

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: Εμπορικό Δίκαιο
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: Εταιρείες και Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2018-2019

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

της Ζωής Χρήστου Δούμα

ΑΜ: 7340010418004

ΤΟ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΟ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΔΑΝΕΙΟ

Επιβλέποντες:

Καθηγητής Γεώργιος Σωτηρόπουλος

Επίκουρος Καθηγητής Ιάκωβος Βενιέρης

Επίκουρη Καθηγήτρια Ευθυμία Κινινή

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2019

Copyright © Ζωή Δούμα, 2019

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.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή	9
----------------	---

ΜΕΡΟΣ Α΄

Η ρύθμιση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στο ελληνικό δίκαιο

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1) Εννοιολογικά χαρακτηριστικά του κοινού ομολογιακού δανείου και οι ιδιαιτερότητες του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

1.1. Ορισμός, νομική φύση και χαρακτηριστικά του κοινού ομολογιακού δανείου.....	10
1.2. Οι ομολογίες, Έκδοση, διάθεση, κάλυψη και καταβολή.....	15
1.3. Η Συνέλευση των ομολογιούχων και ο Εκπρόσωπος.....	17
1.4. Οι σχέσεις των ομολογιούχων μεταξύ τους.....	18
1.5. Το πρόγραμμα και οι όροι του ομολογιακού δανείου	20
1.6. Επιτόκιο και οφειλόμενος τόκος. Υποχρέωση εξόφλησης ομολογιών.....	21
1.7. Τι είναι το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο	22
1.8. Νομική φύση του δικαιώματος μετατροπής.....	23
1.9. Η νομική θέση του κομιστή μετατρέψιμης ομολογίας.....	25
1.10. Η οικονομική αξία της μετατρέψιμης ομολογίας	26

2) Οικονομική σκοπιμότητα έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

- 2.1.** Πλεονεκτήματα για τον επενδυτή – χρηματοδότη.....28
- 2.2.** Πλεονεκτήματα από πλευράς της χρηματοδοτούμενης εταιρείας.....30
 - 2.2.1.** Λογιστικά και φορολογικά πλεονεκτήματα.....31
 - 2.2.2.** Η σημασία της έκδοσης μετατρέψιμων ομολογίων για την κεφαλαιακή διάρθρωση της εκδότριας και ο ρόλος της ασυμμετρίας πληροφόρησης.....32

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

3) Η έκδοση και η εξέλιξη του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στο ελληνικό δίκαιο

- 3.1.** Η «τακτική έκδοση» μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.....33
- 3.2.** Η «έκτακτη έκδοση» μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.....36
- 3.3.** Η νομική φύση και η δημοσιότητα της απόφασης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.....38
- 3.4.** Οι διατυπώσεις δημοσιότητας και η φύση της απόφασης αύξησης κεφαλαίου κατά το στάδιο της μετατροπής.....39
- 3.5.** Οι «υποκείμενες μετοχές».....41
- 3.6.** Το ελάχιστο περιεχόμενο της απόφασης εκδίδοντος οργάνου περί την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Ο χρόνος, ο τρόπος, η τιμή και ο λόγος μετατροπής.....43

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η σχέση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με άλλες διατάξεις του εταιρικού δικαίου.

- 4) Το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων κατά την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.....44**
- 5) Το δικαίωμα προτίμησης «δευτέρου βαθμού» του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας κατά την αύξηση κεφαλαίου στις αδιάθετες μετοχές.....48**

6) Απόκτηση μετατρέψιμων ομολογιών από την εκδότρια	50
7) Η αναλογική εφαρμογή του περιορισμού στη μεταβίβαση μετοχών.....	52
8) Η μερική κάλυψη του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.....	52
9) Η νέα δυνατότητα κεφαλαιοποίησης των δεδουλευμένων τόκων σε σχέση με τις μετατρέψιμες ομολογίες.....	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

10) Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο υπό το πρίσμα του δικαίου Κεφαλαιαγοράς

10.1 Ο ρόλος των μετατρέψιμων ομολογιών ως μέσο άμυνας σε Δημόσια Πρόταση Εξαγοράς.....	57
10.2 Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο σε σχέση με την άσκηση των δικαιωμάτων squeeze- out και sell- out/ Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση Αγοράς.....	59
10.3 Η θέση των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών σε περίπτωση εξόδου της εταιρείας από την κεφαλαιαγορά (Delisting).....	60

ΜΕΡΟΣ Β΄

Ειδικότερα ζητήματα περί προστασίας του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας από την οικονομική αποδυνάμωση της επένδυσής του και οι παραλλαγές του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Τα συμφέροντα των φορέων κεφαλαίου στους κόλπους της ΑΕ, η θέση των δικαιούχων μετατρέψιμων ομολογιών και οι τρόποι προστασίας τους

11) Ζητήματα κατά τη διοίκηση της εταιρείας που έχει εκδώσει μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο	64
12) Η προστασία των συμφερόντων του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου	
12.1 Η προστασία μέσω αναγνώρισης αυτοτελών υποχρεώσεων πίστης και επιμέλειας του ΔΣ έναντι των ομολογιούχων μετατρέψιμων ομολογιών.....	68

12.2 Η υποχρέωση πρόνοιας του ΔΣ της ΑΕ έναντι των ομολογιούχων μετατρέψιμων ομολογιών με βάση την καλή πίστη	69
12.3 Η προστασία μέσω συμβατικής δέσμευσης αποχής από ορισμένες εταιρικές πράξεις.....	71
12.4 Η ειδικότερη προστασία κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών που εισήχθησαν στην κεφαλαιαγορά ή διατέθηκαν με δημόσια πρόταση.....	72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

13) Κίνδυνοι αποδυνάμωσης του δικαιώματος μετατροπής από μεταβολές του κεφαλαίου της εκδότριας.....	73
--	-----------

14) Οι συμβατικές προβλέψεις προστασίας των δικαιούχων, ιδίως οι αναπροσαρμογές της τιμής μετατροπής	
---	--

14.1 Η ενδεδειγμένη συμβατική ρήτρα σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με καταβολή νέων εισφορών	78
--	----

14.2 Η ενδεδειγμένη συμβατική ρήτρα σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με δωρεάν διανομή μετοχών.....	79
---	----

14.3 Η ενδεδειγμένη συμβατική ρήτρα σε περίπτωση τροποποίησης της σύνθεσης του μετοχικού κεφαλαίου	80
--	----

15) Ζητήματα και απαιτούμενες αναπροσαρμογές από τη μείωση μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας.....	81
--	-----------

16) Συμβατική ρήτρα προστασίας συμφερόντων της εκδότριας: Το δικαίωμα πρόωρης εξόφλησης μετατρέψιμων ομολογιών	84
---	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

17) Συνοπτική αναφορά στις παραλλαγές του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου	
---	--

17.1 Τα MaCos	85
---------------------	----

17.2

Τα

Cocos

.....87

Επίλογος – Συμπεράσματα.....92

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με την παρούσα διπλωματική εργασία σκοπείται η εξέταση των ζητημάτων που αναφέρονται στους κόλπους της ανώνυμης εταιρείας από την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, η λειτουργία του μέσα στο πλαίσιο των λοιπών διατάξεων του ελληνικού εταιρικού δικαίου, καθώς και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Στο πρώτο μέρος της εργασίας επιχειρείται η οριοθέτηση της έννοιας του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στο ελληνικό δίκαιο, καθώς και η επεξήγηση της λειτουργίας του στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Άλλωστε οι νομικές ρυθμίσεις θα ήταν άνευ αντικειμένου αν δε λαμβάνονταν υπόψη η οικονομική λειτουργία και η πραγματική συμπεριφορά των εμπλεκόμενων μερών στην αγορά, τα συμφέροντα των οποίων καλείται να σταθμίσει η έννομη τάξη. Στο δε δεύτερο μέρος επιχειρείται η εμβάθυνση στους προβλεπόμενους από το νόμο τρόπους αντιμετώπισης των αναφερόμενων προβλημάτων κατά την εξέλιξη του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, αλλά και η παρουσίαση των ειδικών μορφών μετατρέψιμων ομολογιών που διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στη συναλλακτική πρακτική.

Εισαγωγικά παρατηρείται ότι ο τύπος αυτός του δανείου πρωτοεμφανίστηκε στις ΗΠΑ κατά το δεύτερο μισό του 19^{ου} αιώνα και στη συνέχεια διαδόθηκε στην Ευρώπη, όπου γερμανικές και γαλλικές εταιρείες άρχισαν να εκδίδουν ομολογιακούς τίτλους παρέχοντας στους ομολογιούχους δανειστές υπό διάφορους συνδυασμούς τη δυνατότητα μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές.¹ Στην ελληνική έννομη τάξη το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο εισήχθη για πρώτη φορά με το άρθρο 2 του νομοθετικού διατάγματος 4237/1962, δυνάμει του οποίου εισήχθη και στο Ν. 2190/1920 το άρθρο 3 α.

Οι βασικές ιδιαιτερότητες που χαρακτηρίζουν τον εξεταζόμενο τύπο δανείου είναι ότι οι μετατρέψιμες ομολογίες αποδίδουν στον κάτοχό τους πλεονεκτήματα δανειστή της εκδότριας εταιρείας και κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο νόμο και στους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου εν δυνάμει δικαιώματα μετόχου αυτής. Για το λόγο αυτό ανήκουν στην κατηγορία των υβριδικών μορφωμάτων χρηματοδότησης, καθώς δε συνιστούν αμιγώς μορφή χρηματοδότησης με ίδια, αλλά ούτε και με ξένα κεφάλαια, αφού συνδυάζουν στοιχεία κεφαλαίου και χρέους. Επιπλέον, προκειμένου ο κάτοχος μετατρέψιμης ομολογίας να

¹ Βερβεσός, Ν., εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, επιμ. Ε. Περάκη, Τόμος 1, 3^α, Γ΄ Έκδοση 2010, Νομική Βιβλιοθήκη, 178.

καταστεί από ομολογιούχος δανειστής μέτοχος, ασκώντας το συμβατικά χορηγούμενο σε αυτόν δικαίωμα μετατροπής, θα πρέπει απαραίτητα η εκδότρια εταιρεία να προβεί σε αύξηση κεφαλαίου, με αποτέλεσμα να πρέπει να αξιολογηθούν εκ νέου οι διατάξεις για την αύξηση κεφαλαίου και το δικαίωμα προτίμησης, ειλημμένων υπόψη των συμφερόντων του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας ως «εν δυνάμει μετόχου» και η επιρροή της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής στο status quo της εκδότριας, αλλά και στα χορηγούμενα από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς δικαιώματα. Καθίσταται, επομένως, αντικείμενο έρευνας η λειτουργία του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου τόσο υπό το πρίσμα των κανόνων δικαίου αναφορικά με την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων της Α.Ε., των δανειστών αυτής, της διατήρησης του μετοχικού της κεφαλαίου, των ρυθμίσεων για τη διαπραγμάτευση των τίτλων στην κεφαλαιαγορά.

ΜΕΡΟΣ Α΄

Η ρύθμιση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στο ελληνικό δίκαιο

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1. Εννοιολογικά χαρακτηριστικά του κοινού ομολογιακού δανείου και οι ειδοποιεί διαφορές του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

1.1. Ορισμός, νομική φύση και χαρακτηριστικά του κοινού ομολογιακού δανείου

Το ομολογιακό δάνειο αποτελεί ειδικό τρόπο χρηματοδότησης της εταιρείας με ξένα κεφάλαια και θα μπορούσε να ορισθεί ως το σύνολο των αξιογράφων² ομοίου περιεχομένου τα οποία ενσωματώνουν έντοκη χρηματική απαίτηση (ή και λόγω της αποϋλοποίησης³ των δικαιωμάτων που αντιπροσωπεύουν έντοκη χρηματική απαίτηση) κατά του εκδότη. Η νομική φύση του ομολογιακού δανείου έχει πια αποκρυσταλλωθεί ως δάνειο και κατά την αστυνομική έννοια των άρθρων 806 επ. ΑΚ.⁴ Ως ιδιαίτερη μορφή δανείου το ομολογιακό

² Κατά την κρατούσα άποψη η έκδοση των ομολογιών και η παράδοσή τους στους δανειστές αποτελεί εκπλήρωση της υποχρέωσης της εκδότριας από τη βασική σχέση (δάνειο- causa), η οποία καταρτίζεται μεταξύ της εκδότριας και των αρχικών ομολογιούχων. Η παράδοση των αξιογράφων αποσβένει την ενοχή από τη σύμβαση δανείου με δόση αντί καταβολής (419ΑΚ) και στο εξής η ομολογία ενσωματώνει αυτόνομη και αφηρημένη υποχρέωση προς πληρωμή κεφαλαίου και τόκων. Υποστηρίζεται όμως και η απόκλιση από τον ανατιμωμένο χαρακτήρα του κλασσικού αξιογράφου. (Ν. Δελούκας (ΕρμΑΚ Εισαγ. Αρθρ. 888-900 αρ. 10 επ., Πασσιάς Ι. Το Δίκαιον της Ανωνύμου Εταιρείας ΙΙ, 1969, Σωτηρόπουλος Γ. εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), τόμος 1, Νομική Βιβλιοθήκη, 2002. Βερβεσός εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), Σάκκουλας 2010). Θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι η απορρέουσα από την ομολογία υποχρέωση της εκδότριας δεν είναι αυτόνομη και αφηρημένη, διότι μία τέτοια παραδοχή θα ενίσχυε την ατομική διαπραγμάτευση του κάθε ομολογιούχου με την εκδότρια, σε αντίθεση με το πνεύμα του νόμου, ο οποίος, όπως θα αναλυθεί αμέσως κατωτέρω ενθαρρύνει τη συλλογική διαπραγμάτευση των ομολογιούχων δανειστών με τη δανειοδοτούμενη εταιρεία. (Λέκκας Γ. Εμπράγματη εξασφάλιση ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, Σάκκουλας 2005 σελ.13, έτσι και Κουλουριάνος Θ. Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, σελ.28) Υποστηρίζεται άλλωστε (από τον ίδιο συγγραφέα) ότι ο αιτιώδης χαρακτήρας των ομολογιών είναι που επιτρέπει την κατάρτιση του δανείου ως συναινετικού, καθώς η αξιογραφική ενσωμάτωση της απαίτησης συνιστά εννοιολογικό στοιχείο του ομολογιακού δανείου που το διακρίνει από το κοινό δάνειο του ΑΚ.

³ Σημειώνεται ότι οι ομολογίες δυνάμει του άρθρου 59 παρ. 5, 6 ν. 4548/2018 μπορούν να τηρούνται σε λογιστική μορφή ανεξάρτητα από το αν αποτελούν ή όχι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές ή όχι.

⁴ Β. Βαθρακοκοίλης, Αναλυτική ερμηνεία – Νομολογία ΑΚ, 1994, σελ. 1091 επ., Ι. Ρόκας, στον ΑΚ Γεωργιάδη-Σταθόπουλου, αρ. 31. Κατά τη μη κρατούσα άποψη, η έκδοση των ομολογιών συνιστά εκπλήρωση συμβατικής υποχρέωσης από πώληση μεταξύ της εκδότριας και των αρχικών ομολογιούχων. Ωστόσο, έχει επικρατήσει ήδη υπό το καθεστώς του 3156/2003 ότι πρόκειται για δάνειο, σύμφωνα και με την αιτιολογική έκθεση του τελευταίου (ΚΝοΒ 2003, 1031), όπου προβλέπεται ότι η διαφορά στη διαδικασία είσπραξης αφορά τον τρόπο

δάνειο είναι σύμβαση διαρκής ενοχική, επαχθής, re καταρτιζόμενη με καταβολή του ποσού του ομολογιακού δανείου από τους ομολογιούχους δανειστές στην οφειλέτιδα εταιρεία αιτιώδης και ετεροβαρής, καθώς δημιουργεί μόνο στον οφειλέτη την υποχρέωση να αποδώσει το δάνεισμα.⁵ Υποστηρίζεται όμως, ότι η σύμβαση ομολογιακού δανείου μπορεί να καταρτισθεί και συναινετικά, solo consensu, στο πλαίσιο της αρχής της ελευθερίας των συμβάσεων, σε συνδυασμό με τον ενδοτικό χαρακτήρα του 806 ΑΚ. Το ομολογιακό ομοιάζει περισσότερο προς το συναινετικό δάνειο λόγω του ότι η ανάληψη της υποχρέωσης δόσης του δανείσματος αναλαμβάνεται από τον ομολογιούχο δανειστή στο στάδιο της κάλυψης, ενώ η είσπραξη από την εκδότρια πραγματοποιείται στο μεταγενέστερο στάδιο της καταβολής.⁶ Υπό αυτό το πρίσμα η φύση του ομολογιακού δανείου μπορεί να χαρακτηριστεί αμφοτεροβαρής ή ατελώς αμφοτεροβαρής, ανάλογα με το αν το δάνειο είναι τοκοφόρο ή όχι. Η λήξη του ομολογιακού δανείου επέρχεται με την παρέλευση της συμφωνημένης διάρκειας, δίχως να αποκλείεται η πρόωρη λήξη ή καταγγελία.

Οι ομολογίες αποτελούν συνήθως μέρος ενός ενιαίου δανειακού συνόλου με την χρηματοδότηση να προέρχεται από μεγάλο αριθμό κεφαλαιοδοτών, ώστε μικρότερα ποσά να συνενωθούν σε ένα μεγαλύτερο κεφάλαιο που από μακροοικονομική σκοπιά χρησιμοποιείται από την εκδότρια σε επωφελείς επενδύσεις.⁷ Δεν καταλείπεται, βέβαια, πια αμφιβολία ότι επιτρέπεται και η συγκέντρωση όλων των ομολογιών στο πρόσωπο ενός μόνο δανειστή ή και η ενσωμάτωση του δανείου σε μία μόνο ομολογία, ενόψει του άρθρου 59 παρ.1 εδ.2.⁸ Βασικά χαρακτηριστικά του ομολογιακού δανείου είναι επίσης η μακρά διάρκεια και το μεγάλο ύψος των επενδυτικών κεφαλαίων.

1.2 Οι ομολογίες. Έκδοση, διάθεση, κάλυψη και καταβολή.

Η κοινή ομολογία αποτελεί αξιόγραφο το οποίο εκδίδεται από την ανώνυμη εταιρεία και ενσωματώνει έντοκη απαίτηση κατά την εκδότριας προερχόμενη από το ομολογιακό δάνειο. Μπορεί να διαμορφωθεί ως ανώνυμη⁹ ή στον κομιστή, σε διαταγή και σε ονομαστική. Είναι,

κατάρτισης της σύμβασης εγγραφής και δεν επιδρά στον χαρακτήρα της ενσωματούμενης υποχρέωσης ως υποχρέωσης δανείου.

⁵ Λέκκας Γ., ό.π., αρ. 21, με τις εκεί παραπομπές. Ως προς τον ετεροβαρή χαρακτήρα έχει υποστηριχθεί ότι η συμφωνία περί άτοκου δανείου είναι «ατελώς αμφοτεροβαρής»

⁶ Η δε καταβολή στο ομολογιακό δάνειο, με το οποίο ιδρύεται πολυμερής δανειακή σχέση, δεν πραγματοποιείται ταυτόχρονα από όλους τους ομολογιούχους, διότι καθένας εγγράφεται στο δάνειο σε διαφορετική χρονική στιγμή. (Κουλουριάνος Θ., ό.π. σελ. 27.)

⁷ Βερβεσός Ν., ό.π., σελ. 161.

⁸ Βέβαια, στα κυριότερα πλεονεκτήματα του ομολογιακού δανείου περιλαμβάνεται και ο επιμερισμός του κινδύνου αφερεγγυότητας ενός οφειλέτη σε περισσότερους δανειστές και η δυνατότητα ευχερούς μεταβίβασης των ομολογιών και συνακόλουθα των απαιτήσεων από ομολογιακό δάνειο. (Λέκκας Γ. ό.π., σ. 11.)

⁹ Στο προϊσχύον δίκαιο σχολιαζόταν στη θεωρία (Σωτηρόπουλος Γ. ό.π. αριθμ. 34) ότι οι ανώνυμες ομολογίες σύμφωνα με το άρθρο 891 ΑΚ έπρεπε να προβλέπονται ειδικά στο νόμο, προκειμένου να είναι δυνατή η

βέβαια, δυνατή και η έκδοση άυλων ομολογιών, δυνάμει του άρθρου 59 παρ. 6 ν. 4548/2018 ή και η τήρησή τους σε λογιστική μορφή κατόπιν απούλοποίησης ή ακινητοποίησης¹⁰.

Το περιεχόμενο της ομολογίας δεν καθορίζεται στο νόμο, αλλά αποφασίζεται από τον εκδότη της στο πλαίσιο των υφιστάμενων νομοθετικών επιταγών. Οι ομολογίες συνήθως έχουν ίδιο περιεχόμενο και είναι τυποποιημένες. Ελάχιστο περιεχόμενο της ομολογίας αποτελούν τα στοιχεία της εκδότριας, ο χρόνος, ο τόπος έκδοσης, η ονομαστική αξία, ο τόπος, ο χρόνος και ο τρόπος πληρωμής σε δικαιούχους της ομολογίας, στο πρόσωπο, δηλαδή, στο οποίο η εκδότρια εταιρία πρέπει να καταβάλει το ποσό της ομολογίας κατά τη λήξη της, τα τοκομερίδια και το τυχόν δικαίωμα της εκδότριας για πρόωρη καταγγελία και υπογραφή των εκπροσώπων (δηλαδή των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή άλλων προσώπων που έχουν εξουσιοδοτηθεί ειδικά)¹¹. Οι υπογραφές μπορούν να τεθούν μηχανικά σύμφωνα με το άρθρο 163 ΑΚ το οποίο, αν και αναφέρεται στους μόνους τους ανώνυμους τίτλους, εφαρμόζεται αναλογικά και στους ονομαστικούς και στους τίτλους της διαταγήν, εφόσον πρόκειται για μαζική έκδοση, όπως στην περίπτωση των ομολογιών¹². Στην ομολογία θα πρέπει να αναφέρονται όλα τα στοιχεία που απαιτούνται για τον προσδιορισμό των δικαιωμάτων του ομολογιούχου, όπως είναι και το δικαίωμα μετατροπής¹³. Περαιτέρω στοιχεία που αφορούν τη νομική θέση των ομολογιούχων μπορεί να μην αναφέρονται στην ομολογία, αλλά σε άλλα έγγραφα, όπως το ενημερωτικό δελτίο, στο οποίο γίνεται παραπομπή και έτσι καθίσταται περιεχόμενο του τίτλου¹⁴. Οι ομολογίες μπορούν να εκδοθούν σε περισσότερες σειρές, ενώ συνήθως οι τίτλοι της ίδιας σειράς έχουν την ίδια ονομαστική αξία. Μπορεί, όμως, η ονομαστική αξία των ομολόγων διαφόρων σειρών να είναι άνιση για κάθε σειρά, όπως μπορεί επίσης από ομολογίες της ίδιας ονομαστικής αξίας να προκύπτουν διαφορετικά δικαιώματα. Τέλος, μπορούν να εκδίδονται τίτλοι που περιέχουν περισσότερες ομολογίες με τα δικαιώματά που απορρέουν από αυτούς τους τίτλους να είναι πολλαπλάσια των δικαιωμάτων που προκύπτουν από την ομολογιακή μονάδα.¹⁵

κυκλοφορία τους. Τη λειτουργία αυτή επιτελούσε σύμφωνα και με την αιτιολογική έκθεση του 3156/2003 (ΚΝοΒ 2003, 1031) το άρθρο 68παρ. 1 ν.δ. 17.7/3.8.1923. Πλέον, ο νόμος 4548/2018 αναγνωρίζει την ύπαρξη ανώνυμων ομολογιών στο άρθρο 61 παρ. 2, με αποτέλεσμα να παρέλκει η προπεριγραφείσα νομική τεκμηρίωση.

¹⁰ Η διάταξη εισάγει στο νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας το συνήθως συμβαίνον στη διεθνή πρακτική σε συμφωνία και με τα οριζόμενα στον Κανονισμό (ΕΕ) 909/2014 κατά τα ειδικότερα αναφερόμενα στην αιτιολογική έκθεση του Ν. 45458/2018 επί του άρθρου 59.

¹¹ Πασσιάς, ό.π σελ. 111, Σωτηρόπουλος Γ. ό.π. 36

¹² Πασσιάς ό.π 111, Σωτηρόπουλος Γ. ό.π 36

¹³ Σωτηρόπουλος, ό.π. 36

¹⁴ Πάσσιας, ό.π. 111

¹⁵ Πασσιάς ό.π 111, Σωτηρόπουλος ό.π. 37-38

Οι ομολογίες μπορούν να διατεθούν με “ιδιωτική τοποθέτηση” ή να προταθούν για κάλυψη στο ευρύ επενδυτικό κοινό με “δημόσια προσφορά”. Η διάθεση ομολογιών με ιδιωτική τοποθέτηση δεν απευθύνεται στο ευρύ κοινό, αλλά σε περιορισμένο μη καθορισμένο αριθμό προσώπων. Απλουστεύει και συντομεύει τη διαδικασία έκδοσης ομολογιών και προσφέρει ευελιξία στην αγορά, καθώς καθιστά μη υποχρεωτική την έκδοση ενημερωτικού δελτίου, καθιερώνοντας άλλα ποιοτικά και λειτουργικά κριτήρια για την προστασία του επενδυτή. Επιπλέον, λόγω της δυνατότητας αξιολόγησης των ομολογιών που διατίθενται με ιδιωτική τοποθέτηση από διεθνείς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης προσφέρονται εξίσου υψηλού επιπέδου εγγυήσεις με τη δημόσια προσφορά. Λόγω των πλεονεκτημάτων που προσφέρει, επιλέγεται τόσο από αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, δεδομένης της οικονομικής τους κατάστασης, όσο και από μεγάλες “δημόσιες” ανώνυμες εταιρείες που επιδιώκουν γρήγορη και φθηνή άντληση κεφαλαίων αποφεύγοντας τις διατυπώσεις δημοσιότητας που επιβάλλει η δημόσια προσφορά. Ωστόσο, η εννοιολογική προσέγγιση της έννοιας της ιδιωτικής τοποθέτησης από την σκοπιά της έλλειψης γενικής δημοσιότητας δεν είναι ορθή, αφού η έλλειψη υποχρέωσης ενημερωτικού δελτίου προϋποθέτει ότι πρόκειται πράγματι στη συγκεκριμένη περίπτωση για ιδιωτική τοποθέτηση. Αντιθέτως, θα πρέπει να προσδιορίζεται επί τη βάση αριθμητικών αλλά και λειτουργικών – ποιοτικών κριτηρίων¹⁶. Το αριθμητικό όριο των 100 φυσικών ή νομικών προσώπων ανά κράτος-μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές θέτει η οδηγία 2003/71/EK και ο ν. 3401/2005 στο άρθρο 3 παρ. 2 στοιχείο β’.

Ειδικά για την κάλυψη μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου προβλέπεται ρητά (άρθρο 16 παράγραφος 3 ν. 4548/2018) η δυνατότητα της ανώνυμης εταιρείας να προσφύγει στο κοινό για την ολική ή μερική κάλυψη του σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες διατάξεις για τις δημόσιες προσφορές κινητών αξιών, οι οποίες στο ισχύον δίκαιο διέπονται από τις διατάξεις του ν. 3401/2005.

Ορισμός δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών άρθρο 2 παρ. 1 δ’ του ν. 3401/2005 είναι η ανακοίνωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τις προσφερόμενες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά αυτών των κινητών αξιών. Η δημόσια προσφορά απευθύνεται κατά κανόνα στο ευρύ επενδυτικό κοινό, σε ένα κύκλο προσώπων δηλαδή, ο

¹⁶ (υπέρ της διατύπωσης φορολογικών κριτηρίων Σωτηρόπουλος, ό.π. αριθμ. 57). Το αριθμητικό κριτήριο επέλεξε νομοθέτης 3156/2003 για την οριοθέτηση της έννοιας της ιδιωτικής τοποθέτησης για την τιτλοποίηση απαιτήσεων. Ως περιορισμένος κύκλος προσώπων ορίζονται τα 150 άτομα. Ο ορισμός αυτός είναι δεσμευτικός μόνο για τη διάθεση ομολόγων στο πλαίσιο της τιτλοποίησης και όχι για τη διάθεση ή άλλου είδους ομολογιών. (Βενιέρης Ι. Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με τον 3156/ 2003 υπό το πρίσμα της διεθνούς πρακτικής 2005, σελ. 45.)

όποιος δεν μπορεί να προσδιοριστεί ατομικά. Η δημόσια προσφορά ή η πρόσκληση προς το κοινό είναι ανεξάρτητη από την ενδεχόμενη μελλοντική εισαγωγή των ομολογιών στο χρηματιστήριο. Σε κάθε περίπτωση η εισαγωγή των ομολογιών στο χρηματιστήριο δεν είναι υποχρεωτική για την εκδότρια, όταν η πρόσκληση προς το κοινό συμπίπτει χρονικά με την αίτηση εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Η εκδότρια μπορεί να καταρτίσει το ενημερωτικό δελτίο είτε ως ενιαίο έγγραφο είτε με τη μορφή χωριστών εγγράφων. Επίσης, η εκδότρια μπορεί να προβεί στην έκδοση βασικού ενημερωτικού δελτίου, το οποίο περιλαμβάνει όλες τις πληροφορίες που σχετίζονται με τον εκδότη και τις κινητές αξίες που πρόκειται να αποτελέσουν αντικείμενο εισαγωγής στο χρηματιστήριο, καθώς και τους τελικούς όρους προσφοράς (άρθρο 5 παρ. 5 ν. 3401/2005).

Η δημόσια εγγραφή αποτελεί τρόπο διάθεσης των μετοχών ή των ομολογιών στο επενδυτικό κοινό με τη διαμεσολάβηση πιστωτικών ιδρυμάτων ή ένωσης τραπεζών για τη διαμεσολάβηση¹⁷. Από νομική σκοπιά δημόσια εγγραφή χαρακτηρίζεται η κατάρτιση επιμέρους συμβάσεων μεταξύ της εκδότριας και των επενδυτών με τις οποίες οι τελευταίοι αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλλουν στην εταιρεία το ποσό που αντιστοιχεί από αυτούς αναληφθείσες ομολογίες, ενώ η εταιρεία αναλαμβάνει από την πλευρά της την υποχρέωση να διαθέσει τις ομολογίες αυτές στους αντισυμβαλλόμενους επενδυτές¹⁸. Η απεύθυνση των δηλώσεων βούλησης των εγγραφομένων με την οποία καταρτίζεται η σύμβαση δανείου, η καταβολή των ποσών του δανείου και η παράδοση των ομολογιών γίνονται από και προς τον ανάδοχο, ο οποίος ενεργεί ως αντιπρόσωπος της εκδότριας¹⁹. Καταρχήν η έκδοση ομολογιακού δανείου δεν υπόκειται σε ποσοτικό περιορισμό (άρθρο 59 παρ. 4 ν. 4548/2018), με την επιφύλαξη, όμως, των διατάξεων για τη διάθεση ομολογιακού δανείου με δημόσια προσφορά, σύμφωνα και με το άρθρο 16 παρ. 3 του ίδιου νόμου ειδικά για το μετατρέψιμο²⁰. Για τη σύναψη ομολογιακού δανείου μέσω δημόσιας εγγραφής απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ανεξάρτητα από το αν η εταιρία ζητά την εισαγωγή των μετοχών σε ρυθμιζόμενη αγορά.

¹⁷ Ρόκας Ν. Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη 2002, σελ. 145

¹⁸ Γεωργακόπουλος Τραπεζικό και χρηματιστηριακό δίκαιο, 136, Πασσιάς, ό.π., 75

¹⁹ Ρόκας Ν., ό.π., σελ. 148

²⁰ Επ' αυτών πρέπει να λαμβάνεται ιδιαίτερα υπόψη το άρθρο 6 ν. 3371/2005 και ειδικότερα οι παρ. 6,7 σύμφωνα με τις οποίες «6. Το ελάχιστο ύψος ομολογιακού δανείου ορίζεται στο ποσό των διακοσίων χιλιάδων ευρώ. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς το ποσό αυτό μπορεί να αναπροσαρμόζεται. [...] Οι μετατρέψιμες ομολογίες, οι ανταλλάξιμες ομολογίες και οι ομολογίες με παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση άλλων κινητών αξιών δύνανται να εισαχθούν σε χρηματιστήριο, μόνο αν οι κινητές αξίες, στις οποίες αναφέρονται, έχουν εισαχθεί προηγουμένως σε αυτό το χρηματιστήριο ή σε άλλη οργανωμένη αγορά ή εισάγονται ταυτόχρονα.»

1.3 Η Συνέλευση των ομολογιούχων και ο Εκπρόσωπος

Η ως άνω (υπό 1.3 της παρούσας) διαπίστωση του «ενιαίου δανειακού συνόλου» δεν αναιρεί το γεγονός ότι κάθε ομολογιακός τίτλος διατηρεί την αυτοτέλειά του, με την έννοια ότι κάθε ομολογία χωριστά ενσωματώνει αυτόνομο και αυτοτελές δικαίωμα δανειστή και κάθε δικαιούχος μπορεί να ασκήσει μόνος του τα απορρέοντα εκ της ομολογίας δικαιώματα. Ως εκ τούτου, μόνο όπου ο νόμος ή η σύμβαση έκδοσης του ομολογιακού δανείου περιέχει αντίστοιχους όρους η ατομική άσκηση παραγκωνίζεται από τη συλλογική. Το άρθρο 63 του ν. 4548/2018 προβλέπει, όμως, την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα («Συνέλευση των ομολογιούχων») η οποία στις περιοριστικώς αναφερόμενες στον νόμο είναι υποχρεωτική, ειδάλως είναι προαιρετική. Υποχρεωτική είναι η οργάνωση σε ομάδα όταν οι ομολογίες εισάγονται σε ρυθμιζόμενη αγορά, όταν το ομολογιακό δάνειο χορηγείται στο πλαίσιο χρηματοδότησης με τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων ή τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα και όταν εξασφαλίζεται με εμπράγματα ασφάλειες. Η Συνέλευση των Ομολογιούχων είναι ένωση προσώπων δίχως νομική προσωπικότητα (άρθρο 63 παρ. 1 ν. 4548/2018), η οποία βρίσκει έρεισμα στο νόμο και δεν είναι αστική εταιρεία, όπως αφήνει να εννοηθεί η εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003²¹, αφού απουσιάζει το στοιχείο της εταιρικής σύμβασης και του κοινού σκοπού, αλλά αποτελεί ειδική κοινωνία δικαιωμάτων που θεμελιώνεται με σαφή νομοθετική διάταξη. Επίσης, δεν θεωρείται όργανο της εκδότριας, καθώς οι ομολογιούχοι έχουν μόνο περιουσιακά και όχι συμμετοχικά δικαιώματα έναντι της εταιρείας.²²

Σε περίπτωση οργάνωσης των ομολογιούχων σε ομάδα, ορίζεται υποχρεωτικά από την εκδότρια «Εκπρόσωπος των ομολογιούχων» ο οποίος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους έναντι της εκδότριας δικαστικώς (ως μη δικαιούχος διάδικος) και εξωδίκως, εκτελώντας ειδικότερα τα περιγραφόμενα στο άρθρο 65 παρ. 3 ν. 4548/2018 καθήκοντα. Η συλλογική δράση των ομολογιούχων και η ευρύτατη εκπροσώπησή τους προσφέρει ευελιξία στη συμβατική σχέση μεταξύ εκδότριας και ομολογιούχων. Τούτο προκύπτει από το ότι για την ολοκλήρωση συγκεκριμένης συμφωνίας δεν απαιτείται η συναίνεση όλων των ομολογιούχων, αλλά η απόφαση της ομάδας δεσμεύει όλους και από το ότι σε περίπτωση ανωνύμων ομολογιών δεν απαιτείται η ατομική διαπραγμάτευση με κάθε κάτοχο, ο οποίος θα είναι και δυσχερώς εντοπίσιμος. Επιπλέον, περιστελλεται το φαινόμενο “free rider” (άσκηση μεμονωμένων αξιώσεων κατά της εκδότριας από κάθε ομολογιούχο ξεχωριστά) προς όφελος της εκδότριας

²¹ Γίνονται αναφορές στην αιτιολογική έκθεση επί διατάξεων του εν λόγω νόμου που μεταφέρθηκαν δίχως τροποποίηση από τον ν. 4548/2018 στο ισχύον δίκαιο.

²² Βερβεσός Ν. εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), Τόμος 10, Ομολογίες και Τιτλοποίηση Απαιτήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη 2010, σελ. 370.

που διαπραγματεύεται για την πορεία του δανείου με ένα μόνο πρόσωπο, τον εκπρόσωπο. Θα πρέπει, βέβαια, να αναφερθεί ότι κατά το άρθρο 60 παρ. 6 ν. 4548/2018: «Από τη λήξη του ομολογιακού δανείου ο ομολογιούχος ασκεί τα δικαιώματά του ατομικώς, εκτός αν προβλέπουν διαφορετικά οι όροι του δανείου»²³. Ο δε εκπρόσωπος, έχοντας υποχρεωτικά εκ του νόμου τις ιδιότητες του άρθρου 64 παρ. 2 ν. 4548/2018 λειτουργεί και προς το συμφέρον των επενδυτών, οι οποίοι προσχωρούν στη σύμβαση που μονομερώς κατήρτισε η εκδότρια αποφεύγουν όμως μέσω του εκπροσώπου λανθασμένους επενδυτικούς χειρισμούς λόγω απειρίας ή λόγω της αδυναμίας πρόσβασης – ως μη θεσμικών επενδυτών - στις απαραίτητες πληροφορίες για την παρακολούθηση του δανείου.²⁴

Η δυνατότητα των συμβαλλομένων να προσδιορίσουν τις αρμοδιότητες της Συνέλευσης των Ομολογιούχων δε σημαίνει ότι δεν τίθενται περιορισμοί ως προς την αρμοδιότητά της, η οποία οριοθετείται στο άρθρο 63 παρ. 2 του ν. 4548/2018 ιδίως από την αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των ομολογιούχων. Ειδική μνεία θα πρέπει να γίνει στο πλαίσιο της παρούσας στην καινοτομία που εισάγει ο νόμος για τις μετατρέψιμες ομολογίες επί του ζητήματος αυτού. Σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νόμου επί του ως άνω άρθρου: «Καταργείται η απαγόρευση της μετατροπής ομολογιών σε μετοχές με απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων ως περιττός περιορισμός στην ελευθερία των συναλλαγών. Όπου οι συναλλασσόμενοι δεν επιθυμούν να υπάρχει η δυνατότητα αυτή, δύνανται να προβλέψουν αυξημένη πλειοψηφία ή και ομοφωνία ως προϋπόθεση, προκειμένου να λάβει σχετική απόφαση η συνέλευση των ομολογιούχων.»

1.4 Οι σχέσεις των ομολογιούχων μεταξύ τους

Οι σχέσεις που δημιουργούνται από την έκδοση ομολογιακού δανείου ρυθμίζονται, όπως προαναφέρθηκε εκ του νόμου και όχι από μεταξύ τους σύμβαση και διέπονται από την αρχή της ίσης μεταχείρισης των κατόχων ομολογιών της ίδιας σειράς έκδοσης. Αφ' ενός τούτο σημαίνει ότι οι ομολογίες παρέχουν ίδια δικαιώματα και είναι εξοπλισμένες με τους ίδιους όρους. Ομοίως με όσα ισχύουν για τις μετοχές διαφορετικών εκδόσεων, ομολογίες διαφορετικής σειράς μπορούν να αντιπροσωπεύουν διαφορετική ονομαστική αξία και να χορηγούν διαφορετικά επιμέρους δικαιώματα.²⁵ Η αρχή υπαγορεύεται από το άρθρο 63 παρ. 2 ν. 4548/2018 ως προς την οριοθέτηση της λήψης αποφάσεων από τη συνέλευση των ομολογιούχων. Αφ' ετέρου, η ισότιμη μεταχείριση επιβάλλει την αποχή της εκδότριας από

²³ Η πρόβλεψη αυτή, η οποία μεταφέρεται αυτούσια από τη ρύθμιση του ν. 3156/2003, άρθρο 7 σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003 αφορά την έκταση της εκπροσωπευτικής εξουσίας του εκπροσώπου (ΚΝοΒ 2003, σελ. 1033).

²⁴ Τουντόπουλος Επισκ ΕΔ 2003, 974 επ.

²⁵ Τριανταφυλλάκης εις ΔικΑΕ 2010, αριθμ. 62.

