

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ 2022-2023

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Της Αγάπης-Αλεξίας Ζερίτη του Δημητρίου

A.M.: 7340122202010

«Ο Όρος Εξυπηρέτησης σε Τελευταία Σειρά

(Subordination Clause)

σε Συμβάσεις Χρηματοδότησης της Ανώνυμης Εταιρείας:

Νομική φύση & Έννομες Συνέπειες»

Επιβλέποντες:

α) Επίκουρος Καθηγητής Νικόλαος Βερβεσός

β) Καθηγήτρια Αλεξάνδρα Μικρουλέα

γ) Επίκουρη Καθηγήτρια Χριστίνα Λιβαδά

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2023

Copyright © Αγάπη – Αλεξία Ζερίτη, 2023

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

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	8
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	10
1.1 Ο «όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά» (subordination clause, Rangrücktritt) – Εισαγωγή στην προβληματική	10
ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ.....	14
ΕΝΝΟΙΑ, ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ, ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΑ ΘΕΜΕΛΙΑ	14
1. Εννοιολογική προσέγγιση του «όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά»	14
1.1 Η γνωστή στο ελληνικό δίκαιο έννοια των «πιστωτών τελευταίας σειράς».	14
1.2 Ορισμός του «όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά».	14
1.3 Δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.....	16
1.4 Οι απαιτήσεις τελευταίας σειράς.	17
2. Σκοπός και λειτουργία	18
2.1 Ενδυνάμωση κεφαλαιουχικής δομής και αποτροπή υπερχρέωσης.....	18
2.2 Εξωτερική χρηματοδότηση της εταιρείας από τους μετόχους.....	19
2.3 Απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας.	19
2.4 Πρακτικές εφαρμογές	19
2.5 Μέσο «εξασφάλισης» των πιστωτών	21
3. Τα κύρια νομοθετικά ερείσματα του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στο ελληνικό δίκαιο.	21
3.1 Οι «πιστωτές τελευταίας» σειράς του αρ. 96 του ΚΑφ.	21
3.2 Η δυνατότητα συμβατικού καθορισμού της τελευταίας σειράς	22
3.2.1. Η εφαρμογή της ΑΚ 361 στη διαμόρφωση των όρων των συμβάσεων χρηματοδότησης .	22
3.2.2 Ομολογιακά δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (αρ. 60 παρ. 2 (δ') Ν. 4548/2018).	24
3.2.3. Οι συμφωνίες πιστωτών για την ρύθμιση της μεταξύ τους προτεραιότητας στο πλαίσιο διαδικασίας εξυγίανσης (αρ. 39 παρ. 1 (γ') ΚΑφ)	27
3.2B – ΠΑΡΕΚΒΑΣΗ: Οι αναφορές του Κανονισμού 575/2013/ΕΕ (CRR) σε «δάνεια μειωμένης εξασφάλισης» - Η ένταξη των δανείων μειωμένης εξασφάλισης/με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στην προβληματική των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας.	28
3.2B.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.	28
3.2B.2 Κεφαλαιακή επάρκεια & Πλαίσιο της Βασιλείας.	29
3.2B.3 Η έννοια των τραπεζικών ιδίων κεφαλαίων αναλυτικότερα.	30
3.2B.4 Η διάκριση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων σε Κεφάλαιο Κατηγορίας 1 (Tier 1 Capital) και Κεφάλαιο Κατηγορίας 2 (Tier 2 Capital).	31
3.3 Εκ του νόμου/ αναγκαστική θεμελίωση της εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά – Εισαγωγή στην προβληματική.	33
3.3.1 Τα δάνεια «υποκεφαλαιοδότησης» - Εισαγωγή στην προβληματική της «ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης της ΑΕ και της εξομοίωσης μετοχικών δανείων με ίδια κεφάλαια.	33

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ	36
ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ, ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ, ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ.....	36
1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις	36
Δύο βασικά παραδείγματα	36
1. Βασικές διακρίσεις των συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά	38
1.1 Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη απαιτήσεων (Debt Subordination Agreements) & Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη εμπραγμάτων δικαιωμάτων (Security Interest Subordination Agreements)	38
1.1.1 Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη απαιτήσεων (Debt Subordination Agreements.)	38
1.1.2 Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη εμπραγμάτων δικαιωμάτων (Security Interest Subordination Agreements).....	39
1.1.3 Συμφωνίες πιστωτών (Intercreditor agreements).....	41
1.2 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη (Contractual Subordination) – Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ ορισμένων πιστωτών του οφειλέτη (Turnover Subordination)	41
1.2.1 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη (Contractual Subordination).....	42
1.2.2 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ ορισμένων πιστωτών του οφειλέτη (Turnover Subordination Agreements).	44
Συναφείς διακρίσεις στο Γερμανικό Δίκαιο.....	47
1.3 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά γενικής εφαρμογής (Complete subordination) & Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ειδικής εφαρμογής (Inchoate subordination).	48
1.4 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά «Ab Initio» και Επιγενόμενοι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (Subsequent Subordination)	50
1.5 Structural Subordinations.....	50
2. Η νομική φύση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.	51
Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	51
2.1 Ο ενοχικός χαρακτήρας της συμφωνίας	51
2.1.1 Ενδεικτικές ενοχικές υποχρεώσεις (undertakings) του πιστωτή τελευταίας σειράς.....	52
2.1.2 Υποχρεώσεις επί αφερεγγυότητας (Insolvency event clause).	54
2.1.3 Υποχρεώσεις απόδοσης προσόδων (‘Turnover’ clause).....	54
2.1.4 Δικαίωμα σε Επιτρεπόμενες Πληρωμές (Permitted Payments.).....	56
2.1.5 Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως covenant.	56
2.1.6 Η ρήτρα σύμμετρης κατάταξης (Pari passu klausel)	58
2.2 Υποσχετική δικαιοπραξία	58
2.3 Ετεροβαρής συμφωνία.....	58
2.4 Διαθετική δικαιοπραξία.	59
2.5 Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως σύμβαση υπέρ τρίτου.	59
Τα κριτήρια για την αποδοχή της γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου	61

(α) Από τη θέληση των συμβαλλομένων	61
(β) Από τη φύση και το σκοπό της σύμβασης:	62
Προσέγγιση	62
2.6 Pactum de non petendo.	63
2.7 Σύμβαση sui generis.....	64
2.8 Εκχώρηση απαίτησης.....	64
2.9 Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως μέσο εξασφάλισης των πιστώσεων.	66
2.9.1 Η λειτουργία της εξασφάλισης.	66
2.9.2 Οι προσωπικές ασφάλειες.	66
Σύγκριση όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και εγγύηση.....	67
Σύγκριση όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και εγγυοδοτικής σύμβασης.	69
2.9.3 Οι εμπράγματα ασφάλειες.	70
Διάκριση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά από το ενέχυρο απαίτησης.	71
2.9.4 Ασφάλειες που διαπλάσθηκαν από την πράξη.....	73
Συμπέρασμα επί της νομικής φύσης	75
3. Ο τύπος των συμφωνιών που εμπεριέχουν τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά. Το επιχείρημα υπέρ του εγγράφου.	75
ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ.....	78
ΕΝΝΟΜΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ	78
Ι) ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ.....	78
1. Συμβάσεις χρηματοδότησης με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως μορφή χρηματοδότησης της ΑΕ.....	78
Εισαγωγικά.	78
1.1 Η διάκριση της χρηματοδότησης σε εσωτερική και εξωτερική.....	79
1.2 Η τυπική διάκριση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων με κριτήριο τη θέση των προσώπων που χρηματοδοτούν την εταιρεία.....	80
1.2.1 Ίδια κεφάλαια.....	80
Τα εννοιολογικά γνωρίσματα των ιδίων κεφαλαίων	80
1.2.2 Ξένα κεφάλαια.	81
1.3 Υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης.	81
1.4 Το αίτημα για ένα ουσιαστικό-λειτουργικό κριτήριο διάκρισης κεφαλαίου-χρέους.	83
1.4.1 Το ΔΛΠ 32.....	83
1.4.2 Τα κριτήρια της ουσιαστικής διάκρισης.....	84
1.4.3 Στάθμιση κριτηρίων & Συμπέρασμα.	85
1.5 Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά & οι ομολογίες τελευταίας σειράς ως υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης.	85
2. Δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά & Ζητήματα Ονομαστικής Υποκεφαλαιοδότησης της ΑΕ	87

Εισαγωγικές παρατηρήσεις -Το πρόβλημα της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης & της εκ του νόμου υπαγωγής σε τελευταία σειρά.	87
2.1 Τα μετοχικά δάνεια	90
2.2 Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης και η de jure εξομοίωση μετοχικών δανείων με ίδια κεφάλαια	93
2.2.1 Η αντιμετώπιση του προβλήματος στη Γερμανία.....	95
2.2.2 Η αντιμετώπιση του προβλήματος στις ΗΠΑ.....	98
2.2.3 Η ρύθμιση του ιταλικού δικαίου	100
2.2.4 Ελληνικό δίκαιο	101
2.2.5 Κριτήρια καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια.....	102
2.3 Η οικονομική λειτουργία της εκ του νόμου υπαγωγής σε καθεστώς τελευταίας σειράς (subordination).....	105
2.3.1 Είναι οικονομικά σκόπιμο το καθολικό subordination των μετοχικών δανείων;	107
2.3.2 Παρέκβαση - Η αναστολή του υποχρεωτικού subordination στη διάρκεια της πανδημίας του Covid-19.....	110
2.4 Συμβατική εξομοίωση δανείων προς ίδια εταιρικά κεφάλαια.	112
Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.....	112
Διαφορές δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης	113
2.5Τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού	114
Σύγκριση δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού.	117
II) Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΕΤΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΜΕ ΤΟΝ ΟΡΟ ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗΣ ΣΕ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΣΕΙΡΑ.....	119
Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	119
1.1 Το πρόβλημα της λογιστικής μεταχείρισης. Η άποψη υπέρ των υποχρεώσεων.	120
1.2 Το πρόβλημα της ιδιαίτερης σημείωσης στον ισολογισμό	121
III) ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ	123
1.1 Η αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των πιστωτών.....	123
1.2 Διεθνής αντιμετώπιση.....	125
1.3 Εγκυρότητα συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά επί πτώχευσης.	126
ΗΠΑ.....	126
Αγγλία	126
Γερμανία	126
1.4 Η ώρα του πίνακα διανομής.....	127
1.5 Η σειρά κατάταξης.....	127
1.6 Η ικανοποίηση των πιστωτών τελευταίας σειράς.....	127
1.7 Τα Subrogation Clauses των subordination agreements.....	128
ΜΕΡΟΣ ΤΕΤΑΡΤΟ	129

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	129
ΑΝΤΙ ΕΠΙΛΟΓΟΥ	135
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ/ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	136

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

A) Ελληνικές

- ΑΚ σημαίνει Αστικός Κώδικος
- Αρ. σημαίνει άρθρο
- Βλ. σημαίνει βλέπε
- ΔΑΕ / ΔικΑΕ σημαίνει Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας
- ΕΕμπΔ σημαίνει Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
- ΕπισκΕΔ σημαίνει Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (περιοδικό)
- ΕφΑΔΠολΔ σημαίνει Εφαρμογές Αστικού Δικαίου και Πολιτικής Δικονομίας (περιοδικό)
- ΕφΘες σημαίνει Εφετείο Θεσσαλονίκης
- ΚΑφ σημαίνει Κώδικας Αφερεγγυότητας
- ΝοΒ σημαίνει Νομικό Βήμα (περιοδικό)
- Ό.π. σημαίνει όπως παραπάνω
- Παρ. σημαίνει παράγραφος
- Περ. σημαίνει περίπτωση
- ΠΠρΘες σημαίνει Πολυμελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης
- Πρβλ. σημαίνει παράβαλε
- ΠτΚ σημαίνει Πτωχευτικός Κώδικας
- Σελ. σημαίνει σελίδα
- Στοιχ. σημαίνει στοιχείο
- Τομ. σημαίνει τόμος
- Υποσημ. σημαίνει υποσημείωση
- ΧΡΙΔ σημαίνει Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου (περιοδικό)

B) Ξενόγλωσσες

- ABA σημαίνει American Bar Association
- BCC σημαίνει British Company Law Cases United Kingdom
- BGH σημαίνει Bundesgerichtshof
- Bus. L. σημαίνει The Business Lawyer
- Can. Bus. Law Journal σημαίνει Canadian Business Law Journal
- CRR σημαίνει Capital Requirements Regulation
- Harv. L. Rev. σημαίνει Harvard Law Review
- Inso σημαίνει Insolvenzordnung
- MoMiG σημαίνει Modernisierung des GmbH

- Mich. L. Rev. σημαίνει Michigan Law Review
- NJW σημαίνει Neue Juristische Wochenschrift
- Vand.L.Rev. σημαίνει Vanderbilt Law Review
- ZGR σημαίνει Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Ο «όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά» (subordination clause, Rangrücktritt) – Εισαγωγή στην προβληματική.

Η παρούσα μελέτη επιχειρεί να παρουσιάσει τα κύρια νομικά ζητήματα που εγείρει ο λεγόμενος «όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά», ένα συμβατικό μόρφωμα που απαντάται διεθνώς ως *subordination clause*¹ (γερμ.: *Rangrücktritt*, γαλλ.: *clause de subordination des créances*) και αποτελεί έκφανση μιας σύλληψης γνωστής ως *debt subordination*, που με τη σειρά της συναρτάται με τη δημιουργία κλιμακίων χρέους (*debt classes*)², την κατάταξη και τον συμβατικό (ανα)χαρακτηρισμό των απαιτήσεων ως χαμηλότερης (*subordinated ή junior debt*) ή υψηλότερης (*senior debt*) εξοφλητικής προτεραιότητας.

Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είθισται να περιέχεται σε ή να συνέχεια με χρηματοδοτικές συμβάσεις (λ.χ. δάνεια) ή χρηματοπιστωτικά μέσα (λ.χ. ομολογίες)³, διαπλάστηκε δε από τους συναλλασσόμενους στη βάση της ελευθερίας των συμβάσεων⁴, λαμβανομένων υπόψιν των πλεονεκτημάτων που συνεπάγεται σε επίπεδο εταιρικών χρηματοδοτήσεων⁵, σε επίπεδο κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών, αλλά και σε επίπεδο εξασφάλισης των πιστωτών που επιχειρούν να καθορίσουν συμβατικά την μεταξύ τους προτεραιότητα⁶. Η «τελευταία σειρά», η οποία παραπέμπει στην κατάταξη μεταξύ περισσότερων απαιτήσεων, δεν αποτελεί άγνωστη στο ελληνικό δίκαιο έννοια, αφού ρητώς χρησιμοποιείται από τον πτωχευτικό νομοθέτη⁷. Ο δε όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά,

¹ Εναλλακτικά: subordination agreement.

² Βλ. Ν. Φράγκο, Οι όμιλοι επιχειρήσεων εις 26^ο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2017, σελ. 468-469, όπου αναφέρεται ότι η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ συντρεχόντων πιστωτών που ανταγωνίζονται για την μεγαλύτερη δυνατή ικανοποίησή τους από την περιουσία του κοινού οφειλέτη, συνυφαίνεται στην πράξη με τη «διαβάθμιση πιστωτικού κινδύνου» και «απόδοσης των δανειακών κεφαλαίων» (waterfall structure). Έτσι η συνολικά αντλούμενη χρηματοδότηση «δομείται σε περισσότερες κατηγορίες χρέους» (debt classes) που τελούν σε διαφορετική σειρά προτεραιότητας αποπληρωμής (και/ή) εξασφάλισης έναντι του κοινού πιστωτή (debt/security interest subordination) ενώ αναλόγως διαφοροποιείται και το κόστος των δανειακών κεφαλαίων (έτσι διακρίνουμε λ.χ. μεταξύ χρέους κύριας, ενδιάμεσης, και μειωμένης ικανοποίησης).

³ D. Calligar, Subordination Agreements, Yale Law Journal, 1961, Available at: https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/14670/33_70YaleLJ376_January1961_.pdf?sequence=2&isAllowed=y, σελ. 376: 'One type of subordination agreements is typified in corporate issues of subordinated bonds and debentures; while the other basic type is most often used in connection with bank loans to corporate borrowers'.

⁴ Βλ. Θ. Καρατζά εις P. Wood, The Law on Subordinated Debt, 1990, σελ. 144, Α. Λιακόπουλο, Εμπορική Δημοσιότητα, 1999, σελ. 90, Β. Τουντόπουλο, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις: 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009, αρ. 42

⁵ Βλ. P. Wood, Project Finance, Securitisations, Subordinated Debt, 2007, σελ. 183 (Advantages of subordinated debt)

⁶ Πρβλ. Π. Βέλλα, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης (subordinated loan), ΕφΑΔΠολΔ, 2018, σελ. 695 «Μία από τις μεθόδους εξασφάλισης της πίστωσης αποτελεί η διαμόρφωση της σειράς εξόφλησης των χρηματικών χρεών του πιστολήπτη».

⁷ Πρβλ. αρ. 96 παρ. 4 περ.δ' του ΚΑφ., Βλ. Ε.Περάκη, Πτωχευτικό Δίκαιο, 2021, σελ. 278

στην πραγματικότητα συνιστά μία συμφωνία «υποχώρησης» στην προτεραιότητα, άλλως «παραχώρησης» προτεραιότητας περί την εξυπηρέτηση μίας απαίτησης, από μέρους ενός πιστωτή, προς έναν ή περισσότερους συντρέχοντες πιστωτές ενός κοινού οφειλέτη⁸.

Παρότι η συγκατάθεση ορισμένου πιστωτή να περιέλθει οικεία βουλήσει σε δυσμενέστερη θέση από αυτήν που θα του άρμοζε κατ' εφαρμογή των κανόνων του κοινού δικαίου, όπου το έσχατο σενάριο θα ήταν να ικανοποιηθεί τουλάχιστον συμμετρως (*pari passu*)⁹ με τους λοιπούς πιστωτές, φαντάζει κατ' αρχήν παράδοξη, η κατάρτιση χρηματοδοτικών συμβάσεων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά επιδιώκεται εμπράκτως και από θεσμικούς επενδυτές που αποβλέπουν σε υψηλές αποδόσεις αναλαμβάνοντας αντίστοιχο επενδυτικό κίνδυνο, όσο και από πρόσωπα που συνδέονται με τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση (λ.χ. από τη μητρική εταιρεία ή από τους μετόχους) κι έχουν συμφέρον στην καλή πορεία των πραγμάτων.¹⁰

Σε διεθνές επίπεδο, ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1930, η έκδοση ομολογιών με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (*subordinated bonds and debentures*) άρχισε να αξιοποιείται ευρύτατα λόγω της διαρκώς αποδεικνυόμενης ικανότητας των εν λόγω χρηματοδοτικών εργαλείων να καλύπτουν τις οικονομικές ανάγκες των αναπτυσσόμενων εταιρειών.¹¹ Για τις δε εταιρείες που αποβλέπουν στη μόχλευση (*leverage*), οι συμβάσεις με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι προτιμητέες σε σχέση με την αύξηση κεφαλαίου, λειτουργώντας ως χρήσιμη εναλλακτική μέθοδος άντλησης κεφαλαίων.¹² Επίσης, λόγω του «υβριδικού χαρακτήρα τους»¹³ και της με δεδομένο ότι τα εν λόγω μέσα φέρουν στοιχεία ιδίων κεφαλαίων, συνδράμουν στη δημιουργία ενός κεφαλαιακού αποθέματος, το οποίο συμβάλλει στην ενίσχυση της πιστοληπτικής ικανότητας της εκδότριας εταιρείας¹⁴. Στην περίπτωση πάλι των μικρών επιχειρήσεων που επιζητούν τραπεζική χρηματοδότηση, είτε ως κεφάλαιο

⁸ D. Calligar, Ο.π.

⁹ Κατά τα ισχύοντα στο ελληνικό δίκαιο, εφόσον έχει ανοίξει διαδικασία ατομικής ή συλλογικής εκτέλεσης εναντίον του οφειλέτη, και περιουσία του οφειλέτη δεν επαρκεί για την ολοσχερή ικανοποίηση των πιστωτών του, ο πιστωτής που δεν είναι εξοπλισμένος με προνόμιο, κατατάσσεται ως ανέγγυος, ικανοποιούμενος συμμετρως με τους λοιπούς ανέγγυους πιστωτές του οφειλέτη, κατ' εφαρμογή της λεγόμενης αρχής της σύμμετρης ικανοποίησης (*pari passu*), που συνυφάνεται με την αρχή της αναλογικής ισότητας. Στον ΚΑφ δεν υπάρχει διάταξη που να ορίζει ότι στην πτώχευση οι ανέγγυοι πιστωτές κατατάσσονται συμμετρως δεν υπάρχει όμως αμφιβολία για την κατάταξη αυτή η οποία ισχύει επί κοινής αναγκαστικής εκτέλεσης (άρθρο 977 παρ.3 ΚΠολΔ).

¹⁰ Θ. Καρατζάς εις P. Wood, ό.π., σελ. 143

¹¹ D. Calligar, ό.π. Το μέσο αυτό χρησιμοποιήθηκε από 'sales finance companies' και 'small loan companies' επεκτεινόμενο στις βιομηχανίες πετρελαίου, χημικών προϊόντων, και στις βιομηχανικές επιχειρήσεις.

¹² D. Calligar, Ο.π., Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρούλεα, Λιβαδά Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2016, σελ. 561

¹³ B. Τουντόπουλος, ό.π., αρ. 40

¹⁴ D. Calligar, ό.π. 'These issues are regarded by senior debt holders as equity rather than debt', βλ. επίσης P. Wood, ό.π. σελ. 178 επ. 'Transactions using subordinated debt' κυρίως 'Insiders', 'Improved Credit'.

κίνησης, είτε για τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους, αλλά και για άλλους σκοπούς, πολλές φορές μπορεί να τίθεται ως όρος χρηματοδότησης της τράπεζας να υπαχθούν τα όποια μετοχικά δάνεια ή δάνεια προμηθευτών της εταιρείας σε καθεστώς τελευταίας σειράς, και να εξυπηρετούνται μόνο στο βαθμό που έχουν προηγουμένως εξοφληθεί οι απαιτήσεις της τράπεζας.¹⁵ Οι πιστωτές τελευταίας σειράς θα είναι συχνά πρόθυμοι να καταστούν οι απαιτήσεις τους εκπληρωτές σε τελευταία σειρά, εάν η αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης του οφειλέτη εξαρτάται από την λήψη της χρηματοδότησης από τον μεγάλο επενδυτή.¹⁶

Τούντων λεχθέντων, η εξιχνίαση της νομικής φύσης, του περιεχομένου, αλλά και των εννόμων συνεπειών του ιδιάζοντος νομικού μορφώματος του subordination clause, αποτελεί ένα εγχείρημα με μεγάλο ενδιαφέρον, τόσο από τη σκοπιά του αστικού δικαίου, λόγω των ποικιλόμορφων και μη τυποποιημένων προβλέψεων που μπορεί να θέτει, όσο και από τη σκοπιά του εταιρικού, του λογιστικού, αλλά και του πτωχευτικού δικαίου, ενόψει των ιδιαίτερων εννόμων συνεπειών με τις οποίες συναρτάται. Στόχος μας είναι να καταλήξουμε σε κάποια βασικά συμπεράσματα επί των ανωτέρω, για να αντιληφθούμε πως λειτουργεί ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στην συναλλακτική πραγματικότητα και τις χρηματοδοτήσεις των επιχειρήσεων. Θα ξεκινήσουμε επιχειρώντας να προσδιορίσουμε τον ορισμό του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, καθώς και τις ρυθμίσεις του ελληνικού δικαίου που θεμελιώνουν και νομιμοποιούν την κατάρτισή του. Έπειτα, θα περάσουμε στην εξέταση του περιεχομένου του, των βασικών διακρίσεων, των εξ' αυτού απορρεουσών συμβατικών υποχρεώσεων, αλλά και θα προσπαθήσουμε να χαρακτηρίσουμε νομικά το εν λόγω μόρφωμα από την σκοπιά του αστικού δικαίου. Έπειτα, θα συνεχίσουμε στην προσέγγιση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά από τη σκοπιά του εταιρικού δικαίου, επιχειρώντας να αντιληφθούμε τι μορφή χρηματοδότησης της ΑΕ αποτελεί (μεταξύ κεφαλαίου, χρέους, και υβριδικών μορφών χρηματοδότησης), αλλά και τις γενικότερες συνέπειες που συνεπάγεται η ένταξη του μορφώματος αυτού στην κεφαλαιακή διάρθρωση της ΑΕ. Θα ανοίξουμε την προβληματική των δανείων που επιτελούν λειτουργία ιδίων κεφαλαίων, και θα αντιπαραβάλλουμε τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που εξομοιώνονται με ίδια κεφάλαια λόγω της συμβατικής βούλησης των μερών για εξυπηρέτηση σε τελευταία

¹⁵ D. Calligar, ό.π. σελ. 377, βλ. επίσης R. Wood, Subordination Agreements, Bankruptcy and the PPSA, Can. Bus. Law Journal. Vol. 49, 2010, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1715587>, σελ. 67

¹⁶ D. Calligar, Ό.π., Βλ. επίσης David G. Carlson, A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority, 38 Van. L. Rev., 1985 (Available at: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol38/iss4/8>), σελ. 977 ('A creditor may wish to subordinate its priority to induce another creditor to advance new funds')

σειρά, με τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης, τα οποία εξομοιώνονται με ίδια κεφάλαια εκ του νόμου (de jure) και την ιδιαίτερη περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού. Εν συνεχεία, θα προχωρήσουμε σε εξέταση του θέματος και από τη σκοπιά του λογιστικού δικαίου, και της τύχης που αρμόζει στα χρηματοδοτικά εργαλεία με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά σε επίπεδο ισολογισμού. Τέλος, εξετάζεται το ζήτημα από τη σκοπιά του πτωχευτικού δικαίου, όπου θα αναλυθεί και το κατά πόσο πόσο ο συμβατικός καθορισμός της εξοφλητικής προτεραιότητας συμβαδίζει με τις γενικές αρχές του πτωχευτικού δικαίου.

Η έλλειψη συστηματικής ρύθμισης θετικού δικαίου, νομολογιακής επεξεργασίας, αλλά και η απουσία εκτενούς συγγραφικού έργου, αποτελούν τους βασικούς λόγους που καθιστούν το εγχείρημα αυτό απαιτητικό μεν, ιδιαίτερα διδακτικό δε.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΕΝΝΟΙΑ, ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ, ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΑ ΘΕΜΕΛΙΑ

1. Εννοιολογική προσέγγιση του «όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά»

1.1 Η γνωστή στο ελληνικό δίκαιο έννοια των «πιστωτών τελευταίας σειράς».

Σε επίπεδο ελληνικού δικαίου, παρατηρεί κανείς πως η έννοια της «τελευταίας σειράς» που κατά περίπτωση αναφέρεται σε πιστωτές ή στις απαιτήσεις τους, ή περιέχεται σε συμφωνίες που επιχειρούν να την καθορίσουν, συνιστά έννοια την οποία ο Έλληνας νομοθέτης αναγνωρίζει και χρησιμοποιεί. Ο ΚΑφ (άρθρο 96 παρ. 1 στοιχ δ') ρητώς κάνει λόγο για «πιστωτές τελευταίας σειράς» (αγγλ. *'subordinated creditors'*, γερμ. *'nachrangige Insolvenzläubiger'*), όρο συνώνυμο των «πιστωτών μειωμένης εξασφάλισης», κατά την αρχική διατύπωση του ΠτΚ.¹⁷ Συνεπώς, οι πιστωτές τελευταίας σειράς, αποτελούν «ιδιαίτερη κατηγορία πιστωτών» στο ελληνικό δίκαιο.¹⁸ Κατά τον ορισμό του ΚΑφ, «πιστωτής τελευταίας σειράς είναι εκείνος η απαίτηση του οποίου ικανοποιείται από την πτωχευτική περιουσία μετά από την ικανοποίηση των ανέγγυων πιστωτών». Από το περιεχόμενο της εν λόγω διάταξης, καθίσταται αντιληπτό πως η «τελευταία σειρά» αφορά την «κατάταξη» των πιστωτών. Συνάγεται δε ερμηνευτικά πως η κατάταξη ορισμένου πιστωτή σε «τελευταία σειρά» μπορεί να προκύπτει με δύο τρόπους: (α) συμβατικά, στη βάση δηλαδή κάποιας συμφωνίας με συμβαλλομένους πιστωτές, και/ή τον οφειλέτη κατά περίπτωση,¹⁹ (β) εκ του νόμου (*de jure*), συντρεχουσών συγκεκριμένων προϋποθέσεων²⁰. Η συμβατική θεμελίωση της τελευταίας σειράς επιτυγχάνεται, λόγου χάρη, ακριβώς μέσω των «όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά».

1.2 Ορισμός του «όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά».

¹⁷ Πρβλ. άρθρο 21 παρ. 1 περ.δ' ΠτΚ, Ε.Περράκης, ό.π., σελ. 278

¹⁸ Πρβλ. Ε.Περράκη, ό.π. ο οποίος παραπέμπει και στην έννοια των «δανείων μειωμένης διασφάλισης» του άρθρου 184 παρ.2 του Ν. 4364/2016,

¹⁹ Ε. Περράκης, ό.π. «Η τελευταία σειρά μπορεί να προκύπτει συμβατικά αν κάποιος πιστωτής αποδεχθεί να μην ασκήσει τις αξιώσεις του πριν από την ικανοποίηση των λοιπών πιστωτών (Χαρακτηριστικά παραδείγματα: τα δάνεια και τα ομολογιακά δάνεια σε τελευταία σειρά, η συμφωνία πιστωτών στο πλαίσιο διαδικασίας εξυγίανσης)», βλ. και την υποσημ. 1 όπου γίνεται λόγος για την γερμανική έννοια *'Nachrangklausel'* και σχετική παραπομπή εις *Recht der Unternehmensfinanzierung*, 2017, σ. 387.

Κατά τον Ψυχομάνη, εις *Πτωχευτικό Δίκαιο*, 2021, σελ. 321 η συμφωνία μειωμένης εξασφάλισης δεν είναι δυνατή.

²⁰ Ε.Περράκης, ό.π.. Πρόκειται κυρίως για την προβληματική της «ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης» των κεφαλαιουχικών εταιρειών, και των (μετοχικών) δανείων που εξομοιώνονται με ίδια κεφάλαια εκ του νόμου, στην οποία θα αναφερθούμε πιο ενδελεχώς παρακάτω.

Εισαγωγικά, θα μπορούσαμε να ορίσουμε τον «όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά» ως μία συμφωνία δυνάμει της οποίας ορισμένος πιστωτής (καλούμενος ως «πιστωτής τελευταίας σειράς», *subordinated / junior creditor*) συμφωνεί στην «μη εξυπηρέτηση» της απαίτησής του από τον οφειλέτη (δανειολήπτη), εάν δεν έχουν εξυπηρετηθεί πρώτα οι απαιτήσεις ενός ή περισσότερων έτερων πιστωτών του κοινού οφειλέτη (καλούμενοι ως «πιστωτές πρώτης σειράς», *senior creditors*).²¹ Το ακριβές περιεχόμενο των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά διαμορφώνεται κατά την ελευθερία των συμβάσεων (ΑΚ 361) και στερείται τυποποίησης²². Σε κάθε περίπτωση πάντως, οι όροι «κατάταξης των δανειστών σε τελευταία σειρά» (αγγλ.: *debt subordination clauses*, γερμ.: *Rangrücktrittsvereinbarung*, γαλλ.: *clauses de subordination des creances*), συνιστούν συμφωνίες μεταξύ δανειστών (μετόχων ή μη) ή δανειστών και οφειλέτη, σύμφωνα με τις οποίες ένας ή περισσότεροι από τους συμβαλλομένους δανειστές θα ικανοποιηθούν, ιδίως επί πτώχευσης του οφειλέτη, «σε υποδεέστερη τάξη» σε σχέση με τους υπολοίπους²³. Είναι δυνατόν να καταρτίζονται άμα τη γενέσει της απαίτησης που υποβάλλεται σε καθεστώς τελευταίας σειράς (*ab initio*), αλλά και μεταγενέστερα, ενώ θεωρείται ότι εμπεριέχουν «διάθεση» της σχετικής αξίωσης, υπό την έννοια ότι επηρεάζουν τον τρόπο και το χρόνο ικανοποίησής της²⁴. Μπορεί να προβλέπεται ότι θα είναι εφαρμοστέοι σε ορισμένες μόνο περιπτώσεις²⁵ (λ.χ. να ενεργοποιούνται επί πτώχευσης του οφειλέτη²⁶), να τίθενται υπό αναβλητική ή διαλυτική αίρεση²⁷, υπό προθεσμία, ενώ δεν αποκλείεται να μην υπόκεινται σε κάποιον τέτοιου είδους περιορισμό και να είναι γενικής εφαρμογής.²⁸ Οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, στις σχέσεις μεταξύ των συμβαλλομένων δανειστών, επιφέρουν έναν διαχωρισμό των τελευταίων σε οιονεί -αλλά όχι κατά κυριολεξία- «προνομιούχους» (*senior creditors*) και υποδεέστερους (*junior creditors*), και αντίστοιχα των απαιτήσεών τους σε οιονεί «προνομιούχες» (*senior debt*) και υποδεέστερες (*junior debt*).²⁹

²¹ Βλ. P. Wood, ό.π. σελ. 177: 'Subordination is a transaction whereby one creditor (*the subordinated or junior creditors*) agrees not to be paid by a borrower or other debtor until another creditor of the common debtor (*the senior creditor*) has been paid.'

²² Βλ. Α.Λιακόπουλο, ό.π., 1997, σελ. 90, Β. Τουντόπουλο, ό.π., αρ. 42.

²³ Α. Καραγκουνίδης, Δάνεια μετόχων στην ανώνυμη εταιρεία και μεταχείρισή τους στην πτώχευση, ΕπισκΕΔ 2018, σελ. 203-204 υποσημ. 71

²⁴ Καραγκουνίδης, ό.π., Τουντόπουλος, ό.π.

²⁵ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 43, κι εκεί παραπομπή σε Bratton, Corporation Finance, 2003, σελ. 186: Σε αυτές τις περιπτώσεις (όπως θα διαπιστώσουμε και κατωτέρω) γίνεται λόγος για 'inchoate subordination'.

²⁶ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 43, κι εκεί παραπομπή σε Bratton, Corporation Finance, 2003, σελ. 186: 'insolvency subordination'.

²⁷ Τουντόπουλος, ό.π.

²⁸ Τουντόπουλος, ό.π.

²⁹ Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 203-204, κι εκεί παραπομπή σε Ulmer/Habersach/Winter/-Habersach GmbHG Grobkommentar (2016) §§32 a/b, αρ. 235 επ.,

Σημειωτέο ότι, δεν διατυπώνονται πια ιδιαίτερες ενστάσεις ως προς το κύρος των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, οι οποίοι λογίζονται ως κατ' αρχήν έγκυροι τόσο από τη σκοπιά του αστικού δικαίου στη βάση της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361)³⁰, όσο και από τη σκοπιά του πτωχευτικού δικαίου³¹. Σε επίπεδο δε πτωχευτικού δικαίου, γίνεται δεκτό ότι δεν παραβιάζουν την αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των πιστωτών³².

1.3 Δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.

Δεδομένου ότι στην εισαγωγική συζήτηση περί όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, κυριαρχούν ήδη όροι όπως «πιστωτές», «οφειλέτης», «απαιτήσεις» και «κατάταξη», εύλογα αναμένει κανείς ότι οι εν λόγω όροι συνέχονται κυρίως με χρηματοδοτικές συμβάσεις ή χρηματοπιστωτικά μέσα. Χαρακτηριστικότερη μορφή χρηματοδοτικής σύμβασης αποτελεί το δάνειο. Και πράγματι στην πράξη, απαντάται κατ' εξοχήν το φαινόμενο των δανείων (*subordinated loans*), στα οποία έχει περιληφθεί ο όρος για εξόφλησή τους σε τελευταία σειρά (*subordination clause*), τα οποία χορηγούνται σε μια εταιρεία είτε από εταίρους/μετόχους της είτε και από τρίτους, και περιέχουν κατά βάση τη βούληση του εταίρου/μετόχου ή του τρίτου ότι οι απαιτήσεις του από το δάνειο θα ικανοποιηθούν μετά την εξόφληση των υπολοίπων πιστωτών.³³ Τα εν λόγω δάνεια, εναλλακτικώς γνωστά ως «δάνεια μειωμένης διασφάλισης»³⁴ ή εξασφάλισης³⁵, «δάνεια σε τελευταία σειρά»³⁶, «δάνεια με όρο μη εξοφλήσεως»³⁷ ή «υποδεέστερα δάνεια»,³⁸ αποτελούν μόρφωμα της πράξης³⁹. Δεν υπάρχει απόλυτη συνέπεια

³⁰ Βλ. π.χ. για αμερικανικό δίκαιο: D. Calligar, ό.π. σελ. 383: 'There is no doubt that subordination agreements are valid agreements between the parties and will be enforced by the courts', βλ. επίσης Τουντόπουλο, ό.π υποσημ. 164 όπου παραπέμπει σε Habersack, Grundfragen der freiwilligen oder erzwungenen Subordination von Gesellschafterkrediten, ZGR 2000, σελ. 400, 401, αναφερόμενος στο επιτρεπτό των εν λόγω μορφωμάτων στη βάση της ελευθερίας των συμβάσεων.

³¹ Πρβλ. Λιακόπουλο, ό.π. σελ. 90: «Η ρήτρα φέρεται γενικώς (ΑΚ 361) κατ' αρχήν έγκυρη (δεν ισχύει για τους εργαζομένους) ακόμα και στο πλαίσιο του πτωχευτικού δικαίου», Καρατζάς εις P.R.Wood, ό.π., σελ. 144

³² Πρβλ. Λιακόπουλο, ό.π. «Η αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των δανειστών, αποκλείει την προνομιακή, έναντι άλλων εγγειρόγραφων δανειστών, ικανοποίηση ενός από αυτούς.»

³³ Πρβλ. Ν. Βερβεσό εις ΔικΑΕ, Τομ.2Α (2003), σελ. 294, ο ίδιος, Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ, ΕΕμπΔ 2003, σελ. 453, Γκολογκίνα-Οικονόμου, Η υπεγγυότητα των μετοχικών δανείων, εις Σύγχρονα ζητήματα εταιρικής ευθύνης, 12^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, σελ. 400, Δρυλλεράκης, εις ΔικΑΕ, τόμος 6, 2000, άρθρο 42^α αρ. 51, σελ. 244, Λιακόπουλος, ό.π., σελ. 90, Τζουγανάτος/ Βερβεσός, Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού και ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση, ΧΡΙΑ/ΙΖ'/2017, σελ. 306.

³⁴ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 38 (2.1.2.4.)

³⁵ Βλ. Βέλλα, Ό.π, σελ. 695, Τουντόπουλο, ό.π.

³⁶ Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, Τομ. 10 (2005), σελ. 313, ο ίδιος εις ΔικΑΕ, Τομ2Α (2003) σελ. 294, Λιακόπουλος, ό.π. σελ. 90, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π., σελ. 306

³⁷ Δρυλλεράκης, εις ΔικΑΕ, Τομ.6, 2000, σελ. 244, Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 40,

³⁸ Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, Τομ. 10, 2005, σελ. 313, ο ίδιος εις ΔικΑΕ, Τομ 2^Α, 2003, σελ. 294, Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρούλεα, Λιβαδά Στοχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2016 (3^η έκδοση), σελ. 560-561,

³⁹ Βλ. παραπομπές εις υποσημ. (30), (33)

ως προς την χρησιμοποιούμενη στην ελληνική νομοθεσία, βιβλιογραφία, και νομολογία ορολογία, συνεπώς οι ως άνω όροι εκλαμβάνονται ως συνώνυμοι.⁴⁰

Έτσι, δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι εκείνα τα οποία συμφωνείται ότι σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης, λύσης ή πτώχευσης του δανειολήπτη, ικανοποιούνται μετά από όλες τις άλλες υποχρεώσεις, ακόμα και τις ανασφάλιστες, και προηγούνται μόνο των απαιτήσεων των ιδίων των μετόχων για συμμετοχή στο προϊόν της εκκαθάρισης⁴¹. Η απαίτηση εκ των δανείων σε τελευταία σειρά ικανοποιείται δηλαδή, αφού πρώτα ικανοποιηθεί η απαίτηση συγκεκριμένων άλλων δανειστών⁴².

Χαρακτηριστικό των δανείων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι η εκούσια υπαγωγή του δανειστή τελευταίας σειράς σε ένα «δυσμενέστερο καθεστώς ικανοποίησης», σε σχέση με άλλους δανειστές του κοινού οφειλέτη⁴³. Τα υπό κρίση συμβατικά μορφώματα λοιπόν, ενσωματώνουν μια συμφωνία παραχώρησης προτεραιότητας, υπό την έννοια ότι ο πιστωτής τελευταίας σειράς αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραλείπει την είσπραξη των απαιτήσεων του για λογαριασμό του, κάθε φορά που η περιουσία του οφειλέτη δεν επαρκεί για την προσήκουσα και ολοσχερή εξυπηρέτηση των πιστωτών πρώτης σειράς, στους οποίους χορηγείται το προβάδισμα.⁴⁴ Ο πιστωτής πρώτης σειράς «καρπώνεται» τρόπο τινά την απαίτηση του πιστωτή πρώτης σειράς⁴⁵. Η συμφωνία αυτή συνιστά ένα μέσο κατάταξης ή ανακατάταξης της σειράς προτεραιότητας των απαιτήσεων συρρεόντων δανειστών, η οποία μπορεί κατ' εφαρμογή των κανόνων του κοινού δικαίου να ήταν διαφορετική⁴⁶.

1.4 Οι απαιτήσεις τελευταίας σειράς.

Ως απαιτήσεις τελευταίας σειράς, επομένως, χαρακτηρίζονται οι απαιτήσεις, κατ' εξοχήν απορρέουσες από δάνειο, οι οποίες λόγω της σειράς στην οποία κατατάσσονται σε σχέση με άλλες απαιτήσεις, είναι «λιγότερο εξασφαλισμένες» έναντι του κινδύνου αφερεγγυότητας του

⁴⁰ Βλ. Τουντόπουλο, ό.π., ο οποίος εξηγεί ότι τα «δάνεια μειωμένης εξασφάλισης» έλκουν την ονομασία τους εκ του γεγονότος ότι οι δανειστές δεν λαμβάνουν εξασφάλιση από την από την οφειλέτρια επιχείρηση, εντούτοις η ονομασία αυτή δεν απόλυτα ακριβής, καθώς η μη λήψη ασφάλειας per se δεν σημαίνει απαραίτητα και την εκούσια υπαγωγή σε καθεστώς δυσμενέστερης ικανοποίησης σε σχέση με τρίτους δανειστές. Για το λόγο αυτό κρίνεται ως προτιμότερος ο όρος «δάνεια σε τελευταία σειρά» ή «δάνεια με όρο μη εξοφλήσεως» ή ακριβέστερα «υποδεέστερα δάνεια.» * Στην παρούσα μελέτη, για λόγους συστηματικότητας θα χρησιμοποιείται κατά βάση ο όρος «δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά», αλλά οποιαδήποτε συναφής ορολογία θα θεωρείται ως συνώνυμη.

⁴¹ Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρουλέα, Λιβαδά, ό.π

⁴² Τουντόπουλος, ό.π.

⁴³ Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρουλέα, Λιβαδά, ό.π.

⁴⁴ Βέλλας, ό.π. σελ. 695

⁴⁵ Βέλλας, Ό.π.

⁴⁶ Βέλλας, Ό.π.

κοινού οφειλέτη, και άρα είναι απαιτήσεις κινδυνώδεις⁴⁷. Σε περίπτωση δηλαδή που η περιουσία του οφειλέτη δεν επαρκεί για την ολοσχερή εξόφληση του συνόλου των υποχρεώσεών του, οι απαιτήσεις τελευταίας σειράς διατρέχουν έναν αυξημένο κίνδυνο να παραμείνουν ανεξόφλητες σε σχέση με τις απαιτήσεις «πλήρους εξασφάλισης»⁴⁸ (non-subordinated debt), οι οποίες δεν εμπίπτουν στον εν λόγω νομικό χαρακτηρισμό⁴⁹. Πάντως, η έννοια της απαίτησης τελευταίας σειράς έχει σχετικό χαρακτήρα, αφού μια απαίτηση μπορεί να είναι κατατακτέα στην τελευταία σειρά από τη σκοπιά ορισμένου πιστωτή, ενώ ως προς τους λοιπούς πιστωτές να αποτελεί κανονικά ανέγγυο πίστωμα.⁵⁰

2. Σκοπός και λειτουργία

Οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά εξυπηρετούν διάφορους σκοπούς, στους οποίους συγκαταλέγονται ενδεικτικά οι ακόλουθοι:

2.1 Ενδυνάμωση κεφαλαιουχικής δομής και αποτροπή υπερχρέωσης.

Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά χορηγούνται πολλές φορές κατά την έναρξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας της επιχείρησης, και προκειμένου να ενδυναμωθεί η κεφαλαιουχική της δομή⁵¹. Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, καθιστά τα χρηματοδοτικά μέσα στα οποία περιλαμβάνεται ευέλικτα «υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης», συνδυάζοντας στοιχεία κεφαλαίου και χρέους, ενώ διαμορφώνονται με βάση τη βούληση των συμβαλλομένων μερών και προσαρμόζονται στις ανάγκες χρηματοδότησης της κάθε επιχείρησης⁵². Επίσης, παρέχονται και κατά την κρίση μιας εταιρείας, με απώτερο σκοπό την πρόληψη της υπερχρέωσης και την εξυγίανσή της⁵³.

⁴⁷ Βέλλας, Ό.π. σελ. 696

⁴⁸ Βέλλας, Ό.π.

⁴⁹ βλ. και άρθρο 63 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για τα πιστωτικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις επενδύσεων (Capital Requirements Regulation ή CRR): όπου γίνεται λόγος τόσο για την έννοια των «δανείων μειωμένης εξασφάλισης», όσο και για την έννοια των «απαίτησεων πλήρους εξασφάλισης».

⁵⁰ Πρβλ. παράδειγμα Ε. Περάκη, ό.π.: «Μπορεί πχ να συμφωνηθεί ότι ο δανειστής Δ της εταιρείας Ε δε θα ασκήσει τις αξιώσεις του εναντίον της, πριν ικανοποιηθεί (ειδικά) η τράπεζα που δάνεισε την Ε. Στην περίπτωση αυτή, ο Δ είναι τελευταίας σειράς απέναντι στην τράπεζα, κανονικός όμως πιστωτής απέναντι σε όλους τους άλλους πιστωτές», βλ Baums, *Recht der Unternehmensfinanzierung*, 2017, σελ. 242: 'Relativer Nachrang', Τουντόπουλο, ό.π. αρ. 43: «Ο όρος προνομιακής ικανοποίησης μπορεί να προβλέπεται είτε υπέρ συγκεκριμένων είτε υπέρ όλων των δανειστών της εταιρείας (Qualifizierter ή tiefer Rangrücktritt).

⁵¹ Τζουγανάτος/ Βερβεσός, ό.π, σελ. 306.

⁵² Βλ. αναλυτικά για τα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης Τουντόπουλο, ό.π. αρ. 23-27, και την ανάπτυξη κατωτέρω στο κομμάτι των Εταιρικού δικαίου συνεπειών.

⁵³ Βερβεσός εις ΔικΑΕ, τ2Α (2003), σελ. 294, ο ίδιος εις ΔικΑΕ, Τομ. 10, 2005, σελ. 313, ο ίδιος, Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ, σελ.453, Τζουγανάτος/ Βερβεσός, ό.π., σελ. 306, βλ. επίσης Ρ. Wood, ό.π. σελ. 183: 'Transactions using subordinated debt: Work outs: Insiders or major suppliers might be persuaded to agree to subordinate their claims to induce bank creditors not to enforce their loans in hope that the borrower will live to see better days'.

2.2 Εξωτερική χρηματοδότηση της εταιρείας από τους μετόχους.

Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, χορηγούνται πολλές φορές από τους μετόχους της εταιρείας, και επιλέγονται ως εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης της εταιρείας αντί για την αύξηση κεφαλαίου⁵⁴. Η χρηματοδότηση μιας εταιρείας με δάνεια από τους ήδη μετόχους της αντί για τρίτους, αποβαίνει ενίοτε συμφέρουσα, λόγω της δυνατότητας ταχύτερης εκταμίευσης του δανείου, και της δυνατότητας διαπραγμάτευσης καλύτερων προϋποθέσεων αποπληρωμής.⁵⁵ Οι μέτοχοι από την άλλη διατηρούν την υπάρχουσα θέση τους στην εταιρεία (status quo),⁵⁶ ενώ τα δανειά τους δεν υπόκεινται (τουλάχιστον κατ' αρχήν)⁵⁷ στον κανόνα περί απαγόρευσης επιστροφής των εταιρικών εισφορών εισφορών.⁵⁸

2.3 Απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας.

Ένας ακόμα λόγος για τον οποίο επιδιώκεται η άντληση δανειακών κεφαλαίων που συνεχονται με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι γιατί υπό προϋποθέσεις αντιμετωπίζονται ως «εποπτικά ίδια κεφάλαια»⁵⁹ από την αρμόδια εποπτική αρχή κατά τον υπολογισμό των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας.⁶⁰ Η προβληματική αυτή ανακύπτει ως προς τις επιχειρήσεις του τραπεζικού και του ασφαλιστικού τομέα.⁶¹

2.4 Πρακτικές εφαρμογές.

- Στην πράξη, τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να χορηγούνται από συνδεδεμένα με τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση πρόσωπα, όπως η μητρική εταιρεία ή οι βασικοί μέτοχοι⁶². Σε αυτό το σχήμα, με την εκούσια περιέλευση του χρηματοδότη σε καθεστώς τελευταίας σειράς και την παραχώρηση προτεραιότητας υπέρ των υπολοίπων πιστωτών της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, ουσιαστικά συγκροτείται υπέρ των τελευταίων ένα «κεφαλαιακό απόθεμα» προς ικανοποίηση των απαιτήσεών τους⁶³.

⁵⁴ Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρουλέα, Λιβαδά, ό.π. σελ. 561

⁵⁵ Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 193

⁵⁶ Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρουλέα, Λιβαδά, ό.π. σελ. 561

⁵⁷ Βλ. κατωτέρω την ανάλυση για την ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση

⁵⁸ Για τα προτερήματα της εξωτερικής χρηματοδότησης βλ. αναλυτικά Ververssos, Das Eigenkapitalersatzrecht, 2000, σελ. 31 επ.

⁵⁹ Βλ. κατωτέρω ενότητα 3.2B.3: Μια από τις κατηγορίες τραπεζικών ιδίων κεφαλαίων είναι τα εποπτικά ίδια κεφάλαια, τα οποία δεν ταυτίζονται επακριβώς με τα λογιστικά ίδια κεφάλαια, αλλά ανταποκρίνονται καλύτερα στις επιδιώξεις των εποπτικών αρχών, οι οποίες διαφέρουν από τις επιδιώξεις των λογιστικών αρχών.

⁶⁰ Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρουλέα, Λιβαδά, ό.π. σελ. 561, βλ. P. Wood, ό.π. σελ. 178: Transactions using subordinated debt: Capital adequacy'

⁶¹ Βλ. P. Wood, ό.π.

⁶² Βλ. Βέλλα, Ό.π. σελ. 699, βλ. Τουντόπουλο, ό.π. αρ. 25

⁶³ Βλ. Βέλλα, ό.π. βλ. και P. Wood, ό.π., σελ. 178, 'Transactions using subordinated debt: Insiders'.

-Στην περίπτωση της χρηματοδότησης έργων (project finance) ορισμένος πιστωτής πρώτης σειράς, όπως λ.χ. μία τράπεζα, μπορεί να επιθυμεί να την υπαγωγή των απαιτήσεων των ‘insiders’ του οφειλέτη, όπως η μητρική εταιρεία ή ο βασικός μέτοχος σε καθεστώς τελευταίας σειράς: οι απαιτήσεις των πιστωτών τελευταίας σειράς θα αντιμετωπίζονται ως «κεφάλαιο» του οφειλέτη, το οποίο πρέπει να παραμείνει «δεσμευμένο» (locked in) μέχρι την αποπληρωμή των λοιπών πιστωτών. Ο πιστωτής πρώτης σειράς βασίζεται στο δημιουργούμενο «απόθεμα» κεφαλαίου, και το χρέος των πιστωτών τελευταίας σειράς αναβάλλεται για να διασφαλιστεί ότι τα δάνεια των πιστωτών πρώτης σειράς χρησιμοποιούνται για τις εργασίες της επιχείρησης, και όχι για την αποπληρωμή του χρέους των insiders⁶⁴.

-Επίσης, με την παραχώρηση προτεραιότητας από μέρους των πιστωτών τελευταίας σειράς, η χρηματοδοτούμενη εταιρεία, αποκτά με αυτόν τον τρόπο ένα οιονεί ίδιο κεφάλαιο⁶⁵. Ως εκ τούτου, ενισχύεται η πιστοληπτική της ικανότητα, ενώ διευκολύνεται η λήψη χρηματοδότησης από μεγάλους χρηματοδότες «πρώτης σειράς» έναντι συμφέροντος επιτοκίου.⁶⁶ Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, χορηγούνται από χρηματοδότες που έχουν βούληση ανάληψης αυξημένου επενδυτικού κινδύνου, αφού θα είναι περισσότερο εκτεθειμένοι στον κίνδυνο μη εξυπηρέτησης της απαίτησής τους από τον οφειλέτη, προσμένοντας όμως υψηλές αποδόσεις⁶⁷. Ως αντιστάθμισμα λοιπόν, οι εν λόγω χρηματοδότες θέτουν ως όρο της χρηματοδότησής τους τη χρέωση τόκων με αυξημένο επιτόκιο⁶⁸.

- Έτσι λοιπόν, η κατάρτιση χρηματοπιστωτικών συναλλαγών με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να αξιοποιείται για τη χρηματοδότηση της κτήσης εμπορικών επιχειρήσεων ή παγίων ή κυκλοφορούντων στοιχείων, ιδίως μέσω επενδυτικών δανείων⁶⁹ ή δανείων κίνησης⁷⁰ ή μέσω της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων⁷¹.

-Τέλος, οι συμβάσεις με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης⁷² μπορούν να αξιοποιηθούν και για τη χρηματοδότηση της μεταβολής του ιδιοκτησιακού καθεστώτος σε μία επιχείρηση⁷³.

⁶⁴ Βλ. P. Wood, ό.π.

⁶⁵ Βλ. Βέλλα, Ό.π.

⁶⁶ Βλ. Βέλλα, Ό.π., βλ. και P. Wood, ό.π. σελ. 182: ‘Transactions using Subordinated Debt: Improved credit’

⁶⁷ Βλ. Βέλλα, ό.π. σελ. 696, βλ. Τουντόπουλο, ό.π. αρ. 25 για τη χρηματοδότηση με υβριδικά μορφώματα.

⁶⁸ Βλ. Βέλλα, Ό.π.

⁶⁹ Ό.π.

⁷⁰ Ό.π.

⁷¹ P. Wood, ό.π. σελ. 182 ‘Transactions using Subordinated Debt: Securitizations’

⁷² Βλ. Τουντόπουλο, ό.π. αρ. 26

⁷³ P. Wood, ό.π. σελ. 178 ‘Transactions using subordinated debt: Change of control financings and private equity’.

2.5 Μέσο «εξασφάλισης» των πιστωτών⁷⁴.

Οι συμβάσεις με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά έχουν κατ' αρχάς χρηματοδοτικό σκοπό και αναπτύσσουν χρηματοδοτική λειτουργία⁷⁵. Παράλληλα όμως, ο όρος εξυπηρέτησης και η συμφωνία παραχώρησης εξοφλητικής προτεραιότητας που εμπεριέχει, συνιστά ένα μέσο κατάταξης, ενδεχομένως δε και ανακατάταξης της σειράς εξυπηρέτησης συρρεόντων πιστωτών ενός κοινού οφειλέτη⁷⁶. Είναι προφανές ότι η πρακτική σπουδαιότητα των εν λόγω συμφωνιών αναδύεται κυρίως επί συμβάντων όπως είναι η πτώχευση, η αναγκαστική εκτέλεση, ή η λύση του δανειολήπτη⁷⁷, καθώς μέχρι εκείνο το σημείο είναι πρακτικά εφικτό να εξοφληθούν πλήρως τόσο οι πιστωτές πρώτης όσο και οι πιστωτές τελευταίας σειράς. Όσο ο οφειλέτης τελεί σε καθεστώς ταμειακής επάρκειας και πλήρους ικανότητας εξυπηρέτησης των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεών του, παρότι τυπικά μπορεί οι πιστωτές να έχουν καθορίσει την εξοφλητική τους προτεραιότητα⁷⁸, εκ του αποτελέσματος δεν θα ανακύψει πρόβλημα γιατί όλοι θα ικανοποιηθούν ολοσχερώς. Υπό αυτό το πρίσμα, ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά προσλαμβάνει έναν οιονεί εξασφαλιστικό χαρακτήρα, ομοιάζοντας προς τα μέσα εξασφάλισης των πιστώσεων, που αποβλέπουν ακριβώς στην προστασία πιστωτή από τον κίνδυνο αφερεγγυότητας του οφειλέτη του.

3. Τα κύρια νομοθετικά ερείσματα του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στο ελληνικό δίκαιο.

Παρότι οι έννοιες των πιστωτών τελευταίας σειράς και των δανείων που αυτοί χορηγούν είναι γνωστές υπό το ελληνικό δίκαιο, οι όποιες διατάξεις υπονοούν την ύπαρξή τους είναι μεμονωμένες και αποσπασματικές. Δεν υπάρχει ενιαίο νομοθέτημα που να ρυθμίζει το μórφωμα των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και τις εξ αυτών απορρέουσες συνέπειες.

3.1 Οι «πιστωτές τελευταίας» σειράς του αρ. 96 του ΚΑφ.

⁷⁴ Βλ. Βέλλα, ό.π.: σελ. 695

⁷⁵ Βλ. Τουντόπουλο, ό.π. σελ. 239 επ., Βέλλα, ό.π. σελ. 699

⁷⁶ Βέλλα, ό.π. σελ. 695

⁷⁷ P. Wood, ό.π. σελ. 177: 'Like security, subordination is relevant only if the debtor is insolvent because until then both junior and senior creditors can be paid in full. Hence the fundamental object of a subordination is that it should be successful on insolvency.'

⁷⁸ Η παράλειψη εξυπηρέτησης απαίτησης ως περιεχόμενο του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί ως υποχρέωση να έχει αναληφθεί και για το προ της αφερεγγυότητας στάδιο, απλώς προφανώς επί αφερεγγυότητας καθίσταται επιτακτική η ανάγκη προστασίας του πιστωτή πρώτης σειράς.

Αναφερθήκαμε εισαγωγικά στην διάταξη του ΚΑφ περί πιστωτών τελευταίας σειράς, η οποία καίτοι κατατοπιστική, είναι περισσότερο διατυπωμένη με τη μορφή συνέπειας, ενώ δεν εξηγεί *per se* από πού μπορεί να προκύπτει η τελευταία σειρά. Ο ΚΑφ ξεκαθαρίζει ότι ως πτωχευτικοί πιστωτές τελευταίας σειράς λογίζονται εκείνοι των οποίων η απαίτηση ικανοποιείται από την πτωχευτική περιουσία μετά από την ικανοποίηση και των ανέγγυων πιστωτών. Όπως υπονοήσαμε και παραπάνω, γίνεται δεκτό πως η τελευταία σειρά μπορεί να προκύπτει συμβατικά, αν κάποιος πιστωτής αποδεχθεί να μην ασκήσει τις αξιώσεις του πριν από την ικανοποίηση των λοιπών πιστωτών, ή εκ του νόμου.⁷⁹ Συμβατικά, θα προκύπτει λόγου χάρη επί δάνειων και ομολογιακών δανείων σε τελευταία σειρά.⁸⁰ Είναι δε δυνατόν στο πλαίσιο διαδικασίας εξυγίανσης να υπάρξει συμφωνία πιστωτών, η οποία να προβλέπει ότι ορισμένη κατηγορία πιστωτών δεν δύναται να ζητήσει την αποπληρωμή των απαιτήσεών της, πριν την ικανοποίηση μίας άλλης κατηγορίας.⁸¹ Εκτός από τις προαναφερθείσες περιπτώσεις όμως, είναι δυνατόν η τελευταία σειρά να θεμελιώνεται και εκ του νόμου (*de jure*), στην περίπτωση δανείων ή ανάλογων ανοιγμάτων εταίρων ή μετόχων προς την εταιρεία που υποκαθιστούν κεφάλαιο (*ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση*) ή στην περίπτωση της παροχής προνομίου σε μετόχους, ώστε οι τελευταίοι να ικανοποιούνται μετά τους άλλους πιστωτές, να προηγούνται όμως των λοιπών μετόχων (αρ. 38 Ν. 4548/2018)⁸².

