



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

## ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ  
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2023-2024

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
**Της Αικατερίνης Γ. Ψυχή**  
**A.M.: 7340122302025**

### **Το ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες**

#### **Επιβλέποντες:**

- α) Αναπληρώτρια καθηγήτρια Χριστίνα Λιβαδά
- β) Αναπληρωτής καθηγητής Νικόλαος Βερβεσός
- γ) Αναπληρωτής καθηγητής Ιάκωβος Βενιέρης

Αθήνα, 30/09/2024

Copyright © [*Ψυχή Αικατερίνη*, 14/01/2025 ]

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.

## Περιεχόμενα

|                                                                                                                    |                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....                                                                                                     | 7                                   |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: Τα χαρακτηριστικά και η διαδικασία έκδοσης του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες ..... | 8                                   |
| 1.1 Οι μετατρέψιμες ομολογίες ως μέσο εξωτερικής χρηματοδότησης .....                                              | 8                                   |
| 2. Μία ιστορική αναδρομή , οι ν.3156/2003 και ν. 2190/1920 μέχρι τον.4548/2018.....                                | 9                                   |
| 3.Το ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες.....                                                              | 10                                  |
| 3.1 Η νομική φύση και τα δικαιώματα της μετατρέψιμης ομολογίας .....                                               | 10                                  |
| 3.1.2 Δικαίωμα ανάκλησης ή πρόωρης εξόφλησης.....                                                                  | 12                                  |
| 3.1.2.1 Η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής σε περίπτωση ανάκλησης.....                                            | 12                                  |
| 4. Αρμοδιότητα έκδοσης απόφασης .....                                                                              | 13                                  |
| 4.1 Η τακτική έκδοση.....                                                                                          | 13                                  |
| 4.1.1 Τροποποίηση του καταστατικού ή όχι;.....                                                                     | 13                                  |
| 4.1.2 Περιεχόμενο της απόφασης τακτικής έκδοσης.....                                                               | 14                                  |
| 4.1.3 Το περιεχόμενο της έκθεσης του ΔΣ .....                                                                      | 14                                  |
| 4.1.4 Απάλειψη ποσοτικών περιορισμών .....                                                                         | 15                                  |
| 4.2 Η έκτακτη έκδοση .....                                                                                         | 15                                  |
| 4.2.1 Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου .....                                                                  | 16                                  |
| 4.2.2 Έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών κατά την πρώτη πενταετία .....                                                 | 16                                  |
| 4.2.3 Περιορισμοί ανάλογα με το ύψος του καταβεβλημένου κεφαλαίου .....                                            | 17                                  |
| 4.2.4 Το περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής διάταξης και της απόφασης του ΔΣ.....                                      | 17                                  |
| 4.2.5 Ζητήματα έκτακτης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και έκτακτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.....     | 18                                  |
| 4.3 Η ελαττωματικότητα των αποφάσεων του ΔΣ .....                                                                  | <b>Error! Bookmark not defined.</b> |
| 4.4 Έκδοση με απόφαση της συνήθους γενικής συνέλευσης .....                                                        | 18                                  |
| 4.5 Διατυπώσεις δημοσιότητας των αποφάσεων για την τακτική και την έκτακτη έκδοση.....                             | 18                                  |
| 5. Η διαδικασία έκδοσης .....                                                                                      | 19                                  |
| 5.1 Άσκηση του δικαιώματος μετατροπής .....                                                                        | 19                                  |
| 5.1.1 Αποδυνάμωση δικαιώματος μετατροπής.....                                                                      | 20                                  |
| 5.2 Τα είδη των μετοχών μετά την μετατροπή .....                                                                   | 20                                  |
| 5.3 Η άσκηση δικαιώματος μετατροπής από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων .....                                       | 21                                  |
| 5.4 Χρόνος και τρόπος μετατροπής.....                                                                              | 21                                  |
| 5.5 Η τιμή και ο λόγος της μετατροπής .....                                                                        | 22                                  |
| 6.Το δικαίωμα προτίμησης.....                                                                                      | 24                                  |
| 6.1 Η διαδικασία άσκησης του δικαιώματος προτίμησης .....                                                          | 25                                  |
| 6.2 Το δικαίωμα προτίμησης «δεύτερης ταχύτητας» .....                                                              | 26                                  |
| 6.3 Αποκλεισμός /περιορισμός δικαιώματος προτίμησης .....                                                          | 26                                  |