την αδικαιολόγητη και χωρίς τη συναίνεση του θιγομένου άνιση κατανομή βαρών ή παροχή ωφελειών.²⁶ Αυτή η έκφανση της αρχής ισότιμης μεταχείρισης των ομολογιούχων δεν προκύπτει ευθέως από το νόμο, αλλά γίνεται δεκτή, όπως και υπό το προϊσχύον δίκαιο. Κάμψη της εν λόγω αρχής παρατηρείται στις περιπτώσεις έκδοσης ομολογιών διαφορετικής ονομαστικής αξίας από το ίδιο ομολογιακό δάνειο και αν προβλέπεται για ορισμένες ομολογίες δυνατότητα πρόωρης εξόφλησης.²⁷

Ειδικότερο περιεχόμενο λαμβάνει δε η αρχή αυτή στο πλαίσιο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και ειδικότερα σύμφωνα με το άρθρο 17 Ν. 3556/2007: *«Παροχή διευκολύνσεων και πληροφοριών από εκδότες κινητών αξιών 1. Ο εκδότης μετοχών που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά διασφαλίζει την ίση μεταχείριση όλων των κατόχων μετοχών που βρίσκονται στην ίδια θέση. Το προηγούμενο εδάφιο ισχύει και προκειμένου για εκδότη χρεωστικών τίτλων αναφορικά με την ίση μεταχείριση όλων των κατόχων χρεωστικών τίτλων ίσης κατάταξης ως προς όλα τα δικαιώματα που ενσωματώνονται σε αυτούς τους χρεωστικούς τίτλους.»*

1.5 Το πρόγραμμα και οι όροι του ομολογιακού δανείου

Στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου περιέχονται όροι που δεσμεύουν τον ομολογιούχο και κάθε καθολικό ειδικό διάδοχο του, καθώς και κάθε τρίτο οποίος έλκει δικαιώματα από τα ανωτέρω πρόσωπα. Επομένως, αποτελούν τους όρους της σύμβασης εγγραφής που καταρτίζεται μεταξύ της εκδότριας και τον ομολογιούχο δανειστή. Οι κοινοποιήσεις του προγράμματος στον αποδέκτη αποτελούν πρόταση της εκδότριας προς σύναψη σύμβασης εγγραφής σε ομολογιακό δάνειο. Οι όροι του δανείου καθορίζονται από το όργανο που αποφασίζει την έκδοση του ομολογιακού δανείου αυτοί αφορούν ενδεικτικά το ανώτατο ποσό του δανείου, τη μορφή του, την ονομαστική αξία ή τον αριθμό των ομολογιών, τον τρόπο κάλυψης, το επιτόκιο, τον τρόπο προσδιορισμού, τα ωφελήματα για τις ασφάλειες που παρέχονται στους ομολογιούχους, τον ορισμό πληρεξουσίου καταβολών, την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα, τον χρόνο αποπληρωμής και αν γίνει εξόφληση των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις ομολογίες και διαδικασία καταγγελίας και την προθεσμία στην οποία έπρεπε να διατεθούν οι ομολογίες.²⁸ Η αναφορά είναι ενδεικτική, αφού στο πλαίσιο της ελευθερίας των συμβάσεων είναι δυνατή η εισαγωγή πληθώρας ρητρών και όρων στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου. Οι όροι και οι ρήτρες αυτοί όμως δεν πρέπει να έρχονται σε αντίθεση με τη νομική φύση του ομολογιακού δανείου και του

²⁶ Κουλουριάνος Θ. ό.π., σ. 25.

²⁷ Βερβεσός Ν., ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...], σελ. 308.

²⁸ Πασσιάς ό.π., 76 και Βερβεσός Ν., ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...], σελ. 308 επ.

συγκεκριμένου κάθε φορά είδους του ομολογιακού δανείου, η έκδοση του οποίου αποφασίστηκε.

Τυπικές περιπτώσεις κατά τις οποίες ανακύπτουν ζητήματα τροποποίησης των όρων του ομολογιακού δανείου αποτελούν η εξυγίανση της εκδότριας για αλλαγή διάταξης για τη φορολόγηση των ομολογιών, η μετατροπή ή συγχώνευση της εκδότριας, καθώς και η ύπαρξη ανταλλακτικών ρητρών στο πρόγραμμα του δανείου, οι οποίοι λόγω της μεταβολής των συνθηκών και των σύνθετων προβλημάτων που παρουσιάζει ο τρόπος χρηματοδότησης μιας επιχείρησης χρήζουν τροποποίησης. Στο πλαίσιο αυτό οι συνήθεις αλλαγές είναι η αναβολή της προβολής της αξίας των ομολογιούχων για επιστροφή του κεφαλαίου, η παραίτηση, η μείωση της αξίωσης από τους τόκους, η αναβολή της προβολής της αξίας της για καταβολή των τόκων ή μη άσκηση του δικαιώματος καταγγελίας, η συνολική ή μερική μετατροπή της ομολογίας σε μετοχικό κεφάλαιο.²⁹

Σύμφωνα με το άρθρο 60 παράγραφος 7 ν. 4548/18, όταν επιβαρύνονται τα δικαιώματα των ομολογιούχων για την τροποποίηση των όρων, είναι απαραίτητη η σύμπραξη τους. Συγκεκριμένα η τροποποίηση με δυσμενέστερους των αρχικών όρων δεν είναι δυνατή παρά μόνο αν συνέλευση των ομολογιούχων έχει δώσει με απαρτία και πλειοψηφία των δύο τρίτων του συνόλου του δανείου την έγκριση της. Η διάταξη αυτή είναι αναγκαστικού δικαίου και ως εκ τούτου οι όροι του ομολογιακού δανείου με τους οποίους παρέχεται το δικαίωμα στην εκδότρια να τροποποιήσει μονομερώς τους όρους του δανείου περιορίζονται στα δικαιώματα των ομολογιούχων είναι άκυρη ως αντίθετη στο νόμο.

Θα πρέπει επ' αυτού να παρατηρηθεί επιπλέον, ότι οι όροι του ομολογιακού δανείου δεν αποτελούν συνήθως αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης, αλλά είναι διατυπωμένοι από την πλευρά της εκδότριας. Ως εκ τούτου ο ομολογιούχος δεν έχει καμία δυνατότητα επιρροής στη διαμόρφωση αυτών των όρων, αλλά του επιβάλλονται κατά κανόνα μονομερώς από την εκδότρια (take it or leave it), γεγονός που επιβάλλει την αναγκαιότητα του δικαστικού ελέγχου τους. Υποστηρίζεται ότι, εφόσον η εκδότρια θεωρείται προμηθευτής κατά την έννοια του άρθρου 1 παρ. 4β του ν. 2251/1994, ο δικαστικός έλεγχος των όρων του ομολογιακού δανείου θα πρέπει να γίνεται με βάση τις διατάξεις για το δίκαιο του καταναλωτή. Σε κάθε περίπτωση ο δικαστικός έλεγχος των όρων του ομολογιακού δανείου με βάση το δίκαιο του καταναλωτή δεν τίθεται υπό αμφισβήτηση, όταν αυτό διατίθεται στους επενδυτές από την ίδια την εκδότρια ή από αντιπροσώπους αυτής. Υποστηρίζεται στη θεωρία ως ορθή η παραδοχή αυτή, και στην περίπτωση διαμεσολάβησης αναδόχου, διότι η προστασία υπό το

²⁹Βερβεσος Ν., ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...] σελ. 342.

πρίσμα το δίκαιο του καταναλωτή δεν υποκαθίσταται από την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα ούτε και από τις διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.³⁰ Στο ίδιο μοτίβο, επισημαίνεται ότι εξαιτίας του χαρακτήρα των όρων του ομολογιακού δανείου ως ΓΟΣ, αλλά και για λόγους που έχουν να κάνουν με το ιδιωτικό δίκαιο³¹, η ερμηνεία των όρων θα πρέπει να είναι αντικειμενική και εν αμφιβολία εις βάρος της εκδότριας. Για την ερμηνεία αυτή λαμβάνεται υπόψη ο μέσος ιδιώτης επενδυτής.³²

1.6 Επιτόκιο και οφειλόμενος τόκος. Υποχρέωση εξόφλησης ομολογίας.

Συνήθως τα ομολογιακά δάνεια παρέχουν στους ομολογιούχους αξίωση να εισπράττουν περιοδικά τόκο³³ (ομολογιακά δάνεια με τοκομερίδια), ο οποίος μπορεί να είναι σταθερός ή κυμαινόμενος. Το σταθερό επιτόκιο παρέχει στα μέρη το πλεονέκτημα του εκ των προτέρων υπολογισμού των εξόδων και των εσόδων τους αντίστοιχα. Όμως, από την άλλη πλευρά το κυμαινόμενο επιτόκιο εξασφαλίζει στα μέρη ότι ανταποκρίνεται κάθε στιγμή στο τρέχον επιτόκιο της αγοράς. Αυτό επιτυγχάνεται με την χρήση των δεικτών αναφοράς όπως το LIBOR ή το EURIBOR, συνδυαστικά με την πρόβλεψη ενός επιπρόσθετου αμετάβλητου ποσού για τον καθορισμό του συνολικού επιτοκίου.³⁴ Με το άρθρο 60 του νόμου 4548/18 εισάγεται προβλέπεται ότι τα ομολογιακά δάνεια που δε θα υπόκεινται στο ανώτατο δικαιοπρακτικό επιτόκιο³⁵. Δεδομένου ότι το ανώτατο δικαιοπρακτικό επιτόκιο τίθεται για την προστασία του οφειλέτη και όχι του δανειστή δεν είναι εύλογο να γίνεται διάκριση ανάλογα με την ιδιότητα των ομολογιούχων. Ως εκ τούτου επήλθε η απελευθέρωση του επιτοκίου για όλα τα ομολογιακά δάνεια και όχι μόνο για εκείνα που καλύπτονται από τράπεζες. Εννοείται ότι σε κάθε περίπτωση οι συμφωνίες περί επιτοκίου υπόκεινται σε δικαστικό έλεγχο με βάση το άρθρο 178, 179 και 281 ΑΚ.³⁶

³⁰Τούτο ισχύει πολύ περισσότερο στην ελληνική έννομη τάξη, αφού ο κανόνας στην Ελληνική τραπεζική πρακτική είναι η εγγυημένη αναδοχή. (Ρόκας Στοιχεία Τραπεζικού δικαίου, σελ.146) Επίσης θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι συνήθως τα συμφέροντα τόσο της εκδότριας, όσο και των τραπεζών ταυτίζονται, αφού πρωταρχικό μέλημα και των δύο είναι η όσο το δυνατόν ταχύτερη πώληση των ομολογιών στο επενδυτικό κοινό. Εξάλλου στην πράξη η ανάδοχος τράπεζα δεν προβαίνει σε κάποιον έλεγχο των όρων του ομολογιακού δανείου και δεν λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα των μελλοντικών επενδυτών. Η έννομη θέση των τελευταίων παραμένει επομένως η ίδια, αφού οι όροι του δανείου αποφαινόνται αποκλειστικά και μόνο στους ομολογιούχους δανειστές. (Βερβесός, ό.π. Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...], 348.)

³¹ εφόσον οι ομολογίες έχουν ενσωματωθεί σε αξιόγραφα με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται η εμπορευσιμότητα του αξιόγραφου και η λειτουργικότητα της κεφαλαιαγοράς

³² Βερβесός Ν., ό.π. Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...] ό.π. σελ. 346

³³ Όπως άλλωστε προβλέπει και το άρθρο 69 Ν. 4548/2018

³⁴ Βερβесός Ν., Τόμος 10, 310.

³⁵ Ήδη με το νόμο 4416/16 η ίδια ρύθμιση προβλεπόταν και για τα ομολογιακά δάνεια που εισάγονται σε ρυθμιζόμενη αγορά ή καλύπτονται αποκλειστικά από επαγγελματίες επενδυτές, σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του εν λόγω άρθρου.

³⁶ Αιτιολογική Έκθεση Ν. 4548/2018 επί του άρθρου 60.

Εκτός από την καταβολή του τόκου, βασική υποχρέωση της εκδότριας είναι και η εξόφληση ομολογιών, δηλαδή η καταβολή του αναγραφόμενου σε αυτήν ποσού κατά τον συμφωνηθέντα χρόνο. Η εκδότρια θα πρέπει να καταβάλει την ονομαστική αξία των ομολογιών, ακόμη και αν αυτές έχουν εκδοθεί υπό το άρτιο, δηλαδή σε τιμή μικρότερη της ονομαστικής αξίας.³⁷ Η τοκοφορία της ομολογίας παύει με την εξόφλησή της³⁸ ή με την απόσβεση της οφειλής για το κεφάλαιο, ενώ υποστηρίζεται ότι η πτώχευση της εκδότριας δεν επιφέρει διακοπή τοκογονίας.³⁹

1.7 Τι είναι το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο

Μετατρέψιμο είναι το ομολογιακό δάνειο στο πρόγραμμα του οποίου συμφωνείται ο ομολογιούχος/ οι ομολογιούχοι να έχουν, πέραν της απαίτησης εξόφλησης του κεφαλαίου και απόληξης του τόκου, τη διαζευκτική ευχέρεια να αξιώσουν για την ικανοποίηση της απαίτησής του/ τους τη μετατροπή των ομολογιών τους σε μετοχές της εκδότριας δανειολήπτριας εταιρείας. Γι' αυτό το λόγο, λέγεται ότι η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες συνιστά αύξηση κεφαλαίου που τελεί υπό την αναβλητική αίρεση της μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές.⁴⁰ Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και η απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας επέρχονται από την περιέλευση της δήλωσης του ομολογιούχου περί μετατροπής στην εταιρεία. Με τη μετατροπή της ομολογίας σε μετοχή, μετατρέπεται και το ποσό καταβολής για την απόκτηση ομολογίας σε εισφορά, πράγμα που συνεπάγεται και την παράλειψη εκτιμητικού ελέγχου του άρθρου 17 ν. 4548/2018. Έτσι, το κεφάλαιο αυξάνεται κατά το ποσό της αξίας των χορηγούμενων μετοχών, μειώνεται δε αντίστοιχα το ποσό του ομολογιακού δανείου⁴¹.

Οι μετατρέψιμες ομολογίες αναγνωρίζονται από τον Ν. 4548/2018 ως επιτρεπτός εκδιδόμενος τίτλος από την ΑΕ στο άρθρο 33 παρ.1 ως ειδικότερη μορφή ομολογιών.⁴² Οι κοινές ομολογίες μπορεί να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες, αντίθετα οι μετατρέψιμες (και οι ανταλλάξιμες με τίτλους που είναι εκ του νόμου ονομαστικοί) είναι πάντα ονομαστικές.

³⁷ Πασσιάς, ό.π., σελ. 150 και Βερβεσός Ν., ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...] σελ. 353.

³⁸ Σωτηρόπουλος 3^Α, αριθμ. 77

³⁹ Πασσιάς 151, αντίθετα Καραβά νο. 1302

⁴⁰ Σωτηρόπουλος, ό.π. σ. 463.

⁴¹ Ρόκας Ν., ό.π., σελ. 412.

⁴² Η απαρίθμηση των εκδιδόμενων τίτλων είναι κατ' αρχήν περιοριστική στο νόμο, ωστόσο η παρ. 3 του ίδιου άρθρου επιτρέπει σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση μία πρακτική γνωστή στις διεθνείς αγορές, τη σύνδεση (starling) περισσότερων τίτλων που εκδίδει η εταιρεία ώστε να μπορούν να αποκτώνται ή να διατίθενται μόνο από κοινού, πρακτική που επιφέρει χαλάρωση της αρχής του κλειστού αριθμού.

1.8 Νομική φύση του δικαιώματος μετατροπής

Ως προς τη νομική του φύση, το δικαίωμα είναι διαπλαστικό και με την άσκησή του ο ομολογιούχος δανειστής απαλλοτριώνει την αξίωσή του από τις ομολογίες αποκτώντας μετοχικά δικαιώματα. Η απόκτηση μετοχών μέσω της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής συνιστά *facultas alternative* του ομολογιούχου δανειστή. Ειδικότερα, ο τελευταίος αποδέχεται πρόταση της εκδότριας εταιρείας με συνέπεια την απόσβεση της ενοχής και τη δημιουργία μετοχικής έννομης σχέσης. Πάντως, η παροχή δικαιώματος μετατροπής δε συνεπάγεται δημιουργία σύμβασης ανταλλαγής υπό την έννοια του 573 ΑΚ, ούτε διαζευκτική ενοχή με την έννοια του 305ΑΚ.⁴³ Το δικαίωμα ασκείται με μονομερή, απευθυντέα δήλωση βούλησης, η οποία συνήθως είναι ανέκκλητη. Προϋπόθεση άσκησης του δικαιώματος είναι η κατοχή του τίτλου⁴⁴, ενώ επί άυλων ομολογιών η απόδειξη της ιδιότητας του ομολογιούχου δανειστή με προσκόμιση σχετικής βεβαίωσης.⁴⁵ Το δικαίωμα μετατροπής δεν μπορεί να μεταβιβασθεί αυτόνομα, παρά μόνο μαζί με την ομολογία, ενώ δεν μπορεί να ενσωματωθεί σε αξιόγραφο.⁴⁶

Με την περιέλευση της δηλώσεως στην εκδότρια ο ασκών το δικαίωμα μετατροπής ομολογιούχος δανειστής καθίσταται μέτοχος και έχει υποχρέωση παράδοσης των τίτλων των μετατρέψιμων ομολογιών και αξίωση παράδοσης των τίτλων των υποκείμενων μετοχών. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης της εκδότριας με την ως άνω υποχρέωση χωρεί καταναγκασμός κατ' άρθρο 946 ΚπολΔ, ενόψει του ότι η έκδοση μετοχών συνιστά υλική πράξη. Διευκρινίζεται, πάντως, ότι η παράδοση των μετοχών δεν είναι όρος απόκτησης της μετοχικής ιδιότητας.⁴⁷ Για την απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας αρκεί η περιέλευση της δήλωσης και όχι, όπως υποστηρίζεται, η έκδοση και χορήγηση των τίτλων έχει δηλωτικό και όχι συστατικό χαρακτήρα. Με την παραδοχή αυτή αποκαθίσταται η γενική αρχή του δικαίου της Α.Ε. σύμφωνα με την οποία προϋπόθεση δημιουργίας του μετοχικού δικαιώματος είναι η αποδοχή ανάληψης μετοχών.⁴⁸

Η μετατροπή των ομολογιών θα πρέπει να τονισθεί ότι εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια του ομολογιούχου και δεν μπορεί να ανασταλεί από απόφαση εταιρικού οργάνου,

⁴³ Βερβεσός Ν., εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, επιμ. Ε. Περάκη, Τόμος 1, 3^α, αρ.18, με περεταίρω παραπομπές σε Σωτηρόπουλο, Πασσιά

⁴⁴ Βερβεσός Ν., ό.π. και Πασσιάς, ό.π. σ.123

⁴⁵ Σωτηρόπουλος Γ. ό.π., αρ. 96.

⁴⁶ Πασσιάς ό.π. σελ. 121.

⁴⁷ Πασσιάς ό.π. σελ. 125.

⁴⁸ Βερβεσός Ν., ό.π. με περεταίρω παραπομπές στη νομολογία, Γεωργακόπουλος, Το Δίκαιον των Εταιρειών, ΙΙ, Αθήνα, 1972, σ.407, Πασσιάς ό.π σελ.123, Σωτηρόπουλος Γ, ό.π., αριθμ. 100, Τριανταφυλλάκης, Η αύξηση του κεφαλαίου στην ΑΕ και ο αποκλεισμός του δικαιώματος προτίμησης, 279.

καθώς μια τέτοια επέμβαση στα δικαιώματά του προϋποθέτει τη συναίνεσή του. Ωστόσο, είναι δυνατό να προβλεφθεί συμβατικά ρήτρα προσωρινής αναστολής άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, η οποία λειτουργεί για την εκδότρια ως εργαλείο εξασφάλισης της σταθερότητας του μετοχικού της κεφαλαίου. Θα πρέπει όμως να λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος καταχρηστικής χρήσης της δυνατότητας αυτής από την εκδότρια, γεγονός που επιβάλλει το νομοθετικό περιορισμό της εν λόγω συμβατικής ρήτρας⁴⁹.

1.4. Η νομική θέση του κομιστή μετατρέψιμης ομολογίας

Σύμφωνα με την απολύτως κρατούσα άποψη, ο ομολογιούχος επέχει θέση πιστωτή έναντι της εκδότριας, ανεξάρτητα από το αν έχει συμφωνηθεί δικαίωμα μετατροπής ή όχι. Δεδομένου ότι το δικαίωμα μετατροπής είναι ενοχικό και εμμένοντας στις δογματικές διαφορές ομολογίας και μετοχής, όσο οι ομολογιούχοι δεν ασκούν το δικαίωμα μετατροπής, παραμένουν δανειστές. Περαιτέρω, κατά την κρατούσα άποψη δεν μπορεί να αναγνωρισθεί για τον κάτοχο μετατρέψιμης ομολογίας ούτε δικαίωμα προσδοκίας, ούτε κάποιου είδους προενέργεια μετοχικής σχέσης. Ο δυσπόστατος οικονομικός χαρακτήρας της μετατρέψιμης ομολογίας δεν μπορεί να “μεταφραστεί” σε νομικό, αφού στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο η αυστηρή διάκριση κεφαλαίου και χρέους δεν επιτρέπει την ίδρυση υβριδικής μορφής μετοχικής και συνάμα ενοχικής σχέσης.⁵⁰ Η άποψη αυτή, όμως, δεν είναι ανεπίδεκτη αμφισβήτησης.

Υποστηρίζεται⁵¹ ότι θα αποτελεί ο εν λόγω ομολογιούχος «εν δυνάμει ή υπό αίρεση μέτοχο», διότι η επέλευση της μετοχικής σχέσης εξαρτάται αποκλειστικά από τη βούληση του ομολογιούχου, προϋποθέτει αύξηση κεφαλαίου τελούσα υπό την αναβλητική αίρεση της μετατροπής και επιπλέον αναγνωρίζεται νομοθετικά. Υποστηρίζεται ακόμη, ότι λόγω του υψηλού βαθμού διασφάλισης κτήσης της μετοχικής ιδιότητας από τον κάτοχο μετατρέψιμης ομολογίας, ο τελευταίος έχει “οιονεί δικαίωμα προσδοκίας να καταστεί μέτοχος της εταιρείας”. Κατά ορθότερη, όμως, γνώμη η θέση αυτή δε βρίσκει ικανά ερείσματα στη θεωρία του αστικού δικαίου για το δικαίωμα προσδοκίας. Αντίθετα, η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου δεν μπορεί να θεωρηθεί ως καταρτισθείσα σύμβαση ανάληψης μετοχών, η οποία τελεί υπό την αίρεση άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, καθώς από την πλήρωση της αίρεσης εξαρτάται η δημιουργία της μετοχικής σχέσης και όχι απλώς η έναρξη των αποτελεσμάτων αυτής. Επιπλέον, το δικαίωμα μετατροπής ως διαπλαστικό

⁴⁹ Κουλουριάνος Θ., ό.π. σελ. 145 επ.

⁵⁰ Κουλουριάνος Θ. ό.π., σελ.90.

⁵¹ Τουντόπουλος Β., Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 18^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2009, σελ. 38, Ταρνανίδου ΕπισκεΔ1999, σελ.422 και Ψαρουδάκης ΕΕμπΔ 2009, 816

δικαίωμα με την άσκησή του αποσβένεται, ενώ το δικαίωμα προσδοκίας με την πλήρωση της αίρεσης μεταβάλλεται σε πλήρες δικαίωμα.⁵²

Η πρακτική σημασία της αναγνώρισης ενός είδους «προενέργειας» μετοχικών δικαιωμάτων του κατόχου μετατρέψιμων ομολογιών αποβλέπει στην προστασία των δικαιωμάτων του ομολογιούχου μέσω των διατάξεων 204, 207 ΑΚ,⁵³ αλλά και τη λήψη υπόψη των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών κατά την άσκηση της διοίκησης της εκδότριας. Τα συμφέροντα του ομολογιούχου μετατρέψιμης ομολογίας πράγματι τυγχάνουν προστασίας από την έννομη τάξη, όμως, οι σύγχρονες προσεγγίσεις θέτουν σε άλλη βάση τη θεμελίωση της προστασίας των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών (όπως αναλύεται κατωτέρω υπό το Κεφάλαιο 6 της παρούσας) δίχως να καταφεύγουν στην κατασκευή του «εν δυνάμει/ υπό αίρεση μετόχου», η οποία παρουσιάζει δογματικές ασυνέπειες και δεν βρίσκει έρεισμα στο γράμμα του 4548/2018, όπως δεν έβρισκε ούτε και στο προϊσχύον δίκαιο. Επομένως, ορθότερο είναι ο χαρακτηρισμός των μετατρέψιμων ομολογιών ως μικτά αξιόγραφα (και συνακόλουθα η θέση του κομιστή τους) που τοποθετούνται ανάμεσα από τη μετοχή και την ομολογία να χρησιμοποιείται από οικονομική και όχι από νομική σκοπιά.⁵⁴

1.10 Η οικονομική αξία της μετατρέψιμης ομολογίας

Η συγχώνευση δύο κατηγοριών δικαιωμάτων, δηλαδή του δικαιώματος στο κεφάλαιο και στον τόκο και του δικαιώματος μετατροπής έχει επιπτώσεις και στον προσδιορισμό της αξίας της μετατρέψιμης ομολογίας. Η μετατρέψιμη ομολογία συνίσταται κατά ένα μέρος σε απλή ομολογία και κατ' επέκταση η αξία της επηρεάζεται από τους ίδιους παράγοντες που επιδρούν στην αξία μιας κοινής ομολογίας, όπως η μεταβλητότητα του επιτοκίου στην αγορά και ο κίνδυνος αφερεγγυότητας της εκδότριας⁵⁵. Λόγω, όμως του δικαιώματος μετατροπής, προσδιορίζεται και από τους ίδιους παράγοντες που διαμορφώνουν την τρέχουσα αξία της μετοχής. Το μέγεθος που εκφράζει αυτή τη σύνδεση της ομολογίας με τις μετοχές της εκδότριας είναι η αξία μετατροπής. Δηλαδή, η τρέχουσα αξία των μετοχών στις οποίες είναι μετατρέψιμη η κάθε ομολογία. Κατά συνέπεια η αξία μετατροπής εξαρτάται σταθερά από τον αμετάβλητο αριθμό των μετοχών που θα προκύψουν από τη μετατροπή και κυμαίνεται σε συνάρτηση με τη μεταβαλλόμενη τρέχουσα αξία των μετοχών⁵⁶. Έτσι, εφόσον η τρέχουσα αξία της μετατρέψιμης ομολογίας προσδιορίζεται από δύο επιμέρους αξίες δεν θα είναι ποτέ

⁵² Κουλουριάνος, ό.π., σελ.115 επ.

⁵³ Την εφαρμογή των οποίων δέχεται ο Γεωργακόπουλος, ό.π., σελ 409.

⁵⁴ Σωτηρόπουλος, ό.π., σ. 444.

⁵⁵ Bratton W., The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds, Wisconsin Law Review 1984, p. 675

⁵⁶ Bratton ό.π, σελ. 907

μικρότερη είτε της μίας είτε της άλλης⁵⁷. Αν η τρέχουσα αξία είναι μεγαλύτερη, είτε της αξίας μετατροπής, είτε της αξίας του τμήματος που αντιστοιχεί στην απλή ομολογία, η διαφορά ονομάζεται πριμ μετατροπής⁵⁸.

Έχοντας υπόψη τα παραπάνω, η αξία της μετατρέψιμης ομολογίας καταρχήν ακολουθεί την ανοδική πορεία της τρέχουσας αξίας της μετοχής, εφόσον μαζί με την τελευταία αυξάνεται και η αξία μετατροπής. Όταν το πριμ μετατροπής, δηλαδή η θετική διαφορά της τρέχουσας αξίας του τίτλου και της αξίας μετατροπής εξαλείφεται, τότε ο δικαιούχος έχει συμφέρον να μετατρέψει τους τίτλους σε μετοχές. Το πριμ μετατροπής μηδενίζεται, όταν η αξία μετατροπής και η αξία μετατρέψιμης ομολογίας συμπέσουν. Με άλλη διατύπωση, ο βέλτιστος χρόνος μετατροπής για το δικαιούχο θεωρητικά σημειώνεται αμέσως μόλις η απόδοση της μετοχής ταυτιστεί και πρόκειται να υπερβεί την αξία της μετατρέψιμης ομολογίας. Όταν, δηλαδή, το διανεμόμενο μέρισμα υπερβεί τον τόκο⁵⁹.

Αντίθετα, η πτώση της τρέχουσας αξίας της μετοχής επιφέρει περιορισμένα αποτελέσματα στην αξία της μετατρέψιμης ομολογίας. Εξάλλου, ακόμη και αν η αξία της μετοχής ακολουθεί την καθοδική τύχη της τρέχουσας αξίας της μετοχής, η μετατρέψιμη ομολογία εξακολουθεί πάντα να έχει τουλάχιστον την αξία του τμήματος που ισοδυναμεί στην απλή ομολογία. Το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό προσδίδει μεγαλύτερη σταθερότητα στην καθοδική διακύμανση της αξίας της μετατροπής της ομολογίας, καθώς αυτή εμφανίζεται συγκρατημένη ακόμα και σε ακραία πτώση της αξίας της μετοχής.⁶⁰

Θα πρέπει επίσης να λαμβάνεται υπόψη ότι για χαμηλότερες τιμές της μετοχής η αξία της μετατρέψιμης ομολογίας εξαρτάται περισσότερο από την αξία του τμήματος που αντιστοιχεί σε απλή ομολογία ενώ για υψηλότερες τιμές της μετοχής επηρεάζεται περισσότερο από την αξία μετατροπής. Είναι σημαντικό να σημειωθεί επίσης, ότι η αξία της μετατρέψιμης ομολογίας προσδιορίστηκε από έναν τρίτο, λιγότερο από παράγοντα, δηλαδή την ευχέρεια κάθε δικαιούχου να επιλέξει είτε τη μετατροπή, είτε την εξόφληση του κεφαλαίου κατάληξη εξαρτώμενη από τα μελλοντικά δεδομένα. Για το λόγο αυτό, η αξία της μετατρέψιμης ομολογίας είναι συνήθως ανώτερη τόσο της αξίας μετατροπής όσο και της αξίας της συγκρίσιμης απλής ομολογίας.⁶¹

⁵⁷ Bratton, ό.π., σελ. 675

⁵⁸ Κουλουριάνος, ό.π. σελ. 91.

⁵⁹ Bratton, ό.π. σελ. 676, 678

⁶⁰ Bratton, ό.π., σελ. 677

⁶¹ Ross, S./R. Westerfield/B. Jordan, Fundamentals of Corporate Finance, Mc Graw- Hill/Irwin, 2006, p. 689

2) Οικονομική σκοπιμότητα έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

Οι μετατρέψιμες ομολογίες εντάσσονται από οικονομικής πλευράς στην έννοια γένους των υβριδικών μέσων χρηματοδότησης, όρος που ανταποκρίνεται διεθνώς σε ευρεία κατηγορία μορφωμάτων με κοινό χαρακτηριστικό τον συνδυασμό οικονομικών και νομικών στοιχείων των παραδοσιακών χρηματοδοτικών εργαλείων, ήτοι της ομολογίας και της μετοχής. Σε περίπτωση, λοιπόν, που εκδίδεται μετοχή με στοιχεία ομολογίας θα ομιλούμε για «υβριδική μετοχή», ενώ για ομολογία με στοιχεία μετοχής γίνεται λόγος για «υβριδική ομολογία». Κατ' επέκταση συνδυάζεται η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια (equity) και ξένα κεφάλαια (debt). Ο συνδυασμός αυτός εξυπηρετεί τις πολύπλοκες σύγχρονες ανάγκες χρηματοδότησης των εταιρειών.

Η «μετάλλαξη» της ομολογίας από απλό δανειστικό αξιόγραφο σε σύνθετο επενδυτικό μέσο επιχειρήθηκε προς ανάκτηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος στα ομολογιακά δάνεια. Συγκεκριμένα, ενώ αρχικώς οι ομολογίες λόγω της σταθερής απόδοσης και της ασφάλειας επιστροφής του κεφαλαίου θεωρούνταν ασφαλής επενδυτική τοποθέτηση, παρατηρήθηκε μεταστροφή των επενδυτών λόγω του ότι παρέμεναν εκτεθειμένες σε νομισματικούς και άλλους κινδύνους. Ειδικότερα, οι μετατρέψιμες ομολογίες (όπως και οι ανταλλάξιμες) συνιστούν υβριδικές συμμετοχικές ομολογίες, με την έννοια ότι η υβριδική φύση έγκειται στη δυνατότητα απόκτησης μετοχών της εκδότριας, που δημιουργήθηκαν ως δέλεαρ για την επένδυση σε μια εταιρεία με θετικές μερισματικές προοπτικές με την προσδοκία ανάληψης μετοχών, με παράλληλη μείωση του επιτοκίου και μετριασμού του κινδύνου λόγω του μακροπρόθεσμου χαρακτήρα.⁶²

2.1. Πλεονεκτήματα από πλευράς του επενδυτή- χρηματοδότη

Ο συνδυασμός των οικονομικών προνομίων του δανείου και της μετοχικής σχέσης αποτελεί το συγκριτικό πλεονέκτημα των μετατρέψιμων ομολογιών, έναντι των υπολοίπων μορφών ομολογιών.⁶³ Ο κάτοχος μετατρέψιμης ομολογίας διαφοροποιείται σαφώς από τον κάτοχο κοινής ομολογίας, καθώς έχει προβεί σε μία διπλή επένδυση. Αφ' ενός, σε ένα (υποσχετικό) αξιόγραφο σταθερού επιτοκίου (παρ' ό,τι το δικαίωμα απόληψης τόκου διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις κοινές ομολογίες), αφ' ετέρου στο δικαίωμα απόκτησης μετοχών.⁶⁴ Στην περίπτωση της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, η ωφέλεια του επενδυτή συνίσταται στη διαφορά της αγοραίας αξίας της μετοχής από την

⁶²Κουλουριάνος Θ., ό.π., σ.57 επ.

⁶³ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ.3

⁶⁴ Κουλουριάνος Θ., ό.π., σ.118.

ομολογία, εφόσον η πρώτη είναι μεγαλύτερη της δεύτερης.⁶⁵ Επιλέγει, λοιπόν, ο κάτοχος μετατρέψιμης ομολογίας να προβεί στη μετατροπή τη στιγμή που η αγοραία αξία της μετοχής είναι υψηλότερη από το ποσό που κατέβαλε για την απόκτηση της μετατρέψιμης ομολογίας, προκειμένου να αποβεί κερδοφόρα η επένδυσή του, υπό την επιφύλαξη βέβαια ότι θα ασκήσει το δικαίωμα εντός της συμφωνημένης περιόδου μετατροπής και σεβόμενος τυχόν άλλους συμβατικούς περιορισμούς του δικαιώματος μετατροπής που θα εξετασθούν στη συνέχεια.

Επιπλέον, ο επενδυτής μπορεί να επωφεληθεί και από τη μεταβίβαση των ίδιων των ομολογιών λόγω της διαφοράς στην τιμή διαπραγμάτευσης μεταξύ ομολογίας και μετοχής, αφού η άνοδος της τιμής της υποκείμενης μετοχής, συμπαρασύρει σε άνοδο και την τιμή της μετατρέψιμης ομολογίας. Αν δε, η τιμή της μετοχής έχει καθοδική πορεία, η θέση του επενδυτή είναι εξασφαλισμένη ως δανειστού κατά τα ανωτέρω. Έτσι, η μετατρέψιμη ομολογία καθίσταται ελκυστική επένδυση ως προς την ασφάλεια επιστροφής κεφαλαίου, κερδοσκοπικά, αλλά και μέσω της απόκτησης μετοχικών τίτλων δύναται να προστατευθεί από νομισματικούς κινδύνους.⁶⁶

Θα πρέπει βέβαια να αναφερθεί ότι ως «διπλή επένδυση» το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο ενσωματώνει και πολλά από τα πλεονεκτήματα του κοινού ομολογιακού δανείου, το οποίο συνιστά και χωρίς την συμφωνία παροχής δικαιώματος μετατροπής μια ελκυστική επένδυση λόγω της παροχής φορολογικών απαλλαγών, την εξασφάλισή του με υποθήκη,⁶⁷ και τη δυνατότητα κοινής εκπροσώπησης από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Τα συμφέροντα των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών προστατεύονται σε ορισμένες περιπτώσεις όταν σχετικός όρος της σύμβασης έκδοσης προβλέπει τη δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων στο όνομα και για λογαριασμό τους, σε περίπτωση που επίκειται η λήξη του χρόνου άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, είτε η μετατροπή καθίσταται περισσότερο επωφελής («Windows and orphans' clause»⁶⁸). Με αυτόν τον τρόπο ο εκπρόσωπος υποκαθιστά την επενδυτική επιλογή του ομολογιούχου, ο οποίος ενδεχομένως είναι άπειρος (unsophisticated) ή αδρανής επενδυτής.

2.2. Πλεονεκτήματα από πλευράς της χρηματοδοτούμενης εταιρείας

Οι εταιρίες προβαίνουν στην έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών στην περίπτωση που δεν επιθυμούν ή δεν δύνανται να διανέμουν μερίσματα στο προσεχές μέλλον. Αν η εταιρία δεν

⁶⁵ Γεωργακόπουλος, ό.π., σελ 401, 402. Σωτηρόπουλος, ό.π., αρ. 21

⁶⁶ Πασσιάς, όπ. σελ.120, Γεωργακόπουλος ό.π, 401.

⁶⁷ Σωτηρόπουλος, ό.π. σ. 441.

⁶⁸ Κουλουριάνος, ό.π. Υποσημείωση 590

μπορεί να χρηματοδοτηθεί με αύξηση κεφαλαίου, διότι κανένας επενδυτής δεν πρόκειται να αναλάβει μετοχικό τίτλο που δεν θα αποδώσει άμεσα μερίσματα, η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου είναι κατάλληλος τρόπος χρηματοδότησης.⁶⁹ Συνεπώς, η χρηματοδότηση με «ετεροχρονισμένη έκδοση νέων μετοχών», με έκδοση, δηλαδή, μετατρέψιμων ομολογιών, παρουσιάζει περισσότερα πλεονεκτήματα συγκριτικά με την κλασική αύξηση κεφαλαίου για μια εταιρεία με χαμηλής αξίας μετοχές που έχει όμως προοπτικές ανόδου. Διότι αν η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της εκδότριας είναι χαμηλή, για τη συγκέντρωση του απαιτούμενου κεφαλαίου μέσω αύξησης κεφαλαίου η εκδότρια θα πρέπει να διαθέσει «φθηνά» πολλές μετοχές, πράγμα που θα συμβεί και αν αναγκαστεί να εκδώσει νέες μετοχές με έκπτωση, ήτοι σε τιμή κατώτερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας. Αντίθετα, η τιμή έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών συνήθως δεν είναι κατώτερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας της υποκείμενης μετοχής, ενώ μέσω της συμβατικής πρόβλεψης καθορισμού άσκησης του δικαιώματος μετατροπής⁷⁰ επιδιώκεται ο αριθμός των μετοχών που θα αποκτηθούν με τη μετατροπή να είναι μικρότερος από ό, τι αν η εκδότρια είχε προβεί εξ αρχής σε αύξηση κεφαλαίου, αντλώντας έτσι σημαντικότερα ίδια κεφάλαια.⁷¹

Θα πρέπει, βέβαια, να συνεκτιμηθεί ότι αν η μετατροπή πραγματοποιηθεί τη στιγμή που η τιμή της υποκείμενης μετοχής είναι υψηλή, η εκδότρια ζημιώνεται, διότι διαθέτει στους ομολογιούχους μετοχές σε τιμή μικρότερη από την τρέχουσα.⁷² Σε αυτή την περίπτωση τα έσοδα της εκδότριας θα είναι μικρότερα από ό,τι αν κατά τον χρόνο της μετατροπής προέβαινε σε αύξηση κεφαλαίου, μεγαλύτερα, όμως, από την περίπτωση που προέβαινε σε αύξηση κεφαλαίου εξ' αρχής (κατά τον χρόνο της έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών). Η εκδότρια, ωστόσο, αποδέχεται αυτό τον κίνδυνο, προκειμένου να εξασφαλίσει την άντληση των κεφαλαίων που χρειάζεται και δεδομένου ότι με την τήρηση των προκαθορισμένων χρονικών περιόδων μετατροπής, η ανατροπή των ισορροπιών στους κόλπους της εκδότριας είναι προβλέψιμη και ελεγχόμενη.⁷³

⁶⁹ Ο δε επενδυτής θα προτιμήσει το μετατρέψιμο ομόλογο, το οποίο θα του αποδώσει τόκους, ενώ παράλληλα θα του παρέχει τη δυνατότητα να αποκτήσει μετοχές της εκδότριας, προσδοκώντας μακροπρόθεσμα να λάβει μερίσματα, επενδύοντας στην καλύτερη πορεία των οικονομικών της εταιρείας στο μέλλον. (Βερβεσός Ν., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...], σελ. 429)

⁷⁰ Και ειδικότερα της τιμής μετατροπής, όπως αναλύεται κατωτέρω υπό 3.6.

⁷¹ Katzin, Financial and Legal Problems in the use of Convertible Securities, The Business Lawyer 24, 1969, p. 361

⁷² Σωτηρόπουλος, ό.π., αρ. 23.

⁷³ Κουλουριάνος Θ., σελ. 160.

Παράλληλα, η εκδότηρια χορηγώντας το δικαίωμα μετατροπής εξασφαλίζει χρηματοδότηση με μικρότερο κόστος, αφού συμφωνείται χαμηλότερος τόκος συγκριτικά με την περίπτωση των μη μετατρέψιμων ομολογιών.⁷⁴

Ένα πλεονέκτημα που προσφέρει η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών, όπως και η έκδοση κοινών ομολογιών είναι ότι ενδέχεται η χρηματοδότηση να δημιουργήσει το φαινόμενο της μόχλευσης (leverage effect). Αναλυτικότερα, η εκδότηρια εταιρεία, χρησιμοποιώντας τα εισρέοντα κεφάλαια μπορεί να αυξήσει την απόδοσή της και κατ' επέκταση να παράσχει στους μετόχους της καλύτερες προοπτικές αύξησης της απόδοσης των μετοχών τους.⁷⁵

2.2.1 Λογιστικά και Φορολογικά Πλεονεκτήματα

Η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων επιτάσσοντας μια ισορροπημένη δομή του ισολογισμού των μεγάλων επιχειρήσεων αύξησαν τη ζήτηση για πιο εξελιγμένους τρόπους χρηματοδότησης μεσο - μακροπρόθεσμου χαρακτήρα⁷⁶. Από λογιστικής απόψεως τα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορεί λογικά να θεωρηθούν ίδια ή αλλότρια κεφάλαια της εταιρείας. Η λογιστική καταχώριση σε μία από τις ανωτέρω κατηγορίες δεν αλλοιώνει καταρχήν τα τελικά αποτελέσματα της επιχείρησης, πλην όμως επηρεάζει σημαντικά τους αριθμοδείκτες, καθώς και τη γενικότερη εικόνα της. Υπό αυτό το πρίσμα η λογιστική απεικόνιση είναι σημαντική για λόγους που συνδέονται με τη χρηματοοικονομική ανάλυση των θεμελιωδών οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης και με την τραπεζική της χρηματοδότηση. Ειδικότερα για τα πιστωτικά ιδρύματα θεσπίζονται περιορισμοί στον τραπεζικό δανεισμό των επιχειρήσεων κατά τα οριζόμενα στη Βασιλεία III. Κατά την αξιολόγηση της φερεγγυότητας και της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων, τα πιστωτικά ιδρύματα λαμβάνουν υπόψη τους τη σχέση ιδίων και αλλότριων κεφαλαίων. Όσο αυξάνουν τα ίδια κεφάλαια που διαθέτει μία επιχείρηση, τόσο ευχερέστερος είναι ο δανεισμός. Αντίστροφα, όσο μικρότερη είναι η σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων, τόσο δυσχερέστερος καθίσταται ο δανεισμός. Η χρήση, επομένως, μορφών χρηματοδότησης που συγκαταλέγονται στα ίδια κεφάλαια ή αντιμετωπίζονται οικονομικά ως ίδια κεφάλαια βελτιώνει την πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης.⁷⁷

Τα φορολογικά πλεονεκτήματα των μετατρέψιμων ομολογιών, σε σύγκριση με άλλα χρηματοδοτικά μέσα, μπορούν επίσης να οδηγήσουν μία εταιρεία στην έκδοσή τους. Οι

⁷⁴ Σωτηρόπουλος, ό.π., σ.445.