3.2 Η δυνατότητα συμβατικού καθορισμού της τελευταίας σειράς

3.2.1. Η εφαρμογή της ΑΚ 361 στη διαμόρφωση των όρων των συμβάσεων χρηματοδότησης. Ως δάνειο κατά την ΑΚ 806, ορίζεται η σύμβαση με την οποία ένας

⁷⁹ Περάκης, ό.π., σελ. 270

⁸⁰ Ό.π., βλ. επίσης Ψαρουδάκη εις ΔΑΕ (επιμ. Σωτηρόπουλου), 2020, σελ. 891: Η διάταξη του ΚΑφ και του προϊσχύσαντος ΠτΚ δεν αναφέρεται ειδικώς σε ομολογίες, αλλά γενικότερα σε απαιτήσεις τελευταίας σειράς. Ωστόσο κατ' εξοχήν περίπτωση εφαρμογής της είναι ακριβώς οι ομολογίες τελευταίας σειράς ή μειωμένης εξασφάλισης του άρθρου 60 παρ.2 περ'δ' του Ν.4548/2018.

⁸¹ Ό.π.

⁸² Περάκης, Ό.π., βλ. επίσης P. Wood, ό.π. σελ. 179 'Other hierarchies of claims: Share capital may be divided into preferred, ordinary and deferred shares ranking down the ladder of priority on the liquidation of the company concerned'

Πρόκειται για την περίπτωση των προνομιούχων μετοχών του άρθρου 38 του Ν. 4548, όπου προβλέπεται μεταξύ άλλων ότι: «Επιτρέπεται να ορίζεται με διατάξεις του καταστατικού προνόμιο υπέρ μετοχών. Το προνόμιο αυτό συνίσταται στη μερική ή ολική απόληψη, πριν από τις κοινές μετοχές, του διανεμόμενου μερίσματος, σύμφωνα με τις ειδικότερες διατάξεις του καταστατικού, και στην προνομιακή απόδοση του κεφαλαίου που καταβλήθηκε από τους κατόχους των προνομιούχων μετοχών από το προϊόν μείωσης του κεφαλαίου ή της εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας, συμπεριλαμβανομένης της συμμετοχής τούτων στα υπέρ το άρτιο ποσά, που είχαν τυχόν καταβληθεί. Επίσης, το καταστατικό επιτρέπεται να ορίζει ότι σε περίπτωση μη διανομής μερίσματος σε μια ή περισσότερες χρήσεις, το προνόμιο υπέρ των μετοχών αφορά την προνομιακή καταβολή μερισμάτων και για τις χρήσεις κατά τις οποίες δεν έγινε διανομή μερίσματος.»

συμβαλλόμενος («δανειοδότης») μεταβιβάζει στον άλλον («δανειολήπτη») κατά κυριότητα χρήματα ή άλλα αντικαταστατά πράγματα, και ο τελευταίος υποχρεούται κατά τη λήξη της σύμβασης να αποδώσει άλλα πράγματα της ίδιας ποσότητας και ποιότητας. Η κρατούσα στο ενοχικό δίκαιο ελευθερία των συμβάσεων (ΑΚ 361), και δὴ η ελευθερία καθορισμού του περιεχομένου της σύμβασης, παρέχει στα συμβαλλόμενα μέρη τη δυνατότητα να ιδρύουν και να διαμορφώνουν τις συμβατικές τους σχέσεις ανάλογα με τις ανάγκες τους, τηρουμένων πάντα των ορίων που χαράσσουν οι ΑΚ 174 και 178.⁸³

Επομένως, η συμπερίληψη ρήτρας στη σύμβαση δανείου δυνάμει της οποίας ορισμένος πιστωτής συμφωνεί η απαίτησή του να καθίσταται υποδεέστερης εξοφλητικής προτεραιότητας σε σχέση με τις απαιτήσεις άλλων πιστωτών του κοινού οφειλέτη, πρέπει να κριθεί ως έγκυρη στη βάση της ΑΚ 361, η οποία επιβεβαιώνει την αρχή της ιδιωτικής αυτονομίας και της ελευθερίας των συμβάσεων.⁸⁴

Άρα, μπορεί μὲν ο δανειστής να έχει κατά τα οριζόμενα στον ΑΚ ενοχική απαίτηση κατά του οφειλέτη για απόδοση του κεφαλαίου και του συμφωνηθέντος τόκου, με δεδομένο ωστόσο ότι οι περί δανείου διατάξεις του ΑΚ είναι ενδοτικού δικαίου⁸⁵, τα μέρη είναι δυνατόν να καθορίσουν ειδικώς τις προϋποθέσεις (λ.χ. αναβλητικές, διαλυτικές αιρέσεις, προθεσμίες, κλπ) και το χρόνο κατά τον οποίο θα λαμβάνει χώρα η εξυπηρέτηση του δανειστή και θα καθίσταται απαιτητή η απαίτησή του.

Συνεπώς, και ελλείψει ρητής νομοθετικής πρόβλεψης, η εισαγωγή του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά σε σύμβαση δανείου συμβαδίζει με την ελευθερία διαμόρφωσης του περιεχομένου των συμβάσεων δανείου.

Οι αναφορές της ΠΠρΘες 1419/2018 προς επίρρωση των μέχρι τώρα λεχθέντων:

Και σε επίπεδο νομολογίας, η συμπερίληψη του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά σε συμβάσεις δανείου, έχει αναγνωριστεί. Ειδικότερα, η απόφαση ΠΠρΘες 1419/2018 αναφέρει στο σκεπτικό της πως η μεταχείριση δανειοδότη/μετόχου σε τελευταία σειρά, μπορεί να επιτάσσεται και από συμβατική ρήτρα συμπεριλαμβανομένη στην ίδια τη δανειακή σύμβαση, οπότε και γίνεται λόγος για δάνεια με τον όρο εξόφλησης σε τελευταία σειρά. «*Πρόκειται για περιπτώσεις δανειακών συμβάσεων στο πλαίσιο των οποίων μέτοχος ή τρίτος χρηματοδότης της εταιρείας δηλώνει ότι οι απαιτήσεις του από το δάνειο θα ικανοποιηθούν μετά από εξόφληση*

⁸³ Γεωργιάδης, Εγχειρίδιο Ειδικού Ενοχικού Δικαίου, 2014, σελ. 10

⁸⁴ Βλ. Καρατζά εις Ρ. Wood, ό.π., 1990, σελ. 144

⁸⁵ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 33

των λοιπών πιστωτών της εταιρείας. Ως είδος ανέγγυων πιστωτών αναγνωρίζει εν γένει και τους πιστωτές τελευταίας σειράς και ο ίδιος ο πτωχευτικός κώδικας ταυτίζοντάς τους με τους άλλοτε αναφερόμενους πιστωτές μειωμένης εξασφάλισης. Όταν πάντως η τελευταία σειρά έχει συμβατική προέλευση, τότε ο ίδιος ο πιστωτής αποδέχεται συμβατικά να μην ασκήσει τις αξιώσεις του από τη σχετική σύμβαση πριν την ικανοποίηση των υπολοίπων πιστωτών.»⁸⁶

3.2.2 Ομολογιακά δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (αρ. 60 παρ. 2 (δ') Ν. 4548/2018).

Η προβληματική του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, εκτείνεται πέρα από τα κοινά, και στα ομολογιακά δάνεια («ομολογιακά δάνεια σε τελευταία σειρά», ή «υποδεέστερα ομολογιακά δάνεια», γερμ. *nachrangige Anleihen*)⁸⁷. Γενικά το ομολογιακό δάνειο ορίζεται στον Ν.4548/2018 (αρ. 59 επ.) ως δάνειο εκδιδόμενο από ανώνυμη εταιρεία («εκδότρια») και διαιρούμενο σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν απαίτηση ενός ή περισσότερων ομολογιούχων έναντι της εκδότριας κατά τους όρους του δανείου. Στην παρ.2 περ'δ. του άρθρου 60 του Ν.4548/2018, αναφέρεται ότι το ομολογιακό δάνειο μπορεί να περιλαμβάνει τον όρο ότι «οι ομολογιούχοι δανειστές θα ικανοποιούνται *ύστερα* από τους υπόλοιπους πιστωτές της εκδότριας ή *ύστερα* από ορισμένη κατηγορία πιστωτών». Πρόκειται για την περίπτωση του ομολογιακού δανείου που υποδιαιρείται στις λεγόμενες «ομολογίες τελευταίας σειράς» ή «ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης» (*junior, subordinated bonds*) κατά την ορολογία του ΚΑφ (αρ. 96), και του προϊσχύσαντος ΠτΚ (αρ.21) αντίστοιχα. Οι ομολογίες τελευταίας σειράς παρέχουν δικαίωμα απόληψης τόκου (αυξημένη απόδοση ως αντιστάθμισμα)⁸⁸ καθώς και δικαίωμα επιστροφής του κεφαλαίου.⁸⁹ Το μόρφωμα αυτό, επιτελεί ανάλογη οικονομική λειτουργία με τα κοινά δάνεια σε τελευταία σειρά, με τη διαφορά ότι σε αντίθεση με τα συνήθη δάνεια, εν προκειμένω η απαίτηση των ομολογιούχων δανειστών δεν ερείδεται επί συμβάσεως δανείου, αλλά επί των ομολογιών, οι οποίες ενσωματώνουν αξιολογική υποχρέωση με αφηρημένο και αυτόνομο χαρακτήρα.⁹⁰ Χαρακτηριστικό των ομολογιών σε τελευταία σειρά είναι η «μειωμένη διασφάλιση των ομολογιούχων δανειστών», των οποίων οι απαιτήσεις συμφωνείται ότι θα εξυπηρετούνται

⁸⁶ Βλ. ΠΠρΘες 1419/2018 εις ΕΕμπΔ 1/2018, σελ. 97-119, βλ. επίσης ΕφΘες 2445/2019 ΕΕμπΔ 2020, 68, η οποία αναθεώρησε ορισμένες παραδοχές της ΠΠρΘες 1419/2018, εντούτοις η εν λόγω αναφορά στα δάνεια με τον όρο εξόφλησης σε τελευταία σειρά, είναι βάσιμη και αξίζει κατά την άποψη της γράφουσας να αναφερθεί.

⁸⁷ Περάκης, ό.π., Βερβεσός εις ΔικΑΕ, Τομ. 10, 2005, σελ.313, Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2013, σελ.67, Τουντόπουλος, ό.π. σελ. 239

⁸⁸ Κουλουριάνος, ό.π.

⁸⁹ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 46

⁹⁰ Σωτηρόπουλος, εις ΔΑΕ, Τομ.1, 2000, σελ. 452

μετά τις απαιτήσεις λοιπών δανειστών, ή αφότου πρώτα ικανοποιηθούν οι αξιώσεις που απορρέουν από ορισμένο «κύριο ομολογιακό δάνειο» (senior bond)⁹¹ ή ομολογιακό δάνειο «πρώτης σειράς». Έτσι, επί εκκαθάρισης της εκδότριας, πτώχευσης ή ανάλογης συλλογικής διαδικασίας, οι υπό κρίση ομολογιούχοι ικανοποιούνται μετά από τους πιστωτές του οφειλέτη που δεν έχουν υπαχθεί στο καθεστώς της τελευταίας σειράς⁹². Πάντως, οι ομολογιούχοι τελευταίας σειράς προηγούνται των μετόχων της εταιρείας, και ικανοποιούνται πριν από τη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης στους τελευταίους.⁹³

Οι ομολογίες τελευταίας σειράς αποτελούν, όπως θα διαπιστωθεί και κατωτέρω, μία από τις κλασικές περιπτώσεις «υβριδικών μορφωμάτων χρηματοδότησης», που μπορεί μεν τυπικά να παραπέμπουν στα ξένα κεφάλαια, πλην όμως αναπτύσσουν μια έστω και εξασθενημένη λειτουργία ιδίων κεφαλαίων.⁹⁴ Ο όρος για εξυπηρέτηση σε τελευταία σειρά είναι το στοιχείο εκείνο που προσδίδει στα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα χαρακτηριστικά ιδίων κεφαλαίων.⁹⁵ Ο όρος για ικανοποίηση του ομολογιακού δανείου μετά τις απαιτήσεις έτερων δανειστών συνήθως συμφωνείται αμετάκλητα, ενώ συχνά καταρτίζεται από τις τράπεζες, γιατί όπως υπονόηθηκε, συντρεχουσών ορισμένων προϋποθέσεων τα σχετικά δάνεια καταλογίζονται στα ίδια κεφάλαιά τους.⁹⁶ Όπως θα εξηγήσουμε, τόσο στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, υπό προϋποθέσεις, αναγνωρίζονται ως στοιχείο των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων της εκδότριας επιχείρησης⁹⁷.

Να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι υπάρχει και το φαινόμενο ομολογιών ποικίλης σειράς, και όχι μόνο πρώτης και τελευταίας.⁹⁸ Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο Ν. 4649/2019 (πρόγραμμα παροχής εγγύησης σε τιτλοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων «Πρόγραμμα Ηρακλής») που προβλέπει την έκδοση ομολογιών υψηλής (senior), μεσαίας (mezzanine) και χαμηλής (junior) εξοφλητικής προτεραιότητας αντίστοιχα⁹⁹.

Αιώνια ομολογιακά δάνεια (perpetual bonds – ewige Anleihen)

⁹¹ Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, Τομ. 10, 2005, σελ. 313

⁹² Ψαρουδάκης εις ΔΑΕ (επιμ. Σωτηρόπουλου), σελ. 891-892

⁹³ Ψαρουδάκης εις ΔΑΕ (επιμ. Σωτηρόπουλου), σελ. 891-892

⁹⁴ Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες, σελ. 67: «Γι' αυτό το λόγο καλούνται και οιονεί ίδια κεφάλαια (quasi-capital social ή quasi-fonds propres) ή αναπληρωματικά κεφάλαια.»

⁹⁵ Βλ. Βερβεσό, ό.π.

⁹⁶ Βερβεσός, ό.π.

⁹⁷ Βλ. κατωτέρω (3.2B)

⁹⁸ Περάκης, ό.π., σελ. 280

⁹⁹ Ο.π.

Συγγενές μόρφωμα με τις ομολογίες τελευταίας σειράς (subordinated bonds) αποτελούν οι λεγόμενες αιώνιες ομολογίες (perpetual bonds). Αναφέρεται μάλιστα πως τα αιώνια ομολογιακά δάνεια αποτελούν είδος δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.¹⁰⁰ Επί αιώνιων ομολογιακών δανείων, οι ομολογιούχοι δανειστές έχουν αξίωση για καταβολή τόκων, είτε χωρίς να αναγράφεται η ημερομηνία λήξης του ομολογιακού δανείου, είτε με το να αναγράφεται ως χρόνος λήξης τα 99 έτη. Επί του συγκεκριμένου είδος ομολογιών, επί της ουσίας λοιπόν δεν στοιχειοθετείται το βασικό δικαίωμα του ομολογιούχου να αξιώσει από την εκδότρια την επιστροφή της καταβεβλημένης αξίας.¹⁰¹ Πρακτικά λοιπόν, η διάρκεια των ομολογιών αυτών συμπίπτει με την διάρκεια ύπαρξης και λειτουργίας της εταιρείας, οπότε ο εκάστοτε ομολογιούχος έχει δικαίωμα να ζητήσει την επιστροφή του κεφαλαίου επί λύσης της εταιρείας ή επί θέσης της σε εκκαθάριση.¹⁰² Και το εν λόγω μόρφωμα αναπτύσσει δυναμική ιδίων κεφαλαίων, ακριβώς λόγω του στοιχείου της μακροχρόνιας περιουσιακής τοποθέτησης¹⁰³.

Ομολογίες υψηλού κινδύνου ή υψηλής απόδοσης (junk bonds)

Στην Αμερική κατά τη δεκαετία του 1980, εμφανίστηκε εκτεταμένα το μόρφωμα των λεγόμενων junk bonds, ήτοι των «ομολογιών υψηλού κινδύνου» ή «υψηλής απόδοσης»¹⁰⁴. Χαρακτηριστικό των junk bonds ήταν η χαμηλή τιμή έκδοσης και το υψηλό επιτόκιο.¹⁰⁵ Χρησιμοποιήθηκαν από επενδυτές που είχαν τη βούληση να επωμιστούν επενδυτικό κίνδυνο αποβλέποντας σε αναλόγως υψηλές αποδόσεις¹⁰⁶. Έτι περαιτέρω, αποτελούσαν συμφέρουσα εναλλακτική για την εκδότρια εταιρεία σε σύγκριση με το υψηλό κόστος του τραπεζικού δανεισμού¹⁰⁷. Στη σύμβαση έκδοσης των εν λόγω ομολογιών, συνηθέστατα περιλαμβάνεται και subordination clause¹⁰⁸, ο οποίος προβλέπει ότι σε περίπτωση εκκαθάρισης της εκδότριας,

¹⁰⁰ Βλ. Βέλλα, ό.π. σελ. 699-700

¹⁰¹ Κουλουριάνος, ό.π. σελ. 68

¹⁰² Ό.π.

¹⁰³ Βερβεσός, ό.π.

¹⁰⁴ Βερβεσός, ό.π.

¹⁰⁵ Βερβεσός, ό.π.

¹⁰⁶ Βερβεσός, ό.π.

¹⁰⁷ Ό.π.

¹⁰⁸ Βλ. Kravitz, The Outer Fringes of Chapter 11: Nonconsenting Senior Lenders' Rights Under Subordination Agreements in Bankruptcy, 91 Mich. L. Rev. (1992) (Available at: <https://repository.law.umich.edu/mlr/vol91/iss2/5>), όπου στη σελ. 285 γίνεται αναφορά στη διάκριση μεταξύ private & institutional subordination agreements, κι εκεί παραπομπές

Πρβλ. "The best known type of institutional subordination is the now infamous "junk bond". Junk bonds are high-yield securities issued in large amounts by a company that wishes to raise capital; they are usually subordinated to other debt of the debtor. The subordination explains the high yield: investors who purchase junk bonds take a substantial risk that in the event of insolvency their obligation will not be paid so they receive a risk

οι απαιτήσεις από τις συγκεκριμένες ομολογίες εξοφλούνται μετά τις απαιτήσεις των λοιπών εταιρικών πιστωτών¹⁰⁹. Το στοιχείο του αυξημένου επιχειρηματικού κινδύνου και της υψηλής απόδοσης σε συνδυασμό με το subordination clause, προσδίδουν στο συγκεκριμένο είδος ομολογιών στοιχεία κεφαλαίου (προνομιούχων μετοχών).¹¹⁰

3.2.3. Οι συμφωνίες πιστωτών για την ρύθμιση της μεταξύ τους προτεραιότητας στο πλαίσιο διαδικασίας εξυγίανσης (αρ. 39 παρ. 1 (γ') ΚΑΦ)

Η κατάρτιση όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι δυνατή και στο πλαίσιο της προπτωχευτικής διαδικασίας εξυγίανσης.¹¹¹ Ειδικότερα, από το άρθρο 39 του ΚΑΦ, ευθέως προκύπτει ότι η ρύθμιση των σχέσεων των πιστωτών και ο (συμβατικός) καθορισμός της μεταξύ τους προτεραιότητας, μπορεί να αποτελέσει περιεχόμενο συμφωνιών εξυγίανσης. Γενικά, οι συμφωνίες εξυγίανσης μπορούν να έχουν ως αντικείμενο οποιαδήποτε ρύθμιση του ενεργητικού και του παθητικού του οφειλέτη, ο δε νόμος καταλείπει ευρεία διακριτική ευχέρεια στα μέρη ως προς τη διαμόρφωση του περιεχομένου της συμφωνίας εξυγίανσης. Προβαίνει σε μία ενδεικτική απαρίθμηση μέτρων που θα μπορούσαν να έχουν εξυγιαντικά αποτελέσματα, συμβάλλοντας στην ανάκαμψη της επιχείρησης. Ένα από αυτά είναι η *«ρύθμιση των σχέσεων των πιστωτών μεταξύ τους μετά από την επικύρωση της συμφωνίας, είτε υπό την ιδιότητά τους ως πιστωτών, είτε σε περίπτωση κεφαλαιοποίησης ή μεταβίβασης επιχείρησης σε νέο φορέα, υπό την ιδιότητά τους ως μετόχων ή εταίρων. Ενδεικτικά, η συμφωνία εξυγίανσης δύναται να προβλέπει ότι μία κατηγορία πιστωτών δεν δύναται να ζητήσει την αποπληρωμή των απαιτήσεων προς αυτήν πριν την πλήρη ικανοποίηση μίας άλλης»*. Επομένως, η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των πιστωτών και δη η συμφωνούμενη σειρά πλήρους ικανοποίησης μεταξύ περισσότερων κατηγοριών πιστωτών¹¹², αποτελεί χαρακτηριστικό περιεχόμενο των συμφωνιών εξυγίανσης, και ενδεικτικό εξυγιαντικό μέτρο. Για το χρόνο λοιπόν μετά την επικύρωση της συμφωνίας εξυγίανσης, όποτε η τελευταία πρέπει να υλοποιηθεί, και όποτε σηματοδοτείται η ουσιαστική προσπάθεια εξυγίανσης της πάσχουσας

premium in the form of high interest rates. Agreements governing institutional subordinations usually leave the class of senior creditors open; a creditor advancing funds after the agreement's execution joins the existing class of senior creditors''

Βλ. επίσης Everett, Subordinated Debt - Nature and Enforcement, 20 Bus. Law. (1965), σελ. 956, Coogan et. al, The Outer Fringes of Article 9: Subordination Agreements, Security Interests in Money and Deposits, Negative Pledge Clauses, and Participation Agreements, 19 Harv L. Rev. (1965), σελ. 233

¹⁰⁹ Κουλουριάνος, ό.π. σελ. 71

¹¹⁰ Κουλουριάνος, ό.π. σελ. 71

¹¹¹ Περάκης, ό.π. σελ. 279

¹¹² Μιχαλόπουλος, Οι προπτωχευτικές διαδικασίες αφερεγγυότητας του Πτωχευτικού Κώδικα, 2013, σελ.119-120

επιχείρησης, μπορεί να έχει προβλεφθεί ως μέτρο ο διακανονισμός των σχέσεων μεταξύ των πιστωτών μεταξύ τους, είτε υπό την ιδιότητά τους ως πιστωτών, είτε υπό την ιδιότητά τους ως μετόχων¹¹³. Ο «διακανονισμός» των σχέσεων μεταξύ των πιστωτών, μπορεί να περιλαμβάνει την παραχώρηση προτεραιότητας υπέρ μιας κατηγορίας πιστωτών έναντι άλλης κατηγορίας, ως προς την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους¹¹⁴. Ενδέχεται λόγω χάρη οι μέτοχοι που χρηματοδότησαν την εταιρεία, να έχουν αποδεχτεί συμβατικά να καταστούν πιστωτές τελευταίας σειράς, σε σχέση με άλλους ανέγγυους πιστωτές, συμφωνώντας δηλαδή στην ικανοποίηση των απαιτήσεών τους μετά την ικανοποίηση άλλων ανέγγυων πιστωτών¹¹⁵. Η ρύθμιση περί σχέσεων των πιστωτών μπορεί να συνίσταται και στην εναλλαγή των υποθηκικών ή ενεχυρικών τους τάξεων¹¹⁶. Σημειωτέο πάντως, ότι βασικούς περιορισμούς στη συμβατική ελευθερία των μερών κατά τη διαμόρφωση του περιεχομένου της συμφωνίας εξυγίανσης αποτελούν αφενός μεν μη βλάβη της συλλογικής ικανοποίησης των πιστωτών, αφετέρου δε η τήρηση της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών.

3.2B – ΠΑΡΕΚΒΑΣΗ¹¹⁷: Οι αναφορές του Κανονισμού 575/2013/ΕΕ (CRR)¹¹⁸ σε «δάνεια μειωμένης εξασφάλισης» - Η ένταξη των δανείων μειωμένης εξασφάλισης/με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στην προβληματική των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας.

3.2B.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.

Πριν περάσουμε στο δεύτερο σκέλος του τρέχοντος Κεφαλαίου, που αφορά την εκ του νόμου θεμελίωση της εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, κρίνεται σκόπιμο προηγηθεί η ανάπτυξη μιας ευρύτερης προβληματικής που συνδέεται με το μόρφωμα των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ή δανείων μειωμένης εξασφάλισης, όπως λέγονται. Πρόκειται για την προβληματική των «απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας» (capital adequacy), που ανάγονται σε θεμελιώδες εργαλείο μικροπροληπτικής εποπτείας των τραπεζών.

¹¹³ Χριστοπούλου, Η διαδικασία εξυγίανσης ως διαχρονικός θεσμός του ελληνικού δικαίου, 2016, σελ. 185-186

¹¹⁴ Χριστοπούλου, Ο.π.

¹¹⁵ Χριστοπούλου, Ο.π.

¹¹⁶ Ο.π.

¹¹⁷ Η ενότητα αυτή εντάσσεται μεν στην προβληματική του συμβατικού καθορισμού τελευταίας σειράς, αφού προφανώς τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης στα οποία αναφέρεται θα έχουν αποτελέσει προϊόν συμβατικών διαμορφώσεων, τιτλοφορείται όμως ως παρέκβαση γιατί θα τεθούν κι άλλα παρεμπύπτοντα ζητήματα που όμως κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν οπωσδήποτε για την επαρκή κατανόηση του ζητήματος.

¹¹⁸ Όπως τροποποιήθηκε και ισχύει δυνάμει του Κανονισμού (ΕΕ) 2019/876 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 20ής Μαΐου 2019

Έχουμε ήδη αναφέρει, πως ένας από τους λόγους για τον οποίο ενίοτε επιδιώκεται η άντληση δανειακών κεφαλαίων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (από επιχειρήσεις του τραπεζικού και του ασφαλιστικού χώρου), είναι υπό προϋποθέσεις λαμβάνονται υπόψιν από την αρμόδια εποπτική αρχή ως ίδια κεφάλαια¹¹⁹, κατά τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Ο Κανονισμός 575/2013 σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων (Capital Requirements Regulation – CRR), όπως τροποποιήθηκε και ισχύει, αναφέρεται στα «δάνεια μειωμένης εξασφάλισης»¹²⁰ ρητώς. Κατά συνέπεια, αποτελεί και ένα από τα νομοθετικά ερείσματα αμέσου εφαρμογής που υπονοούν την ύπαρξη του μορφώματος αυτού στην ελληνική (και ευρωπαϊκή φυσικά) έννομη τάξη, στη βάση της ιδιωτικής βούλησης.

3.2B.2 Κεφαλαιακή επάρκεια & Πλαίσιο της Βασιλείας.

Ο Κανονισμός 575/2013 (CRR), αποτελεί ένα από τα νομοθετήματα που αφορούν την επάρκεια κεφαλαίων,¹²¹ και ανταποκρίνονται σε μία προσπάθεια μεταφοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση του λεγόμενου «πλαισίου της Βασιλείας»¹²², το οποίο έχει την πρωτοκαθεδρία στην όποια συζήτηση περί κεφαλαιακής επάρκειας και κανονιστικού πλαισίου των τραπεζών¹²³. Οι «απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας», είναι το σημαντικότερο εργαλείο μικροπροληπτικής εποπτείας των τραπεζών, γιατί όσο πληρούνται αποφεύγεται η ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων και προστατεύονται οι καταθέτες¹²⁴. Ως κεφαλαιακή επάρκεια ορίζεται το ύψος, το είδος και η ποιότητα των κεφαλαίων που κάθε τράπεζα πρέπει να διαθέτει σε σχέση με τους κινδύνους που αναλαμβάνει¹²⁵. Τα πιστωτικά ιδρύματα πρέπει να διακρατούν ένα ελάχιστο ύψος εποπτικών ιδίων κεφαλαίων (βλ. άρθρα 25 επ., 51 επ., 62 επ. του Κανονισμού CRR) , σε συνάρτηση με τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Το ελάχιστο ύψος εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, εκφράζεται στον απαιτούμενο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, δηλαδή του λόγου

¹¹⁹ Σημειώνουμε ότι τα εποπτικά ίδια κεφάλαια είναι έννοια διάφορη των ιδίων κεφαλαίων του λογιστικού, αλλά και των ιδίων κεφαλαίων για τις ανάγκες του εταιρικού.

¹²⁰ Όπως και στην έννοια των απαιτήσεων «πλήρους εξασφάλισης».

¹²¹ Βλ. αναλυτικά Αλεξάκη, Καλφαόγλου, Στουρνάρα, Το κανονιστικό πλαίσιο της λειτουργίας των τραπεζών (2019), σελ. 61 επ.

¹²² Ramirez, Handbook of Basel III Capital, σελ.1

¹²³ Αλεξάκης/Καλφαόγλου/Στουρνάρας, Ό.π, βλ. σελ. 61

¹²⁴ Αλεξάκης/Καλφαόγλου/Στουρνάρας, Ό.π., σελ.61

¹²⁵ Αλεξάκης/Καλφαόγλου/Στουρνάρας, Ό.π. σελ. 61

εποπτικών ιδίων κεφαλαίων προς τα σταθμισμένα προς τον κίνδυνο στοιχεία του ενεργητικού.¹²⁶

3.2B.3 Η έννοια των τραπεζικών ιδίων κεφαλαίων αναλυτικότερα.

Μια από τις κατηγορίες τραπεζικών ιδίων κεφαλαίων¹²⁷ (πέρα από τα λογιστικά¹²⁸ και τα λεγόμενα «κεφάλαια σε κίνδυνο») είναι τα εποπτικά ίδια κεφάλαια, τα οποία δεν ταυτίζονται επακριβώς με τα λογιστικά ίδια κεφάλαια, αλλά ανταποκρίνονται καλύτερα στις επιδιώξεις των εποπτικών αρχών, οι οποίες διαφέρουν από τις επιδιώξεις των λογιστικών αρχών¹²⁹. Έτσι μπορεί ένα χρηματοπιστωτικό μέσο τυπικά μεν να συγκαταλέγεται στα ξένα κεφάλαια από τη σκοπιά του λογιστικού, εντούτοις να αναγνωρίζεται ως εποπτικό ίδιο κεφάλαιο για τις ανάγκες των εποπτικών αρχών.

Για να καταλογιστεί ένα χρηματοπιστωτικό μέσο στα εποπτικά ίδια κεφάλαια, θα πρέπει να συγκεντρώνει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

(i) *Μονιμότητα και διαθεσιμότητα ("permanence and availability")*: Η μονιμότητα και η διαθεσιμότητα συνδέονται κυρίως με τη «ληκτότητα» του χρηματοπιστωτικού μέσου, καθώς η ημερομηνία λήξης είναι αυτή που υποδεικνύει κατά πόσο ένα κεφάλαιο θα βρίσκεται στη διάθεση της τράπεζας μακροπρόθεσμα με συνέπεια να μπορεί η τελευταία να βασίζεται σε αυτό.¹³⁰ Η δυνατότητα αυτή αναιρείται αν το χρηματοπιστωτικό μέσο προβλέπει υποχρέωση του εκδότη για πρόωρη αποπληρωμή ή ρήτρα ανάκλησης.¹³¹

(ii) *Ευελιξία πληρωμών ("flexibility")*: Η ευελιξία συναρτάται με τη δυνατότητα του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου να προβαίνει σε ακύρωση πληρωμών με βάση τις τρέχουσες χρηματοοικονομικές συνθήκες.¹³²

¹²⁶ Ramirez, Handbook of Basel III Capital, σελ. 8

¹²⁷ Ό.π. σελ. 66 επ. «Η έννοια των τραπεζικών ιδίων κεφαλαίων»

¹²⁸ Τα λογιστικά ίδια κεφάλαια καταρτίζονται με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ). Περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων το μετοχικό κεφάλαιο, τα διάφορα αποθεματικά, και τα κέρδη εις νέον. Ενδεικνύουν την ευρωστία της, την επιτυχία της διαχείρισης, και την ικανότητά της να προστατεύσει επαρκώς τα συμφέροντα των καταθετών της.

¹²⁹ Ό.π. σελ. 67

¹³⁰ Ό.π.

¹³¹ Ό.π.

¹³² Ό.π., σελ. 67-68

(iii) *Δυνατότητα απορρόφησης ζημιών ("loss absorption")*, δηλαδή δυνατότητα κάλυψης ζημιών, ώστε η τράπεζα να συνεχίσει τη λειτουργία της (going concern) ή να προστατευθούν οι καταθέτες σε περίπτωση που εισέλθει σε διαδικασίες αφερεγγυότητας (gone concern¹³³).

3.2B.4 Η διάκριση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων σε Κεφάλαιο Κατηγορίας 1 (Tier 1 Capital) και Κεφάλαιο Κατηγορίας 2 (Tier 2 Capital).

Τα εποπτικά κεφάλαια των πιστωτικών ιδρυμάτων, αποτελούνται από το άθροισμα του λεγόμενου «Κεφαλαίου της Κατηγορίας 1» (βασικά ίδια κεφάλαια - Tier 1 Capital) και του λεγόμενου «Κεφαλαίου της Κατηγορίας 2» (συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια - Tier 2 Capital).¹³⁴ Τα βασικά ίδια κεφάλαια διακρίνονται περαιτέρω σε κύρια (common equity tier I) και πρόσθετα (additional tier 1 – AT 1). Για την διαβάθμιση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων σε Κεφάλαιο Κατηγορίας 1 και Κεφάλαιο Κατηγορίας 2, είναι χρήσιμα τα τρία χαρακτηριστικά που αναφέραμε παραπάνω (permanence & availability – flexibility – loss absorption)¹³⁵. Το Κεφάλαιο Κατηγορίας 1 έχει τη μέγιστη ικανότητα απορρόφησης ζημιών επιτρέποντας στην τράπεζα να συνεχίσει τη δραστηριότητά της (going concern). Αντιθέτως, το Κεφάλαιο Κατηγορίας 2 περιλαμβάνει μέσα, τα οποία έχουν μεν την ικανότητα να απορροφούν ζημιές πριν από τους καταθέτες και άλλους πιστωτές, αλλά μόνο σε περίπτωση αφερεγγυότητας και εκκαθάρισης της τράπεζας (gone concern).¹³⁶

Μια χρονικά περιορισμένη ομολογία τελευταίας σειράς (subordinated bond) για παράδειγμα, δεν παρουσιάζει με ιδιαίτερη ένταση το στοιχείο της μονιμότητας και της διαθεσιμότητας.¹³⁷ Επίσης, επί των εν λόγω μέσων, η δυνατότητα ακύρωσης τοκομεριδίων είναι περιορισμένη¹³⁸. Ως προς το κριτήριο της απορρόφησης ζημιών, οι ομολογίες τελευταίας σειράς, παρουσιάζουν περιορισμένα τη δυνατότητα αυτή υπό συνθήκες κανονικής λειτουργίας της επιχείρησης, η οποία όμως αυξάνεται επί αφερεγγυότητας της τράπεζας, αφού οι υπό κρίση ομολογιούχοι ικανοποιούνται πριν από τους κοινούς μετόχους, μετά όμως από άλλους πιστωτές της εκδότριας¹³⁹.

Τούτων λεχθέντων, τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (ή μειωμένης εξασφάλισης όπως αναφέρονται) είναι κατά περίπτωση επιλέξιμα στο Κεφάλαιο Κατηγορίας

¹³³ Ο.π.

¹³⁴ Ο.π. σελ. 330, Αλεξάκης, Καλφαόγλου, Στουρνάρας, σελ. 68

¹³⁵ Αλεξάκης, Καλφαόγλου, Στουρνάρας, σελ. 68

¹³⁶ Ο.π.

¹³⁷ Ο.π. σελ. 67

¹³⁸ Ο.π.

¹³⁹ Ο.π.

²¹⁴⁰. Ειδικότερα, τα στοιχεία του Κεφαλαίου Κατηγορίας 2 απαρτίζονται μεταξύ άλλων από κεφαλαιακά μέσα και δάνεια μειωμένης εξασφάλισης που πληρούν συνδυαστικά τις 14 προϋποθέσεις του άρθρου 63 του CRR.¹⁴¹ Στις προϋποθέσεις αυτές περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων οι κάτωθι:

- Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης να έχουν ληφθεί και καταβληθεί πλήρως,
- Η απαίτηση επί του κεφαλαίου των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (βάσει των διατάξεων που διέπουν τα εν λόγω δάνεια) να κατατάσσεται εξ ολοκλήρου μετά τις απαιτήσεις πλήρους εξασφάλισης όλων των άλλων πιστωτών,
- Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης να μην υπόκεινται σε ρύθμιση που ενισχύει άλλως την εξοφλητική προτεραιότητα της σχετικής απαίτησης των δανείων μειωμένης εξασφάλισης,
- Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης έχουν αρχική ληκτότητα τουλάχιστον (5) έτη,
- Οι διατάξεις που διέπουν τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης να μην περιλαμβάνουν κανένα κίνητρο για την πληρωμή ή εξόφληση του κεφαλαίου τους από το πιστωτικό ίδρυμα πριν από τη λήξη τους.

Καταλήγουμε επομένως στο συμπέρασμα ότι μέσω δανείων μειωμένης εξασφάλισης ή ομολογιών μειωμένης εξασφάλισης, το πιστωτικό ίδρυμα έχει τη δυνατότητα να ανεύρει χρηματοδότηση και να ενισχύσει το ενεργητικό του εις τρόπον ώστε να χρησιμοποιηθεί πρώτα για την ικανοποίηση των κοινών πιστωτών, που δεν θα κινδυνεύσουν να συντρίξουν με τους πιστωτές τελευταίας σειράς¹⁴². Τίθεται σε ισχύ υπό αυτό τον τρόπο ένας μηχανισμός απορρόφησης ζημιών προς όφελος των πιστωτών του¹⁴³, που είναι άξιοι μεγαλύτερης προστασίας (λ.χ. καταθέτες, επενδυτές – το ίδιο ισχύει και επί ασφαλιστικών επιχειρήσεων προέχει λ.χ. το συμφέρον των ασφαλισμένων). Πρόκειται βέβαια για την υψηλότερης κατάταξης και άρα χαμηλότερης ποιότητας κατηγορία ιδίων κεφαλαίων. 3.2B.5 Τα «δάνεια μειωμένης εξασφάλισης» του Ν.4364/2016. Και σε επίπεδο ασφαλιστικής αγοράς, ο νομοθέτης κατ' αρχήν αναγνωρίζει το λεγόμενο «δάνειο μειωμένης εξασφάλισης»¹⁴⁴, όρο συνώνυμο των ανωτέρω, ως επιλέξιμο στοιχείο ιδίων κεφαλαίων μιας ασφαλιστικής ή αντασφαλιστικής επιχείρησης, το οποίο κατά περίπτωση είναι κατατακτέο στη δεύτερη κατηγορία ιδίων

¹⁴⁰ Βλ. Ρόκα, Γκόρτσο, Μικρουλέα, Λιβαδά, ό.π. σελ. 334 επ.

¹⁴¹ Ό.π σελ. 34-335

¹⁴² Βέλλας, ό.π. σελ. 699

¹⁴³ Βέλλας, ό.π. σελ. 699

¹⁴⁴ Ν. 4364/2016, άρθρα 67, 71, 72 & 184, σε συμμόρφωση προς την οδηγία 2009/138/EK σχετικά με την ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης (Φερεγγυότητα II)

κεφαλαίων της (Tier 2). Αυτό συμβαίνει όταν έχει συμφωνηθεί, η απαίτηση από το δάνειο, σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας, να είναι διαθέσιμη για την απορρόφηση των ζημιών της, και να μην ικανοποιείται μέχρις ότου έχουν εκπληρωθεί όλες οι άλλες υποχρεώσεις της, συμπεριλαμβανομένων των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών υποχρεώσεων προς αντισυμβαλλομένους και δικαιούχους ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών συμβάσεων.¹⁴⁵

3.3 Εκ του νόμου/ αναγκαστική θεμελίωση της εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά – Εισαγωγή στην προβληματική.

3.3.1 Τα δάνεια «υποκεφαλαιοδότησης» - Εισαγωγή στην προβληματική της «ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης της ΑΕ και της εξομοίωσης μετοχικών δανείων με ίδια κεφάλαια.

Η υπαγωγή ορισμένου πιστωτή σε καθεστώς εξυπηρέτησης τελευταίας σειράς, δεν θα προκύπτει μόνο από συμβατικούς όρους στο πλαίσιο των οποίων εκδηλώνεται ρητώς η βούληση του εν λόγω πιστωτή να τύχει αυτής της μεταχείρισης, αλλά κατά περίπτωση, μπορεί να επιβάλλεται εκ του νόμου¹⁴⁶. Ενίοτε οι εταιρείες, λόγω περιέλευσης σε δυσμενή οικονομική κατάσταση, στερούνται πιστοληπτικής ικανότητας, με συνέπεια να μην είναι σε θέση να διασφαλίσουν δάνεια υπό τους συνήθεις όρους της αγοράς από τρίτους χρηματοδότες, καθώς οι τελευταίοι θα αξίωναν υψηλούς τόκους ή εμπράγματα ασφάλειες.¹⁴⁷ Σε αυτές τις περιπτώσεις οι μέτοχοι αντί να προβούν σε αύξηση κεφαλαίου, ή σε κάποιο άλλο πρόσφορο μέτρο για τη βελτίωση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας, ή και επικουρικός και εν ανάγκη στη λύση και εκκαθάρισή της, επιλέγουν να χρηματοδοτήσουν οι ίδιοι την εταιρεία, με μετοχικά δάνεια¹⁴⁸. Όταν οι ανάγκες της εταιρείας καλύπτονται με δάνεια ή άλλες ισοδύναμες παροχές που προέρχονται από τους μετόχους ή εξομοιούμενα προς τους μετόχους, γίνεται λόγος για «ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση» της εταιρείας, και για εταιρεία «υποκεφαλαιοδοτημένη»¹⁴⁹. Όταν η εταιρεία βρίσκεται σε καθεστώς πιστοληπτικής

¹⁴⁵ Βέλλας, ό.π. σελ. 700

¹⁴⁶ Βλ. το σκεπτικό της ΠΠρΘες 1419/2018, ό.π.: Πέραν των συμβατικής προέλευσης απαιτήσεων τελευταίας σειράς, υφίστανται και περιπτώσεις απαιτήσεων τελευταίας σειράς που προκύπτουν από την εφαρμογή του νόμου και ιδίως από διατάξεις αναγκαστικού δικαίου, τέτοια δε θεωρείται κατ' εξοχήν και η περίπτωση των εξυγιαντικών δανείων στο πλαίσιο της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης.

¹⁴⁷ Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, σελ. 275

¹⁴⁸ Ό.π.

¹⁴⁹ Βλ. συναφώς Ρόκα, Εμπορικές εταιρίες, 2019, σελ.216, Αλεξανδρίδου, ό.π., 2019, σελ. 276, Τζουγανάτο, Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση κεφαλαιουχικών εταιριών, 1994, σελ. 159 επ., Τζουγανάτο/Βερβεσό, Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού, 2017, σελ.304-307, Σωτηρόπουλο, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού: Έννοια και διάκριση από τα εξυγιαντικά δάνεια, ΕΕμπΔ 2020, σελ.235, Βερβεσό, Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ, ΕΕμπΔ 2003, 453, τον ίδιο, ΔικΑΕ 2003 Παράρτημα άρθρου 8, σελ. 280 επ, Γκολογκίνα-Οικονόμου, ό.π, σελ. 389, Καραγκουνίδης, Δάνεια μετόχων

αφερεγγυότητας, η χρηματοδότηση της με μετοχικά δάνεια είναι επικίνδυνη για τους άλλους εταιρικούς δανειστές, στους οποίους μετατίθεται αθέμιτα ο επιχειρηματικός κίνδυνος¹⁵⁰. Στις περισσότερες έννομες τάξεις, έχουν νομολογηθεί ή θεσπίζεται νομοθετικώς κανόνες άλλοτε εταιρικού και άλλοτε πτωχευτικού δικαίου, στη βάση των οποίων ένα κοινό αντιμετωπίζεται ως εταιρική εισφορά, ώστε να μην είναι δυνατή η επιστροφή του στον εταίρο που το χορήγησε για όσο χρόνο διαρκεί η πιστοληπτική αφερεγγυότητα της εταιρείας.¹⁵¹ Στο ελληνικό δίκαιο, στη βάση της ΑΚ 281, γίνεται δεκτό πως ο επιχειρηματίας μέτοχος θα πρέπει επί πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας, να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο της πτώχευσης με δικά του κεφάλαια, και όχι να επιβαρύνει το παθητικό της εταιρείας με δάνεια, ζημιώνοντας τους τρίτους δανειστές.¹⁵² Επίσης, σε περίπτωση δε πτώχευσης, η επιβαλλόμενη συνέπεια είναι πως ο εν λόγω πιστωτής πρέπει να κατατάσσεται σε τελευταία σειρά, ήτοι μετά από τις απαιτήσεις των ανέγγυων πιστωτών.¹⁵³

Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού Στις αναπτύξεις περί ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης, πέρα από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης που εξομοιώνονται με ίδια κεφάλαια εκ του νόμου (de jure), το τρίπτυχο των δανείων που επιτελούν λειτουργία ιδίων κεφαλαίων συμπληρώνουν (i) τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που εξετάζουμε και (ii) τα λεγόμενα «δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού».¹⁵⁴ Τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού αποτελούν ιδιαίτερη κατηγορία εταιρικών δανείων, που χρησιμοποιήθηκε στη Γερμανία, αρχικά στους εταιρικούς τύπους της PublikumsKG (δημόσια ετερρόρυθμη εταιρεία), της ετερρόρυθμης εταιρείας με ομόρρυθμο εταίρο εταιρεία περιορισμένης ευθύνης (GmbH & Co KG), αλλά και στον τύπο της ΕΠΕ, για λόγους σχετιζόμενους με τις ιδιαιτερότητες του γερμανικού εταιρικού δικαίου και κυρίως του γερμανικού φορολογικού δικαίου.¹⁵⁵ Τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού χορηγούνται κατά την ίδρυση ή την επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας, όντας στην πραγματικότητα ίδια κεφάλαια¹⁵⁶. Συγκροτούν τη βάση για την ίδρυση

στην α.ε. και μεταχειρίσιν τους στην πτώχευση, σελ. 187, και από τη νομολογία ΕφΘεσ 2445/2019 ΕΕμπΔ 2020, 68, ΠΠρΘεσ 1419/2018 ΕΕμπΔ 2018, 115, ό.π.

¹⁵⁰ Ό.π.

¹⁵¹ Καραγκουνίδης, Δάνεια μετόχων στην ανώνυμη εταιρεία και μεταχειρίσιν τους στην πτώχευση, ΕπισκΕΔ, σελ. 191

¹⁵² Βλ. Βερβεσό, ό.π. σελ. 286

¹⁵³ Βλ. Βερβεσό, ό.π. σελ. 293

¹⁵⁴ Βερβεσός, ό.π. σελ. 294, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 306 επ., Τζουγανάτος, ό.π. 182 επ., Τουντόπουλος, ό.π. σελ. 268 επ., Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 245 επ., Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 203 επ., Vervessos, Das Eigenkapitalersatzrecht, 176 ό.π., Fleischer, Finanzplankredite und Eigenkapitalersatz im Gesellschaftsrecht, 1995

¹⁵⁵ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 245

¹⁵⁶ Βερβεσός, ό.π. σελ. 294

της εταιρείας ή επιχειρηματικά κεφάλαια για την επέκταση των δραστηριοτήτων της, η δε λειτουργία τους ως τέτοιων στηρίζεται στη βούληση των μερών (lex contactus)¹⁵⁷, στη βάση μιας δικαιοπραξίας που εμφανίζει χαρακτηριστικά σωματειακού δικαίου¹⁵⁸. Άρα τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού έχουν ως κοινό με τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά το ότι η εξυπηρέτησή τους σε τελευταία σειρά, θεμελιώνεται στην ιδιωτική βούληση.¹⁵⁹ Απλώς στην περίπτωση των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά η ιδιωτική βούληση ενσωματώνεται σε μια κοινή ενοχική σύμβαση δανείου, και όχι σε δικαιοπραξία σωματειακού δικαίου.¹⁶⁰ Αντιδιαστέλλονται ως προς αυτό από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης, όπου, ο καταλογισμός στα ίδια κεφάλαια επιβάλλεται εκ του νόμου.

Επ' αυτών των ζητημάτων θα ακολουθήσει πιο εκτενής ανάλυση κατωτέρω.

¹⁵⁷ Ό.π.

¹⁵⁸ Βλ. Τζουγανάτο/Βερβεσό, ό.π. σελ. 306 επ.

¹⁵⁹ Ό.π.

¹⁶⁰ Ό.π.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ, ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ, ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ

1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.

Αφού έγινε μια πρώτη απόπειρα επεξήγησης της έννοιας, της λογικής και των νομοθετικών θεμελίων του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ακολουθεί η εξέταση του περιεχομένου των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, αλλά και της νομικής τους φύσης.

Όπως επισημάνθηκε, η κατάρτιση συμβάσεων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, αποτελεί έμπρακτη εκδήλωση της αρχής της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361), η οποία και νομιμοποιεί την παρουσία των εν λόγω μορφωμάτων σε επίπεδο πράξης.¹⁶¹ Ως εκ τούτου, το περιεχόμενο των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν μπορεί να είναι τυποποιημένο, παρά να είναι πολλαπλό αναλόγως της βούλησης των εμπλεκόμενων μερών. Αυτό που αξίζει να ξεκαθαρίσουμε, είναι πως στη συμβατική αυτή διαμόρφωση εμπλέκονται τρεις βασικοί παράγοντες: (α) ο (κοινός) οφειλέτης/δανειολήπτης, ο οποίος είναι υπόχρεος έναντι δύο ή περισσότερων πιστωτών, ή μιας ομάδας πιστωτών εν γένει¹⁶², (β) ένας ή περισσότεροι πιστωτές τελευταίας σειράς (subordinated creditors), και (γ) ένας ή περισσότεροι πιστωτές πρώτης ή ανώτερης σειράς (senior creditors)¹⁶³. Το πώς θα διαμορφωθούν οι σχέσεις των συμβαλλομένων, αλλά και το ποιοι ακριβώς θα είναι οι όροι του subordination clause, τότε θα τεθούν σε ισχύ, ποιες θα είναι οι ακριβείς συνέπειες της κατάρτισης του εν λόγω συμβατικού όρου, κλπ. απορρέουν σε μεγάλο βαθμό από την ιδιωτική βούληση και τη συμφωνία των μερών. Επίσης, σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των ειδικότερων όρων των subordination clauses διαδραματίζουν και οι ανάγκες χρηματοδότησης της κάθε επιχείρησης.¹⁶⁴

Θα επιχειρηθεί κατωτέρω μια επισκόπηση των βασικών διακρίσεων των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά με βάση το περιεχόμενό τους, η οποία πάντως δεν είναι εξαντλητική.

Δύο βασικά παραδείγματα.

Προτού περάσουμε στις διακρίσεις των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, κρίνεται σκόπιμη η παράθεση δύο παραδειγμάτων από τη βιβλιογραφία και την πράξη, προκειμένου να

¹⁶¹ Βλ. Καρατζά εις P.Wood, σελ. 144

¹⁶² David Kravitz, The Outer Fringes of Chapter 11: Nonconsenting Senior Lenders' Rights Under Subordination Agreements in Bankruptcy, 91 MICH. L. REV. 281 (1992). Available at: <https://repository.law.umich.edu/mlr/vol91/iss2/52>

¹⁶³ Coogan et al., ό.π. σελ. 229

¹⁶⁴ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 43

προϊδεάσουμε για το δυνητικό περιεχόμενο των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και για να διαμορφωθεί μια πρώτη εικόνα για τη νομική τους φύση.

Παράδειγμα 1. Οι κυριαρχούντες μέτοχοι (major shareholders) μιας Α.Ε. έχουν προβεί στη χορήγηση (μετοχικών) δάνεια προς την Α.Ε. για την ενδυνάμωση της κεφαλαιουχικής της δομής. Για τη χρηματοδότηση ενός μεγάλου έργου, η Α.Ε. επιθυμεί να λάβει χρηματοδότηση από Τράπεζα. Η Τράπεζα δέχεται ότι θα παράσχει χρηματοδότηση στην Α.Ε. υπό τον όρο ότι οι μέτοχοι της εταιρείας θα υπογράψουν συμφωνία ότι δεν θα επιδιώξουν αλλά ούτε και θα δεχτούν την αποπληρωμή των δανείων τους από την εταιρεία, μέχρι την ολοσχερή ικανοποίηση των απαιτήσεων της τράπεζας από την εταιρεία.¹⁶⁵

Το σκεπτικό είναι πως στην υπό κρίση περίπτωση, το δάνειο που θα παρασχεθεί από την τράπεζα θα κατηγοριοποιηθεί ως δάνειο πρώτης σειράς (senior loan), και η τράπεζα θα καταταγεί ως δανειστής πρώτης σειράς (senior creditor), οι δε απαιτήσεις της τράπεζας θα αναχθούν σε απαιτήσεις πρώτης σειράς (senior liabilities). Παράλληλα οι μέτοχοι θα υπογράψουν συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είτε τριμερή (με τον πιστωτή πρώτης σειράς και τον οφειλέτη ως πρόσθετους συμβαλλομένους) είτε και απευθείας με τον πιστωτή πρώτης σειράς, η οποία σε αδρές γραμμές και όπως θα εξειδικεύεται από τις ειδικότερες ρυθμίσεις, θα προβλέπει ότι οι μέτοχοι (subordinated creditors) δεν θα δεχτούν την αποπληρωμή των απαιτήσεών τους (subordinated liabilities) από την εταιρεία μέχρι την ολοσχερή εξόφληση των απαιτήσεων της τράπεζας.

Στην περίπτωση που η κατάρτιση των μετοχικών δανείων (subordinated loans) και του δανείου της τράπεζας (senior loan) είναι παράλληλη, προφανώς ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να περιληφθεί κατευθείαν στο μετοχικό δάνειο, το οποίο θα τιτλοφορείται δάνειο με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (subordinated loan).

Παράδειγμα 2. Μία εταιρεία προβαίνει στην έκδοση ομολογιών, που προβλέπουν ότι ο ομολογιούχος δεν δικαιούται πληρωμής έως ότου εξοφληθούν πλήρως οι εκάστοτε πιστωτές ανώτερης σειράς (senior creditors). Πρόκειται για την περίπτωση, ομολογιών τελευταίας σειράς ή μειωμένης εξασφάλισης (junior, subordinated bonds), στην οποία αναφερθήκαμε

¹⁶⁵Για το παράδειγμα, όπως και για περισσότερα παραδείγματα, βλ. R. Wood, Subordination Agreements, Bankruptcy and the PPSA, Canadian Business Law Journal. Vol. 49, 2010, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1715587>, σελ. 67

ανωτέρω. Εν προκειμένω, ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, περιλαμβάνεται στον ίδιο τον τίτλο που εκδίδεται από τον οφειλέτη κατά τη σύσταση της απαίτησης¹⁶⁶.

1. Βασικές διακρίσεις των συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά

1.1 Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη απαιτήσεων (Debt Subordination Agreements) & Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη εμπραγμάτων δικαιωμάτων (Security Interest Subordination Agreements)¹⁶⁷.

Εισερχόμενοι στο κομμάτι των κύριων διακρίσεων των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, θα ξεκινήσουμε από μία διάκριση γενικού χαρακτήρα, που χρησιμοποιεί ως κριτήριο το αντικείμενο της σχετικής συμφωνίας.

Οι συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να έχουν ως αντικείμενο είτε την κατάταξη των απαιτήσεων, είτε την τάξη των εμπραγμάτων δικαιωμάτων, ρυθμίζοντας την μεταξύ τους προτεραιότητα. Γίνεται συναφώς λόγος για συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν στην τάξη των απαιτήσεων (*debt subordination agreements*) και για συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν στην τάξη των εμπραγμάτων δικαιωμάτων (*security interest subordination*)¹⁶⁸. Η μελέτη μας εστιάζει στις συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που έχουν ως αντικείμενο απαιτήσεις, αλλά για λόγους πληρότητας του λόγου και επειδή μπορεί (και ενίοτε πρέπει) οι εν λόγω συμφωνίες να συνδυάζονται, κρίνεται σκόπιμη μια συνοπτική αναφορά και στις συμφωνίες που ρυθμίζουν την προτεραιότητα ενεχυρικών/υποθηκικών τάξεων.

1.1.1 Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη απαιτήσεων (Debt Subordination Agreements.)

Στην περίπτωση των *debt subordination agreements*, ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί ότι οι ενοχικές απαιτήσεις του έναντι του οφειλέτη, εκπορευόμενες λόγου χάρη από σύμβαση δανείου, καθίστανται κατατακτές στην τελευταία σειρά, και ότι ο ίδιος δεν πρόκειται να επιδιώξει την εξυπηρέτησή τους, μέχρι την ικανοποίηση των απαιτήσεων των πιστωτών

¹⁶⁶ R. Wood, ό.π. σελ. 68

¹⁶⁷ R. Wood, ό.π. σελ. 69

¹⁶⁸ Στις ΗΠΑ ο όρος *security interest subordination* απαντάται και ως “*lien subordination*”, βλ. D. Carlson, ό.π. σελ. 1019

πρώτης σειράς.¹⁶⁹ Άρα, δυνάμει των συμφωνιών αυτών, υπάγονται σε καθεστώς τελευταίας σειράς ενοχικές απαιτήσεις.

1.1.2 Συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που αφορούν την τάξη εμπραγμάτων δικαιωμάτων (Security Interest Subordination Agreements).

Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση των security interest subordination agreements, δεν συμφωνείται ρητώς η «αναβολή» της εξυπηρέτησης της απαίτησης του πιστωτή τελευταίας σειράς¹⁷⁰. Αυτό που αποδέχεται ο πιστωτής τελευταίας σειράς, είναι ότι το εμπράγματο δικαίωμα που έχει επί περιουσιακού στοιχείου του οφειλέτη, θα είναι κατατακτέο σε υποδεέστερη τάξη από ότι το συρρέον εμπράγματο δικαίωμα κάποιου άλλου πιστωτή του οφειλέτη του στο εν λόγω περιουσιακό στοιχείο.¹⁷¹

Συμφωνίες εναλλαγής τάξεων εμπραγμάτων δικαιωμάτων.

Τα security interest subordination agreements μας παραπέμπουν στην γνωστή υπό το ελληνικό δίκαιο πρακτική της εναλλαγής των υποθηκικών/ενεχυρικών τάξεων αντίστοιχα, κοινώς στην εναλλαγή τάξεων μεταξύ εμπραγμάτων ασφαλειών επί του ιδίου υπέγγυου αντικειμένου, δυνάμει σχετικής συμφωνίας, κατά παρέκκλιση από την ισχύουσα στην εμπράγματη ασφάλεια αρχή της χρονικής προτεραιότητας.¹⁷²

Εναλλαγή υποθηκικών τάξεων.

Στην μεν περίπτωση των υποθηκών, τη δυνατότητα εναλλαγής τάξεων, μεταξύ διαδοχικών κατ' αρχήν υποθηκών, αναγνωρίζει ο Α.Ν. 612/1968, ο οποίος προβλέπει ότι η εναλλαγή μπορεί να επιτευχθεί δυνάμει (συμβολαιογραφικής) σύμβασης, μεταξύ των δανειστών που εναλλάσσουν τις υποθήκες τους, δίχως να απαιτείται συμμετοχή του προσωπικού ή υποθηκικού οφειλέτη¹⁷³.

Εναλλαγή ενεχυρικών τάξεων.

¹⁶⁹ R.Wood, ό.π.

¹⁷⁰ Ο.π. σελ. 69-70

¹⁷¹ Ο.π. σελ. 69-70

¹⁷² Π.Βέλλας, Η απώλεια προτεραιότητας ως μορφή ευθύνης του δανειοδότη, ΕφΑΔΠολΔ, 12/2018, σελ. 1283επ.

