριών που οριοθετούν τη σχετική υποχρέωση, αλλά και τη συναφή υποχρέωση περί μη κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας στη κεφαλαιαγορά.

β) Πτώχευση ως προνομιακή πληροφορία - Υπαγωγή στα κριτήρια

Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 2 στοιχ. θ' της υπ' αρ. 3/347/12.7.2005 απόφασης του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ανάμεσα στα γεγονότα που μπορούν να θεωρηθούν προνομιακές πληροφορίες με τη συνδρομή και των κριτηρίων του άρθρου 6 παρ. 1 Ν. 3340/2005 εντάσσονται «αιτήσεις πτώχευσης και δικαστικές αποφάσεις περί πτώχευσης καθώς και άλλες νομικές ή δικαστικές διαφορές που μπορούν να επηρεάσουν ουσιωδώς την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα του εκδότη». Κρίσιμη παράμετρος, εν προκειμένω, είναι η δυνατότητα να προκύψει ουσιώδης επίδραση στα οικονομικά στοιχεία του εκδότη εξ' αφορμής της συνδρομής μίας εκ των άνω περιγραφόμενων περιπτώσεων. Για τη περίπτωση της αφερέγγυας εταιρίας, το γεγονός που προκαλεί ουσιώδη επίδραση είναι α) η αίτηση πτώχευσης και β) εφόσον υπάρχουν, οι δικαστικές αποφάσεις περί πτώχευσης.

Αναλυτικότερα, ως προς την υπαγωγή της αίτησης πτώχευσης και των δικαστικών αποφάσεων περί πτώχευσης στα κριτήρια του άρθρου 6 παρ. 1 Ν. 3340/2005, μπορούν να υποστηριχθούν τα ακόλουθα:

ι) Συγκεκριμένη πληροφορία

Για να κριθεί η αίτηση πτώχευσης ή/και η δικαστική απόφαση περί πτώχευσης ως «συγκεκριμένη πληροφορία» απαιτείται έκαστη να αφορά κατάσταση ή γεγονός¹⁹⁶ που υφίσταται ή ευλόγως αναμένεται να υπάρξει (στοιχείο αα' της παρ. 1 του άρθρου 6 Ν. 3340/2005) και να επιτρέπει τη συναγωγή συμπεράσματος για την πιθανή επίπτωση στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου του εκδότη (στοιχείο ββ' της παρ. 1 του άρθρου 6 Ν. 3340/2005)¹⁹⁷. Αρχικά, ξεκινώντας την ανάλυση από το δεύτερο στοιχείο σημειώνεται ότι η κρίση για τη πιθανότητα επέλευσης ενός γεγονότος, δεν είναι απαραίτητο να προσεγγίζει το

¹⁹⁵Η προνομιακή πληροφορία κρίνεται ad hoc σε κάθε περίπτωση. Η σημασία του ενδεικτικού καταλόγου έγκειται στην ελάχιστη απαρίθμηση των κρίσιμων εταιρικών γεγονότων που ενδέχεται να συνιστούν προνομιακή πληροφορία και παράλληλα, στη δημιουργία ενός ελάχιστου επιπέδου γνώσης για τον κάτοχο πληροφορίας που ενδέχεται να είναι προνομιακή, ώστε σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης πληροφόρησης, να μη μπορεί να επικαλεστεί άγνοια ως προς το αν το συγκεκριμένο γεγονός εντάσσεται ή όχι στο εύρος της σχετικής υποχρέωσης. Σε κάθε περίπτωση, ο κάτοχος πληροφορίας που μπορεί να χαρακτηριστεί προνομιακή φέρει το βάρος απόδειξης ότι η συγκεκριμένη πληροφορία δεν θα μπορούσε να επιδράσει στην τιμή της μετοχής. Βλ. Θ. Κατσάς, ό.π., σελ. 423, υποσημ. 269.

¹⁹⁶Οι όροι «κατάσταση» και «γεγονός» δεν ορίζονται στον Ν. 3340/2005 ούτε στην Οδηγία 2003/6/ΕΚ. Βλ. Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 175, υποσημ. 741.

¹⁹⁷Η εκτίμηση του «συγκεκριμένου» μπορεί να είναι περισσότερο σύνθετη σε εταιρικές καταστάσεις - γεγονότα που εξελίσσονται σε περισσότερα στάδια (π.χ. συγχωνεύσεις, εξαγορές, κτήση ιδίων μετοχών). Βλ. Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 175, υποσημ. 742.

βαθμό της βεβαιότητας, αλλά αρκεί να είναι ισχυρότερη από τη πιθανότητα μη επέλευσης του ενδεχόμενου γεγονότος και επιπλέον να κρίνεται *ex ante*¹⁹⁸. Συνεπώς, τόσο για την περίπτωση της (κατάστασης) αίτησης πτώχευσης όσο και για την περίπτωση της δικαστικής απόφασης περί αυτής, η δυνητική¹⁹⁹ επιρροή της πληροφορίας στην τιμή της μετοχής, κατά την κρίση του μέσου επενδυτή, μπορεί και μάλιστα *ex ante* να πιθανολογηθεί ισχυρότερη σε βαθμό υψηλότερο του ορίου να μη πιθανολογηθεί τόση ισχυρή. Σε κάθε περίπτωση πάντως θα κριθεί με βάση τα συγκεκριμένα περιστατικά. Έπειτα, ως προς το πρώτο στοιχείο της υφιστάμενης ή ευλόγως αναμενόμενης κατάστασης (εννοείται αίτηση πτώχευσης ή/και η δικαστική απόφαση περί πτώχευσης) σημειώνεται ότι: Το σημείο αποκρυστάλλωσης της «υφιστάμενης κατάστασης» για την αίτηση πτώχευσης κρίνεται από το χρόνο υποβολής της, ενώ για τη δικαστική απόφαση περί πτώχευσης από την έκδοση της. Αντίστοιχα, το «ευλόγως αναμενόμενο της κατάστασης» για τη μεν αίτηση πτώχευσης κρίνεται από το αντικειμενικά διαγνώσιμο με την έκδοση δικαστικής απόφασης γεγονός της «παύσης πληρωμών»²⁰⁰. Ευλόγως αναμενόμενο γεγονός για την κατάσταση της απόφασης περί πτώχευσης είναι η ίδια η υποβολή της αίτησης πτώχευσης, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε αποδοχή της ή απόρριψή της. Επομένως, το νωρίτερο χρονικό σημείο αποκρυστάλλωσης της συγκεκριμένης πληροφορίας μπορεί να είναι είτε η παύση πληρωμών, το ακριβές χρονικό σημείο της οποίας αποτελεί αντικείμενο δικαστικής διάγνωσης, είτε η υποβολή της αίτησης πτώχευσης στο δικαστήριο.

ii) Μη δημοσιοποιημένη πληροφορία

Η προνομιακή πληροφορία για την υφιστάμενη ή ευλόγως αναμενόμενη αίτηση πτώχευσης και τη δικαστική απόφαση περί αυτής²⁰¹ πρέπει να μην είναι δημοσιοποιημένη. Ο όρος δημοσιοποίηση δεν έχει συγκεκριμένο περιεχόμενο²⁰² και πάντως κρίνεται *in concreto*. Σε κάθε περίπτωση, αφορά γνωστοποίηση στο ευρύ κοινό, και όχι σε ένα στενό κύκλο προσώπων²⁰³ και

¹⁹⁸ Η εκτίμηση θα λάβει χώρα *ex ante* και το όριο της επικράτησης της πιθανότητας του περισσότερο βέβαιου γεγονότος σε σχέση με το λιγότερο βέβαιο κρίνεται σε βαθμό άνω του 50%. Βλ. Θ. Κατσάς, ό.π., σελ. 416, επίσης Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 124.

¹⁹⁹ Σύμφωνα με τον J. Kamischke (ό.π., σελ. 13) η ύπαρξη της προνομιακής πληροφορίας κρίνεται από την καταλληλότητα της επίδρασης στη χρηματιστηριακή τιμή: “Für das Vorliegen einer Insiderinformation [...] kommt es nur auf die Eignung zur Kursbeeinflussung an.”.

²⁰⁰ Από την επέλευση του οποίου ο πιστωτής αποκτά ληξιπρόθεσμη και βέβαιη απαίτηση κατά του οφειλέτη και μπορεί να ζητήσει να κηρυχθεί σε πτώχευση, κάτι που δεν μπορεί να κάνει κατά την επαπειλούμενη αδυναμία εκπλήρωσης. Αντίστοιχα στην παύση πληρωμών ο οφειλέτης έχει υποχρέωση εντός 30 ημερών να υποβάλει την αίτηση.

²⁰¹ Κατά το γερμανικό δίκαιο, επιπλέον γεγονότα της πτωχευτικής διαδικασίας τα οποία μπορεί να θεωρηθούν ότι συνιστούν προνομιακές πληροφορίες είναι, εκτός από την αίτηση της πτώχευσης και τη δικαστική απόφαση περί απόρριψης ή αποδοχής της, και η απόφαση της συνέλευσης των πιστωτών, ανεπάρκεια ενεργητικού και ειδικότερες υποχρεώσεις αναφοράς. Βλ. J. Kamischke, ό.π., σελ. 16 - 17.

²⁰² Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 177.

²⁰³ Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 177.

με αυτόν πάντως νοείται η γενική δημοσιοποίηση, στην οποία μπορεί να έχει πρόσβαση ένας μεγαλύτερος κύκλος προσώπων.

iii) Πληροφορία που αφορά είτε έναν/περισσότερους εκδότες είτε ένα/περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα

Η σχολιαζόμενη περίπτωση του άρθρου 2 παρ. 2 στοιχ. θ' της υπ' αρ. 3/347/12.7.2005 απόφασης του ΔΣ της ΕΚ αφορά εν προκειμένω την εκδότρια εταιρεία, διότι αποτελεί πληροφορία σχετική με την οικονομική της κατάσταση²⁰⁴, καθώς υποδηλώνει την αφερεγγυότητά της και την αδυναμία διαχείρισης της περιουσίας από την ίδια σε περίπτωση κήρυξης της πτώχευσης καθώς η εταιρική περιουσία περιέρχεται πλέον στη διαχείριση του συνδίκου.

iv) Η δημοσιοποίηση της πληροφορίας θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων με βάση την αξιολόγηση του συνετού επενδυτή

Η δυνητική επίδραση της δημοσιοποίησης της πληροφορίας στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου θα κριθεί εξίσου ad hoc και συγκεκριμένα θα κριθεί αν η δημοσιοποίηση της συγκεκριμένης πληροφορίας θα μπορούσε να επηρεάσει την επενδυτική συμπεριφορά του συνετού²⁰⁵ επενδυτή και εξαιτίας της θα μπορούσε στη συνέχεια να επηρεαστεί σημαντικά²⁰⁶ η τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου.

γ) Χρόνος - Διαδικασία δημοσίευσης προνομιακής πληροφορίας

Ως προς τον χρόνο δημοσίευσης της προνομιακής πληροφορίας ισχύει η υποχρέωση ενημέρωσης χωρίς υπαίτια βραδύτητα.

Ως προς τη διαδικασία δημοσίευσης η δημοσιοποίηση των προνομιακών πληροφοριών γίνεται στην ελληνική γλώσσα²⁰⁷ και καταχωρείται α) στο διαδικτυακό τόπο της οργανωμένης αγοράς αμέσως, β) στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή προκειμένου περί άλλης οργανωμένης αγοράς στο επίσημο δελτίο της και γ) στην ιστοσελίδα που διατηρεί ο εκδότης στο διαδίκτυο. Η δημοσιοποίηση της τελευταίας περίπτωσης (γ) δεν δύναται να γίνεται νωρίτερα

²⁰⁴ J. Kamischke, ό.π., σελ.13 - 14.