⁷⁵ Σωτηρόπουλος, ό.π., σ.442.

⁷⁶ Κουλουριάνος Θ. ό.π., σ. 21.

⁷⁷ Τουντόπουλος Β., Κεφάλαιο και χρέος [...], ό.π., σελ. 5 επ.

μετατρέψιμες ομολογίες έχουν ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, καθώς οι τόκοι επί του χρέους που περιέχει η ομολογία είναι μία δαπάνη που εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα της εταιρίας⁷⁸. Έτσι, οι μετατρέψιμες ομολογίες, μολονότι αποτελούν υπό αίρεση ίδια κεφάλαια, αποτελούν μία φορολογική ασπίδα υπέρ της εταιρίας (tax shield). Σε σύγκριση δε με τις κοινές ομολογίες, οι οποίες επίσης παρέχουν το προνόμιο της φορολογικής ασπίδας, θα πρέπει να επισημανθεί οι κοινές ομολογίες παρέχουν μεν «φορολογικές ασπίδες» υπέρ της εταιρίας, θέτουν όμως περισσότερο σε κίνδυνο την οικονομική πορεία της, καθώς ο υπερβολικός δανεισμός ενδέχεται να οδηγήσει την εκδότρια σε καθεστώς αφερεγγυότητας. Αντίθετα, αυτό δεν συμβαίνει με τις μετατρέψιμες ομολογίες, οι οποίες θα μετατραπούν σε κεφάλαιο της εταιρίας και το χρέος της θα μειωθεί. Από πλευράς ευνοϊκού φορολογικού καθεστώτος δε θα πρέπει να αγνοείται ότι σημαντικός λόγος στροφής των ελληνικών επιχειρήσεων στα ομολογιακά δάνεια εν γένει, υπήρξε η πρόβλεψη του των παραγράφων 1-5 του άρθρου 14 του ν. 3156/2003⁷⁹, διάταξη που διατηρείται μέχρι σήμερα σε ισχύ.

2.2.2 Η σημασία της έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών για την κεφαλαιακή διάρθρωση της εκδότριας και ο ρόλος της ασυμμετρίας πληροφόρησης

Ως προς το ζήτημα της σχέσης ανάμεσα στην έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών και την μεταβολή στην αξία των μετοχών της εκδότριας παρατηρούνται τα εξής. Το ζήτημα της ακριβούς σχέσης ανάμεσα στην αύξηση ή μείωση της μόχλευσης και στην αξία επανάκτησης του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης έρευνας στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής επιστήμης τις τρεις τελευταίες δεκαετίες. Από τη

⁷⁸ Dent G., The Role of Convertible Securities in Corporate Finance, Journal of Corporation Law, Τόμος 21, 1996, σελ. 255

⁷⁹ «Άρθρο 14. Φορολογικές και άλλες ρυθμίσεις. 1. Η έκδοση ομολογιακού δανείου του νόμου αυτού, η παροχή κάθε είδους ασφαλειών, όλες οι συμβάσεις που προβλέπονται στο νόμο αυτόν, καθώς και κάθε σχετική ή παρεπόμενη σύμβαση ή πράξη και η καταχώριση αυτών σε δημόσια βιβλία όπου απαιτείται, οι προσωρινοί και οριστικοί τίτλοι ομολογιών, η διάθεση και κυκλοφορία αυτών, η εξόφληση του κεφαλαίου από ομολογίες και από επιχειρηματικές απαιτήσεις που τις καλύπτουν και εν γένει η άσκηση δικαιωμάτων που απορρέουν από ομολογίες που εκδίδονται σύμφωνα με το νόμο αυτόν και από επιχειρηματικές απαιτήσεις που τις καλύπτουν, η μεταβίβαση ομολογιών εντός ή εκτός οργανωμένης αγοράς ή χρηματιστηρίου απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο περιλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας, τέλος, ανταποδοτικό ή μη, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, εισφορά του ν. 128/1975, προμήθεια, δικαίωμα ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων, με την επιφύλαξη των διατάξεων που αφορούν το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. 2. Για κάθε εγγραφή σύστασης ή μεταβίβασης ή άρση ή διαγραφή εμπραγμάτων δικαιωμάτων ή σημειώσεων σε οποιοδήποτε δημόσιο βιβλίο, μητρώο ή κτηματολόγιο και για την καταχώριση των συμβάσεων των άρθρων 10 και 11, καταβάλλονται μόνο πάγια δικαιώματα εμπίσθων ή αμίσθων υποθηκοφυλάκων εκατό ευρώ (100 Ε), αποκλεισμένης οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης ή τέλους. 3. Με την επιφύλαξη των διατάξεων που αφορούν χρεώσεις του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, σε κάθε περίπτωση όπου απαιτείται στο πλαίσιο του νόμου αυτού η σύνταξη οποιοδήποτε συμβολαιογραφικού εγγράφου, τα δικαιώματα των συμβολαιογράφων, του Ταμείου Νόμιμων και οποιοδήποτε τρίτου και οι αμοιβές των δικηγόρων περιορίζονται στο 1/20 των επιβαλλομένων από τις κείμενες διατάξεις, χωρίς να δύναται να υπερβούν το ποσό των δύο χιλιάδων πεντακοσίων ευρώ (2.500 Ε), εφόσον υπολογίζονται αναλογικά ή το ποσό των διακοσίων ευρώ (200 Ε) σε κάθε άλλη περίπτωση. Τα ανωτέρω ισχύουν αναλόγως και για τις αμοιβές και τα δικαιώματα των δικαστικών επιμελητών.»

μελέτη γεγονότων αύξησης της μόχλευσης της επιχείρησης, όπως η έκδοση χρέους ή η επαναγορά κοινών μετοχών, υποστηρίζεται ότι μεταφέρεται θετική πληροφόρηση στο επενδυτικό κοινό και συνδέεται με θετικές μη κανονικές αποδόσεις της μετοχής. Αντίθετα, γεγονότα μείωσης της μόχλευσης, όπως η έκδοση νέων κοινών μετοχών, φαίνεται ότι μεταφέρουν αρνητική πληροφόρηση στους επενδυτές και συνδέονται με αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Η εμπειρική παρατήρηση των επιπτώσεων της έκδοσης μετατρέψιμου χρέους στην τιμή της μετοχής έχει οδηγήσει σε αντικρουόμενα συμπεράσματα. Ο λόγος είναι ότι ενώ σε θεωρητικό επίπεδο η έκδοση μετατρέψιμου χρέους αποτελεί ένα γεγονός αύξησης της μόχλευσης μιας επιχείρησης, σε εμπειρικό επίπεδο συνδέεται με αρνητικές επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής.⁸⁰

Το σύνολο των μελετών και των εμπειρικών ευρημάτων τους πάνω στο ζήτημα της επίπτωσης στην τιμή της μετοχής μιας μεταβολής της κεφαλαιακής διάρθρωσης έρχεται να υποστηρίξει ή να απορρίψει την αντίστοιχη θεωρητική προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και των υποδειγμάτων ανάλυσης των αντιδράσεων της αγοράς στην αύξηση ή μείωση της μόχλευσης των επιχειρήσεων.

Μία κατηγορία θεωρητικών προσεγγίσεων που υποστηρίζουν τη μεταβίβαση θετικής πληροφόρησης στην αγορά από την έκδοση χρέους είναι οι θεωρίες της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, όπου το φορολογικό μειονέκτημα του χρέους εξισορροπείται έναντι του κόστους αντιπροσώπευσης, πληροφόρησης ή άλλου κόστους σχετικού με το χρέος. Η κατηγορία αυτή των θεωρητικών προσεγγίσεων υποστηρίζει γενικά ότι μία μη αναμενόμενη αύξηση της μόχλευσης θα προκαλέσει μία θετική αποτίμηση των μετοχών της εκδότριας, ενώ μία απροσδόκητη μείωση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης θα κάνει λιγότερο «επικίνδυνο» το χρέος, επιφέροντας μεταφορά πλούτου από τους μετόχους στους ομολογιούχους.

Μία άλλη κατηγορία υποδειγμάτων κεφαλαιακής διάρθρωσης, υποστηρίζει ότι η ανακοίνωση οποιασδήποτε εξωτερικής χρηματοδότησης, είτε μέσω μετοχών είτε μέσω ομολογιών θα προκαλέσει μείωση στην αξία της επιχείρησης. Τα υποδείγματα αυτά έχουν αναπτυχθεί μέσα σε ένα πλαίσιο ασύμμετρης πληροφόρησης, όπου οι διευθυντές των επιχειρήσεων και όσοι έχουν πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση κατέχουν περισσότερη και καλύτερη ποιότητα πληροφόρησης από τους επενδυτές και οι επιλογές αύξησης ή μείωσης της μόχλευσης μεταφέρει σήματα στην αγορά. Στο υπόδειγμα των Miller και Rock (1985) μία μεγαλύτερη από την αναμενόμενη εξωτερική χρηματοδότηση αποκαλύπτει μία

⁸⁰ Καινούργιος Δ., Σπουδαί, Τόμος 53, τεύχος 3, 2003, σελίδες 57 έως 76.

μικρότερη από την αναμενόμενη χρηματική ροή, το οποίο αποτελεί αρνητικό νέο για τους επενδυτές. Υπ' αυτή την έννοια υποστηρίζεται ότι κάθε απροσδόκητη έκδοση χρέους ή μετοχών μειώνει την τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, αφού μεταφέρει αρνητική πληροφόρηση για τα μελλοντικά της κέρδη. Η μείωση της τιμής της μετοχής προέρχεται από την αντιστάθμιση στην οποία προβαίνουν οι ορθολογικοί επενδυτές έναντι του κινδύνου. Στην περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών οι διευθυντές χρησιμοποιήσουν την καλύτερη πληροφόρηση που διαθέτουν για να ωφελήσουν τους παλαιούς μετόχους της βάρους των νέων.

Τέλος και στο υπόδειγμα των Myers και Majluf (1984) υποστηρίζεται ότι η αγορά αντιδρά αρνητικά σε μία απροσδόκητη εξωτερική χρηματοδότηση, αφού οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές λογαριάζουν την πιθανότητα η εταιρεία να προσπαθήσει να εκμεταλλευτεί την κατάσταση κατά την οποία γνωρίζει ότι η προσφερόμενη μετοχή αποτιμάται πάνω από την εσωτερική της αξία. Αντίθετα, στα υποδείγματα ασύμμετρης πληροφόρησης υποστηρίζεται ότι οι επιλογές χρηματοδότησης των εταιρειών οδηγούν τους επενδυτές στην ορθή διάκριση ανάμεσα στις μικρής αξίας και μεγάλης αξίας επιχειρήσεις, με βάση τις υποθέσεις ανώτερης πληροφόρησης της εταιρικής διοίκησης σε σχέση με τους επενδυτές και του υψηλού κόστους μίμησης των χρηματοοικονομικών αποφάσεων της μεγάλης αξίας εταιρειών από τις αντίστοιχες μικρές. Κατά συνέπεια, μέσα στο πλαίσιο αυτό μία αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης προκαλεί μία θετική επίπτωση τις τιμές των μετοχών των εκδοτηρίων εταιρειών. Μάλιστα, στο ίδιο μοτίβο αναφέρεται από μερίδα θεωρητικών ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση λειτουργεί ως κίνητρο για την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών, καθώς μετριάξουν την αναποτελεσματικότητα των επενδύσεων, η οποία προκύπτει από την ασύμμετρία στην πληροφόρηση που έχουν οι επενδυτές⁸¹. Πιο συγκεκριμένα, η έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων φαίνεται να αμβλύνει το εν λόγω πρόβλημα καθώς ο λόγος μετατροπής των μετατρέψιμων ομολογιών αποτελεί σχετικά αξιόπιστο δείγμα για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας.⁸²

Η κεφαλαιακή διάρθρωση⁸³ μιας εταιρίας εν γένει έχει καθοριστικό ρόλο στην εικόνα της στις χρηματιστηριακές αγορές, καθώς ο βαθμός κινδύνου μιας εταιρείας εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από τις οικονομικές της υποχρεώσεις. Η οικονομική σημασία των

⁸¹ Dent G., The Role of Convertible Securities in Corporate Finance, Journal of Corporation Law, Τόμος 21, 1996, σελ. 245, 248, 262 96 Breasley /Myers /Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, Eighth Edition, McGRAW- Hill International Edition, 2015, σελ. 430.

⁸² Καινούργιος Δ. ό.π.

⁸³ Κεφαλαιακή διάρθρωση εννοείται η μόνιμη χρηματοδότηση της επιχείρησης, αποτελούμενη από το μακροπρόθεσμο δανεισμό και τα ίδια κεφάλαια, βλ. Δράκος Α. και Καραθανάσης Γ., Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων, εκδόσεις Μπένου, 2010, σελ. 405.

μετατρέψιμων ομολογιών συνίσταται στο γεγονός ότι η έκδοση αυτών θεωρείται καλός οωνός για την οικονομική πορεία της εταιρίας.

Αναλυτικότερα, οι διευθύνοντες σύμβουλοι μιας εταιρίας, οι οποίοι έχουν εμπιστευτικές πληροφορίες που δεν γνωρίζουν οι επενδυτές, στοχεύουν στη μεγιστοποίηση του πλούτου της εταιρείας. Για το λόγο αυτό, έχουν κίνητρο να εκδίδουν νέες μετοχές όταν θεωρούν την εταιρεία υπερτιμημένη ή τουλάχιστον όχι υποτιμημένη, καθώς έτσι τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας θα πωληθούν σε αξία ανώτερη από την αντικειμενική τους. Ωστόσο, οι επενδυτές γνωρίζουν τη συμπεριφορά αυτή και μειώνουν τις εκτιμήσεις τους για την αξία της εκδότριας εταιρίας, αντισταθμίζοντας έτσι το πληροφοριακό τους μειονέκτημα. Το αποτέλεσμα της πρακτικής αυτής είναι αφενός η αρνητική αντίδραση των επενδυτών σε νέες προσφορές μετοχών και αφετέρου η μείωση της αξίας των υφιστάμενων αξιώσεων των μετόχων.

Όταν δε οι διευθύνοντες σύμβουλοι αποφασίζουν να εκδώσουν χρεόγραφα, ενημερώνουν την χρηματιστηριακή αγορά ότι έχουν μία μυστική πληροφορία, η οποία συνίσταται στην αισιόδοξη μελλοντική πορεία της εταιρείας. Ωστόσο, ποτέ δεν θα εξέδιδαν χρεόγραφα, αν δεν γνώριζαν ότι η εταιρία έχει ήδη επαρκείς ταμειακές ροές για την αποπληρωμή των τόκων των ομολόγων.

Υπό το πρίσμα των προαναφερόμενων, υπάρχει μία απροθυμία των εταιρειών να εκδίδουν ίδια κεφάλαια, καθώς οι επενδυτές τα υποτιμούν, από κοινού με την ανικανότητά τους να εκδίδουν μακροπρόθεσμα χρέη, καθώς δεν θα είναι σε θέση να καλύψουν τους τόκους τους. Αντί των προαναφερόμενων μέσων χρηματοδότησης, η εταιρία προβαίνει στην έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων, στέλνοντας, έτσι, ένα θετικό μήνυμα στην αγορά σχετικά με την εμπιστοσύνη της διοίκησης στο μέλλον της εταιρίας. Με τον τρόπο αυτό, η εταιρεία αποφασίζει να διατηρήσει την αξία, αυξάνοντας το κεφάλαιο της με καλύτερους όρους στο μέλλον αντί για να εκδώσει υποτιμημένες μετοχές⁸⁴.

⁸⁴ Cahn Andreas, Donald David, Comparative company law, 2010, σελ. 205. Αναφορικά με τη μείωση του κόστους της χρηματοδότησης από την έκδοση υβριδικών μέσων, βλ. Tyrone M. Carlin, Nigel Finch και Guy Ford, Hybrid Financial Instruments, Cost of Capital and Regulatory Arbitrage - An Empirical Investigation, The Journal of Applied Research in Accounting and Finance, 2006 / Οι ίδιοι, Do hybrid instruments lower the cost of capital?, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902202

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

3) Η έκδοση και η εξέλιξη του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στο ελληνικό δίκαιο

Η έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου αναλύεται σε δύο επιμέρους στάδια: την απόφαση του αρμοδίου οργάνου της εταιρείας και τη σύναψη της σχετικής σύμβασης με τους δανειστές.⁸⁵ Κατωτέρω αναλύεται ο τρόπος λήψης σχετικής απόφασης από την εκδότρια, ενώ για τη σύμβαση με τους δανειστές, θα πρέπει να λαμβάνονται τα προεκτεθέντα (υπό 1.5 επ. της παρούσας) σχετικά με το πρόγραμμα και τους όρους του κοινού ομολογιακού δανείου. Συγκεκριμένοι όροι που εντάσσονται στο ειδικώς στο πρόγραμμα μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου λόγω της ιδιαίτερης φύσης του, εξετάζονται μεμονωμένα, ανάλογα με την σκοπιμότητα που εξυπηρετούν (υπό 12.3 και 14 επ. της παρούσας).

Μάλιστα, όπως και υπό το προϋσχόν δίκαιο⁸⁶, ορίζεται δυνάμει του άρθρου 25 παρ. 3 ν. 4548/2018 (σε συνδυαστική ανάγνωση με το άρθρο 71) ότι αν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετόχων, τότε η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες χρήζει εγκρίσεως κάθε κατηγορίας μετόχων, τα δικαιώματα των οποίων θίγονται από την έκδοση των μετατρέψιμων ομολογιών η οποία λαμβάνεται σε ιδιαίτερη συνέλευση των μετόχων αυτών με ποσοστά αυξημένης απαρτίας και πλειοψηφίας. Επισημαίνεται ότι η έγκριση των μετόχων ιδιαίτερης κατηγορίας, κατά το γράμμα της διάταξης, είναι απαραίτητο να δοθεί τόσο για την απόφαση της ΓΣ περί αύξησης κεφαλαίου (και κατ' επέκταση τακτικής ή έκτακτης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου από τη ΓΣ), όσο και για την απόφαση παροχής σχετικής εξουσιοδότησης στο ΔΣ.

3.1. Η «τακτική έκδοση» μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

Η διάταξη του άρθρου 71 του νόμου 4548/2018 αποτελεί την κεντρική ρύθμιση για το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο. Η παράγραφος 1α στο πρώτο εδάφιο ορίζει ότι : *«Η ΓΣ μπορεί να αποφασίζει με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία την έκδοση ομολογιακού δανείου, με το οποίο χορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα μετατροπής των ομολογιών τους σε μετοχές της εταιρείας»*. Σύμφωνα με τα αμέσως ανωτέρω οριζόμενα για την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου αρμόδιο όργανο είναι καταρχήν η καταστατική ΓΣ.

⁸⁵ Σωτηρόπουλος εις ΔικΑΕ, Τόμος Ι, 2002 3α αριθμ. 47

⁸⁶ Βλ. Βερβεσό Ν. ό.π. 179, Σωτηρόπουλος ό.π. αριθμ. 86
33

Εισάγεται, δηλαδή, παρέκκλιση από την αρμοδιότητα για την έκδοση κοινού ομολογιακού δανείου, η οποία, σύμφωνα με το άρθρο 59 παρ. 2 ανήκει καταρχήν στο ΔΣ, εκτός αν ο νόμος ή το καταστατικό ορίζουν διαφορετικά. Στην περίπτωση αυτή, θα πρόκειται για την αποκαλούμενη στη θεωρία «τακτική έκδοση» μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

Τα αυξημένα ποσοστά της ΓΣ ανέρχονται σύμφωνα με το άρθρο 130 παρ. 3 ν. 4548/2018 σε ½ του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, προκειμένου να σχηματισθεί η απαρτία και σύμφωνα με το άρθρο 132 παρ. 2 του ίδιου νόμου σε 2/3 των εκπροσωπούμενων στη συνέλευση ψήφων, προκειμένου να σχηματισθεί η πλειοψηφία. Τα ποσοστά αυτά είναι μειωμένα σε σχέση με τα απαιτούμενα υπό το καθεστώς του ν. 2190/1920, με αποτέλεσμα την επιτάχυνση των ανακεφαλαιοποιήσεων (εισηγμένων και μη εισηγμένων) εταιρειών με αδρανείς μετόχους.⁸⁷

3.2 Η «έκτακτη έκδοση» μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

Ο νόμος ορίζει ρητά ότι την απόφαση για την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου μπορεί να λάβει επίσης η ΓΣ με απλή απαρτία και πλειοψηφία, καθώς και το ΔΣ «*με τις προϋποθέσεις των παραγράφων 1 και 2 του άρθρου 24*». Πρόκειται για τη λεγόμενη «έκτακτη έκδοση» μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με ευθεία παραπομπή στο άρθρο που διέπει την έκτακτη αύξηση κεφαλαίου. Δεδομένου ότι η άσκηση των δικαιωμάτων μετατροπής συνεπάγεται απαραίτητα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας,⁸⁸ είναι λογικό να απαιτούνται για την χορήγηση των δικαιωμάτων μετατροπής μέσω της έκδοσης μετατρέψιμων ομολογίων, τα ίδια ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας με την τακτική και την έκτακτη αύξηση κεφαλαίου αντίστοιχα⁸⁹. Επομένως, μπορεί να αποφασισθεί έκδοση μετατρέψιμων ομολογίων από τη ΓΣ με απλή απαρτία και πλειοψηφία⁹⁰, εφόσον προβλέπεται στο καταστατικό, εντός πενταετίας από την πρόβλεψη και με ποσοτικό περιορισμό οι υποκείμενες μετοχές που θα εκδοθούν μετά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής να διαμορφώνουν το μετοχικό κεφάλαιο σε ποσό έως το οκταπλάσιο του αρχικού κεφαλαίου⁹¹ ή

⁸⁷ Λιναρίτης, ΝοΒ, Τ. 67, τεύχος 2, 2019, σ. 222, υποσημείωση 8.

⁸⁸ Λιναρίτης, ό.π., σ. 239.

⁸⁹ Έτσι και Λιναρίτης ό.π., 242: «*οι εταιρικές αποφάσεις για εκδόσεις σύνθετων τίτλων, που μεταβάλλουν το δυναμικό κεφάλαιο [...], μολοντί δεν αποτελούν άμεσες τροποποιήσεις του καταστατικού [...] δεν παύουν να έχουν καταστατικό χαρακτήρα. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο, υπόκειται εύλογα σε κοινούς κανόνες (τακτικής και έκτακτης) έκδοσης...*»

⁹⁰ Ητοι, να παρίσταται τουλάχιστον το 1/5 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και να υπερψηφίσει την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου η απόλυτη πλειοψηφία των εκπροσωπούμενων στη ΓΣ ψήφων, σύμφωνα με τα άρθρα 130 παρ.1 και 132 παρ. 1 αντίστοιχα.

⁹¹ Γίνεται δεκτό ότι ο περιορισμός εφαρμόζεται επί του καταβεβλημένου και όχι του καλυφθέντος κεφαλαίου. (Σιδηρόπουλος, Η έκτακτη αύξηση κεφαλαίου στην Ανώνυμη Εταιρεία, Σάκκουλας 2008, σελ. 48)

του κεφαλαίου κατά τον χρόνο τροποποίησης του καταστατικού που εισάγει την εξουσιοδοτική προς τη συνήθη ΓΣ διάταξη⁹².

Σχετικά με την έκδοση των μετατρέψιμων ομολογιών από το ΔΣ, απαιτείται για τη λήψη σχετικής απόφασης πλειοψηφία των 2/3 του συνόλου των μελών του, εφόσον προβλέπεται στο καταστατικό ή εξουσιοδοτείται σχετικώς από τη ΓΣ, εντός πενταετίας από την πρόβλεψη ή την εξουσιοδότηση και με ποσοτικό περιορισμό οι υποκείμενες μετοχές που θα εκδοθούν μετά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής να διαμορφώνουν το μετοχικό κεφάλαιο σε ποσό έως το τριπλάσιο του αρχικού κεφαλαίου ή του κεφαλαίου κατά τον χρόνο παροχής της εξουσιοδότησης προς το ΔΣ. Οι προαναφερθέντες ποσοτικοί περιορισμοί εξακολουθούν να ισχύουν μόνο για την έκτακτη έκδοση και όχι για την τακτική, όπως συνέβαινε (με διαφορετικά βέβαια ποσοτικά όρια) και υπό το προϊσχύον δίκαιο.⁹³

Κατά την κρατούσα άποψη, οι ανωτέρω ποσοτικοί περιορισμοί αφορούν το ύψος της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και όχι το ύψος του ομολογιακού δανείου. Επιπλέον, τα ποσοτικά όρια, εφαρμόζονται και επί διαδοχικών εκδόσεων, δηλαδή, προσμετράται το συνολικό ύψος αυξήσεων μετοχικών κεφαλαίων που μπορεί να επέλθουν από διαφορετικές εκδόσεις μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων ή και από κοινές αυξήσεις κεφαλαίου συνδυαστικά με μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια.⁹⁴

Είναι αξιοσημείωτο ότι η κατάργηση της απαγόρευσης έκτακτης αύξησης κεφαλαίου σε περίπτωση ύπαρξης σημαντικών ποσών αποθεματικών (άρθρο 13 παρ. 4^α Ν. 2190/1920) και η συνακόλουθη δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών από το ΔΣ σε βαθμό δραστηκής μείωσης της συμμετοχής των παλαιών μετόχων οδηγούν στο συμπέρασμα ότι ο ν. 4548/2018 αναγνώρισε περισσότερο από τον ν. 2190/1920 την ανάγκη ενίσχυσης της αρμοδιότητας του διοικητικού συμβουλίου εν προκειμένω. Αναλυτικότερα, η επιτυχής κεφαλαιοδότηση της Α.Ε. (είτε μέσω παραδοσιακής αύξησης κεφαλαίου, είτε μέσω έκδοσης σύνθετων ειδών τίτλων, για τους οποίους εφαρμόζονται κατά παραπομπή οι διατάξεις του άρθρου 24), εξαρτάται συχνά από την ταχεία αξιολόγηση της οικονομικής συγκυρίας και των βραχυπρόθεσμων τάσεων της αγοράς, που μόνο ένα ευέλικτο όργανο όπως το ΔΣ μπορεί να

⁹² Το άρθρο 13 παράγραφος 2 του ΚΝ 2190/1920 δεν προέβλεπε τη δυνατότητα έκτακτης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με απόφαση της συνήθους γενικής συνέλευσης γεγονός που προκαλούσε αναντιστοιχία με τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, η οποία στο ζήτημα του τρόπου έκδοσης προβλέπει εξίσωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και της έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου. Το ζήτημα αυτό εκλείπει, καθώς ρυθμίστηκε με το άρθρο 71 παράγραφος 1β του ν. 4548/2018.

⁹³ Βερβεσός Ν. ό.π., αριθμ.8.

⁹⁴ Κουλουριάνος, ό.π., 176 επ., Βερβεσός εις ΔικΑΕ, Τόμος 10, 2005, 433, Στοιικός εις Αντωνόπουλου/Μούζουλα, Ανώνυμες Εταιρείες Ι, 373, Σωτηρόπουλος εις ΔικΑΕ, Τόμος 1, 2002, 3α.

αξιοποιήσει. Εξάλλου, τυχόν αρνητικά διακείμενοι ως προς τις ευχέρειες του διοικητικού συμβουλίου μέτοχοι μπορούν να τις περιορίσουν με καταστατικές προβλέψεις ή ακόμη και με μη παροχή σχετικής εξουσιοδότησης, στο βαθμό, βέβαια, που το επιτρέπει ο νόμος.⁹⁵

Το περιεχόμενο της απόφασης της ΓΣ⁹⁶ με την οποία εξουσιοδοτείται το ΔΣ να προβεί στην έκδοση του ομολογιακού δανείου δεν αποτυπώνεται στο νόμο. Θα πρέπει όμως σε αυτήν να περιέχεται η διάρκεια της εξουσιοδότησης η οποία δεν πρέπει να υπερβαίνει τα πέντε έτη, το είδος των ομολογιών⁹⁷ και επομένως το παρεχόμενο στους ομολογιούχους δικαίωμα το συνολικό ύψος του ομολογιακού δανείου. Τα στοιχεία αυτά συνιστούν υποχρεωτικό περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής απόφασης, εφόσον δεν παρέχονται κάποια από τα παραπάνω στοιχεία τότε εξουσιοδοτική απόφαση της ΓΣ πάσχει ακυρότητα. Στην περίπτωση της εξουσιοδότησης του διοικητικού συμβουλίου από τη ΓΣ, το ΔΣ αποφασίζει ελεύθερα αν και πότε θα κάνει χρήση της ως άνω εξουσιοδότησης. Εφόσον αποφασίζει να προβεί στην έκδοση του ομολογιακού δανείου, τότε το ΔΣ δεσμεύεται από το περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής απόφασης της ΓΣ.⁹⁸ Όταν όμως στην απόφαση ΓΣ δεν περιέχονται υποδείξεις για τους όρους, τότε τα όρια της διαμόρφωσης των όρων από το ΔΣ αποτελούν ζήτημα ερμηνείας της εξουσιοδοτικής απόφασης. Υπό εξαιρετικές προϋποθέσεις μπορεί να τεθεί ζήτημα ευθύνης του διοικητικού συμβουλίου για κακή χρήση της διακριτικής ευχέρειας εάν αυτό δεν κάνει χρήση της εξουσιοδότησης της ΓΣ, παρόλο που η χρηματοδότηση της εταιρείας με την έγκριση ομολογιακού δανείου αποτελούσε τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή το ενδεδειγμένο μέτρο.⁹⁹

⁹⁵ Λιναρίτης, ό.π., σ. 223.

⁹⁶ Υποστηρίζεται ότι η εξουσιοδοτική απόφαση της ΓΣ προς το ΔΣ πρέπει να λαμβάνεται με αυξημένα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας. (Βερβεσός Ν. ό.π., Το ίδιο ζήτημα τίθεται και στην κοινή έκτακτη αύξηση κεφαλαίου, όπου η κρατούσα άποψη καταλήγει στην ίδια παραδοχή λόγω του ότι η απόφαση της ΓΣ αντικαθιστά, εδώ, την καταστατική τροποποίηση και σε αντίθετη παραδοχή θα παρακάμπτονταν οι επιπλέον προϋποθέσεις της έκτακτης αύξησης, έναντι της τακτικής. (Αλεξανδρίδου Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, 495, Τριανταφυλλάκη εις ΔικΑΕ 13-13α, αριθμ. 164.)

⁹⁷ Υποστηρίζεται μεμονωμένα από τον Γεωργακόπουλο ότι η η εξουσιοδοτική απόφαση για την αύξηση κεφαλαίου καλύπτει και την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών. (Γεωργακόπουλος, ΕρμΑΕ, 51).

⁹⁸ Δεσμευτικό είναι όχι μόνο το υποχρεωτικό, αλλά και το ποιοτικό περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής απόφασης. Οι όροι επομένως του ομολογιακού δανείου, όπως αυτοί προβλέπονται στην απόφαση της ΓΣ, δεσμεύουν το ΔΣ, χωρίς το τελευταίο να έχει καμία ελευθερία διαμόρφωσης των όρων του ομολογιακού δανείου. Έτσι, αν το ΔΣ έχει εξουσιοδοτηθεί να προβεί στην έκδοση έντοκου ομολογιακού δανείου δεν μπορεί να προβεί στην έκδοση ομολογιακού δανείου με μηδενικό επιτόκιο. (Βερβεσός, ό.π. Ομολογίες και Τιτλοποίηση[...], σελ. 325)

⁹⁹ Σωτηρόπουλος ΕΕμπΔ 2005, 308 και Σωτηρόπουλος, Ευθύνη μελών διοικητικού συμβουλίου για επιχειρηματικές επιλογές ΕΕμπΔ 2004, 773.

3.3 Η νομική φύση και η δημοσιότητα της απόφασης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

Καταρχάς ως προς τη δημοσιότητα της απόφασης τακτικής ή έκτακτης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου θα ισχύσει αναλογικά η πρόβλεψη του άρθρου 12 παρ. 1 δ', αφού η κεντρική διάταξη περί μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου (άρθρο 71 ν. 4548/2018) παραπέμπει ευθέως στις διατάξεις για τη δημοσιότητα της απόφασης για την αύξηση του κεφαλαίου. Η δημοσιότητα περιλαμβάνει και τους όρους έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιών.

Ζήτημα αποτελεί το αν η δημοσιότητα της απόφασης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου πραγματοποιείται κατόπιν άσκησης ελέγχου από τη Διοίκηση κατά την έννοια της παραγράφου 2 του άρθρου 9 ν. 4548/2018. Ειδικότερα, ερευνητέο τυγχάνει αν η απόφαση έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου συνιστά ή όχι τροποποίηση του καταστατικού. Κατά το προϊσχύον δίκαιο, διχογνωμία είχε προκαλέσει στη θεωρία η διάταξη του άρθρου 3α παρ. 5 ΚΝ 2190/1920¹⁰⁰. Κατά μία άποψη¹⁰¹, η απόφαση έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών δυνάμει της ως άνω διάταξης έπαυε να θεωρείται τροποποίηση του καταστατικού, αν και η παρ. 4 αναφέρεται μόνο στην άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Κατά αντίθετη άποψη¹⁰², η απόφαση έκδοσης εξακολουθούσε να θεωρείται τροποποιητική του καταστατικού, καθώς οι παράγραφοι 4 και 5 της προαναφερθείσας διάταξης προέβλεπαν από κοινού το ίδιο πράγμα, ότι η νέα σύμπραξη της διοίκησης κατά το στάδιο της μετατροπής παρέλκει, λόγω του ότι έχει προηγηθεί κατά το στάδιο της έκδοσης.

Υπό το νέο δίκαιο του ν. 4548/2018 δεν επαναλαμβάνεται αντίστοιχη ρύθμιση ως προς τον χαρακτηρισμό της απόφασης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου ως τροποποιητικής του καταστατικού ή μη, πράγμα που ενδεχομένως να ενισχύσει την ως άνω διχογνωμία. Κατά την άποψή μου, ως προς την έκτακτη έκδοση θα πρέπει να αξιολογηθεί εδώ η διάταξη του άρθρου 24 παρ. 4 για την έκτακτη αύξηση κεφαλαίου η οποία υπαγορεύεται σαφώς ότι: *«οι έκτακτες αυξήσεις του κεφαλαίου που αποφασίζονται σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 συνιστούν τροποποίηση του καταστατικού δεν υπόκεινται όμως σε*

¹⁰⁰ «...4. Με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών, επέρχεται ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποχρεούται μέχρι τη λήξη του επόμενου μηνός από την ημέρα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής να διαπιστώνει την αύξηση και να αναπροσαρμόζει το περί κεφαλαίου άρθρο του καταστατικού, τηρώντας τις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β. 5. Οι αυξήσεις κεφαλαίου της παρ. 4 δεν αποτελούν τροποποίηση του καταστατικού.»

¹⁰¹ Βερβεσός εις ΔικΑΕ, τόμος 10, 2005, 432, ο ίδιος, εις ΔικΑΕ 2010, 3α, αριθμ. 7, Στοϊκός εις Αντωνόπουλου/Μούζουλα, Ανώνυμες Εταιρείες Ι, 372.

¹⁰² Γεωργακόπουλος ΕρμΑΕ 51, Κουλουριάνος, ό.π., 153, 169.

διοικητική έγκριση όπου αυτή απαιτείται κατά τον παρόντα νόμο». Η ειδική αυτή πρόβλεψη, όμως, δεν επεκτείνεται ως προς τον διοικητικό έλεγχο της απόφασης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου. Κατά γραμματική ερμηνεία θα μπορούσε να γίνει δεκτό ότι ελλείπει αντίθετης ρύθμισης, και λόγω της τροποποιητικής του καταστατικού φύσης της εν λόγω απόφασης, η απόφαση έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου θα υπόκειται στο διοικητικό έλεγχο του άρθρου 9 ν. 4548/2018.

Η ανάγκη, όμως, διοικητικής έγκρισης της έκδοσής της ανάγεται στην επίδρασή της στη μεταβολή του κεφαλαίου της εκδότριας. Συνεπώς δεν υπάρχει, κατά την άποψη της γράφουσας, λόγος απόκλισης ως προς αυτό το σημείο από τη νομοθετική πρόβλεψη για την απόφαση κλασσικής έκτακτης αύξησης κεφαλαίου. Ως αποτέλεσμα, η έκτακτη έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου συνιστά τροποποιητική του καταστατικού απόφαση που υποβάλλεται σε συστατική δημοσιότητα, αλλά δεν αποτελεί αντικείμενο διοικητικού ελέγχου, σύμφωνα με όσα ισχύουν για την έκτακτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Διαφορετική είναι η περίπτωση της τακτικής έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, η οποία για την ταυτότητα του νομικού λόγου θα πρέπει να θεωρήσουμε ότι «ακολουθεί» τους κανόνες της κλασσικής τακτικής αύξησης κεφαλαίου. Θα υπόκειται, δηλαδή, σε διοικητικό έλεγχο νομιμότητας κατά το άρθρο 9 παρ. 2 εδ. 1 ν. 4548/2018, όπως όλες οι τροποποιητικές του καταστατικού αποφάσεις των οργάνων της εταιρείας, δίχως να μπορεί να εφαρμοσθεί οποιαδήποτε απόκλιση και φυσικά σε συστατική δημοσιότητα.

3.4. Οι διατυπώσεις δημοσιότητας και η φύση της απόφασης αύξησης κεφαλαίου κατά το στάδιο της μετατροπής

Αναφορικά με τη δημοσιότητα κατά το στάδιο της μετατροπής, πρέπει να παρατηρηθεί ότι η πρόβλεψη του νόμου περί υποχρέωσης του ΔΣ *«μέχρι τη λήξη του επόμενου μηνός από την ημέρα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής να διαπιστώσει την αύξηση και να αναπροσαρμόσει το περί κεφαλαίου άρθρο του καταστατικού, τηρώντας τις διατυπώσεις δημοσιότητας»* δεν επιδρά στο κύρος ούτε της μετατροπής, ούτε της αύξησης κεφαλαίου.¹⁰³ Η διαπιστωτική φύση της πράξης αυτής καθίσταται έτι σαφέστερη υπό το φως των διατάξεων του ν. 4548/2018 στον οποίο ο όρος *«προσαρμογή του καταστατικού»* (σε αντιπαράβολή με την καταστατική τροποποίηση) χρησιμοποιείται πιο συστηματικά.¹⁰⁴ Ειδικότερα, σύμφωνα

¹⁰³ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ.25.

¹⁰⁴ Περάκης Ε., Το Νέο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, 5^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, σ.13.

με το άρθρο 9 παρ. 2 εδ. γ' του ίδιου νόμου σε συνδυασμό με το άρθρο 4 παρ. 4¹⁰⁵, το οποίο παραπέμπει ευθέως στο άρθρο 71 παρ. 4, η μεταβολή του κεφαλαίου κατόπιν άσκησης του δικαιώματος μετατροπής αποτελεί περίπτωση δημοσιευτέας προσαρμογής του καταστατικού, για την καταχώριση της οποίας η αρμόδια υπηρεσία του ΓΕΜΗ προβαίνει σε τυπικό έλεγχο πληρότητας των υποβληθέντων εγγράφων κατά το άρθρο 7 ν. 3415/2005 και όχι σε ουσιαστικό έλεγχο. Ήδη υπό το προγενέστερο νομοθετικό καθεστώς παρατηρείται¹⁰⁶ ότι θα πρέπει να εγκαταλειφθεί η πρακτική της Διοίκησης να αξιώνει πιστοποίηση της καταβολής του κεφαλαίου κατά τη μετατροπή, εφόσον ο σχετικός έλεγχος έχει προηγηθεί κατά το στάδιο της έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, κατ' ανάλογη εφαρμογή των διατάξεων για την αύξηση κεφαλαίου, όπως προεξετέθη. Τυχόν παράβαση της υποχρέωσης προσαρμογής και δημοσίευσης της μεταβολής του κεφαλαίου από το ΔΣ αποτελεί γενεσιουργό λόγο ευθύνης του (άρθρο 176 ν. 4548/2018).