¹⁷³ Α.Γεωργιάδης, Εγχειρίδιο Εμπραγμάτων Δικαίου (2012), σελ.735-736, βλ. και ανάλυση σε Π. Βέλλα, ό.π. Γενικά, έχει αμφισβητηθεί το κατά πόσο η δυνατότητα εναλλαγής των τάξεων επεκτείνεται και σε υποθήκες που δεν έχουν εγγραφεί διαδοχικά, αλλά απέχουν κατά τάξη (π.χ. η τέταρτη να πάρει την θέση της δεύτερης). Στην περίπτωση πάντως που στη συμβολαιογραφική συμφωνία έχουν συμβληθεί και οι ενδιάμεσοι ενυπόθηκοι δανειστές, έχοντας χορηγήσει τη συναίνεσή τους στη νέα κατάταξη, δεν υπάρχει προφανής λόγος να αμφισβητείται αυτή η δυνατότητα. Υποστηρίζεται πάντως, ότι και στην περίπτωση μη διαδοχικών υποθηκικών τάξεων, δεν υπάρχει πρόβλημα, αν με την εναλλαγή δεν θίγονται τα συμφέροντα των ενδιάμεσων δανειστών.

Στην περίπτωση των ενεχύρων, το άρθρο 6 παρ.2 του Ν.2844/2000 ρητώς προβλέπει ότι με συμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων δανειστών, που δημοσιεύεται κατά το άρθρο 3 του εν λόγω νόμου, «μπορεί να μεταβληθεί η μεταξύ τους προτεραιότητα». Έγκυρες είναι και οι συμφωνίες ενεχυραστή και δανειστή ότι θα έχει προτεραιότητα για ορισμένο ποσό άλλο ενέχυρο, το οποίο δεν έχει ακόμα συσταθεί. Καίτοι ο νόμος δεν κάνει λόγο, έγκυρες είναι και οι συμφωνίες μεταξύ ασφαλειοληπτών για διαφορετική μεταξύ τους κατανομή του προϊόντος από τη ρευστοποίηση της ασφάλειας, οι οποίες δεσμεύουν κατ' αρχήν μόνο τους συμβαλλομένους.

Συνδυασμός debt-security interest subordination.

Ενίοτε, μπορεί στο πλαίσιο της ίδιας συμφωνίας εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά να προβλέπονται αμφότερα τα είδη subordination, τόσο δηλαδή η υπαγωγή της απαίτησης ορισμένου πιστωτή σε καθεστώς τελευταίας σειράς, όσο και η υπαγωγή του εμπραγμάτου δικαιώματός του σε καθεστώς τελευταίας σειράς. Λόγου χάρη, είναι δυνατόν να συμφωνηθεί πως ένας πιστωτής ο οποίος έχει αποδεχθεί την περιέλευση της απαίτησής του σε καθεστώς τελευταίας σειράς σε σχέση με την απαίτηση άλλου πιστωτή, υποχρεούται περαιτέρω να αποδεχθεί και την υπαγωγή των εμπραγμάτων δικαιωμάτων του σε υποδεέστερη τάξη σε σχέση με του πιστωτή πρώτης σειράς¹⁷⁴. Η διαμόρφωση αυτή δεν στερείται πρακτικής σπουδαιότητας, αφού με τον τρόπο αυτό αποφεύγονται οι δυσχέρειες που θα δημιουργούνταν στην περίπτωση που ο πιστωτής τελευταίας σειράς είχε μεν υποσχεθεί να μην προβεί λ.χ. σε μέτρα εκτέλεσης για ικανοποίηση της απαίτησής του μέχρις ότου ικανοποιηθεί ολοσχερώς η απαίτηση του πιστωτή πρώτης σειράς, πλην όμως ο πιστωτής πρώτης σειράς κωλύεται να ικανοποιήσει κατά προτεραιότητα την απαίτησή του εκ του λόγου ότι η περιουσία του οφειλέτη βαρύνεται με εμπράγματα ασφάλεια υπέρ του πιστωτή τελευταίας σειράς.¹⁷⁵

¹⁷⁴ R. Wood, ό.π., σελ. 70.

¹⁷⁵ Ο.π.

Βλ. επίσης P. Wood, ό.π. σελ. 189, όπου αναφέρεται ότι αν τόσο η απαίτηση πρώτης σειράς όσο και η απαίτηση τελευταίας σειράς είναι εμπραγμάτως εξασφαλισμένες, θα πρέπει να προβλέπεται ρητώς πως και οι εμπράγματα ασφάλειες θα φέρουν την ανάλογη τάξη. Στην υπόθεση General Electric Credit Corp. κατά Pennsylvania Bank & Trust Co., 11 UCC Rep 858 (Pa 1972), το αμερικανικό δικαστήριο θεώρησε πως πιστωτής τελευταίας σειράς του οποίου η απαίτηση ήταν εμπραγμάτως εξασφαλισμένη παρέμενε κατατακτέος στην τελευταία σειρά, παρότι η σύσταση της απαίτησης υπέρ της απαίτησης πρώτης σειράς δεν ολοκληρώθηκε. Από την συμφωνία παραχώρησης προτεραιότητας που εμπεριείχε ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, το δικαστήριο συνήγαγε ότι τόσο η απαίτηση τελευταίας σειράς, όσο και η εξασφάλιση υπέρ αυτής, είναι κατατακτέες σε τελευταία σειρά.

Βλ. επίσης Βέλλα, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης, σελ. 708-709 υπό 5.2 όπου αναφέρεται «η εμπράγματα ασφάλεια υπέρ της απαίτησης τελευταίας σειράς δεν επηρεάζει τη σειρά της προτεραιότητας μεταξύ των δανειστών πρώτης-τελευταίας σειράς. Ανάλογη ερμηνεία προσήκει στην περίπτωση που η απαίτηση μείζονος εξασφάλισης, ενώ είχε προνόμιο κατά τη σύναψη της παραχώρησης προτεραιότητας, το απώλεσε στη συνέχεια

1.1.3 Συμφωνίες πιστωτών (Intercreditor agreements).

Σημειωτέον ότι ο καθορισμός της τάξης ή προτεραιότητας των εμπραγμάτων δικαιωμάτων, αποτελεί συχνά στη πράξη περιεχόμενο των λεγόμενων συμφωνιών πιστωτών (intercreditor agreements), που απαντώνται πολύ συχνά στις χρηματοδοτήσεις. Οι συμφωνίες πιστωτών αποτελούν ενοχικές συμφωνίες εξασφαλιστικής φύσης και προϊόν συμβατικής ελευθερίας (ΑΚ 361).¹⁷⁶ Οι συμφωνίες πιστωτών καταρτίζονται μεταξύ δύο ή περισσότερων πιστωτών που έχουν αντιτιθέμενα εμπράγματα δικαιώματα επί του ίδιου ασφαλιζόμενου περιουσιακού στοιχείου ή δικαιώματος. Αξιοποιούνται υπό αυτό το πρίσμα για τον καθορισμό ή την τροποποίηση της κατάταξης ή προτεραιότητας που θα ίσχυε κατ' αρχήν.¹⁷⁷

Δεν αποκλείεται πάντως οι εν λόγω συμφωνίες πιστωτών να αξιοποιούνται και για τον καθορισμό της σειράς προτεραιότητας σε περίπτωση πτώχευσης ή εν γένει ανώμαλης εξέλιξης μιας χρηματοδότησης¹⁷⁸, και όχι της σειράς προτεραιότητας των εμπραγμάτων δικαιωμάτων¹⁷⁹.

1.2 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη (Contractual Subordination) – Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ ορισμένων πιστωτών του οφειλέτη (Turnover Subordination)

Μία βασική διάκριση μεταξύ όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που έχουν ως αντικείμενο την κατάταξη των απαιτήσεων είναι, κατά τη διεθνή ορολογία, η διάκριση μεταξύ (α) contractual subordination και (β) turnover subordination¹⁸⁰. Κριτήριο της εν λόγω κατηγοριοποίησης είναι το εύρος των πιστωτών στους οποίους παραχωρείται η προτεραιότητα περί την εξυπηρέτηση¹⁸¹. Η διάκριση αυτή, με άλλα λόγια, έχει να κάνει με το κατά πόσο ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί να χορηγήσει προτεραιότητα υπέρ όλων, ή υπέρ ορισμένου ή ορισμένης κατηγορίας πιστωτών του κοινού οφειλέτη. Επίσης, το ποιοι πιστωτές ωφελούνται από την συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, επηρεάζει και το περιεχόμενο που μπορεί κατά περίπτωση να προσλαμβάνει και παροχή του πιστωτή τελευταίας

ή, ενώ φερόταν να έχει έκτοτε αποκτήσει προνόμιο, στην πραγματικότητα ουδέποτε το έλαβε. Η διασταλτική ερμηνεία υπέρ του πιστωτή πρώτης σειράς βασίζεται στην απορρέουσα από την καλή πίστη βούληση των μερών να συμβληθούν στην παραχώρηση προτεραιότητας, προκειμένου ακριβώς το συρρέον επί του ίδιου εμπραγμάτου αντικειμένου προνόμιο του δανειστή τελευταίας σειράς να μην ισχύσει έναντι του πρώτου.»

¹⁷⁶ Βλ. Ν. Φράγκο, ό.π. σελ. 486-469 για τις συμβάσεις πιστωτών και την πρόβλεψη debt/security subordination.

¹⁷⁷ R. Wood, Ό.π.

¹⁷⁸ Βλ. Ν. Φράγκο, ό.π.

¹⁷⁹ R. Wood, Ό.π.

¹⁸⁰ P. Wood, ό.π. σελ. 177, σελ. 185-187

¹⁸¹ Βέλλας, Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης, σελ. 697

σειράς¹⁸². Όπως εξάλλου έχει επισημανθεί, η τελευταία σειρά δεν έχει πάντα απόλυτο, αλλά ενίοτε έχει και σχετικό χαρακτήρα αφού μια απαίτηση μπορεί να θεωρείται τελευταίας σειράς ως προς ορισμένο πιστωτή, ενώ ως προς άλλους να αποτελεί κανονικά ανέγγυο πίστωμα¹⁸³.

1.2.1 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη (Contractual Subordination).

Όπως χαρακτηριστικά γράφεται, *‘a contractual subordination is a subordination to all other creditors’*.¹⁸⁴ Με τα contractual subordination agreements, λοιπόν, ο πιστωτής τελευταίας σειράς χορηγεί απόλυτη προτεραιότητα περί την εξυπηρέτηση, υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη, έναντι των οποίων και υποχωρεί. Σε αυτές τις περιπτώσεις επομένως, η υπαγωγή του subordinated creditor σε καθεστώς τελευταίας σειράς λαμβάνει λοιπόν γενικό, καθολικό και «απόλυτο»¹⁸⁵ χαρακτήρα, ενώ λειτουργεί προς όφελος τόσο των υφιστάμενων, όσο και των μελλοντικών πιστωτών του οφειλέτη, που δεν χαρακτηρίζονται ως τελευταίας σειράς¹⁸⁶.

Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη (contractual subordination) αποτελεί επομένως συμφωνία μεταξύ του οφειλέτη και του πιστωτή τελευταίας σειράς (χωρίς να αποκλείεται πάντως και η συμμετοχή ορισμένου πιστωτή ανώτερης σειράς) ότι η απαίτηση τελευταίας σειράς μπορεί να εξυπηρετηθεί μόνο μετά την ολοσχερή και προσήκουσα ικανοποίηση του χρέους πρώτης σειράς.¹⁸⁷ Ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί με τον οφειλέτη ότι, σε περίπτωση υπαγωγής του οφειλέτη σε διαδικασία αφερεγγυότητας, συλλογικής ή αναγκαστικής εκτέλεσης ή εκκαθάρισης, η απαίτηση τελευταίας σειράς θα είναι αποπληρωτέα σε επόμενο χρόνο, ήτοι μετά την προηγούμενη αποπληρωμή της απαίτησης πρώτης σειράς, ο δε σύνδικος της πτώχευσης ή ο εκκαθαριστής

¹⁸² Πρβλ. Βέλλα, Δίκαιο εμπράγματης εξασφάλισης πιστώσεων: «Αναφορικά εξάλλου με το συμβατικό αντικείμενο, στο δάνειο σχετικά μειωμένης εξασφάλισης ο δανειοδότης υπέχει διττή υποχρέωση, (1) πρώτον, να μη λαμβάνει μέρος επί αφερεγγυότητας του δανειολήπτη εωσότου ικανοποιηθεί ολικώς ο δανειστής μείζονος εξασφάλισης και, (2) δεύτερον, να αποδίδει οσεσδήποτε δανειακές προσόδους έχει τυχόν λάβει πριν να κλονισθεί η φερεγγυότητα του δανειολήπτη, προκειμένου να ικανοποιηθεί ολικώς η απαίτηση μείζονος εξασφάλισης στην περίπτωση που αυτή θα έχει καταστεί επισφαλής, ενώ στο δάνειο απολύτως μειωμένης εξασφάλισης αναλαμβάνεται από τον περιώνυμο δανειοδότη η υποχρέωση να μη λαμβάνει μέρος επί αφερεγγυότητας του δανειολήπτη εωσότου ικανοποιηθούν ολικώς όλοι οι δανειστές οι οποίοι δεν είναι κατατακτέοι στην τελευταία σειρά προτεραιότητας, χωρίς όμως να εκτίθεται στον κίνδυνο εναγωγής του από οποιονδήποτε δανειστή μείζονος εξασφάλισης προς απόδοση των καρπών της δανειακής απαίτησης οι οποίοι έχουν συλλεγεί πριν από τον κλονισμό της φερεγγυότητας του κοινού οφειλέτη.»

¹⁸³ Περάκης, Πτωχευτικό Δίκαιο, σελ. 278.

¹⁸⁴ P.Wood, ό.π. σελ. 185

¹⁸⁵ Στη θεωρία απαντάται και ο όρος δάνεια απολύτως μειωμένης εξασφάλισης

¹⁸⁶ P. Wood, ό.π. σελ. 187: ‘The main feature of contractual subordination to all creditors is that the junior debtor is in effect subordinated to all present and future creditors and not just to a particular senior loan or class of senior debt. It follows that there is no intercreditor agreement between the parties.’

¹⁸⁷ P. Wood, ό.π. σελ. 177

(ή το αρμόδιο κατά περίπτωση όργανο) θα καλείται να αποδώσει το αναλογούν στην απαίτηση πρώτης σειράς πλειστηρίασμα, κατά προτεραιότητα.¹⁸⁸

Τα δάνεια που συνεχονται με όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών, τα οποία απαντώνται εναλλακτικά κα ως δάνεια απολύτως μειωμένης εξασφάλισης, γεννούν απαιτήσεις κεφαλαίου ή τόκων, που είναι απαιτητές μετά την ικανοποίηση όλων των άλλων δανειστών του οφειλέτη, που δεν είναι κατατακτέοι στην τελευταία σειρά¹⁸⁹. Ο πιστωτής τελευταίας σειράς αναλαμβάνει δηλαδή την υποχρέωση να μην λαμβάνει μέρος επί αφερεγγυότητας του οφειλέτη, μέχρι την ολοσχερή ικανοποίηση όλων των δανειστών που δεν είναι κατατακτέοι στην τελευταία σειρά¹⁹⁰. Πάντως, μπορεί ρητώς να συμφωνείται ότι ο πιστωτής τελευταίας σειράς θα είναι κατατακτέος στην τελευταία σειρά προτεραιότητας μεταξύ όλων των πιστωτών, όχι μόνο επί διανομής κατά διαδικασίες εκτέλεσης κατά του οφειλέτη, αλλά γενικότερα, οποτεδήποτε περιέρχεται ο οφειλέτης σε υπερημερία έναντι των υπέρ των ή σύμβαση τρίτων πιστωτών.¹⁹¹ Όταν επομένως ο οφειλέτης περιέλθει σε καθεστώς υπερημερίας έναντι του πιστωτή πρώτης σειράς, η απαίτηση του δανειστή μειωμένης εξασφάλισης θα τελεί υπό την αναβλητική αίρεση της ολικής ικανοποίησης του πιστωτή πρώτης σειράς¹⁹².

Σε επίπεδο ελληνικής νομοθεσίας, την ύπαρξη των συμφωνιών τελευταίας σειράς υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη, υπονοεί το άρθρο 96 του ΚΑφ (παρ.1 στοιχείο δ'), που ορίζει, όπως έχουμε αναφέρει, ως πτωχευτικούς πιστωτές τελευταίας σειράς εκείνους των οποίων οι απαιτήσεις δεν ικανοποιούνται από την πτωχευτική περιουσία, παρά μόνο αφού ικανοποιηθούν πλήρως τόσο οι προνομιούχοι όσο και οι ανέγγυοι πιστωτές¹⁹³.

Ένας τυπικός contractual subordination clause θα προβλέπει ότι σε περίπτωση υπαγωγής του οφειλέτη σε διαδικασία αφερεγγυότητας (insolvency), η απαίτηση του πιστωτή τελευταίας σειράς έπεται (is subordinated) όλων των απαιτήσεων που δεν υπάγονται στον χαρακτηρισμό του χρέους τελευταίας σειράς (non-subordinated).¹⁹⁴ Μια πιο ιδιαίτερη συμφωνία, θα μπορούσε να προβλέπει ότι αρχικά μεν σε περίπτωση που ο οφειλέτης οφειλέτης υπαχθεί σε οποιαδήποτε διαδικασία εκκαθάρισης, λύσης ή παρόμοια πτωχευτική διαδικασία, ή οποιαδήποτε άλλη διαδικασία διανομής των περιουσιακών του στοιχείων, το χρέος τελευταίας

¹⁸⁸ P. Wood, ό.π. σελ. 187

¹⁸⁹ Βέλλας, ό.π. σελ. 697

¹⁹⁰ Βέλλας, ό.π. σελ. 697

¹⁹¹ Βέλλας, Δίκαιο Εμπράγματος Εξασφάλισης των Πιστώσεων, 2022, σελ. 48

¹⁹² Βέλλας, ό.π. Σελ 48-49

¹⁹³ Περάκης, ό.π. σελ. 278, Βέλλας, ό.π. σελ. 697

¹⁹⁴ P.Wood, ό.π, σελ. 187

σειράς θα είναι πληρωτέο μόνο υπό την προϋπόθεση (contingent or conditional) ότι το χρέος πρώτης σειράς έχει εξυπηρετηθεί ή είναι δυνατόν να εξυπηρετηθεί πλήρως. Σε αυτές τις περιπτώσεις, το χρέος τελευταίας σειράς θα μειώνεται κατά το ποσό που εκάστοτε απαιτείται, ενδεχομένως δε και θα μηδενίζεται, για να εξασφαλιστεί ότι ο οφειλέτης θα είναι σε θέση να εξυπηρετήσει πλήρως το χρέος ανώτερης σειράς¹⁹⁵.

Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη, είναι συνήθως κοινά ή μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια εκδιδόμενα από φορείς του χρηματοπιστωτικού τομέα, ιδίως πιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις, ώστε δια της διάθεσης των συγκεκριμένων τίτλων να χρηματοδοτούνται, αφενός μεν, προς συμμόρφωση στις εκάστοτε ισχύουσες κεφαλαιακές απαιτήσεις φερεγγυότητας, αφετέρου δε, προς αποφυγή αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου.¹⁹⁶

Συνεπώς, η εν λόγω σύμβαση έχει τόσο εξασφαλιστικό οικονομικό σκοπό υπέρ των δανειστών που δεν συνδέονται εταιρικά με τον οφειλέτη, όσο και χρηματοδοτικό, προς ικανοποίηση κεφαλαιακών αναγκών του οφειλέτη και απορρόφησης μελλοντικών ζημιών. Δεν αποκλείεται πάντως δάνειο αυτό να χορηγείται και ως κεφάλαιο κίνησης για την εξυπηρέτηση αμιγώς ταμειακών αναγκών.¹⁹⁷

1.2.2 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ ορισμένων πιστωτών του οφειλέτη (Turnover Subordination Agreements).

Στην περίπτωση των turnover agreements, από την άλλη, η συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά έχει περιορισμένο εύρος, και ισχύει μόνο ως προς έναν πιστωτή, ή ως προς ορισμένη κατηγορία πιστωτών ανώτερης σειράς.¹⁹⁸ Με άλλα λόγια, ο πιστωτής τελευταίας σειράς παραχωρεί προτεραιότητα υπέρ ενός ή περισσότερων, αλλά πάντως μερικών μόνο εκ των συρρεόντων πιστωτών του οφειλέτη¹⁹⁹. Από τη σκοπιά των υπολοίπων πιστωτών, ο υπό κρίση πιστωτής «κατώτερης σειράς», δεν είναι κατατακτέος στην τελευταία σειρά, αλλά είναι κανονικά κατατακτέος λόγου χάρη ως προνομιούχος ή ως ανέγγυος πιστωτής, ισχύει δε η αρχή

¹⁹⁵ P.Wood, ό.π., σελ. 187

¹⁹⁶ Βέλλας, ό.π., σελ. 49, Wood, ό.π. σελ. 178: “Transactions using subordinated debt – Capital adequacy: Subordinated debt may rank as primary locked-in capital or as near primary capital for the purposes of central bank supervision of the capital adequacy of banks...”, “Dominant shareholders of banks, eg banks, subsidiaries in a larger group, are often required by bank regulators to make loans to the bank subsidiary which are contractually subordinated to all other creditors of the bank”.

¹⁹⁷ Βέλλας, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης, σελ. 700

¹⁹⁸ P. Wood, ό.π. σελ. 185: A turnover subordination is a subordination to only one or a small class of senior creditors

¹⁹⁹ Βέλλας, ό.π. σελ. 697

της σύμμετρης ικανοποίησης ανάλογα με την περίπτωση. Ως εκ τούτου, η συμφωνία για εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποκτά εν προκειμένω σχετικό χαρακτήρα, εξ' ου και η χρήση του όρου «δάνειο σχετικώς μειωμένης εξασφάλισης», δυνάμει του οποίου ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί ότι θα παραλείπει την είσπραξη ή με οποιοδήποτε άλλο μέσο απόσβεση της απαίτησης τελευταίας σειράς, μέχρι την ικανοποίηση της απαίτησης πρώτης σειράς, ότι θα αποδίδει υπέρ της τελευταίας σε περίπτωση υπερημερίας του οφειλέτη οποιαδήποτε χρηματική παροχή θα έχει τυχόν λάβει σε ικανοποίηση της απαίτησης τελευταίας σειράς, και ότι δε θα λαμβάνει μέρισμα για ίδιο λογαριασμό επί αφερεγγυότητας του οφειλέτη εωσότου ικανοποιηθεί ολικώς ο δανειστής ανώτερης σειράς²⁰⁰. Γίνεται επομένως αντιληπτό, ότι στα turnover agreements, οι υποχρεώσεις του πιστωτή τελευταίας σειράς δεν εξαντλούνται στη μη παράλειψη ικανοποίησης της απαίτησης του, αλλά επεκτείνονται και στην απόδοση τυχόν ληφθέντων σχετικά με την απαίτηση τελευταίας σειράς, υπέρ του πιστωτή ανώτερης σειράς.

Οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ ορισμένων πιστωτών του οφειλέτη, επίσης υπονοούνται από τον Έλληνα πτωχευτικό νομοθέτη, και ειδικότερα στο στοιχείο γ' της παρ. 1 του άρθρου 103 του ΚΑφ, όπου όπως αναφέραμε αναγνωρίζεται ως έγκυρο ενδεικτικό περιεχόμενο της προπτωχευτικής διαδικασίας εξυγίανσης η ρύθμιση με την οποία ορισμένη κατηγορία πιστωτών δεν δύναται να ζητήσει την αποπληρωμή των απαιτήσεών της πριν την ολοσχερή ικανοποίηση μιας άλλης. Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης έναντι ορισμένων μόνο πιστωτών παρέχονται συνήθως είτε με ανάληψη ομολογιών επόμενης σειράς («junior tranches») έναντι των ομολογιών πρώτης σειράς έκδοσης («senior tranches»), είτε από μετόχους ή εταίρους για διευκολύνουν τη δανειακή χρηματοδότηση της εταιρείας τους από πιστωτικά ιδρύματα.²⁰¹

Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει πως υπάρχουν δύο βασικά είδη turnover subordination, ήτοι όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που τίθενται υπέρ ορισμένων μόνον πιστωτών του οφειλέτη και συνέχονται με αυτή την πρόσθετη υποχρέωση απόδοσης²⁰²:

(α) Πρόβλεψη του λεγόμενου 'Turnover Subordination trust'.

Εν προκειμένω ο πιστωτής τελευταίας σειράς αναλαμβάνει την υποχρέωση να τηρεί τυχόν μερίσματα, προσόδους, ή άλλα ποσά που λαμβάνει αναφορικά με το χρέος τελευταία σειρά 'in

²⁰⁰ Βλ. Βέλλα, σελ. 697-698

²⁰¹ Βέλλας, Δίκαιο Εμπράγματος Εξασφάλισης Πιστώσεων, σελ. 49

²⁰² Βλ. P. Wood, σελ. 185

trust', («καταπίστευμα») υπέρ του πιστωτή ανώτερης σειράς, προκειμένου να αποδοθούν υπέρ του χρέους πρώτης σειράς, ώστε να εξοφληθεί ολοσχερώς.²⁰³ Από τη σκοπιά του ελληνικού δικαίου, η χρήση του όρου 'trust' προφανώς προβληματίζει, αφού μας παραπέμπει στον αντίστοιχο θεσμό του αγγλοσαξωνικού δικαίου, ο οποίος δεν αναγνωρίζεται στην ελληνική έννομη τάξη. Παρόλαυτα, και η ίδια η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει πως η χρήση του όρου 'trust' δεν θα χρειάζεται να υποβάλλει τους γνώστες του ηπειρωτικού δικαίου σε ιδιαίτερους προβληματισμούς, αφού το σκοπούμενο εν προκειμένω αποτέλεσμα είναι απλώς η μεταβίβαση μελλοντικών απαιτήσεων (transfer of future proceeds)²⁰⁴. Αν αυτό είναι που επιδιώκουμε, και σε επίπεδο ελληνικού δικαίου μπορεί να επιτευχθεί και με άλλα μέσα, ήτοι μέσω εκχώρησης μελλοντικών απαιτήσεων, λ.χ. των απαιτήσεων στο πλειστηρίασμα.²⁰⁵ Πάντως πρακτικά, πέρα από την όποια (μελλοντική) απαίτηση επί των προσόδων/του πλειστηριασμού, κλπ, ο πιστωτής τελευταίας σειράς μπορεί να εκχωρήσει (εξασφαλιστικά) στον πιστωτή πρώτης σειράς, και την ίδια την απαίτηση τελευταίας σειράς ως εξασφάλιση της αποπληρωμής του χρέους πρώτης σειράς (fiduciary assignment) για να μην είναι εκτεθειμένος στον κίνδυνο αφερεγγυότητας του πιστωτή τελευταίας σειράς²⁰⁶. Πάντως, στο ελληνικό δίκαιο, οποιαδήποτε μορφή εκχώρησης απαίτησης, τελειοποιείται μόνο όταν αναγγελθεί στον οφειλέτη (ΑΚ 460). Από την ημερομηνία γνωστοποίησης της εκχώρησης, η εκχώρηση δεσμεύει τον οφειλέτη, ο οποίος στη συνέχεια δεν μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του παρά μόνο πληρώνοντας τον εκδοχέα.²⁰⁷

(β) 'Debtor-Creditor turnover subordination'.

Εν προκειμένω, ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί λόγου χάρη να διεκδικήσει/να αναγγελθεί για την απαίτηση τελευταίας σειράς στην πτώχευση του οφειλέτη, και στη συνέχεια να προβεί στην απόδοση του ανάλογου ποσού στον πιστωτή πρώτης σειράς.²⁰⁸ Στην πράξη, τα συμβαλλόμενα μέρη σπανίως προτιμούν να παραμείνουν απλώς σε αυτό το σχήμα δίχως καμία επιπρόσθετη εξασφάλιση, γιατί στην πραγματικότητα δεν εξασφαλίζει με απόλυτη επάρκεια

²⁰³ Ο.π.

²⁰⁴ Ο.π. σελ. 185: The trust language is confusing: essentially it is a transfer of future proceeds like an assignment. The purpose of the trust language is to make it clear that the senior creditor has a super-priority proprietary claim for proceeds if the junior creditor is insolvent. Βλ. επίσης, ό.π. σελ. 192

²⁰⁵ Βλ. Καρατζά εις Wood, ό.π., σελ. 145 : 'In an effort to improve the efficiency of the contractual subordination, the senior and the junior creditor may validly under Greek law agree that any amount the junior creditor receives from any pari passu distribution of the proceeds of realisation of any of the assets of the common debtor is assigned to the senior creditor.'

²⁰⁶ Βλ. Καρατζά εις Wood, ό.π., σελ. 145: 'Instead of an assignment of proceeds, the junior creditor may assign to the senior creditor the entire subordinated debt as a security for the payment of the senior debt (fiduciary assignment).'

²⁰⁷ Βλ. Καρατζά εις Wood, ό.π.

²⁰⁸ P. Wood, ό.π., σελ. 186

τα συμφέροντα του πιστωτή πρώτης σειράς, που απλώς πρέπει να βασιστεί στην τήρηση των συμφωνηθέντων από τον πιστωτή τελευταίας σειράς, ο οποίος άμεσα δεν είναι καν δικός του οφειλέτης²⁰⁹. Επίσης, προφανώς προαπαιτεί να παραμένει και ο πιστωτής τελευταίας σειράς φερέγγυος και να μην κηρυχθεί σε πτώχευση²¹⁰.

Τούτων λεχθέντων, επί contractual subordination στην πραγματικότητα επωφελούνται όλοι οι πιστωτές του εκάστοτε οφειλέτη, ακόμα και οι μη συμβαλλόμενοι στη συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά²¹¹. Από την άλλη, τα turnover subordination agreements παρέχουν στον πιστωτή πρώτης σειράς το πρόσθετο πλεονέκτημα, ότι μπορεί να λόγω χάρη στην πτώχευση του οφειλέτη να διεκδικήσει διπλό μέρος (double dividend), αφού αφενός μεν μπορεί να αναγγεληθεί ο ίδιος στην πτώχευση και άρα να λάβει το μέρος που αναλογεί στην απαίτησή του, παράλληλα όμως θα υπάρξει και υποχρέωση του πιστωτή τελευταίας σειράς να του αποδώσει το μέρος που αναλογεί στην απαίτηση τελευταίας σειράς²¹².

Συναφείς διακρίσεις στο Γερμανικό Δίκαιο. Αντίστοιχα και σε επίπεδο γερμανικού δικαίου, διακρίνονται οι ακόλουθες μορφές δανείων μειωμένης εξασφάλισης ή εξόφλησης σε τελευταία σειρά (*Nachrangdarlehen*):

- *Qualifizierter Nachrang*: Πρόκειται για το δάνειο πιστωτή που συμφωνεί η αξίωσή του να ικανοποιηθεί μετά από εκείνες των υπολοίπων πιστωτών, ή συγκεκριμένων πιστωτών²¹³.
- *Relativer Nachrang*: Πρόκειται για τα προνομιακά μεταχειριζόμενα δάνεια τα οποία στη βάση μιας συμφωνίας μεταξύ πιστωτή τελευταίας σειράς, πιστωτή πρώτης σειράς και οφειλέτη θα πρέπει να εξυπηρετηθούν τόσο εξωπτωχευτικά, όσο και ενδοπτωχευτικά σε πρώτη σειρά.²¹⁴

²⁰⁹ Ο.π.

²¹⁰ Ο.π.

²¹¹ Ο.π. σελ. 188 και εκεί εξήγηση.

²¹² Ο.π.

²¹³ Baums, *Recht der Unternehmensfinanzierung*, σελ. 240, βλ. Τζουγανάτο/Βερβεσό, ό.π. σελ. 206 υποσημ.(21), βλ. και Τουντόπουλο: Ο όρος μπορεί να προβλέπεται είτε υπέρ συγκεκριμένων είτε υπέρ όλων των δανειστών της εταιρείας (*Qualifizierter ή tiefer Rangrücktritt*), η δε σύσταση προνομίου υπέρ όλων των δανειστών είναι σημαντική για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Όταν η εταιρεία βρίσκεται σε καθεστώς υπερχρέωσης μπορεί να προβλέπεται συμφωνία υπέρ όλων των δανειστών της εταιρείας, οπότε τα δάνεια έχουν ως σκοπό την εξυγίανση της εταιρείας και καλούνται και δάνεια εξυγίανσης.

²¹⁴ Baums, ό.π. Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π.

- *Struktureller Nachrang*: Πρόκειται για την περίπτωση των απαιτήσεων ιδιωτών δανειστών ενός εταίρου κεφαλαιουχικής ή προσωπικής εταιρείας που ικανοποιούνται μετά από εκείνες των εταιρικών δανειστών²¹⁵.

1.3 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά γενικής εφαρμογής (Complete subordination) & Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ειδικής εφαρμογής (Inchoate subordination).

Μία περαιτέρω διάκριση των συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, γίνεται με βάση το χρονικό σημείο της ενεργοποίησής τους²¹⁶, ήτοι της θέσης τους σε ισχύ. Διακρίνουμε λοιπόν ανάμεσα σε όρους εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά γενικής εφαρμογής (*complete/absolute subordination*) και όρους εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ειδικής εφαρμογής (*inchoate/springing/contingent*²¹⁷ *subordination*).²¹⁸ Υπό αυτό το πρίσμα, οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να ενεργοποιούνται σε ορισμένες μόνο περιπτώσεις (*inchoate subordination*), κατόπιν επέλευσης συγκεκριμένων μόνο γεγονότων τα οποία εξειδικεύονται στη σύμβαση (*'some contingency'*), π.χ. κατά την επέλευση της πτώχευσης (*insolvency subordination*) του οφειλέτη ή κάποιο άλλο γεγονός αθέτησης (*event of default*)²¹⁹. Επίσης, μπορεί να τίθενται υπό αίρεση, ή υπό προθεσμία. Από την άλλη, μπορεί να μην υπόκεινται σε περιορισμούς και να τυγχάνουν γενικής εφαρμογής (*complete subordination*).²²⁰ Συναφώς, και προς διασφάλιση των ταμειακών ροών της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, μπορεί να απαγορεύεται είτε απόλυτα είτε να επιτρέπεται μόνο κατόπιν έγκρισης κάθε καταβολή προς τους πιστωτές τελευταίας σειράς, εφόσον δεν έχουν εξοφληθεί οι απαιτήσεις των δανειστών πρώτης σειράς υπέρ των οποίων θεσπίζεται το προνόμιο (*Permitted Payments*)²²¹.

Ειδικότερα, οι συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά γενικής εφαρμογής (*complete subordination*) ισχύουν με την κατάρτισή τους, και ενεργοποιούνται άμεσα, με συνέπεια να αναστέλλεται άμεσα η ικανοποίηση της απαίτησης τελευταίας σειράς, και καμία πληρωμή,

²¹⁵ Baums, ό.π., Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π.

²¹⁶ D. Calligar, ό.π. σελ. 377, R. Wood, ό.π, σελ. 71, P. Wood, ό.π., σελ. 177

²¹⁷ D. Carlson, ό.π. σελ. 983,

²¹⁸ Ό.π.

²¹⁹ D. Carlson, ό.π.

²²⁰ Τουντόπουλος, ό.π.

²²¹ Τουντόπουλος, ό.π., Βλ. και D. Calligar, ό.π. σελ. 378, όπου εξηγείται ότι τόσο επί *inchoate* όσο και επί *complete subordination* μπορεί να είναι αυστηρότερη ή χαλαρότερη η συμβατική διαμόρφωση. Επί *complete subordination* μπορεί να θεσπίζεται απλώς περιορισμός της αποπληρωμής του *subordinated debt* σε συγκεκριμένο ποσό μέχρι την ολοσχερή εξόφληση του *senior debt*. Αντίστοιχα, επί *inchoate subordination*, μπορεί να υπάρξει αυστηρότερη διαμόρφωση με το να συμφωνείται ότι συντρεχουσών ορισμένων προϋποθέσεων (λ.χ. *default in payment of the senior debt*) θα απαγορεύονται οι καταβολές προς τον πιστωτή τελευταίας σειράς.

ούτε κατά κεφάλαιο ούτε κατά τόκους, να μην είναι καταβλητέα στον πιστωτή τελευταίας σειράς, μέχρι την ολοσχερή ικανοποίηση του πιστωτή πρώτης σειράς.²²² Η διαμόρφωση αυτή απαντάται συνήθως επί συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στις οποίες εμπλέκονται οι λεγόμενοι ‘corporate insiders’ (π.χ. μέτοχοι της εταιρείας), ούτως ώστε η εξόφληση του δανείου του insider να αναβάλλεται (locked-in) μέχρι την ικανοποίηση του πιστωτή πρώτης σειράς.²²³

Σε άλλες περιπτώσεις²²⁴, οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά διαμορφώνονται ως «ειδικής εφαρμογής» και προβλέπουν ότι η υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς ενεργοποιείται μόνο εφόσον λάβει χώρα συγκεκριμένο γενεσιουργό γεγονός (*triggering event*), όπως η αθέτηση του δανείου πρώτης σειράς (*senior credit agreement default*), η αφερεγγυότητα του οφειλέτη (*debtor’s insolvency*) ή η παραβίαση χρηματοοικονομικού δείκτη (*financial ratio*) από τον οφειλέτη.²²⁵ Επί όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που τυγχάνουν ειδικής εφαρμογής, έως ότου επισυμβεί το προβλεπόμενο κρίσιμο γεγονός ή αίρεση, η αποπληρωμή του δανείου τελευταίας σειράς (είτε κατά κεφάλαιο, είτε κατά τόκους ανάλογα με την συμφωνία), είναι επιτρεπτή.²²⁶ Με δεδομένο ότι υπάρχει κίνδυνος για τον πιστωτή πρώτης σειράς, να υπονομευθεί η υπαγωγή του χρέους από προπληρωμές (*pre-payments*) ή εξαιρετικές πληρωμές (*extraordinary payments*) που πραγματοποιούνται πριν την πλήρωση των αιρέσεων υπό τις οποίες τελεί η ενεργοποίηση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, η σχετική συμφωνία συνήθως θα επιβάλλει ορισμένους περιορισμούς (*payment blocks*) στις επιτρεπόμενες πληρωμές που μπορούν να διενεργηθούν υπέρ του πιστωτή τελευταίας σειράς στο μεσοδιάστημα, για να μην αποψιλωθεί η περιουσία του οφειλέτη και καταστεί αδύνατη η ολοσχερής εξόφληση των απαιτήσεων του πιστωτή πρώτης σειράς.²²⁷ Πάντως κατ’ αρχήν, το σχήμα αυτό παρουσιάζεται ως πιο συμφέρον για τον πιστωτή τελευταίας σειράς, ο οποίος δεν θα στερείται εξ’ αρχής πάσης πληρωμής.²²⁸

²²² R.Wood, ό.π., P.Wood, ό.π. Calligar, ό.π. σελ. 378, βλ. D.Kravitz: υποσημ. 34: Calligar’s use of the term ‘inchoate’ has been criticized as suggesting incorrectly that some further action is required by the senior lender to enforce its rights., Edward Everett, Subordinated Debt – Nature and Enforcement, 20 Bus.Law, 953, 957 (1965), Coogan, ό.π. σελ. 234

²²³ R. Wood, ό.π., Πρβλ. και D. Calligar, ό.π. σελ. 378: ‘An example is the printed bank form drawn in favor of the bank as to then outstanding and future loans by the bank to the debtor.’

²²⁴ Πρβλ. D. Calligar, ό.π. σελ. 378: ‘The inchoate type of agreement is often found in corporate indentures which provide for subordinated bond or debenture issues. The beneficiaries of such a subordination are all of a particular class or classes of creditors, such as banks, other institutional lenders, or even all other creditors.’

²²⁵ D. Calligar, ό.π. σελ. 378, P.Wood, ό.π., R.Wood, ό.π.

²²⁶ D. Calligar, ό.π., σελ. 378, P.Wood, ό.π.

²²⁷ R. Wood, ό.π.

²²⁸ D. Calligar, ό.π. σελ. 378

Σε κάθε περίπτωση, όλοι οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, θα ενεργοποιούνται επί θέσης του οφειλέτη σε εκκαθάριση (liquidation) ή επί αφερεγγυότητάς του (insolvency), καθώς τότε αναδύεται η πρακτική χρησιμότητα του εν λόγω όρου, ιδίως σε ότι αφορά τα συμφέροντα του πιστωτή πρώτης σειράς.²²⁹

1.4 Όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά «Ab Initio» και Επιγενόμενοι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (Subsequent Subordination)

Μια εναλλακτική διάκριση των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, επικαλείται το κριτήριο των συμβαλλομένων στον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μερών.²³⁰ Αρχικά, ο όρος περί εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, μπορεί να περιλαμβάνεται στη σύμβαση μεταξύ του οφειλέτη και του πιστωτή τελευταίας σειράς. Αυτό θα συμβαίνει λόγω χάρη στην περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου διηρημένου σε ομολογίες τελευταίας σειράς, όπου θα προβλέπεται ότι οι ομολογιούχοι δανειστές θα ικανοποιούνται ύστερα από τους υπολοίπους πιστωτές της εκδότριας ή ύστερα από ορισμένη κατηγορία πιστωτών (άρθρο 60 Ν.4548/2018). Ο πιστωτής ή οι πιστωτές πρώτης σειράς που επωφελούνται από τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, δεν αποτελούν μέρος στη συγκεκριμένη συμφωνία. Γίνεται συναφώς λόγος για subordination *ab initio*, διότι η απαίτηση του πιστωτή τελευταίας σειράς λογίζεται ως τελευταίας σειράς από τη στιγμή της γένεσής της. Στην περίπτωση των επιγενόμενων (subsequent) όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, προηγείται σύμβαση οφειλέτη και επιγενόμενου πιστωτή τελευταίας σειράς, δυνάμει τις οποίες συστήνεται η απαίτηση του τελευταίου (όχι ακόμη ως απαίτηση τελευταίας σειράς) και στη συνέχεια, καταρτίζεται σύμβαση μεταξύ σκοπούμενου πιστωτή πρώτης σειράς και σκοπούμενου πιστωτή τελευταίας σειράς, στο πλαίσιο της οποίας συμφωνείται ότι η απαίτηση του πιστωτή τελευταίας σειράς θα έπεται στην ικανοποίηση, σε σχέση με την απαίτηση του πιστωτή πρώτης σειράς.²³¹

1.5 Structural Subordinations.²³²

Η προβληματική του structural subordination, αφορά τους ομίλους επιχειρήσεων. Ειδικότερα, επί ομίλων επιχειρήσεων, οι δανειστές μιας μητρικής εταιρείας (parent company) ή εταιρείας συμμετοχών (holding company), τελούν σε δυσμενέστερο καθεστώς σε σχέση με τους δανειστές των θυγατρικών εταιρειών (subsidiaries/operating subsidiaries), καθώς δεν έχουν πρόσβαση στα περιουσιακά στοιχεία της θυγατρικής μέχρι να ικανοποιηθούν όλοι οι πιστωτές

²²⁹ P. Wood, ό.π.

²³⁰ R. Wood, σελ. 72

²³¹ Ο.π.

²³² Βλ. P.Wood, σελ. 190

της θυγατρικής εταιρείας. Οι δανειστές της μητρικής αποβλέπουν στην αξία των μετοχών των θυγατρικών, ήτοι σε ό,τι απομένει μετά την αποπληρωμή των δανειστών των θυγατρικών. Υπό αυτό το πρίσμα, οι δανειστές της μητρικής εταιρείας δομικώς είναι κατατακτέοι σε υποδεέστερη σειρά σε σχέση με τους δανειστές της θυγατρικής εταιρείας. Οι δανειστές της θυγατρικής είναι κατατακτέοι στην πρώτη σειρά, οι δε δανειστές της θυγατρικής ικανοποιούνται από τα περιουσιακά στοιχεία της θυγατρικής μόνο στο βαθμό που έχουν εξοφληθεί οι δανειστές της θυγατρικής. Τα structural («δομικά») subordinations, αίρονται στην περίπτωση που η μητρική εταιρεία χορηγήσει δάνειο στη θυγατρική της. Σε αυτή την περίπτωση, η μητρική εταιρεία και οι πιστωτές της θα είναι κατατακτέοι στην ίδια σειρά με τους πιστωτές των θυγατρικών. Έτσι, για να διατηρηθεί αυτή η δομή, θα πρέπει να συμφωνείται πως κάθε ενδο-ομιλικό δάνειο θα είναι επίσης εκπληρωτέο σε τελευταία σειρά²³³.

2. Η νομική φύση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.

Εισαγωγικές παρατηρήσεις. Δεδομένης της συνθετότητας και της πολυμορφίας των συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το ζήτημα της νομικής τους φύσης. Συναφώς έχουν υποστηριχθεί διάφορες απόψεις, δεδομένης δε της ανομοιομορφίας των νομικών συστημάτων, διεθνώς δεν υπάρχει ενιαία προσέγγιση στο ερώτημα του ποια είναι η νομική φύση των εν λόγω συμφωνιών.

2.1 Ο ενοχικός χαρακτήρας της συμφωνίας.

Διεθνώς, έχει εγείρει προβληματισμούς το κατά πόσο τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις που απορρέουν από τις συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά έχουν αμιγώς ενοχικό χαρακτήρα, ή αν έχουν και εμπράγματα διάσταση.²³⁴

Στο ελληνικό δίκαιο, ισχύει η αρχή του κλειστού αριθμού των εμπραγμάτων δικαιωμάτων, σύμφωνα με την οποία, τα εμπράγματα δικαιώματα είναι περιοριστικά όσα ορίζει ο νόμος, το δε περιεχόμενό τους καθορίζεται στο νόμο δεσμευτικά²³⁵. Σε αντιδιαστολή με την αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων, που διέπει το ενοχικό δίκαιο, σε επίπεδο εμπραγμάτου δικαίου, τα μέρη δεν έχουν διακριτική ευχέρεια να δημιουργούν νέα εμπράγματα δικαιώματα και να

²³³ Ο.π.

²³⁴ R.Wood, ό.π. σελ. 73: ‘Many legal issues associated with debt subordination agreements will turn on whether the contract creates merely a personal obligation on the part of the junior creditor or transfers a proprietary right from the junior creditor to the senior creditor.’

²³⁵ Γεωργιάδης, Εγχειρίδιο Εμπραγμάτου Δικαίου, σελ. 17

διαπλάθουν το περιεχόμενό τους κατά βούληση.²³⁶ Με την αρχή του κλειστού αριθμού συνέχεται και η αρχή της δημοσιότητας των εμπραγμάτων δικαιωμάτων. Έχουμε αναφέρει πως ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ως μη ρυθμισμένη υπό το αστικό δίκαιο συμφωνία, αποτελεί πρακτική εφαρμογή της ισχύουσας στο (ενοχικό) δίκαιο αρχής της συμβατικής ελευθερίας. Καταφάσκειται λοιπόν ο ενοχικός χαρακτήρας των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά²³⁷.

Σε μία απλή του μορφή, ένας όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά θα προβλέπει ότι ο πιστωτής τελευταίας σειράς υπέχει ενοχική απλώς υποχρέωση να παραλείπει την με κάθε νόμιμο μέσο είσπραξη ή απόσβεση της απαίτησής του, και να μην λαμβάνει μέτρα εκτέλεσης προς ικανοποίηση της απαίτησης τελευταίας σειράς, μέχρι την ολοσχερή ικανοποίηση του πιστωτή πρώτης σειράς.²³⁸

Τυχόν παραβίαση των αναληφθεισών συμβατικών υποχρεώσεων από μέρους του πιστωτή τελευταίας σειράς, θα δημιουργεί ενοχική ευθύνη του πιστωτή τελευταίας σειράς (λ.χ. υποχρέωση προς αποζημίωση, κλπ), ο δε αντισυμβαλλόμενός του θα είναι εξοπλισμένος με τα βοηθήματα που του παρέχει το αστικό δίκαιο²³⁹, καθώς και η σύμβαση.²⁴⁰ Δεν αποκλείεται η ίδια η συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά να προνοεί ρητώς και για τις συνέπειες που αρμόζουν στην περίπτωση που ο πιστωτής τελευταίας σειράς λάβει κάποια πληρωμή σε εξυπηρέτηση της απαίτησής του, και κατά παράβαση της συμφωνίας.²⁴¹ Μπορεί για παράδειγμα και τα ίδια τα μέρη να έχουν προβλέψει ότι θα στοιχειοθετείται υποχρέωση του πιστωτή τελευταίας σειράς να αποδώσει αμελλητί υπέρ του πιστωτή πρώτης σειράς τυχόν αχρεωστήτως εισπραχθέντα ποσά σειράς, καταβάλλοντάς υπέρ αυτού ισόποσο αντάλλαγμα²⁴².

2.1.1 Ενδεικτικές ενοχικές υποχρεώσεις (undertakings) του πιστωτή τελευταίας σειράς.

²³⁶ Ο.π.

²³⁷ Καρατζάς εις P Wood, ό.π., σελ. 145

²³⁸ R.Wood, ό.π. σελ. 73

²³⁹ Βλ. επίσης Βέλλα, Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης, σελ. 701 επ. υπό 4 όπου αναφέρεται ότι στοιχείο χαρακτηρισμού μιας πίστωσης ως δανείου μειωμένης εξασφάλισης είναι η συμβατική πρόβλεψη ότι το δικαίωμα είσπραξης της δανειακής απαίτησης από τον δανειστή της τελεί υπό αίρεση (αναβλητική/διαλυτική) και γίνεται λόγος για συνέπειες αντισυμβατικών καταβολών ηρτημένων των αιρέσεων.

²⁴⁰ R. Wood σελ. 74

²⁴¹ R.Wood, ό.π.

²⁴² R. Wood, ό.π. σελ. 74

Κατά περίπτωση, με βάση τη συμφωνία των μερών, η ενοχική παροχή του πιστωτή τελευταίας σειράς μπορεί να λαμβάνει το ακόλουθο περιεχόμενο²⁴³:

-Να μην αξιώνει και να μην λαμβάνει την οποιαδήποτε πληρωμή, καθ' οιονδήποτε τρόπο ή μέσο, είτε σε μετρητά, είτε λόγω συμψηφισμού, είτε μέσω άλλου τρόπου απόσβεσης των ενοχών, σε εξόφληση των απαιτήσεων τελευταίας σειράς - με την επιφύλαξη τυχόν επιτρεπόμενων πληρωμών υπέρ της απαίτησης τελευταίας σειράς (permitted payments)²⁴⁴,

-να παραλείπει την άσκηση δικαιωμάτων συμψηφισμού, η παρεμφερών δικαιωμάτων σε σχέση με τις απαιτήσεις τελευταίας σειράς²⁴⁵,

-να μην επισπεύδει αναγκαστική εκτέλεση προς ικανοποίηση της απαίτησης τελευταίας σειράς, να μην εκκινεί διαδικασίες αφερεγγυότητας, εκκαθάρισης, αναδιοργάνωσης, κλπ όσο εκκρεμεί η αποπληρωμή της απαίτησης του πιστωτή πρώτης σειράς²⁴⁶

-να μην επιδιώκει την τροποποίηση των χρηματοδοτικών εγγράφων που αφορούν την απαίτηση τελευταίας σειράς, εις τρόπον ώστε να παραβλάπτεται η προτεραιότητα ή η ικανοποίηση των απαιτήσεων πρώτης σειράς²⁴⁷,

-να μην αμφισβητεί την εγκυρότητα των χρηματοδοτικών εγγράφων πρώτης σειράς, την προτεραιότητα των απαιτήσεων πρώτης σειράς, καθώς και την εγκυρότητα των καταβολών υπέρ των απαιτήσεων πρώτης σειράς,

²⁴³ Βλ. Σχετικός Carlson, ό.π. σελ. 982 επ. (II) *The fundamental promise in a debt subordination agreement*: όπου αναφέρονται οι επιβαλλόμενες από τον subordination clause υποχρεώσεις στους junior creditors κατά το ABA Model Simplified Indenture:

(1) Από την επέλευση ενός χρονικού σημείου και μετά (critical point), που θεωρείται ότι είναι ο χρόνος κατά τον οποίο ο junior creditor πληροφορείται ότι ο οφειλέτης έχει περιέλθει σε υπερημερία ως προς την εκπλήρωση του senior debt, ο junior creditor υπόσχεται να μην λαμβάνει πληρωμές μέχρι να αποπληρωθούν οι senior creditors, (2) Αν ο junior creditor λάβει κάποια πληρωμή μετά από εκείνο το χρονικό σημείο (improper payment) θα τηρείται σε καταπίστευμα (in trust) υπέρ του senior creditor,

(3) Στην πτώχευση του κοινού οφειλέτη, τυχόν μερίσματα που είναι καταβλητέα στον πιστωτή τελευταίας σειράς, θα πρέπει να καταβάλλονται στον πιστωτή πρώτης σειράς (Ο συγκεκριμένος συγγραφέας υποστηρίζει την άποψη ότι εν προκειμένω πρόκειται περί εκχώρησης 'the assignment idea'). Οι πιστωτές πρώτης σειράς λαμβάνουν «διπλό μέρισμα» (double dividend) γιατί εκτός από τα συνήθη μερίσματα που αναλογούν στην απαίτηση πρώτης σειράς, λαμβάνουν και τα μερίσματα που αναλογούν στην απαίτηση τελευταίας σειράς. (4) Αφού οι πιστωτές πρώτης σειράς ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις τους έναντι του οφειλέτη, το δικαίωμα απόληψης των προσόδων «επιστρέφει» στον πιστωτή τελευταίας σειράς. Περαιτέρω, ο πιστωτής τελευταίας σειράς υποκαθίσταται σε τυχόν περαιτέρω μερίσματα πτώχευσης που οι προνομιούχοι πιστωτές δικαιούνται να ανακτήσουν.

²⁴⁴ P. Wood, ό.π. σελ. 217 'Restrictions on payment of junior debt'

²⁴⁵ P.Wood, ό.π. 'No set-off of junior debt'

²⁴⁶ P.Wood, ό.π. σελ. 221 'Restrictions on enforcement by junior creditor'

²⁴⁷ D. Calligar, ό.π. σελ. 398: 'Restrictions on the Subordinating Creditor – Amendments to Subordination Agreements'

-να μην αποκτά εμπράγματα δικαιώματα και εξασφαλίσεις επί των περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη σε εξασφάλιση των απαιτήσεων τελευταίας σειράς,²⁴⁸

-επί υπερημερίας του οφειλέτη, να μεριμνά να ενημερώνει τον πιστωτή πρώτης σειράς, και να συνεργάζεται καλόπιστα τόσο με τον πιστωτή πρώτης σειράς όσο και με τον οφειλέτη, παραλείποντας την άνευ ετέρου καταγγελία του δανείου τελευταίας σειράς, την επίσπευση αναγκαστικής εκτέλεσης, την έναρξη διαδικασίας αφερεγγυότητας ή συναφούς διαδικασίας, ή τη μονομερή επιδίωξη είσπραξης της απαίτησης τελευταίας σειράς,²⁴⁹

-να απέχει από μονομερείς ενέργειες που αποσκοπούν στην απομείωση της απαίτησης τελευταίας σειράς, για ορισμένο χρονικό διάστημα, το οποίο συνήθως εκκινεί από τη γνωστοποίηση του γεγονότος υπερημερίας στον πιστωτή πρώτης σειράς και διαρκεί από τρεις έως έξι μήνες²⁵⁰.

2.1.2 Υποχρεώσεις επί αφερεγγυότητας (Insolvency event clause).

Πολλές συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, θα περιέχουν ρητό όρο για το ενδεχόμενο της αφερεγγυότητας του οφειλέτη, και τις υποχρεώσεις που θα υπέχει ο πιστωτής τελευταίας σειράς σε αυτή την περίπτωση.²⁵¹ Ο ακριβής καθορισμός του περιεχομένου των υποχρεώσεων επαφίεται στη βούληση των μερών.

Ο πιστωτής τελευταίας σειράς, μπορεί απλώς να υποσχεθεί πως δε θα αναγγείλει την απαίτησή του στην διαδικασία πτώχευσης του οφειλέτη, μέχρι να ικανοποιηθεί πλήρως η απαίτηση του πιστωτή πρώτης σειράς²⁵². Όπως στο προ της επέλευσης της πτώχευσης στάδιο μπορεί να προβλέπεται υποχρέωση του οφειλέτη να παραλείπει την είσπραξη πληρωμών σε ικανοποίηση της απαίτησής του και να μην προβαίνει σε μέτρα εκτέλεσης, αντίστοιχα και όταν πια επέρχεται η πτώχευση του οφειλέτη, προβλέπεται ανάλογη υποχρέωση παράλειψης²⁵³.

2.1.3 Υποχρεώσεις απόδοσης προσόδων ('Turnover' clause).

Όπως έχει εξηγηθεί, πολλοί όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά συνιστούν 'turnover subordinations' και να επιβάλλουν στους πιστωτές τελευταίας σειράς την υποχρέωση να καταβάλλουν ή να μεταβιβάζουν αμέσως στον πιστωτή ανώτερης σειράς ή ενδεχομένως στον

²⁴⁸ P. Wood, ό.π. σελ. 223

²⁴⁹ Βλ. Βέλλα, Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης, σελ. 704

²⁵⁰ Βλ. Βέλλα, ό.π. σελ. 705

²⁵¹ R. Wood, ό.π., σελ. 74

²⁵² Ο.π.

²⁵³ Ο.π.

εκπρόσωπο των ομολογιούχων: (α) Οποιαδήποτε πληρωμή ή άλλη διανομή σε χρήμα ή σε είδος, από οποιαδήποτε αιτία, σε σχέση με τις υποχρεώσεις τελευταίας σειράς που λαμβάνουν οι πιστωτές τελευταίας σειράς μέχρι την εξόφληση των απαιτήσεων πρώτης σειράς, εξαιρουμένων τυχόν επιτρεπόμενων πληρωμών, (β) οποιαδήποτε πληρωμή ή άλλη διανομή που έλαβαν οι πιστωτές τελευταίας σειράς μέχρι την ικανοποίηση της απαίτησης πρώτης σειράς, σε περίπτωση αφερεγγυότητας του οφειλέτη, (γ) τυχόν ποσά υποχρεώσεων τελευταίας σειράς που έχουν εξοφληθεί δια συμφητισμού,²⁵⁴

σε κάθε περίπτωση μέχρι το ποσό απαιτείται για την ολοσχερή ικανοποίηση του χρέους πρώτης σειράς.²⁵⁵

Πάντως, για να μπορέσει να πάρει ο πιστωτής πρώτης σειράς το μέρος που αναλογεί στην απαίτηση τελευταίας σειράς, και είναι καταβλητέο στο πλαίσιο διαδικασίας ατομικής ή συλλογικής αναγκαστικής εκτέλεσης του οφειλέτη, χρειάζεται να έχει προηγουμένως επιδιωχθεί η είσπραξη της απαίτησης αυτής εκ μέρους του δανειστή της, είτε αυτοπροσώπως είτε δια πληρεξουσίου, με συνέπεια ο πιστωτής τελευταίας σειράς να έχει, όχι το δικαίωμα αλλά την υποχρέωση κατά καλή πίστη να επιδιώξει νόμιμα και εμπρόθεσμα την είσπραξη του μερίσματος για λογαριασμό του πρώτου, προκειμένου να το αποδώσει σε αυτόν προς ολική του ικανοποίηση.²⁵⁶ Ενίοτε, για λόγους πρακτικούς, είναι δυνατόν να συμφωνηθεί θα χορηγείται εγγράφως εξουσιοδότηση από τον πιστωτή τελευταίας σειράς προς τον πιστωτή πρώτης σειράς, με αντικείμενο την επ' ονόματι του άσκηση της απαίτησης τελευταίας σειράς και των τυχόν παρεπόμενων δικαιωμάτων της, σε οποιαδήποτε ατομική ή συλλογική διαδικασία ικανοποίησης χρηματικών απαιτήσεων κατά του κοινού οφειλέτη.²⁵⁷ Όντας εξουσιοδοτημένος προς είσπραξη, ο πιστωτής πρώτης σειράς μπορεί να διαχειρισθεί την εν λόγω απαίτηση στο όνομά του και προς όφελός του, αναγγέλλοντας και επαληθεύοντάς την αμελλητί, συμμετέχοντας σε συνελεύσεις πιστωτών με το δικαίωμα ψήφου που αναλογεί στην απαίτηση αυτή, και αξιώνοντας από τον διαχειριστή αφερεγγυότητας, τον εταιρικό εκκαθαριστή, τον συμβολαιογράφο ή οποιοδήποτε άλλο όργανο εκτέλεσης να καταβάλλει, απευθείας σε αυτόν, το αναλογούν στην ως άνω απαίτηση μέρος.²⁵⁸

²⁵⁴ R. Wood, ό.π. σελ. 74-75

²⁵⁵ Βλ. P.Wood, ό.π. σελ. 202: Scope of turnover obligation: the turnover obligation should ideally apply to all recoveries on the junior debt from whatever source. Βλ. επίσης. σελ. 225 επ.