|                                                                                                                                                   |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 7. Διάθεση, κάλυψη και καταβολή του ομολογιακού δανείου .....                                                                                     | 27 |
| 7.1 Η διάθεση των μετατρέψιμων ομολογιών .....                                                                                                    | 27 |
| 7.1.1. Ιδιωτική προσφορά .....                                                                                                                    | 27 |
| 7.1.2 Δημόσια προσφορά .....                                                                                                                      | 27 |
| 8. Κάλυψη, καταβολή και πιστοποίηση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου .....                                                                    | 28 |
| 9. Απόκτηση ιδίων μετατρέψιμων ομολογιών από την εκδότρια εταιρεία .....                                                                          | 28 |
| 10. Η αναλογική εφαρμογή του περιορισμού στη μεταβίβαση μετοχών (άρθρο 43 παρ.5 ν.4548/2018) .....                                                | 29 |
| 11. Δυνατότητα κεφαλαιοποίησης των δεδουλευμένων τόκων σε σχέση με τις μετατρέψιμες ομολογίες (άρθρο 60 παρ. 2γ ν. 4548/2018) .....               | 30 |
| 12. Παραλλαγές της μετατρέψιμης ομολογίας .....                                                                                                   | 30 |
| 12.2 Οι υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες (Contingent Convertible Bonds) .....                                                                    | 31 |
| 12.2.1 Τα CoCos στο πλαίσιο εξυγίανσης των πιστωτικών ιδρυμάτων .....                                                                             | 32 |
| 12.2.2 Τα Cocos στην Ελλάδα .....                                                                                                                 | 33 |
| 12.3 Τα Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου (ΜΑΕΚ) .....                                                                                  | 33 |
| 13. Διάκριση της μετατρέψιμης ομολογίας από άλλους τύπους ομολογιών .....                                                                         | 34 |
| 13.1 Οι ομολογίες μετατρέψιμες σε υφιστάμενες μετοχές («καταχρηστικές» μετατρέψιμες ομολογίες) .....                                              | 34 |
| 13.2. Ανταλλάξιμες ομολογίες .....                                                                                                                | 34 |
| 13.3. Το δικαίωμα μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες και στους εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών .....                                        | 35 |
| 13.4. Η ομολογία με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών .....                                                                                   | 36 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ :Η θέση και η προστασία του κυρίου των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών .....                                                     | 36 |
| 1. Η προστασία των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών μέσω της συγκέντρωσης τους σε ομάδα .....                                                      | 37 |
| 1.2 Η τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου .....                                                                                          | 37 |
| 2. Η προστασία των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών σε περίπτωση δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών .....                                      | 38 |
| 2.1 Πότε μπορεί να ασκηθεί το δικαίωμα μετατροπής επί διαδικασίας δημόσιας πρότασης εξαγοράς; .....                                               | 39 |
| 3. Μετατρέψιμες ομολογίες και δικαίωμα εξαγοράς από τον πλειοψηφούντα μέτοχο (squeeze out) .....                                                  | 40 |
| 4. Η θέση των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών στις διαδικασίες αφερεγγυότητας .....                                                               | 40 |
| 4.1. Μετατρέψιμες ομολογίες και πτώχευση της εταιρείας .....                                                                                      | 41 |
| 4.2.1 Η επί τα χείρω τροποποίηση των όρων του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στην εξυγίανση. τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου ..... | 42 |
| 5. Η προστασία των ομολογιούχων από τον κίνδυνο απίσχνανσης του δικαιώματος μετατροπής .....                                                      | 43 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΚΟΠΙΑ ΤΟΥ .....                                                                                                     | 45 |
| 1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου .....                                                                     | 45 |
| 2. Το δικαίωμα μετατροπής και η αξία της μετατρέψιμης ομολογίας καθορίζουν τη σχέση εκδότριας και δανειστών .....                                 | 45 |
| 3. Η έκδοση των μετατρέψιμων ομολογιών ως λύση στο πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων (agency theory) .....                                      | 46 |
| 4. Το πρόβλημα της υπερεπένδυσης .....                                                                                                            | 49 |

|                                                                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 5.Το πρόβλημα της υποεπένδυσης .....                                                                                                    | 50 |
| 6.Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών ως αντιμετώπιση της ασυμμετρίας πληροφόρησης ή ως<br>ετεροχρονισμένη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. .... | 51 |
| ΕΠΙΛΟΓΟΣ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....                                                                                                              | 52 |

|                     |                                           |
|---------------------|-------------------------------------------|
| Am. Econ. Rev.      | American Economic Review                  |
| Appl. Math. Fin.    | Applied Mathematical Finance              |
| BRRD                | Bank Recovery and Resolution Directive    |
| Bus. Law.           | The Business Lawyer                       |
| CFR                 | Critical Finance Review                   |
| CoCos               | Contingent Convertible Bonds              |
| CRD                 | Capital Requirements Directive            |
| CRR                 | Capital Requirements Regulation           |
| ECB                 | European Central Bank                     |
| Eur. Financ. Manag. | European Financial Management             |
| Fin. Rev.           | Financial Review                          |
| Fla. St. U. L. Rev. | Florida State University Law Review       |
| J. Appl. Corp. Fin. | Journal of Applied Corporate Finance      |
| J. Corp. Fin.       | Journal of Corporate Finance              |
| J. Corp. L.         | Journal of Corporation Law                |
| J. Fin.             | The Journal of Finance                    |
| J. Fin. Econ.       | Journal of Financial Economics            |
|                     |                                           |
| ΑΠ                  | Άρειος Πάγος                              |
| ΓΕΜΗ                | Γενικό Εμπορικό Μητρώο                    |
| ΔΕΕ                 | Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών         |
| ΕΕμπΔ               | Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου              |
| ΕπισκΕΔ             | Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου              |
| ΠΣΕΔ                | Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικολόγων |
| ΠΠρΑθ               | Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών              |
| ΧρηΔικ              | Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο (περιοδικό)       |

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην παρούσα μελέτη θα εξεταστεί ένας από τους διάφορους τύπους των ομολογιακών δανείων που απασχολούν το ελληνικό δίκαιο και προβλέπονται ρητά στον ν.4548/2018 περί Ανωνύμων Εταιρειών, το ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες. Οι μετατρέψιμες ομολογίες που αποτελούν υβριδικό μόρφωμα χρηματοδότησης ξεχωρίζουν από τις ομολογίες που εκδίδονται στο πλαίσιο ενός κοινού ομολογιακού δανείου. Αυτό που τις διακρίνει είναι ότι μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές και από χρέος της εταιρείας να γίνουν μέρος του μετοχικού κεφαλαίου. Έχουν τόσο νομική όσο και οικονομική υπόσταση και σκοπός του παρόντος έργου είναι να αναδείξει τον ρόλο και την λειτουργία τους για την καλύτερη πορεία της επιχείρησης και την οικονομική εξασφάλιση των κατόχων τους.