3.5 Οι «υποκείμενες μετοχές»¹⁰⁷

Όσον αφορά τον τύπο των μετοχών επί των οποίων αποκτά δικαίωμα μετατροπής ο ομολογιούχος δανειστής, αυτός συνήθως ορίζεται στην απόφαση του αρμοδίου για την έκδοση του ομολογιακού δανείου οργάνου. Εάν δεν προβλέπεται κάτι τέτοιο στην απόφαση αυτή, η μετατροπή γίνεται σε κοινές ονομαστικές μετοχές.¹⁰⁸ (Υπό το προϊσχύον δίκαιο δυνατή ήταν και η μετατροπή σε ανώνυμες μετοχές, δυνατότητα η οποία δεν υφίσταται υπό το νέο δίκαιο λόγω της υποχρεωτικής ονομαστικοποίησης όλων των μετοχών ανωνύμων εταιρειών, κατά το άρθρο 40 παρ. 1 Ν. 4548/2018). Στην περίπτωση που οι ομολογίες είναι μετατρέψιμες σε προνομιούχες μετοχές, στην απόφαση έκδοσης θα πρέπει να καθορίζεται το είδος των παρεχόμενων προνομίων και ο τρόπος άσκησης τους, ενώ, πέραν των όρων του άρθρου 3^α Ν. 2190/1920 και πλέον 38 του Ν. 4548/2018, απαιτείται τήρηση και των όρων έκδοσης προνομιούχων μετοχών.¹⁰⁹ Μεμονωμένα υποστηρίζεται από τον Πασσιά (ό.π, σελ. 405) η άποψη ότι ο νόμος με τη διατύπωση «μετοχές της εκδότριας» (διατύπωση του Ν.

¹⁰⁵ Η αιτιολογική έκθεση του νόμου 4548/2018 επί του άρθρου 4 αναφέρει χαρακτηριστικά ότι: «Ρητά ο νόμος αναγνωρίζει (πέραν των τροποποιήσεων) και «προσαρμογές» του καταστατικού, που δεν αποτελούν άμεσο αποτέλεσμα απόφασης εταιρικού οργάνου, πρέπει όμως να λαμβάνουν χώρα, προκειμένου το καταστατικό να εμφανίζει γεγονότα όπως είναι π.χ. η μερική κάλυψη του κεφαλαίου κατά το άρθρο 28 παράγραφος 2 ή η αύξηση κεφαλαίου που επέρχεται «αυτόματα», σύμφωνα με τα άρθρα 58 παράγραφος 3 ή 71 παράγραφος 4. Στις προσαρμογές αυτές δεν εφαρμόζονται οι διατάξεις της παραγράφου 3 του άρθρου 4 και άρα δεν απαιτείται «κωδικοποίηση» του καταστατικού».

¹⁰⁶ Βερβεσός Ν., ό.π.

¹⁰⁷ Σημειώνεται ότι ο χρησιμοποιούμενος όρος απαντάται στη διεθνή βιβλιογραφία προς περιγραφή των μετοχών που λαμβάνει ο ασκόν το δικαίωμα μετατροπής. Επίσης ο όρος χρησιμοποιείται σε νομοθετικά κείμενα της Ε.Ε. όπως ενδεικτικά στην Σκέψη 13 του Προοιμίου και στο άρθρο 11 παρ. 1 της Οδηγίας 2007/14/ΕΚ. (Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 94, υποσημείωση 369)

¹⁰⁸ Βερβεσός, Ν., εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, επιμ. Ε. Περάκη, Τόμος 1, 3α, 187, έτσι και Γεωργακόπουλος, τ. ΙΙ, σ. 188, 190, 405, Νισσυραίος εις ΔικΑΕ Ια (1992), άρθρα 3α-3γ, αριθμ. 135

¹⁰⁹ Γεωργακόπουλος, ΕρμΑΕ, 2010, σ. 55

2190/1920 που διατηρείται στον ν. 4548/2018 ελαφρώς παραλλαγμένη) επιτρέπει μόνο τη μετατροπή σε κοινές μετοχές. Το επιχείρημα που προβάλλει προς υποστήριξη αυτής της θέσης είναι ότι ενόψει της μη συμμετοχής των παλαιών μετόχων στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που λαμβάνει χώρα για την ικανοποίηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιούχων (βλ. κατωτέρω υπό 4), οι νέοι μέτοχοι δε θα πρέπει να ευνοούνται έναντι των υφιστάμενων μέσω της αναγνώρισης προνομίων. Ωστόσο, η άποψη αυτή δεν μπορεί να γίνει δεκτή ως μη ευρίσκουσα έρεισμα στο νόμο.¹¹⁰ Ακόμη, η ως άνω άποψη κρίνεται απορριπτέα λόγω του ότι παραβλέπει το γεγονός ότι η ενδεχόμενη αποστέρηση του δικαιώματος ψήφου στις προνομιούχες μετοχές καθιστά αμφίβολη την παραδοχή του Πασσιά περί πλεονεκτικότερης θέσης των νέων μετόχων, καθώς τούτο η κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων στο στάδιο της μετατροπής αντισταθμίζεται από το χορηγούμενο δικαίωμα προτίμησης επί των εκδιδόμενων μετατρέψιμων ομολογιών.¹¹¹

Άξιο σχολιασμού τυγχάνει, επίσης ότι, παρά τη σαφή διατύπωση του νόμου «σε μετοχές της εταιρείας», έχει συζητηθεί στη θεωρία κατά πόσο μπορεί να θεωρηθούν επιτρεπτές συμφωνίες για μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές όχι της εκδότριας, αλλά τρίτης εταιρείας. Πράγματι, στη διεθνή πρακτική παρατηρείται το φαινόμενο οι μετοχές στις οποίες μετατρέπεται η μετατρέψιμη ομολογία (υποκείμενες μετοχές) να μην αποτελούν τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας αλλά τρίτης, συνηθέστερα συνδεδεμένης με την εκδότρια εταιρείας.¹¹² Ειδικότερα, συνηθίζεται η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων από μία -για το σκοπό αυτό ιδρυθείσα - υπεράκτια εταιρεία θυγατρική της ημεδαπής μητρικής εταιρείας επί των μετόχων της οποίας ασκείται το δικαίωμα μετατροπής. Επιδιώκεται έτσι η προσέλκυση ξένων επενδυτών για την ανώνυμη εταιρεία, ευνοϊκότερο επιτόκιο στην αλλοδαπή ή χρησιμοποίηση των αντληθέντων από το ομολογιακό δάνειο κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση επενδύσεων στο εξωτερικό.¹¹³ Στη θεωρία καταλείπεται ως πιθανό το επιτρεπτό της έκδοσης ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές άλλης εταιρείας.¹¹⁴ Ο νέος νόμος, ωστόσο, δεν ενσωμάτωσε ρητά τη δυνατότητα αυτή, παρά τους θεωρητικούς προβληματισμούς κατά το προΐσχον δίκαιο και μάλιστα η παραδοχή μετατροπής σε μετοχές άλλης (έστω και συνδεδεμένης εταιρείας) είναι αντίθετη με το γράμμα του νόμου και ενδεχομένως τη βούληση του νομοθέτη, καθώς ο εάν ο τελευταίος σκόπευε να επιτραπεί

¹¹⁰ Σωτηρόπουλος, ό.π., αριθμ. 101, έτσι και Βερβεσός Ν., ό.π., αριθμ.22.

¹¹¹ Βλ. για τα επιχειρήματα αυτά Κουλουριάνο, ό.π., σ. 95.

¹¹² Κουλουριάνος Θ., Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 98. Έτσι και Phillip R Wood, International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions (The Law and Practice of International Finance Series v.3), Sweet & Maxwell, 2nd edition (June 20, 2007) p. 245.

¹¹³ Βερβεσός τόμος 10 σελίδα 311.

¹¹⁴ Βενιέρης, Τίτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, 2005, 396, Βερβεσός Ν. εις ΔικΑΕ, τ. 10, άρθρο 8, αριθμ.18, ο ίδιος εις ΔικΑΕ 2010, άρθρο 3^α, αριθμ. 20.

τέτοια συμβατική πρόβλεψη, θα το ενσωμάτωνε ρητά στο νέο νόμο, όπως συνέβη με το άρθρο 70 παρ. 1 αναφορικά με τις ανταλλάξιμες ομολογίες («της εκδότριας ή άλλων εκδοτών»).

Τέλος, ως προς την αξία των αποκτηθησομένων μετοχών μετά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής, θα πρέπει να σχολιασθεί η εκ του νόμου απαγόρευση χορήγησης «μετοχών ονομαστικής αξίας ανώτερης της τιμής έκδοσης των μετατρεπόμενων ομολογιών». Η απαγόρευση αυτή αποτελεί έκφραση της θεμελιώδους αρχής του πραγματικού σχηματισμού μετοχικού κεφαλαίου στην ανώνυμη εταιρεία. Στο πλαίσιο της εν λόγω αρχής κάθε μέτοχος επιβάλλεται να καταβάλει κατά την ίδρυση ή κατά την αύξηση κεφαλαίου ποσό ίσο προς την ονομαστική αξία των των αναληφθεισών μετοχών. Διασφαλίζεται έτσι η εισροή στην εταιρεία περιουσίας ίσης με το μετοχικό κεφάλαιο. Στο ίδιο κατατείνει και η ανωτέρω διάταξη, ειδικά αν η τιμή έκδοσης είναι μικρότερη της ονομαστικής αξίας της ομολογίας. Αντιθέτως, είναι επιτρεπτή η έκδοση μετοχών σε τιμή κατώτερη από την τιμή έκδοσης των ομολογιών, αφού τούτο θα έχει ως προς τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας τις ίδιες οικονομικές συνέπειες με την (επιτρεπτή) έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο. Τέλος, μπορεί να προβλεφθεί στους όρους του ομολογιακού δανείου ότι οι ομολογιούχοι υποχρεούνται να καταβάλουν κατά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής κάποιο επιπλέον χρηματικό ποσό.¹¹⁵

3.6 Το ελάχιστο περιεχόμενο της απόφασης του εκδίδοντος οργάνου περί τη άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Ο χρόνος, ο τρόπος, η τιμή και ο λόγος μετατροπής.

Ο «χρόνος» αντιστοιχεί στον καθορισμό των χρονικών ορίων άσκησης του δικαιώματος μετατροπής για τον καθορισμό του οποίου απαιτείται στάθμιση των αντικρουόμενων συμφερόντων ομολογιούχων και εκδότριας. Οι μεν πρώτοι, λογικά επιθυμούν, όσο το δυνατόν περισσότερο διευρυμένη περίοδο, ώστε να έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια αποκόμισης κέρδους. Η δε δεύτερη επιδιώκει συνήθως τη μετάθεση του χρόνου έναρξης σε απώτερο χρονικό σημείο, καθώς και σύντομα και περιορισμένα χρονικά διαστήματα για τη δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής. Η μετάθεση του χρόνου έναρξης της περιόδου μετατροπής είναι εξαιρετικά συνηθισμένο φαινόμενο ιδιαίτερα στις περιπτώσεις διάθεσης των ομολογιών μέσω δημόσιας προσφοράς, προκειμένου να αποφευχθεί η άσκηση (άμεσων) πιέσεων στην τιμή των υποκείμενων μετοχών από κερδοσκοπικές ενέργειες. Δεδομένου ότι, όπως προαναφέρθηκε, το δικαίωμα μετατροπής δεν αποχωρίζεται από την ομολογία, η

¹¹⁵ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ. 24. Έτσι και Σωτηρόπουλος, αντίθετος ο Πασσιάς.

καταληκτική ημερομηνία μετατροπής δεν μπορεί να εκτείνεται πέραν του χρόνου λήξης του δανείου.¹¹⁶ Απαντώνται, εντούτοις, στη διεθνή πρακτική δικαιώματα μετατροπής χωρίς χρονικό περιορισμό άσκησης μέχρι τη λήξη του δανείου (obligations convertibles à tout moment).¹¹⁷ Ωστόσο, ενόψει του ότι ο νόμος θέτει τον χρονικό περιορισμό άσκησης του δικαιώματος στο ελάχιστο υποχρεωτικό περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, η συμφωνία άσκησης του δικαιώματος άνευ χρονικού περιορισμού θα πρέπει να συμφωνείται ρητά, ειδάλλως η απόφαση θα πάσχει από ακυρότητα ως αντίθετη στο νόμο (174ΑΚ).¹¹⁸

Ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος μετατροπής μπορεί να αφορά στον καθορισμό του τύπου άσκησης της δήλωσης του δικαιούχου, τον εκπρόσωπο της εταιρείας προς τον οποίο θα πρέπει να απευθυνθεί, καθώς και τη νομιμοποίηση του δικαιούχου.¹¹⁹

Η τιμή μετατροπής αποτελεί την προκαθορισμένη τιμή της υποκείμενης μετοχής ή, με διαφορετική διατύπωση, η συνολική ονομαστική αξία ομολογιών που πρέπει να παραδοθούν για να ληφθεί μία μετοχή.¹²⁰ Έτσι, αν στην απόφαση έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου καθορίζεται η τιμή μετατροπής, ο κάτοχος μετατρέψιμης ομολογίας μπορεί να υπολογίσει πόσες μετοχές (αξίας που θα ανέρχεται στο ποσό της τιμής μετατροπής) θα αποκτήσει ασκώντας το δικαίωμα προτίμησης διαιρώντας την ονομαστική αξία των ομολογιών που κατέχει με τη συμφωνημένη τιμή μετατροπής.

Διχογνωμία επικρατεί στη θεωρία ως προς τον ορισμό της τιμής μετατροπής σε συνάρτηση με τη μελλοντική ή τρέχουσα αξία της μετοχής. Υποστηρίζεται από τον καθηγητή Γεωργακόπουλο¹²¹ ότι ο νόμος επιβάλλει (αναφερόμενος, βέβαια, στο προϊσχύον δίκαιο) τον καθορισμό της τιμής κατά τον χρόνο έκδοσης με τρόπο ευθύ και συγκεκριμένο, διότι ο προσδιορισμός της με βάση μελλοντικά γεγονότα που επηρεάζουν την τιμή κατά τον χρόνο της άσκησης δεν ανταποκρίνεται στον σκοπό της δημιουργίας του τίτλου, καταργώντας την χρησιμότητα προκαταβολικής δέσμευσης των μερών, αφού δε θα υπάρχει πια ρίσκο ζημίας ή κέρδους από τη μετατροπή. Αντίθετα, ο καθηγητής Σωτηρόπουλος¹²² υποστηρίζει την άποψη ότι η τιμή μετατροπής δεν είναι απαραίτητο να είναι καθορισμένη καθ' ύψος στην απόφαση του αρμοδίου οργάνου, αρκεί να μπορεί να προσδιορισθεί κατά τον χρόνο της μετατροπής.

¹¹⁶ Κουλουριάνος, ό.π., σ.83.

¹¹⁷ Serra, Le droit des obligations convertibles à tout moment, RTD com. 1971, 567. Πασσιάς, Γεωργακόπουλος,

¹¹⁸ Κουλουριάνος, ό.π., σ.84.

¹¹⁹ Γεωργακόπουλος ΕρμΑΕ 52.

¹²⁰ Πασσιάς ό.π. 127, Παμπούκη, Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, 1994, τεύχος β', σ.208, Οικονόμου Ανάλυση και διαχείριση μετατρέψιμων ομολογιών ΔΕΕΤ 1992, 70.

¹²¹ Γεωργακόπουλος τόμος II, 406

¹²² Σωτηρόπουλος ό.π. 102.

Θα μπορούσε να ορίζεται για παράδειγμα ως εξής: «Κάθε ομολογία θα ανταλλάσσεται κατόπιν της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής με μετοχές με τιμή μετατροπής ίση προς το 10% της τιμής κλεισίματος της μετοχής της εταιρείας κατά την ημέρα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής». Στο ίδιο μοτίβο, υποστηρίζεται ότι έγκυρη θα πρέπει να θεωρείται η συμφωνία βάσει της οποίας η τιμή μετατροπής θα μειώνεται σταδιακά όσο πλησιάζει ο χρόνος λήξης του δανείου (step- up in price).¹²³

Ο λόγος μετατροπής καθορίζει τον αριθμό των μετοχών που θα λάβει ο ομολογιούχος που ασκεί το δικαίωμα μετατροπής.¹²⁴ Σε αυτή την περίπτωση δεν ορίζεται εκ των προτέρων η τιμή μετατροπής, αλλά ο αριθμός των μετοχών που αντιστοιχούν σε κάθε ομολογία, οπότε η τιμή μετατροπής θα ανευρίσκεται διαιρώντας την ονομαστική αξία των ομολογιών διά τον αριθμό στον οποίο ανέρχεται ο συμφωνημένος λόγος μετατροπής. Σχολιάζεται ότι, εφόσον είναι προς το συμφέρον της εταιρείας η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής να πραγματοποιηθεί άμεσα, θα πρέπει να προβλέψει συμβατικά την μείωση του λόγου μετατροπής κατά την πάροδο του χρόνου, γεγονός που θα συνεπάγεται την αύξηση της τιμής απόκτησης των υποκείμενων μετοχών.¹²⁵

Ο νόμος παρέχει, επίσης, τη δυνατότητα η τιμή μετατροπής ή ο λόγος μετατροπής να προσδιορίζονται στην απόφαση έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου ως προς το εύρος τους, ενώ το τελικό ύψος θα καθορίζεται από το ΔΣ πριν από την έκδοση του δανείου. Η δυνατότητα αυτή του διοικητικού συμβουλίου, να καθορίζει αυτοτελώς την τελική σχέση μετατροπής¹²⁶ ισχύει, ανεξάρτητα από το αν είναι το αποφασίζον την έκδοση όργανο ή όχι.¹²⁷ Επιτυγχάνεται έτσι η αποφυγή προβλημάτων που θα ανέκυπταν από τη μεταβολή των συνθηκών στην αγορά μεταξύ λήξης της απόφασης για την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, έως την οριστική του σύναψη.¹²⁸

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η σχέση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με άλλες διατάξεις του εταιρικού δικαίου

¹²³ Κουλουριάνος,ό.π., σ.86.

¹²⁴ Bratton, 1984 Wis.L.Rev. 667, Σωτηρόπουλος ό.π. αρ. 102, Οικονόμου ό.π., σελ. 70 επ.

¹²⁵ Κουλουριάνος, ό.π., σ.88.

¹²⁶ Ο όρος «σχέση μετατροπής» ανταποκρίνεται στον προσδιορισμό του αριθμού που θα αποκτήσει ο ασκών το δικαίωμα μετατροπής, της ονομαστική αξία εκάστης εξ αυτών, καθώς και της αναλογίας ομολογιών – υποκείμενων μετοχών, υπολογισμός που πραγματοποιείται μέσω της τελικής «τιμής μετατροπής» ή του «λόγου μετατροπής».

¹²⁷ Γεωργακόπουλος, ΕρμΑΕ 2010, σ. 53.

¹²⁸ Εισηγητική Έκθεση Ν. 3156/2003, έτσι και Βερβεσός Ν. ό.π. αρ. 23.

4) Το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων κατά την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

Θα πρέπει να σημειωθεί εισαγωγικά ως προς το δικαίωμα προτίμησης ότι αν η εταιρεία αποφασίσει να χρηματοδοτηθεί με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου οι παλαιοί μέτοχοι δεν μπορούν να υποχρεωθούν να αναλάβουν τις νέες μετοχές. Όμως, για να μην αποδυναμωθεί η ποσοστιαία συμμετοχή τους στην εταιρεία, ο νόμος (άρθρο 26 ν. 4548/2018) τους παρέχει δικαίωμα προτίμησης στις νέες μετοχές, ανάλογα με τη μέχρι τότε συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο.¹²⁹ Δεδομένου ότι η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου συνεπάγεται αναγκαστικά αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπό αναβλητική αίρεση, θα πρέπει να σχολιαστούν ειδικά οι προβλέψεις για το δικαίωμα προτίμησης στην περίπτωση αυτή.

Το άρθρο 71 ν. 4548/2018 στο τελευταίο εδάφιο της παραγράφου 4 ορίζει ότι «*Κατά τη μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές δεν ισχύουν οι διατάξεις για το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων*». Το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων αποκλείεται εκ του νόμου κατά το στάδιο της μετατροπής. Εντούτοις, ο αποκλεισμός αυτός αντισταθμίζεται από την πρόβλεψη του άρθρου 26 παρ. 1, κατά την οποία οι υφιστάμενοι κατά τον χρόνο της έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου μέτοχοι έχουν δικαίωμα προτίμησης (ως προς την απόκτηση μετατρέψιμων ομολογιών) σε ολόκληρο το ομολογιακό δάνειο ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο κεφάλαιο. Έτσι, η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων προτείνεται χρονικά κατά την έκδοση, για τη θωράκιση του από τυχόν προσπάθειες παράκαμψής του.¹³⁰

5) Το δικαίωμα προτίμησης «δευτέρου βαθμού» του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας κατά την αύξηση κεφαλαίου στις αδιάθετες μετοχές.

Το άρθρο 26 παρ. 4 ν. 4548/2018 εισάγει τη δυνατότητα σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου της εταιρείας (εξαιρουμένης πάντοτε της εισφοράς σε είδος) «*το καταστατικό ή το όργανο που αποφάσισε την αύξηση και πάντως το διοικητικό συμβούλιο που διαθέτει τις μετοχές που απέμειναν, [...], μπορεί να δίνουν προτεραιότητα στους μετόχους, που άσκησαν ήδη το δικαίωμα προτίμησης, καθώς και σε άλλα πρόσωπα που κατέχουν εν γένει τίτλους μετατρέψιμους σε μετοχές*». Από την αιτιολογική έκθεση¹³¹ καθίσταται σαφές ότι η διάταξη αποτελεί ενσωμάτωση της Οδηγίας 77/91 και ειδικότερα του άρθρου 29 αυτής.

¹²⁹ Ρόκας Ν. Εμπορικές Εταιρείες, Νομική Βιβλιοθήκη 2012, σελ. 450.

¹³⁰ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ. 12.

¹³¹ Παρατίθεται το ακριβές απόσπασμα : «*Επί του άρθρου 26: Επαναλαμβάνονται κατά βάση οι ρυθμίσεις του άρθρου 13 του κ.ν. 2190/1920 για το δικαίωμα προτίμησης, εναρμονίζεται όμως η ρύθμιση με την οδηγία σε σχέση*

Ιδιαίτερα βοηθητική στην ανάλυση και την ερμηνεία της νέας διάταξης μπορεί να φανεί η νομολογία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης επί της Υπόθεσης C-338/06 (Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων κατά Βασιλείου της Ισπανίας). Με την υπόθεση αυτή τέθηκε στην κρίση του Δικαστηρίου ζήτημα ερμηνείας της διάταξης της Οδηγίας που ενσωματώνει με την ανωτέρω διάταξη και ο ελληνικός νόμος. Το άρθρο 29 της Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ, σχετικά με το εξεταζόμενο ζήτημα, ορίζει στην παρ.1 ότι *«Κατά την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά, οι μετοχές πρέπει να προσφερθούν κατά προτίμηση στους μετόχους ανάλογα με το τμήμα του κεφαλαίου, πού αντιπροσωπεύουν οι μετοχές τους»* ενώ η παράγραφος 6 ορίζει ότι: *«Οι παράγραφοι 1 μέχρι 5 ισχύουν για την έκδοση όλων των τίτλων πού είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές ή συνοδεύονται από το δικαίωμα αναλήψεως μετοχών, όχι όμως για τη μετατροπή των τίτλων και την άσκηση του δικαιώματος αναλήψεως.»*

Η δε διάταξη νόμου του Βασιλείου της Ισπανίας κατά της οποίας προσέφυγε η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων και συγκεκριμένα το άρθρο 158, παράγραφος 1, του LSA αναγνωρίζει το δικαίωμα προτιμησιακής αναλήψεως μετοχών στο πλαίσιο της αυξήσεως του κεφαλαίου των εταιριών με έκδοση νέων μετοχών: *«Κατά τις αυξήσεις εταιρικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών, κοινών ή προνομιούχων, οι παλαιοί μέτοχοι και οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών σε μετοχές μπορούν, εντός της προθεσμίας την οποία έταξε προς τούτο το διοικητικό όργανο της εταιρίας [...] να ασκήσουν το δικαίωμά τους αναλήψεως αριθμού μετοχών ανάλογου προς την ονομαστική αξία των μετοχών που κατέχουν ή, στην περίπτωση των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών, των μετοχών που θα κατείχαν αν ασκούσαν κατά το χρονικό αυτό σημείο το περί μετατροπής δικαίωμά τους».*

Σύμφωνα με το κείμενο της απόφασης του Δικαστηρίου με την προσφυγή της η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων ζήτησε (μεταξύ άλλων) από το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης να αναγνωρίσει ότι το Βασίλειο της Ισπανίας παρέχοντας το δικαίωμα προτιμήσεως κατά την ανάληψη μετοχών, σε περίπτωση αυξήσεως του κεφαλαίου όχι μόνο στους μετόχους, αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές ταυτόχρονα, παρέβη την υποχρέωση που υπέχει από το άρθρο 29 της ως άνω Οδηγίας του Συμβουλίου. Το Δικαστήριο κλήθηκε να απαντήσει στα εξής ερωτήματα: α') Κατά πόσον η κοινοτική διάταξη κάνει λόγο για «κατά προτίμηση» ή για «αποκλειστική» προσφορά νέων μετοχών στους μετόχους και β') κατά πόσον τα κράτη μέλη θα μπορούσαν να χορηγούν δικαίωμα

με το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων και σε περίπτωση έκδοσης ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές. Παρέχεται επίσης δυνατότητα να ορίζεται ότι οι μέτοχοι που άσκησαν το δικαίωμα προτίμησης έχουν δικαίωμα προτίμησης «δευτέρου βαθμού» στις αδιάθετες μετοχές.»

προτίμησης και σε άλλες ομάδες, αν συνάγεται, δηλαδή, από τη διατύπωση του άρθρου 29 της Οδηγίας σιωπηρός αποκλεισμός παραχώρησης δικαιώματος προτίμησης στους ομολογιούχους¹³² και στους ομολογιούχους προηγούμενων εκδόσεων (δεύτερη και τρίτη αιτίαση της Επιτροπής αντίστοιχα).

Σε σύμπνοια με την πρόταση της Εισαγγελέως, το Δικαστήριο έκρινε από κοινού επί της τρίτης και τέταρτης αιτιάσεως τα εξής:

«38 Είναι βεβαίως αληθές, όπως ισχυρίζεται το Βασίλειο της Ισπανίας, ότι το άρθρο 29, παράγραφοι 1 και 6, της δεύτερης οδηγίας δεν προβλέπει ότι οι νέες μετοχές, καθώς και οι μετατρέψιμες σε μετοχές ομολογίες, πρέπει να προσφέρονται αποκλειστικά στους μετόχους και ότι συνεπώς μπορούν να προσφέρονται και στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών προηγούμενων εκδόσεων.

39 Επιβάλλεται, ωστόσο, η διαπίστωση ότι από τη διατύπωση του εν λόγω άρθρου προκύπτει ότι η προσφορά δεν απευθύνεται στους μεν και στους δε ταυτοχρόνως, αλλά «κατά προτίμηση» στους μετόχους.

40 Έτσι, μόνο στον βαθμό που οι μέτοχοι δεν ασκήσουν το δικαίωμά τους προτιμήσεως, οι εν λόγω μετοχές και ομολογίες μπορούν να προσφερθούν στους λοιπούς αγοραστές, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται ιδίως οι κάτοχοι ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές.

41 Σε τελική ανάλυση, αν ο νομοθέτης ήθελε να επεκτείνει στους τελευταίους το επίδικο δικαίωμα προτιμήσεως κατά την ανάληψη, θα το είχε πράξει ρητώς, με τον ίδιο τρόπο που, στο άρθρο 29, παράγραφος 6, της δεύτερης οδηγίας, επεξέτεινε το δικαίωμα προτιμήσεως κατά την ανάληψη σε άλλους τίτλους που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές ή συνοδεύονται από το δικαίωμα αναλήψεως μετοχών.

42 Μια τέτοια ερμηνεία είναι επίσης σύμφωνη προς τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας.

43 Συγκεκριμένα, όπως επισήμανε η γενική εισαγγελέας στο σημείο 76 των προτάσεών της και όπως προκύπτει από τη σκέψη 19 της προπαρατεθείσας αποφάσεως Siemens, ένας από τους σκοπούς της δεύτερης οδηγίας είναι η διασφάλιση της αποτελεσματικότερης προστασίας των μετόχων, με την παροχή σε αυτούς της δυνατότητας να αποφεύγουν, κατά την αύξηση του κεφαλαίου, τη διάχυση του τμήματος του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει η συμμετοχή τους.

¹³² Κουλουριάνος Θ., ΔΕΕ12/2009, 1352.

44 Προκειμένου, συνεπώς, να αποφευχθεί ένας τέτοιος κίνδυνος, το άρθρο 29, παράγραφοι 1 και 6, της δεύτερης οδηγίας παρέχει στους μετόχους προτεραιότητα σε σχέση με όλους τους άλλους δυνητικούς αγοραστές νέων μετοχών ή ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές.

45 Είναι, όμως, προφανές ότι η υλοποίηση ενός τέτοιου σκοπού θα διακυβευόταν αν οι νέοι αυτοί τίτλοι μπορούσαν επίσης να προσφέρονται κατά προτίμηση σε άλλη κατηγορία αγοραστών πέραν εκείνης των μετόχων, ήτοι στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές.

46 Κατά συνέπεια, παρέχοντας, αφενός, δικαίωμα προτιμήσεως κατά την ανάληψη μετοχών, σε περίπτωση αυξήσεως του κεφαλαίου καλυφθείσας με εισφορές σε μετρητά, όχι μόνο στους μετόχους, αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές και, αφετέρου, δικαίωμα προτιμήσεως κατά την ανάληψη ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές όχι μόνο στους μετόχους, αλλά και στους κατόχους μετατρέψιμων σε μετοχές ομολογιών προηγούμενων εκδόσεων, το Βασίλειο της Ισπανίας παρέβη τις υποχρεώσεις που υπέχει από το άρθρο 29, παράγραφοι 1 και 6, της δεύτερης οδηγίας.»

Οι παραδοχές αυτές της Γενικής Εισαγγελέως και του Δικαστηρίου κρίνονται ως ορθές και από την ελληνική θεωρία, η οποία προσθέτει επιπλέον επιχειρήματα υπέρ της ορθότητας της κρίσης του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επισημαίνεται ότι η αναγνώριση ισοδύναμου δικαιώματος μετόχου και ομολογιούχου από το νόμο θα ήταν ανεπιεικής για τους παλαιούς μετόχους, διότι θα περιόριζε τις διαθέσιμες προς εκείνους μετοχές. Οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών θα αποκτούσαν, σε αυτή την περίπτωση, μια επιπλέον ευχέρεια να καταστούν μέτοχοι, χωρίς να έχει προηγηθεί άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, γεγονός που θα οδηγούσε σε πρόωρη αναγνώριση μετοχικών δικαιωμάτων σε μη μετόχους.¹³³ Εμβαθύνοντας έτι περισσότερο στη φύση του δικαιώματος προτίμησης ως «μεταδικαίωμα» απορρέον από τη μετοχική ιδιότητα, παρατηρείται ότι πρέπει να παρέχεται κατά προτεραιότητα στους μετόχους, ώστε να διαφυλάσσονται τα επί μέρους περιουσιακά και διοικητικά δικαιώματα που απορρέουν από τη μετοχή.

Ειδικότερα, το δικαίωμα προτίμησης είναι απαραίτητο για την προστασία των μετοχικών δικαιωμάτων από περεταίρω διάβρωση δεδομένου ότι οι μέτοχοι ικανοποιούνται τελευταίοι από την εταιρική περιουσία («έσχατοι δικαιούχοι»), μόνο αφότου ικανοποιηθούν όλοι οι δανειστές (προμηθευτές, πελάτες, εργαζόμενοι και βέβαια ομολογιούχοι). Διάβρωση του περιουσιακού μετοχικού δικαιώματος θα προέκυπτε λόγω του ότι μη μέτοχοι και εν προκειμένω κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών, θα επωφελούνταν από την απόκτηση νέων

¹³³ Κουλουριάνος Θ., ΔΕΕ12/2009, 1352.

μετοχών σε αρκετά ευνοϊκή τιμή έκδοσης από τρίτους. Επιπλέον, χάρη στο προβλεπόμενο δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων διατηρείται το ήδη διαμορφωθέν status quo της εταιρείας με αποτέλεσμα τα διοικητικά δικαιώματα των παλαιών μετόχων και συγκεκριμένα η επιρροή τους στην εκλογή του διοικητικού συμβουλίου παραμένει ανέπαφη. Αντίθετα, οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών είναι δανειστές της εταιρείας με σταθερή αξίωση κατά της εταιρείας από την οποία δύνανται να ικανοποιηθούν και κατ' επέκταση δεν χρήζουν της ίδιας μεταχείρισης με τους μετόχους.¹³⁴

Πράγματι η νέα διάταξη του ελληνικού δικαίου αποτελεί προϊόν όλων των προεκτεθεισών σκέψεων και ενσωματώνει τη διάταξη της Οδηγίας υπό το φως της νομολογίας του Δικαστηρίου της Ε.Ε. Εισάγει υπέρ των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών δικαίωμα «δεύτερης ταχύτητας» στις αδιάθετες μετοχές. Κατ' αυτόν τον τρόπο διαβαθμίζονται οι δικαιούχοι δικαιώματος προτίμησης με τους ομολογιούχους να έχουν προβάδισμα μόνο συγκριτικά σε σχέση με τους τρίτους ως προς την εταιρεία και τους μετόχους να έχουν το ισχυρότερο προβάδισμα στη δυνατότητα απόκτησης νέων μετοχών λόγω αύξησης κεφαλαίου έναντι όλων των υποψήφιων μετόχων, σταθμιζομένων των συμφερόντων όλων των μερών.

6) Απόκτηση ιδίων μετατρέψιμων ομολογιών από την εκδότρια

Σε αντίθεση με την απόκτηση ιδίων μετοχών από την εταιρεία η οποία υπάγεται στους εκ του νόμου περιορισμούς των άρθρων 48 έως 50 του ν. 4548/2018, οι ομολογίες μπορούν να αποκτηθούν από την ίδια την εκδότρια κατ' αρχήν ελεύθερα υπό την επιφύλαξη αντίθετων όρων του δανείου, κατά τα ειδικώς προβλεπόμενα στο άρθρο 62 παρ. 1 ν. 4548/2018. Ωστόσο, η παράγραφος 3 του ίδιου άρθρου επιβάλλει περιορισμό ως προς την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής από την εκδότρια σε περίπτωση που έχει καταστεί ομολογιούχος ίδιας μετατρέψιμης ομολογίας.

Η απόκτηση ιδίων κοινών ομολογιών από την εκδότρια εξυπηρετεί σύμφωνα με το άρθρο 62 παράγραφος 2 ν. 4548/2018 τους σκοπούς είτε της οριστικής μείωσης των υποχρεώσεων της εκδότριας από το ομολογιακό δάνειο, είτε την εκ νέου διάθεση τους ωφελούμενη από το κέρδος που μπορεί να πραγματοποιηθεί από τη διαφορά μεταξύ της μικρότερης τιμής απόκτησής τους από τη μεγαλύτερη τιμή έκδοσης της εκ νέου διάθεσης.¹³⁵ Επιπλέον μπορεί να αποσκοπεί η εκδότρια στη σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής τιμής

¹³⁴ Ψαρουδάκης Γ., ΕΕμπΔ 2009, 814 επ.

¹³⁵ Χατζηγάγιο εις ΔικΑΕ άρθρο 16, αριθμ. 34.

υπό την επιφύλαξη των διατάξεων για την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και τη χειραγώγηση της τιμής των ομολογιών¹³⁶.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στην περίπτωση που η εκδότρια σκοπεύει στην οριστική μείωση των υποχρεώσεων της που απορρέει από το δάνειο υποχρεούται από το νόμο να ακυρώσει αμέσως τις αποκτηθείσες ομολογίες, καθώς η απόσβεση των υποχρεώσεων δεν επέρχεται με σύγχυση ενοχής κατά το άρθρο 453 ΑΚ. Αντίθετα, λόγω της αυτοτέλειας του αξιόγραφου η εκ νέου θέση της ομολογίας σε κυκλοφορία θα επέφερε αναβίωση της ενοχής. Συνεπώς, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι αν κατά το χρόνο που η απαίτηση για καταβολή τόκου καθίσταται ληξιπρόθεσμη και απαιτητή η εκδότρια έχει στην κυριότητά της ομολογίες δικής της έκδοσης δεν θα έχει αξίωση καταβολής τόκου, ούτε και επιστροφής της ονομαστικής αξίας, πράγμα όμως που θα σημαίνει «αδρανοποίηση» και όχι απόσβεση του δικαιώματος.¹³⁷

Σε περίπτωση απόκτησης ιδίων ομολογιών λόγω καθολικής διαδοχής ή δωρεάς η εκδότρια οφείλει μέσα σε ένα μήνα από την απόκτηση των ομολογιών να γνωστοποιήσει στους ομολογιούχους πώς σκοπεύει να τις χρησιμοποιήσει, κατά τα ειδικώς οριζόμενα στο άρθρο 62 παράγραφος 2 τελευταίο εδάφιο ν. 4548/2018 και σε περίπτωση εκ νέου διάθεσης να καθορίζει τον τρόπο και τον χρόνο της νέας διάθεσης.

Είναι, επίσης, αξιοσημείωτο ότι με το άρθρο 63 παράγραφος 4 πρώτο εδάφιο ο νόμος εισήγαγε ρητώς την αποστέρηση του δικαιώματος ψήφου της εκδότριας στη συνέλευση των ομολογιούχων παραδοχή που ετύγχανε ερμηνευτέα υπό το προϊσχύον δίκαιο, καθώς η διάταξη του άρθρου 3 παρ. 3 ν. 3156/2003 δεν την απαγόρευε ρητά. Λόγω αναλογικής εφαρμογής των διατάξεων των γενικών συνελεύσεων και στις συνελεύσεις των ομολογιούχων δυνάμει του άρθρου 63 παρ. 6 ν. 4548/2018 θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι οι ίδιες ομολογίες δεν παρίστανται στις συνελεύσεις των ομολογιούχων και δεν υπολογίζονται για τον σχηματισμό απαρτίας.¹³⁸

Περί ιδίων μετατρέψιμων ομολογιών γίνεται δεκτό ότι ισχύουν τα προεκτεθέντα επί των ιδίων κοινών ομολογιών και δεν τυγχάνουν εφαρμογής οι διατάξεις περί απόκτησης ιδίων μετοχών.

Για εισηγμένη εκδότρια που κατέχει ίδιες μετατρέψιμες ομολογίες θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και η διάταξη του άρθρου 15 του νόμου 3556/2007 περί υποχρέωσης

¹³⁶ Εισηγητική έκθεση νόμου 31 56 2003

¹³⁷ Βερβεσός επί του άρθρου 2 ν. 3156/2003, ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...] και Κουλουριάνος Θ. σελ. 210 επ.

¹³⁸ Τουντόπουλος Επισκ.Εμπ. Δικ. 2003, σελ. 984

ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού αναφορικά με το ποσοστό των ιδίων μετατρέψιμων ομολογιών που απέκτησε εντός 2 ημερών διαπραγμάτευσης από την εν λόγω απόκτηση. Ειδικά για τις ίδιες μετατρέψιμες ομολογίες πρέπει να υπομνησθεί ότι η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής από την εκδότρια απαγορεύτηκε, πρόβλεψη που αποτελεί καινοτομία του νόμου 4548/2018 (άρθρο 62 παρ. 3) σε αντίθεση με το άρθρο 2 παρ. 4 του νόμου 3156/ 2003 που υπήγαγε το δικαίωμα μετατροπής στο ίδιο καθεστώς με την ανταλλαγή ανταλλάξιμων ομολογιών, η οποία επιτρέπεται να ασκείται από την εκδότρια αν κατά το χρόνο της ανταλλαγής συντρέχουν για αυτή και οι προβλεπόμενες από το νόμο προϋποθέσεις για την κτήση ιδίων μετοχών τουλάχιστον μέχρι του ποσού των ανταλλασσόμενων ιδίων μετοχών.¹³⁹

7) Η αναλογική εφαρμογή του περιορισμού στη μεταβίβαση μετοχών. (άρθρο 43 παρ. 5 ν. 4548/2018)

Κατ' αρχάς θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο τρόπος μεταβίβασης των ομολογιών εξαρτάται από το αν έχουν εκδοθεί ως ανώνυμες ή ονομαστικές. Οι ανώνυμες ομολογίες μεταβιβάζονται όπως τα κινητά πράγματα, ενώ οι ονομαστικές διέπονται από τους κανόνες μεταβίβασης των μετοχών (άρθρα 41 και 42 ν. 4548/2018), σύμφωνα με το άρθρο 61 παρ.2 του ίδιου νόμου, ρύθμιση η οποία κάλυψε το κενό του προϊσχύοντος δικαίου ως προς τη μεταβίβαση των ομολογιών. Ήδη αναφέρθηκε ότι οι μετατρέψιμες ομολογίες είναι πάντοτε ονομαστικές, και ως τέτοιες, μεταβιβάζονται λόγω ειδικής διαδοχής με καταχώριση που υπογράφεται από το μεταβιβάζοντα και τον αποκτώντα σε ειδικό βιβλίο κατ' αναλογία με τα προβλεπόμενα για την τήρηση του βιβλίου μετόχων, ενώ λόγω καθολικής διαδοχής η καταχώριση πραγματοποιείται από όποιον έχει έννομο συμφέρον προσκομίζοντας στην εταιρεία τα αποδεικτικά της διαδοχής έγγραφα. Η εταιρεία δύναται να τηρεί με καταστατική πρόβλεψη, αντί του έγχαρτου σχετικού βιβλίου ηλεκτρονικό ή τήρηση στο κεντρικό αποθετήριο τίτλων, πιστωτικό ίδρυμα ή επιχείρηση επενδύσεων που έχουν το δικαίωμα να φυλάσσουν χρηματοπιστωτικά μέσα (άρθρο 59 αρ. 5 εδ. β' ν. 4548/2018 κατά ρητή παραπομπή στο άρθρο 40 παρ.2).