²⁰⁵ Στην Οδηγία 2003/124/ ΕΚ γίνεται αναφορά σε ορθολογικό επενδυτή. Βλ. Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 178, υποσημ. 759.

²⁰⁶ Κατά κανόνα η έναρξη μίας διαδικασίας αφερεγγυότητας έχει σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής. Η επίδραση μπορεί να εκδηλωθεί αρνητικά με πτώση της τιμής της μετοχής, αλλά και θετικά, όπως στην περίπτωση του σχεδίου αναδιοργάνωσης, το οποίο ως πληροφορία μπορεί να οδηγήσει και σε άνοδο της τιμής της μετοχής. Βλ. J. Kamischke, ό.π., σελ. 12.

²⁰⁷ Υποχρέωση ταυτόχρονης δημοσιοποίησης στην αγγλική γλώσσα υφίσταται εάν τα χρηματοπιστωτικά μέσα του εκδότη είναι εισηγμένα για διαπραγμάτευση και σε οργανωμένη αγορά που έχει την έδρα της ή λειτουργεί σε άλλο κράτος μέλος (άρθρο 3 παρ. 3 της υπ' αρ. 3/347/12.7.2005 απόφασης του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς).

από την δημοσιοποίηση στο διαδικτυακό τόπο της οργανωμένης αγοράς²⁰⁸ και πρέπει να έχει ταυτόσημο περιεχόμενο με την δημοσιοποίηση που πραγματοποιείται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή στο επίσημο δελτίο άλλης οργανωμένης αγοράς²⁰⁹.

δ) Αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακής πληροφορίας στην πτώχευση

Ένα ζήτημα που προκύπτει στην αφερεγγυότητα μίας εισηγμένης εταιρίας είναι εάν υπάρχει η δυνατότητα να αναβληθεί η υποχρεωτική δημοσιοποίηση της προνομιακής πληροφορίας της πτώχευσης²¹⁰. Το ζήτημα ανακύπτει ιδίως στην περίπτωση που υφίστανται διαπραγματεύσεις ανάμεσα στον οφειλέτη και τους πιστωτές του για τη διερεύνηση δυνατότητας εξωδικαστικού συμβιβασμού, και επομένως δημοσιοποίηση των διαπραγματεύσεων στο ευρύ κοινό θα είχε αρνητική εξέλιξη στη πορεία των διαπραγματεύσεων, διότι θα ενέτεινε το αίσθημα ανασφάλειας στους επενδυτές επηρεάζοντας αρνητικά τη συμπεριφορά τους. Επιπλέον, και για τους ίδιους λόγους, το ερώτημα επεκτείνεται και σε περίπτωση που η αίτηση πτώχευσης έχει συνυποβληθεί με την αίτηση για υπαγωγή στη διαδικασία εξυγίανσης (άρθρο 99 παρ. 3 & 6 ΠτΚ).

Η δυνατότητα αναβολής δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας, σύμφωνα με το άρθρο 11 παρ. 1 Ν. 3340/2005 είναι μία εξαιρετική περίπτωση με προσωρινό χαρακτήρα και μπορεί να δικαιολογηθεί για τη διαφύλαξη νομίμων συμφερόντων του εκδότη, εφόσον με ευθύνη του αυτή παραμένει εμπιστευτική για όσο διάστημα διαρκεί η αναβολή. Στο άρθρο 4 της υπ' αρ. 3/347/12.7.2005²¹¹ απόφασης του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς γίνεται ενδεικτική απαρίθμηση των σχετικών περιπτώσεων²¹², και ιδίως αναφέρεται ότι: «Ειδικότερα, σε περίπτωση σοβαρού και επικείμενου κινδύνου για την χρηματοοικονομική βιωσιμότητα του εκδότη, που δεν εμπίπτει όμως στο πεδίο εφαρμογής της ισχύουσας νομοθεσίας περί αφερεγγυότητας, η δημοσιοποίηση πληροφοριών μπορεί να καθυστερήσει για περιορισμένο χρονικό διάστημα εφόσον η δημοσιοποίηση αυτή ενδέχεται να βλάψει σοβαρά τα συμφέροντα των μετόχων, υπονομεύοντας την ολοκλήρωση ειδικών διαπραγματεύσεων για την εξασφάλιση της μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής ανάκαμψης του εκδότη». Από τη διατύπωση του άρθρου προκύπτει σαφώς η βούληση της υποστήριξης των προσπαθειών ανάκαμψης του εκδότη, ωστόσο δεν μπορεί να

²⁰⁸Οι εκδότες φέρουν την υποχρέωση να διατηρούν ιστοσελίδα στο διαδίκτυο και να εμφανίζουν σε αυτή, για τουλάχιστον έξι (6) μήνες, κάθε προνομιακή πληροφορία, την οποία δημοσιοποιούν χωρίς υπαίτια βραδύτητα (άρθρο 10 παρ. 2 Ν. 3340/2005).

²⁰⁹Άρθρο 3 παρ. 1 της υπ' αρ. 3/347/12.7.2005 απόφασης του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

²¹⁰Βλ. και άρθρο 17 παρ. 5 Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 όπου προβλέπεται αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακής πληροφορίας για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

²¹¹Βλ. και ερμηνευτική εγκύκλιο υπ' αρ. 36/2008 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

²¹²Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση διεξαγωγής διαπραγματεύσεων για την εξαγορά μίας επιχείρησης ή για εταιρικούς μετασχηματισμούς, βλ. Ν. Πιμπλής, Ανώνυμη εταιρεία και κατάχρηση αγοράς: ζητήματα ερμηνείας και πεδίου εφαρμογής των άρθρων 9 έως και 13 του Ν. 3340/2013, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Αθήνα, 2011, σελ. 449 - 452. Βλ. ΔΕΦΑΘ 4092/2011, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

δικαιολογηθεί αυτή να είναι εις βάρος της διαδικασίας αφερεγγυότητας. Συνεπώς για την περίπτωση εξυγίανσης με ταυτόχρονη συνυποβολή αίτησης πτώχευσης (άρθρο 99 παρ. 3 σε συνδ. με άρθρο 5 ΠτΚ) δε χωρεί αναβολή δημοσιοποίησης, γιατί εντάσσεται στη νομοθεσία της αφερεγγυότητας²¹³. Αυτή η δυνατότητα όμως θα μπορούσε να συζητηθεί σε περίπτωση εξωδικαστικού συμβιβασμού οφειλών, για δύο λόγους: Πρώτον, λόγω της μη ένταξής του στις διαδικασίες αφερεγγυότητας, επομένως της μη εφαρμογής του περιορισμού στην συγκεκριμένη περίπτωση. Δεύτερον, λόγω της σημασίας της επιτυχούς έκβασης των διαπραγματεύσεων και αντίστοιχα, λόγω της ενδεχομένης αποτυχίας εξαιτίας της δυνητικής αρνητικής επίδρασης της δημοσιοποίησης της πληροφορίας σε αυτές.

ε) Υπαγωγή

Αναφορικά με το ζήτημα της ανακοίνωσης της πτώχευσης ως προνομιακής πληροφορίας στην περίπτωση της *Hanjin*, μπορεί να υποστηριχθεί ότι η συγκεκριμένη πτώχευση πληρούσε όλα τα απαιτούμενα κριτήρια, ήτοι:

i) Η πληροφορία ήταν συγκεκριμένη: Ως εκτέθηκε ανωτέρω, χρόνος αποκρυστάλλωσης της συνδρομής του στοιχείου του συγκεκριμένου στην περίπτωση της αφερεγγυότητας είναι για τη μεν αίτηση πτώχευσης το χρονικό σημείο της υποβολής της, ενώ για τη δικαστική απόφαση το χρονικό σημείο έκδοσης αυτής. Εν προκειμένω, η πρώτη πληροφορία ήταν η αίτηση για υπαγωγή σε διαδικασία αφερεγγυότητας. Η αίτηση υποβλήθηκε από την εταιρία στο πτωχευτικό δικαστήριο της Σεούλ την 30.08.2016, συνεπώς η πληροφορία αυτή κατέστη συγκεκριμένη την ίδια ημερομηνία, ενώ λίγες ώρες αργότερα αποφασίστηκε η αναστολή διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων της εταιρίας από το Χρηματιστήριο της Σεούλ.

ii) Η πληροφορία δεν ήταν δημοσιοποιημένη: Μέχρι και την ημερομηνία της επίσημης υποβολής της αίτησης ενώπιον του πτωχευτικού δικαστηρίου, η πληροφορία αναφορικά με την αίτηση υπαγωγής σε πτώχευση δεν ήταν δημοσιοποιημένη στο ευρύ κοινό. Παρά το γεγονός ότι είχε προηγηθεί η αποτυχία του σχεδίου αναδιοργάνωσης με τους βασικούς πιστωτές και η εξέλιξη αυτή ήταν γνωστή σε όλους τους ενδιαφερόμενους συναλλασσόμενους με την εταιρία, εντούτοις η πληροφορία της αίτησης καθ' αυτής και συγκεκριμένα ο ακριβής χρόνος υποβολής της, το περιεχόμενο του αιτήματος προς το δικαστήριο και άλλα στοιχεία εξατομίκευσης της πληροφορίας δεν ήταν ευρέως γνωστά. Αναντίρρητα η πληροφορία ήταν γνωστή σε περιορισμένο κύκλο προσώπων, και δη στα πρόσωπα που έλαβαν την απόφαση και μάλιστα

²¹³Βλ. J. Kamischke, ό.π., σελ.47: Η απαλλαγή από το καθήκον πληροφόρησης δικαιολογείται υπό προϋποθέσεις, ιδίως σε περίπτωση διάσωσης της υπόστασης της εταιρίας και εφόσον υπάρχουν ρεαλιστικές προοπτικές αναδιοργάνωσης και κρίνεται ότι εν προκειμένω τα συμφέροντα του οφειλέτη υπερτερούν του συμφέροντος της διαφάνειας στην αγορά.

ταχύτατα μετά την ανακοίνωση των πιστωτών περί μη έγκρισης του προτεινόμενου σχεδίου αναδιοργάνωσης.

iii) Η πληροφορία αφορούσε ένα/περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα της εκδότριας εταιρίας: Η πληροφορία αφορούσε μετοχές και άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα της εταιρίας, εισηγμένα προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο της Σεούλ ως επενδυτικά προϊόντα για ένα μεγάλο κύκλο επενδυτών.

iv) Η δημοσιοποίηση της πληροφορίας είχε δυνητική επίδραση στη συμπεριφορά του μέσου επενδυτή: Η υφιστάμενη επί μακρόν οικονομική δυσπραγία της εταιρίας σε συνδυασμό με τις έννομες συνέπειες της θέσης της σε καθεστώς αφερεγγυότητας, ως αποτέλεσμα της δημοσιοποίησης της αίτησης – πληροφορίας, θα είχαν αρνητική επίδραση στη συμπεριφορά των επενδυτών, η οποία επιβεβαιώθηκε στην πράξη και αντανάκλαστικά με την ανακοίνωση της, όπως εκτέθηκε στο οικείο κεφάλαιο.

Περαιτέρω, αναφορικά με το χρόνο ανακοίνωσης της και την δυνατότητα αναβολής της δημοσιοποίησης, όπως εκτέθηκε ανωτέρω, μέχρι και την ημερομηνία προσφυγής στη δικαστική προστασία η εταιρία βρισκόταν σε συνομιλίες (τονίζεται εξωδικαστικά) με τους πιστωτές για την εξεύρεση λύσης στο θέμα της χρηματοδότησης. Παρά το γεγονός ότι τα συμπτώματα της αφερεγγυότητας ήταν ήδη έκδηλα σε εκείνο το χρονικό σημείο, μέχρι και την επίσημη έναρξη της διαδικασίας αφερεγγυότητας, η εταιρία δεν είχε προβεί σε καμία σχετική ανακοίνωση. Σχετικά με το αν η καθυστέρηση αυτή παραβίαζε την υποχρέωση πληροφόρησης στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς, σημειώνεται ότι δεν στοιχειοθετείται τέτοια παραβίαση, διότι η εταιρία ανακοίνωσε στην κεφαλαιαγορά την πτώχευση την ίδια μέρα που αιτήθηκε τη δικαστική προστασία, χωρίς χρονοτριβή.