Στην συγκεκριμένη μελέτη θα επεξηγηθεί ο χαρακτήρας τους ως εργαλείο χρηματοδότησης, θα σημειωθούν τα δικαιώματα που απορρέουν από αυτές για τους κατόχους τους, η διαδικασία έκδοσης του δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες και θα γίνει μνεία στα δικαιώματα που προκύπτουν από τον νόμο περί Ανωνύμων εταιρειών (ενδεικτικά δικαίωμα προτίμησης ,απόκτηση μετατρέψιμων ομολογιών από την εκδότρια κ.α.). Στη συνέχεια, θα αντιδιαστείλουμε τις μετατρέψιμες ομολογίες του ν. 4548/2018 από άλλα υβριδικά μορφώματα που έχουν δημιουργηθεί από την επενδυτική πρακτική και θα κάνουμε μια σύντομη αναφορά στις Cocos και τις Macos και μια σύγκριση με άλλα είδη ομολογιών. Ύστερα, θα εξεταστεί η σημασία των μετατρέψιμων ομολογιών από οικονομική σκοπιά τόσο για την εταιρεία όσο και για τους κατόχους τους και θα αναλυθούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα έκδοσης τους για τα μέρη. Θα εξεταστεί, επιπλέον, η συμβολή τους στο πεδίο των συγκρούσεων συμφερόντων μέσα σε μία ανώνυμη εταιρεία. Η οικονομική σημασία έγκειται στο ότι οι επενδυτές έχουν επενδύσει στην εταιρεία παρακολουθώντας την πορεία της επιχείρησης ως μελλοντικοί μέτοχοι. Τέλος, θα αναπτύξουμε διάφορες οπτικές που σχετίζονται με την προστασία των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών σε περίπτωση που υφίσταται κίνδυνος απίσχνανσης ή ακόμα και στην ένταξη της σε κάποια διαδικασία αφερεγγυότητας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: Τα χαρακτηριστικά και η διαδικασία έκδοσης του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες**

### **1.1 Οι μετατρέψιμες ομολογίες ως μέσο εξωτερικής χρηματοδότησης**

Προκειμένου οι ανώνυμες εταιρείες να είναι βιώσιμες και επιτυχημένες λαμβάνουν πέρα από την εσωτερική και εξωτερική χρηματοδότηση, η πρώτη εκ των οποίων πηγάζει από την ομαλή διεξαγωγή του επιχειρηματικού έργου και τις κερδοφόρες χρήσεις είτε από πηγές εκτός εταιρείας δηλαδή από τρίτους δανειστές<sup>1</sup>. Περαιτέρω, η εξωτερική χρηματοδότηση διακρίνεται σε χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια όπου αποκτάται εταιρική συμμετοχή και η ιδιότητα του μετόχου και σε χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια (δανεισμός) οπότε και πρόκειται για πιστωτές στην δεύτερη<sup>2</sup>. Ο τρόπος και τα μέσα χρηματοδότησης επαφίενται στην ελεύθερη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης από την διοίκηση της εταιρείας με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον<sup>3</sup>.

Παραδοσιακά στην θεωρία και όχι με νομοθετική διατύπωση, γίνεται διάκριση σε κεφάλαιο και χρέος<sup>4</sup> για την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με θετικά και αρνητικά που φέρει κάθε κατηγορία χρηματοδότησης. Ενδεικτικά, η πορεία της εταιρείας είναι συνυφασμένη με την φύση της μετοχής, δηλαδή να λαμβάνει τις αποδόσεις της πάντα ανάλογα με την κερδοφόρα ή μη πορεία της επιχείρησης. Αντίθετα, με τις εκάστοτε μορφές χρέους που τα ποσά που επιστρέφονται συμπεριλαμβανομένων των τόκων δεν μπορούν να υπερβούν ένα συγκεκριμένο ποσό<sup>5</sup>. Η εκπλήρωση των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων, όπως αυτά είναι εγγεγραμμένα στους ισολογισμούς της εταιρείας, προκειμένου να λειτουργεί ομαλά η οντότητα και να μην καταστεί αφερέγγυα είναι αναγκαίο να αποτελούν την απόλυτη προτεραιότητα για τους διοικητές της εταιρείας. Η μη αναλογική απόδοση των οφειλομένων ανάλογα με την πορεία της εταιρείας είναι ένα «νόμισμα» που έχει δύο όψεις, την αρνητική όπως προείπαμε και την θετική που σημαίνει ότι σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας οι δανειστές είναι αυτοί που θα ικανοποιηθούν πρώτοι, σε αντίθεση με τους μετόχους οι οποίοι λαμβάνουν το προϊόν της εκκαθάρισης τελευταίοι και μόνο εφόσον υπάρχει περίσσειμα<sup>6</sup>.