Οι μετατρέψιμες ομολογίες μεταβιβάζονται κατ' αρχήν ελεύθερα, υπό την επιφύλαξη του άρθρου 43παρ. 5, το οποίο ορίζει ότι *«το όργανο, που λαμβάνει την απόφαση έκδοσης ομολογιακού δανείου με ονομαστικές, μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες, μπορεί να αποφασίσει την εφαρμογή στις εκδιδόμενες ομολογίες των περιορισμών που αφορούν τη*

¹³⁹ Στη θεωρία είχε υποστηριχθεί υπό το προϊσχύον δίκαιο ως ορθότερη η προσέγγιση του νέου νόμου. Δηλαδή η απαγόρευση άσκησης του δικαιώματος μετατροπής από την εκδότρια. Κουλουριάνος Θ. ό.π., υποσημείωση 836 με τις εκεί παραπομπές.

μεταβίβαση των μετοχών. Μεταβιβάσεις ομολογιών κατά παράβαση των περιορισμών αυτών είναι άκυρες.» Επομένως, η απόφαση έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών μπορεί να προβλέπει τους περιορισμούς μεταβίβασης που ήδη προβλέπει το καταστατικό της εταιρείας για τις μετοχές της.¹⁴⁰ Η δέσμευση των μετοχών και κατ' επέκταση των μετατρέψιμων ομολογιών αποσκοπεί στην εισαγωγή προσωπικών στοιχείων στην ΑΕ, με το να καταστήσει ελεγχόμενη την είσοδο νέων μετόχων.¹⁴¹ Η διάταξη μεταφέρει στο ισχύον δίκαιο τη ρύθμιση του άρθρου 3 παρ. 9 ν. 2190/1920 σχεδόν αυτούσια. Συγκεκριμένα, παραλείπεται η έκφραση «που προβλέπονται από το καταστατικό» όμως κατά την άποψή μου δεν σημαίνει η παράλειψη αυτή ότι επιτρέπεται η απόφαση του εκδίδοντος οργάνου να προβλέπει για τις ονομαστικές μετατρέψιμες ομολογίες επιπλέον περιορισμούς σε σχέση με τους επιβαλλόμενους στη μεταβίβαση των μετοχών. Τούτο προκύπτει από τη γραμματική διατύπωση του άρθρου και ειδικότερα την χρήση οριστικού άρθρου («των μετοχών»), ήτοι των μετοχών της συγκεκριμένης εκδότριας και όχι μετοχών Α.Ε. σύμφωνα με τα οριζόμενα στο ίδιο άρθρο (43 παρ. 5 ν. 4548/2018) γενικότερα, αλλά και από την τελεολογική ερμηνεία της διάταξης η οποία είναι η εξομοίωση της μεταβίβασης μετατρέψιμων ομολογιών με τη μεταβίβαση των μετοχών της εκδότριας, όπως έγινε ερμηνευτικά δεκτό και υπό το προϊσχύον δίκαιο,¹⁴² δεδομένου, μάλιστα, ότι η αιτιολογική έκθεση του ν. 4548/2018 δεν επισημαίνει την εισαγωγή τροποποίησης του προϊσχύοντος δικαίου ως προς το ζήτημα αυτό.

Η διάταξη αυτή είναι πρακτικά χρήσιμη στην περίπτωση που η επέκταση των περιορισμών μεταβίβασης των μετοχών της εκδότριας και στις μετατρέψιμες ομολογίες δεν προβλέπεται από το καταστατικό της εκδότριας. Διότι σε αυτή την περίπτωση οι περιορισμοί

¹⁴⁰ Τα αναφερόμενα στο νόμο είδη περιορισμών είναι η εξάρτηση της μεταβίβασης από την έγκριση της εταιρείας (άρθρο 43 παρ.1), καθιέρωση “right of first refusal” υπέρ των παλαιών μετόχων, η υπόδειξη του αποκτώντος μετόχου ή τρίτου από της εταιρείας σε περίπτωση που ο μέτοχος επιθυμεί να μεταβιβάσει, ότι, προκειμένου να εγκριθεί η μεταβίβαση μετοχών σε τρίτο, ο τρίτος θα δεσμευθεί να αποκτήσει μετοχές και άλλων μετόχων, που θα προσφερθούν με τους ίδιους όρους με τους οποίους εγκρίνεται η μεταβίβαση ή και διαφορετικούς όρους (tag along right), κατά τις διατάξεις του καταστατικού, ο όρος ότι, σε περίπτωση μεταβίβασης μετοχών από μέτοχο σε τρίτο, οι λοιποί μέτοχοι θα υποχρεούνται να μεταβιβάσουν και αυτοί στον τρίτο ποσοστό αντίστοιχο μετοχών (drag along right), σύμφωνα με τις διατάξεις του καταστατικού. Οι περιορισμοί στη μεταβίβαση δεν ισχύουν σε περίπτωση θανάτου, κατάσχεσης, πτώχευσης ή υπαγωγής του μετόχου σε άλλη συλλογική διαδικασία εκποίησης της περιουσίας του. Όμως το καταστατικό μπορεί να ορίζει ότι στις περιπτώσεις αυτές οι μετοχές εξαγοράζονται από πρόσωπο που υποδεικνύει η εταιρεία, αντί πλήρους τιμήματος που προσδιορίζει το δικαστήριο με τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας. Η απαρίθμηση των περιορισμών αυτών από το νόμο είναι ενδεικτική. Γίνεται δεκτό ότι τα όρια θέσπισης περιορισμών μεταβίβασης μετοχών έγκεινται στο να μην καθίσταται η μεταβίβαση των μετοχών αδύνατη, καθώς κάτι τέτοιο είναι αντίθετο προς τη θεμελιώδη αρχή της ελεύθερης μεταβίβασης, τη φύση του μετοχικού τίτλου, αλλά και της ίδιας της ΑΕ ως κεφαλαιουχικού εταιρικού τύπου. (Κουράκης, Ρυθμίσεις στη μεταβίβαση μετοχών: Δικαίωμα πρώτης προτιμήσεως (right of first refusal), δικαίωμα προσκολλήσεως (tag along) και δικαίωμα συμπαρασύρσεως (drag along), Συν. 2009,36).

¹⁴¹ Ρόκας ό.π., σελ. 391.

¹⁴² Μούζουλα, Ν. 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του ΚΝ 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών, 2008, σελ. 69

θα καταλάμβαναν όλες τις εκδόσεις νέων μετοχών και η πρόβλεψη του περιορισμού με την απόφαση του εκδίδοντος οργάνου ειδικά για την συγκεκριμένη έκδοση παρέλκει.¹⁴³ Διευκρινίζεται τέλος, ότι διαφοροποιείται από τα ανωτέρω η περίπτωση κατά την οποία η απόφαση του εκδίδοντος οργάνου προβλέπει ότι οι υποκείμενες μετοχές θα είναι δεσμευμένες. Ο τύπος των υποκείμενων μετοχών καθορίζεται ελεύθερα στην απόφαση της έκδοσης, όπως ήδη παρατηρήθηκε (υπό 3.5).¹⁴⁴

8) Η μερική κάλυψη του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου (άρθρο 71 παρ. 3 ν. 4548/2018)

Η ως άνω διάταξη που αποτελεί και την κεντρική νομοθετική ρύθμιση περί μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου παραπέμπει ευθέως στη διάταξη του άρθρου 28 παρ. 1, η οποία αναφέρεται στη δυνατότητα μερικής κάλυψης του κεφαλαίου σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου και εφαρμόζεται αναλογικά. Έτσι, η νομική αβεβαιότητα που ενδεχομένως προκύπτει σε περίπτωση διάστασης του ποσού που ορίζεται στην απόφαση έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου σε σχέση με το τελικώς καλυφθέν, ρυθμίζεται ως εξής: *«Αν η κάλυψη του ποσού της αύξησης του κεφαλαίου δεν είναι πλήρης, το κεφάλαιο αυξάνεται μέχρι το ποσό της κάλυψης, μόνο εφόσον στην απόφαση για αύξηση προβλέπεται ρητά αυτή η δυνατότητα»*. Κατ' επέκταση, συνάγεται ότι αν η απόφαση του εκδίδοντος οργάνου δεν αναφέρεται στο ενδεχόμενο αυτό, αλλά παρ' όλα αυτά δεν καλυφθούν όλες οι εκδοθείσες μετατρέψιμες ομολογίες, η έκδοση του ομολογιακού δανείου ματαιούται. Η μη πλήρης κάλυψη του ποσού του ομολογιακού δανείου απαντάται κυρίως στην περίπτωση διάθεσης ομολογιών με δημόσια εγγραφή. Το ενδεχόμενο αυτό αντιμετωπίζεται επίσης μέσω της σύναψης εγγυητικής αναδοχής (stand-by underwriting) στο πλαίσιο της οποίας η ανάδοχος τράπεζα αναλαμβάνει έναντι προμήθειας να καλύψει πλήρως το ως άνω ποσό.¹⁴⁵

9) Η νέα δυνατότητα κεφαλαιοποίησης των δεδουλευμένων τόκων σε σχέση με τις μετατρέψιμες ομολογίες (άρθρο 60 παρ. 2γ ν. 4548/2018)

Το άρθρο 60 παρ. 2γ ν. 4548/2018 παρέχει μία νέα δυνατότητα στην εκδότρια μετατρέψιμων ομολογιών, προβλέποντας ως επιτρεπτό όρο στο πρόγραμμα μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου: *«ότι σε σχέση με τις μετατρέψιμες ομολογίες, ότι είναι δυνατή η κεφαλαιοποίηση και των δεδουλευμένων τόκων»*. Η δυνατότητα αυτή εξυπηρετεί, σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νόμου επί του άρθρου 60 τις εκδότριες με πρόβλημα ρευστότητας

¹⁴³Κουλουριάνος Θ. Σελ. 208.

¹⁴⁴ Γεωργακόπουλος, ΕρμΑΕ, 2010, σελ. 45.

¹⁴⁵ Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 193.

ή νεοσύστατες εταιρείες, οι οποίες δεν χαίρουν υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας και ευρισκόμενες σε δυσκολία να αποπληρώσουν τον τόκο κατά τον συμφωνημένο χρόνο, αδυνατούσαν ενδεχομένως υπό το προϊσχύον δίκαιο να αυξήσουν το ποσό του δανείου προσθέτοντας στο επιστρεπτέο κεφάλαιο τους οφειλόμενους τόκους (άρθρο 1 παρ. 8 3156/2003).¹⁴⁶ Τον ίδιο σκοπό αποτροπής περιέλευσης της εκδότριας σε καθεστώς αφερεγγυότητας εξυπηρετεί κατά την άποψή μου και η διάταξη του άρθρου 60 παρ. 8, η οποία απαριθμεί ενδεικτικές τροποποιήσεις των όρων του ομολογιακού δανείου με συναίνεση της Συνέλευσης των Ομολογιούχων, κατά τα ειδικώς οριζόμενα στο άρθρο 60 παρ. 7, οι οποίες θεωρούνται σε πρώτη ανάγνωση βλαπτικές για τους ομολογιούχους, αλλά χρήσιμες για την χρηματοδοτική διευκόλυνση της εταιρείας. Ιδιαίτερα η περίπτωση δ' της παραγράφου 8 του ίδιου άρθρου αναφέρεται επίσης σε κεφαλαιοποίηση, η οποία αποτελεί κατ' εξοχήν εξυγιαντικό για την επιχείρηση μέτρο, όπως αναλύεται κατωτέρω.

Ειδική νομοθετική μνεία όμως έπρεπε να γίνει στην περίπτωση των μετατρέψιμων ομολογιών, καθώς η αύξηση του επιστρεπτέου κεφαλαίου με την πρόσθεση των τόκων και η έκδοση νέων μετατρέψιμων ομολογιών θα δημιουργήσουν με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής σοβαρό οικονομικό πλήγμα (εκτός από τους ομολογιούχους για τους οποίους ο επιχειρηματικός κίνδυνος αυξάνεται με την αύξηση του οφειλόμενου ποσού με την πρόσθεση των τόκων) και στους παλαιούς μετόχους, οι οποίοι με την έκδοση νέων μετοχών, υφίστανται ζημία λόγω της προσθήκης νέων μετοχών. Πρόκειται για την αραίωση («dilution») της συμμετοχής τους. Ο περιορισμός του ποσοστού τους μπορεί να τους βλάψει τόσο ως προς την αξία της περιουσίας τους όσο και ως προς τα δικαιώματα ελέγχου που έχουν στην εκδότρια. Βεβαίως, η αραίωση της συμμετοχής των παλαιών μετόχων θα συνέβαινε ούτως ή άλλως κατά τη μετατροπή και δεν είναι αποτέλεσμα της κεφαλαιοποίησης των τόκων ειδικώς, αλλά του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου γενικότερα, το οποίο αποτελεί εξ ορισμού είδος κεφαλαιοποίησης χρεών¹⁴⁷. Η κεφαλαιοποίηση όμως πέραν του δανείσματος (που είναι σύμφυτη με το δικαίωμα μετατροπής όπως κατέστη ήδη σαφές) και των τόκων αυξάνει το ποσοστό των νεοεκδιδόμενων μετοχών και τη ζημία των παλαιών μετόχων αντίστοιχα.

Η προβληματική αυτή είναι οικεία και στο πλαίσιο του δικαίου των συλλογικών διαδικασιών επειδή η κεφαλαιοποίηση χρεών ειδικότερα ενδείκνυται από το άρθρο 103 παρ. 1 εδ. β' ΠτΚ ως κατάλληλο μέτρο εξυγίανσης της αφερέγγυας επιχείρησης. Με την

¹⁴⁶ Τούτο προκύπτει από το γεγονός ότι κάτι τέτοιο θα θεωρούνταν τροποποίηση των όρων του δανείου εις βάρος των δικαιωμάτων των ομολογιούχων δανειστών, υπό την έννοια των ανωτέρω (υπό 1.5) ενδεικτικώς αναφερόμενων βλαπτικών για τα συμφέροντα των ομολογιούχων δανειστών τροποποιήσεων των όρων του ομολογιακού δανείου. (Βερβεσός ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...], σελ. 342).

¹⁴⁷ Ρόκας Ν., ό.π., σελ. 413.

κεφαλαιοποίηση χρέους, την τροπή, δηλαδή, τμήματος του υφιστάμενου χρέους της επιχείρησης σε μετοχικό κεφάλαιο, επιτυγχάνονται δύο στόχοι: απομειώνεται το συνολικό επίπεδο χρέους της επιχείρησης και ταυτόχρονα αυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας. Πρόκειται δηλ. για ένα μέτρο εξυγίανσης που επιτυγχάνεται με μέσα του εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας έτσι μια ενδιαφέρουσα θεματική στην τομή των δύο κλάδων δικαίου. Είναι αναμφισβήτητο ότι η κεφαλαιοποίηση χρεών επιφέρει έντονη επέμβαση στα δικαιώματα των μετόχων. Στη θεωρία παρατηρείται ότι ειδικά οι μετατρέψιμες υπό όρο ομολογίες («contingent convertible bonds»), οι οποίες όπως θα αναπτυχθεί σε επόμενο σημείο της παρούσας αποτελούν ειδικότερο είδος μετατρέψιμης ομολογίας, αποτελούν ένα ήπιο μέσο κεφαλαιοποίησης χρεών. Ειδικότερα, επιτυγχάνουν παρεμφερή αποτελέσματα με την κεφαλαιοποίηση χρέους, καθώς τρέπεται το χρέος της εταιρίας σε μετοχές όταν επισυμβούν ορισμένα γεγονότα (συνήθως, αυτά σχετίζονται με την κακή πορεία της εταιρείας). Οι ομολογίες αυτές δεν θίγουν τα δικαιώματα των μετόχων (αφού έχουν συμφωνηθεί εξ αρχής), όμως είναι ζήτημα ως προς την αποτελεσματικότητα της εξυγίανσης, αν θα υπάρχει η προνοητικότητα ή βούληση των μετόχων να τις εισαγάγουν.¹⁴⁸ Οι διαπιστώσεις αυτές αρμόζουν εξίσου και ως προς την πρόβλεψη κεφαλαιοποίησης και των δεδουλευμένων τόκων εκ των προτέρων στο πρόγραμμα του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, η οποία θα αποτελεί έναν ακόμη τρόπο αποτροπής περιέλευσης της δανειοδοτούμενης- εκδότριας σε καθεστώς αφερεγγυότητας, εξασφαλίζοντας λόγω της εκ των προτέρων συμφωνίας ότι δε θίγονται αδικαιολόγητα και χωρίς συναίνεση τα δικαιώματα των ομολογιούχων δανειστών και των παλαιών μετόχων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

10) Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο υπό το πρίσμα του δικαίου Κεφαλαιαγοράς

10.1 Ο ρόλος των μετατρέψιμων ομολογιών ως μέσο άμυνας σε Δημόσια Πρόταση Εξαγοράς

Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων μπορεί να επιτελέσει τη λειτουργία μέτρου άμυνας σε ενδεχόμενη επιθετική εξαγορά.¹⁴⁹ Η πιθανότητα αύξησης του πλήθους των μετοχών της υπό εξαγορά εταιρείας, καθιστά την εξαγορά πιο κοστοβόρα για τον προτείνοντα, ο οποίος θα πρέπει να εξαγοράσει περισσότερες μετοχές.¹⁵⁰ Για να είναι

¹⁴⁸ Σ. Ποταμίτης/Α. Ρόκας, Η κεφαλαιοποίηση χρέους ως μέτρο για την εξυγίανση επιχειρήσεων και οι μέθοδοι παράκαμψης της βούλησης των μετόχων, σε: ΕπισκεΕΔ 3/2017, σ. 377-388.

¹⁴⁹ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ. 26 με τις εκεί παραπομπές.

¹⁵⁰ Παράδειγμα απόκρυψης ΔΠΑ μέσω αύξησης της μετοχικής βάσης της εταιρείας- στόχου και ανάληψη μετοχών από «λευκό υπόθη» αποτέλεσε η αύξηση κεφαλαίου της Societe Generale, που απόθησε την εξαγορά

αποτελεσματικό αυτό το μέτρο άμυνας, θα πρέπει να συνοδεύεται από κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης, ώστε να μπορεί το ΔΣ της εκδότριας- υπό εξαγορά εταιρείας να μεταβιβάσει τους εκδιδόμενους τίτλους σε φιλικά πρόσωπα, τους λεγόμενους «λευκούς ιπότες». Παρά ταύτα, η πρακτική αυτή επικρινόταν από τη θεωρία ως αναποτελεσματική, καθότι υπό το καθεστώς του προϊσχύοντος δικαίου οι προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέξουν για την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης ήταν ιδιαίτερα επαχθείς και καθιστούσαν την κατάργηση έως και αδύνατη.¹⁵¹

Σύμφωνα με το άρθρο 14 ν. 3461/2006 θεσπίζεται ειδικό πλαίσιο αναφορικά με τη συμπεριφορά του διοικητικού συμβουλίου ενόσω η πρόταση αγοράς βρίσκεται εν εξελίξει. Ειδικότερα, η κεντρική ρύθμιση υπαγορεύει ότι: *«Με εξαίρεση την αναζήτηση εναλλακτικών προτάσεων, το ΔΣ της υπό εξαγορά εταιρείας, από την ενημέρωσή του σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 10 και μέχρι τη δημοσιοποίηση του αποτελέσματος της δημόσιας πρότασης ή την ανάκλησή της, δεν μπορεί να προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια που δεν εντάσσεται στη συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρείας και ενδέχεται να οδηγήσει στη ματαίωση της δημόσιας πρότασης, χωρίς προηγούμενη εξουσιοδότηση από τη ΓΣ.»* Κατά την «περίοδο αποδοχής» το ΔΣ της εταιρείας- στόχου οφείλει, λοιπόν, να τηρεί την αρχή της ουδετερότητας. Μάλιστα, πριν την ψήφιση του ανωτέρω νόμου είχε εκδοθεί η υπ' αρ. 1/195/2000 Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία παρέθετε ενδεικτικά δύο συγκεκριμένα μέτρα από τα οποία το ΔΣ της εταιρείας- στόχου όφειλε να απέχει: την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου (πρόβλεψη που διατηρήθηκε και στις επόμενες Αποφάσεις).¹⁵²

Στο ίδιο πνεύμα, παρατίθεται ως απαγορευμένο ενδεικτικό αμυντικό μέτρο στην Οδηγία 2004/25/ΕΚ στο άρθρο 9 παρ. 2, στην οποία τίθεται ως πρόσθετη προϋπόθεση η αύξηση κεφαλαίου ή η έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου να έχει ως αποτέλεσμα την *«μακροχρόνια παρεμπόδιση του προτείνοντος για την απόκτηση ελέγχου της εταιρείας»*. Η προαναφερόμενη ενδεικτική αναφορά και η πρόσθετη προϋπόθεση δεν περιλήφθηκαν στον ελληνικό νόμο. Ωστόσο, υποστηρίζεται¹⁵³ ότι δεν μπορεί να αγνοηθεί η διατύπωση της οδηγίας ως προς αυτό το σημείο και κατ' επέκταση αν η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου δεν προκαλεί *«μακροχρόνια παρεμπόδιση του*

της από τον de Benedetti μεταβιβάζοντας της νεοεκδοθείσες μετοχές στην εταιρεία CERUS. Εκτοτε η πρακτική αυτή από πολλά κράτη της Ένωσης άρχισε να μη θεωρείται νόμιμη. (Αναστασοπούλου Ι., Μέσα Άμυνας κατά των Δημόσιων Προτάσεων Αγοράς μετοχών στο ελληνικό δίκαιο και στο σχέδιο της κοινοτικής οδηγίας εις Τιμητικό Τόμο Λουκόπουλου (1993), σελ. 244- 247.)

¹⁵¹ Αναστασοπούλου Ι., ό.π., σελ. 244- 247.

¹⁵² Κορδή – Αντωνοπούλου Μ., Άμυνα της εταιρείας στη Δημόσια Πρόταση Αγοράς, ΕΕμπΔ, 2004, σ.282 επ

¹⁵³ Ανδριανέσης Α., Η Θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρείας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, εις Σπουδές Δκαίου της Επιχείρησης, τ.2., Νομική Βιβλιοθήκη 2008, σ. 118.

προτείνοντος», πρέπει να θεωρείται επιτρεπτή. Ουσιαστικά η αναστολή της αποτελεσματικότητας του εν λόγω αμυντικού μέτρου επιτυγχάνεται από το νόμο 3601/2006 με την πρόβλεψη της παραγράφου 2 του άρθρου 14¹⁵⁴, παρέχοντας ελάχιστο χρόνο στο ΔΣ για τη λήψη του μέτρου. Με τη διάταξη αυτή εγκαταλείπεται οριστικά η προϊσχύουσα παραδοχή ότι επιτρέπεται άνευ ετέρου τινός η υλοποίηση από το ΔΣ ληφθείσας από τη ΓΣ απόφαση, αφού απαιτείται η τελευταία να σταθμίζει *in concreto* τις παραμέτρους κάθε δημόσιας πρότασης.

Αν το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο είχε εκδοθεί σε χρόνο προγενέστερο της έναρξης της περιόδου αποδοχής, αλλά το δικαίωμα μετατροπής ασκηθεί κατά τη διάρκεια της τελευταίας, ανακύπτει προβληματισμός τυχόν καταχρηστικής άσκησης του δικαιώματος μετατροπής από τον ομολογιούχο. Σύμφωνα με το νόμο οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών δεν δεσμεύονται από τον κανόνα της ουδετερότητας που καθιερώνεται για ενέργειες του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας και μπορούν να αντιδράσουν με οποιοδήποτε τρόπο θεωρούν κατάλληλο για την εξέλιξη των συμφερόντων τους.¹⁵⁵ Κατά την εξέταση περί διαπίστωσης καταχρηστικότητας θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι αντικειμενικές χρηματοδοτικές ανάγκες της εταιρείας, καθώς και να αξιολογηθεί αν η άσκηση του δικαιώματος αποσκοπεί αποκλειστικά στην υπονόμευση της δημόσιας πρότασης εξαγοράς.¹⁵⁶ Αν οι ομολογιούχοι είναι και μέτοχοι της εταιρείας, η αντίδρασή τους στη δημόσια πρόταση εξαγοράς θα ελέγχεται και με βάση το κατά πόσον είναι σύμφωνη με το εταιρικό συμφέρον. Μάλιστα, υποστηρίζεται στη θεωρία ότι εφόσον οι ομολογιούχοι θα καταστούν μέτοχοι μετά την άσκηση του δικαιώματος υπέχουν ήδη πριν τη μετατροπή υποχρέωση πίστης έναντι της εταιρείας υπό την έννοια υποχρέωσης σε συμπεριφορά σύμφωνη με το εταιρικό συμφέρον.¹⁵⁷ Βέβαια η υποχρέωση άσκησης του δικαιώματος μετατροπής σύμφωνα με το εταιρικό συμφέρον έχει ως προαπαιτούμενο την παραδοχή ότι οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών έχουν την ιδιότητα του μετόχου ή θέση προενέργειας ως προς τη μετοχική η σχέση, παραδοχή αντίθετη με την κρατούσα άποψη (βλ. ανωτέρω υπό 1.9). Ο έλεγχος της καταχρηστικής άσκησης του δικαιώματος καθίσταται έτι δυσχερέστερος στην περίπτωση που οι δικαιούχοι των ομολογιών δεν είναι ταυτόχρονα μέτοχοι της εταιρείας, διότι η σημαντική άνοδος που κατά κανόνα εμφανίζει η τιμή της υποκείμενης μετοχής λόγω της επικείμενης εξαγοράς

¹⁵⁴ «2. Η ΓΣ των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να εγκρίνει ή να επιβεβαιώσει κάθε απόφαση για ενέργεια της παραγράφου 1, η οποία ελήφθη πριν από την έναρξη της προβλεπόμενης στην ίδια παράγραφο περιόδου και δεν έχει τεθεί, εν όλω ή εν μέρει, σε εφαρμογή.»

¹⁵⁵ Κουλουριάνος, ό.π., σ. 319

¹⁵⁶ Κορδή – Αντωνοπούλου Μ., Άμυνα της εταιρείας στη Δημόσια Πρόταση Αγοράς, ΕΕμπΔ, 2004, σ.282 επ.

¹⁵⁷ Κορδή – Αντωνοπούλου Μ. ό.π. και Ανδριανέσης Α., Η Θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρείας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, εις Σπουδές Δκαίου της Επιχείρησης, τ.2., Νομική Βιβλιοθήκη 2008, σ. 119.

καθιστά τη μετατροπή των ομολογιών ιδιαίτερα επωφελή.¹⁵⁸ Κατ' επέκταση είναι δυσχερές να αποδειχθεί ότι η μετατροπή εξυπηρετεί καταχρηστικούς σκοπούς και δεν είναι απλά το αποτέλεσμα μιας σταθμισμένης επενδυτικής κίνησης από μέρους του ομολογιούχου, η οποία είναι απολύτως θεμιτή.

10.2 Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο σε σχέση με την άσκηση των δικαιωμάτων squeeze-out και sell-out/ Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση Αγοράς.

Το squeeze-out και το sell-out θεσμοθετήθηκαν ως μετοχικά δικαιώματα των μετόχων εισηγμένων εταιρειών με την Οδηγία 2004/25/ΕΚ, η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με τα άρθρα 27 και 28 ν. 3461/2006. Το squeeze-out συνιστά μηχανισμό απόκτησης από τον προτείνοντα των μετοχών¹⁵⁹ των μικρομετόχων της εταιρείας-στόχου, οι οποίοι αν και δεν αποδέχτηκαν την υποβληθείσα από αυτόν Δημόσια Πρόταση Αγοράς των μετοχών τους, υποχρεούνται υπό τις προϋποθέσεις του νόμου να τις μεταβιβάσουν (πρώτο είδος υποχρεωτικής εξαγοράς).¹⁶⁰ Στο άρθρο 27 του ως άνω νόμου, ορίζονται ειδικότερα οι προϋποθέσεις και η διαδικασία άσκησης του δικαιώματος squeeze-out (ήτοι εξαναγκασμός των μετόχων της μειοψηφίας να αποχωρίσουν από την εταιρεία) από τον πλειοψηφούντα μέτοχο.¹⁶¹

Ένα ζήτημα που εγείρεται είναι αν η Υποχρεωτική Δημόσια Πρόταση Αγοράς απευθύνεται και στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών ή όχι και τυγχάνει ερμηνευτέο λόγω της διατύπωσης του νόμου «*κινητές αξίες οι οποίες ενσωματώνουν δικαίωμα ψήφου*». Η διατύπωση αυτή προέρχεται από το κείμενο της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ στην οποία ενδέχεται να ανατρέξει ο ερμηνεύων τη διάταξη. Ούτε και η οδηγία παρέχει περαιτέρω εξειδίκευση του όρου στο προσώμιο της. Στη θεωρία υποστηρίζεται ότι το εύρος της διατύπωσης δεν θα ήταν ορθό να συμπεριλάβει και τίτλους με εν δυνάμει δικαίωμα ψήφου στη ΓΣ όπως οι μετατρέψιμες ομολογίες, καθώς δεν υπάρχει στο νόμο διάταξη που να εξομοιώνει τις συμμετοχικές κινητές αξίες με μετοχές. Η δε επιλογή άλλων κρατών-μελών καθιερώσουν επέκταση της υποχρέωσης υποβολής δημόσιας πρότασης και σε κινητές αξίες που είτε προσφέρουν δικαίωμα ψήφου μόνο σε ειδικές περιπτώσεις, είτε δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου δεν θεωρείται καθοριστική για την ερμηνεία, διότι ενδεχομένως αποτελεί αξιοποίηση

¹⁵⁸ Σωτηρόπουλος, ό.π., ρ.84. Αντίθετος ο Λέκκας.

¹⁵⁹ Ακριβέστερα, αντικείμενο της Δημόσιας Πρότασης σύμφωνα με τη διατύπωση του νόμου 3461/2005 στο άρθρο 2: «*οι κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρείας οι οποίες είναι εισηγμένες ... και ενσωματώνουν δικαίωμα ψήφου σε μία εταιρεία*».

¹⁶⁰ Κουλουριάνος, ό.π., σ.314 επ.

¹⁶¹ Παπαδημόπουλος Ι., Τα δικαιώματα του squeeze-out και του sell-out υπό το φως της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς. ΔΕΕ 2005,396.

σχετικής ευχέρειας που καταλείπει η Οδηγία περί επέκτασης της υποχρέωσης και όχι προϊόν ενσωμάτωσης αυτής.¹⁶²

Η προβλεπόμενη απώλεια των μετοχικών δικαιωμάτων από τη μειοψηφία με αντίστοιχη καταβολή ανταλλάγματος (άρθρο 27 παρ. 5 ν. 3461/2006) συζητείται αν θα πρέπει να καταλαμβάνει και τους κατόχους των μετατρέψιμων ομολογιών. Αν ο προτείνων υπό τις παρούσες συνθήκες έχει το 90% του μετοχικού κεφαλαίου, αλλά υπάρχουν πέραν των μετόχων της μειοψηφίας και κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών που αν ασκήσουν το δικαίωμα μετατροπής δε θα έχει πια το 90% και θεωρήσουμε ότι δεν καταλαμβάνονται οι κάτοχοι των μετατρέψιμων ομολογιών στη μειοψηφία, θα δημιουργούνταν το εξής φαινόμενο: Η διατήρηση των μετατρέψιμων ομολογιών στους κόλπους της υπό εξαγορά εταιρείας λόγω της φύσης τους ως εν δυνάμει μετοχικό κεφάλαιο, θα αποτελούσε διαρκές εμπόδιο για την απόκτηση του ελέγχου μιας εταιρείας, σκοπό που εξυπηρετεί ο θεσμός της δημόσιας πρότασης. Με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής από τους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών θα δημιουργείτο εκ νέου μία μειοψηφία γεγονός που θα οδηγούσε τον μεγαλομέτοχο σε δεύτερη υποχρεωτική εξαγορά. Το ενδεχόμενο αυτό πέραν του κόστους που συνεπάγεται για το μεγαλομέτοχο λόγω της ανάγκης επανάληψης πολλών υποχρεωτικών προτάσεων εξαγοράς θα επέφερε αδικαιολόγητη καθυστέρηση των αποτελεσμάτων που εξυπηρετεί ήδη ο θεσμός του squeeze out. Οι δε ομολογιούχοι δεν θα είχαν ιδιαίτερο συμφέρον στην απόκτηση μετοχών μετά την εφαρμογή του squeeze-out, αφού σε αυτή την περίπτωση θα βρίσκονταν με τη σειρά τους αντιμέτωποι με υποχρεωτική εξαγορά των μετοχών τους¹⁶³. Εξάλλου, θα ήταν παράδοξο οι εν δυνάμει μέτοχοι (κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών) να αντιμετωπίζονταν ευνοϊκότερα από την υπάρχουσα μειοψηφία καθώς το μετοχικό δικαίωμα θα πρέπει να θεωρείται ισχυρότερο. Ειλημμένων υπόψη αυτών των επιχειρημάτων, αλλά λόγω έλλειψης ρητής πρόβλεψης στο νόμο ορθότερο είναι να γίνει δεκτό ότι η διεύρυνση των αποδεκτών της διαδικασίας υποχρεωτικής εξαγοράς και στους ομολογιούχους μετατρέψιμων ομολογιών θα πρέπει να θεωρείται δικαίωμα και όχι υποχρέωση του μεγαλομετόχου, επομένως να εναπόκειται στη διακριτική του ευχέρεια αν θα συμπεριλάβει στη διαδικασία τα δικαιώματα από μετατρέψιμες ομολογίες.

Αν, τελικά, ο κάτοχος μετατρέψιμης ομολογίας υποχρεωθεί σε απώλεια του δικαιώματος μετατροπής κατά τα ανωτέρω, η αποζημίωση που θα δικαιούται διαφέρει κατά περίπτωση. Αν ο τελευταίος θα επιλέξει την οδό της μετατροπής, θα λάβει το αντάλλαγμα που ορίστηκε για την υποχρεωτική εξαγορά, ενώ αν επιλέξει να ικανοποιηθεί ως ομολογιούχος, θα λάβει

¹⁶² Κουλουριάνος Θ., ό.π., με παράθεση αντίστοιχων διατάξεων γερμανικού, αυστριακού και βελγικού δικαίου.

¹⁶³ Τέλλης, Εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας (άρθρο 49γ ΚΝ2190/1920). ΕπισκεΔ 2008, 420.

κατά τα οριζόμενα στο πρόγραμμα ομολογιακού δανείου την τιμή εξόφλησης (επιστροφή του κεφαλαίου στη λήξη), χωρίς να επηρεάζεται από το προαναφερόμενο αντάλλαγμα.¹⁶⁴

Ως προς τον υπολογισμό των απαραίτητων ποσοστών για την άσκηση του δικαιώματος (squeeze – out) κρίσιμο είναι να απαντηθεί το ερώτημα αν λαμβάνονται υπόψη τα εν δυνάμει ποσοστά που θα κατέχουν επί του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών, καθότι από τον συνυπολογισμό τους ή μη μπορεί να ματαιωθεί το δικαίωμα του squeeze-out. Λόγου χάρη αν ο προτείνων έχει και μετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες, μπορούν οι δεύτερες να υπολογισθούν για τη συμπλήρωση του ποσοστού του 90%;¹⁶⁵ Κατά μία άποψη πρέπει να συνυπολογίζονται οι μετατρέψιμες ομολογίες κατά τον προσδιορισμό συμμετοχής του μεγαλομετόχου.¹⁶⁶ Κατά ορθότερη, όμως, άποψη, κατά τον έλεγχο του ποσοστού του πλειοψηφούντος μετόχου, δε θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι εκδοθείσες μετατρέψιμες ομολογίες,¹⁶⁷ καθώς, όπως ήδη κατέστη σαφές, οι μετατρέψιμες ομολογίες δεν αντιμετωπίζονται σαν κινητές αξίες με δικαίωμα ψήφου και δεν εντάσσονται στη μετοχική σχέση, ώστε να μπορούν να εμποδίσουν τη διαδικασία της υποχρεωτικής εξαγοράς.

Περαιτέρω, ζήτημα τίθεται ως προς την τύχη του δικαιώματος προτίμησης προς απόκτηση μετατρέψιμων ομολογιών κατά τον χρόνο άσκησης του δικαιώματος του squeeze-out. Υποστηρίζεται στη γερμανική θεωρία ότι το δικαίωμα προτίμησης θα πρέπει να παραμένει ακέραιο παρά την άσκηση του δικαιώματος από τον μεγαλομέτοχο. Αντίθετα, η κρατούσα άποψη δέχεται ότι το δικαίωμα προτίμησης μετατρέπεται σε χρηματική αξίωση αποζημίωσης έναντι του μεγαλομετόχου. Εξαιρεση από τον κανόνα της χρηματικής παροχής γίνεται δεκτή, όμως, στην περίπτωση που από την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής οι προκύπτουσες μετοχές υπερβαίνουν το 5% του διαμορφωθέντος μετοχικού κεφαλαίου.¹⁶⁸

10.3 Η θέση των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών σε περίπτωση εξόδου της εταιρείας από την κεφαλαιαγορά (Delisting).¹⁶⁹

Δεδομένου ότι υπό το παρόν κεφάλαιο εξετάζεται η περίπτωση κατά την οποία οι υποκείμενες στο δικαίωμα μετατροπής μετοχές είναι εισηγμένες, δημιουργούνται ζητήματα προστασίας των ομολογιούχων δανειστών στην περίπτωση κατά την οποία η ΓΣ της

¹⁶⁴ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, 2009, 217 επ.

¹⁶⁵ Αλεξανδροπούλου Α. «Squeeze-out» και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 4/2008, 404.

¹⁶⁶ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ. 30 με παραπομπές στη γερμανική βιβλιογραφία.

¹⁶⁷ Σε αυτή την κατεύθυνση, Κουλουριάνος ό.π. με παραπομπές σε Τέλλη, Βενιέρη και Βερβεσό ό.π.

¹⁶⁸ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ. 30 με παραπομπές στη γερμανική βιβλιογραφία.

¹⁶⁹ Βερβεσός Ν., ό.π., αρ. 35 επ. με παραπομπές στη γερμανική βιβλιογραφία.

εκδότριας εταιρείας αποφασίσει την έξοδο της εταιρείας από το χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα οι μετοχές της να μην αποτελούν πλέον αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Η διαγραφή από το χρηματιστήριο στερεί από το μέτοχο (και κατ' επέκταση όποιον έχει την προοπτική να γίνει μέτοχος, όπως ο κάτοχος μετατρέψιμης ομολογίας) της εξερχόμενης εταιρείας τη λεγόμενη “Wall Street Option”, τουτέστιν τη δυνατότητα μεταβίβασης τίτλων σε μια αγορά που προσφέρει άμεση ρευστότητα, καθημερινή αποτίμηση και θεσμική προστασία.

Η έξοδος μιας εταιρείας από το χρηματιστήριο με πρωτοβουλία της ίδιας (γνήσιο εκούσιο delisting) προβλέπεται στο άρθρο 17 παρ. 5 του ν. 3371/2005, το οποίο όμως δεν προβλέπει νομοθετικά κάποια υποχρέωση αποζημίωσης των κατόχων τίτλων της εξερχόμενης εταιρείας, λόγω της διαγραφής της από το χρηματιστήριο.

Μάλιστα, σχολιάζεται ότι κατά κανόνα οι όροι του ομολογιακού δανείου δεν προβλέπουν κάποια ιδιαίτερη προστασία σε μία τέτοια περίπτωση. Για το λόγο αυτό γίνεται δεκτό ότι η έξοδος της εκδότριας εταιρείας από το χρηματιστήριο ως έμμεση επιβάρυνση της έννομης θέσεις των ομολογιούχων δανειστών μπορεί κατά περίπτωση, πέραν της δυνατότητας καταγγελίας του ομολογιακού δανείου να δημιουργήσει ζητήματα ευθύνης της εκδότριας εταιρείας προς αποζημίωση των ομολογιούχων, αν και δημιουργούνται ιδιαίτερες δυσκολίες στην απόδειξη της ζημίας. Κατά μία άποψη, υποστηριζόμενη στη γερμανική βιβλιογραφία, δεν υφίσταται συμβατική παράβαση και ζημία των ομολογιούχων στην περίπτωση κατά την οποία μετά την έξοδο από το χρηματιστήριο ακολουθεί το λεγόμενο squeeze-out, αφού σε μία τέτοια περίπτωση οι φορείς των ομολογιών δεν διαθέτουν πλέον καμία αξίωση για παράδοση μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο.

ΜΕΡΟΣ Β΄

Ειδικότερα ζητήματα περί προστασίας του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας από την οικονομική αποδυνάμωση της επένδυσής του και οι παραλλαγές του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Τα συμφέροντα των φορέων κεφαλαίου στους κόλπους της ΑΕ, η θέση των δικαιούχων μετατρέψιμων ομολογιών και οι τρόποι προστασίας τους

Στο πλαίσιο της παρούσας ενότητας η Α.Ε. θα πρέπει να ειδωθεί ως «πεδίο σύγκρουσης συμφερόντων» ομάδων με διαφορετικές επιδιώξεις από τη λειτουργία της εταιρείας, τα οποία συμφέροντα η διοίκηση της εταιρείας¹⁷⁰ οφείλει να λαμβάνει υπόψη κατά τη διαχείριση, προάγοντας πάντοτε το εταιρικό συμφέρον.¹⁷¹ Σε περίπτωση που η εταιρεία έχει εκδώσει μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο, είναι λογικό επακόλουθο να αυξάνεται ο κύκλος προσώπων που αποβλέπουν στην επιχειρηματική δράση της ΑΕ, καθώς πέραν των μετόχων, των διοικητών, των εργαζομένων και των δανειστών υφίστανται και οι κάτοχοι των μετατρέψιμων ομολογιών, οι οποίοι έχουν προφανές συμφέρον συμμετοχής στα εταιρικά δρώμενα.