6.2.2 Απαγόρευση κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας

α) Προϋποθέσεις - Συνέπειες

Η έννοια της προνομιακής πληροφορίας, πέραν της οριοθέτησης της υποχρέωσης πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού, εξυπηρετεί παράλληλα και τη στοιχειοθέτηση της συμπεριφοράς που χαρακτηρίζεται ως κατάχρηση της προνομιακής πληροφορίας στην κεφαλαιαγορά. Τέτοια είναι η συμπεριφορά προσώπου που έχοντας γνώση της προνομιακής πληροφορίας, λόγω της ιδιότητας του (έχοντας δηλαδή πρόσβαση στην πληροφορία, ως μέτοχος στο κεφάλαιο ή μέλος εταιρικού οργάνου του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου) τη χρησιμοποιεί για να αποκτήσει ή να διαθέσει ή προσπαθώντας να αποκτήσει ή να διαθέσει χρηματοπιστωτικά μέσα, για ίδιο ή ξένο όφελος. Η συμπεριφορά αυτή είναι απαγορευμένη τόσο

σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) 596/2014 (άρθρο 14)²¹⁴ όσο και με τον Ν. 4443/2016 (άρθρα 26 επ.), ο οποίος ενσωμάτωσε στο εθνικό δίκαιο την Οδηγία 2014/57/ΕΕ.

Ειδικότερα, αναφορικά με την έννοια της γνώσης της προνομιακής πληροφορίας σημειώνεται ότι η πληροφορία κρίνεται προνομιακή με τα κριτήρια που εκτέθηκαν ανωτέρω, ενώ ως προς το στοιχείο της γνώσης αυτή κρίνεται στο πρόσωπο που την κατέχει²¹⁵. Σύμφωνα με το ισχύον άρθρο 28 παρ. 2 Ν. 4443/2016 παρατίθεται κατάλογος των προσώπων που θεωρούνται κατά το νόμο κάτοχοι προνομιακής πληροφορίας ήτοι: «α) Κάθε πρόσωπο το οποίο έχει στην κατοχή του προνομιακές πληροφορίες λόγω του ότι αα) είναι μέλος των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων του εκδότη ή συμμετέχων σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής ή αβ) είναι κάτοχος συμμετοχής στο κεφάλαιο του εκδότη ή συμμετέχων σε αγορά δικαιωμάτων εκπομπής ή αγ) έχει πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές κατά την εργασία ή την άσκηση του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του ή αδ) τελεί ή συμμετέχει σε αξιόποινες πράξεις μέσω των οποίων αποκτά προνομιακές πληροφορίες» και «β) Κάθε πρόσωπο το οποίο έχει αποκτήσει προνομιακές πληροφορίες, υπό περιστάσεις διαφορετικές από εκείνες της περίπτωσης α όταν γνωρίζει ότι πρόκειται για προνομιακές πληροφορίες.». Επιπλέον, οι πράξεις απόκτησης ή διάθεσης του χρηματοπιστωτικού μέσου στο οποίο αφορά η προνομιακή πληροφορία πρέπει να γίνονται με τη χρησιμοποίηση της ιδιότητας του προσώπου ως κατόχου προνομιακής πληροφορίας (άρθρο 30 Ν. 4443/2016) και εντός της οργανωμένης αγοράς και κατά συνέπεια εξαιρούνται από αυτές οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές²¹⁶. Περαιτέρω, σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 28 ως άνω άρθρου οι συγκεκριμένες συναλλαγές είναι αξιόποινες όταν «α) η μέση ημερήσια αξία των παράνομων συναλλαγών υπερβαίνει το ποσό των εκατό χιλιάδων (100.000) ευρώ» ή «β) η ημερήσια αξία των παράνομων συναλλαγών υπερβαίνει για συγκεκριμένη ημέρα το ποσό των εκατό πενήντα (150.000) ευρώ.», εισάγονται δηλαδή δύο εναλλακτικά κριτήρια αφενός της μέσης ημερήσιας αξίας των παράνομων συναλλαγών ή της απόλυτης ημερήσιας αξίας αυτών μία συγκεκριμένη ημέρα.

Πέραν των ποινικών κυρώσεων για τη συγκεκριμένη συμπεριφορά (άρθρο 28 παρ. 1, 3, 4 Ν. 4443/2016) δεν αποκλείεται και η αξίωση αποζημίωσης των επενδυτών με εφαρμογή του άρθρου 914 ΑΚ²¹⁷, ενώ υπό την εμβέλεια του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 (άρθρα 30-34) και του άρθρου 23 του καταργηθέντος Ν. 3340/2005 (στο βαθμό που εξακολουθεί να εφαρμόζεται για

²¹⁴ Η ενοποίηση των κανόνων της αντιμετώπισης φαινομένων κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας (*insider trading*) και χειραγώγησης της αγοράς (*market manipulation*) σε επίπεδο ευρωπαϊκής νομοθεσίας στόχο έχει, μεταξύ άλλων, και την άρση στρεβλώσεων στον ανταγωνισμό εξαιτίας αποκλίσεων των εθνικών νομοθεσιών. Βλ. σχετικά Σκέψη 5 Προοίμιο Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014.

²¹⁵ Για το μαχητό και την έκταση του τεκμηρίου της γνώσης που απαιτείται εν προκειμένω βλ. απόφαση Spector (C-45/08 Spector Photo Group NV versus CBFA). Επίσης Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 169-170.

²¹⁶ Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 167.

²¹⁷ Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 201 επ.

μη εισέτι περαιωμένες υποθέσεις που εκκίνησαν πριν την κατάργησή του) προβλέπονται και διοικητικά μέτρα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα νομικά πρόσωπα με τα οποία συνδέονται οι κάτοχοι της προνομιακής πληροφορίας²¹⁸.

β) Υπαγωγή

Η κατάχρηση της προνομιακής πληροφορίας υπήρξε γεγονός και στην περίπτωση της πτώχευσης της υπό εξέταση εταιρίας. Συγκεκριμένα, μετά την επίσημη πτώχευση, η (τέως) πρόεδρος του ΔΣ (*Choi Eun-young*) κατηγορήθηκε εκ των υστέρων για κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας. Το περιστατικό σημειώθηκε λίγο πριν την αποχώρηση της από τη θέση της προέδρου το 2014 και σε μία περίοδο προσπάθειας ανασυγκρότησης του εταιρικού χρέους. Η τέως πρόεδρος του ΔΣ κατηγορήθηκε ότι εκείνη την περίοδο και γνωρίζοντας το σοβαρό ενδεχόμενο επικείμενης πτώχευσης, χρησιμοποιώντας τη θέση που είχε στην εταιρία, εκποίησε μετοχές της εταιρίας κυριότητάς της, αποκομίζοντας περιουσιακό όφελος ύψους 2,7 εκ. δολαρίων²¹⁹. Αποτέλεσμα της ποινικής δίωξης που ασκήθηκε στην *Choi Eun-young* ήταν η επιβολή 18μηνης φυλάκισης στις 8.12.2017 για το αδίκημα της κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας.

6.3 Οργάνωση εισηγμένης πτωχέυσας εταιρίας

Η εταιρία που έχει πτωχέυσει διατηρεί την οργανωτική δομή που είχε πριν την κήρυξη της πτώχευσης²²⁰, ενώ το νομικό πρόσωπο της εταιρίας, που λόγω της πτώχευσης έχει λυθεί (άρθρο 96 παρ. 1 ΠτΚ), εξακολουθεί να υφίσταται μέχρι την περάτωση της πτωχευτικής εκκαθάρισης. Η διατήρηση των εταιρικών οργάνων δεν σημαίνει εντούτοις και τη διατήρηση των εξουσιών που είχαν πριν την κήρυξη σε πτώχευση, καθώς δύναμι της πτωχευτικής απαλλοτρίωσης, ως συνέπεια της κήρυξης της πτώχευσης, καθήκοντα διαχείρισης και διάθεσης της πτωχευτικής περιουσίας αναλαμβάνει ο σύνδικος (άρθρο 17 παρ. 1 εδ. α' ΠτΚ)²²¹. Επομένως, παρατηρείται η ανάγκη συνύπαρξης αφενός των καταστατικών οργάνων της εταιρίας και αφετέρου του διοριζόμενου από το πτωχευτικό δικαστήριο συνδίκου (άρθρο 7 παρ. 1 ΠτΚ). Η συνύπαρξη οριοθετείται καταρχήν από τη διάκριση ανάμεσα στην διοίκηση της πτωχευτικής περιουσίας που αναλαμβάνει ο σύνδικος και στη διοίκηση των ενδοεταιρικών ζητημάτων, που δεν αφορούν το πτωχευτικό δίκαιο, και την αρμοδιότητα για αυτά φέρουν τα εταιρικά όργανα.

²¹⁸ Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 193 επ.

²¹⁹ Πηγή: Ex-Hanjin Shipping chairwoman investigated over insider trading, δημοσιευμένο σε <http://www.bbc.com/news/business-37448574>.

²²⁰ Βλ. άρθρο 96 παρ. 1 εδ. β' ΠτΚ: «Τα όργανα του νομικού προσώπου διατηρούνται».

²²¹ Εξαιρέση στην περίπτωση που το δικαστήριο, υπό προϋποθέσεις, αναθέτει τη διαχείριση και διάθεση της πτωχευτικής περιουσίας στον οφειλέτη, πάντοτε όμως με τη σύμπραξη του συνδίκου (άρθρο 18 παρ. 1 ΠτΚ).

i) Νομική θέση συνδίκου

Η νομική θέση του συνδίκου υπό τη σκοπιά του εταιρικού δικαίου, δηλαδή τη συμμετοχή του στην εσωτερική οργάνωση της εταιρίας και το αν θεωρείται όργανο αυτής ή όχι αμφισβητείται²²². Υπό το πρίσμα του πτωχευτικού δικαίου η θέση του είναι σαφής· Καταρχήν ο σύνδικος είναι *ex lege* όργανο της πτωχευτικής διαδικασίας, θεωρείται δε δημόσιος λειτουργός. Η απάντηση στην νομική θέση του συνδίκου στην οργανωτική δομή της εταιρίας έχει σημασία για την κατανομή αρμοδιοτήτων, καθώς επίσης και σε περίπτωση ανάγκης σύμπραξης του στη λήψη μίας εταιρικής απόφασης, για την ορθότητα/εγκυρότητα αυτής. Περαιτέρω, από το πόρισμα του ελέγχου της σχετικής ανά περίπτωση αρμοδιότητας, προκύπτει αναλόγως και η ευθύνη του απέναντι στον οφειλέτη, δηλαδή εν προκειμένω την εταιρία και τους τρίτους.

6.3.1 Κατανομή αρμοδιοτήτων

Η πτωχευτική περιουσία αποτελεί το καθοριστικό κριτήριο καθορισμού αρμοδιοτήτων²²³, ώστε υποθέσεις που αφορούν την πτωχευτική περιουσία να περιέρχονται στην αρμοδιότητα του συνδίκου²²⁴ και αντίστοιχα, όσες εκφεύγουν, να αφορούν τα εταιρικά όργανα. Εντούτοις, τα όρια δεν είναι πάντα σαφή²²⁵ καθώς υπάρχουν αρμοδιότητες - αποφάσεις που αφορούν μεν ενδοεταιρικά ζητήματα, εξαρτώνται όμως για την υλοποίησή τους από τη πτωχευτική περιουσία²²⁶. Οι σχετικές αρμοδιότητες θα μπορούσαν να διακριθούν σε αποκλειστικές (αφορούν μόνο τα εταιρικά όργανα ή μόνο τον σύνδικο) και συντρέχουσες (αφορούν τη σύμπραξη των εταιρικών οργάνων και του συνδίκου).