Η προσκόλληση όμως σε αυτές τις δύο κατηγορίες χρηματοδότησης δεν συνάδει με τις διεθνείς χρηματοδοτικές εξελίξεις. Έτσι, παρά το *numerus clausus* των κινητών αξιών που μπορεί να εκδίδει μια εταιρεία, όπως ορίζει το άρθρο 33 του νόμου

<sup>1</sup> Στοϊκό εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα, Ανώνυμες Εταιρείες, Ι, 334, Σωτηρόπουλο εις ΔικΑΕ, τόμος 1, 2002, εισαγωγικές παρατηρήσεις άρθρων 3α-3β

<sup>2</sup> Βερβεσσός εις ΔικΑΕ 2010, εισαγωγικές παρατηρήσεις 3<sup>α</sup>-3β, 1

<sup>3</sup> Τουντόπουλο, εις Τάσεις και προοπτικές του Δικαίου της ΑΕ, 18<sup>ο</sup> ΠΣΕΔ, 250

<sup>4</sup> Τουντόπουλο, εις Τάσεις και προοπτικές του Δικαίου της ΑΕ, 18<sup>ο</sup> ΠΣΕΔ, 252

<sup>5</sup> Στοϊκό εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα, Ανώνυμες Εταιρείες, Ι, 334

<sup>6</sup> Στοϊκό εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα, Ανώνυμες Εταιρείες, Ι, 335



4548/2018, η αυστηρότητα αυτή δεν είναι απαρέγκλιτη<sup>7</sup> και δύνανται να ορίζονται υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης.

Γίνεται λοιπόν λόγος για ενδιάμεσες μορφές χρηματοδότησης (mezzanine finance) που κείνται ανάμεσα σε κεφάλαιο και χρέος. Χαρακτηριστικό τους ο συνδυασμός ιδιοτήτων και των δύο κατηγοριών σε έναν εκδιδόμενο τίτλο<sup>8</sup>. Στόχος η ευνοϊκότερη απόδοση κερδών με το μικρότερο ρίσκο<sup>9</sup>. Εν συνεπεία, δημιουργούνται τίτλοι με ιδιαίτερα πλεονεκτήματα που προσελκύουν τους επενδυτές<sup>10</sup>. Παρατηρείται μια τάση άρσης των απαγορεύσεων με την θέσπιση στο άρθρο 33 και άλλων τίτλων πέρα από τους περιοριστικά αναφερόμενους εφόσον προβλέπονται από ειδικές διατάξεις. Ο κατ' αρχήν περιοριστικός κατάλογος δεν επιτρέπει την προσθήκη ξεχωριστής κατηγορίας τίτλου αλλά μπορεί ελεύθερα να διαμορφωθεί το περιεχόμενο του κάθε τίτλου, υπό την επιφύλαξη της μη πρόσκρουσης του σε αναγκαστικού δικαίου διατάξεις<sup>11</sup>. Έτσι, με τον νέο νόμο επιτρέπεται η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών και ο κάτοχος τους καθίσταται εν δυνάμει μέτοχος με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής όπως θα αναλύσουμε παρακάτω. Ο υβριδικός χαρακτήρας προκύπτει από την δυνατότητα μετατροπής της ομολογίας σε μετοχή<sup>12</sup>. Η μετατροπή αυτή έχει ως συνέπεια την ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου η οποία συνεπάγεται την αλλαγή της σχέσης του ομολογιούχου με την εταιρεία αφού από πιστωτής καθίσταται μέτοχος και η απαίτηση από την ομολογία παύει να υφίσταται<sup>13</sup>.

Μερικοί από τους σκοπούς που μπορεί να εξυπηρετεί ένα υβριδικό μόρφωμα είναι η μεταβολή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος, η αρωγή σε συγχωνεύσεις και εξαγορές και σε προσπάθειες εξυγίανσης της επιχείρησης<sup>14</sup>.

## **2. Μία ιστορική αναδρομή , οι ν.3156/2003 και ν. 2190/1920 μέχρι τον.4548/2018**

Μέχρι το 1992 η έκδοση ομολογιακών δανείων με μετατρέψιμες ομολογίες παρέμενε φειδωλή στην Ελλάδα εξαιτίας κάποιων παραγόντων οι οποίοι βελτιώθηκαν από το 1994 και έπειτα. Η πρόβλεψη της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής σε οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την λήξη του δανείου βοήθησαν στην αύξηση της χρηματοδότησης με μετατρέψιμο χρέος<sup>15</sup>.

Στην ελληνική έννομη τάξη δεν υπήρχε κατοχυρωμένος νομοθετικά ο θεσμός του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες μέχρι το άρθρο 2 του ν.4237/1962 με το οποίο εισήλθε το άρθρο 3α στον ν.2190/1920. Η εισηγητική έκθεση του ν.4237/1962 τονίζει μάλιστα την σπουδαιότητα των μετατρέψιμων ομολογιών<sup>16</sup>.

<sup>7</sup> Ρόκας εις ΔικΑΕ 2024, άρθρο 33,532

<sup>8</sup> Ρόκας εις ΔικΑΕ 2024, άρθρο 33,532

<sup>9</sup> Λιναρίτης, οι τίτλοι κτήσης μετοχών (warrants), Νομική Βιβλιοθήκη, 2017

<sup>10</sup> Λιναρίτης, ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ 2019,1250

<sup>11</sup> Ρόκας εις Δικ ΑΕ 2024, άρθρο 33,532

<sup>12</sup> Αντωνόπουλος, δίκαιο ΑΕ και ΕΠΕ, δ' έκδοση, 2012

<sup>13</sup> Σωτηροόπουλος εις ΔικΑΕ, β έκδοση, 2002, άρ. 3<sup>ο</sup>, αριθμ.82

<sup>14</sup> Βλ. αναλυτικά Τουντόπουλο, εις Τάσεις και προοπτικές του Δικαίου της ΑΕ, 18<sup>ο</sup> ΠΣΕΔ,

<sup>15</sup> Καινούργιος, έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, μεταβολή της κεφαλαιακής διάρθρωσης και σηματοδότηση: Μια συγκριτική μελέτη για το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, Σπουδαί, Τόμος 53, τεύχος 3, 2003