Αφ' ενός οι μέτοχοι, συμμετέχουν στον επιχειρηματικό κίνδυνο της εταιρείας με την εισφορά τους και είναι «έμμεσοι ιδιοκτήτες» της εταιρικής περιουσίας μετά την αφαίρεση των χρεών της. Έτσι, οι μέτοχοι λόγω και της αρχής του χωρισμού της προσωπικής τους περιουσίας από την εταιρική περιουσία, αλλά και της μη υποχρέωσης καταβολής συμπληρωματικών εισφορών είναι συχνά ευνοϊκοί προς την ανάληψη από την Α.Ε. ριψοκίνδυνων και συνάμα υψηλού κέρδους επενδυτικές επιλογές.¹⁷² Εξάλλου, γίνεται δεκτό ότι λόγω της ασυμμετρίας κατανομής του κινδύνου αποτυχίας επιχειρηματικών επιλογών, το όφελος των μετόχων αυξάνεται σε βάρος των ομολογιούχων.¹⁷³

Αφ' ετέρου, οι δανειστές της εταιρείας, αποβλέποντας στην ολοσχερή εξόφληση των απαιτήσεών τους, έχουν πρώτιστο συμφέρον η Α.Ε. να απέχει από δραστηριότητες που θα διακυβεύσουν την φερεγγυότητα ή τη βιωσιμότητά της. Δεδομένου, μάλιστα, ότι κατά κανόνα δεν ικανοποιούνται οι δανειστές ανάλογα με τα κέρδη της οφειλέτριας εταιρείας, ούτε και λαμβάνουν μέρος στη λήψη των αποφάσεων, συνήθως τάσσονται υπέρ συντηρητικών επιχειρηματικών επιλογών χωρίς υψηλό ρίσκο. Η ως άνω σύγκρουση επιτείνεται δε από τη γενική παραδοχή στο ελληνικό δίκαιο ότι το ΔΣ υποχρεούται να διοικεί την εταιρεία με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων, ανεξαρτήτως αν βλάπτονται τα συμφέροντα των λοιπών φορέων της επιχείρησης¹⁷⁴.

Οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών, ειδικότερα, έχοντας προβεί σε «διπλή επένδυση» διαθέτουν, όπως έχει καταστεί ήδη σαφές τη σταθερή απόληψη τόκου και επιστρεπτέων κεφαλαίων. Όμως αυτό δε συνεπάγεται αυτόματα ότι διάκεινται αρνητικά σε ριψοκίνδυνες

¹⁷⁰ Κατά κανόνα αρμοδιότητα και ευθύνη των διαχειριστικών πράξεων έχει το ΔΣ με την επιφύλαξη της (εκ του νόμου, εκ του καταστατικού ή και «αρρύθμιστης») αρμοδιότητας της ΓΣ για κάποια ειδική διαχειριστική πράξη.

¹⁷¹ Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία, Μικρουλέα, Όρια Δράσης και Ευθύνη των Διοικητών.

¹⁷² Λιναρίτης Ι., Τίτλοι Κτήσης μετοχών (Warrants), Νομική Βιβλιοθήκη 2018, σ. 483 επ. (αναλογικά με όσα ισχύουν και για τα warrants).

¹⁷³ Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 237, με τις εκεί παραπομπές, υποσημείωση 900.

¹⁷⁴ Τριανταφυλλάκης, Το συμφέρον της επιχείρησης, σ. 331, ο οποίος αναφέρει και τη δυνατότητα ανάκλησης των μελών του ΔΣ από τη ΓΣ ως πανίσχυρο όπλο εξαναγκασμού του ΔΣ να δρά σύμφωνα με τα συμφέροντα του πλειοψηφούντος μετόχου.

πράξεις της εταιρείας (υψηλής όμως απόδοσης), καθώς το χορηγούμενο δικαίωμα μετατροπής συνιστά για τους ομολογιούχους «προκαθορισμένο εισιτήριο» συμμετοχής στην Α.Ε., έχοντας την ευχέρεια να το ασκήσουν σε περίοδο κερδοφορίας της τελευταίας. Επιπλέον, η υψηλή αξία της υποκειμένης μετοχής αντανακλά στην αξία του τίτλου της μετατρέψιμης ομολογίας. Επομένως, οι ομολογιούχοι μετατρέψιμων ομολογιών ενδέχεται να έχουν σημαντικό όφελος από τολμηρές επιχειρηματικές επιλογές της εκδότριας. Στον αντίποδα, η εκδότρια, ενώ κατά κανόνα θα επιθυμούσε την αύξηση της τιμής των μετοχών της, εντούτοις στην περίπτωση που έχει εκδώσει μετατρέψιμες ομολογίες, παρ' ότι έχει επωφεληθεί από το χαμηλότερο επιτόκιο, ζημιώνεται από τη μετατροπή, διότι διαθέτει μετοχές σε τιμή κατώτερη από την τρέχουσα. Ειδικά αν έχει αυξηθεί η εσωτερική αξία των μετοχών, ουσιαστικά με τη μετατροπή διανέμονται στους ομολογιούχους αφανή αποθεματικά. Όταν, αντίθετα η τιμή της μετοχής πέφτει, πράγμα που κανονικά καμία εταιρεία δεν επιθυμεί, οι μετατρέψιμες ομολογίες παραμένουν και από οικονομικής άποψης δάνειο εξυπηρετούμενο, μάλιστα, με το συμφωνημένο χαμηλό επιτόκιο.¹⁷⁵

Στο ίδιο μοτίβο, η υβριδική φύση της μετατρέψιμης ομολογίας υποστηρίζεται ότι λειτουργεί ως παράγοντας άμβλυνσης της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων διότι τα συμφέροντα του δικαιούχου μετατρέψιμες ομολογίες κινούνται ενδιάμεσα στα συμφέροντα των δύο ομάδων.¹⁷⁶ Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών λειτουργεί αποτρεπτικά στην ανάληψη από την εκδότρια λήψη κινδύνων επενδύσεων όταν αυξάνεται η αξία των υποκειμένων μετοχών σημειώνεται μείωση της αξίας του δανειακού στοιχείου της ομολογίας από το χρονικό αυτό σημείο είναι εξαιρετικά πιθανό οι ομολογιούχοι να ασκήσουν το δικαίωμα μετατροπής και να συμμετάσχουν στα διανεμόμενα κέρδη που θα προκύψουν. Η αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών επιφέρει αντίστοιχα συρρίκνωση της αναλογίας συμμετοχής στα κέρδη ανά μετοχή και συνακόλουθα πτώση της αξίας της μετοχής με αποτέλεσμα να περιορίζονται σημαντικά τα αναμενόμενα οφέλη της εταιρείας και των παλαιών μετόχων. Έτσι, υποστηρίζεται ότι αν υπάρχει ήδη καταρτισθέν μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο λειτουργεί αποτρεπτικά για την εκδότρια να προβεί σε ριψοκίνδυνες επιχειρηματικές επιλογές, εκτός αν οι συνέπειες για το μετοχικό κεφάλαιο είναι αμελητέες σε σχέση με τις ωφέλειες.¹⁷⁷ Σημειώνεται, όμως, και ότι η επίδραση αυτή του μετατρέψιμου

¹⁷⁵ Σωτηρόπουλος, ό.π., σ. 445.

¹⁷⁶ Bratton, ό.π., 669.

¹⁷⁷ Sepe, Corporate Agency Problems and Hybrid Financial Instruments, p. 43, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: <https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2008/sepe.pdf>

ομολογιακού δανείου επέρχεται μόνο σε ΑΕ με υψηλή συγκέντρωση μετοχών, όπου οι αποφάσεις λαμβάνονται από τον μέτοχο- διαχειριστή και όχι σε πολυμετοχικές ΑΕ.¹⁷⁸

11) Ζητήματα κατά τη διοίκηση της εταιρείας που έχει εκδώσει μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο

Η άρση των ανωτέρω συγκρούσεων και ο καθορισμός της ενδεδειγμένης εταιρικής δράσης λαμβάνει χώρα κατά κανόνα εκ μέρους του διοικητικού συμβουλίου, ως διαχειριστικού οργάνου της εταιρείας σύμφωνα με το νόμο (άρθρο 77 παρ. 1 ν. 4548/2018). Η ανάθεση της διαχείρισης σε ειδικό συλλογικό όργανο καθιστά την Α.Ε. τυπικό παράδειγμα εφαρμογής της οικονομικής θεωρίας της διαχείρισης αλλότριων συμφερόντων (agency theory)¹⁷⁹. Εν προκειμένω παρατηρείται ότι ο χωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο οδηγεί συχνά σε αντίθεση συμφερόντων των μελών του ΔΣ από αυτά των οικονομικών φορέων της επιχείρησης (μεταξύ αυτών μέτοχοι και κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών¹⁸⁰), εγκαθιδρύει ασυμμετρία πληροφόρησης σε βάρος τους και εισάγει κίνδυνο παραμέλησης καθηκόντων και πρόταξης ιδίων συμφερόντων λόγω περιορισμένης δυνατότητας ελέγχου.¹⁸¹ Η έκδοση και η διαχείριση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου δύναται να χρησιμοποιηθεί από το ΔΣ για σκοπούς που δεν προάγουν το εταιρικό συμφέρον, αλλά ίδια συμφέροντα του διοικητικού συμβουλίου της ΑΕ¹⁸² ή και συμφέροντα των μετόχων σε βάρος των ομολογιούχων¹⁸³.

Στο ισχύον ελληνικό δίκαιο της ΑΕ καθιερώνονται εκ του νόμου οι υποχρεώσεις πίστης και επιμέλειας του ΔΣ τις οποίες, σύμφωνα με ρητή διατύπωση του νόμου 4548/2018 στα άρθρα 97 και 102 αντίστοιχα υπέχει το ΔΣ απέναντι στην εταιρεία. Η υποχρέωση πίστης επιβάλλει στα μέλη του ΔΣ να επιδιώκουν με όλες τους τις δυνάμεις την επίτευξη του εταιρικού σκοπού, σε επίπεδο που ξεπερνά τις αντίστοιχες υποχρεώσεις που απορρέουν από μία σύμβαση εργασίας και να παραλείπουν κάθε ενέργεια που δίνει προβάδισμα στην επίτευξη ιδίων ή αλλότριων συμφερόντων έναντι του εταιρικού συμφέροντος. Από την άλλη η υποχρέωση επιμέλειας τριχοτομείται στην υποχρέωση τήρησης νομιμότητας από το ΔΣ

¹⁷⁸ Dent Jr., The role of convertible securities in Corporate Finance 21, J. Corp. L. 241 (1996), p. 254.

¹⁷⁹ Στους κόλπους του εσωτερικού της ΑΕ γίνεται δεκτό ότι δημιουργούνται σχέσεις κάθετης αντιπροσώπευσης μεταξύ ΔΣ και μετόχων και οριζόντιας αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων πλειοψηφίας και μειοψηφίας. Αθανασίου, ό.π.

¹⁸⁰ Οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών, ανεξαρτήτως από τη θεώρησή τους ως εν δυνάμει μετόχων ή δανειστών συνδέονται επίσης με σχέση αντιπροσώπευσης με την εκδότρια, καθώς γίνεται δεκτό ότι σχέση διαχείρισης αλλότριων συμφερόντων/ αντιπροσώπευσης δημιουργείται και μεταξύ εκδότριας και δανειστών. (Κουλουριάνος Θ., ό.π., υποσημείωση 909 με τις εκεί παραπομπές)

¹⁸¹ Λιναρίτης, ό.π.

¹⁸² Dent G., The Role of Convertible Securities in Corporate Finance, ό.π., σελ. 255

¹⁸³ Κουλουριάνος ό.π., σελ. 240.

κατά τη διεκπεραίωση των εταιρικών υποθέσεων, στην άσκηση διαχειριστικών καθηκόντων με βάση το μέτρο επιμελείας του συνετού επιχειρηματία και στην υποχρέωση άσκησης εποπτείας και ελέγχου της οργάνωσης και λειτουργίας της εταιρείας¹⁸⁴.

12) Η προστασία των συμφερόντων του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου

12.1 Η προστασία μέσω αναγνώρισης αυτοτελών υποχρεώσεων πίστης και επιμέλειας του ΔΣ έναντι των ομολογιούχων μετατρέψιμων ομολογιών

Με αυτά τα δεδομένα έχει απασχολήσει την ελληνική, αλλά και την αλλοδαπή βιβλιογραφία το ενδεχόμενο αναγνώρισης στο πρόσωπο των εταιρικών διοικητών απ' ευθείας υποχρέωσης διαφύλαξης των συμφερόντων των ομολογιούχων. Ο προβληματισμός αυτός αποτελεί προϊόν αναζήτησης ενός αποτελεσματικού μηχανισμού προληπτικής αντιμετώπισης της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ ομολογιούχων και μετόχων που διεπλάσθη αρχικά από μερίδα της αγγλοαμερικανικής θεωρίας.¹⁸⁵

Η άποψη υπέρ της ύπαρξης αυτοτελών υποχρεώσεων πίστης και επιμέλειας, όπως απαντάται στην αμερικανική θεωρία, στηρίζεται στις παραδοχές ότι η σχέση εκδότριας - ομολογιούχων συγκεντρώνει τα εννοιολογικά χαρακτηριστικά της σχέσης εμπιστοσύνης¹⁸⁶ και ότι εμφανίζει η αντίστοιχη προς τη σχέση εταιρείας μετοχών, αφού οι ομολογιούχοι όπως και οι μέτοχοι παρέχουν μόνιμα ένα τμήμα της περιουσίας τους στην εταιρεία και εξαρτούν οικονομικά συμφέροντα από τη λειτουργία της. Η άποψη αυτή επικεντρώνεται στις οικονομικές ομοιότητες μετοχών και ομολογιών ως εργαλεία συγκέντρωσης κεφαλαίου προς την επίτευξη του εταιρικού σκοπού. Η αναγνώριση αυτοτελών υποχρεώσεων θα λειτουργούσε ως μία γενική ρήτρα συμπεριφοράς του διαχειριστικού οργάνου, η οποία θα κάλυπτε το παρατηρούμενο έλλειμμα συμβατικής προστασίας των ομολογιούχων από εταιρικές ενέργειες που μπορούν να ζημιώσουν τα συμφέροντά τους κατά τον ίδιο τρόπο με τον οποίο η ύπαρξη αντίστοιχων καθηκόντων συμπεριφοράς που συμπληρώνουν την ατελώς ρυθμιζόμενη σχέση των διοικητών με τα μέλη της εταιρείας, αφετέρου να περιορίσει δραστικά το «κόστος της αντιπροσώπευσης χρέους». Το κρίσιμο ερώτημα πώς θα σταθμίσουν οι διοικητές τα αντικρουόμενα συμφέροντα απαντιέται με το να στοχεύουν στην επαύξηση της αξίας της επιχείρησης η οποία αποτελεί το άθροισμα των αξιών μετοχών και

¹⁸⁴ Βερβεσός Ν. ΝοΒ, Τεύχος 67, Τόμος 2, 2019, 203 επ.

¹⁸⁵ Κουλουριάνος, ό.π., 254.

¹⁸⁶ Mitchell, The Fairness Rights of Corporate Bondholders, 1192-93

ομολογιών. Σε κάθε άλλη περίπτωση οι ομολογιούχοι θα πρέπει να αποζημιώνονται από εταιρικές ενέργειες που αποβαίνουν σε βάρος τους.¹⁸⁷

Ισχυρός αντίλογος, όμως, στην αγγλοαμερικανική θεωρία προβάλλει πλήθος επιχειρημάτων κατά της εφαρμογής των υποχρεώσεων πίστης και επιμέλειας και προς τους ομολογιούχους¹⁸⁸. Μερικά από αυτά είναι ότι η λειτουργία των εξαιτούμενων υποχρεώσεων του διαχειριστικού οργάνου έναντι των μετοχών έχει νόημα ως διάπλαση μιας γενικής ρήτηρας συμπεριφοράς των εταιρικών διοικητών, η οποία θα πληροί τα κενά της εταιρικής σύμβασης, μία συμπληρωματική λειτουργία η οποία έχει νόημα στην περίπτωση των μετόχων λόγω της φύσης και της διάρκειας της σχέσης τους με την εταιρεία, στοιχεία που δεν συντρέχουν στην περίπτωση της δημιουργούμενης από το ομολογιακό δάνειο σχέσης, αφού η καταστατική σύμβαση ρυθμίζει ατελώς τη σχέση μετόχων και εκδότριας. Η σύμβαση έκδοσης ομολογιακού δανείου ενδέχεται να ανατραπεί από την εφαρμογή των όσων υποχρεώσεων πράγμα μη επιθυμητό, καθώς θα δημιουργούσε καθεστώς ανασφάλειας δικαίου. Επιπλέον, προσκρούει η θέση αυτή σε παραδοσιακές θεωρήσεις του εταιρικού δικαίου, αφού δεν συνάδει ούτε με τη θεώρηση της επιχείρησης ως κοινότητα συμφερόντων (stakeholder model), ούτε με τη θεωρία που δέχεται ότι οι εταιρικοί διοικητές έχουν καθήκοντα συμπεριφοράς μόνο έναντι του ίδιου του νομικού προσώπου. Επίσης, η παραδοχή αυτή παραβλέπει τη διαφορά των μετόχων και των ομολογιούχων στο βαθμό συμμετοχής στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Επιπλέον, η θέση είναι κοινωνικοοικονομικά λαθεμένη, αφού θα παρέλυε την ελεύθερη ανάπτυξη επιχειρηματικής δραστηριότητας και θα οδηγούσε στον αυτοπεριορισμό του διοικητικού συμβουλίου από τη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων σε βάρος της ανάπτυξης της εταιρείας. Δεν μπορεί επίσης να αγνοηθεί ο κίνδυνος διεύρυνσης του πεδίου διακριτικής ευχέρειας του διοικητικού συμβουλίου, με αποτέλεσμα να δυσχεραίνει τον έλεγχο της δράσης και την πλήρωση προϋποθέσεων ευθύνης. Τέλος, προβάλλεται ότι αυτή η θεώρηση παραβλέπει την πραγματική αδυναμία συμβιβασμού των αντικρουόμενων συμφερόντων των μετόχων και ομολογιούχων και οδηγεί στην αυτοπαγίδευση των διοικητικών στελεχών, αφού όποια επιλογή και αν προκρίνουν θα

¹⁸⁷ Κουλουριάνος Θ., *ό.π.*, σελ. 264 επ.

¹⁸⁸ Bainbridge, In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm, 1423 επ., Bratton *ό.π.*, 735-739, Carter, The Fiduciary Rights of Shareholders, 29 Wm & Mary L. Rev. 823 (1988), Hetherington, Defining the Scope of Controlling Shareholders' Fiduciary Responsibilities, 22 Wake Forest L. Rev. 9 (1987) 16, Hurst/McGuinness, The Corporation, The Bondholder and Fiduciary Duties, 10 J. L. & Com. 187 (1991) 209, Kanda Debtholders and Equityholders, 21, J.Legal Stud. 431 (1992), Karmel, Implications of the Stakeholder Model, 61, Geo Wash. L. Rev. 1156 (1993) 1173, Macintosh, Designing an Efficient Fiduciary Law, 43 U. Toronto L.J. 425 (1993), Millon, Redefining Corporate Law, 223, Conaway Stilson, Reexamining the Fiduciary Paradigm at Corporate Insolvency and Dissolution: Defining Directors' Duties to Creditors, 20 Del. J. Corp. L.1 (1995), Tauk, Should Bonds Have More Fun?, 1 επ.

υφίσταται το ενδεχόμενο της εκ των υστέρων απόδειξης αυτής ως λιγότερο συμφέρουσας για τα συμφέροντα της μιας ή της άλλης ομάδας.¹⁸⁹

Συμπερασματικά, και με αναγωγή των συλλογισμών αυτών στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο, η όμοια μεταχείριση μετόχων και ομολογιούχων κατά τη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων από το διαχειριστικό όργανο, η οποία θα ήτο οικονομικά αποτελεσματική, επικρίνεται, διότι κατά την κρατούσα και στην ελληνική θεωρία άποψη οι κομιστές των ομολογιών δεν δικαιούνται προτεραιότητα στις επιχειρηματικές επιλογές. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι τα συμφέροντα των ομολογιούχων και των υπολοίπων φορέων της επιχείρησης αγνοούνται κατά τη διάρκεια του έργου της διοίκησης. Γίνεται πλέον δεκτό ότι η αύξηση της αξίας της επιχείρησης και μεγιστοποίησης του κέρδους των μετοχών πρέπει να επιδιώκεται με μέσα που δεν προσβάλλουν δυσανάλογα τα συμφέροντα των ομολογιούχων.¹⁹⁰ Τέλος, υποστηρίζεται και η άποψη¹⁹¹ ότι το άδικο αποτέλεσμα που προκύπτει εις βάρος των ομολογιούχων από τις ως άνω παραδοχές, ειδικά στην περίπτωση που συμβαίνει οι ομολογιούχοι να έχουν ενισχύσει με σημαντικότερα κεφάλαια στην εταιρεία από ότι οι μέτοχοι της, μπορεί να αρθεί μέσω της διεύρυνσης του εταιρικού συμφέροντος και υπέρ τους, με το διοικητικό συμβούλιο να αναλαμβάνει έναν διαμεσολαβητικό ρόλο μεταξύ των συγκρουόμενων συμφερόντων. Το ζήτημα στάθμισης και ιεράρχησης των ειδικότερων συμφερόντων θα επιλύεται κατά την άποψη αυτή με κριτήριο τη διατήρηση της επιχείρησης ως αυτόνομης και λειτουργικής μονάδας.

Όλες οι παραπάνω σκέψεις διατυπώνονται για τους ομολογιούχους, χωρίς να εξειδικεύεται το είδος των ομολογιών που κατέχουν. Θα πρέπει, λοιπόν, να εξετασθεί στην περίπτωση που το ομολογιακό δάνειο είναι μετατρέψιμο, το ενδεχόμενο αν το δικαίωμα μετατροπής και η συνακόλουθη προπεριγραφείσα οικονομική θέση των δικαιούχων μετατρέψιμων ομολογιών ως «εν δυνάμει μετόχων» της εκδότριας, μπορεί να αποτελέσει τη βάση νομικής αναγνώρισης αυτοτελών υποχρεώσεων του ΔΣ έναντι του ομολογιούχου

¹⁸⁹ Κουλουριάνος Θ. ό.π., σελ. 266.

¹⁹⁰ Για την άποψη αυτή που εμπεριέχει την απαγόρευση υπέρμετρης επιβάρυνσης της θέσης των φορέων της επιχείρησης, βλ. Περάκη στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας τόμος 1 2002, Εισαγωγικό μέρος αριθμ. 44, Καραγκουνίδης σε Μαρίνο, Ζητήματα από το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας 2009, σελ. 200, 201, Τουντόπουλος, Τόμος 10 άρθρο 2 Ν. 3016/2002 αριθμ. 16. Η ταύτιση του εταιρικού και του μετοχικού συμφέροντος (μονιστική άποψη) φαίνεται ότι επικρατεί στην ημεδαπή θεωρία, ακόμα και μετά τη διακριτή αποτύπωση της έννοιας του εταιρικού συμφέροντος στη νομοθεσία για την ευθύνη διοικητικού συμβουλίου και για την εταιρική διακυβέρνηση των εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά εταιρειών ειδικότερα με βάση τη ρύθμιση του άρθρου 2 παράγραφος 1 ν. 3016/2002 ως πρώτιστη υποχρέωση των μελών του ΔΣ των εισηγμένων ΑΕ αξιολογείται η διαρκής επιδίωξη ενίσχυση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Σύμφωνα με την επικρατούσα εκδοχή του τελευταίου όρου το εταιρικό συμφέρον καλύπτει τα ενδοεταιρικά συμφέροντα και ιδίως το ατομικό συμφέρον των μετόχων στην εξασφάλιση της υπόστασης της ΑΕ και της εκπλήρωσης του σκοπού της. (Λιναρίτης, ό.π. Τίτλο Κτήσης [...], σελ. 493 και Μικρούλεα όρια δράσης και ευθύνης των διοικητών 58 επ.)

¹⁹¹ Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 275

μετατρέψιμης ομολογίας. Κατά μείζονα λόγο με όσα γίνονται δεκτά για τα warrants, θα πρέπει να γίνει δεκτό και για τις μετατρέψιμες ομολογίες, ότι οι διατάξεις του εταιρικού δικαίου συνιστούν την κύρια πηγή νομικών υποχρεώσεων και δικαιωμάτων για τα όργανα διοίκησης και τους φορείς της. Σημαίνουσα θέση μεταξύ των ανωτέρω ρυθμίσεων αποτελεί το περιεχόμενο δικαιωμάτων και υποχρεώσεων που διέπουν την έννομη σχέση της ΑΕ με τους μετόχους της και παρά την ορθότητα της θεώρησης των δικαιούχων εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών ως δυνητικών μετοχών υπό εξουσιαστική αίρεση επισημαίνεται ότι δεν κρίνεται πρόσφορη η απόπειρα μεθοδολογικής ανίχνευσης εταιρικής αναγνώρισης δικαιωμάτων πρόωρα στο πρόσωπο τους μέσω αναλογικής εφαρμογής για τα δικαιώματα των μετόχων. Αναλυτικότερα οι δικαιούχοι warrants, παρά τη μερική εγγύτητα των συμφερόντων τους με τους μετόχους δεν φέρουν άμεσα τα δικαιώματα που αναγνωρίζει το δίκαιο στους τελευταίους ενόσω παραμένουν ακόμα μη κύριοι των μετοχών. Κατά το στάδιο αυτό δεν παρίσταται δικαιολογημένη, ούτε η μερική εξομοίωση τους μετόχους ως προς τα περιθώρια αξιώσεων και δικαιώματα να ελέγξουν την εταιρική δράση της διοίκησης. Αιτία σε αυτή την περίπτωση είναι ότι οι δικαιούχοι ακόμη εξακολουθούν να μην έχουν καταλήξει ως προς την είσοδό του στην ΑΕ, ούτε και έχουν καταβάλει τίμημα για την απόκτηση μετοχών. Υπενθυμίζεται, άλλωστε, ότι στο πλαίσιο της κοινής αύξησης μετοχικού κεφαλαίου γίνεται δεκτό ότι αναστέλλονται όλα τα μετοχικά δικαιώματα των μετόχων που εξακολουθούν να οφείλουν το τίμημα μετοχών τις οποίες πάντως είναι γεγονός ότι ανέλαβαν. Συνακόλουθα, θα ήταν συστηματικώς ασυνεπής η αναγνώριση αντίστοιχης εταιρικής θέσης των αντίστοιχων δικαιωμάτων στο πρόσωπο των δικαιούχων warrants.¹⁹²

Η ανάκληση των μελών του ΔΣ από τη ΓΣ ή τους μετόχους¹⁹³ συντελεί στο να προάγεται και εν τοις πράγμασι από το ΔΣ το συμφέρον των μετόχων ως αποκλειστικό εταιρικό συμφέρον, καθώς οι τελευταίοι είναι αρμόδιοι για το διορισμό και την ανάκλησή των πρώτων. Υπό αυτό το πρίσμα, μπορεί να υποστηριχθεί ότι η δυνατότητα κάθε δικαιούχου μετατρέψιμης ομολογίας να καταστεί μέτοχος με μονομερή άσκηση του δικαιώματος μετατροπής, μπορεί να επηρεάσει τη διοίκηση της ΑΕ κατά τη λήψη κρίσιμων επιχειρηματικών αποφάσεων, διότι διαφαίνεται ότι το ΔΣ της εκδότριας ενδεχομένως να καταστεί υπόλογο απέναντι στους κομιστές μετατρέψιμων ομολογιών στο μέλλον. Συνακόλουθα, φαίνεται φρόνιμο να λαμβάνει σε ορισμένο βαθμό υπόψη τις σχετικές προσδοκίες και προσωπικά συμφέροντα και χαρακτηριστικά τους ήδη πριν την άσκηση του

¹⁹² Λιναριτης, ό.π. Τίτλοι Κτήσης [...], Λιναριτης, Η ελαττωματική καταβολή στην αύξηση κεφαλαίου με χρηματικές εισφορές, σελ. 388.

¹⁹³ Η ανάκληση των μελών του ΔΣ προέρχεται πάντοτε από την πλευρά των μετόχων, αλλά ποικίλλει ως προς τη διαδικασία και τις προϋποθέσεις ανάλογα με τον τρόπο διορισμού. (Άρθρα 77 επ. ν. 4548/2018.)

δικαιώματος μετατροπής. Διακρίνεται επίσης ότι η ένταση της εκτίμησης των συμφερόντων των δικαιούχων είναι λογικό να καθίσταται μεγαλύτερη, όσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή εκάστου στο «δυνητικό κεφάλαιο»¹⁹⁴. Ωστόσο, αυτή είναι μια ενδεχόμενη προσωπική επιλογή των μελών του ΔΣ προς διασφάλιση της θέσης τους στην εταιρεία και σε καμία περίπτωση δεν ισοδυναμεί με θεσμοθετημένο σύστημα επαρκούς προστασίας υπέρ των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών.

12.2 Η υποχρέωση πρόνοιας του ΔΣ της ΑΕ έναντι των ομολογιούχων μετατρέψιμων ομολογιών με βάση την καλή πίστη

Δε θα πρέπει να αγνοείται ότι δεδομένης της ομοιότητας του δικαιώματος μετατροπής με το δικαίωμα προαίρεσης, λόγω της παροχής εξουσίας στο δικαιούχο να επιφέρει με μονομερή δήλωσή του κατάρτιση σύμβασης με το δεσμευόμενο, η εκδότρια εταιρεία και κατ' επέκταση το εκπροσωπευτικό όργανο αυτής, έχει παρεπόμενες υποχρεώσεις έναντι του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας. Ειδικότερα, η φύση, ο σκοπός του δικαιώματος και η αρχή της καλής πίστης κατά την εκπλήρωση των συμβατικών ενοχών (288ΑΚ) επιβάλλουν καθ' όλο το χρονικό διάστημα που εκκρεμεί η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής, να απέχει η εκδότρια από οποιαδήποτε ενέργεια δυνάμενη να ματαιώσει ή να καταστήσει ανέφικτη την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Διαφορετικό είναι, όμως το ζήτημα αυτό από την ανωτέρω ανάλυση αναφορικά με την άσκηση της εταιρικής διοίκησης κατά την οποία πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η οικονομική προσδοκία του ομολογιούχου μετατρέψιμης ομολογίας. Θα πρέπει να καταστεί σαφές ότι με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής δεν είναι απαραίτητο ότι ο ομολογιούχος θα αποκτήσει μετοχές με το status quo που ίσχυε στο εσωτερικό της εκδότριας κατά τον χρόνο της έκδοσης.¹⁹⁵

Από τα άρθρα 288 και 281 ΑΚ απορρέει γενικό καθήκον πρόνοιας και ασφάλειας των αγαθών και προσώπων με τα οποία έρχεται σε συναλλακτική επαφή κάθε κοινωνός του δικαίου¹⁹⁶. Υπαίτια παράβαση του γενικού αυτού καθήκοντος εγείρει αστική ευθύνη κατά τις διατάξεις για τις αδικοπράξεις 914 επ. και ειδικότερα την 919 ΑΚ. Εξάλλου, τυχόν παράβαση των λόγων από τα όργανα ή τα διευθυντικά στελέχη και προστηθέντες της ΑΕ οδηγεί σε ίδρυση ευθύνης με βάση τις διατάξεις για την ευθύνη νομικού προσώπου από τις πράξεις των εκπροσώπων της (ΑΚ 71 και 922). Έτσι η αρχή της καλής πίστης μπορεί να αποτελέσει εργαλείο για την αναγνώριση περιορισμένων υποχρεώσεων των εταιρικών διοικητών έναντι

¹⁹⁴ Λιναρίτης, ό.π. Τίτλοι Κτήσης [...] σελ. 499.

¹⁹⁵ Κουλουριάνος, ό.π. σ. 140.

¹⁹⁶ Σταθόπουλος Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 5^η Έκδοση, 2018, Σάκκουλας 798 επ. Για την εξειδίκευση της γενικής υποχρέωσης πρόνοιας μέσω παροχής διαφώτισης και για τις κρίσιμες επιχειρηματικές εξελίξεις βλ. ΑΠ 15/14 και διορθ. 1/2015.

των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων. Αν ορισμένες επιλογές της διοίκησης δε διαμορφώνονται με βάση το εταιρικό συμφέρον, αλλά προς ικανοποίηση συμφερόντων εκτός της εταιρείας δεν αποκλείεται να ιδρύεται αστική ευθύνη. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η έκταση της παρεχόμενης προστασίας σε αυτή τη βάση είναι ιδιαίτερα περιορισμένη, καθώς εφαρμόζεται μόνο όταν είναι φανερό ότι η δράση των εταιρικών διοικητών δεν υπηρετεί κανένα νόμιμο και εύλογο συμφέρον της εταιρείας, αλλά διακινδυνεύει ουσιωδώς τα αγαθά των δικαιούχων και επιπλέον πρέπει να αποδεικνύεται ότι η δράση της διοίκησης κατευθύνεται προς επιδίωξη αθέμιτου συμφέροντος εναντίον συγκεκριμένου μετόχου ή πιστωτή σε βάρος των λοιπών και να προκαλεί άμεση και όχι αντανακλαστική ζημιά του τελευταίου¹⁹⁷.

12.3 Η προστασία μέσω συμβατικής δέσμευσης αποχής από ορισμένες εταιρικές πράξεις

Οι εταιρικές ενέργειες που μετακυλύουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο από τους μετόχους στους ομολογιούχους και μειώνουν την αξία των ομολογίων χωρίς να λαμβάνουν οι ομολογιούχοι κάποια εκ των υστέρων αποζημίωση είναι, όπως αναγνωρίζονται από την αλλοδαπή βιβλιογραφία, οι εξής¹⁹⁸:

Οι επιχειρηματικές αποφάσεις με υψηλό επενδυτικό κίνδυνο ή ορθότερα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία, η οποία έχει ως συνέπεια την διακινδύνευση των ξένων κεφαλαίων που προέρχονται από τους ομολογιούχους και επιφέρει την υποβάθμιση των ομολογίων, η αύξηση του λόγου ιδίων κεφαλαίων προς ξένα κεφάλαια από την εκδότρια με ταυτόχρονη μείωση της υπέγγυας για την ικανοποίηση των απαιτήσεων των ομολογιούχων εταιρικής περιουσίας. Τα παραπάνω αποτελέσματα επιφέρουν τα υπέρογκα οικονομικά οφέλη που αντλεί ο μέτοχος για την εταιρεία, συμπεριλαμβανομένης κάθε μεταβίβασης προς αυτόν χρημάτων ή περιουσιακών στοιχείων, διανομή υψηλών μερισμάτων, διανομή στοιχείων της εταιρικής περιουσίας μέσω spin off, και η αυξανόμενη μόχλευση μέσω της έκδοσης νέων ομολογιακών δανείων ίσης ή υψηλότερης προτεραιότητας, πράγμα που επιφέρει την αύξηση του κινδύνου μη εξόφληση παλαιότερων ομολογίων.

Επίσης, με δεδομένο ότι οι ομολογιούχοι δανειστές αδυνατούν να επηρεάζουν τη διαχείριση της εκδότριας, η επένδυσή τους διατρέχει ηθικό κίνδυνο. Στο πλαίσιο αυτό η εταιρεία αναλαμβάνει την αρνητική υποχρέωση να μην τελέσει ορισμένες πράξεις όπως παραχώρηση υποθήκης ή προσημείωσης ή άλλων εμπραγμάτων βαρών επί ακινήτων της, να

¹⁹⁷ Λιναρίτης, ό.π., Τίτλοι Κτήσης [...], 502.

¹⁹⁸ Κουλουριάνος, ό.π., σ. 243.

μη συνάψει συμβάσεις χρηματοδοτικές οι οποίες έχουν αξία μεγαλύτερη ενός -στη σύμβαση του ομολογιακού δανείου- προβλεπόμενου ποσού, παρά μόνο εφόσον έχουν συναινέσει στις αυτές οι ομολογιούχοι δανειστές με απόφαση που λαμβάνεται με πλειοψηφία της Συνέλευσης των Ομολογιούχων. Η εκδότρια αναλαμβάνει ακόμη την υποχρέωση να μην μεταβάλει την καταστατική της έδρα να μη συνάψει σύμβαση συγχώνευσης, διάσπασης ή μετατροπής χωρίς προηγούμενη συναίνεση των ομολογιούχων.¹⁹⁹ Σημειωτέον ότι εφόσον η εκδότρια δεν τηρήσει κάποια από τις συμβατικές της υποχρεώσεις θα ισχύσουν όσα προεκτέθηκαν (υπό 1.3) για τη συλλογική προάσπιση των συμφερόντων των ομολογιούχων μέσω του εκπροσώπου τους.

Επομένως, οι ομολογιούχοι γνωρίζοντας ότι τα συμφέροντά τους αποκλίνουν από αυτά των μετοχών, αντισταθμίζουν τον κίνδυνο απαιτώντας αυξημένη απόδοση από τους δανειστές των κεφαλαίων, ώστε να αντισταθμίσουν το κόστος ελέγχου διαχείρισης της εταιρείας και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου²⁰⁰. Εναλλακτικά και προς αποφυγή της εκ των υστέρων επαύξησης του επενδυτικού κινδύνου οι ομολογιούχοι θα απαιτήσουν να περιληφθούν στη σύμβαση έκδοσης ρήτρες που θα περιορίζουν την ανάπτυξη επικίνδυνων για αυτούς δραστηριοτήτων από την εταιρεία. Έτσι για παράδειγμα, προκειμένου να περιοριστεί η διανομή υπερβολικών μερισμάτων, συνήθως περιλαμβάνει στη σύμβαση όρους σύμφωνα με τους οποίους τα μερίσματα σε χρήμα μπορούν να διανεμούνται μόνο που συγκεκριμένη δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων.

Υποστηρίζεται και η άποψη ότι πολλές φορές εξηγείται από οικονομική άποψη το συχνό φαινόμενο η εκδότρια να εμφανίζεται δεκτική στο να περιληφθούν στη σύμβαση έκδοσης τέτοιες ρυθμίσεις, οι οποίες παρόλο που περιορίζουν σημαντικά την επιχειρηματική ευκαιρία και δράση αναμένεται να λειτουργήσουν ευνοϊκά και ως προς τους μετόχους, ως επιβολή μέτρων πειθαρχίας στο ΔΣ (αυτοέλεγχος). Παρόλα αυτά, η συνομολόγηση τέτοιων μέτρων είναι αμφίβολο κατά πόσο μπορεί να οδηγήσει στην αντιμετώπιση ή εξάλειψη της σύγκρουσης συμφερόντων εκδότριας- ομολογιούχων, χωρίς να έχει δυσμενή αντανάκλαση

¹⁹⁹ Βερβεσός Ν., ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...] 318, 319.

²⁰⁰ Στο ίδιο μοτίβο, λόγω διάστασης συμφερόντων ομολογιούχων και εκδότριας και προς ενημέρωση των πρώτων και διαφύλαξη των συμφερόντων τους, η εκδότρια αναλαμβάνει συνήθως με τη σύμβαση ομολογιακού δανείου μία σειρά θετικών υποχρεώσεων, όπως να προσκομίζει στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις με απλή και ενοποιημένη βάση τις εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις σε απλή και ενοποιημένη βάση εφόσον σε κάθε περίπτωση συντρέχουν οι προϋποθέσεις του νόμου να παράσχει τον εκπρόσωπο κάθε πληροφορία για την οικονομική κατάσταση της εταιρείας η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την εκπλήρωση των υποχρεώσεών της έναντι των ομολογιούχων οι πληροφορίες για την πορεία των αγωγών εναντίον της εταιρείας οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική της κατάσταση και να διατηρεί ικανοποιεί ικανοποιητική την κεφαλαιακή επάρκεια καρποφορία και η ρευστότητα της επί τη βάσει συγκεκριμένων δεικτών όπως αυτοί καθορίζονται ειδικότερα στη σύμβαση του ομολογιακού δανείου μπορεί επίσης να συμφωνηθεί ότι η εκδότρια υποχρεούται να χρησιμοποιήσει το ομολογιακό δάνειο αποκλειστικά για κάποιο συγκεκριμένο σκοπό (Βερβεσός Ν. ό.π., Ομολογίες και Τιτλοποίηση [...], σελ. 318.)

στην επιχειρηματική ευελιξία της εταιρείας²⁰¹. Η επιβάρυνση της εκδότριας από την συνομολόγηση τέτοιων ρητρών λόγω περιορισμού επιχειρηματικής δράσης καλείται «κόστος αντιπροσώπευσης χρέους»²⁰² το οποίο επιβαρύνει τελικώς τους μετόχους λόγω του ότι θα καταλείπεται χαμηλό υπόλοιπο προς διανομή μερίσματος.²⁰³

Οι παραπάνω συμβατικές δεσμεύσεις της εκδότριας μετατρέψιμων ομολογιών διασφαλίζουν τα συμφέροντα των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών ως προς το «σκέλος» του τίτλου ως απλή ομολογία και τα δικαιώματα που απορρέουν από το ρόλο του ως δανειστή. Ειδικότερα, όμως θα πρέπει να εξετασθούν οι συμβατικοί όροι που θα θωρακίσουν το δικαίωμα μετατροπής και τη διατήρηση της οικονομικής αξίας του, η οποία επίσης απειλείται από τις επιχειρηματικές επιλογές της εκδότριας.

12.4 Η ειδικότερη προστασία κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών που εισήχθησαν στην κεφαλαιαγορά ή διατέθηκαν με δημόσια πρόταση

Προκειμένου για μετατρέψιμες ομολογίες εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά θα πρέπει να εξεταστούν και τα παρεχόμενα μέσα προστασίας από τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά, η όποια κατά μία άποψη που διατυπώνεται στη θεωρία εξυπηρετεί ιδίως το δημόσιο σκοπό προστασίας της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς ως θεσμού, ενώ κατά άλλη γνώμη ο σκοπός αυτός δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί αν δεν αναγνωριζόταν ισότιμος προστατευτικός σκοπός της νομοθεσίας για τα συμφέροντα των ιδιωτών επενδυτών και εν γένει των συναλλασσομένων σε αυτήν²⁰⁴.