α) Αποκλειστικές αρμοδιότητες

i) Σύνδικος

Οι αποκλειστικές αρμοδιότητες του συνδίκου σκιαγραφούνται από τα αποτελέσματα της πτωχευτικής απαλλοτρίωσης και τις εξουσίες που λαμβάνει ως συνέπεια αυτής με βάση το πτωχευτικό και το εταιρικό δίκαιο. Αρχικά, ο σύνδικος καθίσταται το αποκλειστικά αρμόδιο

²²²Βλ. *J. Kamischke*, ό.π., σελ. 97-100. Σύμφωνα με τον *Karsten Schmidt*, ο σύνδικος μπορεί να θεωρηθεί όργανο της εταιρίας με την κατασκευή της *τροποποιημένης οργανικής θεωρίας (modifizierte Organtheorie)*, κατά την οποία η πτώχευση είναι μία μορφή *αναγκαστικής εκκαθάρισης (Zwangsiiquidationsverfahren)*, και ως έννοια είδους σε σχέση με την έννοια γένους της εταιρικής εκκαθάρισης εντάσσεται στο εταιρικό δίκαιο. Συνεπώς και ο σύνδικος είναι όργανο του εταιρικού δικαίου. Αντίθετα, *E. Περάκης*, ό.π., σελ. 322, *M. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 540.

²²³*M. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 543, *E. Περάκης*, ό.π., σελ. 323.

²²⁴*J. Kamischke*, ό.π., σελ. 64.

²²⁵*J. Kamischke*, ό.π., σελ. 128.

²²⁶Εκτός από το κριτήριο που θέτει η πτωχευτική απαλλοτρίωση, εξίσου σημαντικό κριτήριο είναι και ο σκοπός της πτώχευσης, ώστε οι αρμοδιότητες να καθορίζονται *ad hoc* και από αυτό. Βλ. *M. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 544.

όργανο διοίκησης και εκπροσώπησης της πτωχευτικής περιουσίας για τους σκοπούς της πτώχευσης²²⁷.

Επιπλέον, αποφάσεις που αφορούν την εξέλιξη της πτωχευτικής διαδικασίας, όπως είναι για παράδειγμα η μερική (άρθρο 135 ΠτΚ) ή ολική (άρθρο 146 ΠτΚ) εκποίηση της επιχείρησης²²⁸ και η μεταβίβαση της επιχείρησης με την αναγκαία για το σκοπό αυτό συµμεταβίβαση των διοικητικών αδειών αυτής (άρθρο 141 ΠτΚ), διενεργούνται από το σύνδικο καθώς αποτελούν έκφανση της αυτονομίας των πιστωτών, το συµφέρον των οποίων διασφαλίζει η ύπαρξη του συνδίκου²²⁹. Αρμοδιότητά του είναι επίσης η τήρηση των λογιστικών και εµπορικών βιβλίων της εταιρίας, όπως επίσης και η εκπόνηση των ετήσιων οικονοµικών καταστάσεων²³⁰. Παράλληλα, υφίσταται και η υποχρέωση του συνδίκου να καταγράψει το ενεργητικό και παθητικό της περιουσίας. Αποφάσεις που ανήκουν στο ΔΣ ή τη ΓΣ και οι οποίες έχουν αντίκτυπο στην οικονοµική κατάσταση της εταιρίας (εταιρικοί µετασχηµατισµοί²³¹, µείωση εταιρικού κεφαλαίου²³², διάθεση ετησίων κερδών ή αποθεµατικών)²³³. Αποκλειστική αρµοδιότητα του συνδίκου υποστηρίζεται ότι συντρέχει και αν η εταιρία πτωχεύσει σε στάδιο εκκαθάρισης²³⁴.

ii) Διοικητικό Συμβούλιο - Γενική Συνέλευση

Το διοικητικό συµβούλιο έχει την αποκλειστική αρµοδιότητα να ασκήσει όλες τις εξουσίες που το πτωχευτικό δίκαιο απονέµει στον οφειλέτη - νοµικό πρόσωπο και είναι αρµόδιο για τη διοίκηση της περιουσίας που δεν υπάγεται στην πτώχευση²³⁵. Η δράση του ΔΣ συναρτάται µε τον σκοπό της πτώχευσης ο οποίος έχει µεταβληθεί²³⁶, προς την εξυπηρέτηση πλέον του συµφέροντος των πιστωτών. Στο πλαίσιο αυτό εντάσσεται και η υποχρέωση πληροφόρησης βάσει του άρθρου 20 ΠτΚ. Αντίστοιχα προσαρµόζεται και η υποχρέωση επιµέλειας και πίστης προς το νοµικό πρόσωπο της εταιρίας. Το ΔΣ είναι αρµόδιο να εκπροσωπεί την εταιρία σε

²²⁷ J. Kamischke, ό.π., σελ. 106.

²²⁸ Όµως, οι εξαγορές των άρθρων 49^α, 49^β, 49^γ Ν. 2190/1920 δεν εµποδίζονται. Βλ. Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 324 υποσηµ. 35, Ι. Βενιέρης, Η εξαγορά µετοχών της µειοψηφίας στην α.ε., Αθήνα, 2009, σελ. 60.

²²⁹ Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 555.

²³⁰ Η αρµοδιότητα ανήκει στο ΔΣ (άρθρο 42^α Ν. 2190/1920). Γίνεται δεκτό ότι δεν απαιτείται ούτε απόφαση της ΓΣ. Βλ. Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 555.

²³¹ Διαρθρωτικές αλλαγές είναι επιτρεπτές µόνο αν είναι σύµφωνες µε το σκοπό της αναδιοργάνωσης. Βλ. Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 555, Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 324.

²³² Η αύξηση παραµένει αρµοδιότητα της ΓΣ (άρθρο 123 παρ. 2 ΠτΚ).

²³³ Βλ. Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 555.

²³⁴ Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 554. Σπάνια περίπτωση. Οι αρµοδιότητες του εκκαθαριστή υποκαθίστανται πλήρως από την αρµοδιότητα του συνδίκου και επανέρχονται µετά τη λήξη της διαδικασίας εφόσον δεν υπάρχει απόφαση της ΓΣ για αναβίωση της εταιρίας και υφίσταται αδιανέμητη περιουσία, οπότε συνεχίζεται η εκκαθάριση για την οποία αρµόδιος είναι µόνο ο εκκαθαριστής. Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 322, Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 555.

²³⁵ Εάν γίνει δεκτή η ύπαρξη µεταπτωχευτικής περιουσίας στην εταιρική πτώχευση. Συσταλτική ερµηνεία άρθρου 16 παρ. 5 ΠτΚ.

²³⁶ Βλ. Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 558, Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 322.

αγωγές κατά του κύρους των αποφάσεων της ΓΣ (άρθρα 35^α - 35^β Ν. 2190/1920)²³⁷. Αποκλειστική αρμοδιότητα να συγκαλέσει ΓΣ, εκτός αν αυτή η αρμοδιότητα έχει ανατεθεί ρητά στο σύνδικο από το πτωχευτικό δικαστήριο²³⁸. Τα μέλη του ΔΣ μπορούν να παραιτηθούν χωρίς απόφαση του συνδίκου, ενώ αν παραιτηθούν όλα τα μέλη του ΔΣ, ο σύνδικος δεν υπεισέρχεται στη θέση του αλλά χωρεί διορισμός προσωρινής διοίκησης από το δικαστήριο²³⁹. Στις αποκλειστικές αρμοδιότητες της ΓΣ συμπεριλαμβάνονται τροποποιήσεις καταστατικού²⁴⁰ και διορισμός μελών ΔΣ²⁴¹, όπως επίσης και η αναβίωση της εταιρίας²⁴².

β) Συντρέχουσες αρμοδιότητες

Ανήκουν από κοινού στο σύνδικο και τα εταιρικά όργανα²⁴³. Συντρέχουσα αρμοδιότητα των εταιρικών οργάνων στην αποκλειστική αρμοδιότητα του συνδίκου λόγω ιδιαιτερότητας εταιρικών πράξεων οι οποίες εντοπίζονται ανάμεσα σε εταιρικό και πτωχευτικό δίκαιο. Ενδεικτικά αναφέρονται οι ακόλουθες εταιρικές πράξεις για τις οποίες θεωρείται ότι υπάρχει συντρέχουσα αρμοδιότητα εταιρικών οργάνων και συνδίκου: έκδοση δεσμευμένων ονομαστικών μετοχών²⁴⁴, εκπροσώπηση εταιρίας σε αγωγές με αντικείμενο τη διαπίστωση της ακυρότητας ή την ακύρωση των αποφάσεων της ΓΣ²⁴⁵, σύγκληση ΓΣ²⁴⁶, παραίτηση μελών ΔΣ και διορισμός προσωρινής διοίκησης²⁴⁷ είναι ορισμένες από αυτές.

γ) Συνέπειες

ι) Κύρος πράξεων

Η πρακτική σημασία της κατάφασης και οριοθέτησης της αρμοδιότητας του συνδίκου και των εταιρικών οργάνων στην πτώχευση αφορά, σε πρώτο επίπεδο, το κύρος των σχετικών αποφάσεων. Στο βαθμό που ο σύνδικος ασκεί καθ' υπέρβαση των ορίων της αρμοδιότητάς του,

²³⁷ Η εταιρία εκπροσωπείται από τον σύνδικο εάν η προσβαλλόμενη απόφαση αφορά άμεσα ή έμμεσα την πτωχευτική περιουσία και μάλιστα με αποκλειστική αρμοδιότητα. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρία μέσω του διοικητικού συμβουλίου έχει δικαίωμα να ασκήσει κύρια παρέμβαση υπέρ του συνδίκου (άρθρο 17 παρ.4 εδ. γ' ΠτΚ) βλ. *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ.559.

²³⁸ *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ 559, υποσημ. 121.

²³⁹ *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 558, υποσημ. 117: «Σε περίπτωση ύπαρξης ενός μόνο μέλους ΔΣ, χωρεί εφαρμογή του άρθρου 18 παρ. 9 Ν. 2190/1920», σελ. 559.

²⁴⁰ Όχι αλλαγή εταιρικής επωνυμίας και διακριτικού τίτλου, εκτός εάν υπάρχει έγκριση συνδίκου, εφόσον αυτά αφορούν πτωχευτική περιουσία. Μετά την εκποίηση δεν ισχύει αυτή η προϋπόθεση.

²⁴¹ Υποκείμενη σχέση στον διορισμό μελών: Αν σχέση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών, τότε επειδή η αξίωση αμοιβής βαρύνει την πτωχευτική περιουσία ο σύνδικος μπορεί να καταγγείλει, ενώ αυτό δεν είναι εφικτό σε περίπτωση σχέσης εξαρτημένης εργασίας. *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 560.

²⁴² *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 561-562.

²⁴³ *J. Kamischke*, ό.π., σελ. 65.

²⁴⁴ *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 549 έπ..

²⁴⁵ *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 556.

²⁴⁶ *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 556.

²⁴⁷ *Μ. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 557.