²⁵⁶ Βέλλας, ό.π. σελ. 708

²⁵⁷ Βέλλας, Ό.π., σελ. 705

²⁵⁸ Ό.π.

2.1.4 Δικαίωμα σε Επιτρεπόμενες Πληρωμές (Permitted Payments.)

Ορισμένες συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να περιέχουν και όρο επιτρεπόμενων υπέρ των πιστωτών τελευταίας σειράς πληρωμών, που δεν θα εμπίπτουν δηλαδή στην απαγόρευση είσπραξης πριν την πλήρη ικανοποίηση των πιστωτών πρώτης σειράς.²⁵⁹ Έτσι, μπορεί να επιτρέπονται καταβολές προς τους πιστωτές τελευταίας σειράς, είτε κατά κεφάλαιο, είτε κατά τόκους, μέχρι να επισυμβεί ορισμένο γεγονός (blocking event).²⁶⁰

Έτσι, είναι γενικά δυνατό, είτε να απαγορεύεται είτε απόλυτα, είτε να επιτρέπεται μόνο κατόπιν έγκρισης η κάθε καταβολή (είτε κατά κεφάλαιο, είτε κατά τόκους) προς τους πιστωτές τελευταίας σειράς, εφόσον δεν έχουν εξοφληθεί οι απαιτήσεις των πιστωτών πρώτης σειράς.²⁶¹

Στα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης υπέρ ορισμένων μόνο πιστωτών του οφειλέτη, συχνά προβλέπεται ότι ο δανειολήπτης έχει το δικαίωμα να εξυπηρετεί την απαίτηση του πιστωτή τελευταίας σειράς μόνο εάν οι προς αυτόν καταβολές δεν πρόκειται να κλονίσουν τη δυνατότά του να εξυπηρετεί εμπρόθεσμα το χρέος πρώτης σειράς.²⁶²

Στα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη, είναι δυνατόν να προβλέπεται ότι ο πιστωτής τελευταίας σειράς δεν θα ικανοποιείται από την περιουσία του οφειλέτη, τόσο στο πλαίσιο εκκαθάρισης ή αναγκαστικής εκτέλεσης, αλλά και υπό συνθήκες κανονικής παραγωγικής λειτουργίας του οφειλέτη, στο βαθμό που παραβιάζεται η δέουσα ικανοποίηση των πιστωτών που δεν είναι κατατακτέοι στην τελευταία σειρά.²⁶³

2.1.5 Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως covenant.

Ενίοτε, η εξυπηρέτηση πιστωτών σε τελευταία σειρά συνδέεται με ‘covenants’, όπως αποκαλούνται διεθνώς οι λεγόμενες «ρήτρες ανάληψης παρεπόμενων υποχρεώσεων», και ως αντίστοιχο γεγονός αθέτησης (event of default) στη σύμβαση δανείου μεταξύ του πιστωτή πρώτης σειράς και του οφειλέτη.²⁶⁴ Γενικά τα covenants αναπτύσσουν κατά κύριο λόγο

²⁵⁹ Βλ. P. Wood, ό.π. σελ. 218: ‘Permitted Payments of junior debt and payment blockages’

²⁶⁰ P. Wood, ό.π. σελ. 213

²⁶¹ Τουντόπουλος ό.π. αρ. 43,

²⁶² Βέλλας, Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης, σελ. 702

²⁶³ Ό.π.

²⁶⁴ Καρατζάς εις Wood, ό.π. σελ. 144

εξασφαλιστική λειτουργία, αποβλέποντας στον μετριασμό του επενδυτικού κινδύνου και φιλοδοξούν να επιτελέσουν ρόλο καταρχήν προληπτικό.²⁶⁵

Έτσι, στο πλαίσιο μιας χρηματοδοτικής σύμβασης, όπως λ.χ σε ένα ομολογιακό δάνειο, η εξυπηρέτηση ορισμένων πιστωτών σε τελευταία σειρά μπορεί να συνδέεται με ‘negative covenant’, ήτοι «αρνητική υποχρέωση» ή «υποχρέωση προς παράλειψη». Τα negative covenants θεσπίζουν υποχρεώσεις αποχής από ορισμένες ενέργειες, ή εξαρτούν συγκεκριμένες ενέργειες από την πρότερη συναίνεση του επενδυτή, ελλείψει της οποίας είναι καθίστανται απαγορευμένες²⁶⁶. Οι «περιοριστικοί αυτοί όροι» αποσκοπούν λοιπόν στην προστασία του εκάστοτε επενδυτή από ενέργειες που θα έθεταν σε κίνδυνο την φερεγγυότητα και την ρευστότητα του οφειλέτη/εκδότη/δανειολήπτη ή άλλως θα μεγιστοποιούσαν τον κίνδυνο μη αποπληρωμής του δανείου.²⁶⁷

Μια συνηθισμένη κατηγορία των negative covenants αφορά στον «δανεισμό» του οφειλέτη, θεσπίζοντας περιορισμούς, ώστε να αποφεύγεται η υπερχρέωση του και να εξασφαλίζεται στο μέτρο του εφικτού ότι η απαίτηση του εκάστοτε επενδυτή θα ικανοποιείται πλήρως και ομαλώς από την εταιρική περιουσία, χωρίς να περιέρχεται σε δυσμενέστερη θέση σε σχέση με άλλους πιστωτές του οφειλέτη.²⁶⁸ Για παράδειγμα μπορεί να προβλέπεται, ότι η λήψη νέων πιστώσεων από τον οφειλέτη να μην θα είναι επιτρεπτή, υπό τον όρο όμως ότι τυχόν νέα δάνεια θα εξυπηρετούνται σε τελευταία σειρά («υποτελή», subordinated) σε σχέση με το υπό κατάρτιση δάνειο στο οποίο και θα περιλαμβάνεται το εν λόγω negative covenant ως περιοριστικός όρος.²⁶⁹

Επίσης, ενίοτε στην πράξη, ένας πιστωτής μπορεί να επιθυμεί να χορηγήσει πίστωση στον οφειλέτη, αλλά η προκύπτουσα αυξημένη μόχλευση (resulting increased leverage) του οφειλέτη να παραβιάζει δεσμεύσεις στη σύμβαση δανείου μεταξύ οφειλέτη και άλλου δανειστή. Ένα δάνειο με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να είναι το μόνο είδος χρέους που δεν οδηγεί σε αθέτηση του covenant²⁷⁰.

²⁶⁵ Σαϊτάκης Σύμβαση ομολογιακού δανείου και ρήτρες ανάληψης παρεπόμενων υποχρεώσεων (2021), σελ. 50-51

²⁶⁶ Σαϊτάκης, ό.π. σελ. 62

²⁶⁷ Ό.π.

²⁶⁸ Σαϊτάκης, ό.π., σελ. 68

²⁶⁹ Σαϊτάκης, ό.π. σελ. 68

²⁷⁰ Carlson, ό.π. σελ. 976

Πάντως, ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να αποτελεί και negative covenant που θα αναλαμβάνεται από μέρους του πιστωτή τελευταίας σειράς, ο οποίος και θα υπόσχεται να μην προβεί σε ικανοποίηση της απαίτησής του και να μην ασκήσει την αξίωσή του²⁷¹.

2.1.6 Η ρήτρα σύμμετρης κατάταξης (Pari passu klausel).

Στον αντίποδα του subordination clause, βρίσκεται το λεγόμενο μόρφωμα της ρήτρας σύμμετρης κατάταξης. Δυνάμει αυτής της ρήτρας, η χρηματοδοτούμενη εταιρεία που λ.χ. προβαίνει σε έκδοση ομολογιακού δανείου, αναλαμβάνει την υποχρέωση κατά τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου οι αξιώσεις των ομολογιούχων να βρίσκονται στην ίδια σειρά με τις υφιστάμενες ή μελλοντικές αξιώσεις άλλων δανειστών οι οποίες δεν είναι ασφαλισμένες και δεν περιέχουν όρο ικανοποίησης σε τελευταία σειρά.²⁷²

2.2 Υποσχετική δικαιοπραξία.

Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτελεί συμφωνία υποσχετική²⁷³. Για παράδειγμα, ο πιστωτής τελευταίας σειράς υπόσχεται να παραλείπει την είσπραξη της απαίτησής του από τον οφειλέτη μέχρι την ολοσχερή ικανοποίηση του πιστωτή ανώτερης σειράς, να μην λαμβάνει μέρος επί αφερεγγυότητας του οφειλέτη έως ότου ικανοποιηθεί ολοσχερώς ο πιστωτής ανώτερης σειράς, ή να αποδίδει τις όποιες δανειακές προσόδους έχει λάβει πριν κλονισθεί η φερεγγυότητα του οφειλέτη, υπέρ της απαίτησης ανώτερης σειράς, κλπ. Ιδρύονται ενοχικές απλώς υποχρεώσεις και δεν επέρχονται μεταβολές σε υφιστάμενα δικαιώματα.

2.3 Ετεροβαρής συμφωνία.

Η συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι ετεροβαρής²⁷⁴, καθώς δημιουργεί υποχρεώσεις μόνο σε βάρος του πιστωτή τελευταίας σειράς και αντίστοιχα ενοχικά δικαιώματα του αντισυμβαλλομένου. Ο χαρακτηρισμός του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως αμφοτεροβαρούς σύμβασης, αποκλείεται τόσο στην περίπτωση που ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμβάλλεται άμεσα με τον πιστωτή ανώτερης σειράς, όσο και στην περίπτωση που συμβάλλεται με τον οφειλέτη και η συμφωνία ενεργεί υπέρ του πιστωτή ανώτερης σειράς. Τα εννοιολογικά στοιχεία της αμφοτεροβαρούς σύμβασης, ήτοι (α)

²⁷¹ Βλ. R. Wood, Subordinations, Bankruptcy and the PPSA, σελ. 73: the parties may choose to create merely a personal obligation of the junior creditor to refrain from obtaining payment from the debtor or from enforcing its claim against the debtor until the senior creditor is satisfied. This provision is really no different from any other negative covenant given by the debtor.

²⁷² Βερβεσός εις ΔικΑΕ Τομ.10 (2005), σελ. 555-556

²⁷³ Βέλλας, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης, σελ. 696: πρόκειται για μια ετεροβαρή υποσχετική σύμβαση.

²⁷⁴ Ο.π.

ανταλλαγή παροχών, (β) παροχή που αποτελεί κατά τη σύμβαση αντιστάθμισμα της άλλης, (γ) παροχές εντασσόμενες σε ενιαία σύμβαση και τελούσες σε σχέση αλληλεξάρτησης, δεν πληρούνται εν προκειμένω²⁷⁵. Ακόμα και αν έχουν ρητώς προβλεφθεί υποχρεώσεις είτε υπέρ του οφειλέτη, είτε υπέρ του πιστωτή πρώτης σειράς, λ.χ. υποχρέωση καλόπιστης συνεργασίας, δεν θα τελούν σε σχέση αντιπαροχής και δεν θα αντισταθμίζουν την παροχή του πιστωτή τελευταίας σειράς.

2.4 Διαθετική δικαιοπραξία.

Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, αποτελεί διαθετική δικαιοπραξία²⁷⁶, υπό την έννοια ότι οποία επηρεάζει τον τρόπο και τον χρόνο ικανοποίησης της απαίτησης ορισμένου πιστωτή, σε σχέση με τις απαιτήσεις των λοιπών πιστωτών²⁷⁷. Είναι όμως χαρακτηριστικό ότι δεν επιφέρει κάποια μεταβολή στην ουσία της απαίτησης.²⁷⁸ Κατά την μάλλον κρατούσα στη Γερμανία άποψη, οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά συνιστούν ‘Schuldänderungsvertrag’²⁷⁹ δηλαδή σύμβαση ανακατάταξης των απαιτήσεων²⁸⁰.

2.5 Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως σύμβαση υπέρ τρίτου²⁸¹.

Έχουμε μέχρι τώρα εξηγήσει πως στις συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά εμπλέκονται τρεις βασικοί παράγοντες: ο πιστωτής τελευταίας σειράς, ο κοινός οφειλέτης, και οι πιστωτές ανώτερης σειράς υπέρ των οποίων τίθεται το σχήμα. Τίθεται λοιπόν το ερώτημα αν η συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτελεί κατ’ ακριβολογία σύμβαση υπέρ τρίτου υπό την έννοια των άρθρων 410 επ. του ΑΚ.

Η ακριβής συμβατική διαμόρφωση εξαρτάται από τις ανάγκες της κάθε συναλλαγής. Δεν αποτελούν πάντως όλες οι συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά συμβάσεις υπέρ τρίτου. Υπάρχουν και συμφωνίες που καταρτίζονται απευθείας μεταξύ των πιστωτών, οπότε δεν ανακύπτει ανάγκη καταφυγής σε αυτή την προβληματική. Αντίστοιχα βέβαια, υπάρχουν

²⁷⁵ Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, σελ. 401 επ

²⁷⁶ Βλ. Καραγκουνίδη, Δάνεια μετόχων στην ανώνυμη εταιρεία και μεταχείρισή τους στην πτώχευση, σελ. 203 βλ. υποσημ. 71: για τα subordination clauses: «καταρτίζονται κατά τη γένεση της αξίωσης ή μεταγενέστερα, εμπεριέχουν δε διάθεση της αξίωσης»

²⁷⁷ Τουντόπουλος, ό.π. αρ.42

²⁷⁸ Τουντόπουλος, ό.π.

²⁷⁹ Τουντόπουλος, ό.π. κι εκεί παραπομπές.

²⁸⁰ Teller, Rangrücktrittsvereinbarungen zur Vermeidung der Überschuldung bei der GmbH, 1999, σελ. 91: Στη Γερμανία, οι προέχουσες αντιλήψεις ήταν ότι πρόκειται για pactum de non petendo, για Schuldänderungsvertrag, ή για vertrag sui generis.

²⁸¹ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 42 «οι όροι αυτοί έχουν το χαρακτήρα σύμβασης υπέρ τρίτου (ως τρίτοι νοούνται οι δανειστές υπέρ των οποίων τίθεται το προνόμιο», κι εκεί παραπομπές

και συμφωνίες που καταρτίζονται μεταξύ του πιστωτή τελευταίας σειράς και του οφειλέτη, και τίθενται υπέρ συγκεκριμένων ή όλων των πιστωτών του οφειλέτη, οπότε έχει έδαφος η προβληματική περί σύμβασης υπέρ τρίτου.

Με βάση τις διακρίσεις στις οποίες έχουμε αναφερθεί μέχρι τώρα, τα turnover agreements (όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ ορισμένων πιστωτών του οφειλέτη) που καταλαμβάνουν περιορισμένο εύρος πιστωτών και συνεχονται με την υποχρέωση απόδοσης προσόδων, αποτελούν συμφωνίες στις οποίες συνήθως συμβάλλονται άμεσα ο πιστωτής πρώτης και ο πιστωτής τελευταίας σειράς, και άρα σε αυτή την περίπτωση δεν αποτελούν συμβάσεις υπέρ τρίτου²⁸². Από την άλλη, στα contractual subordination agreements (όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη) είναι πολύ πιθανό να υπάρξει σχετική διμερής συμφωνία μεταξύ του οφειλέτη και του πιστωτή τελευταίας σειράς υπέρ πιστωτών ανώτερης σειράς (pactum in favorem tertii).²⁸³ Έστω για παράδειγμα ότι έχουμε ομολογιακό δάνειο διαιρεμένο σε ομολογίες με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, προβλεπόμενου ότι ο εκάστοτε ομολογιούχος θα ικανοποιείται έπειτα από τους λοιπούς πιστωτές της εκδότριας εταιρείας. Οι «λοιποί πιστωτές» δεν αποτελούν συμβαλλόμενο στη συμφωνία μέρος.

Σχετική με τον προβληματισμό μας είναι και η διάκριση μεταξύ ab initio και επιγενομένων (subsequent) όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά²⁸⁴. Η ακριβής συμβατική διαμόρφωση εξαρτάται δηλαδή και από το πότε θα ανακύψει η ανάγκη συμβατικού καθορισμού των χρεών του οφειλέτη. Στο παράδειγμα του ομολογιακού δανείου που προαναφέραμε, οι συγκεκριμένες ομολογίες εκδίδονται εξ αρχής ως ομολογίες τελευταίας σειράς, οι δε ομολογιούχοι προορίζονται εξ αρχής ώστε να είναι κατατακτέοι στην τελευταία σειρά. Οι τρίτοι πιστωτές υπέρ των οποίων τίθεται το σχήμα αυτό, δεν συμβάλλονται άμεσα με τους πιστωτές τελευταίας

²⁸² Βέλλας, Δίκαιο Εμπράγματος Εξασφάλισης των Πιστώσεων, σελ. 48: για τα δάνεια σχετικώς μειωμένης εξασφάλισης: «αν η ως άνω συμφωνία μεταβολής προτεραιότητας καταρτίζεται από τον δανειστή μειωμένης εξασφάλισης με έναν άλλο πιστωτή του οφειλέτη», Καρατζάς εις Wood, The Law of Subordinated Debt, σελ. 145: Για turnover subordinations: ‘the senior and the junior creditor may validly under Greek Law agree...’, βλ. επίσης P. Wood, ό.π. σελ. 212 όπου αναφέρεται ότι συνήθως υπάρχει intercreditor agreement σε αυτές τις περιπτώσεις.

²⁸³ Καρατζάς εις Wood, ό.π. Contractual subordinations: The subordination agreement may take the form of a tripartite agreement between the senior creditor, the junior creditor and the debtor. It may also be in the form of a bilateral agreement between the debtor and the junior creditor in favour of the senior creditor.

²⁸⁴ R. Wood, ό.π, σελ. 72: ‘The subordination agreement may be contained in the contract between the debtor and the subordinating creditor. The creditor who receives the benefit of the subordination is not a party to this agreement. In other cases, the contract is between the subordinating creditor and the creditor who receives the benefit of the subordination. The former are said to involve an ab initio subordination because the obligation or security interest created by the debtor is from its very inception subordinated to the claim or security interest of the senior or benefiting creditor’

σειράς. Από την άλλη υπάρχουν περιπτώσεις όπου έχει προηγηθεί η κατάρτιση σύμβασης μεταξύ του πιστωτή τελευταίας σειράς και του οφειλέτη, και έπειτα ακολουθεί συμφωνία υπαγωγής σε καθεστώς τελευταίας σειράς μεταξύ των πιστωτών²⁸⁵. Για παράδειγμα μπορεί οι μέτοχοι να έχουν χορηγήσει δάνεια σε μια εταιρεία, η οποία να θελήσει να λάβει χρηματοδότηση από μεγάλο επενδυτή, και ο οποίος με τη σειρά του να θέσει ως όρο χρηματοδότησης προς τον οφειλέτη το να συμφωνήσουν οι μέτοχοι να υπαχθούν οι απαιτήσεις τους σε καθεστώς τελευταίας σειράς. Ο όρος αυτός μπορεί να τίθεται ως covenant (δέσμευση) και ανάλογο event of default (γεγονός αθέτησης) στη σύμβαση οφειλέτη-πιστωτή πρώτης σειράς, η δε υπαγωγή σε τελευταία σειρά των μετόχων, μπορεί να υλοποιηθεί με κατάρτιση subordination agreement στο οποίο πάντως είναι λογικό να συμβάλλονται άμεσα οι δύο κατηγορίες πιστωτών²⁸⁶. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η προβληματική της σύμβασης υπέρ τρίτου τίθεται κυρίως επί contractual και επί ab initio subordination.

Στο αστικό δίκαιο γίνεται εν γένει δεκτό ότι η παροχή του οφειλέτη μπορεί να συνίσταται και σε πράξη (ή παράλειψη) που αναλαμβάνει να τελέσει ο «οφειλέτης» απέναντι σε κάποιον τρίτο. Την απαίτηση κατά του οφειλέτη έχει κατ' αρχήν ο δανειστής – αντισυμβαλλόμενος του οφειλέτη και όχι ο τρίτος, που δεν συνδέεται με ενοχικό δεσμό με τον οφειλέτη.²⁸⁷ Αυτή είναι η περίπτωση της μη γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου, όπου ο τρίτος δεν έχει δικαιώματα (ΑΚ 410). Παρέκκλιση από τα παραπάνω συνιστά η κατ' ΑΚ 411 γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου, όπου την παροχή μπορεί να ζητήσει από τον οφειλέτη εκτός από τον αντισυμβαλλόμενό του, και ο τρίτος που αποκτά άμεσο ενοχικό δικαίωμα, κι έτσι γίνεται και αυτός δανειστής.²⁸⁸ Η μη γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου συνιστά εξαίρεση από την αρχή της σχετικότητας των ενοχών. Γι' αυτό, σε περίπτωση αμφιβολίας ως προς το αν ο τρίτος μπορεί να αξιώσει την παροχή από τον υποσχεθέντα ή όχι, ισχύει ο κανόνας της μη γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου, ενώ η παρέκκλιση από τον κανόνα πρέπει να αποδεικνύεται ad hoc.²⁸⁹

Τα κριτήρια για την αποδοχή της γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου.

Η ΑΚ 411 προβλέπει ότι για να έχει ο τρίτος άμεσο δικαίωμα κατά του οφειλέτη, θα πρέπει τούτο να συνάγεται:

(α) Από τη θέληση των συμβαλλομένων:

²⁸⁵ R. Wood, ό.π., σελ. 72

²⁸⁶ Καρατζάς εις P. Wood, The Law of Subordinated Debt, σελ. 144

²⁸⁷ Σταθόπουλος, Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, σελ. 532 επ.

²⁸⁸ Ό.π.

²⁸⁹ Ό.π.

Τα μέρη θα πρέπει να έχουν συμφωνήσει ρητά να έχει άμεσο δικαίωμα ο τρίτος ή τούτο να συνάγεται ερμηνευτικά από τη συμφωνία τους. Υπέρ αυτής της συναγωγής συνηγορεί λ.χ το ότι ο δέκτης της υπόσχεσης δεν έχει ο ίδιος συμφέρον στην παροχή του υποσχεθέντος, που εξυπηρετεί αποκλειστικά (ή κατά κύριο λόγο) το συμφέρον του τρίτου. Πολλώ δε μάλλον θα καταφάσκει στις περιπτώσεις που ο δέκτης της υπόσχεσης επιδιώκει να εξασφαλίσει τη νομική θέση του τρίτου. Τελικά πάντως το θέμα θα κριθεί *in concreto*²⁹⁰.

ή/και

(β) Από τη φύση και το σκοπό της σύμβασης:

Το κριτήριο αυτό καταφάσκει όταν το είδος της σύμβασης (*in abstracto* θεωρούμενο) δικαιολογεί την αποδοχή γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου, διότι ο επιδιωκόμενος εκ της συμβάσεως δικαιοπρακτικός εξυπηρετείται καλύτερα με την αναγνώριση άμεσου δικαιώματος του τρίτου²⁹¹.

Η γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου αποβλέπει στο να εξασφαλίσει την ταχύτητα και την αμεσότητα στις περιουσιακές μετακινήσεις και στην επίτευξη των συμβατικώς επιδιωκόμενων σκοπών²⁹².

Αν δε κατά τη σύναψη της σύμβασης υπέρ τρίτου, ο τρίτος ακόμα δεν υφίσταται, μπορεί από την ερμηνεία της σύμβασης να προκύπτει ότι τα μέρη τη συνήψαν με αναβλητική αίρεση (ΑΚ 201).

Από τη στιγμή δε που ο τρίτος δηλώσει στον υποσχεθέντα ότι θα ασκήσει τα δικαιώματά του, με μονομερή απευθυντέα δικαιοπραξία που συνιστά άσκηση διαπλαστικού δικαιώματος, οι συμβαλλόμενοι δεν μπορούν να ανακαλέσουν το δικαίωμα υπέρ του τρίτου.

Προσέγγιση.²⁹³

Ένα ζήτημα που προβληματίζει για την κατάφαση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως σύμβασης υπέρ τρίτου, είναι το ότι ενίοτε οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά τίθενται

²⁹⁰ Ό.π.

²⁹¹ Ό.π.

²⁹² Ό.π.

²⁹³ Βλ. P. Wood, ό.π. σελ. 193 : ‘In a number of civil code countries such as France, an probably Belgium, Luxembourg, Greece, the benefit of the subordination could be achieved the stipulation pour autrui (or equivalent) which is the civil code analogue of a third party beneficiary contract. The senior creditors as third party beneficiaries who can take the benefit of the contract by declaring their acceptance of it.’

χάριν «όλων των υφιστάμενων» πιστωτών του οφειλέτη. Αν προσπεράσουμε αυτή την προβληματική, τότε μάλλον πρόκειται για γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου στη βάση της σιωπηρής ή τεκμαιρόμενης βούλησης των μερών αφού εν προκειμένω είναι κυρίαρχο το συμφέρον του εκάστοτε πιστωτή πρώτης σειράς, την προτεραιότητα του οποίου οι συμβαλλόμενοι προσπαθούν να εξασφαλίσουν. Επίσης, ακόμα και αν δεν προκύπτει ρητή ή συναγόμενη βούληση των μερών, δεν μπορεί να παραβλαπεί ότι ο δικαιοπρακτικός σκοπός των εν λόγω συμφωνιών μπορεί να εκπληρωθεί καλύτερα με την αναγνώριση άμεσου και αυτοτελούς δικαιώματος του τρίτου, με συνέπεια επικουρικά να είναι δυνατός ο χαρακτηρισμός των συμβάσεων αυτών ως συμβάσεων υπέρ τρίτου από τη φύση και το σκοπό της σύμβασης. Θα πρέπει πάντως ο δανειστής να έχει αποδεχθεί την υπέρ αυτού σύμβαση και να έχει δηλώσει ότι θα ασκήσει τα εξ αυτής απορρέοντα δικαιώματα.²⁹⁴

2.6 Pactum de non petendo.

Έχει διατυπωθεί και η άποψη πως οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά συνιστούν «σύμφωνο μη απαιτήσεως του χρέους» (pactum de non petendo)²⁹⁵. Το pactum de non petendo αποτελεί σύμβαση, μη ρυθμιζόμενη στον ΑΚ, δυνάμει της οποίας ο δανειστής ουσιαστικά «παραλείπεται» από την άσκηση δικαιωμάτων του. Ο δανειστής δηλαδή υπόσχεται ότι δε θα επιδιώξει την ικανοποίηση της απαίτησής του. Δεν επιφέρει απόσβεση του χρέους, απλώς ο οφειλέτης όμως έχει ενοχικό δικαίωμα να αρνηθεί την εκπλήρωση της παροχής προβάλλοντας σε περίπτωση εναγωγής σχετική ένσταση από την ενοχική αυτή συμφωνία. Με το pactum de non petendo, η σύναψη του οποίου επιτρέπεται κατ' άρθρο 361 ΑΚ, δημιουργείται συμβατικά ένα είδος ατελούς (φυσικής) ενοχής, που αποτελεί μεν νόμιμη αιτία ως προς τη διατήρηση του πλουτισμού από την τυχόν οικειοθελή παροχή του οφειλέτη, παρεμποδίζει όμως το δανειστή να επιδιώξει την εκπλήρωση της παροχής.²⁹⁶ Μία τέτοια παροχή, συνιστάμενη σε παράλειψη, έγκυρα συμφωνείται και υπέρ τρίτου σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 410 ΑΚ, οι οποίες εφαρμόζονται ευθέως.

Πράγματι, και στο πλαίσιο του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί στην παράλειψη ικανοποίησης της απαίτησής του, μέχρι την ολοσχερή

²⁹⁴ Βλ. Γεωργιάδη, Δίκαιο Εξασφάλισης των Πιστώσεων, σελ. 29: Δυνατή η σύναψη της εγγύησης ως γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου (ΑΚ 410). Στην περίπτωση αυτή συμβαλλόμενοι είναι ο εγγυητής, και ο πρωτοφειλέτης, οι οποίοι και δημιουργούν απαίτηση υπέρ του μη συμμετέχοντος δανειστή κατά του εγγυητή. Αρκεί φυσικά ο δανειστής να την έχει αποδεχθεί (πρβλ. ΑΚ 413). Η απαίτηση υπάρχει από τη στιγμή που ο εγγυητής κάνει τη νομότυπη δήλωση εγγύησης απέναντι στον πρωτοφειλέτη (ΑΚ 849).

²⁹⁵ Teller, Rangrücktrittsvereinbarungen zur Vermeidung der Überschuldung bei der GmbH, 1995, σελ. 109 επ. με παραπομπές στους συγγραφείς που υποστηρίζουν τη συγκεκριμένη άποψη

²⁹⁶ Κ.Ρήγας, Απαλλακτικές ρήτρες, 2012, σελ. 12

ικανοποίηση των προτιμώμενων πιστωτών. Στην περίπτωση που καθίσταται άμεσα απαιτητό το χρέος του πιστωτή τελευταίας σειράς, ο οφειλέτης έχει, αφενός μεν, την υποχρέωση να μην το εξοφλεί ενόσω διακυβεύεται η προσήκουσα εξυπηρέτηση των χρεών του έναντι του δανειστή ανώτερης σειράς, στον οποίο έχει παραχωρηθεί η εξοφλητική προτεραιότητα, αφετέρου δε τη διακριτική ευχέρεια να εξυπηρετεί εμπρόθεσμα το χρέος τελευταίας σειράς, όσο ο πιστωτής ανώτερης σειράς δεν διατρέχει τον κίνδυνο υπερημερίας του οφειλέτη²⁹⁷. Οπότε, η περιγραφή του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν φαντάζει και τόσο αντιφατική με το σχήμα του *pactum de non petendo*. Ένας από τους προβληματισμούς που διατυπώθηκαν και στο γερμανικό δίκαιο σχετικά με το *pactum de non petendo*, είναι κατά πόσο ως συμφωνία μπορεί να επιβιώσει και να έχει αποτέλεσμα κατά την πτώχευση του οφειλέτη, με δεδομένο ότι κατά την κήρυξη της πτώχευσης μη ληξιπρόθεσμες απαιτήσεις κατά του οφειλέτη, πλην εκείνων των ενέγγυων πιστωτών, θεωρούνται ότι έληξαν²⁹⁸. Οπότε καθίσταται αμφίβολο αν μέσω αυτού του σχήματος, προστατεύονται οι πιστωτές ανώτερης σειράς επαρκώς επί πτώχευσης²⁹⁹.

2.7 Σύμβαση *sui generis*.

Τέλος, έχει διατυπωθεί η άποψη πως ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτελεί σύμβαση *sui generis*³⁰⁰, και όχι παραδόξως. Δεν φαίνεται να ταυτίζεται με καμία ερρυθμισμένη συμβατική σχέση, και ίσως ανάγεται σε έναν νέο συναλλακτικό τύπο.

2.8 Εκχώρηση απαίτησης.

Ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, έχει τεθεί ο προβληματισμός κατά πόσο ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά συνιστά εκχώρηση απαίτησης (*assignment*).³⁰¹ Συναφώς, έχει υποστηριχθεί πως οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά με αντικείμενο απαιτήσεις, δεν συνιστούν εκχώρηση της απαίτησης του πιστωτή τελευταίας σειράς υπέρ του πιστωτή πρώτης σειράς, ούτε είναι και αναγκαίο να περιλαμβάνεται πρόβλεψη περί εκχώρησης στη συμφωνία³⁰². Η εκχώρηση απαίτησης αναπτύσσει πρακτική σημασία στην περίπτωση που τόσο ο οφειλέτης

²⁹⁷ Βέλλας, Δίκαιο εμπράγματης εξασφάλισης των πιστώσεων, σελ. 48

²⁹⁸ Teller, ό.π.

²⁹⁹ Ό.π.

³⁰⁰ Βλ. Τουντόπουλο, ό.π. αρ. 42 και εκεί παραπομπή σε Schrell / Kirchner, Strukturelle und vertragliche Subordination, BKR 2004, σελ. 214.

³⁰¹ Βλ. Βλ. σχετικά Carlson, ό.π., σελ. 975 επ. Την προβληματική αυτή θίγει και ο D. Calligar, ό.π., σελ. 395 'Assignment Versus Subordination' ο οποίος όμως υποστηρίζει ότι οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά με αντικείμενο απαιτήσεις δεν συνιστούν εκχώρηση απαίτησης:

³⁰² D. Calligar, ό.π.

όσο και ο πιστωτής τελευταίας σειράς κηρυχθούν σε πτώχευση, γιατί σε αυτή την περίπτωση υπάρχει η δυνατότητα του πιστωτή πρώτης σειράς να εισπράξει ο ίδιος την απαίτηση τελευταίας σειράς³⁰³. Έχει όμως υποστηριχθεί και πως η θεμελιώδης υπόσχεση υπαγωγής, ήτοι η υπόσχεση του πιστωτή τελευταίας σειράς να μην λάβει καμία πληρωμή για την απαίτησή του έως ότου πληρωθούν οι ανώτεροι πιστωτές αποτελεί εκχώρηση της απαίτησης τελευταίας σειράς, σαν εξασφάλιση χορηγηθείσα από έναν εγγυητή χωρίς δικαίωμα αναγωγής (nonrecourse guarantor).³⁰⁴

Πάντως, από τη σκοπιά του ελληνικού δικαίου, οποιαδήποτε μορφή εκχώρησης τελειοποιείται μόνο όταν αναγγελθεί στον οφειλέτη, και από την αναγγελία, ο οφειλέτης αποδεσμεύεται από την υποχρέωσή του μόνο εφόσον καταβάλλει στον εκδοχέα.³⁰⁵ Πάντως, σε μια προσπάθεια βελτίωσης της αποτελεσματικότητας των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, εγκύρως μπορούν ο πιστωτής πρώτης και ο πιστωτής τελευταίας σειράς να συμφωνήσουν ότι οποιαδήποτε διανομή λαμβάνει ο πιστωτής τελευταίας σειράς σε εξυπηρέτηση της απαίτησης τελευταίας σειράς, λ.χ. κατά την διανομή του πλειστηριάσματος επί πτώχευσης, θα εκχωρείται στον πιστωτή πρώτης σειράς.³⁰⁶ Αντί της εκχώρησης της απαίτησης επί του πλειστηριάσματος ή προϊόντος της εκκαθάρισης, ο πιστωτής τελευταίας σειράς μπορεί κάλλιστα να εκχωρήσει στον πιστωτή πρώτης σειράς και την απαίτηση τελευταίας σειράς ως «εξασφάλιση» για την αποπληρωμή του χρέους πρώτης σειράς (καταπιστευτική εκχώρηση απαίτησης).³⁰⁷ Συνεπώς, από τη σκοπιά του ελληνικού δικαίου, ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δε θα μπορούσε να χαρακτηριστεί per se ως εκχώρηση απαίτησης, αλλά θα μπορούσε κάλλιστα να

³⁰³ Ό.π. κι εκεί προβληματική: 'An examination of the subordination agreements used by large banks and trust companies reflects a wide difference of opinion as to the propriety of such an assignment, if necessary. At least five different approaches to this question are evidenced by such forms: (1) an express present assignment; (2) a covenant by the subordinator to give an assignment on the demand of the senior creditor; (3) a covenant to give an assignment immediately upon the occurrence of certain events; (4) an assignment to take effect at the option of the senior bank creditor in certain events; and (5) no provision as to assignment.'

³⁰⁴ D. Carlson ό.π. σελ. 996

Συναφής και η προβληματική των 'theories of enforceability' των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά από τα πτωχευτικά δικαστήρια, βλ. Calligar ό.π. σελ. 383 επ., βλ. Everett, ό.π. σελ. 961-962: The courts appear to have uniformly enforced or implemented the subordination agreements presented to them and have thereby clearly established the principle that subordination agreements will be enforced to the benefit of the senior debt.

(1) 'Equitable lien theory': The subordination agreement creates an equitable lien in favor of the senior creditor; (2) 'Equitable assignment theory': to the senior creditor of the subordinated debt claim in bankruptcy and dividends payable thereon; (3) The subordinator holds the dividends received as constructive trustee for the holder of the senior debt ; (4) The bankruptcy court has the power to distribute the bankrupt estate in accord with the rights of the parties as fixed by their own contract. Τα δικαστήρια υιοθετούσαν την τελευταία θεωρία (contract theory). Βλ. Calligar, σελ. 388, και υποθέσεις Bird & Sons Sales Corp. v. Tobin 78 F.2d 371 (8th Cir. 1935) και In re Aktiebolaget Kreuger & Toll. 96 F.2d 768 (2d Cir. 1938)

³⁰⁵ Καρατζάς εις Wood, ό.π. σελ. 145

³⁰⁶ Ό.π.

³⁰⁷ Ό.π. – Επ' αυτού παρακάτω

συνδυαστεί με συμφωνίες περί εκχώρησης, είτε απλής, είτε (ορθότερα) καταπιστευτικής (βλ. επ' αυτού κατωτέρω).

2.9 Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως μέσο εξασφάλισης των πιστώσεων.

2.9.1 Η λειτουργία της εξασφάλισης.

Με δεδομένο ότι η χορήγηση πιστώσεων συνδέεται άρρηκτα με τον κίνδυνο μη είσπραξης του κεφαλαίου και των τόκων του, για να είναι προστατευμένος έναντι του κινδύνου ταμειακής ανεπάρκειας του οφειλέτη του, ο εκάστοτε δανειστής επιδιώκει να εξαρτήσει την χορήγηση της πίστωσής του από την παροχή επαρκών ασφαλειών.³⁰⁸ Ως γνωστόν, οι εξασφαλιστικές συμβάσεις, έχουν βοηθητικό ή παρεπόμενο χαρακτήρα, προϋποθέτοντας δε την ύπαρξη κύριας πιστωτικής σύμβασης. Αν η πίστωση αρχίσει να δυσλειτουργεί εξελισσόμενη ανώμαλα, ο δανειστής ανατρέχει στην εξασφαλιστική σύμβαση.³⁰⁹ Γίνεται δεκτό, πως η «διαμόρφωση της σειράς εξόφλησης των χρηματικών απαιτήσεων του οφειλέτη, κατά τέτοιο τρόπο ώστε ο ασφαλιζόμενος πιστωτής να προηγείται ορισμένου συντρέχοντος πιστωτή κάθε φορά που πραγματοποιείται ή επίκειται κίνδυνος αφερεγγυότητας ή ταμειακής ανεπάρκειας του οφειλέτη», αποτελεί μέσο εξασφάλισης των πιστώσεων³¹⁰.

Και πράγματι, οι επιδιωκόμενοι με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά σκοποί, ταυτίζονται έστω, με τους σκοπούς που επιδιώκει μια εξασφάλιση. Ερευνητέο στο σημείο αυτό, σε ποια κατηγορία ασφαλειών θα μπορούσε το εν λόγω μόρφωμα να υπαχθεί συστηματικά.³¹¹

2.9.2 Οι προσωπικές ασφάλειες.

Στην περίπτωση των προσωπικών ασφαλειών, ο δανειστής της απαίτησης η εξασφάλιση της οποίας επιδιώκεται, στην ουσία επιζητά έναν δεύτερο οφειλέτη, ο οποίος είτε ως συνοφειλέτης (ΑΚ 477) είτε ως εγγυητής (ΑΚ 847) θα υπέχει προσωπική ευθύνη με την παρουσία του για την εξόφληση του χρέους του αρχικού οφειλέτη³¹².

2.9.2.1 Η εγγύηση.

³⁰⁸ Γεωργιάδης, Η Εξασφάλιση των Πιστώσεων, σελ. 12.

³⁰⁹ Γεωργιάδης, ό.π.

³¹⁰ Πρβλ. Βέλλας, Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης, σελ. 695

³¹¹ Ο Βέλλας στο Δίκαιο Εμπράγματος Εξασφάλισης Πιστώσεων εντάσσει συστηματικά τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στο κεφάλαιο των «Μορφών ενοχικών εξασφάλισης» τιτλοφορώντας την «Εξασφάλιση με δικαίωμα προτεραιότητας»

³¹² Γεωργιάδης, ό.π., σελ. 12

Χαρακτηριστικότερη μορφή προσωπικής ασφάλειας δεν είναι άλλη από την σύμβαση εγγύησης (ΑΚ 847)³¹³. Επί εγγύησης, ο εγγυητής αναλαμβάνει απέναντι στον δανειστή ενός τρίτου (ήτοι του κυρίου οφειλέτη ή πρωτοφειλέτη) την ευθύνη για εκπλήρωση της υποχρέωσης του τρίτου σε περίπτωση που ο τελευταίος δεν το πράξει. Με την εγγύηση, ο δανειστής αποκτά το ενοχικό δικαίωμα να στραφεί κατά του εγγυητή, και να ζητήσει τη οφειλόμενη παροχή επισπεύδοντας εν ανάγκη αναγκαστική εκτέλεση στην περιουσία του εγγυητή. Η εγγύηση συνεπάγεται την ίδρυση μιας τριγωνικής σχέσης μεταξύ εγγυητή, δανειστή και πρωτοφειλέτη και διακρίνεται από τις επιμέρους σχέσεις που συνδέουν ανά δύο τα παραπάνω πρόσωπα.³¹⁴ Η εγγύηση καθαυτή συνάπτεται μεταξύ του εγγυητή και του δανειστή.³¹⁵ Πρόκειται για σύμβαση ετεροβαρή.³¹⁶ Ο εγγυητής αναλαμβάνει δική του («ίδια») υποχρέωση με περιεχόμενο ανάλογο με την υποχρέωση του πρωτοφειλέτη³¹⁷. Αντίθετα, ο δανειστής δεν αναλαμβάνει απέναντι στον εγγυητή καμία υποχρέωση. Τυπολογικά γνωρίσματα της σύμβασης εγγύησης είναι η επικουρικότητα³¹⁸ και ο παρεπόμενος χαρακτήρας της.³¹⁹ Από τις ως άνω αρχές είναι όμως δυνατή η εισαγωγή αποκλίσεων, δεδομένου του ενδοτικού χαρακτήρα των σχετικών κανόνων³²⁰.

Σύγκριση όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και εγγύησης³²¹.

Κοινό στοιχείο μεταξύ της εγγύησης και του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι η συστηματική τους ένταξη και επεξεργασία στο κεφάλαιο των προσωπικών ασφαλειών – ακόμα και αν ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν εμπίπτει στον *stricto sensu* ορισμό της

³¹³ Γεωργιάδης ό.π. σελ. 17 επ.

³¹⁴ Ό.π.

³¹⁵ Ό.π.

³¹⁶ Ό.π.

³¹⁷ Ό.π.

³¹⁸ Στο πλαίσιο της αρχής της επικουρικότητας ο εγγυητής ευθύνεται κατά δεύτερο βαθμό, δηλαδή μετά τον πρωτοφειλέτη

³¹⁹ Η αρχή του παρεπόμενου σημαίνει ότι η υποχρέωση από την εγγύηση ακολουθεί τη τύχη της κύριας οφειλής, έτσι ώστε σε περίπτωση μη υποχρέωσης του πρωτοφειλέτη να απελευθερώνεται και ο εγγυητής

³²⁰ Έτσι ο εγγυητής μπορεί να παραιτηθεί από την ένσταση της δίζησης (πρβλ. άρθρο 857 παρ. 1 σε συνδυασμό με το άρθρο 855 ΑΚ), ενώ μπορεί να συμφωνηθεί μειωμένη η ευθύνη του εγγυητή, όπως αυτή ρυθμίζεται στο άρθρο 851 ΑΚ.

³²¹ Για τα κριτήρια της σύγκρισης έχουν αξιοποιηθεί οι αναπτύξεις στο έργο Βερβεσού/Βενιέρη, 2020, Δίκαιο Εμπορικών Συμβάσεων, σελ. 746.

Βλ. Επίσης για το αμερικανικό δίκαιο: Kravitz, The Outer Fringes of Chapter 11: Nonconsenting Senior Lenders' Rights Under Subordination Agreements in Bankruptcy, 'However, subordinated creditors have been analogized to limited guarantors for the senior creditor.' Κι εκεί παραπομπή εις James Lopes, Contractual subordinations and bankruptcy, Banking Law Journal (1980) σελ. 227 As one commentator has noted, the essence of the subordination agreement is a guaranty of indemnification, limited by the amount payable to or received by the subordinated creditor in a bankruptcy proceeding'. Thus, although the nature of the obligations of a guarantor and a subordinated creditor differ somewhat, their similarities may justify using the better-developed law of guarantor releases to assist in analysing subordination agreements' κι εκεί ευρύτερη ανάπτυξη και προβληματική.

προσωπικής ασφάλειας – αφού εν πάση περιπτώσει τίθεται ζήτημα εμπλοκής ενός δεύτερου προσώπου που μπορεί να άρει ή να μετριάσει τις συνέπειες της αφερεγγυότητας του οφειλέτη. Επίσης, πρόκειται και στις δύο περιπτώσεις για ετεροβαρείς συμφωνίες που οδηγούν στη μονομερή δημιουργία υποχρεώσεων υπέρ του πιστωτή τελευταίας σειράς και του εγγυητή αντίστοιχα.³²² Αμφότερες οι μορφές ασφάλειας αποσκοπούν στην προστασία του δανειστή από την αδυναμία πληρωμής του οφειλέτη. Επίσης, όπως κατ' αρχήν η υποχρέωση του εγγυητή, έτσι κατ' αρχήν και η υποχρέωση του πιστωτή τελευταίας σειράς ενδέχεται να ενεργοποιείται μόνο όταν ο οφειλέτης δεν εκπληρώνει την παροχή του έναντι του πιστωτή ανώτερης σειράς, ή τουλάχιστον τότε προσλαμβάνει ουσιαστική σημασία. Ομοιότητες και διαφορές ανακύπτουν και αναφορικά με το στοιχείο του παρεπομένου.³²³ Όπως στην εγγύηση, έτσι και στον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι λογικό η υποχρέωση του πιστωτή τελευταίας σειράς ιδίως ως προς το κομμάτι της ύπαρξης και της απόσβεσής της, να συνδέεται άμεσα με την ύπαρξη και την απόσβεση της κύριας οφειλής του οφειλέτη έναντι του πιστωτή ανώτερης σειράς, γιατί προφανώς ελλείπει κύριας οφειλής, η υποχρέωση του πιστωτή τελευταίας σειράς είναι άνευ αντικειμένου. Διαφορές ανακύπτουν όσον αφορά το περιεχόμενο αλλά και την έκταση της υποχρέωσης του πιστωτή τελευταίας σειράς και το εγγυητή.³²⁴ Στην τυπική μορφή εγγύησης, τόσο το ύψος όσο και η παροχή του εγγυητή ταυτίζεται κατά περιεχόμενο με του πρωτοφειλέτη. Ο πιστωτής τελευταίας σειράς από την άλλη, «ευθύνεται» με την απαίτηση τελευταίας σειράς και τις υπέρ αυτής προσόδους, υπέχει δε περιορισμένη προσωπική «ευθύνη» έναντι του πιστωτή πρώτης σειράς, που εκτείνεται έως την αξία της δικής του απαίτησης (όχι της απαίτησης του πιστωτή πρώτης σειράς), και όχι έως το σύνολο της περιουσίας του.³²⁵ Επίσης, η (εξασφαλιστική) παροχή του πιστωτή τελευταίας σειράς θα συνίσταται κατά περίπτωση στην απλή παράλειψη είσπραξης, ίσως και στην απόδοση τυχόν ληφθέντων σε ικανοποίηση της απαίτησης τελευταίας σειράς, και όχι στην ολοσχερή εξόφληση της απαίτησης πρώτης σειράς, όπως θα καλούνταν να την εξοφλήσει ο εγγυητής.³²⁶

Συνεπώς, παρά τις όποιες εκ πρώτης όψεως ομοιότητες, δεν θα μπορούσε να γίνει δεκτό ότι ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτελεί ιδιαίτερο είδος εγγύησης.

2.9.2.2. Η Εγγυοδοτική σύμβαση.

³²² Για τα κριτήρια της σύγκρισης: βλ. Βερβεσός/Βενιέρης, Δίκαιο Εμπορικών Συμβάσεων, 2020, σελ. 746

³²³ Ο.π.

³²⁴ Ο.π.

³²⁵ Βέλλας, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης, σελ. 697, ο ίδιος, Η απώλεια προτεραιότητας ως μορφή ευθύνης του δανειοδότη, σελ. 1298-1299

³²⁶ Ο.π.

Αξίζει να διερευνηθεί κατά πόσο ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά παρουσιάζει μεγαλύτερη ομοιότητα με την συγγενή προς της την εγγύηση προσωπική ασφάλεια της εγγυοδοτικής σύμβασης. Με την εγγυοδοτική σύμβαση, η οποία δεν ρυθμίζεται ρητώς στο νόμο, αλλά μπορεί να καταρτιστεί ελεύθερα στη βάση της ελευθερίας των συμβάσεων, ο «εγγυοδότης» αναλαμβάνει απέναντι στον «εγγυολήπτη» την «ευθύνη» για την επέλευση ή μη επέλευση ορισμένου αποτελέσματος, αναλαμβάνοντας την υποχρέωση να αποκαταστήσει τη ζημία που ήθελε προκύψει εκ της πραγμάτωσης ενός μελλοντικού κινδύνου³²⁷. Έτσι, η εγγυοδοτική σύμβαση αποβαίνει χρήσιμη προς την κατεύθυνση της διασφάλισης ενός αλλότριου συμφέροντος, συνήθως του προσώπου του εγγυολήπτη, ότι ένας τρίτος (λ.χ. ο οφειλέτης του) θα ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.³²⁸ Η βασική διαφοροποίηση μεταξύ εγγυοδοτικής σύμβασης και εγγύησης είναι ότι η υποχρέωση που αναλαμβάνει ο εγγυοδότης έχει αυτόνομο, όχι δηλαδή παρεπόμενο χαρακτήρα, ενώ επί εγγύησης ισχύει ο κανόνας του παρεπομένου της ευθύνης του εγγυητή.³²⁹

Σύγκριση όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και εγγυοδοτικής σύμβασης.

Τόσο η εγγυοδοτική σύμβαση, όσο και ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, αποβλέπουν στην εξασφάλιση και στην επίτευξη ορισμένου αποτελέσματος. Το σκοπούμενο επί όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτέλεσμα θα μπορούσε να συνοψιστεί στην κατά προτεραιότητα εξυπηρέτηση της απαίτησης πρώτης σειράς από την περιουσία του οφειλέτη, και στην – στο βαθμό του εφικτού – προστασία του πιστωτή τελευταίας σειράς από τον κίνδυνο ταμειακής ανεπάρκειας του οφειλέτη. Υπάρχει όμως διαφορά στον τρόπο που τα δύο συμβατικά μορφώματα, ήτοι η εγγυοδοτική σύμβαση και ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, επιτυγχάνουν το σκοπούμενο κατά περίπτωση αποτέλεσμα. Επί μεν εγγυοδοτικής σύμβασης, είναι χαρακτηριστικό ότι ο εγγυοδότης θα ευθύνεται εν πάση περιπτώσει ‘ex post’, υποχρεούμενος σε αποζημίωση, για την αποκατάσταση της ζημίας του αντισυμβαλλομένου του από τη μη επίτευξη του επιθυμητού αποτελέσματος. Απεναντίας, η «ευθύνη» του πιστωτή τελευταίας σειράς μπορεί να ενεργεί και προληπτικά, μη έχοντας πάντα αποκαταστατικό χαρακτήρα, αφού μία εκ των κλασικών υποχρεώσεων που αναλαμβάνει συνίσταται στην παράλειψη είσπραξης των απαιτήσεών του για ίδιο λογαριασμό ώστε να είναι εφικτή η κατά προτεραιότητα ικανοποίηση του πιστωτή πρώτης σειράς. Επίσης, το περιεχόμενο της παροχής στην εγγυοδοτική σύμβαση προσδιορίζεται σύμφωνα με τις αρχές του δικαίου της

³²⁷ Γεωργιάδης, ό.π., σελ. 110, Βερβεσός/ Βενιέρης, ό.π. σελ. 747-748, Βερβεσός εις ΔικΑΕ Τομ.10 (2005) σελ. 548

³²⁸ Γεωργιάδης, ό.π.

³²⁹ Ό.π.

αποζημίωσης, ενώ επί όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, το περιεχόμενο της παροχής καταλείπεται κατ' αρχήν στη βούληση και στη συμφωνία των μερών. Τέλος, διαφορές μπορούν να ανακύψουν και ως προς την έκταση της ευθύνης, αφού η ευθύνη του εγγυοδότη καθορίζεται πάντα από την ασφαλιζόμενη απαίτηση, ενώ η ευθύνη του πιστωτή τελευταίας σειράς, εξαρτάται από το ύψος της δικής του απαίτησης και τα αναλογούντα σε αυτήν μερίσματα, και πάντοτε στο βαθμό που είναι απαραίτητο για να εξυπηρετηθεί ολοσχερώς η απαίτηση πρώτης σειράς.³³⁰

Συνεπώς, δεδομένης της κοινής στοχοθεσίας, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι ιδιόμορφη εγγυοδοτική σύμβαση, με την τυπική μορφή της οποίας σίγουρα δεν ταυτίζεται.

2.9.3 Οι εμπράγματες ασφάλειες.

Η δεύτερη μεγάλη κατηγορία ασφαλειών μετά τις προσωπικές, είναι οι λεγόμενες εμπράγματες ασφάλειες, όπου η εξασφάλιση του πιστοδότη συνίσταται στο ότι αποκτά *εμπράγματο δικαίωμα* πάνω σε ορισμένο πράγμα ή δικαίωμα του πιστολήπτη ή τρίτου, με συνέπεια τόσο επί πτώχευσης του οφειλέτη όσο και επί αναγκαστικής εκτέλεσης και πλειστηριασμού να μπορεί να ικανοποιηθεί προνομακά από το πλειστηρίασμα (αρχή της προτίμησης)³³¹.

2.9.3.1 Το ενέχυρο απαίτησης

Το ενέχυρο απαίτησης ρυθμίζεται στον νόμο ως ειδική περίπτωση ενεχύρου σε δικαίωμα (ΑΚ 1248 επ.). Ως πρόσθετος όρος για την σύσταση του ενεχύρου τίθεται η γνωστοποίηση της σύστασης του ενεχύρου στον οφειλέτη της ενεχυριαζόμενης απαίτησης (ΑΚ 1248).³³² Γενικά, μπορεί να συσταθεί ενέχυρο επί οποιαδήποτε αυτοτελούς απαίτησης του ουσιαστικού δικαίου, χρηματικής ή μετατρέψιμης σε χρήμα, είτε απορρέει από σύμβαση (π.χ. δάνειο) ή εκ του νόμου νόμο, και ανεξάρτητα αν είναι εκκαθαρισμένη, ληξιπρόθεσμη, υπό αίρεση, προθεσμία, γεννημένη ή μελλοντική. Η απαίτηση πρέπει επίσης να είναι μεταβιβάσιμη. Η ενεχυρίαση μελλοντικής απαίτησης προϋποθέτει πάντως επαρκή προσδιορισμό της στη σύμβαση ενεχύρου³³³.

³³⁰ Για τα κριτήρια της σύγκρισης, βλ. Βενιέρη, Βερβεσό, ό.π. σελ. 747-748, βλ. και Βέλλα, ό.π.

³³¹ Γεωργιάδης, ό.π., σελ. 13

³³² Γεωργιάδης, ό.π., σελ. 570

³³³ Γεωργιάδης, ό.π. σελ 570-571

Υπάρχει και η περίπτωση του ειδικού νομοθετικού διατάγματος της 17.7-13.8.1923 «περί ειδικών διατάξεων περί ανωνύμων εταιρειών» που αξιοποιείται κυρίως στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων με σκοπό την ταχύτερη ικανοποίηση και την διευκόλυνση της χορήγησης των πιστώσεων.³³⁴ Κατά το άρθρο 39 του εν λόγω ν.δ. «Αν αντικείμενο της ενεχυρίασης είναι ονομαστική απαίτηση του οφειλέτη κατά τρίτου, η ενεχυρίαση συνεπάγεται εκχώρηση της απαίτησης από τον οφειλέτη προς την πιστώτρια. Αντίγραφο της σύμβασης ενεχυρίασης επιδίδεται στον τρίτο. Από την επίδοση, η πιστώτρια θεωρείται ως δικαιούχος της απαίτησης». Κατά το άρθρο 44 του προαναφερθέντος νομοθετήματος, εάν αντικείμενο της ενεχυρίασης είναι απαίτηση, η πιστώτρια δικαιούται να εισπράξει την απαίτηση, ως εκδοχέας, ενώ το υπόλοιπο αποδίδεται στον οφειλέτη. Σε αντίθεση με τα άρθρα 1247-1248 ΑΚ που προαπαιτούν για τη σύσταση ενεχύρου συμβολαιογραφικό έγγραφο ή ιδιωτικό έγγραφο βεβαίας χρονολογίας, σύμφωνα με το άρθρο 39 αρκεί απλό ιδιωτικό έγγραφο το οποίο θα πρέπει να επιδοθεί στην εκδότρια. Η ενεχυρίαση ισοδυναμεί σε αυτή την περίπτωση με εκχώρηση προς την πιστώτρια.³³⁵

Διάκριση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά από το ενέχυρο απαίτησης.

Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, προφανώς *per se* δεν οδηγεί στη σύσταση δικαιώματος ενεχύρου του πιστωτή πρώτης σειράς, σε βάρος της απαίτησης τελευταίας σειράς και των προσόδων της, και υπέρ της απαίτησης του πιστωτή τελευταίας σειράς, καθιστώντας τον προστατευόμενο και έναντι του κινδύνου αφερεγγυότητας του πιστωτή τελευταίας σειράς. Οδηγεί απλώς στην κτήση ενοχικών δικαιωμάτων και υποχρεώσεων³³⁶.

Ωστόσο, με δεδομένο ότι σε διεθνές επίπεδο έχουν τεθεί κάποιοι σχετικοί προβληματισμοί³³⁷, ενώ το υπό κρίση συμβατικό μόρφωμα αναπτύσσει μια εξασφαλιστική διάσταση και υποκρύπτει μια βούληση πληρέστερης και πιο άμεσης ικανοποίησης του προτιμώμενου πιστωτή, είναι άξιο έρευνας το πώς μπορεί όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά να συνδυαστεί με εμπράγματα ασφάλειες.

Αρχικά, δεν αποκλείεται ο ίδιος ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά να προβλέπει ότι ο πιστωτής τελευταίας σειράς υπέχει την υποχρέωση να συστήσει εμπράγματα ασφάλεια υπέρ

³³⁴ Α.Ανδρουλάκη, Κ. Παναγοπούλου-Περέζ, «Η ενεχυρίαση απαιτήσεων προς εξασφάλιση πιστώσεων κατά το νομοθετικό διάταγμα της 17.7/13.08.1923», ΝοΒ 5/2020, σελ.1155

³³⁵ Κατά την κρατούσα γνώμη, η ενεχυρίαση ονομαστικής απαίτησης αποτελεί είδος καταπιστευτικής εκχώρησης, ενώ κατ' άλλη άποψη η διατύπωση αυτή δεν καθιερώνει είδος καταπιστευτικής δικαιοπραξίας αλλά αποτελεί διασάφηση του δικαιώματος της πιστώτριας να προβεί σε είσπραξη της απαίτησης, ακόμα και προτού το ασφαλιζόμενο χρέος καταστεί ληξιπρόθεσμο και απαιτητό.