Χαρακτηριστικές για την κατοχύρωση της θέσης των δικαιούχων εν γένει τίτλων εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά έναντι της διοίκησης είναι οι διατάξεις στην ενωσιακή και εθνική νομοθεσία κανόνες για την κατάρτιση δημοσιότητα και το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου. Οι υποχρεώσεις δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου με αναλυτικές πληροφορίες και στοιχεία ανά ειδική ενότητα συνιστά υποχρέωση έκτακτης πληροφόρησης, εξαιτίας εταιρικού γεγονότος που κατατείνει είτε στην εισαγωγή τίτλων σε οργανωμένη αγορά, είτε στην προσφορά του στο επενδυτικό κοινό. Σε περίπτωση ανακρίβειας ή έλλειψης

²⁰¹ McDaniel, Bondholders and Stockholders, 13 J. Corp. L. 205 (1987-1988) p. 235.

²⁰² McDaniel, ό.π., 418,421.

²⁰³ Κουλουριάνος, ό.π. σελ. 247 με τις εκεί παραπομπές.

²⁰⁴ ΑΠ 1028 /2015, ΔΕΕ 2014, 251 σύμφωνα με την οποία η προστασία της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού και η ατομική προστασία του επενδυτή λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία, Τριανταφυλλάκη, Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς, ΔΕΕ 2008,524, Λιάπη, Αποζημίωση των επενδυτών στον κύκλο της κεφαλαιαγοράς 2012, 86 επ.

στο δελτίο καθιερώνει την προσωπική αστική ευθύνη των μελών του διαχειριστικού οργάνου.²⁰⁵

Προστατευτική λειτουργία υπέρ των δικαιούχων μετατρέψιμων ομολογιών έναντι της διοίκησης αναπτύσσουν σύμφωνα με ορισμένη γνώμη και οι κανόνες των νόμων 3340/2005 και 3556/2007 που εγκαθίδρυσαν συνθήκες διαφάνειας σε ρυθμιζόμενη αγορά. Δυνάμει των άρθρων 10 και 11 του νόμου 3340/2005 θεσπίζονται υποχρεώσεις της εκδότριας για τη δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών χωρίς καθυστέρηση. Στα άρθρα 4 επ. ν. 3556/2007 καθιερώνεται η υποχρεωτική τακτική πληροφόρηση όσον αφορά ακριβείς και περιεκτικές πληροφορίες χρηματοοικονομικής φύσεως που οφείλει να παρέχει περιοδικά εισηγμένη εκδότρια κατεξοχήν μέσω των ετήσιων και ενδιάμεσων οικονομικών καταστάσεων και εκθέσεων. Επίσης με το άρθρο 9 επ. του ίδιου νόμου η υποχρέωση ανακοίνωσης στο επενδυτικό κοινό σημαντικών μεταβολών στην κατοχή δικαιωμάτων ψήφου και τίτλων που παρέχουν δικαίωμα στην απόκτηση δικαιωμάτων ψήφου της εκδότριας στο μέλλον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

13) Κίνδυνοι αποδυνάμωσης του δικαιώματος μετατροπής από μεταβολές του κεφαλαίου της εκδότριας

Το δικαίωμα μετατροπής, ενώ δεν μπορεί να καταργηθεί με οποιαδήποτε απόφαση εταιρικού οργάνου, μπορεί να θιγεί έμμεσα ως προς το οικονομικό του περιεχόμενο. Εταιρικές πράξεις που θίγουν τα συμφέροντα και τις οικονομικές προσδοκίες του κατόχου μετατρέψιμης ομολογίας είναι η αύξηση του κεφαλαίου πριν την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής καθώς και η δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας. Συνήθως για την προστασία των επενδυτών υπάρχουν συμβατικές ρήτρες. Στο πλαίσιο των συμφωνιών αυτών η εκδότρια ενδεχομένως να συμφωνηθεί να απόσχει από πλήθος εταιρικών πράξεων που μπορεί να επηρεάσουν τα δικαιώματα των ομολογιούχων, όμως δεν μπορεί να δεσμευθεί και για τη μη αύξηση κεφαλαίου.²⁰⁶

Η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου δεν κωλύει, λοιπόν, την εκδότρια να αναπτύξει ελεύθερα τη δράση της και να διαχειριστεί την περιουσία της, αρκεί, όπως προαναφέρθηκε, οι αποφάσεις της να μη φτάνουν στο σημείο κατάργησης του δικαιώματος μετατροπής. Στο πλαίσιο αυτό, η εταιρεία είναι δυνατόν να προβεί σε διάφορες πράξεις που επιφέρουν μεταβολές στην κεφαλαιακή της διάρθρωση με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα

²⁰⁵ Αυγητίδης, Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, 2014, Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 266

²⁰⁶ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 467.

την αύξηση κεφαλαίου, οι οποίες είτε επιβάλλονται εκ του νόμου, είτε παρίστανται σκόπιμες και συμφέρουσες για την επιχείρηση. Οι μεταβολές αυτές επηρεάζουν έμμεσα το οικονομικό περιεχόμενο του δικαιώματος μετατροπής με δύο τρόπους: αφενός διότι το μετοχικό κεφάλαιο στο οποίο θα μετάσχουν οι ομολογιούχοι με τη μετατροπή των ομολογιών τους σε μετοχές θα είναι μεγαλύτερο από εκείνο που υπολόγιζαν όταν απέκτησαν το δικαίωμα προτίμησης²⁰⁷, αφετέρου επειδή η πραγματική αξία των μετοχών που θα λάβουν με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής θα είναι μειωμένη, αφού με την αύξηση του πλήθους των κυκλοφορουσών μετόχων, η περιουσία της εταιρείας κατανέμεται σε περισσότερες μετοχές²⁰⁸. Τούτο έχει ως αποτέλεσμα να μειώνεται η ωφέλεια που αρχικώς προσδοκούσε ομολογιούχος από την απόκτηση του δικαιώματος μετατροπής, σε αντίθεση με τους μετόχους της εκδότριας οι οποίοι δύνανται να προστατεύσουν την αξία της αρχικής επένδυσής τους μέσω του δικαιώματος προτίμησης²⁰⁹. Οι κομιστές μετατρέψιμων ομολογιών λόγω της θέσης τους ως πιστωτών βρίσκονται σε μειονεκτική θέση σε σχέση με τους παλαιούς μετόχους, έχοντας όπως προαναφέρθηκε (υπό 4.2) μόνο «δευτέρου βαθμού» δικαίωμα προτίμησης.

Η συνειδητή επιλογή του νομοθέτη να μην υιοθετήσει οποιασδήποτε μορφής εξασφάλιση των κομίστρων μετατρέψιμων ομολογιών έναντι εταιρικών ενεργειών που απαξιώνουν το δικαίωμα μετατροπής παρουσιάζεται ως αυτονόητη συνέπεια του νομικού δόγματος ότι το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας καταλαμβάνει τη διαμόρφωση της εταιρικής ζωής και όχι γένει τη σχέση της εταιρείας με εξωτερικούς παράγοντες. Ως εκ τούτου, η θέση του μετατρέψιμου ομολογιούχου ως μη μετόχου δεν περιλαμβάνεται άμεσα στο βεληνεκές προστασίας του εταιρικού δικαίου διότι, αφενός μεν δεν υφίσταται υποχρέωση, αλλά δικαίωμα μετατροπής, αφετέρου οι ομολογιούχοι διατηρούν πάντα απαιτήσεις για επιστροφή του κεφαλαίου και καταβολή του τόκου εισαγωγικά στις συμβατικές ρήτρες.²¹⁰

Υποστηρίζεται, όμως,²¹¹ ότι η νομοθετική αυτή θέση είναι αμφίβολης ορθότητας, αφού η μη προστασία του οικονομικού περιεχομένου του δικαιώματος μετατροπής παραβλέπει το γεγονός ότι το τελευταίο ενσωματώνει αυτοτελή οικονομική αξία συνιστάμενη στη δυνατότητα να καταστεί ο δικαιούχος μέτοχος ακριβώς λόγω της παραχώρησής του στο δικαίωμα απόληψης τόκου που διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα. Για το λόγο αυτό, το επιχείρημα ότι οι ομολογιούχοι διαθέτουν πάντοτε τα λοιπά για τις ομολογίες δικαιώματα δεν μπορεί να δικαιολογήσει την προσβολή του δικαιώματος μετατροπής.

²⁰⁷ Πασσιά, ό.π., σελ. 122

²⁰⁸ Ταρνανίδου, ΕπισκΕΔ 1999, 427

²⁰⁹ Παναγιώτου, Το δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας, 1996, σελ. 182 183 και του ιδίου, ΝοΒ, 2009, σελ. 352.

²¹⁰ Κουλουριάνος Θ., ό.π., σελ. 346 και Πασσιάς, ό.π., σελ. 123.

²¹¹ Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος, 278 και Κουλουριάνος, 346.

14) Οι συμβατικές προβλέψεις προστασίας των δικαιούχων, ιδίως οι αναπροσαρμογές της τιμής μετατροπής

Η δυνατότητα αναπροσαρμογής του λόγου ή της τιμής μετατροπής «αν συμβούν γεγονότα που δύνανται να επηρεάσουν την αξία ή την εμπορευσιμότητα των μετοχών» αποτελεί μία καινοτομία του ν. 4548/2018 στο δίκαιο των μετατρέψιμων ομολογιών²¹², η οποία λόγω της μη απαγόρευσής της απαντώνταν ήδη στην πράξη. Η ειδική αναφορά του νόμου αναγνωρίζει την ανάγκη του επιτρεπτού τέτοιων συμφωνιών αναπροσαρμογής, χωρίς, ωστόσο, να εξειδικεύει ποιες είναι οι κατάλληλες ρήτρες αναπροσαρμογής για την ορθή διασφάλιση των συμφερόντων των μερών κατόπιν στάθμισης από το νομοθέτη, αλλά επαφίενται στην ιδιωτική πρωτοβουλία και εν προκειμένω στην κρίση της εκδότριας να τις εντάξει στη σύμβαση έκδοσης υπό ορισμένη μορφή που κατά την κρίση της εξισορροπεί τα συμφέροντα των μετόχων της και των ομολογιούχων.

Δεδομένου ότι κάθε μεταβολή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εκδότριας επηρεάζει την αξία των μετατρέψιμων ομολογιών προκύπτει το εύλογο ερώτημα για το αν θα πρέπει κάθε φορά που η εκδότρια λαμβάνει μία απόφαση που επικρατεί των ιδίων κεφαλαίων της να προβλέπεται νομοθετικά ή συμβατικά τρόπος προστασίας των ομολογιούχων. Όμως μια τόσο διευρυμένη προστασία θα ήταν δογματικά λανθασμένη, γιατί θα εξαλείφετο ο κίνδυνος ζημιάς ή προσδοκίας κέρδους από την εξέλιξη των υποκείμενων μετοχών, πράγμα που αποτελεί ουσιώδες χαρακτηριστικό της μετατρέψιμης ομολογίας²¹³. Αντίθετα, αναγκαίο και κρίσιμο στοιχείο για την παροχή προστασίας πρέπει να αποτελεί το κατά πόσο η αξία του με τις ανωτέρω μεταβολές μεταφέρεται από τις ομολογίες προς τις νέες μετοχές διοχετεύεται προς την ομάδα των παλαιών μετόχων²¹⁴.

Ενόψει των ανωτέρω η παρεχόμενη προστασία πρέπει να καλύπτει, (σύμφωνα με όσα γίνονται δεκτά στην επενδυτική πρακτική στις ΗΠΑ τις εξής ενέργειες²¹⁵: αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών με δικαίωμα προτίμησης παλαιών μετόχων, αύξηση κεφαλαίου με δωρεάν διανομή μετοχών υπέρ παλαιών μετοχών (stock dividend), αύξηση κεφαλαίου λόγω κεφαλαιοποίησης κερδών, αποθεματικών ή υπεραξίας των παγίων της εταιρείας, η τροποποίηση της σύνθεσης του μετοχικού κεφαλαίου μέσω διάσπασης

²¹² Παρατίθεται το σχετικό απόσπασμα της Αιτιολογικής Έκθεσης του οικείου νόμου: «...β) Κατά κανόνα στις εκδόσεις μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων προβλέπονται μηχανισμοί αναπροσαρμογής της τιμής μετατροπής σε περίπτωση εταιρικών πράξεων (π.χ. έκδοση νέων μετοχών ή άλλων γεγονότων, π.χ. υποβολής δημόσιας πρότασης). Προτείνεται να γίνει ρητή αναφορά στη δυνατότητα αυτή.»

²¹³ Γεωργακόπουλος, Το Δίκαιον των Εταιρειών, ΙΙ, 406.

²¹⁴ Αν, λοιπόν, το δικαίωμα μετατροπής των παλαιών μετόχων έχει αποκλειστεί, μολοντί αποδυναμώνεται από την αύξηση κεφαλαίου το δικαίωμα μετατροπής, δεν θα δικαιολογείται η λήψη μέτρων που αντισταθμίζουν τη μείωση της αξίας των μετοχών που θα λάβουν οι ομολογιούχοι της αντικατάστασης των ομολογιών τους.

²¹⁵ Κουλουριάνος σελίδα 352, με τις εκεί παραπομπές.

ονομαστικής αξίας της μετοχής (stock split) ή σύμπτυξης του αριθμού των μετοχών (reverse stock split). Στη συνέχεια πρόκειται να αναπτυχθεί πως επιδρά κάθε μία από τις μεταβολές αυτές στην οικονομική αξία του δικαιώματος μετατροπής και αν η επίδραση είναι αρνητική με ταυτόχρονη ωφέλεια των παλαιών μετόχων από την ίδια συγκυρία, θα αναζητείται η κατάλληλη μέθοδος αναπροσαρμογής, όπως έχει καθιερωθεί στην αλλοδαπή νομοθεσία και επενδυτική πρακτική. Κατά κανόνα, η αναπροσαρμογή θα συνίσταται στη μείωση της τιμής μετατροπής, ώστε ο δικαιούχος να λαμβάνει περισσότερες μετοχές μειωμένης αξίας, ενώ προσδοκούσε κατά την αρχικώς συμφωνηθείσα τιμή μετατροπής να λάβει περισσότερες μετοχές μεγαλύτερης αξίας.

Το ίδιο αποτέλεσμα προστασίας από τις ως άνω μεταβολές στο μετοχικό κεφάλαιο προσφέρει και η αναγνώριση δυνατότητας πρόωρης άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, ώστε ομολογιούχους αποκτώντας τη μετοχική ιδιότητα να μπορεί να καρπωθεί τα οφέλη που συνεπάγεται για τους μετόχους η έκδοση νέων μετοχών. Η πρόωρη άσκηση του δικαιώματος και η αναπροσαρμογή δεν μπορούν να εφαρμόζονται σωρευτικά, αλλά εναπόκειται στην επιλογή της εκδότριας, η οποία θα προκρίνει τη λύση που ασφαλίζει πληρέστερα την πιο ήπια παρέμβαση στα δικαιώματα των μετόχων, χωρίς όμως να τους ωφελεί υπέρμετρα εις βάρος των ομολογιούχων (διαζευκτική ένταξη των προστατευτικών ρητρών στη σύμβαση έκδοσης²¹⁶). Μάλιστα, δεδομένου ότι το σκοπούμενο αποτέλεσμα είναι η διατήρηση της οικονομικής θέσης του δικαιούχου ως μέτρο προστασίας του θα μπορούσε να λειτουργήσει η συμβατική πρόβλεψη αποζημίωσης κατά τον χρόνο της μετατροπής.²¹⁷

14.1 Η ενδεδειγμένη συμβατική ρήτρα σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με καταβολή νέων εισφορών

Όταν η αξία των μετοχών που θα εκδοθούν με τη μετατροπή είναι μικρότερη από την αξία των παλαιών, οι οποίες λήφθηκαν ως βάση για τον καθορισμό της τιμής μετατροπής κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου, η ζημία των ομολογιούχων από τη μείωση της πραγματικής αξίας των υποκειμένων μετοχών μπορεί να αποφευχθεί μέσω της ανάληψης της υποχρέωσης αναπροσαρμογής από πλευράς της εκδότριας των όρων μετατροπής των ομολογιών στις νέες ομολογίες του κεφαλαίου και συγκεκριμένα με την προσαρμογή της τιμής προς τα κάτω.²¹⁸ Έτσι, χορηγείται στους ομολογιούχους μεγαλύτερος αριθμός μετοχών

²¹⁶ Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 353 επ.

²¹⁷ Kahan, Anti- Dilution Provisions in Convertible Securities, Stan J. L. Bus. & Fin. 1995, 149, 150.

²¹⁸ Η εφαρμογή του μηχανισμού αναπροσαρμογής της τιμής μετατροπής χρειάζεται προσοχή ως προς την συντελούμενη προσαρμογή της τιμής μετατροπής προς τα κάτω, η οποία δεν πρέπει να έχει ως αποτέλεσμα την έκδοση μετοχών ονομαστικής αξίας ανώτερη της τιμής έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιών παραβιάζοντας έτσι την απαγόρευση έκδοσης μετοχών υπό το άρθρο. Ταρνανίδου ό.π., 427.

ανάλογος προς τη μειωμένη νέα τους πραγματική αξία, ώστε να αντισταθμίσει τη μείωση της αξίας των μετοχών²¹⁹.

Ενόψει του ότι ο σκοπός της προσαρμογής είναι η προστασία του ομολογιούχου από τη συρρίκνωση της αξίας της επένδυσης του, όχι με την έννοια διατήρησης του ποσοστού αλλά της αξίας συμμετοχής του στο κεφάλαιο²²⁰, κρίσιμο για τον καθορισμό της μεθόδου προσαρμογής που θα χρησιμοποιηθεί είναι να προσδιοριστεί αν σημείο αναφοράς πρέπει να αποτελεί η τρέχουσα αξία της επένδυσης (που επιβάλλεται μόνο αν οι νέες μετοχές εκδόθηκαν σε τιμή κατώτερη της τρέχουσας) ή η αξία της αρχικής επένδυσης, οπότε η προσαρμογή της τιμής μετατροπής επιβάλλεται κάθε φορά που εκδίδονται νέες μετοχές σε τιμή κατώτερη της τιμής μετατροπής.

Στην περίπτωση αύξησης κεφαλαίου και έκδοσης νέων μετοχών με καταβολή νέων εισφορών προτείνονται δύο μέθοδοι προσαρμογής της τιμής μετατροπής: η πρώτη αποσκοπεί στη διατήρηση της αρχικής αξίας της επένδυσης (conversion price formula), η οποία επιδιώκει την προσαρμογή της τιμής μετατροπής κάθε φορά που νέες μετοχές εκδίδονται σε τιμή κατώτερη της τιμής μετατροπής. Το δεύτερο μοντέλο μεθόδου προσαρμογής αποσκοπεί στη διατήρηση της τρέχουσας αξίας της επένδυσης των ομολογιούχων (market price formula). Η τελευταία υφίσταται υποτίμηση λόγω μείωσης της αξίας των μετοχών που θα λάβουν και ως εκ τούτου κρίνεται αναγκαία η προσαρμογή της τιμής μετατροπής, μόνο στην περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με τιμή έκδοσης των νέων μετοχών κατώτερη της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών. Αντίθετα, δεν συντρέχει περίπτωση έμμεσης επιβάρυνσης του δικαιώματος μετατροπής και ως εκ τούτου ανάγκη προσαρμογής της τιμής μετατροπής, όταν η τιμή έκδοσης είναι ανώτερη ή ίση της αγοραίας αξίας έστω και αν αυτή η τιμή διάθεσης είναι κατώτερη της τιμής μετατροπής²²¹. Αυτός ο δεύτερος τρόπος με τον οποίο προσαρμόζεται ο λόγος της νέας τιμής μετατροπής προς την αρχική τιμή μετατροπής, ώστε να ισούται με το λόγο του συνολικού αριθμού των μετοχών που θα

²¹⁹ Κουλουριάνος, ό.π., υποσημείωση 1399 με τις εκεί παραπομπές.

²²⁰ Για τη διάκριση economic και percentage dilution Woronoff/Rosen, Fordham L.Rev. 2005, 134. Η μείωση της ποσοστιαίας συμμετοχής του δικαιούχου στο κεφάλαιο είναι ενδεχομένως ικανή αλλά όχι αναγκαία συνθήκη απομείωσης της οικονομικής αξίας του δικαιώματος. Οικονομική απαξίωση θα συντρέχει αν ο αριθμός των μετοχών αυξάνεται, δίχως να αυξάνεται αντίστοιχα και η εταιρική περιουσία.

υφίσταντο αν οι νέες μετοχές είχαν εκδοθεί στην αγοραία αξία προς το συνολικό αριθμό των μετοχών που τελικώς υφίστανται μετά την αύξηση²²² είναι και προτιμητέος²²³.

Πρώτον, διότι η μέθοδος της market price formula δέχεται εξ υποθέσεως ως δεδομένο ότι ο καθορισμός της τιμής μετατροπής ήταν ορθός. Αντίθετα, η conversion price formula επιδιώκει να προστατεύσει τους ομολογιούχους από τον κίνδυνο του μη ορθού καθορισμού του ύψους της τιμής μετατροπής ως αποτέλεσμα της ύπαρξης ασύμμετρης πληροφόρησης, παραβλέποντας το γεγονός ότι ο ορθός ο προσδιορισμός της τιμής μετατροπής δεν μπορεί να διαπιστωθεί εκ των υστέρων, αφού καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου, η αξία των μετοχών επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες, όπως οι συνθήκες της αγοράς, οι οποίες ανατρέπουν συχνά τις προβλέψεις των ομολογιούχων ως προς το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας. Ο κίνδυνος αυτός πρέπει να θεωρείται ότι αναλαμβάνεται ενσυνείδητα από τους ομολογιούχους. Σε αντίθετη περίπτωση, θα μετακυλιεται στους μετόχους ο αναλαμβανόμενος με τις μετατρέψιμες ομολογίες κίνδυνος από τη μείωση αξίας της υποκείμενης μετοχής. Δεύτερον, είναι σημαντικό η τιμή έκδοσης των νέων μετοχών να αντανακλά πράγματι την οικονομική αξία της επιχείρησης (δηλαδή να ανταποκρίνεται στην τρέχουσα αξία των μετοχών). Αν συμβαίνει αυτό, η ζημιά που υφίστανται οι ομολογιούχοι από την έκδοση νέων μετοχών σε τιμή έκδοσης που υπολείπεται της τιμής μετατροπής δεν οφείλεται στην αύξηση κεφαλαίου αλλά σε άλλους παράγοντες, που ενδεχομένως να υφίσταντο ακόμα και πριν από την έκδοση. Για το λόγο αυτό, η conversion price formula επικρίνεται γιατί προκρίνει τα συμφέροντα των ομολογιούχων σε βάρος των μετόχων, ενώ κατά ορισμένη γνώμη διακυβεύεται ακόμη και η προστασία των ομολογιούχων. Πρέπει να επιβάλλεται, λοιπόν, η προσαρμογή με τη μέθοδο market price formula μόνο σε περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών σε τιμή κατώτερη της τρέχουσας αγοραίας αξίας, η οποία προτείνεται ως καταλληλότερη ρήτρα αναπροσαρμογής²²⁴.

Το ίδιο αποτέλεσμα απομείωσης της οικονομικής αξίας του δικαιώματος μετατροπής λόγω έκδοσης μετοχών μέσω κλασσικής αύξησης κεφαλαίου, μπορεί να επέλθει και από έκδοση μετοχών κατόπιν άσκησης δικαιωμάτων που απορρέουν από άλλους τίτλους, όπως π.χ. μετατρέψιμων ομολογιών επόμενης σειράς με χαμηλότερη τιμή μετατροπής ή warrants

²²² Με το μοντέλο της market price formula εφαρμοζόμενο, αν, για παράδειγμα, ο αριθμός των κυκλοφορούντων μετοχών μετά την αύξηση είναι διπλάσιος από εκείνον που θα έπρεπε κανονικά να υφίσταται η τιμή μετατροπής θα πρέπει να μειωθεί κατά το ήμισυ.

²²³ Η ρήτρα αυτή είναι σπανιότερη ως ιδιαίτερα συμφέρουσα για τους ομολογιούχους και μπορεί να διαμορφώνεται με δύο επιμέρους τρόπους: συμφωνία μείωσης της τιμής μετατροπής, ώστε να είναι ίση με την ονομαστική αξία των νεοεκδοθέντων μετοχών ή προσαρμογή της τιμής μετατροπής στη μέση ονομαστική αξία των μετοχών που εκδόθηκαν μετά την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου σε εύλογη ονομαστική αξία και των μετοχών χαμηλής ονομαστικής αξίας, η έκδοση των οποίων ενεργοποίησε τη ρήτρα αναπροσαρμογής. (Wonoroff/ Rosen, Fordham L. Rev. 2005, 145, Kaplan U. Chi. L. Rev. 1965, 7)

²²⁴ Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 355 με τις εκεί παραπομπές.

με χαμηλότερη τιμή άσκησης του δικαιώματος απόκτησης μετοχών²²⁵. Σε αυτές τις περιπτώσεις, τίθεται ζήτημα ως προς την πρόβλεψη του χρόνου ενεργοποίησης της ρήτρας αναπροσαρμογής και συγκεκριμένα αν θα πρέπει να αναπροσαρμόζεται η τιμή μετατροπής κατά την έκδοση των ως άνω τίτλων ή κατά την άσκηση του ενσωματωμένου σε αυτούς δικαιώματος. Υποστηρίζεται ότι η επέλευση της αναπροσαρμογής κατά την άσκηση του δικαιώματος είναι πιο συνεπής προς την αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των ομολογιούχων²²⁶.

14.2 Η ενδεδειγμένη συμβατική ρήτρα σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με δωρεάν διανομή μετοχών

Η προσαρμογή της τιμής μετατροπής στο πλαίσιο της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με διανομή δωρεάν μετοχών λόγω κεφαλαιοποίησης²²⁷ των κερδών χρήσης (stock dividend) συνιστά δυσχερές ζήτημα. Διότι, αφ' ενός οι ομολογιούχοι φέρουν τον κίνδυνο από τη διανομή κερδών, αφ' ετέρου, επειδή ο τρόπος αυτός αύξησης κεφαλαίου δεν έχει άμεσο οικονομικό όφελος για τους μετόχους, οι οποίοι στερούνται το παρακρατηθέν τμήμα των κερδών, το οποίο κεφαλαιοποιείται.²²⁸ Μόνο σε αντίθετη περίπτωση που οι μέτοχοι θα είχαν κάποια έκτακτη οικονομική ωφέλεια από την αύξηση θα δικαιολογούνταν η λήψη μέτρων που θα αντιστάθμιζαν τη μείωση της αξίας των μετοχών που θα λάμβαναν οι ομολογιούχοι σε αντικατάσταση των ομολογιών τους. Επομένως, δεν επιβάλλεται αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής όταν οι δωρεάν μετοχές διανέμονται αντί χρημάτων συμπληρωματικά με το ελάχιστο μέρισμα, παραμόνο όταν το ύψος της αύξησης είναι τέτοιο, που να επιφέρει σημαντικές μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Για αυτό είναι σύνηθες να περιλαμβάνεται στη σύμβαση έκδοσης όρος που προβλέπει ότι η εκδότρια θα υποχρεούται σε αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής μόνο στην περίπτωση που το μέρισμα σε μετοχές υπερβαίνει ένα προκαθορισμένο ανώτατο όριο.

Σε περίπτωση δωρεάν διανομής μετοχών από την κεφαλαιοποίηση αποθεματικού που δημιουργήθηκε από την καταβολή της διαφοράς υπέρ το άρτιο για την απόκτηση παλαιών μετοχών, θα πρέπει να προβλέπεται συμβατικά αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής με

²²⁵ Wonoroff M./ Rosen, Understanding Anti- Dilution Provision in Convertible Securities, Fordham Law Review 74, 2005, 149 και Kaplan, ό.π., 14, 15.

²²⁶ Ομοίως.

²²⁷ Η δυνατότητα διανομής των περαιτέρω κερδών μετά την καταβολή του ελάχιστου μερίσματος προβλέπεται στο άρθρο 161 παρ.5 ν. 4548/2018, σύμφωνα με την οποία η ΓΣ μπορεί να αποφασίσει με απλή απαρτία και πλειοψηφία την κεφαλαιοποίηση και τη διανομή των κερδών με τη μορφή μετοχών υπολογιζομένων στην ονομαστική τους αξία.

²²⁸ Τριανταφυλλάκης εις ΔικΑΕ, άρθρο 13, 13^α, αριθμ. 531.

αναφορά στον αριθμό των κυκλοφορουσών μετοχών πριν και μετά τη δωρεάν διανομή μετοχών.²²⁹

14.3 Η ενδεδειγμένη συμβατική ρήτρα σε περίπτωση τροποποίησης της σύνθεσης του μετοχικού κεφαλαίου

Προκειμένου να αντιμετωπισθεί η χαμηλή εμπορευσιμότητα της μετοχής, οι εισηγμένες εταιρείες χρησιμοποιούν μηχανισμούς τροποποίησης της σύνθεσης του μετοχικού κεφαλαίου με τους οποίους επιτυγχάνεται η μεταβολή του αριθμού των μετοχών χωρίς ταυτόχρονη μεταβολή στο ποσοστό συμμετοχής των παλαιών μετόχων στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Αυτό πραγματοποιείται μέσω α) της μείωσης της ονομαστικής αξίας της μετοχής και αντίστοιχης αύξησης του αριθμού των μετοχών (stock split)²³⁰ β) της αύξησης της ονομαστικής αξίας της μετοχής και αντίστοιχης μείωσης του αριθμού των μετοχών (reverse stock split). Στις περιπτώσεις αυτές η μεταβολή του πλήθους των μετοχών δε μεταβάλλει μεν το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου, μεταβάλλει όμως τον αριθμό των μετοχών και ως εκ τούτου την ονομαστική τους αξία. Επιβάλλεται, λοιπόν, η προσαρμογή της σχέσης μετατροπής.

Στην πρώτη περίπτωση του stock split η μείωση της ονομαστικής αξίας των μετοχών γίνεται κατά τρόπο που η αύξηση του πλήθους των μετοχών στις οποίες διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο να μη μεταβάλλει το ύψος αυτού και να μην αλλάζει την καθαρή ενεργητική θέση της εταιρείας.²³¹ Οι μέτοχοι της εταιρείας δεν υφίστανται από τη διάσπαση της μετοχής ζημία, αφού η μείωση της ονομαστικής αξίας αντισταθμίζεται από την αύξηση του αριθμού των μετοχών και επωφελούνται από την αύξηση της εμπορευσιμότητας. Αντίθετα, οι κομιστές μετατρέψιμων ομολογιών υφίστανται μείωση τόσο του ποσοστού, όσο και της αξίας συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της εκδότριας, ενώ η πτώση της αγοραίας αξίας της υποκείμενης μετοχής θα λειτουργήσει αποτρεπτικά στην άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Η αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής, λοιπόν, επιβάλλεται, ώστε να διατηρείται η αξία των υποκείμενων μετοχών. Τούτο επιτυγχάνεται με την μείωση της τιμής μετατροπής κατά τον αντεστραμμένο λόγο αύξησης του πλήθους των μετοχών. Για παράδειγμα αν ο λόγος διάσπασης της μετοχής είναι 2/1 με το αντίστροφο η τιμή μετατροπής

²²⁹ Κουλουριάνος, ό.π. σελ. 369-371 με τις εκεί παραπομπές.

²³⁰ Τριανταφυλλάκης, Η αύξηση κεφαλαίου στην ΑΕ σελ. 255 και Αλεξανδρίδου ό.π., σελ. 196.

²³¹ Τριανταφυλλάκης, ό.π.

μειώνεται στο ήμισυ, ώστε τελικά ο αριθμός των μετοχών που θα λάβει ο ομολογιούχος να διπλασιάζεται.²³² Εναλλακτικά, αντί της προαναφερθείσας αναπροσαρμογής, προτείνεται

Εναλλακτικά, στις τρεις αμέσως ανωτέρω περιγραφόμενες περιπτώσεις (stock dividend, κεφαλαιοποίηση αποθεματικού από διάθεση μετοχών υπέρ το άρτιο και stock split), αντί της αναπροσαρμογής, είναι δυνατό να ορίζεται ότι ο ομολογιούχος που ασκεί το δικαίωμα μετατροπής θα λάβει πέραν του αριθμού των υποκείμενων μετοχών και όσες μετοχές θα του αντιστοιχούσαν αν ήταν ήδη μέτοχος κατά τον χρόνο της εν λόγω διανομής.²³³

Στη περίπτωση του reverse stock split το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας παραμένει σταθερό, αφού η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με αυτόν τον τρόπο, αντισταθμίζεται από την ισόποση μείωση του κεφαλαίου λόγω μείωσης του αριθμού των μετοχών της εταιρείας. Παρ' όλα αυτά, η προσαρμογή της τιμής μετατροπής επιβάλλεται και εδώ, ώστε οι ομολογιούχοι με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής να μη λάβουν αδικαιολόγητα περισσότερες μετοχές ευρισκόμενοι σε ευνοϊκότερη, τελικά, θέση έναντι των μετόχων της εταιρείας.²³⁴

15) Ζητήματα και απαιτούμενες αναπροσαρμογές από τη μείωση μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας

Η ύπαρξη μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου δεν παρεμποδίζει την ελεύθερη διαμόρφωση και άρα τη μείωση του κεφαλαίου της εκδότριας. Ειδικά όταν αυτή επιβάλλεται από τη διαπίστωση ότι έχει μειωθεί η αξία της εταιρικής περιουσίας, με αποτέλεσμα να αποφασίζεται ονομαστική μείωση του κεφαλαίου, προς «εναρμόνιση» μετοχικού κεφαλαίου με τα πραγματικά ίδια κεφάλαια.²³⁵ Διαφορετικό είναι το ζήτημα ότι στην περίπτωση μείωσης μετοχικού κεφαλαίου για την εξάλειψη ζημιών με οποιονδήποτε τρόπο και αν αυτή συντελείται. Δηλαδή είτε μέσω της μείωσης της ονομαστικής αξίας της μετοχής, είτε με μείωση του συνολικού αριθμού των κυκλοφοριών μετοχών. Η εξέλιξη αυτή επιβάλλει την προσαρμογή προς τα πάνω της τιμής μετατροπής ώστε να μη λάβουν οι ομολογιούχοι αδικαιολόγητα περισσότερες μετοχές και να μην ευνοούνται σε βάρος των μετόχων.

Η τιμή μετατροπής θα πρέπει να αναπροσαρμοστεί και σε περίπτωση μείωσης του κεφαλαίου που συντελείται με ταυτόχρονη αύξηση προς εξυγίανση της εταιρείας («μέθοδος

²³² Wood, ό.π., 74

²³³ Κουλουριάνος, ό.π., υποσημειώσεις 1435 και 1443 με παραπομπές στη γαλλική νομοθεσία και Kahan ό.π. 150.

²³⁴ Κουλουριάνος, ό.π., υποσημείωση 1455 με παραπομπή στη γαλλική νομοθεσία.

²³⁵ Λιναρίτης, ό.π. ΝοΒ 2019, σελ. 237 επ.

ακορντεόν»²³⁶). Ακόμη κι αν η προσωρινή μείωση του μετοχικού κεφαλαίου φτάσει μέχρι τον εκμηδενισμό του, δεν τίθεται κατά την κρατούσα άποψη ζήτημα κατάργησης του δικαιώματος μετατροπής μόνο εκ του γεγονότος ότι προσωρινά η τιμή μετατροπής μειώθηκε στο μηδέν. Τούτο είναι λογικό, ιδίως διότι οι υφιστάμενες μετατρέψιμες ομολογίες κατά τη διάρκεια της αυξομείωσης κεφαλαίου δε θα μετατρέπονταν σε υφιστάμενες μετοχές, ώστε να παρουσιάζεται δικαιολογημένη κατάργηση του δικαιώματος μετατροπής μόνο λόγω του ότι επέρχεται μηδενισμός του μετοχικού κεφαλαίου, καθώς και διότι είναι συνεπές και στη φύση του δικαιώματος μετατροπής ως διαπλαστικού δικαιώματος που όπως γίνεται δεκτό, η άσκηση του υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια του δικαιούχου και δεν μπορεί να αποκλειστεί παρά τη θέλησή του²³⁷. Επομένως, θα πρέπει να γίνει δεκτό για το δικαίωμα μετατροπής ότι διατηρείται αναλλοίωτο και σε περίπτωση εκμηδενισμού του μετοχικού κεφαλαίου, όμως θα ασκηθεί ενδεχομένως με αναπροσαρμοσμένη τιμή μετατροπής, σύμφωνα με τα κατωτέρω αναλυόμενα για την αύξηση κεφαλαίου²³⁸. Περαιτέρω, προς ασφάλεια δικαίου, θα μπορούσε κατά την άποψή μου να συμπεριληφθεί νομοθετικά πρόβλεψη αντίστοιχη του άρθρου 29 ν. 4548/2018, προκειμένου να αρθεί χωρίς αμφισβήτηση ο ως άνω προβληματισμός, όπως συνέβη με τη ρητή πρόβλεψη μη ματαίωσης του δικαιώματος προτίμησης αν το μετοχικό κεφάλαιο μηδενιστεί κατά την ως άνω διαδικασία.

16) Συμβατική ρήτρα προστασίας συμφερόντων της εκδότριας: Το δικαίωμα πρόωρης εξόφλησης μετατρέψιμων ομολογιών

Στην πράξη είναι σύνηθες να χρηματοδοτείται η εξόφληση υφιστάμενου ομολογιακού δανείου με την έκδοση νέου ομολογιακού δανείου με ευμενέστερους όρους από το προϊόν του οποίου εξοφλούνται οι παλαιές ομολογίες.²³⁹ Πολλές φορές, επίσης, η εκδότρια έχει συμφέρον να εξοφλήσει πρόωρα τις ομολογίες πριν την επέλευση του συμφωνημένου χρόνου λήξης, για να αποδεσμευτεί πρόωρα από τις υφιστάμενες δανειακές υποχρεώσεις²⁴⁰. Αυτό μπορεί να οφείλεται στην επιδίωξη της εκδότριας να επαναχρηματοδοτηθεί με συγκριτικά ευνοϊκότερους όρους και κυρίως χαμηλότερο τόκο. Ευνοϊκότεροι όροι συγκριτικά με

²³⁶ Πρόκειται για την περίπτωση μείωσης κεφαλαίου κατ' εξαίρεση ακόμα και κάτω από το νομοθετικά προβλεπόμενο όριο μετοχικού κεφαλαίου τα αποτελέσματα της οποίας επέρχονται με την πλήρωση της αναβλητικής αίρεσης ολοκλήρωσης μιας διαδοχικής αύξησης κεφαλαίου (Πρβλ. Μούζουλα, ΕλλΔνη 2017, 712.)

²³⁷ Η πρόωρη αποδέσμευση της εκδότριας ότι την υποχρέωση έκδοσης και παράδοσης μετοχών δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί μονομερώς αλλά κατόπιν συμφωνίας των μερών

²³⁸ Κουλουριάνος, σελ. 340 με τις εκεί παραπομπές.

²³⁹ Πασσιάς, όπ., 147, Σωτηρόπουλος ό.π., αριθμ.75.

²⁴⁰ Σημειώνεται ότι η διαφορά της ονομαστικής αξίας της ομολογίας από την τιμή στην οποία διατέθηκε (αμοιβή έκδοσης) δεν συνιστά μορφή τόκου και ως εκ τούτου η εκδότρια σε περίπτωση πρόωρης εξόφλησης δεν μπορεί να αφαιρέσει από το καταβαλλόμενο ποσό τον τόκο που αναλογεί στο χρονικό διάστημα μεταξύ εξόφλησης και λήξης.

εκείνους που επικρατούσαν κατά την απόφαση έκδοσης ομολογιακού δανείου ενδεχομένως ανακύψουν καθόσον διαρκεί η δανειακή σχέση. Έτσι, μπορεί να είναι συμφέρον για την εκδότρια να καταρτίσει νέο δάνειο, παρά να εμμείνει στην εξυπηρέτηση του παλαιού δανείου λόγω υψηλού κόστους και να εκμεταλλευτεί τη διαμόρφωση νέων οικονομικών συνθηκών λόγω της μείωσης των επιτοκίων στην αγορά ή λόγω της αναβάθμισης της πιστοληπτικής της ικανότητας.²⁴¹

Η πρόωρη εξόφληση μπορεί να επιτευχθεί είτε με την από κοινού σύμπραξη των μερών (εκδότριας – ομολογιούχων), είτε με εκ των προτέρων συμβατική πρόβλεψη κατά την έκδοση ανακλητών ομολογίων. Στους όρους έκδοσης ανακλητών ομολογίων (callable bonds) περιλαμβάνεται ρήτρα πρόωρης εξόφλησης (redemption call provision), η οποία επιτρέπει την εξόφληση του συνόλου ή μέρους των μετατρέψιμων ομολογίων πριν από τη λήξη τους (call option) σε προκαθορισμένες ημερομηνίες (call dates)²⁴² και προκαθορισμένη τιμή (call price). Περαιτέρω είναι σύνηθες οι σχετικοί όροι έκδοσης του ομολογιακού δανείου να προβλέπουν τον σχηματισμό ειδικού αποθεματικού προοριζόμενο για τη χρηματοδότηση της πρόωρης εξόφλησης των ομολογίων.