τις εξουσίες των εταιρικών οργάνων, οι πράξεις του θεωρούνται άκυρες²⁴⁸. Αντίστοιχα, όσον αφορά στα εταιρικά όργανα, ιδίως για το ΔΣ, για πράξεις διοίκησης - διαχείρισης, μετά την πτωχευτική απαλλοτρίωση οι σχετικές πράξεις δεν είναι αυτοδικαίως άκυρες, αλλά ανενεργείς²⁴⁹ (άρθρο 17 παρ. 1 εδ. β' ΠτΚ).

ii) Ευθύνη έναντι τρίτων και εταιρίας

Η αρμοδιότητα συνδέεται επίσης με την ανάληψη ευθύνης. Για τις αξιώσεις αποζημίωσης που απορρέουν από την άσκηση των καθηκόντων του ως όργανο της πτώχευσης, ο σύνδικος ευθύνεται έναντι των πιστωτών και του οφειλέτη (άρθρο 80 ΠτΚ). Αντίστοιχη ευθύνη υπέχουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου έναντι των πιστωτών για παρέλκυση (άρθρο 98 παρ. 1 ΠτΚ) ή πρόκληση της πτώχευσης (άρθρο 98 παρ. 2 ΠτΚ). Περαιτέρω, έχει τεθεί το ζήτημα της αναλογικής εφαρμογής του κανόνα της εύλογης επιχειρηματικής κρίσεως του ΔΣ (*business judgement rule*) όσον αφορά τη διαχείριση της εταιρικής περιουσίας από το σύνδικο ως όργανο διοίκησης, σε αντιστοιχία με τον κανόνα που ισχύει για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου (άρθρο 22^α παρ. 2 Ν. 2190/1920)²⁵⁰.

6.3.2 Αρμοδιότητες επί των υποχρεώσεων στην κεφαλαιαγορά

Η εκπλήρωση των υποχρεώσεων της κεφαλαιαγοράς είναι και το σημείο όπου η οριοθέτηση των αρμοδιοτήτων και ο χαρακτηρισμός της νομικής θέσης του συνδίκου λαμβάνει τη μεγαλύτερη σημασία²⁵¹ στο πλαίσιο εξέτασης του θέματος της παρούσης.

α) Υποχρέωση πληροφόρησης

Σχετικά με την τήρηση της υποχρέωσης πληροφόρησης οι απόψεις διίστανται σχετικά με την αποκλειστική/συντρέχουσα αρμοδιότητα των εταιρικών οργάνων ή/και του συνδίκου. Ένα κριτήριο διάκρισης που υποστηρίζεται στη θεωρία είναι και σε αυτή την περίπτωση η σχέση της υποχρέωσης με την πτωχευτική περιουσία. Υποστηρίζεται ότι στο βαθμό που η τήρηση της υποχρέωσης πληροφόρησης συνεπάγεται έξοδα που επιβαρύνουν την πτωχευτική περιουσία, η αρμοδιότητα ανήκει στο σύνδικο²⁵². Συγκεκριμένα ενώ η τήρηση των υποχρεώσεων καθ αυτών δεν σχετίζεται με την πτωχευτική περιουσία και επομένως ως ουδέτερη ανήκει στο ΔΣ,

²⁴⁸ Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 567.

²⁴⁹ Ε. Περάκης, ό.π., σελ. 195.

²⁵⁰ Βλ. σχετικά Μ. Μαρίνος, Ζητήματα εφαρμογής του κανόνα της επιχειρηματικής κρίσεως (*business judgement rule*) στο εταιρικό και το πτωχευτικό δίκαιο, ΔΕΕ 6/2009, σελ. 659-660. Επίσης, Α. Οικονόμου, Προφύλαξη από την αφερεγγυότητα, διαχείριση κινδύνων και εταιρική διακυβέρνηση, σε «Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας», 23^ο ΠΣΕΔ, Αθήνα, 2014, σελ. 57 επ..

²⁵¹ J. Kamischke, ό.π., σελ. 60-61: Κατά την κρατούσα άποψη (*λειτουργική θεωρία, Amtstheorie*) ο σύνδικος δεν υπέχει τις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου, όπως η πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Κατά τη μη κρατούσα άποψη (*τροποποιημένη οργανική θεωρία, modifizierte Organtheorie*) ο σύνδικος υπέχει τις αρμοδιότητες του ΔΣ στο πλαίσιο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

²⁵² Αντίθετα, βλ. J. Kamischke, ό.π., σελ. 77-79.

εντούτοις τα έξοδα για τη δημοσίευση επιβαρύνουν την πτωχευτική περιουσία²⁵³ και επομένως θεμελιώνεται και αρμοδιότητα του συνδίκου, ως έχοντος την ευθύνη για την περιουσία, και για τον επιπρόσθετο λόγο ότι έχει την πληρέστερη εικόνα για την κατάσταση της περιουσίας και συνεπώς είναι σε θέση να πληροφορήσει τους επενδυτές²⁵⁴. Εντούτοις, διατυπώνεται η άποψη ότι το κόστος που συνεπάγεται μία υποχρέωση δεν είναι αναγκαίο και ικανό κριτήριο για τη θεμελίωση της αντίστοιχης αρμοδιότητας²⁵⁵. Περαιτέρω υποστηρίζεται ότι ο σύνδικος φέρει την αρμοδιότητα ανεξάρτητα με το αν φέρει και το κόστος για την εκπλήρωσή της, αλλά και μόνο διότι ανήκει στα όργανα της εταιρίας, σύμφωνα με τη σχετικοποιημένη οργανική θεωρία²⁵⁶.

Από την άλλη μεριά, κατά την κρατούσα άποψη, ο σύνδικος δεν έχει τη σχετική αρμοδιότητα, λόγω της ιδιότητάς του ως εξωεταιρικού παράγοντα, και συνεπώς μόνο²⁵⁷ αρμόδιο για το συγκεκριμένο ζήτημα τίθεται το ΔΣ²⁵⁸. Επιπλέον, δεν υπάρχει ρητή νομοθετική πρόβλεψη για την ανάληψη των σχετικών καθηκόντων από τον σύνδικο²⁵⁹. Ωστόσο, σε αυτή την περίπτωση η οποία προκύπτει και από το θετό δίκαιο, παρατηρείται η ανασφάλεια δικαίου που κυριαρχεί από τη διάκριση των αρμοδιοτήτων ανάμεσα σε σύνδικο και ΔΣ²⁶⁰.

Η πρακτική σημασία του ζητήματος αφορά τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης των αρμοδιοτήτων λόγω της ασάφειας της κατανομής ανάμεσα σε ΔΣ και σύνδικο²⁶¹. Συγκεκριμένα η περίπτωση της έλλειψης επαρκούς αριθμού μελών στο ΔΣ και η εξάρτηση των εξόδων από κονδύλια της πτωχευτικής περιουσίας, μπορούν να παρακωλύσουν την εκπλήρωση της υποχρέωσης εις βάρος των συμφερόντων επενδυτών και της κεφαλαιαγοράς, και μακροπρόθεσμα της ίδιας της εταιρίας.

Από τα ανωτέρω και λόγω έλλειψης σχετικών νομοθετικών προβλέψεων κρίνεται προσφορότερη η σύμπραξη ΔΣ και συνδίκου για την εν λόγω υποχρέωση.

²⁵³Σχετικά με την ύπαρξη εξωπτωχευτικής περιουσίας στα νομικά πρόσωπα και εν προκειμένω στις εισηγμένες εταιρίες, προκειμένου να θεωρηθεί ότι από αυτή θα ικανοποιηθούν οι υποχρεώσεις της κεφαλαιαγοράς, η θεωρία είναι επιφυλακτική: Βλ. *J. Kamischke*, ό.π., σελ. 73, υποσημ. 339.

²⁵⁴*M. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 564, *J. Kamischke*, ό.π., σελ. 83.

²⁵⁵*J. Kamischke*, ό.π., σελ. 74.

²⁵⁶Η αντίληψη του συνδίκου ως αντιπροσώπου του οφειλέτη που εκτοπίζει τα εταιρικά όργανα, *J. Kamischke*, ό.π., σελ. 107 έπ., σελ. 142-143.

²⁵⁷*J. Kamischke*, ό.π., σελ. 119-122: Στην περίπτωση ίδιας διαχείρισης από οφειλέτη, μόνο αρμόδιο για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων καθίσταται το ΔΣ. Ωστόσο, πλέον ο οφειλέτης ενεργεί για τους σκοπούς του πτωχευτικού δικαίου *M. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 566. Στην περίπτωση προσωρινής διοίκησης οι αρμοδιότητες ορίζονται από το πτωχευτικό δικαστήριο. Βλ. *J. Kamischke*, ό.π., σελ. 118-119, σελ. 122.

²⁵⁸*J. Kamischke*, ό.π., σελ. 79, σελ. 91.

²⁵⁹*M. Μαρίνος*, ό.π., σελ. 564.

²⁶⁰*J. Kamischke*, ό.π., σελ. 84-85. Ο συγγραφέας υποστηρίζει ότι ο διαχωρισμός ανάμεσα στο ΔΣ που φέρει την αρμοδιότητα και τον σύνδικο ο οποίος έχει την ευθύνη της περιουσίας για την οποία γίνεται η πληροφόρηση μπορεί να οδηγήσει στην αναποτελεσματική λύση να μην εκπληρωθεί καν η υποχρέωση όταν π.χ. υπάρχει ένα ΔΣ μη συνεργάσιμο με το σύνδικο.

²⁶¹*J. Kamischke*, ό.π., σελ. 87-89.

β) Απόφαση εκούσιας εξόδου από κεφαλαιαγορά (hot delisting)

Πέραν της υποχρέωσης πληροφόρησης, ένα άλλο θέμα που άπτεται του προβληματισμού στη σχέση δικαίου κεφαλαιαγοράς και δικαίου πτώχευσης είναι η θέση του συνδίκου ως προς την απόφαση εξόδου από την κεφαλαιαγορά με πρωτοβουλία της εταιρείας (*hot delisting*). Όπως έχει εκτεθεί ανωτέρω, η απόφαση για την εκούσια έξοδο ανήκει στη ΓΣ η οποία αποφασίζει με πλειοψηφία 95%. Η θέση του συνδίκου σε αυτή την περίπτωση κρίνεται κατά μία γνώμη αναγκαία τουλάχιστον ως συντρέχουσα αρμοδιότητα²⁶², λόγω αφενός της οικονομικής επιβάρυνσης πτωχευτικής περιουσίας, αφετέρου λόγω της σχέσης του με την εταιρική περιουσία και την εικόνα που κατέχει για την κατάστασή της. Κατ' άλλη γνώμη, ούτε η λειτουργική θέση του συνδίκου ούτε η επιβάρυνση της πτωχευτικής περιουσίας με τα έξοδα της διαδικασίας δεν μπορούν να δικαιολογήσουν αρμοδιότητα του συνδίκου για την υποβολή της αίτησης, αλλά αυτή αφορά αποκλειστικά το ΔΣ²⁶³. Τέλος, υποστηρίζεται η άποψη ότι η αρμοδιότητα για τη λήψη της απόφασης για την έξοδο από την κεφαλαιαγορά ανήκει στον σύνδικο και όχι στη ΓΣ, με το σκεπτικό ότι συγκεντρώνει όλες τις αρμοδιότητες που αφορούν αποφάσεις με επιπτώσεις στην πτωχευτική περιουσία η οποία ενισχύεται από το γεγονός ότι η παραμονή μιας αφερέγγυας εταιρείας στην κεφαλαιαγορά συνεπάγεται την επιβάρυνσή της με επιπλέον έξοδα²⁶⁴.

6.4 Συνέπειες πτώχευσης για τις μετοχές της εταιρείας στην κεφαλαιαγορά

Η κήρυξη της πτώχευσης έχει επιπτώσεις στις μετοχές της εταιρείας που βρίσκονται υπό διαπραγμάτευση στην κεφαλαιαγορά. Δεδομένης της σημασίας διασφάλισης των συμφερόντων της ομαλής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και του συμφέροντος των επενδυτών, τα μέτρα που λαμβάνει η κεφαλαιαγορά βρίσκονται σε διαβάθμιση έντασης και συνεπειών, ανάλογα και με το στάδιο της πτωχευτικής διαδικασίας. Ξεκινώντας από το ηπιότερο και καταλήγοντας στο απώτατο, η κεφαλαιαγορά μπορεί να θέσει αρχικά τις μετοχές της αφερέγγυας εταιρείας υπό ειδικό καθεστώς διαπραγμάτευσης. Στη συνέχεια και λόγω μεγαλύτερης βαρύτητας συνεπειών στις συναλλαγές, μπορεί να αποφασιστεί η αναστολή διαπραγμάτευσης μετοχών. Σε τελικό στάδιο λαμβάνεται η απόφαση για τη διαγραφή των μετοχών από το χρηματιστήριο.