³³⁶ Βλ. την ανάπτυξη παραπάνω

³³⁷ Ως προς το αν αποτελεί security

της απαίτησης πρώτης σειράς, επί των εκάστοτε εισπραττόμενων από τον δανειστή τελευταίας σειράς προσόδων της δανειακής του απαίτησης (είτε έχουν εισπραχθεί από αυτόν κατά ή παρά τους όρους του δανείου).³³⁸ Στην περίπτωση αυτή, η υποχρέωση του πιστωτή τελευταίας σειράς δεν θα εξαντλείται στην απόδοση των εκάστοτε εισπραττόμενων προσόδων, αλλά θα πρέπει να προβεί στη σύσταση ενεχύρου υπέρ (υφιστάμενων ή μελλοντικών) απαιτήσεων, δυνατότητα που με βάση τον ως άνω περιγραφόμενο ορισμό του ενεχύρου απαίτησης και των προϋποθέσεων σύστασής του, είναι καθόλα εφικτή. Απλώς, θα πρέπει να προσδιορίζεται επαρκώς στην σύμβαση ενεχύρου η απαίτηση που ενεχυριάζεται.³³⁹ Επίσης, για την έγκυρη σύσταση του ενεχύρου, απαιτείται γνωστοποίηση του ενεχύρου από τον ενεχυριαστή στον οφειλέτη της ενεχυριαζόμενης απαίτησης.³⁴⁰

Σε ένα εναλλακτικό σενάριο, που αποβλέπει και πάλι στην πιο αποτελεσματική προστασία του πιστωτή πρώτης σειράς, ο τελευταίος μπορεί να θέσει ως προϋπόθεση της χρηματοδότησης του κοινού οφειλέτη, ότι θα πρέπει όλες οι παροχές που είναι καταβλητέες υπέρ του πιστωτή τελευταίας σειράς να κατατίθενται σε έναν ειδικό τραπεζικό λογαριασμό³⁴¹. Ο εν λόγω λογαριασμός μπορεί μεν να τηρείται στο όνομα του πιστωτή τελευταίας σειράς, ή του εκπροσώπου ομολογιούχων τελευταίας σειράς ανάλογα με την περίπτωση, πλην όμως θα είναι δεσμευμένος λόγω ενεχύρου υπέρ του πιστωτή πρώτης σειράς (ως προς το υπόλοιπο του λογαριασμού που δεν είναι καταβλητέο υπέρ ληξιπρόθεσμης απαίτησης του πιστωτή τελευταίας σειράς σε περίπτωση που κάτι τέτοιο έχει συμφωνηθεί).³⁴²

Η συνομολόγηση εμπραγμάτων ασφαλειών (αλλά και εξασφαλιστικών συμβάσεων όπως λ.χ. η εξασφαλιστική εκχώρηση απαίτησης) φέρνει τον πιστωτή πρώτης σειράς σε μια πιο πλεονεκτική θέση, σε σχέση με τη θέση στην οποία βρίσκεται όταν απλώς βρίσκεται σε ισχύ υπέρ του ένα δάνειο με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά. Αναμένοντας την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που έχει αναλάβει συμβατικώς ο πιστωτής τελευταίας σειράς, ο πιστωτής πρώτης σειράς βρίσκεται εκτεθειμένος στον κίνδυνο της αφερεγγυότητας του τελευταίου. Ως εκ τούτου, μπορεί να προβλεφθεί η σύσταση ενεχύρου ή η κατάρτιση σύμβασης εξασφαλιστικής εκχώρησης απαίτησης σε βάρος της απαίτησης του πιστωτή τελευταίας σειράς, ή των προσόδων ή επί του χρηματικού αντικειμένου κάθε τραπεζικής

³³⁸ Βέλλας, Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης, σελ. 695-715

³³⁹ Γεωργιάδης, Η Εξασφάλιση των Πιστώσεων, 2008, σελ. 570-571

³⁴⁰ Ο.π.

³⁴¹ Πρβλ. Βέλλας, ό.π. σελ. 703

³⁴² Ο.π.

κατάθεσης³⁴³ που έχει ή πρόκειται να πραγματοποιηθεί υπέρ της απαίτησης τελευταίας σειράς³⁴⁴.

2.9.4 Ασφάλειες που διαπλάσθηκαν από την πράξη

Παρότι οι εμπράγματα ασφάλειες συνιστούν πληρέστερη μορφή εξασφάλισης του ασφαλιζόμενου πιστωτή έναντι του κινδύνου αφερεγγυότητας του οφειλέτη, ενέχουν και ορισμένα μειονεκτήματα, συνιστάμενα λόγου χάρη στην περιπλοκότητα και τα εύλογα κόστη που συνεπάγεται η σύστασή τους. Ως εκ τούτου, στην πράξη, έχουν διαπλασθεί ορισμένα εξασφαλιστικά μορφώματα, όπως η καταπιστευτική εκχώρηση απαίτησης που παρουσιάζουν έναν μεγαλύτερο βαθμό ευελιξίας. Ερευνητέα η σχέση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά με τα εν λόγω εξασφαλιστικά μορφώματα.

2.9.4.1 Η καταπιστευτική εκχώρηση απαίτησης.

Αναφέραμε, παραπάνω, πως για την βελτίωση της αποτελεσματικότητας των όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι δυνατόν τα μέρη να έχουν συμφωνήσει πως οι όποιες πρόσοδοι που θα λαμβάνει ο πιστωτής τελευταίας σειράς κατά την διανομή της περιουσίας του οφειλέτη θα εκχωρούνται στον πιστωτή πρώτης σειράς³⁴⁵. Αντίστοιχα, μπορεί να συμφωνείται πως θα εκχωρείται εξασφαλιστικά και ολόκληρη η απαίτηση τελευταίας σειράς. Γίνεται δε λόγος, για καταπιστευτική εκχώρηση απαίτησης (fiduciary assignment)³⁴⁶.

Σε επίπεδο αγγλοσαξωνικού δικαίου, αναφέρεται πως οι περισσότεροι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, αποτελούν ‘trusts of proceeds’ της απαίτησης τελευταίας σειράς που αποδίδονται στον πιστωτή πρώτης σειράς επί αφερεγγυότητας του οφειλέτη.³⁴⁷ Αναφέρεται συναφώς πως η χρήση του όρου trust που μας παραπέμπει στο καταπίστευμα, θεσμό άγνωστο στο ελληνικό δίκαιο, δεν πρέπει να δημιουργεί προβληματισμούς στους μελετητές του ηπειρωτικού δικαίου, γιατί στην πραγματικότητα πρόκειται απλώς για ‘transfer of future proceeds’, ήτοι για εκχώρηση μελλοντικών προσόδων/απαιτήσεων στο πλειστηρίασμα.

³⁴³Πρβλ. Βέλλα, ό.π. σελ. 711 Σε αυτές τις περιπτώσεις, σε περίπτωση υπερημερίας του οφειλέτη, ο ασφαλειολήπτης έχει τη δυνατότητα να εισπράττει άμεσα, από μεν τον δανειολήπτη τις μελλοντικές προσόδους, από δε τον τραπεζικό θεματοφύλακα τις ήδη συλλεγείσες, χωρίς τη σύμπραξη του ασφαλειοδότη ή του διαχειριστή αφερεγγυότητάς του (παρ. 5 του αρ. 4 του Ν. 3301/2004, με τον οποίο έχει εισαχθεί στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2002/47/ΕΕ σχετικά με τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας

³⁴⁴ Πρβλ. Βέλλα, ό.π. σελ.711, και ο ίδιος, Η απώλεια προτεραιότητας ως μορφή ευθύνης του δανειοδότη, σελ.1283

³⁴⁵ Καρατζάς εις P. Wood, ό.π. σελ. 145

³⁴⁶ Ό.π.

³⁴⁷ P. Wood, ό.π. σελ. 193

Σε διεθνές επίπεδο, δεν δημιουργούνται ιδιαίτεροι προβληματισμοί ως προς την εγκυρότητα της εκχώρησης των (μελλοντικών) καρπών/προσόδων της απαίτησης και όχι της ίδιας της απαίτησης. Έτσι, καταφάσκει η δυνατότητα αυτή στο αγγλικό δίκαιο.³⁴⁸ Αντίστοιχα και στο αμερικανικό δίκαιο.³⁴⁹ Αλλά και στο γερμανικό δίκαιο δεν φαίνεται να διατυπώνονται αντιρρήσεις στη συμφωνία απόδοσης των προσόδων που λαμβάνονται επί αφερεγγυότητας.³⁵⁰

Εναλλακτικά πάντως, είναι δυνατή και η εκχώρηση ολόκληρης της απαίτησης τελευταίας σειράς υπέρ του πιστωτή πρώτης σειράς ως εξασφάλιση. Στο ελληνικό δίκαιο όμως, οποιαδήποτε μορφή εκχώρησης προαπαιτεί την προηγούμενη γνωστοποίηση στον οφειλέτη.³⁵¹

Με τις καταπιστευτικές δικαιοπραξίες μεταβιβάζεται δικαίωμα (καταπίστευμα) με σκοπό όχι την πρόσκτησή του στην περιουσία του αποκτώντος (καταπιστευματούχου) αλλά είτε την εξασφάλιση απαίτησης του τελευταίου κατά του μεταβιβάζοντος (*fiducia cum creditore*) είτε τη διαχείριση του μεταβιβαζόμενου δικαιώματος από τον καταπιστευματούχο (*fiducia cum amico*).³⁵² Έτσι, ενώ νομικά μεταβιβάζεται η απαίτηση στον εκδοχέα, οικονομικά απλώς επιδιώκεται η εξασφάλισή του.³⁵³ Εξωτερικά, η καταπιστευτική δικαιοπραξία συντελείται με τη μεταβίβαση του δικαιώματος, πχ επί εκχώρησης απαίτησης, ο εκδοχέας καθίσταται δικαιούχος και μπορεί μετά από αναγγελία της εκχώρησης στον οφειλέτη να την εισπράξει³⁵⁴. Εσωτερικά όμως, στη σχέση καταπιστεύοντος-καταπιστευματούχου, ο τελευταίος αναλαμβάνει απέναντι στον πρώτο τη δέσμευση ότι θα ασκεί το δικαίωμά του κατά τον συμφωνηθέντα τρόπο, προς συμφέρον του μεταβιβάζοντος, και πάντως στο πλαίσιο του σκοπού της μεταβίβασης.³⁵⁵ Υποχρεούται δηλαδή να ασκεί μόνο το μέρος των εξουσιών που του παρέχει το δικαίωμα, δηλαδή το μέρος που δικαιολογείται από τον συμφωνηθέντα σκοπό της καταπιστευτικής δικαιοπραξίας³⁵⁶.

Από τη σκοπιά του ελληνικού δικαίου, σίγουρα ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν αποτελεί *per se* καταπιστευτική εκχώρηση απαίτησης, ωστόσο για να είναι ο πιστωτής πρώτης

³⁴⁸ Ό.π.: αναφέρεται πως στο αγγλικό δίκαιο είναι συνήθης και η εκχώρηση του ασφαλίسمatos (*insurance proceeds*)

³⁴⁹ Ό.π. σελ. 194 : Similarly under US Law, there is no objection to a transfer of proceeds and indeed in numerous cases the courts have held that the effect of a subordination is to transfer proceeds

³⁵⁰ Ό.π. σελ. 195: There seems to be no objection in Germany to an agreement to turn over dividends received on bankruptcy.

³⁵¹ Ομοίως στη Γαλλία απαιτείται αυτό το πρόσθετο βήμα. Αντίθετα, στο αγγλικό δίκαιο δεν χρειάζεται η τήρηση αυτής της διατύπωσης για το κύρος της εκχώρησης.

³⁵² Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, 2012, σελ. 404-405

³⁵³ Βερβεσός εις ΔικΑΕ Τομ 10 (2005), σελ. 545, Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, σελ. 50

³⁵⁴ Ό.π.

³⁵⁵ Ό.π.

³⁵⁶ Ό.π.

σειράς πιο εξασφαλισμένος απέναντι στο ενδεχόμενο ο πιστωτής τελευταίας σειράς να αθετήσει της υποχρεώσεις του, αλλά και προστατευμένος από τον κίνδυνο αφερεγγυότητάς του, είναι πιο συμφέρον εάν τα μέρη έχουν συμφωνήσει ο πιστωτής τελευταίας σειράς να εκχωρήσει υπέρ του πιστωτή πρώτης σειράς είτε ολόκληρη την απαίτησή του, ή έστω τις απαιτήσεις του στο πλειστηρίασμα.³⁵⁷

Συμπέρασμα επί της νομικής φύσης:

Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, λόγω της ιδιομορφίας του, τόσο σε επίπεδο επιδιωκόμενου σκοπού όσο και σε επίπεδο μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη του σκοπού αυτού, δεν μπορεί να υπαχθεί συστηματικά σε κανένα από τα υφιστάμενα ρητώς ρυθμιζόμενα στον ΑΚ μορφώματα. Σίγουρα αποτελεί ενοχική, υποσχετική ετεροβαρή συμφωνία, που ανάγεται σε ιδιόμορφη διαπλασθείσα από την πράξη ενοχική εξασφαλιστική συμφωνία. Μπορεί να επιτελέσει και τον ρόλο covenant. Τέλος, δεν οδηγεί per se στην κτήση εμπραγμάτων δικαιωμάτων, αλλά για την καλύτερη εξασφάλιση του εξασφαλιζόμενου μέρους, μπορεί να συνδυαστεί κατά περίπτωση με την ανάληψη υποχρέωσης: ενεχύρου επί των μελλοντικών προσόδων, του πλειστηριασματος ή και ολόκληρης της απαίτησης του πιστωτή τελευταίας σειράς για την προστασία του πιστωτή πρώτης σειράς από τον κίνδυνο αφερεγγυότητας του πιστωτή τελευταίας σειράς, με την σύσταση ενεχύρου επί λογαριασμού στον οποίο έχουν κατατεθεί τα ληφθέντα, με την κατάρτιση σύμβασης εξασφαλιστικής εκχώρησης απαίτησης υπέρ των μελλοντικών απαιτήσεων (προσόδων και πλειστηριασματος) του πιστωτή τελευταίας σειράς, ή και με απλή εκχώρηση απαίτησης.

3. Ο τύπος των συμφωνιών που εμπεριέχουν τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά. Το επιχείρημα υπέρ του εγγράφου.

Όπως είναι γνωστό, τον κανόνα στο ελληνικό δίκαιο αποτελεί η αρχή του ατύπου των δικαιοπραξιών (ΑΚ 158), ο δε τύπος αποτελεί ένα ζήτημα συνυφασμένο με τη νομική φύση μίας σύμβασης. Δεδομένου ότι ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν αποτελεί εγγύηση, ώστε να επιβάλλεται ο έγγραφος τύπος της ΑΚ 849 τουλάχιστον ως προς το κομμάτι της δήλωσης του εγγυητή, ακόμα και αν θέλαμε να τη θεωρήσουμε ιδιαίτερο είδος εγγυοδοτικής σύμβασης ή ιδιόμορφη σύμβαση, ισχύει ο κανόνας του ατύπου.

³⁵⁷ Βλ. Βέλλα σελ. 711: «Εφόσον ο δανειστής μείζονος εξασφάλισης έχει εξασφαλίσει εμπραγμάτως οποιαδήποτε από τις προαναφερόμενες χρηματικές απαιτήσεις του, αποκτώντας ενέχυρο ή καταπιστευτικώς εκχωρημένο δικαίωμα επί των απαιτήσεων του πτωχεύσαντα από τις συμβάσεις δανείου μειωμένης εξασφάλισης και τραπεζικής παρακαταθήκης των δανειακών προσόδων»

Στην πράξη όμως, έχει επικρατήσει ο έγγραφος τύπος ως προς τους όρους εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, κατ' αρχάς για λόγους ασφάλειας των συναλλαγών και αποδεικτικής ευχέρειας.

Γίνεται δεκτό ότι οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά πρέπει να προκύπτουν από το περιεχόμενο της σύμβασης.³⁵⁸ Σε σχετική του απόφαση, το γερμανικό ακυρωτικό (BGH) έχει κάνει δεκτό ότι ο πιστωτής τελευταίας σειράς θα πρέπει να δηλώνει τη βούλησή του να ικανοποιηθεί η απαίτησή του αφού πρώτα ικανοποιηθούν οι λοιποί δανειστές του κοινού οφειλέτη.³⁵⁹ Πάντως, γίνεται δεκτό ότι η εν λόγω βούληση μπορεί να συνάγεται και εκ των περιστάσεων, στη βάση της καλής πίστης.³⁶⁰ Ειδικότερα, όπως θα διαπιστώσουμε κατωτέρω, και δάνειο μετόχου προς την εταιρεία που δεν περιλαμβάνει subordination clause, μπορεί να ερμηνευθεί ενόψει του συμφέροντος της προστασίας των δανειστών και σύμφωνα με την καλή πίστη (AK 288), η διορθωτική λειτουργία της οποίας στη σύμβαση δεν αμφισβητείται, ως δάνειο με τέτοια ρήτρα, ώστε η ικανοποίηση των μετόχων-δανειστών να έπεται της ικανοποίησης των υπολοίπων δανειστών του οφειλέτη.³⁶¹

Πάντως, ένα ακόμα επιχείρημα το οποίο καθιστά προτιμητέο τον έγγραφο τύπο των εν λόγω συμβάσεων, θα μπορούσε να συναχθεί και από τις πτωχευτικού δικαίου συνέπειες που επάγεται ο όρος αυτός. Οι πιστωτές τελευταίας σειράς, κατατάσσονται και ικανοποιούνται μετά τους ανέγγυους, σύμφωνα με τη σειρά που προκύπτει είτε εκ του νόμου, είτε από τη σύμβαση που προβλέπει την κατώτερη αυτή κατάταξη. Φαίνεται εύλογη η παραδοχή, ότι αν από τα υποβληθέντα στο σύνδικο έγγραφα και στοιχεία δεν προκύπτει αναμφιβόλως το δικαίωμα και η σειρά κατάταξης του πιστωτή τελευταίας σειράς, οι απαιτήσεις τους θα κατατάσσονται με βάση τα κατ' αρχήν ισχύοντα νομοθετικώς (αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης).³⁶² Συνεπώς, προς αποφυγή τέτοιων δυσχερειών, προκρίνεται η λύση της έγγραφης κατάταξης των συμφωνιών που φιλοδοξούν να ρυθμίσουν εξ ιδιωτικής βουλήσεως ένα ιδιαίτερα κρίσιμο ζήτημα σε επίπεδο διαδικασιών εκτέλεσης και σε επίπεδο διανομών, ήτοι τη σειρά προτεραιότητας των πιστωτών. Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά στην πραγματικότητα δεν προορίζεται να είναι ένα «χαρτί» πολλώ δε μάλλον άτυπη συμφωνία που θα εξαντληθεί στη ρύθμιση των ιδιωτικών σχέσεων δύο προσώπων, αλλά θα αξιοποιηθεί και

³⁵⁸ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 42

³⁵⁹ BGH, NJW 2001, σελ. 1280.

³⁶⁰ Λιακόπουλο, Εμπορική Δημοσιότητα., σελ. 90, ο οποίος αναφέρεται στη διορθωτική λειτουργία της 288 AK επί του περιεχομένου της σύμβασης.

³⁶¹ Λιακόπουλος, ό.π

³⁶² Περάκης, Πτωχευτικό Δίκαιο, σελ. 487

θα προβληθεί ευρύτερα, ενώπιον συνδίκων πτώχευσης, ενώπιον εκκαθαριστών, ενώπιον εκπροσώπων ομολογιούχων, γι' αυτό πρέπει να περιβάλλεται και του ανάλογου τύπου.

Πολλές φορές, οι όροι μειωμένης εξασφάλισης συμφωνούνται μεταξύ δανειστών (inter-creditor agreement), ιδίως ως προς το κομμάτι της ρυθμίσεως της τάξης των εμπραγμάτων ασφαλειών τους.³⁶³

³⁶³Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 42. Βλ. επίσης P. Wood, ό.π. σελ. 213: The terms of the subordination are usually contained in an intercreditor agreement between the common debtor, the junior creditor, the senior creditors, any arrangers, and any syndicate agent banks for senior and junior creditors

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

-

ΕΝΝΟΜΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ

Ι) ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ

1. Συμβάσεις χρηματοδότησης με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως μορφή χρηματοδότησης της ΑΕ

Εισαγωγικά.

Ένα εύλογο ερώτημα που αξίζει να εξετάσουμε σε αυτό το χρόνο είναι, από τη σκοπιά του εταιρικού δικαίου, τι είδος χρηματοδότησης της ΑΕ αποτελούν τα χρηματοδοτικά εργαλεία με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (*subordinated debt*);

Η ανάπτυξη οποιασδήποτε επιχειρηματικής δραστηριότητας συνεπάγεται την πραγματοποίηση επενδύσεων που προϋποθέτουν χρηματοδότηση. Η χρηματοοικονομική διαχείριση (*financial management*) μιας εταιρείας συνίσταται στο σύνολο των θεμελιωδών αποφάσεων συλλογής και κατανομής των οικονομικών πόρων της εταιρείας, ήτοι αποφάσεων περί χρηματοδότησης και επενδύσεων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.³⁶⁴ Οι χρηματοδοτικές αποφάσεις (δανεισμός, αύξηση κεφαλαίου) αποτυπώνονται στο παθητικό σκέλος του ισολογισμού, υποδηλώνοντας την προέλευση των κεφαλαίων, ενώ οι επενδυτικές αποτυπώνονται στο ενεργητικό του ισολογισμού υποδηλώνοντας τον τρόπο επένδυσης των κεφαλαίων.

Το κριτήριο λήψης επενδυτικών αποφάσεων (*capital budgeting*) είναι ο συνυπολογισμός αξίας και κόστους της επένδυσης.³⁶⁵ Η επένδυση κρίνεται ως αξιόλογη όταν έχει θετική καθαρή παρούσα αξία (*net present value*) ήτοι στο βαθμό που η παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών που αναμένεται να αποφέρει υπερβαίνει το απαιτούμενο κεφάλαιο για την πραγματοποίησή της.³⁶⁶ Από την άλλη, οι χρηματοδοτικές αποφάσεις συγκροτούν την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας (*capital structure*).³⁶⁷ Η επιλογή του κατάλληλου τρόπου χρηματοδότησης ανάγεται σε σύνθετο οικονομικό πρόβλημα, στο βαθμό που δεν υφίσταται επί του παρόντος κοινώς αποδεκτό οικονομικό μοντέλο προσδιορισμού της ιδεατής

³⁶⁴ Ross/Westerfield/Jordan, *Fundamentals of Corporate Finance*, σελ. 2-4

³⁶⁵ Ross/Westerfield/Jordan, *ό.π.*, σελ. 2, Brealy/Myers/Allen, *Principles of Corporate Finance*, σελ. 23

³⁶⁶ *Ό.π.*

³⁶⁷ Ross/Westerfield/Jordan, *Fundamentals of Corporate Finance*, σελ. 3

χρηματοδότησης της εταιρείας.³⁶⁸ Πάντως, από νομικής απόψεως, καταλείπεται ελευθερία στις επιχειρήσεις να διαμορφώσουν κατά βούληση την κεφαλαιακή τους διάρθρωση (Finanzierungsfreiheit).³⁶⁹

Γενικά, τρεις είναι οι δυνατοί τρόποι χρηματοδότησης μιας ΑΕ: 1) τα ίδια κεφάλαια, 2) τα ξένα κεφάλαια, και 3) τα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης.³⁷⁰ Στην κλασική διάκριση κεφαλαίου και χρέους, η μετοχή αποτελεί την «αρχαιτική μορφή ιδίων κεφαλαίων» (equity), το δε δάνειο αποτελεί την «αρχαιτική μορφή ξένων κεφαλαίων» (debt).³⁷¹

Εκ πρώτης όψεως, θα μπορούσε κανείς να σκεφτεί πως εφόσον οι συμβάσεις με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτελούν κατ' εξοχήν δάνεια, κοινά ή ομολογιακά, συνιστούν χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια. Ίσως όμως η απάντηση να μην είναι τόσο προφανής, λαμβανομένου υπόψιν ότι τα υπό κρίση δάνεια οδηγούν στην δημιουργία απαιτήσεων μειωμένης εξοφλητικής προτεραιότητας, ο δε δανειστής τους συγκατατίθεται να εξυπηρετηθεί σε τελευταία σειρά, στοιχείο που παραπέμπει στα ίδια κεφάλαια³⁷². Ενδεχομένως λοιπόν τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά να μην μπορούν να υπαχθούν αυστηρά ούτε στην κατηγορία του κεφαλαίου, ούτε στην κατηγορία του χρέους και να συνιστούν υβριδικό μόρφωμα χρηματοδότησης. Προς διαλεύκανση του ερωτήματος, χρειάζεται να προβούμε σε μια επισκόπηση των μορφών χρηματοδότησης της ΑΕ.

Γενικά, ανάλογα με το εκάστοτε χρησιμοποιούμενο κριτήριο, η χρηματοδότηση διακρίνεται σε διάφορες κατηγορίες.

1.1 Η διάκριση της χρηματοδότησης σε εσωτερική και εξωτερική.

Εν πρώτοις, με κριτήριο την προέλευσή της, η χρηματοδότηση διακρίνεται σε εξωτερική και εξωτερική³⁷³. Στην περίπτωση της εξωτερικής χρηματοδότησης, τα εισερχόμενα κεφάλαια προέρχονται από πηγές εκτός της εταιρείας.³⁷⁴ Ενδέχεται να είναι είτε ίδια, επί χρηματοδότησης της εταιρείας από τους ιδρυτές ή τους μετόχους της, είτε ξένα, επί κατάρτισης σύμβασης δανείου ή έκδοσης ομολογιακού δανείου³⁷⁵. Στον αντίποδα της εξωτερικής

³⁶⁸ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 1

³⁶⁹ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 2

³⁷⁰ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 1

³⁷¹ Τζουγανάτος/ Βερβεσός, Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού και ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση, σελ. 304

³⁷² Σωτηρόπουλος, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού, σελ. 236: όπου αναφέρεται ως εννοιολογικό χαρακτηριστικό των ιδίων κεφαλαίων ο χαρακτήρας που υπέχουν ως «ευθυνόμενο κεφάλαιο», υπό την έννοια ότι η επιστροφή τους έπεται της ικανοποίησης των λοιπών δανειστών της εταιρείας.

³⁷³ Σωτηρόπουλος, ό.π. σ.235, Τουντόπουλος, ό.π., υποσημ.1

³⁷⁴ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 235

³⁷⁵ Ό.π.

χρηματοδότησης, βρίσκεται η έννοια της εσωτερικής χρηματοδότησης: στην περίπτωση αυτή, οι κεφαλαιακές εισροές προέρχονται από την ίδια τη λειτουργία της επιχείρησης³⁷⁶.

1.2 Η τυπική διάκριση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων με κριτήριο τη θέση των προσώπων που χρηματοδοτούν την εταιρεία.

Με κριτήριο την νομική θέση των προσώπων που χρηματοδοτούν την εταιρεία, διακρίνουμε μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων, και των ξένων κεφαλαίων.³⁷⁷

1.2.1 Ίδια κεφάλαια.

Ως «ίδια» θεωρούνται τα κεφάλαια που προέρχονται από τους μετόχους (από οικονομικής απόψεως ιδιοκτήτες)³⁷⁸, εισφερόμενα είτε κατά την ίδρυση της εταιρείας (μετοχικό κεφάλαιο³⁷⁹), είτε μεταγενέστερα με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, καθώς και κεφάλαια που προέρχονται από αυτοχρηματοδότηση της εταιρείας (αποθεματικά που σχηματίζονται από κέρδη της εταιρείας, και κέρδη εις νέον)³⁸⁰. Οι κανόνες του λογιστικού δικαίου επιτάσσουν την καταγραφή των ιδίων κεφαλαίων στο παθητικό του ισολογισμού, αφού, αφού αντιπροσωπεύουν οιονεί υποχρεώσεις της εταιρείας προς τους μετόχους της,³⁸¹ ενδεικνύοντας τι θα απέμενε προς διανομή στους μετόχους της εταιρείας αν κατά τη στιγμή της κατάρτισης του ισολογισμού η εταιρεία ήθελε λυθεί, και έπρεπε να εξοφλήσει το σύνολο των υποχρεώσεών της.³⁸²

Τα εννοιολογικά γνωρίσματα των ιδίων κεφαλαίων.

Τα ουσιώδη στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων συνοψίζονται (α) στην κατ' αρχήν προέλευσή τους από τους μετόχους, (β) στην υπαγωγή τους σε ειδικό καθεστώς δέσμευσης υπό την έννοια της

³⁷⁶ Σωτηρόπουλος, ό.π., Τουντόπουλος, ό.π.

³⁷⁷ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 236

³⁷⁸ Καραγκουνίδης, Δάνεια μετόχων στην ανώνυμη εταιρεία, σελ. 187, Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 13, Βλ. Κανονισμό (ΕΚ) 1126/2008 της Επιτροπής της 3^{ης} Νοεμβρίου 2008 για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων, ΕΕ L 320 της 29.11.2008 σ. 1 (Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 1, παράγραφος 7: «Ιδιοκτήτες είναι οι κάτοχοι των μέσων που κατατάσσονται ως ίδια κεφάλαια»).

³⁷⁹ Πρβλ. Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, σελ. 257: «Μετοχικό κεφάλαιο είναι το σταθερό ποσό, στο οποίο αντιστοιχεί το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που πρέπει να συγκεντρωθούν και να βρίσκονται στη διάθεση της ΑΕ. Λογιστικά, αποτελεί μια αφηρημένη μαθηματική ποσότητα, που αναγράφεται κατά το νόμο στο καταστατικό και μπορεί να μεταβληθεί μόνο με τροποποίηση του καταστατικού.» βλ. Σωτηρόπουλο, ό.π. σελ. 239 για την «αρχή του σχηματισμού του μετοχικού κεφαλαίου» και την «αρχή της διατήρησης ή προστασίας του μετοχικού κεφαλαίου» που αποτυπώνεται στο άρθρο 159 του Ν.4548/2018 και αποσκοπεί στην αποτροπή της επιστροφής των εισφορών στους μετόχους όταν η εταιρική περιουσία μειώνεται κάτω από ορισμένο όριο, προς όφελος κυρίως των εταιρικών πιστωτών.

³⁸⁰ Αλεξανδρίδου, ό.π., σελ. 274, Καραγκουνίδης, ό.π., σελ. 188, Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 236

³⁸¹ Σωτηρόπουλος, ό.π.

³⁸² Ό.π.

απαγόρευσης επιστροφής τους στο πρόσωπο που τα εισέφερε³⁸³ και (γ) στον χαρακτήρα που υπέχουν ως «ευθυνόμενο» κεφάλαιο, υπό την έννοια ότι η επιστροφή τους *έπεται* της ικανοποίησης των λοιπών δανειστών της εταιρείας.³⁸⁴ Οι κανόνες του εταιρικού, αλλά και λοιπών κλάδων όπως το πτωχευτικό δίκαιο, αναγνωρίζουν πως είναι συνεπές οι πιστωτές της εταιρείας να προηγούνται στην ικανοποίηση, τόσο κατά την κανονική λειτουργία της εταιρείας, όταν δεν μπορεί να υπάρξει διανομή κερδών χωρίς να θιχτεί η «δεσμευμένη εταιρική περιουσία» (βλ. άρθρο 159 Ν. 4548/2018), όσο και κατά την εκκαθάριση της εταιρείας, αν η απομένουσα εταιρική περιουσία δεν αρκεί και για να επιστραφούν στους μετόχους τα κεφάλαια που εισέφεραν.³⁸⁵

1.2.2 Ξένα κεφάλαια.

Τα ξένα κεφάλαια από την άλλη, παραπέμπουν στον δανεισμό που λαμβάνει η εταιρεία μέσω τραπεζικών ή ομολογιακών δανείων³⁸⁶. Διακρίνονται από την υποχρέωση που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι να καταβάλλουν εισφορές κατ' εφαρμογή των κανόνων του εταιρικού δικαίου.³⁸⁷ Τα ξένα κεφάλαια καταχωρίζονται στο παθητικό σκέλος του ισολογισμού, μετά τα ίδια κεφάλαια και τις προβλέψεις, ως γνήσια υποχρέωση της εταιρείας.³⁸⁸ Τα πρόσωπα που χορηγούν ξένα κεφάλαια χαρακτηρίζονται ως δανειστές της εταιρείας, σε αντιδιαστολή με τους μετόχους που ως τέτοιοι δεν λογίζονται ως δανειστές (ούτε υπό αίρεση).³⁸⁹ Οι χρηματοδότες ξένων κεφαλαίων, αποβλέπουν κατ' εξοχήν στο να λάβουν τόκους ως αντάλλαγμα για τη διάθεση του κεφαλαίου τους, ενώ δεν επιθυμούν να αναλάβουν αυξημένο επιχειρηματικό ρίσκο.³⁹⁰

1.3 Υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης.

³⁸³ Με εξαίρεση περιοριστικά αναφερόμενες στο νόμο περιπτώσεις, όπως λ.χ. η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου (αρ. 29-31 Ν.4548/2018) ή η λύση αποθεματικών. βλ. και Καραγκουνίδη, ό.π. σελ. 188: «θεμελιώδες γνώρισμα των ιδίων κεφαλαίων είναι ότι απαγορεύεται η επιστροφή τους σ' εκείνους που τα εισέφεραν».

³⁸⁴ Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, 8^η έκδοση, 2018, 210 επ., Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 236, όπου επίσης αναφέρεται ότι ορισμένα χαρακτηριστικά των ιδίων κεφαλαίων όπως η μη σταθερή απόδοση ή η ύπαρξη διοικητικών δικαιωμάτων, δεν συνιστούν εννοιολογικά, αλλά τυπικά τους γνωρίσματα., που δεν απαντώνται αδιαιρέτως σε όλα τα ίδια κεφάλαια.

³⁸⁵ Καραγκουνίδη, ό.π., σελ. 188-189

³⁸⁶ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 237

³⁸⁷ Καραγκουνίδη, ό.π. σελ. 189

³⁸⁸ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 237

³⁸⁹ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 13, όπου αναφέρεται επίσης ότι οι μέτοχοι μόνο κατ' εξαίρεση μπορούν λόγω της μετοχικής τους ιδιότητας να αξιώσουν την επιστροφή της εισφοράς τους.

³⁹⁰ Καραγκουνίδη, ό.π. σελ. 189

Ανά τα χρόνια, βαίνει διαρκώς αυξανόμενη η χρησιμοποίηση υβριδικών χρηματοδοτικών εργαλείων, τα οποία συνδυάζουν στοιχεία τόσο ιδίων όσο και ξένων κεφαλαίων³⁹¹. Ως παραδείγματα υβριδικών μορφών χρηματοδότησης αναφέρονται ενδεικτικά: η αφανής εταιρεία, τα συμμετοχικά δάνεια, **τα δάνεια εταίρων**, **τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού**, **τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά**, οι υβριδικές ομολογίες, **οι ομολογίες τελευταίας σειράς**, οι μετατρέψιμες ομολογίες, οι προνομιούχες και οι εξαγοράσιμες μετοχές.³⁹² Τα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης μπορεί να παρουσιάζουν νομικά χαρακτηριστικά κεφαλαίου και οικονομικά χαρακτηριστικά χρέους, ή το αντίστροφο.³⁹³ Ο «δισυπόστατος χαρακτήρας» τους αποδίδεται και ως «ενδιάμεση χρηματοδότηση» (Mezzanine Finanzierung).³⁹⁴

Τα βασικά χαρακτηριστικά των υβριδικών μορφωμάτων χρηματοδότησης μπορούν να συνοψιστούν στα ακόλουθα:

(α) **Ενδιάμεση θέση:** Προηγούνται στην εξυπηρέτηση σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, έπονται όμως των ξένων κεφαλαίων³⁹⁵.

(β) **Μειωμένη εξασφάλιση:** Οι απαιτήσεις των τρίτων τυγχάνουν προνομιακής ικανοποίησης σχέση με τους χρηματοδότες υβριδικών μορφών, η δε χρηματοδοτούμενη επιχείρηση δεν χορηγεί κάποιο είδος ασφάλειας για την λήψη της συγκεκριμένης μορφής χρηματοδότησης³⁹⁶.

(γ) **Αυξημένος κίνδυνος:** Το καθεστώς μειωμένης εξασφάλισης και εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που διέπει τα συγκεκριμένα μέσα χρηματοδότησης, προσάπτει έναν αυξημένο κίνδυνο στους σχετικούς επενδυτές, ο οποίος ωστόσο αντισταθμίζεται από την αυξημένη απόδοση που επιφυλάσσουν αυτές οι μέθοδοι χρηματοδότησης.³⁹⁷

(δ) **Αυξημένο κόστος σε σχέση με τη χρηματοδότηση με δανεισμό:** Η χρηματοδότηση με υβριδικά μορφώματα, συνδέεται για τους λόγους κυρίως που προαναφέραμε με τη χρέωση αυξημένων τόκων³⁹⁸.

³⁹¹Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 23 επ, και εκεί παραπομπές, Τζουγανάτος/Βερβεσός, Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού, σελ. 304-305 κι εκεί παραπομπές

³⁹² Βλ. αναλυτικά εις Τουντόπουλο, ό.π. 2.1 επ.

³⁹³ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 23

³⁹⁴Ο.π. βλ. επίσης Αλεξανδρίδου, ό.π.: «Δυνατότητα χρηματοδότησης της ΑΕ αποτελεί και η ενδιάμεση χρηματοδότηση. Πρόκειται για περιπτώσεις χρηματοδότησης που συνδυάζουν χαρακτηριστικά σύναψης δανείου και αύξησης κεφαλαίου.»

³⁹⁵ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 27 «Η υβριδική χρηματοδότηση βρίσκεται σε ενδιάμεση θέση, σε σχέση αφενός με τα ίδια και αφετέρου με τα αλλότρια κεφάλαια.»

³⁹⁶ Ο.π.

³⁹⁷ Ο.π.

³⁹⁸ Ο.π.

(ε) **Ευελιξία στη διαμόρφωση των όρων της χρηματοδότησης**³⁹⁹: Τα υβριδικά μορφώματα συνδέονται με μια ενισχυμένη ευελιξία ως προς τη διαμόρφωση των όρων της χρηματοδότησης με βάση την ιδιωτική βούληση, τον τρόπο καταβολής της αμοιβής, αλλά και τον καθορισμό των όποιων προνομίων. Ως προς το κομμάτι των «προνομίων», σημειώνεται ότι η απαίτηση από υβριδικά μπορεί να συμφωνείται πως θα υποχωρεί, είτε έναντι ορισμένων (*Gewöhnlicher Rangrücktritt*) είτε έναντι όλων των δανειστών της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης (*Qualifizierter oder tiefer Rangrücktritt*), προβληματική που όπως αντιληφθήκαμε ανακύπτει επί όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, σχετικότητας των εν λόγω συμφωνιών και αντιταξιμότητάς τους έναντι του συνόλου ή ορισμένων συντρεχόντων πιστωτών⁴⁰⁰.

1.4 Το αίτημα για ένα ουσιαστικό-λειτουργικό κριτήριο διάκρισης κεφαλαίου-χρέους.

Η διάκριση ιδίων και ξένων κεφαλαίων έχει τεθεί στο επίκεντρο των προβληματισμών τόσο της νομικής όσο και της οικονομικής επιστήμης.⁴⁰¹ Η ύπαρξη υβριδικών μορφών χρηματοδότησης είναι απολύτως ενδεικτική του ότι το τυπικό κριτήριο της διάκρισης κεφαλαίου και χρέους και η δυσδιάστατη πραγματικότητα που αναγνωρίζει, δεν αποβαίνει πρόσφορο, και δεν συμβαδίζει με τις επιδιώξεις ούτε της νομικής, ούτε της οικονομικής αλλά ούτε και της λογιστικής επιστήμης. Έχουν λοιπόν σε διεθνές επίπεδο καταβληθεί προσπάθειες για την καθιέρωση κριτηρίων με ουσιαστική-λειτουργική χροιά που θα είναι ευπροσάρμοστα στην πραγματικότητα των συναλλαγών.⁴⁰² Πάντως, μια κρίσιμη παράμετρος που δυσχεραίνει την κατάταξη των χρηματοπιστωτικών μέσων ως εχόντων αμιγώς χαρακτήρα κεφαλαίου ή αμιγώς χαρακτήρα χρέους, είναι πως ενίοτε η λειτουργία τους μεταβάλλεται στο χρόνο, κάτι που καθίσταται ιδιαίτερα εμφανές στην αξιολόγηση των εξυγιαντικών δανείων στο πλαίσιο της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης των κεφαλαιουχικών εταιρειών. Λόγου χάρη, μπορεί ένα δάνειο χορηγούμενο στην εταιρεία από μετόχους της μπορεί σήμερα να εισφέρεται ως ξένο κεφάλαιο, μεταγενέστερα όμως και συντρεχουσών συγκεκριμένων προϋποθέσεων να πρέπει να ανα-χαρακτηριστεί, και να πρέπει να αντιμετωπιστεί ως οιονεί ιδίο κεφάλαιο/συμπληρωματικό κεφάλαιο της εταιρείας (*Risikokapital*), αν η τελευταία ήθελε περιέλθει λόγου χάρη σε καθεστώς πιστοληπτικής αφερεγγυότητας⁴⁰³.

1.4.1 Το ΔΛΠ 32.

³⁹⁹ Ο.π.

⁴⁰⁰ Ο.π.

⁴⁰¹ Για τη σύνοψη των κυριότερων απόψεων τόσο από την πλευρά της νομικής όσο και της οικονομικής επιστήμης, βλ. Vervessos, *Das Eigenkapitalersatzrecht*, 2000, σ.103

⁴⁰² Καραγκουνίδης, σελ. 190

⁴⁰³ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 8

Ακόμα και σε λογιστικό επίπεδο, η διάκριση κεφαλαίου και χρέους αξιολογείται ουσιαστικά, υπό το πρίσμα της αρχής (*substance over form*).⁴⁰⁴ Μπορεί μεν η τυπική διάκριση ιδίων και ξένων κεφαλαίων, κατ' αρχήν να ανταποκρίνεται στη λογιστική παρουσίαση της εικόνας μιας επιχείρησης, βασικός κανόνας της οποίας είναι η αναγραφή του κεφαλαίου στο παθητικό του ισολογισμού, εντούτοις, στόχος της λογιστικής παρουσίας είναι η ανάδειξη της πραγματικής εικόνας της επιχείρησης⁴⁰⁵.

Χαρακτηριστικά είναι τα αναφερόμενα στον Κανονισμό 1126/2008 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, όπου αναφέρεται αναφορικά με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 32 ότι: «η κατάταξη ενός χρηματοοικονομικού μέσου στον ισολογισμό μιας επιχείρησης διέπεται από την ουσία του μέσου και όχι τη νομική μορφή του. Η ουσία και η νομική μορφή συνήθως, αλλά αυτό δεν ισχύει πάντα. Μερικά χρηματοοικονομικά μέσα λαμβάνουν τη νομική μορφή συμμετοχικού τίτλου, αλλά είναι στην ουσία υποχρεώσεις ενώ άλλα μέσα μπορεί να συνδυάζουν χαρακτηριστικά συμμετοχικών τίτλων και χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων.».

1.4.2 Τα κριτήρια της ουσιαστικής διάκρισης.

Ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά του κεφαλαίου ήτοι: (α) η μακροχρόνια περιουσιακή διάθεση (*Investitionsfunktion*), (β) η συμμετοχή στα κέρδη και τις ζημίες (*Haftungsfunktion - Nutzungsfunktion*), (γ) η συμμετοχή στη διοίκηση της επιχείρησης (*Herrschafts- und Geschäftsführungsfunktion*), και (δ) η βούληση ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου, είναι τα κατ' εξοχήν χρησιμοποιούμενα ως «ουσιαστικά χαρακτηριστικά», για μια ουσιαστική διάκριση κεφαλαίου και χρέους⁴⁰⁶.

Έτσι, αναλόγως της έντασης με την οποία εμφανίζει τα παραπάνω χαρακτηριστικά, το κεφάλαιο διακρίνεται σε (i) μετοχικό κεφάλαιο (*Kernkapital*), (ii) συμπληρωματικό (αναπληρωματικό) κεφάλαιο που δημιουργείται με τη βούληση των εταίρων (*gewillkürtes Haftkapital*) και (iii) υπέγγυο κεφάλαιο που επιβάλλεται από νομοθετικές διατάξεις (*erzwungenes Haftkapital*)⁴⁰⁷. Στην ελληνική και στη γερμανική βιβλιογραφία, αποδίδεται μεγάλη σημασία στο ζήτημα της βούλησης προς ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου: Κρίσιμο αποβαίνει το κατά πόσο, κατά τη ανεύρεσης της χρηματοδότησης, η εταιρεία είχε τη δυνατότητα δεδομένης της οικονομικής της κατάστασης να λάβει χρηματοδότηση υπό τους ίδιους όρους και από τρίτα πρόσωπα πέρα από τους μετόχους της, σύμφωνα με τα δεδομένα

⁴⁰⁴ Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 190, Τουντόπουλος, ό.π. αρ.15

⁴⁰⁵ Τουντόπουλος, ό.π.

⁴⁰⁶ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 16

⁴⁰⁷ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 20 επ.

της αγοράς.⁴⁰⁸ Αν ναι, πρόκειται για χρέος, διαφορετικά, για υπέγγυο κεφάλαιο.⁴⁰⁹ Στην αλλοδαπή βιβλιογραφία γίνεται λόγος για λειτουργικά ή εν τοις πράγμασι ίδια κεφάλαια, κατ' άλλη διατύπωση για την έννοια του ουσιαστικώς ιδίου κεφαλαίου.⁴¹⁰ Η εν λόγω διάκριση έχει πρακτική σημασία γιατί τα *λειτουργικά* ίδια κεφάλαια στην περίπτωση της πτώχευσης της επιχείρησης ικανοποιούνται μετά τα ξένα, κι επομένως συνυφαίνονται με το τυπολογικό στοιχείο του κινδύνου (Risikokapital) που παρουσιάζουν τα ίδια κεφάλαια.⁴¹¹

1.4.3 Στάθμιση κριτηρίων & Συμπέρασμα.

Η 'summa divisio' κεφαλαίου και χρέους παραγνωρίζει την ύπαρξη υβριδικών μορφωμάτων που εμφανίζουν χαρακτηριστικά τόσο κεφαλαίου όσο και χρέους, προσεγγίζοντας τότε το με και τότε το δε.⁴¹² Εν τέλει λοιπόν, η οριοθέτηση εξαρτάται πάντοτε από το σύνολο των ειδικότερων χαρακτηριστικών του χρηματοδοτικού εργαλείου στο πλαίσιο μιας *in concreto* αξιολόγησης. Σίγουρα πάντως, η απόπειρα κατάταξης των υβριδικών μορφωμάτων στο κεφάλαιο ή στο χρέος δεν στερείται σημασίας, αφού επιτελεί και σκοπούς λογιστικής παρουσίας, αλλά κυρίως αποβαίνει χρήσιμη επί λύσης/πτώχευσης της εταιρείας και σειράς κατάταξης και απόληψης του προϊόντος της διανομής.

1.5 Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά & οι ομολογίες τελευταίας σειράς ως υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης.

Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτελούν όπως λέγεται την πιο διαδεδομένη μορφή υβριδικής χρηματοδότησης.⁴¹³ Η σύμβαση δανείου ναι μεν αποτελεί την κλασική μορφή χρέους ή ξένων κεφαλαίων, πλην όμως λόγω του ενδοτικού χαρακτήρα της, καταλείπεται ευρεία διακριτική ευχέρεια στα μέρη να συμφωνήσουν όρους που προσδίδουν στη χρηματοδοτική τους σύμβαση υβριδικό χαρακτήρα⁴¹⁴. Κλασική περίπτωση τέτοιου όρου είναι ο *subordination clause* (όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά). Η συμβατική βούληση των δανειστών των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά να υπαχθούν σε ένα δυσμενέστερο καθεστώς ικανοποίησης σε σχέση με αυτό που θα τους άρμοζε κατ' αρχήν και να εξυπηρετηθούν σε τελευταία σειρά, προηγούμενοι μόνο των απαιτήσεων των μετόχων,

⁴⁰⁸ Γκολογκίνα – Οικονόμου, Η υπεγγυότητα των μετοχικών δανείων, σελ. 390.

⁴⁰⁹ Ο.π.

⁴¹⁰ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 305

⁴¹¹ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π.

⁴¹² Τουντόπουλος, ό.π αρ. 60: «Κατά τη διατύπωση του Περάκη, Νεότερες αντιλήψεις για το εταιρικό κεφάλαιο εις Κων/νος Παμπούκης, 45 χρόνια επιστημονικής παρουσίας, 2006, σελ. 37: οι υβριδικές μορφές δεν υπακούουν στη *summa divisio* ιδίων και ξένων κεφαλαίων»

⁴¹³ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 40, Ρόκας, Γκόρτσος, Μικρούλεα, Λιβαδά ό.π. σελ.560,

⁴¹⁴ Ο.π.

καθιστά τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά οιονεί ίδια κεφάλαια ή αναπληρωματικά ίδια κεφάλαια, ή λειτουργικώς ή εν τοις πράγμασι ίδια κεφάλαια της εταιρείας⁴¹⁵. Η ίδια προβληματική με τα δάνεια εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ανακύπτει και επί ομολογιών με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.

Πράγματι τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά εμφανίζουν τα χαρακτηριστικά των υβριδικών μορφών χρηματοδότησης στα οποία αναφερθήκαμε ανωτέρω (υπό «**1.3 Υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης**»):

(1) Οι πιστωτές τελευταίας σειράς τελούν σε μια **ενδιάμεση θέση**, αφού έπονται, και δη οικειοθελώς των κοινών/ανέγγνων πιστωτών, ενώ προηγούνται των μετόχων της εταιρείας.

(2) Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ενέχουν το στοιχείο της **μειωμένης εξασφάλισης** αφενός μεν υπό την έννοια ότι οι απαιτήσεις άλλων πιστωτών έχουν σχετική προτεραιότητα, το δε λογικό στην περίπτωση των εν λόγω δανείων είναι να μην συνδέονται με τη λήψη εξασφαλίσεων. Έχουμε μάλιστα δει πως η πρακτικώς συνεπής κίνηση είναι πέρα από τις απαιτήσεις, να συμφωνείται και η υπαγωγή των τυχόν εμπραγμάτων ασφαλειών των πιστωτών τελευταίας σειράς σε χαμηλότερη τάξη σε σχέση με τους πιστωτές ανώτερης σειράς.

(3) Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά φέρουν το στοιχείο του **κινδύνου**, αλλά και της συνακόλουθης χρέωσης υψηλών τόκων, αφού λόγω της χαμηλότερης προτεραιότητας ο κίνδυνος μη ικανοποίησης και έκθεσης στην αφερεγγυότητα του οφειλέτη ενισχύεται, γι' αυτό και επιζητείται η απόληψη τόκων.

(4) Υπάρχει ευρύτατη **ευελιξία** στο κομμάτι της διαμόρφωσης των συμβατικών όρων μέσω της συμβατικής ελευθερίας, που μπορούν κάλλιστα να προσλαμβάνουν και σχετικό χαρακτήρα.

Σε μια απόπειρα αξιολόγησης των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπό το πρίσμα των βασικών χαρακτηριστικών του κεφαλαίου («**1.4.2 Τα κριτήρια της ουσιαστικής διάκρισης**») θα σημειώναμε τα εξής:

(1) Το στοιχείο της **μακροχρόνιας περιουσιακής διάθεσης** δεν απαντάται απαρεγκλίτως στα χρηματοοικονομικά μέσα που εξυπηρετούνται σε τελευταία σειρά. Μπορεί να είναι χρονικώς περιορισμένα. Το στοιχείο αυτό είναι πάντως πιο έντονο στην περίπτωση των αιωνίων

⁴¹⁵ Ο.π. αρ. 41, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 306

ομολογιών, ή των ομολογιών που έχουν λόγου χάρη ως σημείο λήξης τα 99 έτη με συνέπεια να περιορίζεται έως και να αποκλείεται η δυνατότητα επιστροφής του κεφαλαίου.

(2) Το στοιχείο της **συμμετοχής στα κέρδη και τις ζημίες** ως ενδείκτης κεφαλαίου, δεν απαντάται στα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά.⁴¹⁶

(3) Αλλά ούτε και το **στοιχείο της συμμετοχής στη διοίκηση της επιχείρησης** απαντάται στην εν λόγω μορφή χρηματοδότησης⁴¹⁷.

(4) Απεναντίας, τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, συνέχονται με το στοιχείο της **συμμετοχής στο επιχειρηματικό εγχείρημα και της ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου**⁴¹⁸.

Τούτων λεχθέντων, αν έπρεπε να κατατάξουμε τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μεταξύ υβριδικών μορφώματα που παρουσιάζουν κατά κύριο λόγο χαρακτηριστικά ιδίων κεφαλαίων (equity mezzanine) και υβριδικών μορφωμάτων που παρουσιάζουν κατά κύριο λόγο χαρακτηριστικά ξένων κεφαλαίων/χρέους (debt mezzanine), θα τα κατατάσσαμε μάλλον στη δεύτερη κατηγορία⁴¹⁹. Δεν θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν κατ' ακριβολογία ως κεφάλαιο, αποτελούν όμως κατηγορία χρέους που βρίσκεται πάρα πολύ κοντά στο κεφάλαιο.

2. Δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά & Ζητήματα Ονομαστικής Υποκεφαλαιοδότησης της ΑΕ

Εισαγωγικές παρατηρήσεις -Το πρόβλημα της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης & της εκ του νόμου υπαγωγής σε τελευταία σειρά.

Στο πλαίσιο της προβληματικής περί οριοθέτησης μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων, και υβριδικών μορφωμάτων χρηματοδότησης αναφερθήκαμε στην έννοια των λειτουργικώς ή εν

⁴¹⁶ Βλ. P. Wood, ό.π. 'Comparison of subordinated debt and equity' σελ. 83

⁴¹⁷ Ό.π.

⁴¹⁸ Στην αμερικανική νομολογία έχουν διαμορφωθεί κριτήρια, για να διαπιστωθεί αν μια εισφορά αποτελεί χρέος ή κεφάλαιο: *Fin Hay Realty Co. v. United States*, 398 F.2d 694, 696 (3d Cir. 1968): (1) the intent of the parties; (2) the identity between creditors and shareholders; (3) the extent of participation in management by the holder of the instrument; (4) the ability of the corporation to obtain funds from outside sources; (5) the 'thinness' of the capital structure in relation to debt; (6) the risk involved; (7) the formal indicia of the arrangement; (8) the relative position of the obligees as to other creditors regarding the payment of interest and principal; (9) the voting power of the holder of the instrument; (10) the provision of a fixed rate of interest; (11) a contingency on the obligation to repay; (12) the source of the interest payments; (13) the presence or absence of a fixed maturity date; (14) a provision for redemption by the corporation; (15) a provision for redemption at the option of the holder; and (16) the timing of the advance with reference to the organization of the corporation.

⁴¹⁹ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 28

τοis πράγμασι ιδίων κεφαλαίων, γνωστών και ως ουσιαστικό ίδιο κεφάλαιο.⁴²⁰ Είπαμε επίσης, πως ο χαρακτηρισμός αυτός εμφανίζει πρακτική σπουδαιότητα γιατί τα λειτουργικώς ίδια κεφάλαια τυγχάνουν κατά περίπτωση της μεταχείρισης που αρμόζει στα ίδια κεφάλαια, **εξυπηρετούμενα λόγου χάρη επί πτώχευσης της εταιρείας μετά τα ξένα κεφάλαια**, ήτοι σε τελευταία σειρά, και εμφανίζοντας το στοιχείο του κινδύνου (Risikokapital).⁴²¹ Απαντάται λοιπόν το φαινόμενο των δανείων (ή ανάλογων παροχών), ξένων δηλαδή κατ' αρχήν κεφαλαίων, που παραταύτα καταλογίζονται στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας, (i) είτε αναγκαστικώς εκ του νόμου (de jure)⁴²², συνέπεια που επιβάλλεται επειδή η χορήγησή τους πραγματοποιείται κατά παραβίαση κανόνων αναγκαστικού δικαίου, είτε (ii) συμβατικά, ως συνέπεια σχετικής συμφωνίας των μερών (λ.χ βούληση πιστωτή να εξυπηρετηθεί σε τελευταία σειρά!).⁴²³ Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά υπάγονται ακριβώς στη δεύτερη περίπτωση.

Σχηματικά, υπάρχουν τρεις μορφές εταιρικών δανείων που επέχουν ρόλο ιδίων κεφαλαίων:⁴²⁴

1) Τα «**δάνεια υποκεφαλαιοδότησης**»⁴²⁵ γνωστά αλλιώς και ως «**εξυγιαντικά δάνεια**»⁴²⁶, από τα οποία και είθισται να ξεκινάει πάσα συζήτηση αναφορικά με δάνεια που επιτελούν λειτουργία ιδίων κεφαλαίων. Τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης αποτελούν δάνεια δηλαδή εταίρων/μετόχων ή τρίτων που εξομοιώνονται με εταίρους/μετόχους, που υποκαθιστούν την αναγκαία για τη λειτουργία της εταιρείας χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια.⁴²⁷ Υπάγονται σε μια ευρύτερη προβληματική που τιτλοφορείται «ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση» των κεφαλαιουχικών εταιρειών, το φαινόμενο όπου η ανάγκη ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας που βρίσκεται σε οικονομική κρίση καλύπτεται με υποκατάστατα ιδίων κεφαλαίων, όπως δάνεια μετόχων ή εταίρων, δάνεια τρίτων για τα οποία παρέχεται ασφάλεια από τους μετόχους ή εταίρους, καθώς με την παραχώρηση χρήσης περιουσιακών στοιχείων μετόχων ή εταίρων προς

⁴²⁰ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 305

⁴²¹ Ο.π.

Για την αρχή της εύλογης κατανομής των κινδύνων ως δικαιολογητικό λόγο της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης βλ. Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, Τομ.2^Α (Παραρτ. Άρθρου 8), σ.282-283

⁴²² Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π σελ. 305

⁴²³ Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, Τομ. 2^Α (Παραρτ. Άρθρου 8), σελ.294, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 305, Τζουγανάτος, Ανεπαρκής Κεφαλαιοδότηση Κεφαλαιουχικών Εταιρειών, σελ.182 επ., Τουντόπουλος, ό.π. σελ.268.

⁴²⁴ Βλ. Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π.

⁴²⁵ Ο.π.

⁴²⁶ Σωτηρόπουλος, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού, σελ. 242, Καραγκουνίδης, Δάνεια μετόχων στην ΑΕ σελ. 194

⁴²⁷ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 305

την εταιρεία.⁴²⁸ Στα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης προσήκει η εξομοίωση με τα ίδια κεφάλαια εκ του νόμου (de jure), κατ' εφαρμογή των κανόνων της «ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης» στους οποίους θα αναφερθούμε.

2) Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που εξετάζουμε, που εξομοιώνονται λειτουργικά με ίδια κεφάλαια συμβατικά, ενόψει δηλαδή της συμφωνίας των συμβαλλομένων, και της βούλησης του πιστωτή να εξυπηρετηθεί «σε τελευταία σειρά»⁴²⁹, και

3) Η ιδιαίτερη περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού της εταιρείας (Finanzplankredite)⁴³⁰, που χορηγούνται κατά την ίδρυση ή την επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας, όντας στην πραγματικότητα ίδια κεφάλαια, η δε λειτουργία τους ως τέτοιων στηρίζεται στη βούληση των μερών (lex contactus), στη βάση όμως μιας δικαιοπραξίας που εμφανίζει χαρακτηριστικά σωματειακού δικαίου⁴³¹.

Ανοίγοντας την ευρύτερη προβληματική των μετοχικών δανείων, των νομικών και οικονομικών τους προεκτάσεων, κι επισκοπώντας τους κανόνες της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης, θα επιχειρήσουμε να προβούμε σε μια σύγκριση των δανείων υποκεφαλαιοδότησης με τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ώστε να εντοπίσουμε τυχόν σημεία τομής. Επίσης, θα προβούμε σε μία σύγκριση των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά με την ειδική περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού.

⁴²⁸ Βερβεσός, εις ΔικΑΕ Τομ.2^Α, (Παράρτημα άρθρου 8) σελ. 273, ο ίδιος, Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ σελ. 453, Τζουγανάτος, Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση, 59 επ, 139 επ, Λιακόπουλος, ό.π. σελ. 74, Ν.Ροκας, ό.π. σελ. 222, 379-380, Αλεξανδρίδου, ό.π. 275, Γκολογκίνα-Οικονόμου, ό.π. σελ. 941, Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 197

Βλ. Βερβεσό ό.π.: Η «ονομαστικής υποκεφαλαιοδότηση» πρέπει να διακρίνεται από την «πραγματική υποκεφαλαιοδότηση», όπου «η χρηματοδότηση της επιχείρησης είναι προφανώς ανεπαρκής, με συνέπεια να ανακύπτουν ζητήματα άρσης της αυτοτέλειας του νομικού προσώπου και προσωπικής ευθύνης των μετόχων ή εταίρων. Αντίθετα, στην περίπτωση της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης υπόκειται στον επιχειρηματικό κίνδυνο μόνο ότι εισφέρθηκε από την πλευρά του μετόχου ή εταίρου στην εταιρεία κατά την περίοδο οικονομικής κρίσης της εταιρείας.» Αναλυτικά για τις μορφές της υποκεφαλαιοδότησης, βλ. Τζουγανάτο, ό.π.