<sup>16</sup> Βερβεσσός εις ΔικΑΕ ,τόμος 10,2005,299

Υστερα, με τον ν.3156/2003 όπου ρυθμίστηκαν ζητήματα που αφορούσαν τα ομολογιακά δάνεια, διατηρήθηκαν οι ρυθμίσεις του άρθρου 3α του ν.2190/1920 και εφαρμόζονταν από αυτόν όσα δεν ρυθμίζονταν ειδικά για το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο στο άρθρο 3<sup>α</sup> στον ν.3156/2003<sup>17</sup>. Με τον νόμο αυτό καθιερώθηκε η αρχή της ίσης μεταχείρισης των ομολογιούχων δανειστών η οποία δεν μπορεί να μην λαμβάνεται υπόψη στις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων. Ειδικότερα, προβλεπόταν ότι απαγορεύεται στην συνέλευση των ομολογιούχων να αποφασίζει την μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές υπό την έννοια της κεφαλαιοποίησης της απαίτησης των ομολογιούχων με απόφαση της συνέλευσης και όχι απαραίτητα την μετατροπή των μετατρέψιμων ομολογιών σε μετοχές<sup>18</sup>. Με τον νόμο 4548/2018 που τέθηκε σε ισχύ από 1/1/2019 για τις ανώνυμες εταιρείες καταργήθηκαν τα άρθρα 1-9 του ν.3156/2003. Εισήχθη, όπως προαναφέραμε, το άρθρο 33 ως προσπάθεια διάσπασης της αρχής του κλειστού αριθμού των κινητών αξιών που εκδίδει η εταιρεία<sup>19</sup>. Οι κυριότερες αλλαγές αφορούν: Την αρμοδιότητα έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων από την Γενική Συνέλευση στο Διοικητικό Συμβούλιο (άρ.59 του ν.4548/2018) με την διατήρηση της αρμοδιότητας μόνο σε περίπτωση έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου (άρ.71 και 72 ν.4548/2018). Αναφορικά με την απόκτηση ιδίων ομολογιών από την εκδότρια εταιρεία, δεν απαιτείται η προηγούμενη απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου διότι δεν χρήζει συλλογικής ενέργειας του διοικητικού συμβουλίου<sup>20</sup>. Όμως στην περίπτωση απόκτησης ιδίων ομολογιών καταργείται το δικαίωμα μετατροπής.

Επιπρόσθετα και σε αντίθεση με τον ν.3156/2003, η συνέλευση των ομολογιούχων μπορεί να αποφασίζει την μετατροπή των μετατρέψιμων ομολογιών σε μετοχές. Η αιτιολογική έκθεση του ν.4548/2018 εξισορροπεί την ρύθμιση αυτή με την πρόβλεψη αυξημένης απαρτίας και πλειοψηφίας ή ακόμα και ομοφωνίας για την λήψη της απόφασης αυτής. Επομένως, οι αλλαγές που εισήχθησαν για τις μετατρέψιμες ομολογίες, πέρα από την απαγόρευση άσκησης του δικαιώματος μετατροπής σε περίπτωση απόκτησης ομολογιών από την ίδια την εκδότρια και την λήψη απόφασης για την μετατροπή από την συνέλευση των ομολογιούχων που έγινε ήδη λόγος, αφορούν την «υποχρεωτικά μετατρέψιμη ομολογία» και την αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής εφόσον πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις οι οποίες θα αναπτυχθούν παρακάτω.

### **3. Το ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες**

#### **3.1 Η νομική φύση και τα δικαιώματα της μετατρέψιμης ομολογίας**

Η μετατρέψιμη ομολογία είναι αξιόγραφο και συγκεκριμένα χρεόγραφο το οποίο και ενσωματώνει έντοκη χρηματική απαίτηση του δικαιούχου κατά της εκδότριας. Δίνεται στους ομολογιούχους οι οποίοι προβαίνουν στην κάλυψη του και έπειτα στην

<sup>17</sup> Βερβεσσός εις ΔικΑΕ, τόμος 10, 2005, 297

<sup>18</sup> Εισηγητική έκθεση του ν.3156/2003 για το άρθρο 3

<sup>19</sup> Περάκης, το νέο δίκαιο της Ανώνυμης εταιρείας, 31-32

<sup>20</sup> Χουλιάρα, οι μετατρέψιμες ομολογίες ως εργαλείο χρηματοδότησης, Νομική βιβλιοθήκη, 2019, 23

καταβολή του ποσού που αντιστοιχεί σε κάθε μία ομολογία<sup>21</sup>. Παρακάτω σταχυολογούνται τα βασικά δικαιώματα που προκύπτουν από την φύση της μετατρέψιμης ομολογίας και την διαφοροποιούν από τις κοινές ομολογίες.