6.4.1 Κατηγορία Επιτήρησης ΧΑ

Σύμφωνα με τον Κανονισμό ΧΑ (παρ. 3.1.2.4 περ. δ') σε περίπτωση κατάθεσης αίτησης για υπαγωγή σε προπτωχευτική διαδικασία αφερεγγυότητας, οι μετοχές της εταιρείας που έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση στο ΧΑ, τίθενται στην Κατηγορία Επιτήρησης. Συνέπεια της

²⁶² Μ. Μαρίνος, ό.π., σελ. 565.

²⁶³ J. Kamischke, ό.π., σελ. 85-87.

²⁶⁴ J. Kamischke, ό.π., σελ. 172-173.

ένταξης σε αυτή την κατηγορία είναι η περιορισμένη διάρκεια²⁶⁵ και το ειδικό καθεστώς διαπραγμάτευσης, ώστε να είναι εύληπτη στους επενδυτές η οικονομική αστάθεια της εταιρίας²⁶⁶.

6.4.2 Αναστολή διαπραγμάτευσης

Σύμφωνα με το άρθρο 17 παρ. 1 Ν. 3371/2005, το χρηματιστήριο μπορεί να αναστείλει τη διαπραγμάτευση κινητής αξίας όταν δεν διασφαλίζεται ή απειλείται προσωρινά η ομαλή λειτουργία της αγοράς ή όταν αυτό το μέτρο επιβάλλεται για λόγους προστασίας των επενδυτών²⁶⁷. Το μέτρο λαμβάνεται κατά τη διακριτική ευχέρεια του Προέδρου του ΔΣ ΧΑ²⁶⁸ και υποχρεωτικά, αν υποβληθεί σχετικό προς τούτο αίτημα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η αναστολή επιφέρει προσωρινή αδυναμία διαπραγμάτευσης της μετοχής ή άλλης κινητής αξίας²⁶⁹.

Οι συγκεκριμένοι λόγοι που επιβάλλουν το μέτρο της αναστολής δεν εξειδικεύονται στο νόμο ή στον Κανονισμό ΧΑ, αλλά έχουν διαπλαστεί από τη θεωρία με κριτήριο τη δυνατότητα να επιφέρουν τις ανωτέρω συνέπειες²⁷⁰. Ενδεικτικά, η μη εκπλήρωση ληξιπρόθεσμων οφειλών της εταιρίας προς τρίτους δανειστές και η αδυναμία να παράσχει ακριβή οικονομικά στοιχεία για την οικονομική της κατάσταση μπορεί να δικαιολογήσει το μέτρο της αναστολής²⁷¹. Σε αυτή την περίπτωση μπορεί να ενταχθεί και η περίπτωση εταιριών οι οποίες βρίσκονται κοντά στην κήρυξη της πτώχευσης.

6.4.3 Διαγραφή μετοχών-Έξοδος από το χρηματιστήριο

Η πτώχευση μπορεί να επιφέρει τη διαγραφή του χρηματοπιστωτικού μέσου από την αγορά είτε ως κυρωτικό μέτρο από τις εποπτικές αρχές είτε με οικειοθελή απόφαση εξόδου από την ίδια την εταιρία.

²⁶⁵Σύμφωνα με το Χρονισμό Αγορών του ΧΑ σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα κατά τις ώρες διαπραγμάτευσης. Βλ. ισχύοντα τον Απρίλιο 2017 (http://www.helex.gr/documents/10180/2260024/CASH+Markets+Schedule_+2017+ver+1.01/5bd4b4b6-dde5-4f1f-903d-cb1410f05360).

²⁶⁶Ν. Πιμπλής, Η χρηματοδότηση της αφερέγγυας επιχείρησης γενικά και το πρόβλημα των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο, σε «Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας», 23^ο ΠΣΕΔ, Αθήνα, 2014, σελ. 232.

²⁶⁷Τα κριτήρια της προστασίας της αγοράς και των επενδυτών λαμβάνονται υπόψη συνδυαστικά. Βλ. σχετικά Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 264.

²⁶⁸ΣτΕ 4993/1996, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

²⁶⁹ΣτΕ 4993/1996, ό.π..

²⁷⁰Βλ. Χ. Γκόρτσος κ.ά., σελ. 356-357, Δ. Αυγητίδης, ό.π., σελ. 263-264.

²⁷¹Χ. Γκόρτσος κ.ά., ό.π., σελ. 356.

α) Κυρωτικό μέτρο-Ακούσια έξοδος

Στην περίπτωση της διαγραφής ως κυρωτικού μέτρου (ακούσια έξοδος), αυτή επιβάλλεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αυτεπαγγέλτως ή κατόπιν αιτήματος από το ΧΑ (άρθρο 17 παρ. 3 Ν. 3371/2005) ή απευθείας από το ΔΣ του ΧΑ²⁷², ως διαχειριστή της αγοράς (άρθρο 46 παρ. 1 Ν. 3606/2007). Τη διαγραφή δικαιολογεί ιδίως η αβεβαιότητα για τη συνέχιση της δραστηριότητας του εκδότη καθίσταται μη αναστρέψιμη ή δεν διασφαλίζεται ή απειλείται οριστικά η ομαλή διαπραγμάτευση²⁷³. Αντίθετα με την αναστολή, το μέτρο της διαγραφής επιφέρει οριστική διακοπή της διαπραγμάτευσης της κινητής αξίας και, για αυτό το λόγο, η λήψη του απαιτεί στάθμιση των συμφερόντων που σκοπεύει να προστατεύσει σε σχέση με τις συνέπειες που επιφέρει η διαγραφή στην κεφαλαιαγορά²⁷⁴.

Η πτώχευση της εταιρίας συγκαταλέγεται ρητά στους (ενδεικτικούς) λόγους (άρθρο 17 παρ. 3 Ν. 3371/2005) που επιβάλλουν²⁷⁵ τη διαγραφή ως μέσο κύρωσης στο ΧΑ²⁷⁶.

β) Απόφαση της εταιρίας-Εκούσια έξοδος

Η διαγραφή ως αποτέλεσμα εκουσίας εξόδου από την κεφαλαιαγορά (*delisting*) μπορεί να λάβει χώρα είτε έμμεσα μέσω εταιρικών μετασχηματισμών (*cold delisting*) είτε με την εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 17 παρ. 5 Ν. 3371/2005 (*hot delisting*).

Ανάμεσα στους λόγους που δικαιολογούν την εκούσια έξοδο από την κεφαλαιαγορά και συνδέονται με τη στάθμιση των οικονομικής φύσης συμφερόντων σχετικά με την παραμονή ή την αποχώρηση από την κεφαλαιαγορά²⁷⁷, ανήκει και η απαλλαγή από το κόστος που

²⁷²Για την κατάφαση αρμοδιότητας στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή το ΧΑ αντίστοιχα, υποστηρίζεται, ότι το ΧΑ είναι μεν αρμόδιο για τις περιπτώσεις παραβίασης των ειδικότερων κανόνων που τίθενται από τον Κανονισμό του, ωστόσο η αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν πρέπει να αποκλεισθεί για αυτό το λόγο σε γενικότερες περιπτώσεις. Βλ. Δ. Αυγητίδη, ό.π., σελ. 250.

²⁷³Κανονισμός ΧΑ §2.6.12, ΔΕΦΑΘ 69/2010, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ, ΔΕΦΑΘ 1019/2010, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

²⁷⁴Βλ. Δ. Αυγητίδη, ό.π., σελ. 251.

²⁷⁵Λόγω των συνεπειών της διαγραφής, η σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή το ΧΑ ως διαχειριστής αγοράς έχουν διακριτική ευχέρεια («μπορεί») για την επιβολή του μέτρου, το οποίο επιβάλλεται με γνώμονα την προστασία των συμφερόντων της κεφαλαιαγοράς. Υπό το προγενέστερο νομοθετικό καθεστώς (άρθρο 2 παρ. 5 εδ. 1 περ. γ' Α.Ν. 148/1967: «Η διαγραφή εταιρίας από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών γίνεται από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, [...] γ) Εάν η εταιρία κηρυχθεί σε κατάσταση πτωχεύσεως ή τεθεί υπό εκκαθάριση.»), παρά την ουδέτερη χροιά της λέξης «γίνεται», είχε υποστηριχθεί η δέσμια αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να προβεί στη διαγραφή μετοχών εισηγμένης εταιρίας που είχε κηρυχθεί σε πτώχευση. Βλ. σχετικά Γ. Σωτηρόπουλο, ό.π., σελ. 197, 203.

²⁷⁶Αντίστοιχα για το NYSE, η αίτηση πτώχευσης ή η ανακοίνωση της πρόθεσης να γίνει αίτηση πτώχευσης αποτελεί εξίσου αποφασιστικό κριτήριο για την επιβολή του μέτρου της διαγραφής (NYSE, sec. 802.01[D]). Βλ. J. Macey et al., Downand out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process, 51, J.L. & Econ., 2008, σελ. 687. Στατιστικά, η πτώχευση αποτελεί τον τρίτο κατά σειρά για την ακούσια έξοδο της εταιρίας από το NYSE. Βλ. A. Charitou et al., Journal of Accounting and Public Policy, 26, 2007, σελ. 253.

²⁷⁷Γ. Σωτηρόπουλος, ό.π., σελ. 198, Ν. Βερβεσός, Έξοδος από το χρηματιστήριο της εταιρίας (Delisting) ή των μετοχών, σε «Ανώνυμη Εταιρεία και Κεφαλαιαγορά. Η προστασία του επενδυτή.», 11^ο ΠΣΕΔ, Αθήνα, 2002, σελ. 413 επ..

συνεπάγεται η τήρηση των υποχρεώσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς²⁷⁸. Ιδίως στην περίπτωση της πτώχευσης τα συγκεκριμένα έξοδα, επιβαρύνουν σημαντικά την πτωχευτική περιουσία. Επιπλέον, και σε σχέση με τους σκοπούς της πτωχευτικής διαδικασίας, η εκούσια διαγραφή από την κεφαλαιαγορά μπορεί να δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για μία ελκυστική εξαγορά από έναν υποψήφιο επενδυτή και την εξεύρεση μίας πηγής χρηματοδότησης της εταιρίας²⁷⁹.

6.4.4 Άρση συνεπειών

Αναφορικά με τα ανωτέρω μέτρα που λαμβάνονται από την κεφαλαιαγορά για τους λόγους που αναφέρθηκαν ανωτέρω, μπορεί να υποστηριχθεί ότι σε περίπτωση εξάλειψης των λόγων που συνέβαλαν στην επιβολή τους, τα μέτρα αίρονται.

Συγκεκριμένα, στην περίπτωση της θέσης σε κατηγορία επιτήρησης, οι μετοχές μπορούν να επανενταχθούν στην κανονική κατηγορία διαπραγμάτευσης εφόσον ολοκληρωθεί η διαδικασία εξυγίανσης και η επιχείρηση συνεχίσει τη λειτουργία της.

Το ίδιο μπορεί να υποστηριχθεί και για την περίπτωση της αναστολής διαπραγμάτευσης. Σε περίπτωση που δεν υφίστανται πλέον οι λόγοι για τους οποίους επιβλήθηκε, με απόφαση του ΧΑ οι μετοχές μπορούν να τεθούν ξανά σε καθεστώς διαπραγμάτευσης στην οργανωμένη αγορά²⁸⁰.