Σε περίπτωση πρόωρης αποπληρωμής σημαντικό είναι να τηρείται η αρχή της ίσης μεταχείρισης των ομολογιούχων, η οποία επιβάλλει η μερική εξόφληση να γίνεται προς όλους τους ομολογιούχους κατά ποσοστό συμμετοχής του στο δάνειο, ενώ προκειμένου για περισσότερες σειρές εκδόσεις το ποσό πληρωμής θα φέρεται προς εξόφληση κατά αντίστροφη χρονολογική σειρά αρχής γενομένης από τις ομολογίες της τελευταίας ημερομηνίας λήξεως.²⁴³

Η τιμή ανάκλησης είναι συνήθως ανώτερη της ονομαστικής αξίας της ομολογίας περιλαμβάνοντας με τον τρόπο αυτό ένα πριμ ανάκλησης, το ύψος του οποίου μειώνεται σταδιακά, έτσι ώστε κατά τη λήξη του ομολογιακού τίτλου να είναι μηδενικό, εκτός αν οι ανακλητές ομολογίες αποδίδουν ήδη υψηλότερο τόκο σε σχέση με τις μη ανακλητές.²⁴⁴

Επί μετατρέψιμων ομολογίων η εκδότρια προς εξασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων και για να αποφευχθεί το ενδεχόμενο έκδοσης νέων μετοχών σε τιμή πολύ κατώτερη

²⁴¹ Κουλουριάνος, ό.π. σελ. 218

²⁴² η ανάκληση συνήθως ημερομηνία έκδοσης των ομολογίων και σε λαμβάνει χώρα βάσει ενός προγράμματος που καταρτίζει η εκδότρια και περιλαμβάνει σειρές ημερομηνιών κατά τις οποίες είναι δυνατή η άσκηση του δικαιώματος πρόωρης εξόφλησης των ομολογίων οι οποίες συνήθως συμπίπτουν με την ημερομηνία λήξης της περιόδου εκτοκισμού ενώ συνήθως προβλέπεται ότι η εκδότρια διατηρεί το δικαίωμα να αποπληρώσει το δάνειο κατά την πρώτη ή δεύτερη ετήσια επέτειο από την κάθε επόμενη ετήσια επέτειο

²⁴³ Κουλουριάνος σελ. 222 και Katzin, ό.π., 364

²⁴⁴ Wood, International convertible bond issues JIBL, 1986, 70

της αγοραίας αξίας τους, συνήθως συμφωνεί κατά την έκδοση του δανείου όχι ένα προκαθορισμένο πρόγραμμα ανάκλησης ομολογιών, αλλά πρόωρη εξόφληση που μπορεί να ασκηθεί ανά πάσα στιγμή, είτε ενεργοποιείται όταν η αξία της υποκείμενης μετοχής υπερβεί κατά ένα προκαθορισμένο ποσοστό την τιμή μετατροπής. Αυτό όμως ενδέχεται να περιορίσει υπερβολικά το συμφέρον των ομολογιούχων από την ανοδική πορεία της υποκείμενης μετοχής. Για αυτό και συχνά περιλαμβάνονται επίσης στη σύμβαση έκδοσης περιορισμοί του σχετικού δικαιώματος της εκδότριας ηπιότερης ή αυστηρότερης μορφής. Έτσι είναι δυνατόν να προβλέπεται η προσωρινή αναστολή άσκησης του δικαιώματος κατά την αρχική περίοδο εξυπηρέτησης, οπότε παρατηρείται συνήθως αύξηση της τιμής της μετοχής, είτε ότι η άσκηση επιτρέπεται μόνο όταν η τιμή της υποκείμενης μετοχής κινείται πάνω από ένα προκαθορισμένο επίπεδο.²⁴⁵

Επειδή η πρόωρη ανάκληση επιφέρει κατάργηση του δικαιώματος μετατροπής, προς εξυπηρέτηση των συμφερόντων των ομολογιούχων επιβάλλεται να τους παρέχεται πρόωρη δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, ώστε να μην ματαιώνεται η ευχέρεια επιλογής τους αν θα μετατρέψουν ή αν θα δεχτούν την προεξόφληση των τίτλων σταθμίζοντας την αγοραία αξία των υποκειμένων μετοχών και την τιμή ανάκλησης των ομολογιών.²⁴⁶

Ειλημμένου υπόψη ότι η εταιρεία αποσκοπεί στην αποδέσμευσή της από το κόστος που συνεπάγεται η πρόωρη επιστροφή του κεφαλαίου (πριμ ανάκλησης) και την αρχική επιδίωξη κάλυψης ελλειπόντων ιδίων κεφαλαίων μέσω της έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου η ανακοίνωση της πρόωρης εξόφλησης θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί από την εκδότρια και ως μέσο εξαναγκασμού των ομολογιούχων σε μετατροπή. Αυτό επιτυγχάνεται στην περίπτωση που η ανάκληση λαμβάνει χώρα σε χρόνο που η αξία μετατροπής τις μετατρέψιμες ομολογίες, δηλαδή της πραγματικής τιμής στην οποία θα χορηγηθεί υποκείμενη μετοχή είναι μεγαλύτερη της τιμής ανάκλησης της μετατρέψιμης ομολογίας.²⁴⁷

Ζήτημα αποτελεί αν υφίσταται μονομερές δικαίωμα της εκδότριας να προβεί σε πρόωρη εξόφληση μετατρέψιμων ομολογιών. Ο νόμος δεν ρυθμίζει ρητά αυτό το ζήτημα. Ειλημμένου υπόψη του άρθρου 324 ΑΚ που ρυθμίζει το δικαίωμα του οφειλέτη να προβεί σε

²⁴⁵ Κουλουριάνος Θ. ό.π., Υποσημείωση 868 με τις εκεί παραπομπές.

²⁴⁶ Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 224. Ενόψει της κρισιμότητας στις απόφασης που καλούνται να λάβουν οι ομολογιούχοι της πρόωρης ή μη άσκησης του δικαιώματος μετατροπής ανακύπτει ζήτημα προσήκουσας ενημέρωσης τους, η οποία διαφέρει ανάλογα με το αν έχουν διατεθεί οι ομολογίες με δημόσια προσφορά η ιδιωτική τοποθέτηση.

²⁴⁷ Bratton, ό.π., σελ. 679, Οικονόμου, ό.π. σελ. 74

εκπλήρωση όταν η παροχή είναι πληρωτέα σε ορισμένο χρόνο, αλλά δεν έχει καταστεί ακόμη ληξιπρόθεσμη, υποστηρίζεται ότι όταν ο χρόνος παροχής είναι ορισμένος και ειδική διάταξη νόμου δεν περιέχει αντίθετη πρόβλεψη, τότε ο οφειλέτης μπορεί να εκπληρώσει την παροχή και πριν από το συμφωνημένο χρόνο εκπλήρωσης. Οφείλει όμως να καταβάλει τόκους μέχρι το συμφωνημένο χρόνο λήξης. Η διάταξη αυτή δεν παρουσιάζει προβλήματα αν πρόκειται για κοινές ομολογίες μηδενικού τοκομεριδίου οι οποίες πέραν της επιστροφής της ονομαστικής αξίας δεν παρέχουν άλλο δικαίωμα στον ομολογιούχο. Αντίθετα, ιδιαίτερος προβληματισμός ανακύπτει όσον αφορά την δυνατότητα της εκδότριας να επιτυγχάνει μονομερώς το χρόνο λήξης των μετατρέψιμων ομολογιών οι οποίες πέραν του δικαιώματος επιστροφής κεφαλαίου και απόληψης τόκων, παρέχουν το δικαίωμα μετατροπής. Η θέση πάνω στο ζήτημα αυτό συναρτάται προς τη διεύρυνση του κατά πόσο η πρόωρη εξόφληση θα έβλαπτε τα συμφέροντα των ομολογιούχων, ενόψει του ότι προϋπόθεση στο αστικό δίκαιο είναι η προκαταβολή να καθίσταται ζημιά για τον δανειστή.²⁴⁸

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

17) Συνοπτική αναφορά στις παραλλαγές του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

17.1 Τα Macos

Η ρύθμιση του δεύτερου εδαφίου του άρθρου 71 παρ. 1^α εισάγει καινοτομία σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νόμου²⁴⁹, υπό την έννοια ότι διασαφηνίζεται το επιτρεπτό της έκδοσης «υποχρεωτικά μετατρέψιμων ομολογιών» (mandatory convertible bonds), οι οποίες είχαν ήδη αξιοποιηθεί νομοθετικά για την τελευταία ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων.²⁵⁰ Με τον όρο «υποχρεωτικά μετατρέψιμες» εννοείται ο εκ των προτέρων αποκλεισμός της δυνατότητας επιστροφής του κεφαλαίου και παρέχουν μόνο τη δυνατότητα μετατροπής σε μετοχές κατά τον χρόνο της λήξης του δανείου.

²⁴⁸ Γεωργιάδου σε αστικό κώδικα Γεωργιάδη Σταθόπουλου άρθρα 323, 324, αριθμ. 23-25, Κουλούριανος, ό.π., υποσημειώσεις 945, 946.

²⁴⁹ Παρατίθεται το σχετικό απόσπασμα της Αιτιολογικής Έκθεσης: «Επί του άρθρου 71: Το άρθρο αυτό αφορά τις μετατρέψιμες ομολογίες και αντιστοιχεί στο άρθρο 3α του κ.ν. 2190/1920, με τις ακόλουθες κύριες μεταβολές: α) Με την προτεινόμενη διάταξη αίρονται οι αμφιβολίες ως προς τη δυνατότητα έκδοσης υποχρεωτικά μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων. Σημειώνεται ότι η δυνατότητα έκδοσης υποχρεωτικά μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων προβλέπεται από τα περισσότερα ευρωπαϊκά δίκαια και συνεπώς η αμφιβολία που γεννάται από την έλλειψη ρητής διάταξης ως προς τη δυνατότητα έκδοσής τους στην Ελλάδα δημιουργεί ανταγωνιστικό μειονέκτημα στις ελληνικές εταιρείες.»

²⁵⁰ Λιναρίτης, ΝοΒ, Τ. 67, τεύχος 2, 2019, σ. 237.

Δεδομένου, λοιπόν, ότι η μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές παρίσταται ως βέβαιη τελούσα απλώς υπό προθεσμία, η εκδότρια μπορεί να υφίστανται ήδη και να βρίσκονται στην κατοχή της εκδότριας ή να εκδίδονται κατά τον χρόνο της εξόφλησης μέσω αύξησης κεφαλαίου. Η εκδότρια διασφαλίζει ότι θα λάβει τα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια, ακόμα και σε περιόδους που η τιμή των μετοχών της είναι καθοδική και θα έχει προβλέψει επαρκώς τις επερχόμενες επιπτώσεις. Ο αυξημένος επενδυτικός κίνδυνος που αναλαμβάνει ο φορέας των MaCos αντισταθμίζεται συνήθως από τη συμβατική ρήτρα ότι αν τεθεί η εκδότρια σε διαδικασία εκκαθάρισης, θα εξοφλείται η ονομαστική αξία της ομολογίας. Αντίθετα, στο κλασικό μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο με την επέλευση του χρόνου λήξης της περιόδου μετατροπής παρατηρείται πτώση της αξίας της υποκείμενης μετοχής με κίνδυνο για την εκδότρια να υποχρεωθεί σε εξόφληση.

17.2 Τα Cocos

Στη σύγχρονη τραπεζική χρηματοδοτική και ειδικότερα στο πεδίο της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, περίποπη θέση κατέχει τόσο στο επίπεδο της θεωρίας, όσο και της πράξης τα τελευταία χρόνια, η ευρεία χρήση των υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών, των λεγόμενων Contingent Convertible Bonds (Cocos). Τα Cocos είναι ομολογίες που εκδίδονται από τα πιστωτικά ιδρύματα υπό την αίρεση επέλευσης ενός γεγονότος και μετατρέπονται σε μετοχές όταν η κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων κατέλθει κάτω από κάποια κρίσιμα όρια, αποτελώντας έτσι έα «μαξιλάρι» προστασίας που αποκαθιστά κρίσιμους κεφαλαιακούς δείκτες και προστατεύει ένα πιστωτικό ίδρυμα από την (άμεση) τουλάχιστον κατάρρευση.

Η διαμόρφωση των Cocos λαμβάνει χώρα σε μια νομοθετική και ρυθμιστική μεταβλητή γεωμετρία που σημαδεύεται από την έκδοση της CRD IV/CRR που περιλαμβάνει ένα ενιαίο πλέον corpus στην Οδηγία 2013/36 και τον Κανονισμό 575/2013 για τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας και την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ παράλληλα έχει εκδοθεί και η κρίσιμη Οδηγία 2014/59 για την εξυγίανση και ανάκαμψη των πιστωτικών ιδρυμάτων. Παράλληλα, σε ευρύτερο παγκόσμιο επίπεδο, η έκδοση και η ρύθμισή τους, υπόκειται στις κατευθυντήριες γραμμές της Βασιλείας III.²⁵¹

Το ελάχιστο ύψος των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων εκφράζεται αριθμητικά με απαιτούμενο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, δηλαδή του λόγου των εποπτικών ιδίων

²⁵¹ Ντζούφας, Οι υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες – Cocos (Contingent Convertible Bonds) και ο ρόλος τους ως εργαλείων για την ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων. ΔΕΕ 2016, 1032.

κεφαλαίων προς τα (σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο) στοιχεία του ενεργητικού.²⁵² Πρέπει να σημειωθεί ότι στη Βασιλεία III, όπως και στον Κανονισμό CRR τα εποπτικά ίδια κεφάλαια διακρίνονται σε βασικά (TIER I) και συμπληρωματικά (TIER II). Τα βασικά ίδια κεφάλαια διακρίνονται περαιτέρω σε κύρια (Common Equity Tier I) και πρόσθετα (Additional Tier I) διάκριση που ανταποκρίνεται και στη διαβάθμιση της σημασίας τους²⁵³.

Τα Cocos συγκαταλέγονται υπό ιδιαίτερα περιοριστικές προϋποθέσεις, αλλά ήδη πριν τη μετατροπή τους, στα πρόσθετα στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων (Additional Tier I). Οι προϋποθέσεις αυτές υπαγορεύονται από τη Βασιλεία III και καθίστανται έτι αυστηρότερες με τις διατάξεις των άρθρων 52 και 53 της CRR.²⁵⁴ Αν δεν πληρούνται οι αυστηρές συνθήκες κατάταξης στο Tier I, μπορούν υπό προϋποθέσεις να καταταγούν στα κεφάλαια Tier II.²⁵⁵

Ο ιδιαίτερος ρόλος των υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών έγκειται στην μέσω της αυτοδίκαιης μετατροπής επανόρθωση της κεφαλαιακής επάρκειας βάσει των κύριων στοιχείων των βασικών ιδίων κεφαλαίων (CET 1) στα οποία συγκαταλέγεται και το μετοχικό κεφάλαιο. Ειδικότερα, ως περιστατικό μετατροπής σε μετοχές (trigger event) ορίζεται συνήθως η πτώση του δείκτη CET 1 κάτω από το ορισθέν όριο.²⁵⁶ Στην περίπτωση αυτή τα Cocos μετατρέπόμενα σε μετοχές μετατίθενται στα κύρια στοιχεία των βασικών ιδίων κεφαλαίων (CET 1) αποκαθιστώντας το σχετικό δείκτη και κατ' επέκταση της απαιτούμενης κεφαλαιακής επάρκειας. Η μετατροπή των υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών μπορεί επίσης κατά συμβατική πρόβλεψη να εξαρτηθεί από την κρίση της αρμόδιας αρχής ότι το πιστωτικό ίδρυμα βρίσκεται σε μη βιώσιμη κατάσταση²⁵⁷.

Στο ελληνικό δίκαιο, η δυνατότητα έκδοσης των υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών είχε αρχικά εισαχθεί περιορισμένα ως μέσο ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Ν. 3864/2010) και όχι ως διακριτό είδος τίτλων εκδιδόμενων από οποιαδήποτε ανώνυμη εταιρεία (άρθρο 7 παρ. 1 του νόμου). Η παρεχόμενη κεφαλαιακή ενίσχυση από το ΤΧΣ λαμβάνει τη μορφή ή της συμμετοχής σε αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με την κάλυψη κοινών μετοχών, είτε με

²⁵² Τα στοιχεία του ενεργητικού συμμετέχουν στο σχηματισμό του δείκτη με βαρύτητα ανάλογη του κινδύνου τους. (Π.χ. βάσει του αυξημένου κινδύνου αφερεγγυότητας του οφειλέτη χορηγηθέντος δανείου) απαιτώντας κατά αποτέλεσμα (εφόσον αυξάνουν τον παρονομαστή του δείκτη) περισσότερο διαθέσιμο κεφάλαιο, Ramirez, Handbook of Basil III. Capital 8.

²⁵³ Ramirez, ό.π. και αναλυτικότερα βλ. Γκόρτσος, εις τιμ. Τόμο Ν. Ρόκα 20-241.

²⁵⁴ Για την παρουσίαση των προϋποθέσεων βλ. Ντζούφας, ό.π., σελ. 1034, 1035.

²⁵⁵ Ντζούφας ΔΕΕ 2016, 1035, Ramirez, ό.π. p. 188.

²⁵⁶ Ντζούφας, ό.π., 1037 και Ramirez, ό.π., p. 189.

²⁵⁷ Ντζούφας, ό.π.

κάλυψη υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών ή άλλων μετατρέψιμων χρηματοοικονομικών μέσων.²⁵⁸

Η διαδικασία έκδοσης των Cocos διέπεται από τις ρυθμίσεις της παρ. 4 του άρθρου 7 ν. 3864/2010 σύμφωνα με το οποίο η απόφαση έκδοσης λαμβάνεται από τη ΓΣ του πιστωτικού ιδρύματος με απλή απαρτία και πλειοψηφία. Κάθε σχετική απόφαση εταιρικού οργάνου θα πρέπει να αναφέρει ρητά ότι η έκδοση γίνεται στο πλαίσιο του συγκεκριμένου νόμου. Στην ίδια παράγραφο προβλέπεται, επίσης, χρονική σύντμηση των σημαντικότερων διαδικαστικών διατυπώσεων για τη λήψη της απόφασης. Εισάγονται, λοιπόν, εμφανώς διαφορετικές ρυθμίσεις από την έκδοση κλασικών μετατρέψιμων ομολογιών στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, καθώς τα Cocos προορίζονται κατ' αρχήν για περιορισμένη αξιοποίηση προς τον προαναφερόμενο σκοπό διασφάλισης κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών και δεν αποτελούν θέσπιση διακριτού είδους τίτλων για κάθε ανώνυμη εταιρεία.

²⁵⁸ Δυνατότητα έκδοσης υπήρχε ήδη από την πρώτη ανακεφαλαιοποίηση βλ. Π.Υ.Σ. 38/2012, όμως το εργαλείο αξιοποιήθηκε στο πλαίσιο της τρίτης ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών 2015, Εμίρη, εις Το Οικονομικό Δίκαιο την Εποχή της Κρίσης, 1^ο Συνέδριο ΕΜΕΟΔ, 124, Λιναρίτης, ό.π. Τίτλοι Κτήσης [...] 163,164.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Καθίσταται σαφές τόσο από την προηγηθείσα ανάλυση, όσο και από την ίδια την Αιτιολογική Έκθεση του νόμου 4548/2018 επί των άρθρων 59-74 ότι η αναθεώρηση ορισμένων διατάξεων ήταν απαραίτητη για την διευκόλυνση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων ενόψει συνθηκών οικονομικής κρίσης και έλλειψης ρευστότητας, αλλά και για την ενσωμάτωση δυνατοτήτων ήδη γνωστών στις διεθνείς αγορές χάριν ασφάλειας δικαίου και εξάλειψης του ανταγωνιστικού μειονεκτήματος της ελληνικής αγοράς.

Αντί επιλόγου επιλέγεται η εξαγωγή ορισμένων συμπερασμάτων με βάση τις θεματικές που αναπτύχθηκαν ανωτέρω περί μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, ιδίως σε αμφισβητούμενα πεδία, προκειμένου να αποκρυσταλλωθούν οι κρατούσες ή νομικά ορθότερες προσεγγίσεις κατά την άποψη της γράφουσας και τη μεγαλύτερη μερίδα θεωρητικών επί του εκάστοτε ζητήματος:

- 1) Ως προς την υβριδική φύση της μετατρέψιμης ομολογίας γίνεται δεκτό ότι ο χαρακτηρισμός αυτός μένει να αναφέρεται στην οικονομική αξία του τίτλου και όχι στο νομικό χαρακτηρισμό της θέσης του κομιστή της. Η δε έκταση των δικαιωμάτων του κομιστή μετατρέψιμης ομολογίας θα πρέπει να αποσυνδεθεί από τον χαρακτηρισμό της μετατρέψιμης ομολογίας ως ενδιάμεσο τύπο μεταξύ μετοχής και ομολογίας και να εισαχθεί ειδική νομοθετική²⁵⁹ πρόβλεψη προστασίας της οικονομικής αξίας μετατροπής από φαινόμενα απίσχνασης.
- 2) Επί του είδους και της κατηγορίας των υποκείμενων μετοχών καταλήγουμε στο ότι θα πρέπει να πρόκειται για νέες και όχι υφιστάμενες μετοχές, οι οποίες κατά γραμματική ερμηνεία της διάταξης του άρθρου 71 ν. 4548/2018 θα πρέπει να ανήκουν υποχρεωτικά στην ίδια την εκδότρια και όχι σε άλλη έστω και συνδεδεμένη κεφαλαιουχική εταιρεία.
- 3) Αναφορικά με την επίπτωση της έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στην κεφαλαιακή διάρθρωση και τον αντίκτυπο που παρουσιάζει το τελευταίο στην εικόνα της εταιρείας στα μάτια των υποψήφιων επενδυτών. Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα από την ελληνική αγορά εξάγεται ότι δεν υφίσταται μία σταθερή σχέση ανάμεσα στις ανακοινώσεις έκδοσης μετατρέψιμων και κοινών ομολογιακών δανείων

²⁵⁹ Κουλουριάνο Θ. ό.π., σελ. 378.

και στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών των εταιρειών, γεγονός που επιβεβαιώνεται από το ότι η σηματοδότηση προς την αγορά των συγκεκριμένων ανακοινώσεων δεν χαρακτηρίζεται στο σύνολο του δείγματος από το ίδιο πρόσημο (θετική ή αρνητική). Η ανομοιογένεια των προαναφερθέντων επιπτώσεων έρχεται να υποστηρίξει την άποψη ότι οι επιπτώσεις της αύξησης της μόχλευσης στις τιμές των μετοχών των εκδοτριών εταιρειών αποτελούν ένα αρκετά δύσκολο εμπειρικό ζήτημα σε διεθνές επίπεδο. Αντίθετα, τεκμηριώνεται η ύπαρξη μιας πιο σταθερής σχέσης ανάμεσα στις ανακοινώσεις εκδηλώσεις νέων κοινών μετοχών και την αντίδραση των αποδόσεων των τιμών των μετοχών, αφού η πλειοψηφία σχεδόν των συγκεκριμένων εταιρικών γεγονότων μεταβίβασε αρνητική πληροφόρηση στην αγορά²⁶⁰.

- 4) Ως προς τη νομική φύση και την απόφαση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στο πλαίσιο του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου παρατηρείται ότι η ανάγκη διοικητικής έγκρισης της έκδοσης ανάγεται στην επίδραση του εν λόγω δανείου στη μεταβολή του κεφαλαίου της εκδότριας. Συνεπώς δεν υπάρχει, κατά την άποψη της γράφουσας, λόγος απόκλισης ως προς αυτό το σημείο από τη νομοθετική πρόβλεψη για την απόφαση κλασσικής έκτακτης αύξησης κεφαλαίου, παρ' ότι δεν προκύπτει ευθέως από το γράμμα του νόμου η παραδοχή αυτή. Ως αποτέλεσμα, η έκτακτη έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου συνιστά τροποποιητική του καταστατικού απόφαση που υποβάλλεται σε συστατική δημοσιότητα, αλλά δεν αποτελεί αντικείμενο διοικητικού ελέγχου, σύμφωνα με όσα ισχύουν για την έκτακτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Διαφορετική είναι η περίπτωση της τακτικής έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, η οποία για την ταυτότητα του νομικού λόγου θα πρέπει να θεωρήσουμε ότι "ακολουθεί" τους κανόνες της κλασσικής τακτικής αύξησης κεφαλαίου. Θα υπόκειται, δηλαδή, σε διοικητικό έλεγχο νομιμότητας κατά το άρθρο 9 παρ. 2 εδ. 1 ν. 4548/2018, όπως όλες οι τροποποιητικές του καταστατικού αποφάσεις των οργάνων της εταιρείας, δίχως να μπορεί να εφαρμοσθεί οποιαδήποτε απόκλιση και φυσικά σε συστατική δημοσιότητα.
- 5) Η προστασία των δανειστών της ΑΕ μέσω της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου, ειδικά για τις μετατρέψιμες ομολογίες είναι ανεπαρκής γιατί δεν προστατεύει σε καμία περίπτωση την αξία που προκύπτει από το δικαίωμα μετατροπής και τα αντίστοιχα οικονομικά συμφέροντα, για αυτόν το λόγο τυγχάνουν ερευνητέα τα μέσα προστασίας των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών. Εξετάσθηκε ήδη ότι ούτε οι ομολογιούχοι κοινών ομολογιών, ούτε μετατρέψιμων ομολογιών δεν έχουν τη

²⁶⁰ Καινούργιος Δ., ό.π.

δυνατότητα να αξιώσουν έγερση εταιρικής αγωγής κατά του διοικητικού συμβουλίου, ούτε να ισχυριστούν ότι η εταιρεία υπέστη κάποιας μορφής ζημία από τη δυσανάλογη προσβολή των συμφερόντων τους απέναντι σε εκείνα των μετοχών αφού τέτοιες μορφές προστασίας δεν προβλέπεται παρά μόνο υπέρ της μειοψηφίας των μετόχων²⁶¹. Γενικότερα, το κύριο βάρος προστασίας των ομολογιούχων δεν φέρει ούτε το διοικητικό συμβούλιο, ούτε ο νομοθέτης του εταιρικού δικαίου. Η θεώρηση ότι το αρχικό έλλειμμα άμεσης προστασίας στο δικαιούχο εξισορροπείται μερικώς από την υστερόχρονη ενεργοποίηση ισοδύναμης προστασίας με βάση το εταιρικό δίκαιο, κατά τον χρόνο απόκτησης της μετοχικής ιδιότητας είναι επίσης ανεδαφική, διότι από τη συμπεριφορά της διοίκησης επηρεάζεται από οικονομικής σκοπιάς η αξία του τίτλου συμπεραίνεται ότι οι δικαιούχοι εύλογα αποζητούν πρόσβαση στη διοίκηση και προστασία έναντι των δράσεων της, πριν από το χρόνο διαμόρφωσης της δικαιοπρακτικής βούλησης για την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής, οπότε η αγοραία αξία των τίτλων μπορεί να υποστεί άμεσα συντριπτικό πλήγμα από επιχειρηματικές επιλογές της εταιρείας. Εφόσον, λοιπόν, πλήττεται η αξία του δικαιώματος μετατροπής, η ετεροχρονισμένη έμμεση προστασία μέσω του εταιρικού δικαίου φαντάζει αναποτελεσματική²⁶². Οι γενικές διατάξεις του ΑΚ που διαπνέουν το σύνολο των σχέσεων στο πεδίο του ιδιωτικού δικαίου ως νομική βάση δεν είναι ικανές να μεταβάλλουν την υποδεέστερη θέση των δικαιούχων μετατρέσιμων ομολογιών από την έννομη τάξη, καθώς δεν φτάνουν σε σημείο να εισαγάγουν την ενδεδειγμένη ουδετερότητα της διοίκησης έναντι όλων των stakeholders. Η προστασία τους με αυτό τον τρόπο αποδεικνύεται περιορισμένη λόγω ερμηνευτικής αβεβαιότητας και ανασφάλειας δικαίου. Αντίθετα, ως προσφορότερα μέσα προστασίας αναδεικνύονται η συμβατική πρωτοβουλία και το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς υπό την έννοια της ατομικής προστασίας κάθε επενδυτή. Οι δικαιούχοι μετατρέσιμων ομολογιών απολαμβάνουν ορισμένη ex lege προστασία κατά τη δράση της εκδότριας που δεν υστερεί ως προς τα συγκεκριμένα σημεία σε σχέση με την οριζόμενη από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς προστασία υπέρ των μετοχών.

- 6) Ως προς τις αναπροσαρμογές της τιμής μετατροπής λόγω αποτροπής της απομείωσης της οικονομικής αξίας του δικαιώματος μετατροπής παρατηρείται ότι η αναγνώριση του επιτρεπτού τους από το νόμο συνιστά ένα βήμα αναγνώρισης της ανάγκης

²⁶¹ Κουλουριάνος, όπ 275, βλ. Τριανταφυλλάκη σε πρακτικά 10ου πανελληνίου συνεδρίου εμπορικού δικαίου. Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας και Τέλλη Ν., Επισκ.ΕΔ 2009,273

²⁶² Λιναρίτη, ό.π. Τίτλοι Κτήσης[...] σελ. 500

προστασίας των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών. Ωστόσο, καταλείπεται μεγάλο περιθώριο επιλογών στην ιδιωτική αυτονομία, με αποτέλεσμα ο νόμος να μην επιλύει το ζήτημα, αλλά να αναγνωρίζει απλώς την ύπαρξή του. Προσφορότερη θα ήταν η νομοθετική στάθμιση των συμφερόντων μετόχων και ομολογιούχων με βάση τις ειδικότερες περιπτώσεις μεταβολών του κεφαλαίου της εκδότριας, αξιοποιώντας την ήδη υπάρχουσα γαλλική νομοθεσία και τα παραδείγματα της αμερικάνικης επενδυτικής πρακτικής.

- 7) Το γεγονός ότι στο ελληνικό δίκαιο των ομολογιακών δανείων η προστασία της αξίας του δικαιώματος μετατροπής δεν είναι προϊόν ενός υποχρεωτικού νομοθετικού πλαισίου διατάξεων αλλά προκύπτει *in concreto* από την επιλογή ενσωμάτωσης της σύμβαση έκδοσης ομολογιακού δανείου συγκεκριμένων προστατευτικών ρητρών δεν είναι δυνατόν να θεωρηθεί ότι διασφαλίζει την προστασία των συμφερόντων των ομολογιούχων, αφού το περιεχόμενο της σύμβασης έκδοσης καθορίζεται μόνο μέρος από την εκδότρια και οι ομολογιούχοι απλά προσχωρούν σε αυτήν. Σκοπός των ρητρών αναπροσαρμογής είναι να διασφαλίζεται ισοδύναμη προστασία και ισότιμη μεταχείριση υφιστάμενων και μελλοντικών μετοχών χωρίς να αγνοούνται αδικαιολόγητα οι ομολογιούχοι ούτε όμως και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με νέες μετοχές να κατανέμονται αναλογικά είτε αυτοδικαίως είτε μέσω της άσκησης του δικαιώματος προτίμησης στους υφιστάμενους μετόχους.
- 8) Εφόσον δεν παρέχεται από τη σύμβαση έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου σχετικό δικαίωμα στην εκδότρια, η τελευταία δεν μπορεί να αξιώσει από τον ομολογιούχο να δεχτεί πρόωρη εξόφληση.²⁶³ Η εκδότρια μπορεί να επιτύχει αυτό το αποτέλεσμα πρόωρης αποδέσμευσης της από το σύνολο ή μέρος του ομολογιακού δανείου αποκτώντας κατά παραγωγό τρόπο ίδιες ομολογίες²⁶⁴, αλλά αυτό προϋποθέτει και πάλι τη σύμπραξη του ομολογιούχου ως προς τη μεταβίβαση των ομολογιών του, η οποία δεν είναι δεδομένη.
- 9) Η πρωτότυπη νομική μηχανική των Macos και των Cocos λόγω της αποσύνδεσης της μετατροπής από τη διακριτική ευχέρεια του κατόχου του τίτλου διαμορφώνει την προοπτική χρησιμοποίησής τους και εκτός του *stricto sensu* δημοσίου τραπεζικού δικαίου για την χρηματοδότηση κάθε ελληνικής ανώνυμης εταιρείας, κατεύθυνση

²⁶³ Κουλουριάνος Θ. σελ. 220 με τις εκεί παραπομπές.

²⁶⁴ Κουλουριάνος όπ, Πασσιάς 149, Αντωνόπουλος όπ.

στην οποία κινείται, όπως προαναφέρθηκε ο νόμος 4548/2018 με τη ρητή πρόβλεψη δυνατότητας έκδοσης «υποχρεωτικά μετατρέψιμων ομολογιών».

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

- Bainbridge, In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm, Washington & Lee Law Review, Vol. 50 (1993)
- Bratton W., The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds, Wisconsin Law Review 1984
- Cahn Andreas, Donald David, Comparative company law, 2010
- Carter, The Fiduciary Rights of Shareholders, 29 Wm & Mary L. Rev. 823 (1988)
- Dent Jr., The role of convertible securities in Corporate Finance 21, J. Corp. L. 241 (1996)
- Sepe, Corporate Agency Problems and Hybrid Financial Instruments, p. 43, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: <https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2008/sepe.pdf>
- Conaway Stilson, Reexamining the Fiduciary Paradigm at Corporate Insolvency and Dissolution: Defining Directors' Duties to Creditors, 20 Del. J. Corp. L.1 (1995),
- Dent G., The Role of Convertible Securities in Corporate Finance, Journal of Corporation Law, Τόμος 21, 1996,
- Hetherington, Defining the Scope of Controlling Shareholders' Fiduciary Responsibilities, 22 Wake Forest L. Rev. 9 (1987)
- Hurst/Mc Guinness, The Corporation, The Bondholder and Fiduciary Duties, 10 J. L. & Com. 187 (1991)
- Kahan, Anti- Dilution Provisions in Convertible Securities Stan J. L. Bus. & Fin. 1995
- Kanda Debtholders and Equityholders, 21, J. Legal Stud. 431 (1992)
- Karmel, Implications of the Stakeholder Model, 61, Geo Wash. L. Rev. 1156 (1993)
- Katzin, Financial and Legal Problems in the use of Convertible Securities, The Business Lawyer 24, 1969
- Kaplan S., Piercing the Corporate Boilerplate: Anti- Dilution Clauses in Convertible Securities, U. Chi. L. Rev. 1965
- Mitchell, The Fairness Rights of Corporate Bondholders
- Macintosh, Designing an Efficient Fiduciary Law, U. Toronto L.J. 425 (1993)
- McDaniel, Bondholders and Stockholders, 13 J. Corp. L. 205 (1987-1988)
- Millon D., Redefining Corporate Law, 24 Ind. L. Rev. 233 (1999).

Ross, S./R. Westerfield/B. Jordan, Fundamentals of Corporate Finance, Mc Graw- Hill/Irwin, 2006,

Serra, Le droit des obligations convertibles à tout moment, RTD com. 1971, 567

Tauk, Should Bonds Have More Fun?, 1 επ.

Wonoroff M./ Rosen, Understanding Anti- Dilution Provision in Convertible Securities, Fordham Law Review 74, 2005

Wood, International convertible bond issues JIBL, 1986

Wood P., International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions (The Law and Practice of International Finance Series v.3), Sweet & Maxwell, 2nd edition (June 20, 2007)

Ελληνική Βιβλιογραφία

Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία Νομική βιβλιοθήκη 2010

Αλεξανδρίδου Ε. Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, Νομική βιβλιοθήκη 2012

Αλεξανδροπούλου Α. «Squeeze- out» και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 4/2008, 404.

Αναστασοπούλου Ι. , Μέσα Άμυνας κατά των Δημόσιων Προτάσεων Αγοράς μετοχών στο ελληνικό δίκαιο και στο σχέδιο της κοινοτικής οδηγίας εις Τιμητικό Τόμο Λουκόπουλου (1993)

Ανδριανέσης Α., Η Θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρείας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, εις Σπουδές Δικαίου της Επιχείρησης, τ.2., Νομική Βιβλιοθήκη 2008

Αυγητίδης, Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2014

Βαθρακοκόιλης Β., Αναλυτική ερμηνεία – Νομολογία ΑΚ, 1994,

Βερβεσός Ν. εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), Τόμος 10, Ομολογίες και Τιτλοποίηση Απαιτήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη 2010.

Βερβεσός εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), Σάκκουλας 2010

Βερβεσός Ν. ΝοΒ, Τεύχος 67, Τόμος 2, 2019, σελ. 203 επ.

Βενιέρης τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με τον 3156/ 2003 υπό το πρίσμα της διεθνούς πρακτικής

Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, 2009, 217 επ.

Γεωργακόπουλος Τραπεζικό και χρηματιστηριακό δίκαιο, 1999

Γεωργακόπουλος, Το Δίκαιον των Εταιρειών, ΙΙ, Αθήνα, 1972

Δελούκας Ν. ΕρμΑΚ Εισαγ. Αρθρ. 888-900

Δράκος Α. και Καραθανάσης Γ., Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων, Μπένου, 2010.

Καινούργιος Δ., Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, μεταβολή της καφαιαιακής διάρθρωσης και σηματοδότηση: Μια συγκριτική μελέτη για το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, Σπουδαί, Τόμος 53, τεύχος 3, 2003, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο <https://spoudai.unipi.gr/index.php/spoudai/article/viewFile/1185/1264>

Καραγκουνίδης σε Μαρίνο, Ζητήματα από το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας 2009

Κορδή – Αντωνοπούλου Μ., Άμυνα της εταιρείας στη Δημόσια Πρόταση Αγοράς, ΕΕμπΔ, 2004, σ.282 επ

Κουλουριάνος Θ., Παρατηρήσεις σε ΔΕΚ C-338/2006 ΔΕΕ12/2009, 1352.

Κουράκης Ε., Ρυθμίσεις στη μεταβίβαση μετοχών: Δικαίωμα πρώτης προτιμήσεως (right of first refusal), δικαίωμα προσκολλήσεων (tag along) και δικαίωμα συμπαρασύρσεως (drag along), Συνήγορος, 2009

Λέκκας Γ. Εμπράγματη εξασφάλιση ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων Γραμματείες Αστικού Δικαίου, Τόμος 2, Σάκκουλας 2005
Λιάπη, Αποζημίωση των επενδυτών στον κύκλο της κεφαλαιαγοράς 2012, 86 επ.

Λιναρίτης, Οι μεταβολές του κεφαλαίου και το δυνητικό κεφάλαιο της Α.Ε. μετά τον Ν. 4548/2018, ΝοΒ, Τόμος 67, τεύχος 2, 2019

Λιναρίτης Ι., Τίτλοι Κτήσης μετοχών (Warrants), Νομική Βιβλιοθήκη 2018, σ. 483 επ. (αναλογικά με όσα ισχύουν και για τα warrants).

Μικρουλέα Α., Όρια Δράσης και Ευθύνη των Διοικητών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013

Μούζουλα, Ν. 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του ΚΝ 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών, 2008

Νισσυραΐος εις ΔικΑΕ Ια (1992), άρθρα 3α-3γ

Ντζούφας, Οι υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες – Cocos (Contingent Convertible Bonds) και ο ρόλος τους ως εργαλείων για την ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων. ΔΕΕ 2016, 1032.

Οικονόμου, Ανάλυση και διαχείριση μετατρέψιμων ομολογιών ΔΕΕΤ 1992

Παμπούκη, Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, 1994, τεύχος β΄

Παναγιώτου, Το δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας, 1996, σελ. 182 183 και

Παναγιώτου, Η αναθεώρηση της αύξησης κεφαλαίου και του δικαιώματος προτίμησης στην ΑΕ με το ν. 3604/2007. Ζητήματα από την εφαρμογή του νέου νόμου. ΝοΒ, 2009, σελ. 352.

- Παπαδημόπουλος Ι., Τα δικαιώματα του squeeze-out και του sell-out υπό το φως της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς. ΔΕΕ 2005,396.
- Πασσιάς Ι. Το Δίκαιον της Ανώνυμου Εταιρείας ΙΙ, 1969
- Περάκης Ε. στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, τόμος 1, 2002
- Περάκης Ε., Το Νέο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, 5^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018,
- Ποταμίτης Σ./Ρόκας Α., Η κεφαλαιοποίηση χρέους ως μέτρο για την εξυγίανση επιχειρήσεων και οι μέθοδοι παράκαμψης της βούλησης των μετόχων, σε: ΕπισκΕΔ 3/2017, σ. 377-388
- Ρόκας Ν. εις: Αστικός Κώδικας, κατ' άρθρο ερμηνεία, Γεωργιάδης Α., Σταθόπουλος Μ., Εισαγωγικές παρατηρήσεις επί των άρθρων 806-809
- Ρόκας Ν. Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη 2002
- Ρόκας Ν. Εμπορικές Εταιρείες, Νομική Βιβλιοθήκη 2012, σελ. 450.
- Σιδηρόπουλος, Η έκτακτη αύξηση κεφαλαίου στην Ανώνυμη Εταιρεία, Σάκκουλας 2008
- Σταθόπουλος Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 4η Έκδοση 2004, Σάκκουλας.
- Στοιικός εις Αντωνόπουλου/Μούζουλα, Ανώνυμες Εταιρείες Ι
- Σωτηρόπουλος Γ. εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), τόμος 1, Νομική Βιβλιοθήκη, 2002.
- Σωτηρόπουλος, Ευθύνη μελών διοικητικού συμβουλίου για επιχειρηματικές επιλογές, ΕΕμπΔ 2004, 773
- Σωτηρόπουλος Γ., Παρατηρήσεις στην ΠΠρΑθ 419/2005, ΕΕμΔ 2005, σελ. 308 ΕΕμπΔ 2005, 308
- Ταρνανίδου Χρ., Το δικαίωμα και η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκΕΔ 1999, 420
- Τέλλης Ν., Εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας (άρθρο 49γ ΚΝ2190/1920). ΕπισκΕΔ 2008, 420.
- Τουντόπουλος Β., Τόμος 10 άρθρο 2 Ν. 3016/2002 αριθμ. 16.
- Τουντόπουλος Β. Επισκ ΕΔ 2003, 974 επ.
- Τουντόπουλος Β., Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 18^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2009
- Τριανταφυλλάκης Γ., Η αύξηση του κεφαλαίου στην ΑΕ και ο αποκλεισμός του δικαιώματος προτίμησης, Σάκκουλας, 2004

Τριανταφυλλάκης Γ., Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς, ΔΕΕ 2008, σελ.524

Τριανταφυλλάκης Γ. εις ΔικΑΕ, επιμ. Ε. Περάκη, Άρθρα 13, 13^α, 2010

Τριανταφυλλάκης Γ., Το συμφέρον της επιχείρησης ως κανόνας συμπεριφοράς των οργάνων της Α.Ε. Σάκκουλας, 1998

Χατζηγάγιος Θ εις ΔικΑΕ, επιμ. Ε. Περάκη, άρθρο 16, 2004

Ψαρουδάκης Γ., Παρατηρήσεις σε ΔΕΚ C-338/2006,ΕΕμπΔ 2009