### 3.1.1 Το δικαίωμα μετατροπής

Η ειδική μορφή του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες ξεχωρίζει από τις λοιπές μορφές των ομολογιακών δανείων καθώς πέρα από τα βασικά δικαιώματα στο κεφάλαιο και στον τόκο οι ομολογιούχοι έχουν στην διάθεση τους και το δικαίωμα μετατροπής, δηλαδή μπορούν να τρέψουν τις ομολογίες που έχουν στην κυριότητα τους σε μετοχές και να καταστούν μέτοχοι της εταιρείας<sup>22</sup>. Έχει δημιουργηθεί διχογνωμία σχετικά με το αν οι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών πρέπει να θεωρούνται μέτοχοι υπό αίρεση. Ο Βερβεσός υποστηρίζει ότι δεν πρέπει να λαμβάνουν αυτόν τον χαρακτηρισμό διότι δεν έχουν μετοχικές υποχρεώσεις ούτε μετοχικά δικαιώματα πριν την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής<sup>23</sup>. Αντίθετα, η Ταρνανίδου και ο Τουντόπουλος κάνουν λόγο για μετόχους υπό αίρεση διότι έχουν δικαίωμα προσδοκίας να γίνουν μέτοχοι της εταιρείας<sup>24</sup>. Θα απολαμβάνουν έτσι τα δικαιώματα που απορρέουν από την μετοχική σχέση δηλαδή το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, την απόληψη μερίσματος και το δικαίωμα προτίμησης σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου<sup>25</sup>. Το δικαίωμα μετατροπής αποτελεί ένα ατομικό δικαίωμα των μετόχων και δεν μπορεί να θιγεί με καταστατική ρήτρα<sup>26</sup>. Πρόκειται για ένα διαπλαστικό δικαίωμα το οποίο ασκείται από τους ομολογιούχους δανειστές και τα αποτελέσματα του επέρχονται με την περιέλευση της δήλωσης βούλησης τους προς την εταιρεία και την απόσβεση της ενοχής της ομολογίας<sup>27</sup>. Περιέχει ταυτόχρονα και την αποδοχή της πρότασης για ανάληψη μετοχών η οποία (πρόταση) ενυπάρχει κατά την έκδοση της ομολογίας<sup>28</sup>. Η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής είναι συνυφασμένη και με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

Ασκείται είτε όταν η τιμή των μετοχών που δικαιούται να λάβει ο κομιστής είναι μεγαλύτερη από το ποσό που κατέβαλε για την απόκτηση των ομολογιών είτε η απόδοση των μετοχών είναι μεγαλύτερη από την απόδοση των ομολογιών<sup>29</sup>. Αφού προσφέρεται το δικαίωμα αυτό, ο τόκος των μετατρέψιμων ομολογιών είναι μικρότερος από την απόδοση άλλων μορφών ομολογιών, που δεν παρέχουν το δικαίωμα αυτό<sup>30</sup>. Παρακάτω θα επεξηγηθεί το σύνολο της διαδικασίας έκδοσης των

<sup>21</sup> Πασσιάς, το δίκαιον της Ανωνύμου Εταιρείας, 1969, 108

<sup>22</sup> Σωτηρόπουλος εις ΔικΑΕ, β έκδοση, 2002. άρ. 3<sup>α</sup>, αριθμ. 82

<sup>23</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, 2010, άρθρο 3<sup>α</sup>

<sup>24</sup> Ταρνανίδου, η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκεΔ 199, 421, Τουντόπουλο, εις Τάσεις και προοπτικές του Δικαίου της ΑΕ, 18<sup>ο</sup> ΠΣΕΔ

<sup>25</sup> Ταρνανίδου, η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκεΔ 199, 421

<sup>26</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, β έκδοση, 2002. άρ. 3<sup>α</sup>, αριθμ. 95

<sup>27</sup> Στοιός, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα, 381, 27

<sup>28</sup> Ταρνανίδου, η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκεΔ 199, 421

<sup>29</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δικαιο, Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών, 182-183

<sup>30</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 182-183

ομολογιακών δανείων με μετατρέψιμες ομολογίες ,συμπεριλαμβανομένου και του τρόπου άσκησης του δικαιώματος μετατροπής.

### **3.1.2 Δικαίωμα ανάκλησης ή πρόωρης εξόφλησης**

Αν και δεν δίνεται ρητά η δυνατότητα στην ελληνική νομοθεσία, μαζί με το δικαίωμα μετατροπής δίνεται και το δικαίωμα στην εκδότρια να εξοφλεί τις ομολογίες πριν τον χρόνο λήξης τους. Η πρόωρη εξόφληση από την εκδότρια δικαιολογείται στο πλαίσιο βούλησης αποδέσμευσης της από το χρέος ενδεχομένως για να χρηματοδοτηθεί με άλλα ευνοϊκότερα για την οικονομική της κατάσταση μέσα, ιδίως με χαμηλότερα επιτόκια<sup>31</sup>. Η ανάκληση δύναται να επέλθει έπειτα από συμφωνία κατά την διάρκεια του ομολογιακού δανείου είτε να προβλέπεται ρητά στην σύμβαση<sup>32</sup>. Υπάρχει, όμως, δυνατότητα αν δεν υπάρχει σχετική ρήτρα, η εκδότρια να αποφασίσει μονομερώς την άσκηση του συγκεκριμένου δικαιώματος βασιζόμενη στο άρθρο 324 ΑΚ<sup>33</sup>. Πιο συγκεκριμένα, ο οφειλέτης-εκδότρια θα έχει την ευχέρεια να προεκπληρώσει την παροχή πριν δηλαδή αυτή καταστεί ληξιπρόθεσμη αν δεν υπάρχει αντίθετη συμβατική πρόβλεψη<sup>34</sup>. Η προϋπόθεση που τίθεται όμως από το άρθρο 324 ΑΚ είναι να μην δημιουργείται ζημία για τον δανειστή από την πρόωρη εξόφληση, προϋπόθεση που προκαλεί ερωτηματικά για το επιτρεπτό η όχι της πρόωρης ανάκλησης. Ο Κουλουριάνος (με περαιτέρω παραπομπές) καταλήγει στο επιτρεπτό ως προς την άσκηση της πρόωρης εξόφλησης μόνο στην περίπτωση που αναγράφεται στην σύμβαση έκδοσης του ομολογιακού δανείου οπότε τότε γίνεται λόγος για ανακλητές ομολογίες<sup>35</sup>. Σε περίπτωση μερικής πρόωρης εξόφλησης του δανείου και προκειμένου να μην θιγεί η αρχή της ίσης μεταχείρισης των ομολογιούχων δανειστών η μερική εξόφληση γίνεται κατά το ποσοστό συμμετοχής τους στο δάνειο<sup>36</sup>.