Αντίθετα, στην περίπτωση της διαγραφής, λόγω του οριστικού χαρακτήρα του μέτρου, δεν μπορεί να ισχύσει το ίδιο. Οι μετοχές της εταιρίας βρίσκονται πλέον εκτός της χρηματιστηριακής αγοράς. Επομένως για την επανένταξή τους στην αγορά, πρέπει η εταιρία να ακολουθήσει ξανά όλες τις προβλεπόμενες διαδικασίες για την εκ νέου εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση²⁸¹. Με την περάτωση της πτώχευσης, η μόνη δυνατότητα να συμβεί αυτό είναι κατά την εκκαθάριση της εταιρίας και εφόσον ληφθεί απόφαση για την αναβίωση της εταιρίας²⁸².

6.4.5 Υπαγωγή

Και σε αυτή την περίπτωση η πτώχευση της *Hanjin* εμφάνισε αντίστοιχα στάδια εξόδου. Όπως εκτέθηκε, η ανακοίνωση της υπαγωγής σε διαδικασία αναδιοργάνωσης επέφερε την απόφαση της κορεατικής επιτροπής κεφαλαιαγοράς για αναστολή διαπραγμάτευσης της μετοχής. Στη

²⁷⁸ Ν. Βερβεσός, ό.π., σελ. 418.

²⁷⁹ Για τους λόγους που θα οδηγούσαν σε μια τέτοια επένδυση βλ. Ν. Βερβεσός, ό.π., σελ. 414-415.

²⁸⁰ Χ. Γκόρτσος, Π. Σταϊκούρας, Χ. Λιβαδά, *Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, Ελληνική Ένωση Τραπεζών*, 2009, σελ. 357.

²⁸¹ Χ. Γκόρτσος κ.ά., ό.π., σελ. 358.

²⁸² Βλ. ανωτέρω υποσημ. 242.

συνέχεια, η οριστικοποίηση της πτώχευσης και η ρευστοποίηση της περιουσίας που ακολούθησε, επέφεραν την τελική έξοδο από την κεφαλαιαγορά.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία αποτέλεσε αφορμή πολλαπλών ερεθισμάτων για προβληματισμό και μελέτη. Από τα όσα έγινε προσπάθεια να αναπτυχθούν κατά το δυνατόν πληρέστερα ανωτέρω, τα βασικά σημεία μπορούν να συνοψισθούν ως εξής, κατά την άποψη της συγγραφέως:

Πρώτον, η μελέτη και κατανόηση των ιδιόμορφων σχέσεων και θεσμών του ναυτικού δικαίου απαιτεί ταυτόχρονη κατανόηση της λειτουργίας της οικονομίας της οικείας αγοράς. Η μελέτη της πτώχευσης της *Hanjin* από οικονομική σκοπιά, διασαφήνισε την ύπαρξη σημείων πρακτικού ενδιαφέροντος, η θεωρητική απομόνωση των οποίων δεν θα αρκούσε για την ολοκληρωμένη παρουσίασή τους. Η διεπιστημονικότητα στο εμπορικό δίκαιο γενικότερα, κρίνεται σημαντικό εργαλείο για τον ερμηνευτή και εφαρμοστή του, όπως και η εξοικείωση με την οικονομική διάσταση των προβλημάτων που καλείται να επιλύσει.

Δεύτερον, αναφορικά με τη χρηματοδότηση της ναυτιλίας στη κεφαλαιαγορά, όπως προέκυψε από τη σχετική μελέτη, μπορεί να αξιοποιηθεί περαιτέρω βελτιώνοντας την οικονομική απόδοση και την εικόνα των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Ωστόσο, προς τούτο κρίνεται αναγκαία η αναμόρφωση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου τόσο σε επίπεδο δικαίου κεφαλαιαγοράς όσο και σε επίπεδο ιδιωτικού ναυτικού δικαίου.

Τρίτον, ως προς τα ζητήματα διασυνοριακότητας της πτώχευσης, η ύπαρξη των ισχυόντων νομοθετημάτων (πιο ολοκληρωμένων σε επίπεδο Κανονισμού) παρέχει αποτελεσματική προστασία, ωστόσο υπάρχει ακόμα ευρύ πεδίο για ουσιαστικότερη εναρμόνιση. Περαιτέρω, αν και συνήθως φορτιζόμενο με αρνητική έννοια, το *forum shopping* με την έννοια της εκ των προτέρων πρόβλεψης (κατά τη σύσταση της εταιρίας) του τόπου των κυρίων συμφερόντων, είναι σημαντική ενέργεια των ιδρυτών του νομικού προσώπου και ιδίως στην παρούσα οικονομική συγκυρία για την αξιοποίηση των εργαλείων του διεθνούς και ευρωπαϊκού πτωχευτικού δικαίου σε περίπτωση αφερεγγυότητας.

Τέλος, ο κίνδυνος της αφερεγγυότητας είναι διαρκώς υπαρκτός σε μια εμπορική δραστηριότητα, όπως η ναυτιλία. Η πτώχευση δεν είναι απαραίτητα αρνητική έννοια, διότι μπορεί να είναι πράγματι αναγκαία για την αποφόρτιση ενός βεβαρημένου οικονομικού περιβάλλοντος. Ωστόσο, ακόμα πιο αναγκαία είναι η διαφύλαξη των δικαιωμάτων των συνδεδεμένων με τον έμπορο και την επιχείρηση προσώπων, ιδίως όταν υπάρχουν και συμφέροντα δημοσίου δικαίου, όπως στην κεφαλαιαγορά. Ως εκ τούτου απαιτείται ολοκληρωμένη πρόβλεψη μηχανισμών αντιμετώπισης της αφερεγγυότητας προς το συμφέρον τόσο της ναυτιλιακής εταιρίας όσο και των πιστωτών αυτής, αλλά και της εν γένει πορείας του κλάδου.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Equities							
	Vote 	Quantity	Float		Company-owned shares		Total Float
Share A	1	245,269,947	156,015,313	63.6%	7,559,891	3.1%	63.6%

Shareholders		
Name	Equities	%
Korean Air Lines Co., Ltd.	81,496,169	33.2%
Hanjin Shipping Co., Ltd.	7,559,891	3.08%
Hanjin Shipping Co., Ltd. Employee Stock Ownership Assn	1,267,047	0.52%
Hanwha Asset Management Co., Ltd.	1,733	0.0007%
State Street Global Advisors Ltd.	0	-
Dimensional Fund Advisors LP	0	-

Holdings			
Name	Equities	%	Valuation
Hanjin Shipping Co Ltd (117930)	7,559,891	3.08%	79,152 USD

Πίνακας 1: «Η μετοχική σύνθεση της *Hanjin* κατά την κήρυξη πτώχευσης».

Πηγή: <http://www.4-traders.com/HANJIN-SHIPPING-CO-LTD-6500465/company/>

Port	Terminal (Annual Capacity in TEU)	Stake
Busan	Hanjin Gamman Terminal (700,000 TEU)	100%
Busan	Busan NewPort (2.5M TEU)	100%
Busan	Pusan Newport International Terminal (2M TEU)	40%
Gwangyang	Hanjin Kwangyang Container Terminal (600,000 TEU)	100%
Gwangyang	Korea International Terminal Gwangyang (2.4M TEU)	5%
Incheon	Gimpo Terminal (200,000 TEU)	100%
Incheon	Gyeong-In Terminal (300,000 TEU)	100%
Incheon	Pier 4 (150,000 TEU)	100%
Incheon	Hanjin Incheon Container Terminal (1.2 M TEU)	100%
Pyeongtaek	Pyeongtaek Container Terminal (1M TEU)	25%
Kaohsiung	Hanjin Kaohsiung Container Terminal (1.5M TEU)	60%
Osaka	Hanjin Terminal (300,000 TEU)	60%
Tokyo	Aomi Container Terminal A-3 (500,000 TEU)	60%
Saigon	Tan Cang-Cai Mep International Terminal (1.1 M TEU)	20%
Algeciras	Total Terminal International Algeciras (1.5M)	30%
Long Beach	Total Terminals International (3.3M)	35%
Seattle (SeaTac)	Total Terminals International (500,000 TEU)	35%
Antwerp	Antwerp International Terminal (500,000 TEU)	14%
Rotterdam	Euromax Terminal (2.5M TEU)	12%

Πίνακας 2: «Ποσοστά κυριότητας σε σημαντικούς τερματικούς σταθμούς-λιμένες ανά τον κόσμο».

Πηγή: (Source: Adapted from Drewry Shipping Consultants) από άρθρο του *Jean Paul Rodrigue* δημοσιευμένο σε <http://www.porteconomics.eu/2016/09/10/the-hanjin-shipping-bankruptcy-how-big-of-an-impact/>

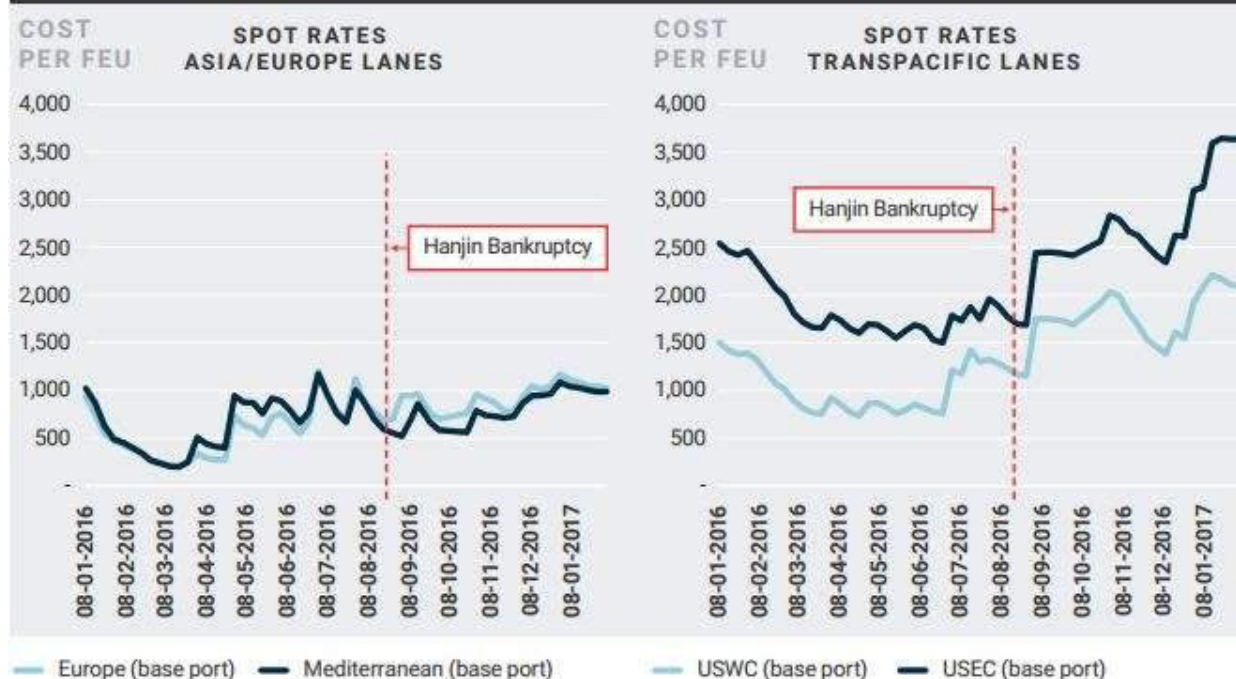


Πίνακας 3: «Φορτία Hanjin τον Αύγουστο 2016»
Πηγή: Datamyne



Πίνακας 4: «Πορεία μετοχής»
Πηγή: http://markets.businessinsider.com/stock/hanjin_shipping-quote

FIGURE 4: Hanjin bankruptcy pushed spot rates up on major East/West trades and carriers have built on subsequent gains



Πίνακας 5: «Αύξηση τιμών ναύλων στη spot αγορά»

Πηγή: Shanghai Container Freight Index

Liner shipping company bankruptcies (ranked by size of operated fleet)



Πίνακας 6: «Συγκριτική επισκόπηση ναυτιλιακών πτωχεύσεων»

Πηγή: Alphaliner

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΕΓΧΕΙΡΙΔΙΑ

I. ΕΛΛΗΝΙΚΑ

Αθανασίου Α., Η διασυνοριακή πτώχευση της ναυτιλιακής επιχείρησης - Σύγκρουση κανόνων ναυτικού δικαίου και δικαίου της αφερεγγυότητας, Νομική Βιβλιοθήκη, 2015.