Το ζήτημα της πραγματικής υποκεφαλαιοδότησης δεν εξετάζεται επί του παρόντος καθώς δεν θεωρείται κομβικής σημασίας για την κατανόηση των ζητημάτων που εγείρουν τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που εξετάζουμε.

⁴²⁹ Βερβεσός, ό.π. σελ. 294, Δρυλλεράκης, εις ΔικΑΕ Τομ.6, άρθρο 42 αρ.51, Λιακόπουλος, ό.π. σελ. 90, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π., σελ. 306,

⁴³⁰ Βλ. Βερβεσό ό.π., Βλ. Τζουγανάτο/Βερβεσό, ό.π.

⁴³¹ Ό.π.

2.1 Τα μετοχικά δάνεια⁴³² – Το πρόβλημα του επιτρεπτού.

Τα μετοχικά (εν γένει εταιρικά ή ενδο-ομιλικά δάνεια), συνιστούν την κατ' εξοχήν περίπτωση δανείων ως προς τα οποία ανακύπτει ο προβληματισμός περί καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια και κατ' επέκταση εκ του νόμου/ υπαγωγής τους σε καθεστώς τελευταίας σειράς⁴³³. Συνεπώς, σε διεθνές επίπεδο, οι όποιες προβληματικές περί υποχρεωτικού subordination συνυφαίνονται άμεσα με τα δάνεια χορηγηθέντα από μετόχους. Δεδομένης της ισχύουσας ελευθερίας ως προς τη χρηματοδότηση της ΑΕ, και της διαμόρφωσης της κεφαλαιακής της διάρθρωσης, επαφίεται κατ' αρχήν στην ελεύθερη βούληση των ιδρυτών και των μετόχων της εταιρείας το πώς θα χρηματοδοτήσουν την εταιρεία τους, ήτοι αν θα εισφέρουν ίδια κεφάλαια, ή αν θα εισφέρουν ξένα, εξομοιούμενοι με οποιονδήποτε εξωτερικό χρηματοδότη⁴³⁴. Κατά συνέπεια, τα ξένα κεφάλαια μπορεί να προέρχονται και από μετόχους⁴³⁵ της εταιρείας που απλώς σε αυτή την περίπτωση θα επέχουν θέση χρηματοδότη. Η χρηματοδότηση της εταιρείας από τους μετόχους με ξένα κεφάλαια δεν αποτελεί per se προβληματική και δόλια πρακτική, ούτε από οικονομικής ούτε από νομικής άποψης.⁴³⁶ Για παράδειγμα, δεν υπολανθάνει κάτι το μεμπτό στην απόφαση του μετόχου να χορηγήσει στην εταιρεία ξένα κεφάλαια επειδή δεν έχει αποφασιστεί εσωτερικά αύξηση κεφαλαίου, ή για να χρηματοδοτήσει άμεσα την εταιρεία, ή για να αποφευχθεί η διατάραξη των μετοχικών ισορροπιών, ή ενόψει επιθυμίας του να λάβει τόκους ως σταθερό αντάλλαγμα.⁴³⁷ Η δε χρηματοδότηση με μετοχικά δάνεια, συνέχεται και με σειρά πλεονεκτημάτων, όπως είναι η ελαστικότητα της χρηματοδότησης σε αντιδιαστολή με την αύξηση κεφαλαίου, η διατήρηση του status quo στην εταιρεία η οποία στην περίπτωση της αύξησης κεφαλαίου προαπαιτεί την άσκηση δικαιώματος προτίμησης, ο περιορισμός του επιχειρηματικού κινδύνου, και μια σειρά οικονομικών πλεονεκτημάτων όπως η αποδοτικότητα, αφού από τη μία μεριά μειώνονται τα έξοδα χρηματοδότησης, από την άλλη όμως η παροχή των δανείων μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο για τη μεγιστοποίηση της συνολικής κεφαλαιακής απόδοσης⁴³⁸.

⁴³² Επί του παρόντος αποσκοπούμε να καλύψουμε τόσο την περίπτωση των εταιρικών δανείων εν γένει, όσο και των ενδοομιλικών δανείων.

⁴³³ Πρόκειται συνεπώς για ένα είδος «υποχρεωτικού», επιβαλλόμενου εκ του νόμου subordination, σε αντιδιαστολή με το subordination που θεσπίζεται δυνάμει subordination clause, περιλαμβανομένου σε δανειακή σύμβαση.

⁴³⁴ Τουντόπουλος, ό.π. σελ.240, Καραγκουνίδης ό.π. σελ. 195

⁴³⁵ Τηρουμένων πάντα των προϋποθέσεων των άρθρων 99-101 Ν.4548/2018 για τις συναλλαγές της ΑΕ με συνδεδεμένα μέρη: Η σύναψη συμβάσεων δανείων της ΑΕ με τους μετόχους της, εφόσον οι τελευταίοι αποτελούν συνδεδεμένο μέρος υπόκειται επί ποινή ακυρότητας σε άδεια του ΔΣ/της ΓΣ κατά περίπτωση.

⁴³⁶ Σωτηρόπουλος, εις ΔΑΕ 2020 Τομ. ΙΙ, σελ. 2118

⁴³⁷ Σωτηρόπουλος, ό.π.

⁴³⁸ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π., σελ. 305. Για τα προτερήματα της εξωτερικής χρηματοδότησης βλ. Vervessos, Das Eigenkapitalersatzrecht, σελ. 31 επ.

Εξάλλου, η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης ως συγκροτούμενης από στοιχεία κεφαλαίου και χρέους, δεν ρυθμίζεται νομικά, υπό την έννοια ότι δεν υπάρχουν κανόνες που να επιβάλλουν την καταφυγή στο μεν ή στο δε είδος χρηματοδότησης. Από οικονομικής σκοπιάς πάντως, η επιλογή κεφαλαιακής διάρθρωσης έχει σημασία. Από τη σκοπιά της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, για να εξεύρει κανείς ένα κριτήριο που πρέπει να υιοθετήσουν οι επιχειρήσεις για να επιλέξουν μεταξύ κεφαλαίου και χρέους, θα έτεινε να ανατρέξει στο των Modigliani και Miller για το κόστος του κεφαλαίου (*cost of capital*). Στο Θεώρημά τους περί μη σχετικότητας (*Irrelevance Theorem*), οι Modigliani και Miller υποστηρίζουν ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν εξαρτάται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, στο ιδεατό σενάριο όπου οι κεφαλαιαγορές λειτουργούν αποτελεσματικά, και ανταγωνιστικά, ενώ δεν υπάρχουν φόροι και έξοδα πτώχευσης.⁴³⁹ Με άλλα λόγια, υπό αυτές τις συνθήκες, από τη στιγμή που η εταιρεία λαμβάνει χρηματοδότηση, είτε με τη μορφή κεφαλαίων είτε με τη μορφή χρέους, η αξία της επιχείρησης εξαρτάται μόνο από την αξία των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων (*‘money is just money’*).⁴⁴⁰ Από άποψη εταιρικού δικαίου όμως, τα πράγματα δεν λειτουργούν αμιγώς μαθηματικά, καθώς πέρα από την κλασική διάκριση κεφαλαίου και χρέους τίθεται και το ζήτημα των διαφορετικής χροιάς υποχρεώσεων που υπέχει η εταιρεία απέναντι στους μετόχους της και στους πιστωτές της αντίστοιχα⁴⁴¹. Επομένως, η προέλευση του εισφερόμενου είδους χρηματοδότησης, ήτοι το αν προέρχεται από τους μετόχους είτε από τρίτους, συνυφαίνεται και με ανάλογο πλέγμα υποχρεώσεων αλλά και ανάλογο πλέγμα οικονομικών προσδοκιών στις οποίες μπορεί να στηριχθεί το εκάστοτε είδος επένδυσης.⁴⁴² Εξάλλου, η απόδοση (*return*) μιας επένδυσης προερχόμενης από έναν τρίτο πιστωτή, είναι ανεξάρτητη από την επιτυχία της εταιρείας, και συνήθως θα λαμβάνει τη μορφή ενός σταθερού επιτοκίου⁴⁴³. Αφετέρου, η απόδοση των εισφερόμενων από τους μετόχους ιδίων κεφαλαίων, στην πραγματικότητα εξαρτάται από την επιτυχία της εταιρείας.⁴⁴⁴ Υπό αυτό το πρίσμα, στην περίπτωση οικονομικής επιτυχίας της εταιρείας και ύπαρξης κερδών, οι μέτοχοι τελούν σε προνομιακή θέση καθώς θεμελιώνεται αξίωση συμμετοχής τους στα κέρδη, κι εν πάσι

⁴³⁹ Modigliani/Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* (1958), 48 *The American Economic Review*, σελ. 261-297

⁴⁴⁰ Πρβλ. Pecorella, *Subordination of Shareholder Loans between Creditor Protection and Rescue Culture: An Escapable Tension?* *IALS Student Law Review* | Volume 8, Issue 2, [Autumn 2021] σελ. 45, RC Clark, “*Corporate Law*” (1986) Little Brown, Boston, σελ. 67-70.

⁴⁴¹ RJ de Weijs, “*Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt–Equity Divide*”, (2018) 15 *European Company and Financial Law Review*, σελ. 422

⁴⁴² Pecorella, *ό.π.* σελ. 45

⁴⁴³ CP Normandin; with discussion by RT Peters and RE Scott, “*The Changing Nature of Debt and Equity: A Legal Perspective*” *Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston*, Vol. 33 (1989), σελ. 50.

⁴⁴⁴ *Ο.π.*

περιπτώσει μπορεί να τεθεί επί ευημερίας της εταιρείας ζήτημα αύξησης της αξίας της μετοχής.⁴⁴⁵ Αντίθετα, στην περίπτωση οικονομικής αποτυχίας της εταιρείας και όδυσσής της προς την πτώχευση, οι μέτοχοι τελούν σε δυσμενή θέση, αφού θα βρεθούν τελευταίοι στη γραμμή της αφερεγγυότητας, ικανοποιούμενοι από το προϊόν της ρευστοποίησης σε τελευταία σειρά, υπό την αίρεση της πρότερης ικανοποίησης των εταιρικών πιστωτών⁴⁴⁶. Όπως γράφεται, πρόκειται για την βασική αρχή του εταιρικού (αλλά και του πτωχευτικού) δικαίου ‘equity is wiped out first’.⁴⁴⁷, υπό την έννοια ότι επί πτώχευσης της εταιρείας, τα ίδια κεφάλαια εξαλείφονται πρώτα. Η συνέπεια αυτή είναι από μόνη της αρκετά επεξηγηματική της βούλησης των μετόχων να χρηματοδοτήσουν την εταιρεία με τη μορφή δανείων και όχι με εισφορά κεφαλαίου.⁴⁴⁸ Οι πιστωτές αντίστροφα, έχουν διαπραγματευτεί και συμφωνήσει ένα σταθερό επιτόκιο απόδοσης αναμένοντας εύλογα να έχουν δικαίωμα προτεραιότητας στην εξόφληση έναντι των μετόχων σε περίπτωση πτώχευσης ή εκκαθάρισης της εταιρείας⁴⁴⁹.

Τούτων λεχθέντων, η μάχη (*"battle of value in financially distressed firms"*⁴⁵⁰) που εκδηλώνεται μεταξύ πιστωτών και μετόχων ιδίως όταν η εταιρεία αντικρίζει την αφερεγγυότητα, είναι ικανή να καθορίσει την επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης της εταιρείας με χρέος αντί για κεφάλαιο. Χορηγώντας ξένα κεφάλαια, ο μέτοχος εκφεύγει του

⁴⁴⁵ RJ de Weijs/ M Good, “Shareholders’ and creditors’ entitlements on insolvency: who wins where?” Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, (2015) σελ. 642.

⁴⁴⁶ Ό.π.

⁴⁴⁷ RJ de Weijs, ό.π. σελ. 414

⁴⁴⁸ Pecorella, ό.π. σελ. 44

⁴⁴⁹ Βλ. CP Normandin, ό.π., σελ 75-76: Έχει προταθεί ότι οι σχετικοί κανόνες που ρυθμίζουν τη νομική θέση των πιστωτών και των μετόχων στο πλαίσιο της εταιρείας γίνονται πιο ευχερώς κατανοητοί με την αναγωγή σε μία "συμβατικής προσέγγισης" (contractual approach).

Οι συμβάσεις δανείου συνιστούν διακριτές συμβάσεις (discrete contracts), κατά το χρονικό σημείο της σύναψης των οποίων, τα μέρη θεωρούνται ικανά να συμφωνήσουν σε όλους τους σχετικούς όρους που διέπουν τη σχέση τους. Σε αυτό το πλαίσιο, ο νόμος βοηθά τα συμβαλλόμενα μέρη παρέχοντάς τους προεπιλεγμένους κανόνες που θεωρούνται ότι ισχύουν, εκτός εάν τα συμβαλλόμενα μέρη επιλέξουν ρητά να μην τους εφαρμόσουν.

Από την άλλη πλευρά, η σχέση μεταξύ των μετόχων και της εταιρείας μπορεί να θεωρηθεί ως μια σχεσιακή σύμβαση (relational contract), όπου συνθήκες αβεβαιότητας εμποδίζουν τα μέρη να καταρτίσουν λεπτομερώς όλους τους σχετικούς όρους κατά τη στιγμή της σύναψης της σύμβασης. Σε αυτό το πλαίσιο, ο νόμος βοηθά τους μετόχους επιβάλλοντας, ως προεπιλεγμένο κανόνα, μια γενική υποχρέωση πίστης στους διευθυντές της εταιρείας, σύμφωνα με την οποία πρέπει να ενεργούν έτσι ώστε να προωθούν την επιτυχία της εταιρείας και, ως εκ τούτου, να ενεργούν προς το συμφέρον της εταιρείας και των μετόχων.

Βλ. επίσης Bolton, “Corporate Finance, Incomplete Contracts, and Corporate Control” 64 Journal of Law, Economics and Organizations, (2014) σελ. 74: Η θέση των πιστωτών καθίσταται αντιληπτή και υπό το πρίσμα της “μη αποκλειστικότητας. Ένας δανειολήπτης, όπως η εταιρεία, μπορεί θεωρητικά να δανειστεί από απεριόριστο αριθμό επιρόσθετων πιστωτών, χωρίς να έχει λάβει τη συγκατάθεση των προηγούμενων στους οποίους είναι υπόχρεος. Καθώς το νέο χρέος συσσωρεύεται πάνω στο παλιό, επηρεάζεται η αναμενόμενη αποπληρωμή των παλαιών πιστωτών, καθώς αυξάνεται η πιθανότητα αθέτησης και μειώνεται η αξία ανάκτησης των παλαιών χρεών σε περίπτωση αθέτησης.

⁴⁵⁰ RJ de Weijs, “Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt–Equity Divide”, σελ. 405.

κανόνα ‘equity is wiped out first’ και εξασφαλίζει στον εαυτό του μια ευνοϊκότερη θέση στη γραμμή αφερεγγυότητας μαζί με τους εξωτερικούς πιστωτές. Έτσι λοιπόν, υπάρχει και το σενάριο πράγματι η χορήγηση δανείων από τους μετόχους προς την εταιρεία να υποκρύπτει ενίοτε και δόλια κίνητρα, λ.χ. τη βούλησή τους να αποφύγουν την χορήγηση ιδίων κεφαλαίων που δεν επιστρέφονται και κυρίως τη βούληση τους να μετακυλήσουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο στους εταιρικούς πιστωτές.⁴⁵¹ Παρίσταται εξ αυτού του λόγου η ανάγκη λειτουργικής εξομοίωσης ορισμένων δανείων, που πληρούν συγκεκριμένες αντικειμενικές και υποκειμενικές προϋποθέσεις με τα ίδια κεφάλαια, ώστε να περιορίζεται η δυνατότητα επιστροφής τους.

2.2 Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης και η de jure εξομοίωση μετοχικών δανείων με ίδια κεφάλαια.

Όπως υπονοήσαμε, η χρηματοδότηση της εταιρείας με εταιρικά δάνεια μπορεί να αποβεί επικίνδυνη και ζημιογόνος για τους εταιρικούς δανειστές, ιδίως όταν χορηγούνται σε περίοδο που η εταιρεία τελεί σε καθεστώς πιστοληπτικής αφερεγγυότητας.⁴⁵² Οι μέτοχοι που χρηματοδοτούν την σε κρίση ευρισκόμενη εταιρεία με δάνεια, αντί να λάβουν λόγου χάρη απόφαση περί αύξησης κεφαλαίου στην οποία και θα μπορούσαν να συμμετάσχουν, απεκδύονται σε μεγάλο βαθμό του επιχειρηματικού κινδύνου, τον οποίο μετακυλούν στους εταιρικούς δανειστές.⁴⁵³ Το μεμπτό της υπό εξέταση μετοχικής συμπεριφοράς συνυφαίνεται σε μεγάλο βαθμό με την ασυμμετρία πληροφόρησης που υφίσταται μεταξύ των μετόχων και των εταιρικών δανειστών. Εν αντιθέσει με τους εταιρικούς δανειστές, οι μέτοχοι διαθέτουν προνομιακή πρόσβαση στην εσωτερική πληροφόρηση της εταιρείας.⁴⁵⁴ Ως εκ τούτου, και σε συνδυασμό με την επιχειρηματική επιρροή που κατά περίπτωση ασκούν, οι μέτοχοι είναι σε θέση όταν υπάρχουν υπόνοιες για περιέλευση της εταιρείας σε αφερεγγυότητα, να απαιτήσουν την άμεση ικανοποίηση των απαιτήσεών τους, εις βάρος των εταιρικών πιστωτών.⁴⁵⁵ Ελλοχεύει έτσι ο κίνδυνος να προβούν σε άμεση «αποψίλωση» της εταιρικής περιουσίας από την οποία θα μπορούσαν οι εταιρικοί πιστωτές να ικανοποιηθούν σε περίπτωση πτώχευσης

⁴⁵¹ Σωτηρόπουλος, ό.π. ο ίδιος, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού και διάκριση από τα εξυγιαντικά δάνεια, σελ. 242, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 305, Λιακόπουλος, ό.π. σελ. 81 επ., Τζουγανάτος, ό.π. σελ. 147 επ., Γκολογκίνα-Οικονόμου, ό.π. αζλ. 940, Βερβεσός, Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ σελ. 455 επ.

⁴⁵² Ό.π.

⁴⁵³ Ό.π.

⁴⁵⁴ Τζουγανάτος, ό.π. σελ. 147 επ., Βερβεσός εις ΔικΑΕ Τομ. 2^Α (2003), αρ. 15, Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 194

⁴⁵⁵ Ό.π.

της εταιρείας.⁴⁵⁶ Σε περίπτωση μάλιστα που η εταιρεία κηρυχθεί σε πτώχευση, οι εν λόγω μέτοχοι θα επιτύχουν να ικανοποιηθούν τουλάχιστον συμμετρως σε σχέση με τους κοινούς εταιρικούς πιστωτές⁴⁵⁷. Άρα το συμπέρασμα είναι ότι οι μέτοχοι, παρόλη την καταδολιευτική συμπεριφορά τους, καταφέρνουν κατ' αρχήν να καρπωθούν τα όποια πλεονεκτήματα από τη λειτουργία της εταιρείας, την πληροφόρηση που διαθέτουν, και την επιρροή που ασκούν, δίχως να επωμίζονται τις συνέπειες της οικονομικής κρίσης⁴⁵⁸. Όπως αναπτύσσεται και σε ένα πρόσφατο άρθρο που εξετάζει μεταξύ άλλων το (εκ του νόμου) subordination στο ιταλικό δίκαιο, η νομοθετική ρύθμιση σχετικά με το subordination των εταιρικών και ενδοομιλικών δανείων ανταποκρίνεται σε μια τυπολογική οπτική (typological perspective) αφού αναφέρεται σε δάνεια τα οποία λόγω της θέσης στην οποία βρίσκεται ο δανειοδότης, δεν μπορούν να εκληφθούν ως μια απλή επένδυση ενός τρίτου, αλλά σχετίζονται στην πραγματικότητα με την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας⁴⁵⁹. Γι' αυτό και στο ιταλικό δίκαιο, ο κανόνας περί υπαγωγής των εν λόγω δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς τοποθετήθηκε στο πλαίσιο των κανόνων που αφορούν τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και τους ομίλους επιχειρήσεων, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι μέτοχοι των κλειστών επιχειρήσεων (close corporations) καθώς και η εταιρεία που ασκεί τη δραστηριότητα της διεύθυνσης και του συντονισμού στον όμιλο, έχουν γενικά πρόσβαση σε προνομιακές που άπτονται των υποθέσεων της εταιρείας, είναι δε σε θέση να επηρεάσουν τη διαχείριση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και τις οικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις.⁴⁶⁰

Διεθνώς, η νομολογία και η επιστήμη, διέγνωσαν από νωρίς το μη ανεκτό αυτό αποτέλεσμα εις βάρος των εταιρικών πιστωτών, και καταβλήθηκε προσπάθεια διάπλασης κανόνων, γνωστών ως κανόνων «ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης» σε πρώτο χρόνο νομολογιακά, και σε δεύτερο χρόνο νομοθετικά, είτε σε επίπεδο εταιρικού, είτε σε επίπεδο πτωχευτικού δικαίου,⁴⁶¹ ώστε να τυγχάνουν τα εν λόγω δάνεια της αντιμετώπισης εταιρικών εισφορών,

⁴⁵⁶ Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 193-194, κι εκεί παραπομπή εις: Ulmer/Habersack/Winter GmbHG-Grobkommentar (2006) ΕΕ32a/b, αρ.12, κι αντίστοιχα από τη θεωρία εις Τζουγανάτο, ό.π. σελ. 147 επ. Βερβεσό σε ΔικΑΕ τ.2^A (2003) Παραρτ.αρ.8, αρ.15, τον ίδιο σε ΔικΑΕ (2010) Παραρτ. Αρ., αρ.23.

Νομολογία: BGHZ 75, 334, 338 επ. BGHZ 105, 168, BGH NJW 1984, 1893, 1895 ('Bum/WestLB'), BGH NJW 1995, 326

⁴⁵⁷ Βερβεσός ό.π., Τζουγανάτος, ό.π., Καραγκουνίδης, ό.π.

⁴⁵⁸ Ό.π.

⁴⁵⁹ Borselli, The subordination of shareholder and intragroup loans in Italy. Shifting Perspective in the Wake of the Covid-19 Emergency Legislation, European Company and Financial Law Review, No. 5/2022. Σελ. 11

⁴⁶⁰ Borselli, ό.π.

⁴⁶¹ Βλ. Τζουγανάτο/Βερβεσό, ό.π.: Οι κανόνες για την ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση αποτελούν κλασικό παράδειγμα της λεγόμενης κωδικοποίησης του νομολογιακού δικαίου, Vervessos, Das Eigenkapitalersatzrecht, σελ. 38 επ., Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 195, Gelter, The Subordination of shareholder loans in bankruptcy, international Review of Law and Economics 26 (2006) σελ. 478 'Bankruptcy and corporate laws in several

υποκείμενων στις δεσμεύσεις του εταιρικού δικαίου, να απαγορεύεται η επιστροφή τους στους εταίρους, ενόσω η εταιρεία παραμένει πιστοληπτικώς αφερέγγυα, **και να κατατάσσονται εν πάσι περιπτώσει σε τελευταία σειρά.**⁴⁶² Η εξομοίωση των «δανείων υποκεφαλαιοδότησης» με ίδια κεφάλαια επιβάλλεται δηλαδή επί του παρόντος εκ του νόμου (de jure), ενάντια στη βούληση των μετόχων, και για λόγους κολασμού μιας εκ μέρους τους μεμπτής και καταχρηστικής συμπεριφοράς ως προς την επιλογή του είδους της χρηματοδότησης των ξένων αντί των ιδίων κεφαλαίων και της αθέμιτης μετακύλισης του επιχειρηματικού κινδύνου στους εταιρικούς δανειστές.⁴⁶³

Οι προϋποθέσεις υπαγωγής των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς (subordination) διαφέρουν ανά δικαιοδοσία. Σε δικαιοδοσίες λόγου χάρη όπως η Γερμανία⁴⁶⁴ και η Ισπανία⁴⁶⁵, η υπαγωγή των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς ενεργοποιείται αυτομάτως (ipso iure) στην περίπτωση της πτώχευσης.⁴⁶⁶ Στην Αυστρία από την άλλη, η αναγκαιότητα υπαγωγής σε καθεστώς τελευταίας σειράς καθορίζεται επί τη βάση ποσοτικών κριτηρίων⁴⁶⁷. Στην Ιταλία από την άλλη, τα κριτήρια παρουσιάζουν μεγαλύτερη ρευστότητα. Επίσης, στην περίπτωση της Γερμανίας και της Ισπανίας η υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς ενεργοποιείται ανεξάρτητα από το εάν το δάνειο δόθηκε όταν η επιχείρηση ευρίσκετο σε κρίση, ενώ στην Αυστρία, στην Ιταλία, και στην Ελλάδα, η υπαγωγή των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς περιορίζεται στα δάνεια που χορηγήθηκαν στη διάρκεια της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας.

2.2.1 Η αντιμετώπιση του προβλήματος στη Γερμανία.

countries allow or require courts to subordinate loans by shareholders to corporations. Examples include the German Eigenkapitalersatzrecht and the equitable subordination and recharacterization doctrines in the US.”

⁴⁶² Ο.π.

⁴⁶³ Πρβλ. Σωτηρόπουλο, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού, σελ. 246

⁴⁶⁴ Άρθρα § 39(1)(5) και § 135(1) του InsO.

Βλ. Verse, “Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem”, German Law Journal 2008, σελ. 1109; Gelter/Roth, “Subordination of Shareholder Loans from a Legal and Economic Perspective”, Journal for Institutional Comparisons, Vol. 5, No. 2, 2007, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 13 (Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=998457>), σελ. 40 επ.; για το προγενέστερο δίκαιο, βλ. Cahn, “Equitable Subordination of Shareholder Loans?”, European Business Organization Law Review 2006, σελ. 287 επ.; Skeel, Jr./ Krause-Vilmar, “Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors”, European Business Organization Law Review (2006) σελ. 279 επ.

⁴⁶⁵ Gelter/Roth, ό.π. σελ. 40 επ.

⁴⁶⁶ Βλ. κατωτέρω.

⁴⁶⁷ (§§ 1, 2 Eigenkapitalersatzgesetz (equity replacement law); § 57 a Insolvenzordnung (insolvency code). Τα δάνεια των μετόχων θεωρούνται δάνεια που υποκαθιστούν ίδια κεφάλαια εάν η εταιρεία είναι αφερέγγυα ή υπερχρεωμένη ή εάν ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων της είναι κάτω από οκτώ τοις εκατό (8%) και η υποθετική περίοδος αποπληρωμής του χρέους υπερβαίνει τα δεκαπέντε έτη, εκτός εάν η εταιρεία δεν απαιτεί εξυγίανση.

Η γερμανική νομολογία, ενεργώντας δικαιοπλαστικά, ήδη από τις πρώτες δεκαετίες του 19^{ου} αιώνα, διαμόρφωσε τον θεσμό των δανείων που υποκαθιστούν ίδια κεφάλαια⁴⁶⁸. Λαμβάνοντας υπόψιν την ανάγκη προστασίας των δανειστών, θέσπισε ειδικούς κανόνες για τα δάνεια και τις εγγυήσεις των εταίρων που παρέχονται κατά την κρίση της εταιρείας⁴⁶⁹. Στη βάση της αρχής της προστασίας και διατήρησης του εταιρικού κεφαλαίου⁴⁷⁰, αλλά και της αρχής της καλής πίστης, δημιουργήθηκαν λοιπόν νομολογιακοί κανόνες για την αρμόζουσα αντιμετώπιση των εταιρικών δανείων⁴⁷¹. Τέθηκε, αρχικά με σημείο αναφοράς τη γερμανική ΕΠΕ (GmbHG), το

⁴⁶⁸ Βερβεσός εις ΔικΑΕ (Τομ 2^Α), σελ. 281

Βλ. Gelter, The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy, σελ. 479: “In German and Austrian legal literature, there is an extensive discussion on the so-called ‘law of equity substitution’”. Βλ. και στη σελ. 480 “The crucial consequence of “equity substitution law” is the requalification of shareholder loans as equity.”

⁴⁶⁹ Σωτηρόπουλος, ό.π., σελ. 242

⁴⁷⁰ Πρβλ. Τζουγανάτο, ό.π. σελ. 153 επ. Στην υπόθεση Luftaxi, το BGH χρησιμοποίησε το κριτήριο της απαγόρευσης αντιφατικής συμπεριφοράς (BGHZ 31, 258). Στις επόμενες όμως αποφάσεις του φάνηκε να εστιάζει περισσότερο στο σκοπό των διατάξεων για τη διατήρηση του κεφαλαίου, οι οποίες αποσκοπούν σε έναν επιμερισμό των κινδύνων, ο οποίος δεν είναι πρέπει να ανατρέπεται με την παροχή στην ευρισκόμενη σε κρίση εταιρεία δανείων, αντί της απαιτούμενης εισφοράς, με συνέπεια ο κίνδυνος να μεταβαίνει στους δανειστές. Τα κριτήρια του BGH διευρύνθηκαν, και το κριτήριο της επικείμενης πτώχευσης αντικαταστάθηκε από το κριτήριο της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας. Έτσι, οι διατάξεις για τη διατήρηση του κεφαλαίου, εφαρμόζονται και δεσμεύουν την εξόφληση των δανείων όταν η εταιρεία κατά το χρονικό σημείο της δανειοδότησης δεν θα μπορούσε να εξεύρει πιστώσεις υπό τις κρατούσες στην αγορά συνθήκες. Ανάλογη αντιμετώπιση αρμόζει και στα δάνεια που δεν χορηγήθηκαν κατά την αφερεγγυότητα, πλην όμως δεν ζητήθηκε η εξόφλησή τους από τους εταίρους παρότι είχε γίνει αντιληπτή η οικονομική κρίση της εταιρείας.

Βλ. Pecorella, ό.π. σελ. 53: Under the old law, commonly referred to as law of equity substitution (M. Gelter, The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy), a shareholder loan could be subordinated if it was deemed to substitute for equity in the case it was granted to a financially distressed company. To the same extent, the rule of subordination was commanded in case of a shareholder loan granted before the appearance of any indicator of the crisis if the shareholder did not withdraw the loan at its occurrence (DA Verse, Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem)

⁴⁷¹ Βερβεσός, ό.π. σελ. 281, Σωτηρόπουλος, ό.π.

Βλ. αναλυτικά Βερβεσό, ό.π. σελ. 282 για το δογματικό υπόβαθρο των κανόνων της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης, όπου αναφέρεται ότι ανά καιρούς έχουν χρησιμοποιηθεί διάφορα κριτήρια για την ιδιαίτερη μεταχείριση των δανείων των μετόχων της σε κρίση ευρισκόμενης εταιρείας ως ίδια κεφάλαια.

Στη θεμελιώδη απόφαση BuM-WestLB το BGH δέχτηκε ότι η εξήγηση των κανόνων της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης δεν μπορεί να είναι μονοσήμαντη, και ότι οι επιμέρους απόψεις αποτελούν ειδικότερες εκφάνσεις μιας γενικότερης αρχής σύμφωνα με την οποία οι εταίροι της σε κρίση ευρισκόμενης εταιρείας υπέχουν την ευθύνη για την επιμελή χρηματοδότηση της επιχείρησης. Ο τύπος αυτός μετεξελίχθηκε σε ευθύνη των εταίρων για τα αποτελέσματα της χρηματοδότησης μιας σε κρίση ευρισκόμενης εταιρείας (Finanzierungsfolgenverantwortung). Ο εταίρος δεν υποχρεώνεται να εισφέρει ίδια κεφάλαια, αν όμως θέλει να χρηματοδοτήσει την εταιρεία με δάνεια, πρέπει να δεχθεί και τις συνέπειες της απόφασής του. Πίσω από αυτό τον κυρωτικό μηχανισμό βρίσκεται η αρχή της εύλογης κατανομής κινδύνων. Με τους κανόνες της υποκεφαλαιοδότησης αποκαθίσταται η συμμετρία κινδύνων και προσδιορίζεται ποιος πρέπει να φέρει τον κίνδυνο από τη χρηματοδότηση εταιρείας που βρίσκεται σε κρίση. Ο Καραγκουνίδης, ό.π., σελ. 198, αναφέρει ότι το κανονιστικό πρότυπο της Finanzierungsfolgenverantwortung αν και αποτελεί προϊόν της δικαιοπλαστικής εξουσίας των γερμανικών δικαστηρίων, έχει αξία και στο ελληνικό δίκαιο, γιατί αποδίδει με συνοπτικό τρόπο την σύγκρουση συμφερόντων που προκύπτει από την παροχή μετοχικών δανείων κατά την κρίση της ΑΕ, που στην ελληνική έννομη τάξη αντιμετωπίζεται με προσφυγή στη γενική ρήτρα ΑΚ 281.

κατά πόσο μπορούν συντρεχουσών ορισμένων προϋποθέσεων να εξομοιωθούν τα δάνεια των εταίρων προς την εταιρεία με ίδια κεφάλαια, ώστε να περιορίζεται η επιστροφή τους.⁴⁷² Η σχετική συζήτηση αναπτύχθηκε ακριβώς υπό τον τίτλο ‘nominelle Unterkapitalisierung’ (ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση).⁴⁷³

Οι νομολογιακοί κανόνες του BGH το 1980 κωδικοποιήθηκαν με τις διατάξεις 32^a και 32β του νόμου της γερμανικής ΕΠΕ (GmbHG). Πάντως, το ζήτημα εξακολούθησε να ρυθμίζεται και νομολογιακώς, και μάλιστα όχι μόνο στην ΕΠΕ, αλλά και στην γερμανική ΑΕ (AG).⁴⁷⁴ Το 2008 με τον εκσυγχρονισμό του δικαίου της ΕΠΕ, ο Γερμανός νομοθέτης «μετέφερε τη ρυθμιστική έδρα» των δανείων που υποκαθιστούν ίδια εταιρικά κεφάλαια από το εταιρικό στο πτωχευτικό δίκαιο, για όλους τους εταιρικούς τύπους⁴⁷⁵. Σαν γενικό σχόλιο, είναι παρατηρητέο ότι με την MoMiG και τις νέες διατάξεις του InsO, η υποχρεωτική υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς (subordination) είναι αυτομάτως εφαρμοστέα σε όλα σχεδόν τα μετοχικά δάνεια,⁴⁷⁶ δεν παίζει ρόλο η διάκριση μεταξύ κοινών δανείων και εξυγιαντικών δανείων εταίρων⁴⁷⁷, ενώ δεν εξετάζεται το κριτήριο της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας κατά το χρόνο χορήγησης του δανείου.⁴⁷⁸ Πλέον, στο άρθρο 19 του InsO, προβλέπεται ότι εάν ένα νομικό πρόσωπο (εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, ανώνυμη εταιρεία, σωματείο κ.λπ.) είναι υπερχρεωμένο, η διοίκηση πρέπει να υποβάλει πολύ άμεσα αίτηση πτώχευσης. Υπερχρέωση υπάρχει όταν τα περιουσιακά στοιχεία του οφειλέτη δεν καλύπτουν πλέον τις υφιστάμενες υποχρεώσεις, εκτός εάν η συνέχιση της επιχείρησης είναι κατά κύριο λόγο πιθανή σύμφωνα με τις περιστάσεις. Απαιτήσεις για την αποπληρωμή δανείων των μετόχων ή απαιτήσεις από νομικές πράξεις οικονομικά ισοδύναμες με ένα τέτοιο δάνειο, για τις οποίες έχει συμφωνηθεί μεταξύ πιστωτή και οφειλέτη, σύμφωνα με το άρθρο 39 παράγραφος 2, να εξυπηρετούνται σε τελευταία σειρά επί αφερεγγυότητας, μετά δηλαδή από τις απαιτήσεις που αναφέρονται στο άρθρο 39 παράγραφος 1 αριθμοί 1 έως 5 (δηλαδή σε τελευταία σειρά, μετά τις απαιτήσεις των ανέγγυων πιστωτών), δεν περιλαμβάνονται στις υποχρεώσεις. Συνεπώς, τα δάνεια των μετόχων προς την εταιρεία δεν αξιολογούνται ως

Βλ. επίσης Gelter, ό.π. σελ. 480 όπου γίνεται αναφορά στην Finanzierungsfolgenverantwortung (responsibility for consequences of financing decisions) ως δογματική βάση της εκ του νόμου υπαγωγής σε καθεστώς τελευταίας σειράς, (subordination) και την επ’ αυτής προβληματική, ιδίως ως προς το ότι μπορεί να αποτρέψει επιθυμητές απόπειρες διάσωσης της εταιρείας από τους μετόχους.

⁴⁷² Ό.π.

⁴⁷³ Ό.π.

⁴⁷⁴ Βερβεσός, ό.π., Καραγκουνίδης, ό.π., Γενικά βλ. αναλυτικά Vervessos, Das Eigenkapitalersatzrecht.

⁴⁷⁵ Πρβλ. Καραγκουνίδη, ό.π. σελ.191 υποσημ.19, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 305 υποσημ.11

⁴⁷⁶ Με την επιφύλαξη των κατωτέρω αναφερόμενων εξαιρέσεων.

⁴⁷⁷ Πρβλ. Καραγκουνίδη. Ό.π., Tschauner/Ede, “Shareholder Loans under Germany Insolvency Law (2014), Financier Worldwide Magazine, σελ. 5

⁴⁷⁸ DA Verse, “Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem, σελ. 1111.

υποχρεώσεις στο πλαίσιο του ελέγχου υπερχρέωσης. Από τη σκοπιά του δικαίου αφερεγγυότητας, δεν αποτελούν επομένως χρεωστικό κεφάλαιο, αλλά διατηρούν το νομικό πρόσωπο στη ζωή ως οιονεί ίδια κεφάλαια, ακόμη και επί οικονομικής δυσπραγίας. Κατά το άρθρο 39 του InSo, οι εταίροι αντιμετωπίζονται ως πτωχευτικοί πιστωτές σε τελευταία σειρά.⁴⁷⁹ Ειδικότερα, απαιτήσεις από την επιστροφή ενός δανείου εταίρου/μετόχου ή απαιτήσεις από δικαιопραξίες που ισοδυναμούν λειτουργικά με δάνεια εταίρων/μετόχων, κατατάσσονται σε τελευταία σειρά κατά την διανομή της πτωχευτικής περιουσίας. Προβλέπονται και ορισμένες εξαιρέσεις από τη ρύθμιση αυτή: (α) τα δάνεια μετόχων που δεν συμμετέχουν στην διοίκηση της εταιρείας και συμμετέχουν στο κεφάλαιο με ποσοστό που υπολείπεται του 10%, και (β) τα δάνεια μετόχων και οι ανάλογες παροχές προερχόμενες από μετόχους που στην περίοδο της αφερεγγυότητας οδήγησαν στην αύξηση της συμμετοχής τους στην εταιρεία, με απώτερο σκοπό στήριξη της εξυγίανσης της επιχείρησης. Οι νέες διατάξεις του InSo παρέχουν επίσης δικαίωμα πτωχευτικής ανάκλησης στα δάνεια που χορηγήθηκαν από εταίρους ένα έτος πριν από την υποβολή της αίτησης για άνοιγμα διαδικασίας αφερεγγυότητας (άρθρο 135 InSo).⁴⁸⁰

2.2.2 Η αντιμετώπιση του προβλήματος στις ΗΠΑ.

Στο πτωχευτικό δίκαιο των ΗΠΑ, κατά τις πρώτες δεκαετίες του 19^{ου} αιώνα, τα δικαστήρια διέπλασαν τη λεγόμενη '*equitable subordination doctrine*', που είναι κατ' εξοχήν εφαρμοστέα επί εταιρικών δανείων (corporate insiders).⁴⁸¹ Το πτωχευτικό δικαστήριο ως '*court of equity*'⁴⁸², και προς αποφυγήν άδικων και ανεπιεικών αποτελεσμάτων, εφαρμόζει την *equitable subordination doctrine*, επιβάλλοντας την κατάταξη ορισμένων απαιτήσεων έναντι του αφερέγγυου οφειλέτη μετά από τις απαιτήσεις άλλων δανειστών, προκειμένου να αποτραπεί η βλάβη των συμφερόντων των τελευταίων.⁴⁸³ Σχετικές προς αυτή την κατεύθυνση ήταν οι γνωστές αποφάσεις '*Deep Rock*'⁴⁸⁴ και '*Pepper v. Litton*'⁴⁸⁵, όπου κρίθηκε πως πρέπει να υπαχθούν σε τελευταία σειρά ενδο-ομιλικές απαιτήσεις μητρικής εταιρείας που λεηλάτησε

⁴⁷⁹ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 305 υποσημ. 11, κι εκεί παραπομπή εις Clemens, Das neue Recht der Gesselschafterfremdfinanzierung nach dem MoMiG, 2012 για το νέο γερμανικό καθεστώς.

⁴⁸⁰ Ό.π.

⁴⁸¹ Όχι όμως αποκλειστικά.

⁴⁸² βλ. D.Calligar, ό.π. σελ. 384: 'a bankruptcy code, being a court of equity with all the necessary powers to ascertain and determine the rights of persons in and upon the property and assets rendered by the bankruptcy' will do equity between the parties so long as public policy and the Bankruptcy Act are not violated'.

⁴⁸³ Τζουγανάτος, ό.π, σελ. 148

⁴⁸⁴ Taylor v. Standard Gas Co., 306, US 307 (1939).

⁴⁸⁵ Pepper v. Litton, 308 US, 295 (1939), Βλ. Pecorella, ό.π. σελ. 49: A shareholder loan's claim may be treated as capital investment and thus disallowed. 'This judgement was also the first to encompass the combination of the terms equity and subordination, infusing a huge influence amongst the bankruptcy courts in the years that followed.'

οικονομικά τη θυγατρική της, την οποία είχε ανεπαρκώς κεφαλαιοδοτήσει και την οποία διοικούσε με αποκλειστικό γνώμονα την εξυπηρέτηση των δικών της συμφερόντων σε βάρος των πιστωτών της θυγατρικής⁴⁸⁶. Το δικαστήριο, αρνήθηκε να αντιμετωπίσει τις απαιτήσεις της μητρικής εταιρείας ως απαιτήσεις κατατακτές στην ίδια σειρά με οποιονδήποτε τρίτο δανειστή της θυγατρικής.⁴⁸⁷ Η equitable subordination doctrine εν τέλει βρήκε έκφραση και στο θετικό ομοσπονδιακό δίκτυο, στη διάταξη 510 του Bankruptcy Code (1978). Η προαναφερθείσα διάταξη ουσιαστικά προβλέπει ότι είναι δυνατή η υπαγωγή ή «μετάπτωση» απαίτησης σε χαμηλότερη σειρά προτεραιότητας, είτε (i) μέσω της συμφωνίας των μερών, είτε (ii) με απόφαση του δικαστηρίου, σύμφωνα με τις αρχές της δικαιοσύνης (equity).⁴⁸⁸ Ειδικότερα, η διάταξη 510 (α) αναφέρεται αρχικά στην περίπτωση της ‘contractual subordination’ (συμβατική υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς), προβλέποντας ότι οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που έχουν καταρτιστεί στη βάση της συμφωνίας των μερών, είναι εφαρμοστέοι επί πτώχευσης, στον ίδιο βαθμό που είναι εφαρμοστέοι και εκτός πτώχευσης. Η διάταξη 510 (c) στη συνέχεια, προβλέπει πως το δικαστήριο δύναται (1) σύμφωνα με τις αρχές της equitable subordination⁴⁸⁹, να υπαγάγει σε καθεστώς τελευταίας σειράς, για τους σκοπούς της διανομής, το σύνολο ή μέρος μιας απαίτησης (allowed claim) σε σχέση με άλλη απαίτηση, ή το σύνολο ή μέρος ενός δικαιώματος (interest) σε σχέση με άλλο

⁴⁸⁶ Schwarcz, Steven L., The Inequities of Equitable Subordination (2021). 96 American Bankruptcy Law Journal issue no. 1 (2022), Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2021-35, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3899472>

⁴⁸⁷ Τζουγανάτος, ό.π. σελ. 150

⁴⁸⁸ Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 192.

⁴⁸⁹ Οι αρχές αυτές δεν είναι προδιατυπωμένες, και φαίνεται το ζήτημα να κρίνεται ad hoc. Βλ. την απόφαση: Benjamin v. Diamond (Mobile Steel Co.), 563 F.2d 692, 699–700 (5th Cir. 1977): **1)** Ο αιτών πρέπει να έχει ασκήσει κάποιο είδος ανεπιεικούς συμπεριφοράς (inequitable conduct). **2)** Η παραβατική συμπεριφορά πρέπει να είχε ως αποτέλεσμα τη ζημία των πιστωτών του πτωχεύσαντος ή να έχει προσδώσει αθέμιτο πλεονέκτημα στον ενάγοντα. **3)** Η εφαρμογή της equitable subordination επί της απαίτησης δεν πρέπει να είναι ασυμβίβαστη με τις διατάξεις του πτωχευτικού κώδικα.

Για την υποκεφαλαιοδότηση ως κριτήριο που επιβάλλει την κατάταξη εταίρων μετά τους λοιπούς εταιρικούς πιστωτές: βλ. Τζουγανάτος, ό.π.: έχει χρησιμοποιηθεί από τη νομολογία, αλλά είναι αμφίβολο αν συνιστά αυτοτελές κριτήριο. Βλ. αντίστοιχα και την απόφαση Benjamin v. Diamond (Mobile Steel Co.) που συνηγορεί υπέρ αυτού του συμπεράσματος.

Βλ. επίσης Gelter, ό.π. σελ. 482 ‘however, equitable subordination in the US usually requires an element of specific inequitable conduct going beyond mere undercapitalization, which need not be necessarily related to the claim brought forward’ κι εκεί παραπομπές.

Βλ. επίσης Steven L. Schwarcz, ό.π.: όπου αναλύεται ότι «τις τελευταίες δεκαετίες, η equitable subordination έχει εξελιχθεί σε ένα δόγμα χωρίς κανόνες, σύμφωνα με το οποίο οι δικαστές ενίοτε υποτάσσουν τις αξιώσεις με τρόπο που δεν επιφέρει βλάβη, σύμφωνα με τις προσωπικές τους απόψεις περί δικαιοσύνης. Τα δικαστήρια θα πρέπει να εμμένουν σε ένα δόγμα με βάση το πταίσμα και ότι θα πρέπει να αξιολογούν την παραβατική συμπεριφορά με βάση τον κανόνα της επιχειρηματικής κρίσης, όπως ο κανόνας εφαρμόζεται επί εταιρικής διακυβέρνησης.»

δικαίωμα, ή (2) να διατάξει να μεταβιβαστεί στην περιουσία (estate) οποιοδήποτε εμπράγματο δικαίωμα εξασφαλίζει την εν λόγω υποδεέστερη απαίτηση (subordinated claim).

Πέρα από την equitable subordination doctrine, τα αμερικανικά δικαστήρια διέπλασαν και το λεγόμενο δόγμα του «επαναχαρακτηρισμού» (recharacterization), σύμφωνα με το οποίο μια καταβολή η οποία παρουσιάζεται ως δάνειο και προέρχεται από τους μετόχους, αντιμετωπίζεται στη συνέχεια ως κεφάλαιο (με όλες τις ουσιαστικές συνέπειες που συνεπάγεται ο εν λόγω χαρακτηρισμός).⁴⁹⁰ Σε αντίθεση με την equitable subordination, ο επαναχαρακτηρισμός δεν συνυφαίνονταν με την απαίτηση της ανεπιεικούς συμπεριφοράς (inequitable conduct), αλλά χρησιμοποιεί ένα τεστ έντεκα παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί, οι οποίοι περιλαμβάνουν ανεπάρκεια της κεφαλαιοδότησης και την ικανότητα της εταιρείας να λάβει χρηματοδότηση από εξωτερικούς δανειστές, χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν ένα χρεωστικό μέσο θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως τέτοιο ή θα πρέπει να μάλλον να θεωρηθεί εισφορά κεφαλαίου.⁴⁹¹

2.2.3 Η ρύθμιση του ιταλικού δικαίου

Το subordination των μετοχικών και ενδοομιλικών δανείων, εισήχθη στο ιταλικό δίκαιο το 2003 στο πλαίσιο μιας ριζικής αλλαγής του ιταλικού εταιρικού δικαίου.⁴⁹² Όσον αφορά τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, το άρθρο 2467 του ιταλικού αστικού κώδικα (ICC)⁴⁹³ προβλέπει ότι η αποπληρωμή των δανείων που χορηγούνται από μετόχους προς την εταιρεία έπεται (is subordinated) των απαιτήσεων των υπολοίπων πιστωτών. Η παράγραφος 2 του εν λόγω άρθρου περιορίζει το πεδίο εφαρμογής της διάταξης στα μετοχικά δάνεια τα οποία χορηγούνται σε μια περίοδο που δεδομένης της δραστηριότητας που ασκεί η εταιρεία, υπάρχει έντονη ανισορροπία μεταξύ του χρέους της εταιρείας (debt) και της καθαρής θέσης (net worth)

⁴⁹⁰ Sprayregen/Friedland/Brighton/ Bianca, “Recharacterization of Debt to Equity: An Overview, Update, and Practical Guide to an Evolving Doctrine” (2004) Annual Survey of Bankruptcy Law 2.

⁴⁹¹ Autostyle Plastics, Inc., 269 F.3d 726 (6th Cir. 2001):

The factors are (1) the names given to the instruments, (2) the presence or absence of a fixed maturity date and schedule of payments, (3) the presence or absence of a fixed interest rate and interest payments, (4) the source of repayments, (5) the adequacy or inadequacy of capitalization, (6) the identity of interest between the creditor and stockholder, (7) the security of the advances, (8) the corporation’s ability to obtain outside financing, (9) the extent to which advances were subordinated to claims of outside creditors, (10) the extent to which advances were used to acquire capital assets, and (11) the presence or absence of a sinking fund to provide repayment. A newer case, *In re Outbound Marine Corp.*, 2003 WL 216973571 (N.D. Ill. 2003), has added (12) the ratio of shareholder loans to capital, and (13) the amount or degree of shareholder control.

⁴⁹² Βλ. Marco Ventoruzzo, “Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition”, *European Company and Financial Law Review* (2005), σελ. 207.

⁴⁹³ Βλ. και το άρθρο 2467 του ICC για τη ρύθμιση των ενδο-ομιλικών δανείων.

ή όπου η οικονομική κατάσταση της εταιρείας ενδεικνύει ότι θα ήταν εύλογη η εισφορά κεφαλαίου (capital contribution). Το άρθρο 164 παρ. 2 του Corporate Crisis and Insolvency Code (CCIC) συμπληρώνει την υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς (subordination) με έναν κανόνα ανάκλησης (claw back), ο οποίος προβλέπει ότι οι εκταμιεύσεις του δανείου που πραγματοποιούνται μετά την υποβολή της αίτησης που οδήγησε στην εκκίνηση εργασιών αφερεγγυότητας, ή κατά τον προηγούμενο χρόνο, είναι ανίσχυρες έναντι των πιστωτών, υπό την επιφύλαξη των προϋποθέσεων της υπαγωγής σε καθεστώς τελευταίας σειράς (subordination) τίθενται στο άρθρο 2467 παρ. 1 του ICC.⁴⁹⁴

2.2.4 Ελληνικό δίκαιο.

Στην ελληνική έννομη τάξη, οι μοναδικές διατάξεις θετικού δικαίου που άπτονται του ζητήματος της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης και της ανάγκης προστασίας των δανειστών που ανακύπτει, είναι το άρθρο 32 του Ν.3190/1955 για τις ΕΠΕ, και το άρθρο 95 παρ. 3 του Ν. 4548/2018 για τις ΙΚΕ.⁴⁹⁵ Κατά το άρθρο 32 του Ν.3190/1955, η εξόφληση των δανείων των εταίρων ΕΠΕ θεωρείται ως μη γενομένη εφόσον με την εξόφληση αυτή ματαιώνεται εν όλω ή εν μέρει η ικανοποίηση των απαιτήσεων των τρίτων. Έτι περαιτέρω, σύμφωνα με την παρ. 3 του εν λόγω άρθρου, σε περίπτωση λύσης της εταιρείας για οποιονδήποτε λόγο πλην της πτώχευσης (!) οι απαιτήσεις των εταίρων από το δάνειο ικανοποιούνται μετά την εξόφληση των λοιπών χρεών της εταιρείας. Η διάταξη αυτή πρακτικά δεν εφαρμόζεται από τα δικαστήρια⁴⁹⁶. Γίνεται δε κρατούντος δεκτό ότι δεν εφαρμόζεται αναλογικά στο δίκαιο της ΑΕ.⁴⁹⁷ Ο δε αποκλεισμός της πτώχευσης ως συγκυρίας όπου οι απαιτήσεις των πιστωτών ικανοποιούνται σε τελευταία σειρά, αποτελεί ρύθμιση εξόχως προβληματική που αναιρεί τον σκοπό του νομοθέτη ήτοι την προστασία των δανειστών της εταιρείας, όπου στην πτώχευση είναι πιο επιτακτική από ποτέ.⁴⁹⁸

Στο δίκαιο της ΑΕ⁴⁹⁹, ενόψει της ιδιαίτερα συχνής χορήγησης δανείων από μετόχους-μέλη του Δ.Σ, οι κίνδυνοι από τη χορήγηση δανείων στην εταιρεία κατά την περίοδο πιστοληπτικής

⁴⁹⁴ Borselli, ό.π. σελ. 8

⁴⁹⁵ Βλ. Τζουγανάτο, ό.π. σελ. 148, Καραγκουνίδη, ό.π. σελ. 197

⁴⁹⁶ Βερβεσός, ό.π. σελ. 283 (Εξαίρεση η απόφαση του ΕφΘες 2845/2001, ΕΕμπΔ 2002, 725 για την οποία βλ. Βερβεσός, Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ), Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π.σελ. 306, Τζουγανάτος, ό.π. σελ. 148

⁴⁹⁷ Λιακόπουλος, ό.π. σ.66 επ, Τζουγανάτος, ό.π. σ.204 επ., Γκολογκίνα-Οικονόμου.π., 948 επ., Βερβεσός ό.π. αρ. 21 επ., Σωτηρόπουλος, ό.π., σελ. 243, Βερβεσός/Τζουγανάτος, ό.π., σελ. 306. Το ίδιο δέχεται και η νομολογία του BGH.

⁴⁹⁸ Βερβεσός, ό.π. σελ. 285, Καραγκουνίδη, ό.π. σελ.196

⁴⁹⁹ Παρότι η προβληματική ξεκίνησε ως προς τις ΕΠΕ, δεν αποτελεί ίδιον της ΕΠΕ – Εμφανίζεται και στην χρηματοδότηση ευρισκόμενης σε κρίση ΑΕ όπως και σε όλους τους εταιρικούς τύπους που γίνεται διάκριση μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Και στην σε κρίση ευρισκόμενη ΑΕ μπορούν οι μέτοχοι με την παροχή

αφερεγγυότητάς της, αντιμετωπίζονται μέσω της γενικής ρήτρας του άρθρου 281 ΑΚ (σε συνδυασμό με τις διατάξεις για την προστασία του μετοχικού κεφαλαίου)⁵⁰⁰, η οποία δεν ανέχεται να μένει άνευ συνεπειών η μετάθεση του κινδύνου της πτώχευσης από τον επιχειρηματία μέτοχο στους δανειστές του.⁵⁰¹ Όταν η εταιρεία βρίσκεται σε κατάσταση οικονομικής κρίσης και έχει άμεση ανάγκη κεφαλαίων, η καλή πίστη επιβάλλει στους μετόχους, αν αποφασίσουν να επιδιώξουν τη βελτίωση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας τους, ιδιαίτερα δε εφόσον δεν υπέχουν καν υποχρέωση προς τούτο, να το πράξουν χορηγώντας δικά τους κεφάλαια, συμμετέχοντας σε αύξηση κεφαλαίου, και αναλαμβάνοντας τους ανάλογους επενδυτικούς κινδύνους, και όχι επιβαρύνοντας το παθητικό της εταιρείας με δάνεια και ζημιώνοντας τους εταιρικούς δανειστές.⁵⁰² Εάν χορηγήσουν δάνειο προσπαθώντας να μετακυλήσουν τον κίνδυνο στους εταιρικούς δανειστές, θα πρέπει να αντιμετωπιστεί ως μετοχικό κεφάλαιο⁵⁰³. Τυχόν αξίωση του εταίρου για επιστροφή του δανείου που χορήγησε στην εταιρεία που τελούσε σε κατάσταση οικονομικής κρίσης, και να αντιμετωπιστεί όπως το δάνειο οποιουδήποτε τρίτου είναι απορριπτέα ως καταχρηστική.⁵⁰⁴

2.2.5 Κριτήρια καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια.

Όπως παγίως γίνεται δεκτό στη θεωρία⁵⁰⁵, οι προϋποθέσεις για να χαρακτηριστεί ένα δάνειο μετόχου προς την ΑΕ ως υποκατάστατο μετοχικό κεφάλαιο συνοψίζονται ως εξής:

1) Επιχειρηματική συμμετοχή του μετόχου στην ΑΕ. Η εφαρμογή των κανόνων της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στις ΑΕ δεν μπορεί να τύχει εφαρμογής αδιαιρέτως επί κάθε δανείου χορηγούμενου από οποιονδήποτε μέτοχο, αλλά μόνο επί δανείων μετόχων που έχουν επιχειρηματική συμμετοχή στην εταιρεία («επιχειρηματίας-μέτοχος») λόγω της οποίας να μπορούν να ενημερώνονται άμεσα για τα εταιρικά πράγματα και να ασκούν επιρροή στη

δανείων να μετακυλίνουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο στους μη πληροφορημένους πιστωτές παραβιάζοντας έτσι τη συμμετρία των κινδύνων (Symmetrie von Chancen und Risiken) ανάμεσα στους εταίρους και στους πιστωτές.

⁵⁰⁰ Βλ. σχόλιο Σωτηρόπουλου στην ΠΠρΘες 1419/2017, εις ΕΕμπδ 1/2018, σελ. 97-119

⁵⁰¹ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 306

⁵⁰² Πρβλ. σχόλιο Σωτηρόπουλου, ό.π.

⁵⁰³ Πρβλ. σχόλιο Σωτηρόπουλου, ό.π.

⁵⁰⁴ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π.

⁵⁰⁵ Βερβεσός, εις ΔικΑΕ αρ. 23 επ., Σωτηρόπουλος, εις ΔΑΕ (2020), σελ. 2118 επ., ο ίδιος, Δάνεια Χρηματοδοτικού Σχεδιασμού, σελ. 243 επ., Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 306, Πρβλ. ΕφΘες 2445/2019 εις ΕΕμπΔ 1/2020, σελ. 68 επ. « α) Ο δανειοδότης θα πρέπει να έχει σημαντική συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρείας η οποία θα του εξασφαλίζει αν όχι τον έλεγχο της εταιρείας, τουλάχιστον τη δυνατότητα πληροφόρησης και επιρροής στη λήψη σημαντικών αποφάσεων», και β) το δάνειο θα πρέπει λειτουργικά να αναπληρώνει ίδια κεφάλαια ενόψει του ότι η εταιρεία δεν μπορούσε να δανειοδοτηθεί από τρίτους χωρίς την εγγύηση των μετόχων υπό τους συνήθεις όρους της αγοράς ως πιστοληπτικά αναξιόπιστη, με κίνδυνο μάλιστα να οδηγηθεί στην πτώχευση («κανόνας πιστοληπτικής αφερεγγυότητας») καθώς δε αποσκοπούν στην εξυγίανση της εταιρείας, εντεύθεν και ο χαρακτηρισμός τους ως «εξυγιαντικά δάνεια»).