Ειδικά επί μετατρέψιμων ομολογιών και σε αντίθεση με την ανάκληση των κοινών ομολογιών όπου υπάρχει συγκεκριμένο και λεπτομερές πρόγραμμα εξόφλησης, συνήθως δεν προβλέπεται χρονικό σημείο άσκησης και μπορεί να συμφωνηθεί ότι οι ομολογίες θα εξοφληθούν όταν η τιμή της μετοχής υπερβεί κατά κάποιο ποσοστό την τιμή της μετατροπής<sup>37</sup>.

#### **3.1.2.1 Η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής σε περίπτωση ανάκλησης**

Το δικαίωμα μετατροπής αποσβέννυται σε περίπτωση πρόωρης εξόφλησης των ομολογιών. Ωστόσο, τα συμφέροντα των ομολογιούχων θίγονται και είναι αναγκαίο να τους δοθεί η δυνατότητα πρόωρης άσκησης του δικαιώματος μετατροπής ώστε να

<sup>31</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δικαιο,182

<sup>32</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 183

<sup>33</sup> Απ Γεωργιάδης,Ενοχικό Δίκαιο,γενικό μέρος,2018

<sup>34</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δικαιο,οπ.184

<sup>35</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,184

<sup>36</sup> Κουλουριάνος,οπ.,185

<sup>37</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δικαιο,210

έχουν την ευχέρεια να αποφασίσουν αν θα μετατρέψουν τις ομολογίες τους σε μετοχές ή αν αυτές θα προεξοφληθούν<sup>38</sup>. Στο κεφάλαιο περί της διαδικασίας άσκησης του δικαιώματος μετατροπής θα εξεταστεί και ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος αυτού.

#### **4. Αρμοδιότητα έκδοσης απόφασης**

Επειδή, όπως προαναφέρθηκε, άμεση συνέπεια της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της κεφαλαιοποίησης του παθητικού<sup>39</sup> κατά το ποσό που έχει συμφωνηθεί στους όρους του ομολογιακού δανείου, η διαδικασία έκδοσης διακρίνεται και αυτή σε τακτική και έκτακτη έκδοση. Στην συνέχεια αναλύεται η διαδικασία έκδοσης και με τους δύο τρόπους.

##### **4.1 Η τακτική έκδοση**

Στο άρθρο 71 παρ.1 του ν.4548/2018 ορίζεται ότι αρμόδια για την λήψη απόφασης σχετικά με την έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες είναι η Γενική Συνέλευση η οποία πρέπει να συνεδριάζει με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία ήτοι την απαρτία των 2/3 του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και την πλειοψηφία των 2/3 των παραστώντων στην Γενική Συνέλευση μετόχων. Ενδέχεται φυσικά στο καταστατικό να προβλέπονται και υψηλότερα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας. Γίνεται αντιληπτό ότι εισάγεται παρέκκλιση από την αρμοδιότητα για την έκδοση κοινού ομολογιακού δανείου, η οποία, σύμφωνα με το άρθρο 59 παρ. 2 ανήκει καταρχήν στο ΔΣ, εκτός αν ο νόμος ή το καταστατικό ορίζουν διαφορετικά. Εφόσον υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετόχων πρέπει, για να αποφασιστεί η έκδοση, να εγκριθεί από κάθε κατηγορία μετόχων τα δικαιώματα των οποίων θίγονται από την έκδοση του δανείου με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία σύμφωνα με τα άρθρα 71 παρ.1 εδ. γ' και 25 παρ.3 και 4 του ν.4548/2018.

##### **4.1.1 Τροποποίηση του καταστατικού ή όχι;**

Γεννάται η απορία αν η απόφαση για έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου συνιστά και τροποποίηση του καταστατικού και άρα χρήζει διοικητικής έγκρισης<sup>40</sup>. Την απάντηση στο ερώτημα αυτό δίνει ο χαρακτηρισμός «αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπό αίρεση» καθώς κατά τον Τριανταφυλλάκη<sup>41</sup> η αύξηση του κεφαλαίου συνιστά πάντα τροποποίηση του καταστατικού. Η άποψη αυτή<sup>42</sup> μειοψηφούσε καθώς η κρατούσα στην νομολογία άποψη συμπορευόταν με τις διατυπώσεις του νόμου και συγκεκριμένα με ό,τι προβλεπόταν στην παράγραφο 5 του άρθρου 3<sup>α</sup> όπου ορίζεται ότι οι αυξήσεις κεφαλαίου των περιπτώσεων αυτών δεν συνιστούν και τροποποίηση του καταστατικού. Ειδικότερα, η τροποποίηση του

<sup>38</sup> Brennan/Schwartz, "Convertible Securities", New Palgrave Dictionary of Money and Finance", 1992, p.453

<sup>39</sup> Ρόκας, Δίκαιο εμπορικών εταιρειών, 413, Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, 459

<sup>40</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, 2002, αριθμ. 106

<sup>41</sup> Τριανταφυλλάκης, ΔικΑΕ

<sup>42</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., 87, Γεωργακόπουλος, 1972, 404, Λεβαντής, εταιρείες 2000, 72