Αυγητίδης Α., Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014.

Αυγητίδης Α., Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013.

Βαρελά Μ., Η διαμόρφωση της εσωτερικής ευθύνης στους ομίλους εταιριών: η διαχείριση της ομιλοποιημένης Α.Ε.: το δίκαιο των ομίλων και των συνδεδεμένων επιχειρήσεων, εταιρικό συμφέρον των ομιλοποιημένων εταιριών, καθήκοντα και ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου των ενταγμένων σε όμιλο εταιριών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2007.

Βενιέρης Ι., Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην α.ε., Νομική Βιβλιοθήκη, 2009.

Γεωργιάδη Α., Εγχειρίδιο Εμπραγμάτου Δικαίου, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2012.

Γκόρτσος Χ., Σταϊκούρας Π., Λιβαδά Χ., Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2009.

Περάκης Ε., Πτωχευτικό Δίκαιο, 2^η Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012.

Ρόκας Ι., Θεοχαρίδης Γ., Ναυτικό Δίκαιο, 7^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2015.

Ρόκας Ν., Εμπορικές Εταιρίες, 7^η ενημερωμένη έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012.

II. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΑ

Bruner, Eades, Schill, Case Studies in Finance, managing for corporate value creation, 7th Edition, 2014.

Kamischke J.W., Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten der börsennotierten Aktiengesellschaft in der Insolvenz, Carl Heymanns Verlag, 2010.

Stopford M., Maritime Economics, 3rd ed., Routledge, 2009.

B. ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ-ΜΕΛΕΤΕΣ

I. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Αυγητίδης Δ., Η εξυγίανση της εισηγμένης ανώνυμης εταιρείας στον πτωχευτικό κώδικα, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Π.Ν. Σάκκουλας, 2011, σελ. 601 επ..

Βερβεσός Ν., Από την τριχοτόμηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας (μικρή, μεγάλη, εισηγμένη) στη διάκριση μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης ΑΕ, σε «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας», 18^ο ΠΣΕΔ (31.10-1-2.11.2008), Νομική Βιβλιοθήκη, 2009, σελ. 331 επ..

Βερβεσός Ν., Έξοδος από το χρηματιστήριο της εταιρείας (Delisting) ή των μετοχών, σε «Ανώνυμη Εταιρεία και Κεφαλαιαγορά. Η προστασία του επενδυτή», 11^ο ΠΣΕΔ, Αντ. Ν. Σάκκουλας, 2002, σελ. 407 επ..

Βερβεσός Ν., Η σχέση του κ.ν. 2190/1920 με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Π.Ν. Σάκκουλας, 2011, σελ. 328 επ..

Γιοβαννόπουλος Ρ., Η προστασία των πιστωτών στο εταιρικό και πτωχευτικό δίκαιο. Συγκριτικές παρατηρήσεις, σε «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας», 18^ο ΠΣΕΔ (31.10-1-2.11.2008), Νομική Βιβλιοθήκη, 2009, σελ. 193 επ..

Καραγκουνίδης Α., Η προστασία των πιστωτών κεφαλαιουχικών εταιριών (ιδίως α.ε.) στο μεταίχμιο πτωχευτικού και εταιρικού δικαίου-Στο παράδειγμα του άρθρου 98§2 ΠτωχΚ, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Π.Ν. Σάκκουλας, 2011, σελ. 458 επ..

Κατσάς Θ., Η αλληλεπίδραση μεταξύ του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση κήσεως ιδίων μετοχών από ανώνυμη εταιρεία με μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Π.Ν. Σάκκουλας, 2011, σελ. 357 επ..

Μαρίνος Μ., Αρμοδιότητες οργάνων αε στην πτώχευση, σε «Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Π.Ν. Σάκκουλας, 2011, σελ. 528 επ..

Μαρίνος Μ., Ζητήματα εφαρμογής του κανόνα της επιχειρηματικής κρίσεως (*business judgement rule*) στο εταιρικό και το πτωχευτικό δίκαιο, ΔΕΕ 6/2009, σελ. 650 επ..

Οικονόμου Α., Προφύλαξη από την αφερεγγυότητα, διαχείριση κινδύνων και εταιρική διακυβέρνηση σε 23^ο ΠΣΕΔ «Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2014, σελ. 57 επ..

Πιμπλής Ν., Ανώνυμη εταιρεία και κατάχρηση αγοράς: ζητήματα ερμηνείας και πεδίου εφαρμογής των άρθρων 9 έως και 13 του ν. 3340/2013, σε «Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς», Π.Ν. Σάκκουλας, 2011, σελ. 438 επ..

Πιμπλής Ν., Η χρηματοδότηση της αφερέγγυας επιχείρησης γενικά και το πρόβλημα των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο, σε «Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας», 23^ο ΠΣΕΔ, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, σελ. 225 επ..

Ρόκας Ν., Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας στο δρόμο προς τον 21ο αιώνα, σε «Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας», 18^ο ΠΣΕΔ (31.10-1-2.11.2008), Νομική Βιβλιοθήκη, 2009, σελ. 3 επ..

Σωτηρόπουλος Γ., Η διαγραφή από το Χρηματιστήριο και οι συνέπειές της, ΕΕμπΔ 2000, σελ. 182 επ..

Τζουγανάτος Δ., Τα εταιρικά δικαιώματα στην πτώχευση κεφαλαιουχικής εταιρίας: Το ζήτημα της ένταξής τους στο σχέδιο αναδιοργάνωσης (άρθρα 107-131 ΠτωχΚ) και η σχέση μεταξύ πτωχευτικού και εταιρικού δικαίου, σε Αναμνηστικό Τόμο Λεωνίδα Γεωργακόπουλου, ΙΙ, σελ. 1061 επ., διαθέσιμο σε ιστοσελίδα Τράπεζας της Ελλάδος (http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Georgakopoulos_vol_II.pdf).

II. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Armour J., The Law and Economics of Corporate Insolvency: A Review, ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 197, March 2001, σελ. 17 – 19.

Baughen S., Hanjin Rehabilitation. Claims by Owners and the UK Recognition Order, άρθρο δημοσιευμένο στην ιστοσελίδα “MariCom Law – Official IISTL Blog”, δημοσιευμένο σε <https://iistl.wordpress.com/2016/09/24/hanjin-rehabilitation-claims-by-owners-and-the-uk-recognition-order/>

Brooks M., Understanding the ocean container market - a seven country study, Marit. Pol. & Mgmt, σελ. 39, δημοσιευμένο σε <http://sci-hub.cc/10.1080/03088839500000031>.

Charitou A., Louca C., Vafeas N., Boards, ownership structure, and involuntary delisting from the New York Exchange, *Journal of Accounting and Public Policy* 26, 2007, σελ. 249–262.

Dequan M., Fengqing W., Shibing Z., Impact Analysis of the Global Financial Crisis

Dougherty D., Impact of a Member's Insolvency or Bankruptcy on a Protection and Indemnity Club, 59 *Tul. L. Rev.* (1984-1985), σελ. 1475 επ..

Drobetz W., Gounopoulos D., Merikas A., Schröder H., Capital structure decisions of globally-listed shipping companies, *Transportation Research Part E* 52, 2013, σελ. 49–76.

Eidenmüller H., Contracting for a European Insolvency Regime, *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 18 (2017), σελ. 273-304.

Gavalas D., Syriopoulos T., An integrated rating and loan quality model: application to bank shipping finance, *Marit. Pol. & Mgmt*, 42(6), 2015, σελ. 533-554.

Haralambides H., Thanopoulou H., The Economic Crisis of 2008 and World Shipping: Unheeded Warnings, *SPOUDAI Journal of Economics and Business*, Vol.64, Iss. 2, 2014, σελ. 5-13.

Kavussanos M., Shipping Finance, the Recent Crisis and the Shipping Industry, in: 8th International Conference on Maritime Law “Shipping in periods of economic distress: financing-ship’s operation-enforcement”, Piraeus, (10-12.10.2013), σελ. 34 επ..

Kimbal J., Protection P&I Clubs in maritime bankruptcies, 1^ο Διεθνές Συνέδριο Ναυτικού Δικαίου «Η προστασία των ναυτικών δανειστών» (Πειραιάς 28-30 Μαΐου 1992), Αθήνα, 1994, σελ. 253 επ..

Lee T.-W., Restructuring of the economy and its impacts on the Korean maritime industry, *Marit. Pol. & Mgmt*, 26:4, 1999, σελ. 311-325.

Macey J. et al., Downand out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process, 51, *J.L. & Econ.*, 2008, σελ. 687 επ..

Murray J., Protection and Indemnity Club and Bankruptcy: An English Perspective, 59 *Tul. L. Rev.* (1984-1985) σελ. 1445 επ..

Nolan F., The Last Half Century of Financing Vessels, 91 *Tul. L. Rev.*, 2017, σελ. 927-976.

on Global Container Fleet, δημοσιευμένο σε
<http://ieeexplore.ieee.org/stamp/stamp.jsp?arnumber=5174875>.

Primorac Ž., P&I coverage repatriation costs of crew member in case of shipowner insolvency, 6th International Maritime Science Conference (IMSC 2014), Solin, Croatia (28-29/4/2014), σελ. 137-144, σε http://www.pfst.unist.hr/imsc/archive/2014/IMSC2014_proceedings.pdf.

Seok-Min L., Economies of scale in container shipping, Marit. Pol. & Mgmt, 25:4, σελ. 361-373, 1998, δημοσιευμένο σε <http://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/03088839800000059?needAccess=true>.

Syriopoulos T., Chapter 28: Shipping Finance and International Capital Markets, in: The Handbook of Maritime Economics and Business (C. Grammenos, editor, 2nd ed.), LLP, London, 2010, σελ. 6 επ..

Syriopoulos T., Theotokas I., Value creation through corporate destruction? Corporate governance in shipping takeovers, Marit. Pol. & Mgmt, 34:3, 2007, σελ. 225-242.

Syriopoulos T., Tsatsaronis M., Corporate governance and firm performance: The case of the Greek shipping firms, Paper Submitted in 2009 IAME Conference, (24-26 June 2009, Copenhagen, Denmark).

Sys C., Is the container liner shipping industry an oligopoly?, Trans. Pol., Vol. 16, Iss.5, September 2009, σελ. 259-270.

Thomas R. QC., Richmond J., The Collapse of Hanjin Shipping: An English Lawyer's Perspective, International Corporate Rescue, Vol. 13, Iss. 6, 2016, σελ. 375-383 σε http://www.quadrantchambers.com/images/uploads/publications/Hanjin_Shipping_An_English_Lawyer%E2%80%99s_Perspective.pdf.

Weber M., Börsennotierte Gesellschaften in der Insolvenz, ZGR, 3, 2001, σελ. 422-453.

Zhao H., Reorganization of Listed Companies with Chinese Characteristics, 91 Am. Bankr. L.J. 87, 2017, σελ. 138 .

Του ιδίου, Korean shipping policy: The role of government, Mar. Pol., Vol. 14, Iss. 5, 1990, σελ. 421-437.