λειτουργία της εταιρείας.⁵⁰⁶ Στη νομολογία και στη θεωρία δεν υπάρχει απόλυτη συμφωνίας ως προς το εύρος του κριτηρίου αυτού⁵⁰⁷. Στην Γερμανία, υπάρχει τεκμήριο εταιρικής συμμετοχής όταν ο μέτοχος κατέχει πάνω από 25% του μετοχικού κεφαλαίου, ποσοστό με το οποίο μπορεί να εμποδίζει τη λήψη αποφάσεων που κατά το γερμανικό νόμο περί ΑΕ (AG) προϋποθέτουν αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία.⁵⁰⁸ Μπορεί όμως να αρκεί και μικρότερο ποσοστό, αν συνδυάζεται με άλλους παράγοντες πχ συμβάσεις ψήφου, κατοχή θέσης στο ΔΣ, κλπ⁵⁰⁹. Στο ελληνικό δίκαιο, υπό το πρίσμα του Ν.4548/2018, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι καταρχήν απαιτείται συμμετοχή του μετόχου σε ποσοστό τουλάχιστον 1/10 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, καθώς ο νόμος συνδέει με το ποσοστό αυτό το (ευρύ) δικαίωμα ενημέρωσης της λεγόμενης μεγάλης μειοψηφίας (άρθρ. 141 παρ. 7). Σε περίπτωση, που το ποσοστό συμμετοχής είναι μικρότερο, θα πρέπει να αναζητηθούν επιπλέον στοιχεία, τα οποία θα θεμελιώνουν πρόσβαση σε πληροφόρηση και έλεγχο των εταιρικών υποθέσεων (π.χ. δικαίωμα απευθείας διορισμού μελών του διοικητικού συμβουλίου κατ' άρθρ. 79, εκλογή μελών του ΔΣ βάσει καταλόγων κατ' άρθρ.80).⁵¹⁰ Πάντως λόγω της εγγενούς ανικανότητας του αριθμητικού κριτηρίου να οδηγήσει σε ακριβή αποτελέσματα και να λάβει υπόψιν το σύνολο των περιστάσεων θα ήταν ορθό να λαμβάνεται υπόψιν μόνο υποβοηθητικά, λαμβανομένου υπόψιν του «κλειστού» χαρακτήρα των ελληνικών ΑΕ, της ύπαρξης πλειόνων εξωεταιρικών συμφωνιών που μπορεί να επέχουν θέση καταστατικών ρυθμίσεων, και της σχετικής ελευθερίας που παρέχει ο Ν.4548/2018 ως προς τη διαμόρφωση των καταστατικών ρυθμίσεων.

Σημειωτέο ότι στη θεωρία και στη νομολογία διεθνώς, γίνεται αποδεκτή η διεύρυνση του υποκειμενικού πεδίου των κανόνων της υποκεφαλαιοδότησης ώστε να υπάγονται σε αυτές και πρόσωπα τρίτα, που ανεξαρτήτως συμμετοχής στο κεφάλαιο είναι σε θέση να ασκούν επιρροή (de facto) στη δανειοδοτούμενη επιχείρηση.⁵¹¹

2) Χορήγηση του δανείου κατά την διάρκεια της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας. Είναι απαραίτητο το δάνειο να χορηγείται στην εταιρεία όταν η τελευταία βρίσκεται σε κατάσταση πιστοληπτικής αφερεγγυότητας, δηλαδή όταν δεν μπορεί να δανειστεί στην ελεύθερη αγορά υπό τους συγκεκριμένους όρους, υπό τους οποίους χορηγείται το δάνειο από

⁵⁰⁶ Βερβεσός, ό.π., Λιακόπουλος, ό.π. Γκολογκίνα-Οικονόμου, ό.π., Καραγκουνίδης, ό.π. σελ 201,

⁵⁰⁷ Καραγκουνίδης, ό.π.

⁵⁰⁸ Καραγκουνίδης, σελ. 201

⁵⁰⁹ Ό.π.

⁵¹⁰ Σωτηρόπουλος, εις ΔΑΕ (2020), σελ.2119

⁵¹¹ Καραγκουνίδης, ό.π. Βερβεσός, ΔικΑΕ (Τομ.2^Α), αρ. 29-30

τον μέτοχο, και χωρίς το δάνειο αυτό θα οδηγούνταν σε πτώχευση.⁵¹² Σημειώνεται ότι ο όρος στην πιστοληπτικής αφερεγγυότητας είναι ευρύτερος των προϋποθέσεων της πτώχευσης.⁵¹³ Πάντως γίνεται δεκτό ότι και η διατήρηση δανείων που είχαν χορηγηθεί πριν την αφερεγγυότητα μετά την πάροδο ενός διαστήματος περίσκεψης, και αφότου οι μέτοχοι ήταν σε θέση να διαγνώσουν τον κίνδυνο μη ικανοποίησης, καταλαμβάνεται από τους κανόνες της υποκεφαλαιοδότησης.⁵¹⁴

Οι συνέπειες. Η εφαρμογή των κανόνων της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης έχει τις κάτωθι συνέπειες:

Α) Απαγόρευση επιστροφής από τη δεσμευμένη εταιρική περιουσία. Τα δάνεια των μετόχων που υποκαθιστούν ίδια κεφάλαια υπόκειται στους ίδιους μηχανισμούς προστασίας με τα ίδια κεφάλαια: απαγορεύεται δηλαδή η επιστροφή του δανείου από τη δεσμευμένη εταιρική περιουσία, δηλαδή το μετοχικό κεφάλαιο και τα μη διανεμόμενα παθητικά.⁵¹⁵ Η αντιμετώπιση αυτή δεν σημαίνει ότι πρέπει λογιστικά να υπάρξει και τροποποίηση του ισολογισμού ώστε να αποτυπωθεί το εν λόγω δάνειο στα ίδια κεφάλαια: παραμένει καταγεγραμμένο ως κονδύλι των υποχρεώσεων.⁵¹⁶ Απλώς απαγορεύεται η επιστροφή του ενόσω η εταιρεία τελεί σε καθεστώς πιστοληπτικής αφερεγγυότητας⁵¹⁷.

Β) Αξίωση επιστροφής της εταιρείας. Τυχόν απόδοση των δανείων στους μετόχους γεννά αξίωση της εταιρείας εναντίον του μετόχου για επιστροφή⁵¹⁸.

Γ) Εταιρική ευθύνη των υπαίτιων μελών του ΔΣ. Τίθεται ζήτημα ευθύνης των οργάνων της διοίκησης απέναντι στην εταιρεία⁵¹⁹.

Δ) Ένσταση καταχρηστικότητας κατ' αρ. 281-288 ΑΚ τυχόν αξίωσης επιστροφής κατ' ΑΚ 904. Στην ειδικότερη περίπτωση που ο δανειοδότης είναι μέτοχος ή μέλος του ΔΣ, και δεν τηρήθηκαν οι προϋποθέσεις των άρθρων 99-101 του Ν. 4548/2018, με συνέπεια την ακυρότητα της σύμβασης δανείου, η αξίωση του μετόχου στη βάση του άρθρου 904 επ, θα αποκρούεται ως καταχρηστική (281-288 ΑΚ).⁵²⁰

⁵¹² Βερβεσός, ό.π., σελ. 293, Λιακόπουλος, ό.π. σελ. 68, Καραγκουνίδης, ό.π. Σελ. 199

⁵¹³ Ό.π.

⁵¹⁴ Τζουγανάτος, ό.π. σελ. 155, Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 200

⁵¹⁵ Βερβεσός, Παράρτημα άρθρου 8, ό.π.

⁵¹⁶ Σωτηρόπουλος, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού, σελ. 244

⁵¹⁷ Ό.π.

⁵¹⁸ Βερβεσός, ό.π.

⁵¹⁹ Βερβεσός, ό.π.

⁵²⁰ Ό.π.

Ε) Ικανοποίηση σε τελευταία σειρά. Τέλος, τα δάνεια μετόχων που διατηρούν επιχειρηματική συμμετοχή στην εταιρεία, είτε παρέχονται μετά την περιέλευσή της σε κατάσταση αδυναμίας δανεισμού από τρίτους (πιστοληπτική αφερεγγυότητα) είτε παρέχονται πριν από την κατάσταση αυτή, πλην όμως διατηρούνται σε ισχύ από τον δανειοδότη-μέτοχο παρά την εκ μέρους του γνώση της αφερεγγυότητας, γίνεται δεκτό ότι στην περίπτωση της πτώχευσης, θα πρέπει να κατατάσσονται μετά τις απαιτήσεις των λοιπών δανειστών, δηλαδή μετά από τις απαιτήσεις των ανέγγυων πιστωτών, ως πιστώματα τελευταίας σειράς.⁵²¹ Ο δε σύνδικος, υποχρεούται βάσει της ΑΚ 281 να μην κάνει δεκτή την απαίτηση του δανειοδότη μετόχου στη διαδικασία της επαλήθευσης ως πτωχευτική απαίτηση.⁵²²

2.3 Η οικονομική λειτουργία της εκ του νόμου υπαγωγής σε καθεστώς τελευταίας σειράς (subordination)

Από οικονομική σκοπιά, οι κανόνες περί υποχρεωτικής υπαγωγής (subordination) των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς, νομοθετικοί και νομολογιακοί, στην πραγματικότητα φιλοδοξούν να περιορίσουν το φαινόμενο της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης της εταιρείας και των συνεπειών που αυτή μπορεί να επιφυλάσσει εις βάρος των πιστωτών⁵²³. Σπεύδουν να λειτουργήσουν ως ένας αποτρεπτικός, δυνάμει κυρωτικός μηχανισμός, που χαλιναγωγεί το κίνητρο των μετόχων να επιδείξουν καιροσκοπική συμπεριφορά εις βάρος των εταιρικών πιστωτών μίας υπό κρίση ευρισκόμενης εταιρείας⁵²⁴. Οι κανόνες της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης λοιπόν, οι οποίοι επιτάσσουν την υποχρεωτική υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς, προσπαθούν να ανταποκριθούν στην αρχή της «ορθής χρηματοδότησης της εταιρείας» (*principle of correct financing of the corporation*)⁵²⁵. Όταν η εταιρεία οδεύει προς την αφερεγγυότητα και η αξία ρευστοποίησής της είναι ανεπαρκής για να αποπληρωθούν οι απαιτήσεις (*residual claims*) των μετόχων, οι τελευταίοι στην πραγματικότητα μπορεί να είναι πρόθυμοι να προβούν σε κινδυνώδεις επενδύσεις, που επιφυλάσσουν υψηλές αποδόσεις (*high payoffs*) αν ευδοκιμήσουν, ακόμα και αν η πιθανότητα επιτυχίας είναι μικρή. Συναφώς, μπορεί να προβαίνουν λόγου χάρη στη χορήγηση δανείων, με την ελπίδα να αποφευχθεί η πτώχευση.⁵²⁶ Ενδέχεται λόγου χάρη ως

⁵²¹ Βερβεσός, ό.π., Σωτηρόπουλος, ό.π.

⁵²² Έχει διατυπωθεί και η άποψη (βλ. Καραγκουνίδη, ό.π.) πως τα δάνεια αυτά δεν συνιστούν καν πτωχευτικά πιστώματα, δεδομένου ότι η μεταχείρισή τους ως εταιρικών εισφορών τα θέτει εκ προοιμίου εκτός πτωχευτικής διαδικασίας

⁵²³ Πρβλ. Borselli, ό.π. σελ. 12: ‘curbs nominal undercapitalization’

⁵²⁴ Ό.π. σελ. 12

⁵²⁵ Borselli, ό.π. σελ. 12,

⁵²⁶ Borselli, ό.π. σελ. 19, Gelter, ό.π. σελ. 479

αποτέλεσμα να προκύψει υπερ-επένδυση (*overinvestment*) και να τεθούν ζητήματα μετάθεσης του κινδύνου (*risk-shifting*) αφού επί μεν επιτυχίας της επένδυσης, οι μέτοχοι λαμβάνουν το μεγαλύτερο μέρος των ωφελειών, επί αποτυχίας ωστόσο της επένδυσης οι πιστωτές επωμίζονται το μεγαλύτερο μέρος των συνεπειών, οι δε μέτοχοι έχουν το πλεονέκτημα της περιορισμένης ευθύνης.⁵²⁷ Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος διάσωσης της εταιρείας μεταφέρεται στους πιστωτές. Εάν η προσπάθεια διάσωσης επιτύχει, το μεγαλύτερο μέρος του ανοδικού κέρδους (*upside gain*) θα σωρευθεί υπέρ των μετόχων, καθώς το κέρδος των πιστωτών περιορίζεται στην πάγια απαίτησή τους⁵²⁸. Στο ενδεχόμενο που η προσπάθεια διάσωσης αποτύχει, η παράταση της ζωής της εταιρείας, μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα ζημία των πιστωτών⁵²⁹, ενώ το δάνειο των μετόχων θα κατατάσσεται συμμέτρως (*pari passu*) με τις απαιτήσεις των εξωτερικών πιστωτών.⁵³⁰

Ανακατατάσσοντας τη σειρά εξοφλητικής προτεραιότητας, η υποχρεωτική υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς εμποδίζει τους μετόχους και γενικότερα εταιρείες ενός ομίλου από το να ικανοποιούνται συμμέτρως (*pari passu*) με τους εξωτερικούς πιστωτές, λειτουργώντας προστατευτικά υπέρ των τελευταίων: εκ των προτέρων μπορεί να περιορίσει το πρόβλημα της μετατόπισης του κινδύνου, περιορίζοντας το κίνητρο των μετόχων να παρέχουν νέες αυθαίρετες χρηματοδοτήσεις στην εταιρεία, ενώ εκ των υστέρων ωφελεί τους εξωτερικούς πιστωτές στο βαθμό που τα δάνεια που χορηγούνται από τους μετόχους και τις εταιρείες του ομίλου είναι εξοφλητέα σε τελευταία σειρά, σε σχέση με τις απαιτήσεις τους.⁵³¹ Η υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς εμποδίζει τους μετόχους από το να ανταγωνίζονται με τους λοιπούς πιστωτές για τις προσόδους/μερίσματα (*proceeds*) της περιουσίας (*estate*) προβλέποντας ότι η αποπληρωμή των απαιτήσεων από τα μετοχικά δάνεια θα τελεί υπό την αίρεση της προηγούμενης αποπληρωμής των λοιπών εταιρικών πιστωτών⁵³².

Από νομική άποψη, οι κανόνες της υποκεφαλαιοδότησης επιδιώκουν να διασφαλίσουν την αρχή «τα ίδια κεφάλαια εξαλείφονται πρώτα» αλλά και την αρχή «*par condicio creditorum*», διατηρώντας έτσι τη φύση του δικαίου της αφερεγγυότητας ως "δικαίου των πιστωτών".⁵³³

⁵²⁷ Michael C. Jensen/William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* (1976), σελ. 334

⁵²⁸ Borseli, ό.π. σελ. 13

⁵²⁹ Jensen/ Meckling, ό.π.

⁵³⁰ Gelter/Roth ό.π. σελ. 40, 45.

⁵³¹ Gelter/Roth ,ό.π. σελ. 40

⁵³² R. J. de Weijs, "Towards an Objective European Rule on Transaction Avoidance in Insolvencies", σελ. 237 et seq.

⁵³³ Pecorella, ό.π., σελ. 55

2.3.1 Είναι οικονομικά σκόπιμο το καθολικό subordination των μετοχικών δανείων;

Μια προβληματική που έχει τεθεί από παλαιότερα, συνίσταται στο κατά πόσο η εφαρμογή των κανόνων της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης και αναγκαστικής υπαγωγής των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς (εκ του νόμου subordination), παραβλέπει ότι ενίοτε η χορήγηση μετοχικών δανείων προς την εταιρεία δεν έχει απαραίτητα δυσμενή αποτελέσματα, εξ απόψεως οικονομικής ανάλυσης.⁵³⁴ Σε αυτό το πλαίσιο αναφέρεται πως η προστασία των συμφερόντων των πιστωτών, που αποτελεί την στοχοθεσία των κανόνων περί υποχρεωτικής υπαγωγής των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς, δεν πρέπει να ανάγεται σε αυτοσκοπό, αλλά θα πρέπει να συνεκτιμώνται περισσότερες παράμετροι, να λαμβάνονται υπόψιν ευρύτερα συμφέροντα και τυχόν μειονεκτήματα της εφαρμογής του εν λόγω σχήματος⁵³⁵. Ενδέχεται σε ορισμένες περιπτώσεις, οι συνέπειες που επιφυλάσσει το εκ του νόμου subordination, να αποθαρρύνουν γόνιμες προσπάθειες διάσωσης μιας εταιρείας, οι οποίες προσπάθειες οικονομικής ενίσχυσης της εταιρείας ex ante θεωρούμενες, θα μπορούσαν να αυξήσουν τη συνολική αξία της εταιρείας.⁵³⁶ Για παράδειγμα, η εισφορά νέων χρημάτων στην εταιρεία, έστω και με τη μορφή μετοχικών/ενδο-ομιλικών δανείων μπορεί να αμβλύνει τον κίνδυνο πτώχευσης μιας σε κρίση ευρισκόμενης εταιρείας, λόγω ενίσχυσης της ρευστότητας της τελευταίας, άγοντας τόσο την εταιρεία, όσο και τους πιστωτές σε ευμενέστερη θέση.⁵³⁷

⁵³⁴ Πρβλ. Gelter, The subordination of shareholder loans in bankruptcy, σελ. 483 ‘However what is missing in the literature is a formal analysis of how, why and when subordination of shareholder loans creates a desirable incentive structure and when it fails to do so. The existing literature hardly allows general conclusions on efficiency effects. Furthermore, some of the German literature seems to be focused rather on creditor protection and liquidation quotas than on the maximization of total social welfare, which is normally the objective of economic analysis’.

⁵³⁵ Gelter, Ό.π.

⁵³⁶ Gelter, Ό.π.

⁵³⁷ Borselli, ό.π, σελ. 21

Πρβλ., επίσης, Borseli, ό.π. σελ. 19 ‘*A firm’s financial distress however does not necessarily determine risk-shifting incentives, as it may also generate the opposite effect, leading to a debt overhang or underinvestment problem. Shareholders in fact may prefer not to invest in a profitable investment opportunity if creditors receive most of the benefit, even though the investment could make a positive net contribution to the firm*’ (Stewart C. Myers, Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 1977, 147 επ.)

Πρβλ. επίσης, Borseli, ό.π. σελ. 19 ‘*...the presence of risky debt in companies with illiquid growth opportunities...can lead to risk avoidance instead of risk shifting. Shareholders in this case may prefer safer, less valuable projects to riskier projects in order to avoid bankruptcy and preserve control of the firm, thereby not losing the firm’s growth opportunities. If the growth opportunities are sufficiently valuable, also the underinvestment problem set forth above might be reduced or even eliminated, as shareholders may decide to take current projects in order to pay off debts and avoid bankruptcy, retaining access to the firm’s growth opportunities. Shareholder and intragroup loans then may prove valuable to finance current projects, as these loans per se seem not to increase the probability of financial distress of the company, considering the inside*

Ενισχύοντας τη ρευστότητα των επιχειρήσεων, η διαθεσιμότητα νέων χρημάτων χορηγούμενων μέσω μετοχικών και ενδοομιλικών δανείων μπορεί στη συνέχεια να μειώσει τον κίνδυνο πτώχευσης για τις εταιρείες που βρίσκονται σε οικονομική δυσπραγία και να φέρει την εταιρεία και τους πιστωτές σε ευμενέστερη θέση. Επομένως, ίσως το ζητούμενο θα ήταν εν τέλει να εξευρεθεί κάποιο κριτήριο το οποίο να επιτρέπει τη διάκριση μεταξύ θεμιτών και αθέμιτων μετοχικών/ενδο-ομιλικών δανείων, καθώς είναι προφανές ότι η αυθαίρετη εφαρμογή κανόνων υποκεφαλαιοδότησης, ενώ ενδεχομένως αποτρέπει ορισμένες ανεπιθύμητες προσπάθειες διάσωσης της εταιρείας από τους μετόχους στις οποίες υποκρύπτονται ιδιοτελείς σκοπιμότητες, μπορεί επίσης να αποθαρρύνει επιθυμητές προσπάθειες διάσωσης⁵³⁸.

Έτσι, σε μια μελέτη του⁵³⁹, ο M.Gelter επιχείρησε να αποτυπώσει τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την υπαγωγή των εταιρικών δανείων χορηγηθέντων σε στενά ελεγχόμενες εταιρείες (*closely-held corporations*) σε καθεστώς τελευταίας σειράς, χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο που μετρά την αποτελεσματικότητα του μέτρου σε σχέση με το στόχο της μεγιστοποίησης του συνολικού αναμενόμενου πλούτου τόσο των πιστωτών όσο και των μετόχων⁵⁴⁰. Το υπόδειγμα υποθέτει ότι η εταιρεία εισέρχεται σε μια απρόβλεπτη κρίση και ότι οι μέτοχοί της πρέπει να λάβουν την απόφαση είτε να αποφασίσουν τη λύση και εκκαθάριση της εταιρείας είτε αποπειραθούν να τη διασώσουν χρηματοδοτώντας την μέσω μετοχικών δανείων⁵⁴¹. Στην περίπτωση επιτυχούς έκβασης του σχεδίου, θα αυξηθεί η συνολική αξία της εταιρείας, ενώ σε περίπτωση αποτυχίας του, η εταιρεία θα εκκαθαριστεί σε χαμηλότερη αξία ρευστοποίησης⁵⁴². Ο μέτοχος θα προβεί στη χορήγηση του δανείου μόνο εφόσον το προσωπικό του κέρδος υπερβαίνει το κόστος της επένδυσης. Η προσπάθεια διάσωσης θεωρείται αποτελεσματική εάν η αναμενόμενη αξία της εταιρείας μετά την προσπάθεια διάσωσης υπερβαίνει το κόστος της επένδυσης⁵⁴³.

Το υπόδειγμα καταλήγει στο ότι η υποχρεωτική υπαγωγή των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς δεν μπορεί να αποτρέψει όλες τις μη αποτελεσματικές προσπάθειες διάσωσης, ενώ αποθαρρύνει ορισμένες αποτελεσματικές. Ειδικότερα, όταν η αξία ρευστοποίησης (*liquidation value*) υπερβαίνει το χρέος (*debt*) της εταιρείας, έτσι ώστε τα

nature of the lender and the incentive that the lender has to extend the maturity of the debt and, more generally, renegotiate the debt contract, if needed.'

⁵³⁸ Borselli, ό.π. σελ. 22

⁵³⁹ Gelter, ό.π. σελ. 484 επ. (4.The model), βλ. εις Borselli τον σχολιασμό/σύννοψη της μελέτης

⁵⁴⁰ Gelter, ό.π. σελ. 478, βλ. Borselli, ό.π. σελ. 22

⁵⁴¹ Ό.π.

⁵⁴² Ό.π.

⁵⁴³ Gelter, ό.π. σελ. 484, βλ. Borselli, ό.π. σελ. 22

έσοδα από μια άμεση εκκαθάριση της εταιρείας να κάλυπταν πλήρως το αρχικό χρέος, η υπαγωγή των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς μπορεί να έχει θετικά αποτελέσματα, καθώς αποτρέπονται ορισμένες μη αποτελεσματικές προσπάθειες διάσωσης: τυχόν καταβληθείσα από τους μετόχους προσπάθεια διάσωσης στην περίπτωση αυτή θα ωφελούσε μόνο τους ίδιους, ενώ θα μετακυλούσε αυξημένους κινδύνους στους πιστωτές⁵⁴⁴. Η υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς οδηγεί στο να εσωτερικεύσουν εν μέρει οι μέτοχοι τον κίνδυνο που ενυπάρχει στην προσπάθεια διάσωσης, προλαμβάνοντας έτσι αναποτελεσματικές προσπάθειες διάσωσης⁵⁴⁵.

Το αποτέλεσμα αυτό βασίζεται στην υπόθεση ότι η αξία εκκαθάρισης είναι βέβαιη και γνωστή εκ των προτέρων και ότι η εκκαθάριση συνεπάγεται μικρότερους κινδύνους από τη συνέχιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.⁵⁴⁶

Στην περίπτωση η εταιρεία είναι ήδη υπερχρεωμένη, η αξία εκκαθάρισης δεν επαρκεί για την κάλυψη του χρέους όταν ο μέτοχος αποφασίζει αν θα χορηγήσει το δάνειο στην εταιρεία, οπότε οι απαιτήσεις των πιστωτών δε θα ικανοποιούνταν πλήρως σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή, τόσο οι πιστωτές όσο και οι μέτοχοι μπορεί να επωφεληθούν από μια προσπάθεια διάσωσης και τα αποτελέσματα της υπαγωγής σε καθεστώς τελευταίας σειράς είναι αβέβαια. Από τη μία πλευρά, μπορεί να είναι επωφελής για τους πιστωτές εάν η προσπάθεια διάσωσης είναι αναποτελεσματική. Από την άλλη πλευρά, μπορεί να έχει επιζήμια, αποτρεπτική επίδραση στις αποτελεσματικές προσπάθειες διάσωσης, που μπορεί να αυξήσουν τη συνολική αξία της εταιρείας⁵⁴⁷.

Η ανάλυση αυτή καταλήγει επομένως στο ότι η υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς μπορεί κατά περίπτωση να οδηγήσει σε αρνητικά αποτελέσματα και επισημαίνει τη σκοπιμότητα καθορισμού κριτηρίων για τη διάκριση μεταξύ επιθυμητών και ανεπιθύμητων μετοχικών δανείων, περιορίζοντας την υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς στα δάνεια αυτά που προορίζονται για τη χρηματοδότηση αναποτελεσματικών προσπαθειών διάσωσης που διαβλέπουν ότι η αναμενόμενη αξία της εταιρείας είναι χαμηλότερη από την αξία εκκαθάρισης ενώ θα είναι σκόπιμο να αποκλείονται από το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων τα μετοχικά δάνεια που κατατείνουν στη χρηματοδότηση αποτελεσματικών προσπαθειών

⁵⁴⁴ Borselli, ό.π. σελ. 22

⁵⁴⁵ Borselli, ό.π. σελ. 22

⁵⁴⁶ Ό.π.

⁵⁴⁷ Πρβλ. Borselli, σελ. 23

διάσωσης που αυξάνουν την αναμενόμενη συνολική αξία της εταιρείας, προς όφελος τόσο των πιστωτών όσο και των μετόχων⁵⁴⁸.

2.3.2 Παρέκβαση - Η αναστολή του υποχρεωτικού subordination στη διάρκεια της πανδημίας του Covid-19.

Μια ενδιαφέρουσα, σε διεθνές επίπεδο εξέλιξη που αφορά την ευρύτερη προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης και την εκ του νόμου υπαγωγή των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς, η οποία παράλληλα εγείρει και προβληματισμούς ως προς την οικονομική σκοπιμότητα της τελευταίας, ήταν η εξής: Όταν ξέσπασε η επιδημία του Covid-19, σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες, όπως η Ιταλία, η Αυστρία, η Γερμανία, και η Ισπανία, θεσπίστηκαν νομοθετικές διατάξεις έκτακτης ανάγκης για την αναστολή της υπαγωγής των μετοχικών και των ενδο-ομιλικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς, ώστε να υποβοηθηθούν οικονομικά οι εταιρείες και να διατηρήσουν την υπόστασή τους σε μία δύσκολη εποχή.⁵⁴⁹

Στον απόηχο της πανδημίας, οι εταιρείες βίωναν κρίσεις ρευστότητας, και ως εκ τούτου η ενίσχυση της ρευστότητας αποτέλεσε πρωταρχικό μέλημα των κυβερνήσεων ώστε να μην οδηγηθούν βιώσιμες κατά τα λοιπά επιχειρήσεις σε εκκαθάριση ή σε πτώχευση.⁵⁵⁰ Έτσι λοιπόν, πέρα από τα όποια μέτρα κρατικής ενίσχυσης που ενεργοποιήθηκαν προς το σκοπό της ενίσχυσης ρευστότητας, μεταξύ των μέτρων έκτακτης ανάγκης που υιοθέτησαν τα ευρωπαϊκά κράτη στον τομέα του εταιρικού δικαίου και του δικαίου αφερεγγυότητας⁵⁵¹ υπήρξαν δικαιοδοσίες που θέσπισαν την αναστολή της υπαγωγής των μετοχικών δανείων σε καθεστώς τελευταίας σειράς, προκειμένου να μην αποθαρρύνονται μέτοχοι από τη χορήγηση δανείων που μπορούν να διατηρήσουν τις εταιρείες τους εν ζωή, επικουρώντας τες στην υπέρβαση της κρίσης ρευστότητας⁵⁵².

Η Γερμανία για παράδειγμα εξήρησε από το αυτόματο subordination τα μετοχικά δάνεια τα οποία χορηγήθηκαν ενόσω ίσχυε αναστολή της υποχρέωσης για υποβολή αίτησης

⁵⁴⁸ Gelter, ό.π. σελ. 498 επ.

⁵⁴⁹ Borselli, ό.π. σελ. 1

⁵⁵⁰ Ό.π.

⁵⁵¹ Βλ. Borselli/ Miguel, “Corporate Law Rules in Emergency Times Across Europe”, European Company and Financial Law Review 2020, σελ. 274 επ.;

⁵⁵² Borselli/Farrando Miguel, ό.π. σελ. 310 επ.

πτώχευσης⁵⁵³, που αρχικά ίσχυε για το διάστημα από 1 Μαρτίου έως 30 Σεπτεμβρίου 2020 και στη συνέχεια υπέστη παρατάσεις.⁵⁵⁴

Η Ιταλία επίσης παρέκκλινε από την υποχρεωτική υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς, εξαιρώντας από την εφαρμογή του κανόνα τα δάνεια που χορηγήθηκαν από μετόχους και εταιρείες του ομίλου κατά την περίοδο 9 Απριλίου - 31 Δεκεμβρίου 2020, έτσι ώστε εάν το δάνειο χορηγήθηκε κατά την περίοδο αυτή η αποπληρωμή του να μην γίνεται σε τελευταία σειρά⁵⁵⁵. Σε αυτές τις περιπτώσεις, κρίθηκε ότι η ανάγκη παροχής ρευστότητας στις εταιρείες και η δυνατότητα συνέχισης της λειτουργίας τους υπερίσχυσε του κινδύνου ζημίας για τους εξωτερικούς πιστωτές, ο οποίος ανέκυπτε από την κάμψη του κανόνα του subordination⁵⁵⁶.

Οι κανόνες περί αναστολής του υποχρεωτικού subordination των μετοχικών δανείων προφανώς έχουν νόημα σε δικαιοδοσίες όπου προβλέπεται αυτόματο subordination των μετοχικών δανείων, όπως είναι για παράδειγμα η Γερμανία και η Ισπανία, ή στις οποίες τα κριτήρια για την εφαρμογή του κανόνα είναι υπερβολικά στενά, όντας λόγου χάρη ποσοτικά, όπως ισχύει για παράδειγμα στην περίπτωση της Αυστρίας.⁵⁵⁷ Είναι για παράδειγμα αξιοπερίεργο το ότι στην Ιταλία, όπου τα κριτήρια είναι ρευστά και ευέλικτα⁵⁵⁸, θεσπίστηκε κανόνας περί εξαίρεσης από το subordination. Παρεμπιπτόντως, αξίζει να σημειωθεί ότι, από την άλλη πλευρά του Ατλαντικού, στην Αμερική, όπου ισχύει η πρακτική της equitable subordination,- ένα αξιοσημείωτο παράδειγμα subordination που δεν έχει αυτόματη εφαρμογή, αλλά στηρίζεται στην άδικη συμπεριφορά των insiders που ασκούν έλεγχο, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων και της μητρικής εταιρίας, δεν έχει θεσπιστεί κανόνας περί γενικής αναστολής που σχετίζεται με τον COVID-19, αφού η υπαγωγή σε καθεστώς τελευταίας σειράς υπόκειται σε δικαστικό έλεγχο.⁵⁵⁹

⁵⁵³Article 1, § 1, Gesetz zur Abmilderung der Folgen der COVID-19-Pandemie im Zivil-, Insolvenz- und Strafverfahrensrech

⁵⁵⁴Η εξαίρεση ισχύει έως την 30^η Σεπτεμβρίου 2023, οπότε τα μετοχικά δάνεια που χορηγούνται μετά από την ημερομηνία αυτή υπάγονται αυτομάτως σε καθεστώς τελευταίας σειράς.

⁵⁵⁵ Borselli, ό.π. σελ. 4 επ.

⁵⁵⁶ Ό.π.

⁵⁵⁷ Borselli, ό.π., Gelter, The subordination of shareholder loans in bankruptcy, σελ. 497, Lilas Demmou/Sara Calligaris, “Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: assessment of risks and policy responses”, OECD Economics Department Working Papers 2021, 12 επ.

⁵⁵⁸ Σύμφωνα με το άρθρο 2467, παράγραφος 2 του ιταλικού αστικού κώδικα (ICC), στην πραγματικότητα, η υπαγωγή στην Ιταλία ισχύει μόνο για δάνεια που χορηγούνται σε χρόνο κατά τον οποίο, λαμβανομένου επίσης υπόψιν του είδους δραστηριότητας της εταιρείας, υπάρχει υπερβολική ανισορροπία μεταξύ των του χρέους και της καθαρής θέσης της εταιρείας, ή όταν θα ήταν εύλογο να γίνει εισφορά κεφαλαίου.

⁵⁵⁹ Borselli, ό.π. σελ. 5-6

Σε επίπεδο ελληνικού δικαίου, διαπιστώνει κανείς πως δεν συμπεριλήφθηκε σε κάποιο εκ των έκτακτων νομοθετικών μέτρων που θεσπίστηκαν στη διάρκεια της πανδημίας του Covid-19 κάποια ρύθμιση σχετική με το subordination των μετοχικών δανείων. Πάντως, και στο ελληνικό δίκαιο, οι κανόνες της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης τους οποίους επισκοπήσαμε, δεν έχουν αυτοματοποιημένη εφαρμογή, οπότε ίσως η λογική ερμηνεία είναι πως σε κάθε περίπτωση απαιτείται δικαστική κρίση για την κατάφαση των κριτηρίων αφενός μεν της συνδρομής της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας, και αφετέρου δε της εύλογης επιχειρηματικής συμμετοχής του μετόχου, ο οποίος λόγω του πληροφοριακού προβαδίσματος που διέθετε και της δυνατότητας να επηρεάσει τη λήψη των θεμελιωδών για τον βίο της εταιρείας αποφάσεων ενήργησε προς βλάβη των πιστωτών. Ίσως εν τέλει, και στις προϋποθέσεις του ελληνικού δικαίου για τον εκ του νόμου καταλογισμό στα ίδια κεφάλαια να υπολानθάνει κατά τελεολογική ερμηνεία ένα στοιχείο δόλου του χορηγούντος την πίστωση, το οποίο να αξιωνόταν από τα δικαστήρια, και άρα να μην θεωρούνταν μεμπτή τυχόν ενέργεια του μετόχου να διασώσει οικονομικά την ευρισκόμενη σε κρίση εταιρεία του και δη επί πανδημίας..

Όλες αυτές οι διαπιστώσεις πάντως, όπως έχουν υποδείξει και άλλοι μελετητές διεθνώς, ενδεικνύουν ίσως την ανάγκη να επιχειρήσουν οι νομοθέτες και οι δικαστές να ορίσουν πιο εξειδικευμένα κριτήρια για τη διάκριση μεταξύ επιθυμητών και ανεπιθύμητων μετοχικών δανείων, ώστε να μην περιφρουρείται η θέση των πιστωτών και η εξυπηρέτησή τους κατά προτεραιότητα στο ενδεχόμενο πτώχευσης της εταιρείας, αλλά να μην ανάγεται σε αυτοσκοπό, δίχως να λαμβάνονται υπόψιν το σύνολο των διακυβευόμενων συμφερόντων. Θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν κατά πόσο η προσπάθεια χρηματοδότησης του μετόχου χρηματοδοτεί ένα ωφέλιμο για την εταιρεία εγχείρημα που στο πλαίσιο μιας ex-ante θεώρησης αυξάνει τη συνολική αξία της εταιρείας.

2.4 Συμβατική εξομοίωση δανείων προς ίδια εταιρικά κεφάλαια.

Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά. Όπως διαπιστώσαμε, η λειτουργική εξομοίωση των δανείων υποκεφαλαιοδότησης με ίδια κεφάλαια, επιβάλλεται από τη νόμο και είναι ανεξάρτητη από τη βούληση των μερών. Έχουμε όμως επισημάνει, πως η λειτουργική εξομοίωση δανείων με ίδια εταιρικά κεφάλαια μπορεί να εδράζεται και στη βούληση των μερών. Αυτό συμβαίνει κατ' εξοχήν στην περίπτωση των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά τα οποία εξετάζουμε, και τα οποία αξίζει σε αυτό το χρόνο να συγκρίνουμε με τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης. Έχουμε αντιληφθεί πως στα πλαίσια της

συμβατικής ελευθερίας των μερών είναι δυνατόν, κατά τη σύναψη ενός δανείου να συμφωνηθεί μεταξύ του δανειοδότη και του δανειολήπτη ως όρος η εξόφληση του δανείου σε τελευταία σειρά. Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ως τυπολογικό στοιχείο που διακρίνει τα δάνεια αυτά από τα κοινά δάνεια, είναι ακριβώς το στοιχείο που προσδίδει στα υπό εξέταση δάνεια χροιά ιδίων κεφαλαίων⁵⁶⁰.

Διαφορές δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης.

-Το αίτιο καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια. Η αντιμετώπιση των εταιρικών δανείων ως ίδια κεφάλαια επιβάλλεται εκ του νόμου (ΑΚ 281, διατάξεις για την προστασία του εταιρικού κεφαλαίου)⁵⁶¹, ενώ των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά προκύπτει συμβατικά από την ιδιωτική βούληση για εξυπηρέτηση σε τελευταία σειρά.

-Το πρόσωπο του δανειοδότη. Δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά πάντως δεν είναι μόνο τα δάνεια των μετόχων ή προσώπων στα οποία επεκτείνεται η εφαρμογή των κανόνων της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης⁵⁶². Δάνειο χορηγούμενο από οποιοδήποτε πρόσωπο, μέτοχο ή τρίτο, μπορεί να καταστεί δάνειο με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, με τη συμπερίληψη σχετικού όρου.⁵⁶³

- Το κριτήριο της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας. Έτι περαιτέρω, ενώ για τον χαρακτηρισμό ενός δανείου ως δανείου υποκεφαλαιοδότησης που αναγκαστικώς εξομοιώνεται με ίδια κεφάλαια είναι κρίσιμη η χορήγησή του στη διάρκεια της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας, τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορούν να χορηγηθούν σε οποιοδήποτε στάδιο λειτουργία της εταιρείας, τόσο δηλαδή κατά την ίδρυσή της, για την ενδυνάμωση της κεφαλαιουχικής της δομής, όσο κατά τη δραστηριότητά της, για την επέκταση των δραστηριοτήτων της, αλλά και να αποτελέσουν εργαλείο πρόληψης της αφερεγγυότητας.

-Η χρονική διάρκεια καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια. Τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης καταλογίζονται στα ίδια κεφάλαια μόνο όσο διαρκεί η αφερεγγυότητα, για το χρονικό διάστημα που η εταιρεία στερείται της επαρκούς χρηματοδότησης, ενώ τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά επιτελούν λειτουργία κεφαλαίων καθ'όλη τη διάρκεια της

⁵⁶⁰ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 306 «εξυπηρετούνται σε τελευταία σειρά, φέρουν δηλαδή πρακτικά το χαρακτήρα ιδίων κεφαλαίων»

⁵⁶¹ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 41

⁵⁶² Τουντόπουλος, ό.π.

⁵⁶³ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. «δάνεια εταίρων ή τρίτων προς την εταιρεία προσώπων»

σχετικής σύμβασης δανείου, και ανάλογα με τις ειδικότερες προβλέψεις αυτής⁵⁶⁴. Εξάλλου, έχουμε εξηγήσει πως υπάρχουν συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία γενικής εφαρμογής, ειδικής εφαρμογής, τελούσες υπό αίρεση ή προθεσμία, και συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που ισχύουν άμα τη γενέσει τη σχετικής απαίτησης, ή καταρτίζονται μεταγενεστέρως.

2.5 Τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού.

Μια άλλη κατηγορία δανείων ως προς τα οποία ανακύπτει η προβληματική εξομοίωσης με ίδια κεφάλαια, είναι τα δάνεια που εντάσσονται στον σχεδιασμό χρηματοδότησης της εταιρείας (Finanzplankredite), γνωστά και ως δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού ή σχεδιασμού.⁵⁶⁵ Τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού αναγνωρίζονται και υπό το ελληνικό δίκαιο, χορηγούνται δε κατά την ίδρυση ή την επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας, από τους μετόχους ή εταίρους της, εντασσόμενα σε ένα πλάνο γενικού χρηματοδοτικού σχεδιασμού της.⁵⁶⁶ Πρέπει να διακρίνονται αυστηρά από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης, από τα οποία κατ' αρχήν έχουν διαφορετικό σκοπό, ιδίως όμως διότι η κατάταξή τους στα ίδια κεφάλαια εδράζεται στην ιδιωτική βούληση και όχι στο νόμο.⁵⁶⁷ Οι εταίροι ή μέτοχοι συμφωνούν ρητώς ή σιωπηρώς ότι τα κεφάλαια που εισφέρουν επιτελούν τη λειτουργία εισφορών, και αντιμετωπίζονται ως τέτοιες⁵⁶⁸. Τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού ταυτίζονται με τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ως προς το ότι αίτιο καταλογισμού τους στα ίδια κεφάλαια είναι μια συμφωνία και όχι κάποια νομοθετική επιταγή.⁵⁶⁹ Εντούτοις, στην περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού, η συμφωνία καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια δεν είναι μια απλή ενοχική συμφωνία, ήτοι μια απλή σύμβαση δανείου μεταξύ εταίρου-δανειοδότη και εταιρείας, αλλά μια ιδιαίτερη δικαιοπραξία που παρουσιάζει χαρακτηριστικά σωματειακού δικαίου.⁵⁷⁰ Η χορήγηση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού απορρέει από υποχρέωση

⁵⁶⁴ Τουντόπουλος, ό.π.

⁵⁶⁵ Βερβεσός, εις ΔικΑΕ (Τομ. 2^Α), σελ. 294, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π. σελ. 306 επ., Τζουγανάτος, ό.π. 182 επ., Τουντόπουλος, ό.π. σελ. 268 επ., Σωτηρόπουλος, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού, σελ. 245 επ., Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 203 επ., Vervessos, Das Eigenkapitalersatzrecht, 176 ό.π., Fleischer, Finanzplankredite und Eigenkapitalersatz im Gesellschaftsrecht, 1995

Βλ. για το εν λόγω μόρφωμα τη θεμελιώδη απόφαση του γερμανικού ακυρωτικού: BGH NJW 1999, 2809. Το BGH διακρίνει τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης, βλ. και Βερβεσό, ό.π. σελ. 293 και εκεί παραπομπές.

⁵⁶⁶ Ο.π.

⁵⁶⁷ Βερβεσός, ό.π., Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 203

⁵⁶⁸ Βερβεσός, ό.π., Τουντόπουλος, ό.π. σελ. 269, Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 204.

Την εξομοίωσή τους με ίδια κεφάλαια δέχεται ρητά και το γερμανικό Ακυρωτικό (BGH NJW 1999, 2809, 2910)

⁵⁶⁹ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π., σελ. 306

⁵⁷⁰ Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π., Τουντόπουλος, ό.π. σελ. 269

εταιρικού δικαίου την οποία οι μέτοχοι έχουν αναλάβει καταστατικά, τα δε δάνεια αυτά αντιμετωπίζονται ως ίδια κεφάλαια σύμφωνα με την καταστατική αυτή πρόβλεψη.⁵⁷¹ Ως εκ τούτου, η αναληφθείσα από τους εταίρους υποχρέωση αυτή θα πρέπει να περιλαμβάνεται κατ' αρχήν στο καταστατικό της εταιρείας, ενδεχομένως να αρκεί και εξωεταιρική συμφωνία ή σύμβαση, αρκεί πάντως να προκύπτει ρητώς η βούληση και ο σκοπός εξομοίωσής τους με μετοχικό κεφάλαιο.⁵⁷²

Για τον νομικό χαρακτηρισμό ενός δάνειο ως δάνειο χρηματοδοτικού προγραμματισμού λαμβάνονται υπόψιν διάφοροι παράγοντες που σχετίζονται αφενός μεν με το σκοπό και τη φύση του δανείου δια του οποίου χρηματοδοτείται η εταιρεία, αλλά και παράγοντες η διάρκεια του δανείου, η έκταση του δικαιώματος καταγγελίας, το επιτόκιο, και η ύπαρξη ασφαλειών, ιδιαίτερα αποφασιστικό δε είναι το κριτήριο της βούλησης των μερών.⁵⁷³ Όμως η αξιολόγηση

⁵⁷¹ Έτσι ομόφωνα Σωτηρόπουλος, ό.π., ο ίδιος, σχόλιο στην ΠΠρΘες 1419/2018 σελ.116 επ, Βερβεσός ό.π. αρ. 32, ο ίδιος Das Eigenkapitalersatzrecht, 2001, 176 επ, Τζουγανάτος/Βερβεσός, ό.π, σελ. 306 επ., Τουντόπουλος, ό.π., Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 195, αναλυτικά: Fleischer, Finanzplankredite und Eigenkapitalersatz im Gesellschaftsrecht, 1995.

⁵⁷² Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 204

⁵⁷³ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 247, Καραγκουνίδης, ό.π. σελ. 205

·
Πρβλ. Επίσης ΕΕΦΘες εις ΕΕμπΔ 1/2020, που αναφέρεται στα ακόλουθα κριτήρια που έχουν διατυπωθεί στη θεωρία και στη νομολογία για να καταλογισθεί ένα δάνειο που έχει χορηγηθεί στο πλαίσιο χρηματοδότησης της εταιρείας στα ίδια κεφάλαια:

«(α) Χορήγηση δανείου causa societatis.

(β) Περιορισμοί στην αξίωση επιστροφής και ρήτρα συμψηφισμού της αξίωσης του δανειοδότη εταίρου με τις ζημιές.

(γ) Αποκλεισμός ή περιορισμός του δικαιώματος καταγγελίας, οπότε το δάνειο εξομοιώνεται με εταιρική εισφορά, αφού καταδεικνύεται η βούληση του εταίρου δανειστή να θέσει το ποσό του δανείου στη διάθεση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας ως κεφάλαιο και με τον τρόπο αυτό περιορίζεται ο κίνδυνος έλλειψης ρευστότητας.

(δ) Παροχή δανείου με προνομιακούς όρους αγοράς σε σχέση με τις συνθήκες που επικρατούν στην πιστωτική αγορά, όπως 1) πρόβλεψη χαμηλού ή καθόλου επιτοκίου που αποτελεί την κύρια αντιπαροχή της δανειοδοτούμενης εταιρείας, 3) τρόπος αποπληρωμής (στη λήξη της σύμβασης δανείου και όχι σε δόσεις), 3) η έλλειψη εξασφαλίσεων υπέρ του δανειστή, 4) η μη συνομολόγηση ρητρών σε βάρος του οφειλέτη σε περίπτωση υπερημερίας του και γενικότερα μη εκπλήρωσης των συμβατικά αναληφθεισών υποχρεώσεών του.

(ε) Μακροπρόθεσμη διάθεση κεφαλαίου, όπως δάνεια δεκαετούς και άνω διάρκειας, αντικατοπτρίζουν κατά τεκμήριο αυστηρό κεφαλαιακό προγραμματισμό της εγχείρησης ο οποίος εμφανίζει αξιοσημείωτη εγγύτητα προς την παραδοσιακή λειτουργία των ιδίων κεφαλαίων.

(στ) Αναγκαιότητα του εταιρικού δανείου για την επίτευξη του εταιρικού σκοπού. Η αποπληρωμή του δανείου αποκλειστικά από μελλοντικά κέρδη της δανειοδοτούμενης επιχείρησης προσδίδει στο δάνειο εταιριοειδή χαρακτηριστικά, και καταδεικνύει βούληση του χρηματοδότη να αναλάβει κίνδυνο, στοιχείο που είναι εγγενές του κεφαλαίου και όχι του χρέους.

(η) Η αναλογική ανάληψη υποχρέωσης από όλους τους μετόχους.

(θ) Η συμφωνία περί εξόφλησης του δανείου σε τελευταία σειρά.

αυτή δεν έχει να κάνει με το κατά πόσο η χορήγηση του εν λόγω δανείου προσκρούει σε κανόνες αναγκαστικού δικαίου κατ' εφαρμογή της αρχής της καλής πίστης, και των διατάξεων που θεσπίζονται για την προστασία του κεφαλαίου, αλλά αφορά το κατά πόσο ελλείψει ρητής συμφωνίας για εξομοίωση των δανείων αυτών με μετοχικό κεφάλαιο, προκύπτει σχετική βούληση των μερών, λαμβανομένων υπόψιν των περιστάσεων της υπό κρίση χρηματοδότησης.⁵⁷⁴

Έτσι είναι χαρακτηριστικό ότι τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού δεν εξομοιώνονται λειτουργικώς με ίδια κεφάλαια μόνο για λόγους προστασίας των πιστωτών κατά την περίοδο της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας, αλλά συνιστούν στην πραγματικότητα ίδια κεφάλαια, αφού επιτελούν και τις λοιπές λειτουργίες των ιδίων κεφαλαίων: αποτελούν τη βάση για την ίδρυση της εταιρείας, επιχειρηματικά κεφάλαια, και συμβάλλουν στη συνέχεια της επιχείρησης.⁵⁷⁵ Συνεπώς χορηγούνται κατ'εξοχήν όταν η εταιρεία δεν αντιμετωπίζει κατάσταση πιστοληπτικής κρίσης, και αντί αυτού μπορεί κάλλιστα να αντλήσει τα ανάλογα κεφάλαια και από τρίτους.⁵⁷⁶

Πάντως, η εταιρικού δικαίου υποχρέωση που αναλαμβάνουν οι χρηματοδότες των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού, συνυφαίνεται και με το περαιτέρω αποτέλεσμα ότι ο μέτοχος δεν μπορεί να απαλλαγεί από τη χορήγηση του δανείου, επικαλούμενος την αφερεγγυότητα της εταιρείας (ΑΚ 809 ΑΚ), αφού δεν εκπληρώνει μια απλή σύμβαση δανείου, αλλά μια εταιρικού δικαίου υποχρέωση που μόνο μέσω τροποποίησης του καταστατικού ή της σχετικής σύμβασης μπορεί να αρθεί.⁵⁷⁷ Σε κάθε περίπτωση, τα εν λόγω κεφάλαια, σε περίπτωση αφερεγγυότητας της εταιρείας, υπόκεινται στις δεσμεύσεις των ιδίων κεφαλαίων, λόγω της βούλησης των μερών (ΑΚ 361), ενδεχομένως δε και της ΑΚ 281 αλλά μόνο εφόσον υπήρχαν δόλια κίνητρα των μετόχων.⁵⁷⁸

(1) Λοιπά κριτήρια που λαμβάνονται υπόψιν για την οριοθέτηση μεταξύ χρηματοδοτικής ελευθερίας και καταλογισμού των δανείων στα ίδια κεφάλαια, αποτελούν κατά το ιδρυτικό στάδιο το κριτήριο της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας, ωστόσο η διαπίστωση της αφερεγγυότητας μιας νέας επιχειρηματικής δραστηριότητας και ενός νέου επιχειρηματία προσκρούει σε σοβαρές αποδεικτικές δυσχέρειες. Προς αποφυγή μεθοδεύσεων από τα συμβαλλόμενα μέρη προτείνεται η ένταξη των εταιρικών δανείων στα ίδια κεφάλαια με προσφυγή σε αντικειμενικά κριτήρια, όπως η κεφαλαιουχική δομή της επιχείρησης, οπότε αποφασιστικό στοιχείο αποτελεί η σχέση των ιδίων κεφαλαίων με τα δάνεια των εταίρων (inside ratio).

Καθίσταται απαραίτητη ωστόσο η στάθμιση του συνόλου των περιστάσεων.

⁵⁷⁴ Πρβλ. Ο.π.

⁵⁷⁵ Βερβεσός, ό.π. σελ. 294, Fleischer, ό.π. 96 επ.

⁵⁷⁶ ΕΕΦΘες 2445/2019, εις ΕΕμπΔ 1/2020, σελ. 68 επ.

⁵⁷⁷ Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ. 247

⁵⁷⁸ Καραγκουνίδης, σελ. 210 («Συρροή νομίμων λόγων δεσμεύσεως του κεφαλαίου»)

Σύγκριση δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού.

-Το πρόσωπο του δανειοδότη. Θεμέλιο των δανείων χρηματοδοτικού σχεδιασμού είναι πάντοτε η ιδιότητα ενός προσώπου ως ιδρυτή/μετόχου της εταιρείας ο οποίος διατηρεί αυξημένο επιχειρηματικό ενδιαφέρον να συμβάλλει στην ορθή και αποδοτική χρηματοδότηση της εταιρείας, αναλαμβάνοντας μια συμφωνία οιονεί σωματειακής φύσης που παραπέμπει εντόνως στην γνήσια εταιρική εισφορά Από την άλλη, τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι δυνατόν να παρέχονται τόσο από μετόχους όσο και από τρίτους.

- Η ιδιωτική βούληση ως αίτιο καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια. Τόσο τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, όσο και τα δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού καταλογίζονται στα ίδια κεφάλαια στη βάση μιας συμφωνίας. Απλώς στην περίπτωση των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, η συμφωνία θα είναι ενοχική απορρέουσα από τη σύμβαση δανείου, ενώ στην περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού πρόκειται για δικαιοπραξία που εμφανίζει χαρακτηριστικά σωματειακού δικαίου, και περιέχεται κατ' εξοχήν στο καταστατικό ή σε εξωεταιρική συμφωνία. Στην περίπτωση των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά πρόκειται περί ενοχικής συμφωνίας δανείου που οικειοθελώς συνάπτει ο μέτοχος με την εταιρεία, ενώ στην περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού αποτελεί εκπλήρωση εταιρικής υποχρέωσης, την οποία αναλαμβάνει ο μέτοχος στο πλαίσιο συμμετοχής του στην εταιρεία και έχει το χαρακτήρα εισφοράς.

- Χορήγηση κατά την ίδρυση της εταιρείας, χορήγηση για ενδυνάμωση κεφαλαιουχικής δομής, επέκτασης των δραστηριοτήτων της, αποφυγή διατάραξης του status quo. Τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού χορηγούνται κατά την ίδρυση της εταιρείας ή κατά την επέκταση των δραστηριοτήτων της. Αντίστοιχα και τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν αποκλείεται να χορηγούνται κατά την έναρξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας με σκοπό την ενδυνάμωση της κεφαλαιουχικής της δομής, όπως έχουμε διαπιστώσει σε πρότερο στάδιο της παρούσης. Απλώς στην περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού, τα εισφερόμενα κεφάλαια αποτελούν ουσιαστικά τη βάση για την ίδρυση της εταιρείας, ή την επέκταση της δραστηριότητάς της κατά περίπτωση, αποτελούν δηλαδή επιχειρηματικά κεφάλαια τα οποία συνεισφέρουν στη συνέχιση της επιχείρησης. Σημαντικό είναι και το στοιχείο του σκοπού για την κατάφαση του συγκεκριμένου είδους δανείου, που παρίσταται απαραίτητο για την εξυπηρέτηση του εταιρικού σκοπού. Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά από την άλλη, δεν

χρειάζεται να φιλοδοξούν να αποτελέσουν την κεφαλαιακή βάση της εταιρείας, ακόμα και αν την ενισχύουν, και η όποια ενισχυτική ενέργειά τους προς αυτή την κατεύθυνση δεν αποτελεί τυπολογικό τους χαρακτηριστικό.

-Επιτόκιο. Ένα από τα διερευνητέα κριτήρια που δεν έχει βέβαια αποφασιστικό αλλά επιβεβαιωτικό χαρακτήρα για την κατάφαση ενός δανείου στο χρηματοδοτικό σχεδιασμό της εταιρείας, είναι το κατά πόσο προβλέπεται αρκετά χαμηλό έως καθόλου επιτόκιο, κάτι το οποίο αποτελεί ένδειξη για τον καταλογισμό στα ίδια κεφάλαια. Σε αυτή την περίπτωση, φαίνεται πως ο δανειοδότης ενδιαφέρεται περισσότερο για το εταιρικό αποτέλεσμα, παρά για τη λήψη του επιτοκίου, ανεξάρτητα από την πορεία της εταιρείας, όπως συμβαίνει με έναν τρίτο δανειστή. Αντίθετα, στην περίπτωση των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, ο πιστωτής που έχει βούληση ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου πιθανότητα να θέσει ως όρο της χρηματοδότησής του και ως αντιστάθμισμα, τη χρέωση υψηλού επιτοκίου.

-Δεν παίζει ρόλο η πιστοληπτική αφερεγγυότητα. Η αντιμετώπιση τόσο των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού όσο και των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά ως ιδίων κεφαλαίων είναι αποσυνδεδεμένη από το κριτήριο της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας, το οποίο και πάλι δεν αποκλείεται να συντρέχει συγκυριακά. Το πολύ όμως να οδηγήσει σε συρροή νομίμων βάσεων, ήτοι της βούλησης των μερών που είναι το προέχον στοιχείο (στα δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού όπως αποτυπώνεται και στο καταστατικό ή στην εξωεταιρική συμφωνία, ενώ στα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά όπως αποτυπώνεται στην ενοχική συμφωνία των μερών) και της ΑΚ 281 για τον καταλογισμό στα ίδια κεφάλαια.

-Εξυπηρέτηση σε τελευταία σειρά. Γίνεται δεκτό πως τόσο τα δάνεια των μετόχων που χορηγούνται κατά τη διάρκεια της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας, ή περιέχουν όρο για εξόφληση σε τελευταία σειρά, ή εντάσσονται στο χρηματοδοτικό σχεδιασμό της εταιρείας, πρέπει να ικανοποιηθούν στην πτώχευση της εταιρείας μετά από τις απαιτήσεις των ανέγγυων πιστωτών. Η ιδιαιτερότητα όμως των δανείων χρηματοδοτικού σχεδιασμού είναι ότι ακόμα και αν δεν έχουν χορηγηθεί, πρέπει να καταβληθούν στην εταιρεία, αφού η καταβολή τους αποτελεί απότοκο της συμφωνίας των μερών και είναι ανεξάρτητη από την περιαγωγή της εταιρείας σε πιστοληπτική αφερεγγυότητα.

II) Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΕΤΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΜΕ ΤΟΝ ΟΡΟ ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗΣ ΣΕ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΣΕΙΡΑ

Εισαγωγικές παρατηρήσεις.

Ένα ενδιαφέρον ζήτημα είναι αυτό της λογιστικής μεταχείρισης που αρμόζει στα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά. Όπως γνωρίζουμε, το παθητικό του ισολογισμού είναι χωρισμένο σε δύο μεγάλες ενότητες: (α) τα «ίδια κεφάλαια» ή «καθαρή θέση», τα οποία ανταποκρίνονται στα περιουσιακά στοιχεία που έχουν εισφέρει οι μέτοχοι στην εταιρεία, και (β) τα «ξένα κεφάλαια», ή υποχρεώσεις που έχει αναλάβει η εταιρεία προς τρίτους.⁵⁷⁹ Η σειρά των στοιχείων του παθητικού καθορίζεται με βάση τη «ληκτότητα», το χρόνο δηλαδή που καθίστανται αποδοτέα στους μετόχους (ίδια κεφάλαια) ή στους τρίτους (ξένα κεφάλαια).⁵⁸⁰ Θα μπορούσε κανείς να ξεκινήσει από τον κλασικό προβληματισμό ότι τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, δεν είναι παρά μια κοινή σύμβαση δανείου με ένα διαφορετικό τυπολογικό στοιχείο, ήτοι την ιδιαίτερη ενοχική συμφωνία περί κατάταξης στην τελευταία σειρά, και άρα εν τέλει δεν υπάρχει προφανής λόγος να τύχουν διαφορετικής μεταχείρισης από την κλασική μορφή δανείων ως ξένων κεφαλαίων, κατατασσόμενων στις «υποχρεώσεις» του ισολογισμού. Από την άλλη όμως, διαπιστώσαμε πως ακριβώς η συμφωνία εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά και η βούληση του πιστωτή τελευταίας σειράς να υπαχθεί εκουσίως σε τελευταία προτεραιότητα, είναι το στοιχείο που ανοίγει συζητήσεις καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια. Τίθεται λοιπόν το ερώτημα, αν η λειτουργική συνάφεια των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά με τα ίδια κεφάλαια, μπορεί ή πρέπει να οδηγήσει και σε ανάλογη καταχώριση στον ισολογισμό, η οποίος καταρτίζεται με βάση συγκεκριμένους κανόνες του λογιστικού δικαίου.

Εξάλλου, η λογιστική καταχώριση των στοιχείων έχει σημασία γιατί επηρεάζει τους αριθμοδείκτες και την εικόνα της εν γένει.⁵⁸¹ Η λογιστική εικόνα της εταιρείας λαμβάνεται υπόψιν για την χρηματοοικονομική ανάλυση των στοιχείων της, αλλά και για τις προοπτικές τραπεζικής χρηματοδότησης.⁵⁸²

Η ισχύουσα λογιστική νομοθεσία μέχρι σήμερα, δεν επιφυλάσσει διακριτή μεταχείριση, από την άποψη ότι δεν προβλέπει κάποιο ειδικό κονδύλι στο οποίο να είναι κατατακτέα τα δάνεια

⁵⁷⁹ Βλ. Περάκη, Σωτηρόπουλο, Λιβαδά, Δρίτσα, Το Δίκαιο της Λογιστικής (2017) σελ. 91 επ. για την ανάλυση του ισολογισμού και δή 120 επ. για το παθητικό.

⁵⁸⁰ Ο.π. σελ. 120

⁵⁸¹ Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 4

⁵⁸² Τουντόπουλος, ό.π. αρ. 4

με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, αλλά ούτε οι λοιπές κατηγορίες δανείων που εξομοιώνονται λειτουργικά με ίδια κεφάλαια, ήτοι τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης και τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού.

1.1 Το πρόβλημα της λογιστικής μεταχείρισης. Η άποψη υπέρ των υποχρεώσεων.

Τόσο για τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης, όσο και για τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά γίνεται δεκτό ότι καταχωρούνται στις υποχρεώσεις του ισολογισμού, και όχι στα ίδια κεφάλαια.⁵⁸³ Παραμένουν ξένα κεφάλαια, ακόμα κι αν χορηγούνται από τους μετόχους της εταιρείας, χορηγηθέντα στο πλαίσιο της εξωτερικής χρηματοδότησης της ΑΕ. Έτσι σε επίπεδο ισολογισμού, καταχωρούνται ανάλογα με τη ληκτότητά τους στις μακροπρόθεσμες ή βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις⁵⁸⁴. Απλώς, τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης έχουν την ιδιαιτερότητα ότι όταν η εταιρεία καθίσταται πιστοληπτικώς αφερέγγυα, επειδή προέχει η ανάγκη προστασίας των εταιρικών πιστωτών κατ' εφαρμογή της αρχής της καλής πίστης και των διατάξεων για τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου, προσιδιάζουν σε αυτά συνέπειες που αρμόζουν στα ίδια κεφάλαια, συμπεριλαμβανομένης της εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά⁵⁸⁵. Απαγορεύεται να εξοφληθούν από τη δεσμευμένη εταιρική περιουσία, ήτοι την περιουσία που λογιστικά καλύπτει το μετοχικό κεφάλαιο και τα μη διανεμόμενα αποθεματικά, και μη διανεμόμενα κονδύλια της καθαρής θέσης.⁵⁸⁶ Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά επιτελούν λειτουργία κεφαλαίων καθ' όλη τη διάρκεια της σχετικής σύμβασης δανείου, και ανάλογα με τις ειδικότερες προβλέψεις αυτής, εξυπηρετούμενα σε περίπτωση επέλευσης γεγονότος αφερεγγυότητας σε τελευταία σειρά κατά τα συμπεφωνημένα. Παραμένουν όμως καταγεγραμμένα στις υποχρεώσεις του ισολογισμού ως ξένα κεφάλαια.

Διαφορετική όμως πρέπει να είναι η προσέγγιση στην περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού, τα οποία έχουν εντελώς διαφορετική νομική φύση και σκοπούς σε σχέση με τις ως άνω κατηγορίες. Είπαμε πως αποτελούν τη βάση για την ίδρυση ή την επέκταση των

⁵⁸³ Βλ. Βερβεσό, εις ΔικΑΕ (τομ. 2^Α), σελ. 295, ο ίδιος, Η προβληματική της υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ, σελ. 463. Πρβλ. Περάκη, Σωτηρόπουλο, Λιβαδά, Δρίτσα, ό.π. σελ. 129: Όλες οι υποχρεώσεις αναγράφονται στο παθητικό, ανεξαρτήτως της σειράς που ενδέχεται να λάβουν σε έναν πίνακα κατάταξης (συμπεριλαμβανομένων: ασφαλισμένων, προνομιακών, εγγειογράφων απαιτήσεων, ή απαιτήσεων μειωμένης εξασφάλισης.)

⁵⁸⁴ Βλ. Λιακόπουλο, Εμπορική Δημοσιότητα, σελ. 92, Βερβεσό, ό.π., Δρυλλεράκη εις ΔικΑΕ τομ.6, 2000, 42^α αρ.16

⁵⁸⁵ Βλ. Βερβεσό, ό.π. σελ. 463: ο προσωρινός τους χαρακτήρας (transatorisches Eigenkapital) ως ιδίων κεφαλαίων αποδεικνύεται από το γεγονός ότι σε περίπτωση υπέρβασης της πτώχευσης θα πρέπει να ικανοποιηθεί η αξίωση του εταίρου-δανειστή κανονικά.

⁵⁸⁶ Σωτηρόπουλος, Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού, σελ. 244

δραστηριοτήτων της εταιρείας, και άρα αποτελούν εταιρικές εισφορές, συνιστώντας ίδια κεφάλαια. Ως εκ τούτου, δέον είναι όπως καταχωρούνται στα ίδια κεφάλαια και όχι στο κονδύλι αποθεματικά κεφάλαια.⁵⁸⁷

1.2 Το πρόβλημα της ιδιαίτερης σημείωσης στον ισολογισμό.

Το ζήτημα ως προς το οποίο έχει επικρατήσει διχογνωμία, είναι κατά πόσο, οι ιδιαίτερες εταιρικού δικαίου συνέπειες που προσιδιάζουν στα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης και στα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, πρέπει να τύχουν ιδιαίτερης σημείωσης στον ισολογισμό της εταιρείας. Πρέπει να εμφανίζεται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας η πληροφορία ότι έχουμε να κάνουμε με δάνεια που επιφύλασσουν κάποιες ιδιαιτερότητες ως προς τις νομικές του συνέπειες και δη επί αφερεγγυότητας; Επ' αυτού του θέματος έχουν υποστηριχθεί δύο απόψεις.

Από τη μία μεριά, υποστηρίζεται ότι τα εν λόγω δάνεια, αντιμετωπίζονται όπως οποιασδήποτε άλλη υποχρέωση της εταιρείας, χωρίς να είναι αναγκαία κάποια περαιτέρω σημείωση στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις.⁵⁸⁸ Οι υπέρμαχοι της εν λόγω άποψης επικαλούνται τις δυσκολίες και τη ρευστότητα των κριτηρίων χαρακτηρισμού ενός δανείου ως υποκατάστατου ιδίων κεφαλαίων, καθώς και τον αρνητικό αντίκτυπο που μπορεί να είχε μια τέτοια σημείωση στην λογιστική εικόνα της εταιρείας, αλλά και την επίδραση ενός 'self-fulfilling prophecy'.⁵⁸⁹ Η προσέγγιση αυτή πάντως παραγνωρίζει ότι πλέον τα κριτήρια καταλογισμού ενός δανείου στα ίδια κεφάλαια δεν είναι τόσο αμφισβητήσιμα, συνιστάμενα αφενός μεν στην πιστοληπτική αφερεγγυότητα και στην επιχειρηματική συμμετοχή του μετόχου που δίνει το δάνειο, αφετέρου δε στην ιδιωτική βούληση και στη συμφωνία των μερών.⁵⁹⁰

Κατά την κρατούσα και ορθότερη όμως άποψη, ο ιδιαίτερος χαρακτήρας των δανείων που επί αφερεγγυότητας της εταιρείας υποκαθιστούν τα ίδια κεφάλαια, όπως των δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, θα πρέπει να φαίνεται λογιστικά και να υπάρχει σχετική σημείωση στον ισολογισμό, για όλες τις οντότητες μάλιστα που έχουν υποχρέωση κατάρτισης ισολογισμού.⁵⁹¹ Εξάλλου, η κατάρτιση του ισολογισμού διέπεται από τις αρχές της σαφήνειας και της εύλογης παρουσίασης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων (true and fair value). Η αρχή της σαφήνειας επιτάσσει πως πρέπει να παρέχεται απολύτως σαφής εικόνα της

⁵⁸⁷ Βερβεσός, ό.π. σλ.ε. 467

⁵⁸⁸ Βερβεσός, ό.π. κι εκεί παραπομπές σε Γερμανούς συγγραφείς που υποστηρίζουν την προσέγγιση αυτή

⁵⁸⁹ Ό.π.

⁵⁹⁰ Βλ. Βερβεσό ό.π.

⁵⁹¹ Λιακόπουλος, σελ. 92, Δρυλλεράκης, άρθρο 42^ε αριθ.78

πραγματικής οικονομικής κατάστασης της εταιρείας.⁵⁹² Ως προς την αρχή της εύλογης παρουσίας, το ακριβές περιεχόμενο του «ευλόγου» δεν ορίζεται μεν στο νόμο, επιβάλλει όμως ως κριτήριο «αφενός, οι λογαριασμοί να αποδίδουν τις δραστηριότητες και πράξεις που θεωρείται ότι περιγράφουν και, αφετέρου, οι λογιστικές πληροφορίες να παρέχονται υπό τη μορφή που κρίνεται ως η εγκυρότερη και ως η πλέον πρόσφορη προς ικανοποίηση των αναγκών ενημερώσεως των τρίτων, χωρίς να θίγονται τα συμφέροντα της εταιρίας» (ΔΕΚ C-275/97).⁵⁹³ Υπάρχει γενικά το αίτημα της κατάρτισης ενός ισολογισμού «απαλλαγμένου από συγκαλύψεις και χειραγωγήσεις που θα δημοσιοποιεί όλα τα κατά περίπτωση ουσιαστικά γεγονότα, θα υπάρχει ακρίβεια και διαφάνεια, και δε θα παραλείπει κρίσιμες αναφορές»⁵⁹⁴. Οι αρχές αυτές δεν τηρούνται όταν τα σχετικά δάνεια απλώς αναφέρονται στον ισολογισμό ως υποχρεώσεις χωρίς να επιστήνεται η προσοχή των ενδιαφερομένων στον ιδιάζοντα χαρακτήρα της υπό κρίση αξίωσης.⁵⁹⁵ Αντιθέτως, με την επισήμανση στον ισολογισμό πληροφορούνται επαρκώς οι πιστωτές της εταιρείας για τη κατάστασή της, και διαμορφώνουν μια πληρέστερη εικόνα, ενώ διευκολύνεται και το έργο του συνδίκου της πτώχευσης⁵⁹⁶. Επομένως, τα υπό εξέταση δάνεια, θα πρέπει να μνημονεύονται ειδικώς στις υποχρεώσεις του ισολογισμού της εταιρείας στον ισολογισμό της εταιρείας, και δη με τη σημείωση, «υποκατάστατο ιδίων κεφαλαίων»⁵⁹⁷.

Έχει διατυπωθεί πάντως και η άποψη πως η σημείωση σχετικά με την ιδιάζουσα φύση των δανείων αυτών θα πρέπει έστω να γίνεται στο προσάρτημα⁵⁹⁸. Έχουν εγερθεί αμφιβολίες για το κατά πόσο η σημείωση στο προσάρτημα συμπορεύεται με την αρχή της αληθούς απεικόνισης, δεδομένου ότι σε περίπτωση που απουσιάζει η αναφορά κάποιας ουσιώδους πληροφορίας στον ισολογισμό, δεν καλύπτει τυχόν μνεία αυτής στο προσάρτημα, και ο ισολογισμός παραμένει ελλιπής και μη αντιπροσωπευτικός της αληθούς εικόνας της εταιρείας.⁵⁹⁹

Συνεπώς. Η λογιστική μεταχείριση, που αρμόζει στα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά⁶⁰⁰ είναι η καταχώρισή τους στις υποχρεώσεις του παθητικού του ισολογισμού

⁵⁹² Βλ. Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, σελ.463, και παραπομπή σε Παμπούκη, Σαφήνεια και αντικειμενικότητα στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τ.τ. Λουκόπουλου, 1993, σελ. 1επ.

⁵⁹³ Βλ. Περάκη, Σωτηρόπουλο, Λιβαδά, Δρίτσα, ό.π. σελ. 75 επ.

⁵⁹⁴ Πρβλ. Βερβεσός, ό.π., Δρυλλεράκης ό.π. τομ. 6, 200 42^α, αρ.16

⁵⁹⁵ Βερβεσός, ό.π.

⁵⁹⁶ Ό.π.

⁵⁹⁷ Ό.π.

⁵⁹⁸ Λιακόπουλος, ό.π. σελ. 92

⁵⁹⁹ Λιακόπουλος, Ό.π. σελ. 92.

⁶⁰⁰ Βερβεσός, ό.π.

με ιδιαίτερη σημείωση.⁶⁰¹ Στη Γερμανία, έχει πάντως διατυπωθεί και η άποψη υπέρ της δημιουργίας ενός ιδιαίτερου κονδυλίου μεταξύ κεφαλαίου και αποθεματικών⁶⁰².

III) ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ

1.1 Η αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των πιστωτών.

Όπως διαπιστώσαμε, στο άρθρο 96 του ΚΑφ που θίγει το ζήτημα της κατάταξης των πιστωτών. Παρότι η διάταξη του άρθρου 96 ΚΑφ αρκείται σε γενικούς ορισμούς και είναι διατυπωμένη ως συνέπεια, δίχως να καθορίζει τα ειδικότερα, έχει γίνει δεκτή η δυνατότητα συμβατικής θεμελίωσης της τελευταίας σειράς⁶⁰³. Ένα πολύ εύλογο ερώτημα που έχει όμως τεθεί σε διεθνές επίπεδο, είναι το κατά πόσο οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά συμβαδίζουν με τις γενικές αρχές που διέπουν τη σειρά κατάταξης των πιστωτών.⁶⁰⁴

Στο ελληνικό δίκαιο, ισχύει η αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης (*pari passu*) των πιστωτών, υπό την έννοια ότι αν στο πλαίσιο της οποιασδήποτε διαδικασίας ατομικής ή συλλογικής εκτέλεσης εναντίον του οφειλέτη, δεν επαρκεί η περιουσία του τελευταίου για την πλήρη ικανοποίηση όλων των πιστωτών του, και ο εκάστοτε πιστωτής δεν είναι εξοπλισμένος με κάποιο προνόμιο ή εμπράγματα ασφάλεια, θα ικανοποιηθεί συμμέτρως με τους λοιπούς ανέγγυους πιστωτές του οφειλέτη. Η αρχή αυτή συνυφαίνεται με την αρχή της αναλογικής ισότητας⁶⁰⁵. Εν αντιθέσει με τον ΚΠολΔ (άρθρο 977 παρ.3) και τις διατάξεις ατομικής αναγκαστικής εκτέλεσης, στον ΚΑφ δεν υπάρχει διάταξη που να ορίζει ότι στην πτώχευση οι ανέγγυοι πιστωτές κατατάσσονται συμμέτρως, αναμφιβόλως όμως η διάταξη αυτή είναι εφαρμοστέα και επί πτώχευσης.⁶⁰⁶

Το γενικότερο συμπέρασμα είναι ότι ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν προσκρούει στην αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης (*pari passu*) που είναι κατ' αρχήν εφαρμοστέα, επί έναρξης διαδικασίας αναγκαστικής εκτέλεσης λόγω αφερεγγυότητας του κοινού οφειλέτη,

⁶⁰¹ Λιακόπουλος, Δρυλεράκης, κάποιοι γερμανοί τάσσονται υπέρ της δημιουργίας ενός ιδιαίτερου κονδυλίου μεταξύ κεφαλαίου και αποθεματικών

⁶⁰² Βλ. Βερβεσό ό.π., πρβλ: σχετ. Λιακόπουλο, ό.π. σελ.90-91, Δρυλεράκη, ό.π. αρ.42^α αριθμ.51, και παραπομπές σε Γερμανούς συγγραφείς που υποστηρίζουν αυτή την άποψη.

⁶⁰³ Βλ. Μέρος Πρώτο επ' αυτού.

⁶⁰⁴ Βλ. P. Wood, Project Finance, Securitizations, Subordinated Debt, σελ. 204 επ: Contractual subordinations and mandatory *pari passu* rules

⁶⁰⁵ Βλ. Βέλλα, Η απώλεια προτεραιότητας ως μορφή ευθύνης του δανειοδότη, σελ. 1281

⁶⁰⁶ Βλ. Περάκη, Πτωχευτικό Δίκαιο, σελ. 280 κι εκεί παραπομπή σε Χατζηνικολάου-Αγγελίδου, Η θέση του δανειστή εντός και εκτός πτώχευσης, ΔΕΕ 2011, 261 (266)

δεδομένου ότι ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί οικεία βουλήσει να καταταγεί μετά από άλλους πιστωτές, με τους οποίους μπορεί να δικαιούνται να καταταγεί συμμέτρως⁶⁰⁷, οι δε άλλοι πιστωτές δεν ζημιώνονται, αλλά αντίθετα ωφελούνται από αυτό το σχήμα⁶⁰⁸.

Εξάλλου, και ο ίδιος ο πτωχευτικός νομοθέτης αναγνωρίζει ότι υπάρχουν απαιτήσεις τελευταίας σειράς. Η δε αναγνώριση αυτή, βρίσκει έρεισμα στο άρθρο 25 του Συντάγματος, την εγγύηση της αποτελεσματικής άσκησης των δικαιωμάτων των ιδιωτών από μέρους τους κράτους⁶⁰⁹. Στα εν λόγω δικαιώματα συγκαταλέγεται και το δικαίωμα της ιδιοκτησίας, ειδικότερη πτυχή του οποίου είναι η συμβατική βούληση του εκάστοτε πιστωτή να προβεί σε έναν περιορισμό του ενοχικού του δικαιώματος υπέρ άλλων δανειστών.⁶¹⁰

Εξάλλου, η αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών στο πτωχευτικό δίκαιο είναι μια έννοια σχετική⁶¹¹. Κατά την «θεμελιώδη» αυτή αρχή, η συλλογική διαδικασία δεν αποσκοπεί στη χωριστή, αλλά στην από κοινού ικανοποίηση των πιστωτών, τηρουμένης της μεταξύ τους ισότητας, και αναλόγως του ποσού των απαιτήσεων του καθενός κατά του κοινού οφειλέτη (προτιμότερος ο όρος «αρχή της ίσης μεταχείρισης»)⁶¹².

Διαπιστώνεται όμως πως ακόμα και εντός πτώχευσης, στην πραγματικότητα η αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης παραμερίζεται, ενόψει των διαφόρων ασφαλειών και των προνομίων⁶¹³. Αναφέρεται περαιτέρω, πως ακόμα και σε επίπεδο πτωχευτικού δικαίου, οι διάφορες «χρηματοοικονομικές καινοτομίες» και δη η διάπλαση υβριδικών μορφωμάτων χρηματοδότησης, έχουν «παραλλάξει το πεδίο δημιουργώντας δυσκολίες κατανόησης, ιεράρχησης και κατάταξης».⁶¹⁴ Την «ποικιλία των ειδών» επιτείνουν, πέρα από τα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης που καθιστούν δυσχερή τη διάκριση πιστωτών και μετόχων, οι συμφωνίες μεταξύ των πιστωτών που ρυθμίζουν τρόπο ικανοποίησής τους (inter-creditor agreements)⁶¹⁵. Έτσι, προκύπτει το συμπέρασμα ότι ίσως η αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών να είναι ούτως η άλλως πλέον περιθωριοποιημένη. Όπως γράφεται δέ, «ο

⁶⁰⁷ Βλ. Λιακόπουλο, Εμπορική Δημοσιότητα σελ. 90, Θ.Καρατζά εις Wood, The Law of Subordinated Debt, αρ.12, σελ. 49

⁶⁰⁸ Βλ. P. Wood, Project Finance, Securitizations, Subordinated Debt, ό.π.: ‘In case of a contractual subordination other non-senior debt benefits even though the other debt is not intended to rank as senior in relation to the junior debt. This is because if the junior debt is not payable until the senior debt is paid by reason of the pari passu payment of all ordinary debt on insolvency, the senior debt will not be paid until other debt is paid.’

⁶⁰⁹ Βέλλας, Δάνειο Μειωμένης Εξασφάλισης, σελ. 698

⁶¹⁰ Ό.π.

⁶¹¹ Βλ. Περάκη, Πτωχευτικό Δίκαιο, σελ. 280 (Η σχετικότητα της αρχής της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών)

⁶¹² Ό.π.

⁶¹³ Βλ. Περάκη, ό.π. σελ. 281

⁶¹⁴ Πρβλ. Περάκη, Ό.π.

⁶¹⁵ Βλ. Περάκη, ό.π. κι εκεί παραπομπή σε Baird/Rasmussen, Antibankruptcy, εις <http://ssrn.com/abstract=1396827>

αληθινός σκοπός του πτωχευτικού δικαίου συνίσταται στη σύμμετρη ικανοποίηση των δανειστών, όχι με κάθε θυσία αλλά μόνο σε έσχατη ανάγκη».⁶¹⁶

1.2 Διεθνής αντιμετώπιση.

Σε πολλές δικαιοδοσίες διεθνώς (πέρα από την Ελλάδα, λ.χ. Αγγλία, Γαλλία, Ιταλία, Ολλανδία, Λουξεμβούργο, Σουηδία), οι κανόνες του πτωχευτικού δικαίου προβλέπουν την αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των υποχρεώσεων του πτωχέυσαντος (*pari passu*).⁶¹⁷ Φαίνεται πάντως να έχει δημιουργηθεί ένα *consensus* ότι οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν αντίκεινται στην αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των πιστωτών.⁶¹⁸ Η αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης αποβλέπει στο να διασφαλίσει ότι θα ικανοποιηθεί συμμέτρως και δικαίως η ομάδα των πιστωτών, η δε συναίνεση ορισμένου πιστωτή να υποχωρήσει και να ικανοποιηθεί έπειτα από έναν συγκεκριμένο πιστωτή δεν φαίνεται να αναιρεί τον επιδιωχθέντα σκοπό.⁶¹⁹ Οι αρχές του δικαίου της αφερεγγυότητας δεν παραβιάζονται αν ένας ανέγγυος πιστωτής συμφωνεί οικειοθελώς να περιέλθει σε υποδεέστερη θέση κα έναντι των άλλων, μόνο αν επιχειρεί να ικανοποιηθεί κατά προτεραιότητα και εις βάρος άλλων *ανέγγυων* πιστωτών⁶²⁰.

Επί συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που έχουν σχετικό χαρακτήρα (*turnover subordination agreements*) μάλιστα, δεν υπάρχει λόγος να τεθεί ζήτημα προσβολής της αρχής σύμμετρης ικανοποίησης, γιατί τόσο η απαίτηση τελευταίας σειράς όσο και η απαίτηση πρώτης σειράς λαμβάνουν το μέρος που τους αναλογεί, με βάση την αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των πιστωτών.⁶²¹ Το πώς ο πιστωτής πρώτης και ο πιστωτής τελευταίας σειράς έχουν επιλέξει να διαρρυθμίσουν τις σχέσεις τους και το ποιος θα αναγγεληθεί στην πτώχευση είναι καθαρά θέμα της μεταξύ τους συμφωνίας και δεν είναι ικανό να παραβιάσει τα συμφέροντα των άλλων πιστωτών⁶²².

⁶¹⁶ Περάκης, ό.π., βλ. και σελ.282 για την ανάλυση του νοήματος της ίσης μεταχείρισης

⁶¹⁷ P. Wood, σελ. 205 επ.

⁶¹⁸ Ό.π.

⁶¹⁹ Ό.π.

⁶²⁰ Ό.π., βλ. επίσης Ο. Αλούπη, Γ.Μεντή, Η Οδηγία 2014/59 για την εκκαθάριση και εξυγίανση των πιστωτικών ιδρυμάτων, 2015, σελ. 64 υποσημ. 195: «Επειδή η συμφωνία περί προτεραιότητας και προνομιακής ικανοποίησης ενός δανειστή σε περίπτωση πτώχευσης αντιτίθεται στους κανόνες αναγκαστικού δικαίου της πτώχευσης (όπως η αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των δανειστών *pari passu principle*), και θα μείωνε την πτωχευτική περιουσία προς όφελος ενός μόνο δανειστή, συμφωνείται το αντίθετο δηλαδή κάποιος άλλος δανειστής (*junior creditor*) υποχωρεί και συμφωνείται ότι θα ικανοποιηθεί από την πτωχευτική περιουσία μόνο εφόσον ικανοποιηθεί πλήρως ο ωφελούμενος δανειστής (*senior creditor*). Η συμφωνία αυτή δεν αντιτίθεται στο αναγκαστικό δίκαιο της πτώχευσης (βλ. την αγγλική απόφαση του High Court, *In re Maxwell Communications plc*)»

⁶²¹ Ό.π.

⁶²² Ό.π.

1.3 Εγκυρότητα συμφωνιών εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά επί πτώχευσης.

Το ζήτημα τίθεται πιο έντονα επί ‘contractual subordination to all creditors’, όπου δηλαδή ο πιστωτής τελευταίας σειράς συγκατατίθεται να υποχωρήσει έναντι όλων των υπολοίπων πιστωτών του κοινού οφειλέτη.

ΗΠΑ: Οι συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αναγνωρίζονται ως έγκυρες υπό το πτωχευτικό δίκαιο των ΗΠΑ. Ο Bankruptcy Code (1978) προβλέπει (στο άρθρο 510^α) ότι «οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι εκτελεστοί επί πτώχευσης, στον ίδιο βαθμό που είναι εκτελεστοί και εκτός πτώχευσης»⁶²³.

Αγγλία: Στην υπόθεση Maxwell Communications Corp^{plc}⁶²⁴, μια εγγύηση χορηγούμενη από αγγλική εταιρεία που τελούσε υπό καθεστώς αναγκαστικής διαχείρισης, υπέρ ομολογιών που εκδόθηκαν από την θυγατρική της, εμπεριείχε τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά (χωρίς υποχρέωση απόδοσης προσόδων). Η εγγύηση προέβλεπε ότι επί εκκαθάρισης ή πτώχευσης, οι πιστωτές των απαιτήσεων πλήρους εξασφάλισης θα ικανοποιούνται πριν τις απαιτήσεις των ομολογιούχων υπέρ των οποίων έχει δοθεί η εγγύηση. Κρίθηκε πως η εξυπηρέτηση σε τελευταία σειρά ήταν έγκυρη, και δεν παρέβλαπτε την αρχή της σύμμετρης ικανοποίησης των πιστωτών (pari passu). Με την ίδια λογική που ορισμένος πιστωτής μπορεί να παραιτηθεί από τις αξιώσεις του, δεν υπάρχει λόγος να μην δύναται να τις υπαγάγει σε καθεστώς τελευταίας σειράς⁶²⁵.

Γερμανία: Υπό το καθεστώς του νόμου περί γερμανικής ΕΠΕ (GmbH) προβλεπόταν ότι η διαχείριση της ΕΠΕ υποχρεούται να υποβάλλει αίτηση κήρυξης σε πτώχευση σε περίπτωση που η εταιρεία περιέλθει σε καθεστώς αφερεγγυότητας, ή το παθητικό της υπερβαίνει το ενεργητικό της.⁶²⁶ Προς αποφυγή αυτού του φαινομένου, γινόταν δεκτό ότι ο πιστωτής μπορεί να συμφωνήσει στην υπαγωγή των απαιτήσεών του σε καθεστώς τελευταίας σειράς σε σχέση με όλους τους υπολοίπους πιστωτές. Οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αυτού του είδους έχουν αξιολογηθεί ως έγκυροι από τη γερμανική νομολογία και τη θεωρία, τόσο από τη σκοπιά του αστικού, όσο και από τη σκοπιά του πτωχευτικού δικαίου. Σε σχετική του απόφαση το BGH⁶²⁷ δέχτηκε ότι εάν παρόλη την κατάρτιση όρων εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, η οφειλέτρια εταιρεία πτωχεύσει, ο πιστωτής τελευταίας σειράς δεν έχει καμία απαίτηση από

⁶²³ Ό.π.

⁶²⁴ (no 3) 1993 BCC 369

⁶²⁵ Ό.π.

⁶²⁶ Για το ισχύον δίκαιο, βλ. ανωτέρω

⁶²⁷ 9.2.1987, Betriebsberater 1987, 728

την πτωχευτική περιουσία, καθώς δυνάμει του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά έχει «παραιτηθεί» από την άσκηση της αξίωσής του.⁶²⁸

1.4 Η ώρα του πίνακα διανομής.

Σε επίπεδο πτωχευτικής διαδικασίας, ο πίνακας διανομής συντάσσεται με βάση τις απαιτήσεις που αναγγέλθηκαν και επαληθεύθηκαν στην πτώχευση, και περιλήφθηκαν στον πίνακα πτωχευτικών πιστωμάτων του άρθρου 156 ΚΑφ.⁶²⁹ Ο πίνακας πρέπει να αναφέρει το ποσό ικανοποίησης του κάθε πιστωτή από τη συγκεκριμένη διανομή, καθώς και τα προαναφερόμενα ποσά. Πρέπει να είναι αιτιολογημένος, να αναφέρει την αιτία της κάθε απαίτησης και γιατί κατατάσσεται και ικανοποιείται με το συγκεκριμένο τρόπο.⁶³⁰

1.5 Η σειρά κατάταξης.

Η κατάταξη των απαιτήσεων έχει ως εξής:

- a) Ομαδικά χρέη και δαπάνες (ΚΑφ άρθρα 167 παρ.1 εδάφιο γ')⁶³¹,
- b) Εγγύνοι πιστωτές (με απαιτήσεις με ειδικό προνόμιο και εμπράγματα ασφάλεια, ΚΑφ 96 παρ.1 στχ. γ', 167 παρ.2 και ΚΠολΔ 976),
- c) Εγχειρόγραφοι ή ανέγγυοι πιστωτές (ΚΑφ 96 παρ.1 στχ.δ'),
- d) Πιστωτές τελευταίας σειράς (ΚΑφ 96 παρ.1 στχ.δ'),
- e) Τυχόν περίσσευμα αποδίδεται στον οφειλέτη.

1.6 Η ικανοποίηση των πιστωτών τελευταίας σειράς.

Τους προνομιούχους και τους ενέγγυους πιστωτές, ακολουθούν οι μη εξοπλισμένοι με προνόμιο ή εμπράγματα ασφαλείες ανέγγυοι πιστωτές, ενώ αν έχει μείνει υπόλοιπο, κατάσσονται οι γνωστοί μας «πιστωτές τελευταίας σειράς»⁶³².

Οι ανέγγυοι πιστωτές κατατάσσονται συμμετρως (ΚΠολΔ 977 παρ.3), ενώ οι πιστωτές τελευταίας σειράς μετά τους ανέγγυους και σύμφωνα με τη σειρά που προκύπτει από το νόμο ή τη σύμβαση που προβλέπει την κατώτερη αυτή κατάταξη (όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά!) ⁶³³. Πάντως, είναι σημαντικό η απαίτηση του πιστωτή τελευταίας σειράς και η κατάταξη στην οποία τίθεται να είναι σαφής στον σύνδικο, ο οποίος να μπορεί να καταλήξει

⁶²⁸ P.Wood, ό.π. σελ. 206

⁶²⁹ Ό.π.

⁶³⁰ Κοτσίρης, Πτωχευτικό Δίκαιο, 2017, σελ.740

⁶³¹ Κατά τον Ψυχομάνη (Πτωχευτικό Δίκαιο, 2021, σελ. 320: τα ομαδικά πιστώματα «προαφαιρούνται» από το εκπλειστηρίασμα πριν καν συνταχθεί ο πίνακας)

⁶³² Περάκης, ό.π. σελ. 487

⁶³³ Ό.π.

στο ανάλογο συμπέρασμα για τα επηρεαζόμενα από τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δικαιώματα. Έτσι, παρίσταται εύλογη η λύση ότι αν από τα υποβληθέντα στο σύνδικο έγγραφα και στοιχεία δεν προκύπτει χωρίς αμφιβολία το δικαίωμα του κάθε πιστωτή τελευταίας σειράς, οι απαιτήσεις των τελευταίων θα καταταγούν συμμέτρως.⁶³⁴

Τέλος, το άρθρο 977 παρ.3 ΚΠολΔ προβλέπει την παρακράτηση ενός ποσοστού 10% υπέρ των ανέγγυων πιστωτών, στο οποίο δεν προβλέπεται συμμετοχή των πιστωτών τελευταίας σειράς⁶³⁵.

1.7 Τα Subrogation Clauses των subordination agreements.

Σε ορισμένες συμφωνίες εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, για λόγους προστασίας των συμφερόντων του πιστωτή τελευταίας σειράς, συχνά μπορεί να έχει περιληφθεί και ο όρος ότι μετά την ολοσχερή εξόφληση της απαίτησης τελευταίας σειράς, ο πιστωτής τελευταίας σειράς θα υποκαθίσταται (subrogation) στα δικαιώματα του πιστωτή πρώτης σειράς να λαμβάνει πληρωμές ή μερίσματα από την περιουσία του οφειλέτη.⁶³⁶

⁶³⁴ Ό.π.

⁶³⁵ Ό.π.

⁶³⁶ D. Calligar, ό.π., σελ. 400

ΜΕΡΟΣ ΤΕΤΑΡΤΟ

—

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Φτάνουμε πια στο σημείο που έχουμε επιχειρήσει να ολοκληρώσουμε ενός περιορισμένου εύρους σελίδων μια «πρώτη» εννοιολογική προσέγγιση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, την ανάδειξη του σκοπού και της λειτουργίας του, καθώς και την αναζήτηση νομοθετικών ερεισμάτων από τα οποία προκύπτει η ύπαρξη του εν λόγω νομικού μορφώματος στο ελληνικό δίκαιο. Στη συνέχεια, αποσαφηνίζοντας το ενδεικτικό πάντα περιεχόμενο του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, υποβλήθηκαμε σε μια απόπειρα κατανόησης της νομικής του φύσης, συγκρίνοντας τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά με άλλα μορφώματα του αστικού δικαίου, με απώτατο προορισμό όχι να τον υπαγάγουμε σε κάποιο εξ αυτών, αλλά να εντοπίσουμε τυχόν ομοιότητες και κυρίως διαφορές, διαπιστώσεις που κατατείνουν στην κατάφαση της ιδιαιτερότητας του αρρύθμιστου αυτού συμβατικού σχήματος. Έπειτα, περάσαμε στην διαλεύκανση των εννόμων συνεπειών που είναι ικανές να επέλθουν δια της ενσωμάτωσης όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά σε συμβάσεις χρηματοδότησης και δη από τη σκοπιά της ΑΕ όπου προκύπτουν ζητήματα κεφαλαιακής διάρθρωσης, ζητήματα εταιρικού δικαίου, αλλά και ζητήματα λογιστικού δικαίου. Στο τέλος της γραμμής, βρίσκονται οι πτωχευτικού δικαίου προεκτάσεις που και πάλι δεν είναι λίγες. Συνοψίζουμε τα συμπεράσματά μας ως εξής:

- i. Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι μια συμφωνία δυνάμει της οποίας ο πιστωτής τελευταίας σειράς συμφωνεί στην «μη εξυπηρέτηση» της απαίτησής του, ενδεχομένως τόσο ενδοπτωχευτικά όσο και εξωπτωχευτικά, από τον οφειλέτη, εάν δεν έχουν εξυπηρετηθεί πρώτα οι απαιτήσεις ενός ή περισσότερων έτερων πιστωτών του κοινού οφειλέτη. Σε μια απλή μορφή του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, η παροχή του πιστωτή τελευταίας σειράς, είτε θα περιορίζεται στην παράλειψη είσπραξης της απαίτησής του ανάλογα με τα συμβατικώς προβλεπόμενα, είτε θα επεκτείνεται και στην υποχρέωση απόδοσης τυχόν ληφθέντων σε σχέση με την απαίτηση τελευταίας σειράς. Οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες και ενδέχεται (α) να αφορούν τόσο την κατάταξη των απαιτήσεων πλειόνων δανειστών, όσο και την κατάταξη των εμπραγμάτων δικαιωμάτων τους, (β) να έχουν απόλυτο χαρακτήρα υπέρ όλων των πιστωτών του οφειλέτη ή και σχετικό χαρακτήρα, (γ) να τυγχάνουν γενικής ή ειδικής εφαρμογής, και

(δ) να ενεργοποιούνται άμα τη γενέσει της αξίωσης, ή μόνο εφόσον επισυμβεί ορισμένο γεγονός όπως λ.χ. η αφερεγγυότητα του οφειλέτη.

- ii. Η κατάταξη σε τελευταία σειρά μπορεί να προκύπτει τόσο εκούσια, στη βάση της ιδιωτικής βούλησης, όσο και αναγκαστικά, εκ του νόμου. Τα βασικά νομοθετικά ερείσματα της ύπαρξης αυτού του μορφώματος στο ελληνικό δίκαιο συνιστούν το άρθρο 96 του ΚΑφ – που όμως χρήζει περαιτέρω εξειδίκευσης και γι' αυτό ανατρέχουμε στην εφαρμογή της ΑΚ 361 στην σύμβαση δανείου, στην διάταξη του αρ. 60 του Ν. 4548/2018 περί ομολογιών τελευταίας σειράς, αλλά και στο δυνητικό περιεχόμενο της προπτωχευτικής διαδικασίας εξυγίανσης (αρ. 30 ΚΑφ) που μπορεί να ρυθμίζει τις σχέσεις των πιστωτών. Εκ του νόμου, ανακύπτει η τελευταία σειρά στην περίπτωση των δανείων υποκεφαλαιοδότησης κατ' εφαρμογή αναγκαστικού δικαίου διατάξεων.
- iii. Αναφορικά με τη νομική φύση του όρου εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι δυσχερής η εξαγωγή αβίαστων συμπερασμάτων λόγω της πολυμορφίας που παρουσιάζει. Λόγω δε της ιδιομορφίας του, τόσο από την άποψη του σκοπού που επιτελεί όσο των συμβατικών προβλέψεων στις οποίες στηρίζεται για να επιτευχθεί αυτός, δεν μπορεί να υπαχθεί συστηματικά -τουλάχιστον απόλυτα - σε κανένα από τα υφιστάμενα ρητώς ρυθμιζόμενα στον ΑΚ μορφώματα. Σίγουρα αποτελεί ενοχική, υποσχετική ετεροβαρή συμφωνία, που ανάγεται σε ιδιόμορφη, διαπλασθείσα από την πράξη, ενοχική εξασφαλιστική συμφωνία. Ίσως είναι ένα ιδιόμορφο είδος εγγυοδοτικής σύμβασης. Πάντως, γενικότερα, κάλλιστα αποτελεί και το περιεχόμενο ρήτρας ανάληψης παρεπόμενων υποχρεώσεων (covenant). Τέλος, δεν οδηγεί per se στην κτήση εμπραγμάτων δικαιωμάτων, αλλά για την καλύτερη εξασφάλιση του εξασφαλιζόμενου μέρους, μπορεί να συνδυαστεί κατά περίπτωση με την ανάληψη υποχρέωσης: σύστασης εμπράγματης ασφάλειας ενεχύρου επί των προσόδων, του πλειστηριάσματος ή και ολόκληρης της απαίτησης του πιστωτή τελευταίας σειράς για την προστασία του πιστωτή πρώτης σειράς από τον κίνδυνο αφερεγγυότητας του πιστωτή τελευταίας σειράς, με την σύσταση ενεχύρου επί λογαριασμού στον οποίο έχουν κατατεθεί τα ληφθέντα, καθώς και με την κατάρτιση σύμβασης εξασφαλιστικής εκχώρησης απαίτησης υπέρ των απαιτήσεων (προσόδων και πλειστηριάσματος) του πιστωτή τελευταίας σειράς.

- iv. Όσον αφορά τις εταιρικού δικαίου προεκτάσεις, αντιλαμβανόμενοι την σκοπιμότητα του προβληματισμού ανεύρεσης ενός ουσιαστικού-λειτουργικού κριτηρίου για τη διάκριση κεφαλαίου και χρέους, διαπιστώσαμε πως τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά συνιστούν πράγματι υβριδικό μόρφωμα χρηματοδότησης, που δεν μπορεί να αποτελέσει μέρος σε μια πραγματικότητα που αναγνωρίζει μόνο μετοχές και δάνεια. Ναι μεν τα σχετικά δάνεια συνιστούν κατ' αρχήν ξένα κεφάλαια ως τέτοια, πλην όμως ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά που περιλαμβάνουν και η οικειοθελής υπαγωγή των εν λόγω δανειστών σε υποδεέστερη σειρά εξυπηρέτησης, προσδίδουν στα χρηματοδοτικά αυτά εργαλεία χροιά ιδίων κεφαλαίων (υπό λειτουργική έννοια). Συγκεντρώνουν δε τα πλεονεκτήματα των υβριδικών μορφωμάτων: αυξάνουν την πιστοληπτική ικανότητα της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, αφού συμβάλλουν στη δημιουργία ενός κεφαλαιακού αποθέματος υπέρ των μεγάλων χρηματοδοτών, δεν οδηγούν στην μεταβολή του status quo στο εσωτερικό της επιχείρησης, μπορούν δε να χρησιμοποιηθούν για περισσότερους σκοπούς προσαρμοζόμενα στις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης. Απευθύνονται τόσο σε θεσμικούς επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλό επιχειρηματικό ρίσκο προσμένοντας υψηλές αποδόσεις, όσο και σε πρόσωπα συνδεδεμένα με την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση όπως είναι οι μέτοχοι και οι μητρικές εταιρείες, που διατίθενται να υπαγάγουν τις απαιτήσεις τους σε τελευταία σειρά, έχοντας συμφέρον από την επιτυχή έκβαση των επιχειρηματικών σχεδίων της εταιρείας.
- v. Αναφερθήκαμε στην προβληματική των μετοχικών δανείων που αποτελούν ουσιαστικώς ή λειτουργικώς ίδια κεφάλαια, που συνδέεται άρρηκτα με το φαινόμενο της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης της ΑΕ. Τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αποτελούν μια από τις τρεις κατηγορίες δανείων που καταλογίζονται στα ίδια κεφάλαια (ακριβώς λόγω του όρου να εξυπηρετηθούν σε τελευταία σειρά) και διακρίνονται από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης στα ακόλουθα σημεία: 1) στο αίτιο καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια που στα μεν είναι η ιδιωτική βούληση στα δε είναι οι κανόνες της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης και η κατ' ΑΚ 281 ανάγκη κολασμού της δόλιας μετοχικής συμπεριφοράς, 2) στο πρόσωπο του δανειοδότη αφού τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά δεν είναι πάντα μετοχικά, 3) στο κατά πόσο είναι κρίσιμο το στοιχείο της πιστοληπτικής αφερεγγυότητας για τον καταλογισμό τους στα ίδια κεφάλαια που επί δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε

τελευταία σειρά δεν είναι, και 4) στη χρονική διάρκεια καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια που επί μεν δανείων υποκεφαλαιοδότησης ισχύει μόνο όσο διαρκεί η αφερεγγυότητα, ενώ επί δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά για όσο χρόνο διαρκεί η σύμβαση δανείου ανάλογα με τις ειδικότερες προβλέψεις αυτής. Αντίθετα, τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, αντιμετωπίζονται ως ίδια κεφάλαια για το χρονικό διάστημα ισχύος της συμφωνίας εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, και σύμφωνα με τους όρους αυτής.

- vi. Θέτοντας την προβληματική περί ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης των κεφαλαιουχικών εταιρειών, προβληματιστήκαμε και ως προς την νομική και οικονομική σκοπιμότητα των κανόνων που θεσπίζουν ένα υποχρεωτικό subordination των εταιρικών δανείων κατ' εξοχήν για λόγους προστασίας των πιστωτών. Τίθεται το ζήτημα της σκοπιμότητας του καθορισμού κριτηρίων για τη διάκριση μεταξύ επιθυμητών και ανεπιθύμητων μετοχικών δανείων, ώστε να περιορίζεται εφαρμογή των κανόνων περί υπαγωγής σε τελευταία σειρά στα δάνεια που πρόκειται να χρηματοδοτήσουν αναποτελεσματικές προσπάθειες διάσωσης, διαβλέποντας ότι η αναμενόμενη αξία της εταιρείας είναι χαμηλότερη από την αξία εκκαθάρισης. Ίσως θα ήταν σκόπιμο να αποκλείονται από το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων τα μετοχικά δάνεια που κατατείνουν στη χρηματοδότηση αποτελεσματικών προσπαθειών διάσωσης αυξάνοντας την αναμενόμενη συνολική αξία της εταιρείας, προς όφελος τόσο των πιστωτών όσο και των μετόχων.
- vii. Αναφερθήκαμε στη συνέχεια στο μόρφωμα των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού, που επίσης πρέπει να διακρίνονται από τα δάνεια υποκεφαλαιοδότησης. Μεταξύ δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού και δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, υπάρχουν τόσο ομοιότητες, όσο και διαφορές. Διαφέρουν ως προς την ανάγκη συνδρομής της μετοχικής ιδιότητας στο πρόσωπο του δανειοδότη, αφού τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά μπορεί να χορηγούνται και από τρίτους. Ταυτίζονται ως προς το ότι η ιδιωτική βούληση αποτελεί την αιτία καταλογισμού των εν λόγω κατηγοριών στα ίδια κεφάλαια. Εντούτοις, διαφέρει το νομικό μέσο στο οποίο μετουσιώνεται η εν λόγω βούληση, αφού στα μεν δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά θα είναι μια συμφωνία ενοχική από δάνειο απορρέουσα, ενώ στα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού θα είναι μια περιλαμβανόμενη στο καταστατικό ή έστω σε

εξωεταιρική σύμβαση δικαιοπραξία που εμφανίζει χαρακτηριστικά σωματειακού δικαίου και επιβάλλει την καταβολή εισφοράς ως εκπλήρωση εταιρικής υποχρέωσης. Έπειτα, αμφότερες οι μορφές δανείων μπορεί να χορηγούνται κατά την ίδρυση της εταιρείας, για λόγους ενδυνάμωσης κεφαλαιουχικής δομής, επέκτασης των δραστηριοτήτων της, αποφυγή διατάραξης του status quo. Εντούτοις, στην περίπτωση την περίπτωση των δανείων χρηματοδοτικού προγραμματισμού, σημαντικό είναι και το στοιχείο του σκοπού: τα εισφερόμενα κεφάλαια να αποτελούν ουσιαστικά την κεφαλαιακή βάση της εταιρείας. Το στοιχείο αυτό δεν διερευνάται επί δανείων με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά. Τέλος, αμφότερα τα είδη είναι αποσυνδεδεμένα από το κριτήριο πιστοληπτικής αφερεγγυότητας της εταιρείας ως συγκυρία καταλογισμού στα ίδια κεφάλαια. Τέλος, παρότι αμφότερα τα είδη επί πτώχευσης ικανοποιούνται σε τελευταία σειρά, τα δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού παρουσιάζουν την ιδιαιτερότητα ότι ακόμα και αν δεν έχουν χορηγηθεί, πρέπει να καταβληθούν στην εταιρεία, αφού η καταβολή τους αποτελεί απότοκο της συμφωνίας των μερών και είναι ανεξάρτητη από την περειαγωγή της εταιρείας σε πιστοληπτική αφερεγγυότητα.

- viii. Σε επίπεδο λογιστικού δικαίου, ως προς τα δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά, είναι συνεπές να εφαρμοστεί ο νόμος που δεν προβλέπει κάτι ειδικότερο για ειδικές κατηγορίες δανείων, και να καταχωρούνται στις υποχρεώσεις. Απλώς δεδομένων των αρχών της σαφήνειας και της εύλογης παρουσίασης που διέπουν την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και δεδομένου ότι λειτουργικά τα εν λόγω δάνεια εξομοιώνονται με ίδια κεφάλαια, είναι συνεπές να υπάρξει και ανάλογη σημείωση στον ισολογισμό, αφού δημιουργεί και μια καλύτερη εικόνα της πραγματικής κατάστασης της επιχείρησης. Είδαμε ότι ήδη σε επίπεδο εποπτικών ιδίων κεφαλαίων για τις ανάγκες προληπτικής εποπτείας των τραπεζών, έχουν καταβληθεί προσπάθειες αναπροσαρμογής της έννοιας των λογιστικών ιδίων κεφαλαίων, τα δε δάνεια με τον όρο εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι ικανά να αποτελέσουν την κατώτερης ποιότητας κατηγορία εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, αφού σε περίοδο αφερεγγυότητας της εταιρείας μπορούν να επιτελέσουν τον ρόλο ενός μηχανισμού απορρόφησης ζημιών. Η λειτουργία αυτή δεν πρέπει να παραγνωρίζεται.
- ix. Από τη σκοπιά του πτωχευτικού δικαίου, οι όροι εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά αναγνωρίζονται ως έγκυροι και μη αντιτιθέμενοι στην αρχή της σύμμετρης

ικανοποίησης των πιστωτών. Εξάλλου, ο αληθινός σκοπός του πτωχευτικού δικαίου συνίσταται στη σύμμετρη ικανοποίηση των δανειστών, «όχι με κάθε θυσία αλλά μόνο ως έσχατη ανάγκη». Πρέπει να καταφάσκει η δυνατότητα των πιστωτών να ρυθμίσουν τις σχέσεις τους μεταξύ τους και η δυνατότητα ορισμένου πιστωτή να υποχωρεί στην προτεραιότητα διαθέτοντας και παραιτούμενος από την σχετική του απαίτηση, κάτι που εκτός πτώχευσης θα ήταν έγκυρο. Δεν υπάρχει λοιπόν προφανής λόγος να μην ισχύσει και επί πτώχευσης.

ΑΝΤΙ ΕΠΙΛΟΓΟΥ

Όπως έχει ειπωθεί, ‘creditors distrust debtors and other creditors’.⁶³⁷ Μια καταληκτική διαπίστωση, σαν έφτασε στο τέλος το εγχείρημα εξιχνίασης του subordination clause, είναι η συγκλονιστική δικαιοπλαστική λειτουργία της ιδιωτικής βούλησης, η οποία αντιλαμβανόμενη με την πάροδο του χρόνου τις ανάγκες των συναλλαγών εύστοχα και ευπροσάρμοστα διαπλάθει νέα συμβατικά μορφώματα που στην πράξη παγιώνονται, με συνέπεια μετά να χρειάζεται ενδελεχέστατη ανάλυση πλειόνων κλάδων του δικαίου για να καταστεί αντιληπτή η νομική φύση, το περιεχόμενο, η λειτουργία, και οι συνέπειές τους. Ο όρος εξυπηρέτησης σε τελευταία σειρά είναι αναμφίβολα μία από αυτές τις περιπτώσεις, ως προσπάθεια μετριασμού των πρακτικών προβλημάτων που ανακύπτουν από την ύπαρξη πλειόνων παραγόντων με αντιφατικά συμφέροντα, που αποβλέπουν στη βελτιστοποίηση της θέσης τους.

⁶³⁷ Carlson, A theory of contractual subordination and Lien priority, Vand.L.Rev. (1985) σελ. 975 επ.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ/ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Αλεξιάκης Π., Καλφαόγλου Φ., Στουρνάρας Γ., Το κανονιστικό πλαίσιο της λειτουργίας των τραπεζών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019

Αλεξανδρίδου Ε, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019

Α.Ανδρουλάκη, Κ. Παναγοπούλου-Περέζ Π., Η ενεχυρίαση απαιτήσεων προς εξασφάλιση πιστώσεων κατά το νομοθετικό διάταγμα της 17.7/13.08.1923», ΝοΒ, 5/2020

Βέλλας Π., Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης (subordinated loan), ΕφΑΔΠολΔ, 7/2018

Βέλλας Π, Δίκαιο Εμπράγματος Εξασφάλισης Πιστώσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2022

Βέλλας Π., Η απώλεια προτεραιότητας ως μορφή ευθύνης του δανειοδότη, ΕφΑΔΠολΔ, 12/2018

Βερβεσός Ν., Η προβληματική της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στο δίκαιο της ΕΠΕ – Σκέψεις de lege ferenda και de lege lata με αφορμή την απόφαση 2845/2001 του Εφετείου Θεσσαλονίκης , ΕΕμπΔ 2003

Βερβεσός Ν., εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, επιμ. Ε. Περάκη, Νομική Βιβλιοθήκη, 2003

Βερβεσός Ν., εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, επιμ. Ε.Περάκη, Νομική Βιβλιοθήκη, 2005

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

Βερβεσός Ν., Βενιέρης Ι, Δίκαιο Εμπορικών Συμβάσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2020

Γεωργιάδης Α., Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, Σάκκουλας, 2012

Γεωργιάδης Α, Εγχειρίδιο Εμπραγμάτου Δικαίου, Σάκκουλας, 2012

Γεωργιάδης Α, Εξασφάλιση των Πιστώσεων, Σάκκουλας, 2008

Γκολογκίνα-Οικονόμου Ε., Η υπεγγυότητα των μετοχικών δανείων, εις Σύγχρονα ζητήματα εταιρικής ευθύνης, 12ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικολόγων, 2003

Δρυλλεράκης Ι., εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, επιμ. Ε. Περάκη, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000

Καραγκουνίδης Α., Δάνεια μετόχων στην ανώνυμη εταιρεία και μεταχείρισή τους στην πτώχευση, ΕπισκεΔ Β/2018

Κουλουριάνος Θ., Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, Π.Ν. Σάκκουλας, 2012

Κοτσίρης Α., Πτωχευτικό Δίκαιο, Σάκκουλας, 2017

Λιακόπουλος Α., Εμπορική Δημοσιότητα, Π.Ν. Σάκκουλας, 1999

Λιακόπουλος Α. Η άρση της αυτοτέλειας του νομικού προσώπου στη νομολογία, Σάκκουλας, 1993

Μιχαλόπουλος Γ., Οι προπτωχευτικές διαδικασίες αφερεγγυότητας του Πτωχευτικού Κώδικα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013.

Περάκης Ε, Σωτηρόπουλος Γ. Λιβαδά Χ., Δρίτσας Σ., Το Δίκαιο της Λογιστικής, Νομική Βιβλιοθήκη, 2017

Περάκης Ε., Νεότερες Αντιλήψεις για το εταιρικό κεφάλαιο, Σάκκουλας, 2006

Περάκης Ε., Πτωχευτικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, 2021

Ρόκας Ν., Γκόρτσος Χ., Μικρουλέα Α., Λιβαδά Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016

Ρόκας Ν., Εμπορικές Εταιρείες, Σάκκουλας, 2019

Ρόκας Ν., Εμπορικές Εταιρείες, Σάκκουλας, 2018

Σαϊτάκης Κ., Σύμβαση ομολογιακού δανείου και ρήτρες ανάληψης παρεπόμενων υποχρεώσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2021

Σταθόπουλος Μ., Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, Σάκκουλας, 2018

Σωτηρόπουλος Γ., Δάνεια χρηματοδοτικού σχεδιασμού: Έννοια και διάκριση από τα εξυγιαντικά δάνεια, ΕΕμπΔ, 1/2020

Σωτηρόπουλος Γ., Δίκαιο ανώνυμης εταιρείας, Νομική Βιβλιοθήκη, 2020

Σωτηρόπουλος Γ., Σχολιασμός απόφασης 1419/2018 ΠΠΘεσσ., ΕπισκΕΔ 2018,

Τουντόπουλος Β., Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις: 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009

Τζουγανάτος Δ./ Βερβεσός Ν., Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού και ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση, ΧΡΙΔ/ΙΖ'/2017

Τζουγανάτος Δ., Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση των κεφαλαιουχικών εταιρειών, 1994

Ν. Φράγκος, εις Οι όμιλοι επιχειρήσεων εις 26ο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2017

Χριστοπούλου Χ., Η διαδικασία εξυγίανσης ως διαχρονικός θεσμός του ελληνικού δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016

Ψυχομάνης Σ., Πτωχευτικό Δίκαιο, Σάκκουλας, 2021

Baums T., Recht der Unternehmensfinanzierung, C.H.BECK, 2017

Berger, Fremdkapitalnahe Mezzanine – Finanzierungen, ZBB, 2008

Bolton, “Corporate Finance, Incomplete Contracts, and Corporate Control” 64 Journal of Law, Economics and Organizations, 2014

Borselli A., “The subordination of shareholder and intragroup loans in Italy. Shifting Perspective in the Wake of the Covid-19 Emergency Legislation”, European Company and Financial Law Review, No. 5/2022

Borselli A., I.F. Miguel, “Corporate Law Rules in Emergency Times Across Europe”, European Company and Financial Law Review, 2020

Brealy R./ Myers S./ Stewart C./ Franklin A., Principles of Corporate Finance, McGraw – Hill/Irwin, 2011

Cahn A., “Equitable Subordination of Shareholder Loans?”, European Business Organization Law Review, 2006

Calligar D., Subordination Agreements, Yale Law Journal, 1961

Coogan P., Kripke H., Weiss F., The Outer Fringes of Article 9: Subordination Agreements, Security Interests in Money and Deposits, Negative Pledge Clauses, and Participation Agreements, 19 Harvard Law Review, 1965

Carlson D., A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority, 38 Vanderbilt Law Review, 1985

Demmou L./ Calligaris S., “Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: assessment of risks and policy responses”, OECD Economics Department Working Papers 2021

Everett E., Subordinated Debt - Nature and Enforcement, 20 The Business Lawyer, 1965

Fleischer H., Finanzplankredite und Eigenkapitalersatz im Gesellschaftsrecht, 1995

Gelter M., The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy, International Review of Law and Economics 26, 2006

Gelter M./ Roth J., “Subordination of Shareholder Loans from a Legal and Economic Perspective”, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 13, Journal for Institutional Comparisons, Vol. 5, No. 2, 2007

Jensen M./ Meckling W., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, 1976,

Kravitz D., The Outer Fringes of Chapter 11: Nonconsenting Senior Lenders' Rights Under Subordination Agreements in Bankruptcy, 91 Michigan Law Review, 1992

Modigliani, F./M. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, 48 American Economic Review, 1958

CP Normandin; with discussion by RT Peters and RE Scott, “The Changing Nature of Debt and Equity: A Legal Perspective” Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston, vol. 33, 1989

Pecorella L., Subordination of Shareholder Loans between Creditor Protection and Rescue Culture: An Escapable Tension? IALS Student Law Review , Volume 8, Issue 2, Autumn 2021

Ramirez, J., Handbook of Basel III Capital: Enhancing Bank Capital in Practice, John Wiley & Sons, 2017.

Schwarcz, Steven L., The Inequities of Equitable Subordination (2021). 96 American Bankruptcy Law Journal issue no. 1 (2022), Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2021-35,

Schwartz, Priority contracts and priority in bankruptcy, Cornell Law Review, 1997

Sprayregen, Friedland, Brighton, Bianca, “Recharacterization of Debt to Equity: An Overview, Update, and Practical Guide to an Evolving Doctrine, Annual Survey of Bankruptcy Law 2., 2004

Skeel D./ Krause-Vilmar G., “Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors”, European Business Organization Law Review, 2006

Teller, Rangrücktrittsvereinbarungen zur Vermeidung der Überschuldung bei der GmbH, 1999

H Tschauner and C Ede, “Shareholder Loans under German Insolvency Law” Financier Worldwide Magazine, 2014

Ventoruzzo M., “Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition”, European Company and Financial Law Review, 2005

Ververssos N., Das Eigenkapitalersatzrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, 2001

DA Verse, “Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem” , 9 German Law Journal 1111, 2008

Wood R. Philip, The Law on Subordinated Debt, Sweet & Maxwell, 1990

Wood R. Philip, Project Finance, Securitisations, Subordinated debt, Sweet & Maxwell, 2007

Wood Rojerick J., Subordination Agreements, Bankruptcy and the PPSA, Canadian Business Law Journal. Vol. 49, 2010

RJ de Weijs, “Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt–Equity Divide”, 15 European Company and Financial Law Review, 2018

RJ de Weijs/ Good M., “Shareholders’ and creditors’ entitlements on insolvency: who wins where?”, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 642, 2015

Ross S./ Westerfield R./ Jordan B., Fundamentals of Corporate Finance, McGraw – Hill Irwin, 2010.