καταστατικού θεωρείτο ότι είχε ήδη επέλθει με την απόφαση για έκδοση του ομολογιακού δανείου και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου επέρχετο απλώς σε μεταγενέστερο χρόνο οπότε και ήταν περιττή επιπρόσθετη διοικητική έγκριση<sup>43</sup>. Ωστόσο, με τα σημερινά δεδομένα, είναι δυνατό να λεχθεί ότι όλες οι τέτοιου είδους αποφάσεις συνιστούν τροποποίηση του καταστατικού ή εστω προσαρμογές του όπως μαρτυρά και η αιτιολογική έκθεση του άρθρου 24 παρ.4. Η ίδια η διάταξη αναφέρει ότι στην έκτακτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι δυνατή η τροποποίηση του καταστατικού που δεν απαιτεί διοικητική έγκριση.<sup>44</sup>

#### **4.1.2 Περιεχόμενο της απόφασης τακτικής έκδοσης**

Σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 71 του ν.4548/2018, κατά την διαδικασία έκδοσης του δανείου καθορίζεται το είδος του, ο χρόνος και ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, η τιμή ή ο λόγος της μετατροπής ή το εύρος τους. Αν κάποια από τα ανωτέρω στοιχεία δεν έχουν οριστεί με την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, τότε το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει επακριβώς τον λόγο ή την τιμή της μετατροπής πριν ακριβώς την έκδοση του δανείου<sup>45</sup>. Αν, ωστόσο, έχει επιληφθεί επί του καθορισμού των στοιχείων αυτών η Γενική Συνέλευση, τότε το Διοικητικό Συμβούλιο δεν έχει καμία αρμοδιότητα επί των θεμάτων αυτών<sup>46</sup>. Αποτελεί, όμως, πάγια πρακτική οι Γενικές Συνελεύσεις να μην καθορίζουν επακριβώς την τιμή της μετατροπής ή να θέτουν ένα κατώτατο όριο και να εξουσιοδοτείται το Διοικητικό Συμβούλιο να το πράξει καθώς ενδέχεται να μεταβληθούν οι συνθήκες στην αγορά στο διάστημα μεταξύ της έκδοσης του δανείου και της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής<sup>47</sup>. Ως ανώτερο όριο ισχύει το προβλεπόμενο στο άρθρο 71 παρ.2 σύμφωνα με το οποίο απαγορεύεται χορήγηση μετοχών ονομαστικής αξίας ανώτερης της τιμής έκδοσης των μετατρεπόμενων ομολογιών. Αφού η Γενική Συνέλευση ως το αρμόδιο όργανο μπορεί να καθορίσει το σύνολο των όρων του δανείου ή μερικούς από αυτούς οπότε και να εξουσιοδοτήσει το Διοικητικό Συμβούλιο να τους συμπληρώσει ή να τους ειδικεύσει, μπορεί ακόμα και να μην επιτρέψει στο ΔΣ να καθορίσει κάποιους από αυτούς<sup>48</sup>. Σε περίπτωση απαγόρευσης καθορισμού των όρων, αν το ΔΣ ενεργήσει κατά παράβαση των όρων της απόφασης του ΔΣ τότε θα πρόκειται για περίπτωση έκδοσης με τους όρους της έκτακτης έκδοσης της περ. β' της παρ.2 του άρθρου 71 την οποία θα εξετάσουμε στο επόμενο υποκεφάλαιο<sup>49</sup>.

#### **4.1.3 Το περιεχόμενο της έκθεσης του ΔΣ**

Αφού η απόφαση της ΓΣ χαράσσει ένα γενικό πλαίσιο για την δράση του ΔΣ θα πρέπει με την έκθεση του το ΔΣ να αποφασίζει πέρα από την τιμή της έκδοσης των νέων μετοχών μετά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής τον επιχειρηματικό σκοπό τον οποίο έχει η εταιρεία με την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και για ποιον λόγο επέλεξε τον συγκεκριμένο τρόπο χρηματοδότησης έναντι άλλων, αν αποκλεισθούν οι μέτοχοι από το δικαίωμα προτίμησης (για το οποίο θα

<sup>43</sup> Στοικός εις Αντωνόπουλο /Μούζουλα όπου και αναλύεται το ζήτημα και υπό το προισχύσαν δίκαιο

<sup>44</sup> Χουλιαρά, Οι μετατρέψιμες ομολογίες ως εργαλείο χρηματοδότησης, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 48

<sup>45</sup> Αρ.3<sup>α</sup> παρ.2 εδ. β' ν.2190/1920

<sup>46</sup> Στοικός εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα, αρ.3<sup>α</sup>, αριθμ.9

<sup>47</sup> Στοικός, ο.π., αριθμ.9

<sup>48</sup> Στοικός, ο.π., αριθμ.9

<sup>49</sup> Στοικός, ο.π., αριθμ.9

γίνει λόγος σε επόμενο κεφάλαιο) να τεκμηριωθεί ο λόγος αποκλεισμού<sup>50</sup>. Τέλος, να αιτιολογηθεί για ποιον λόγο προτείνεται η διάθεση των ομολογιών με ιδιωτική τοποθέτηση ή δημόσια προσφορά κάθε φορά<sup>51</sup>.

#### **4.1.4 Απάλειψη ποσοτικών περιορισμών**

Σε αντίθεση με τα προ του ν.3156/2003 όπου είχε τεθεί περιορισμός ως προς το ποσό έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, δεν υφίσταται πλέον κανένα όριο για την έκδοση του ομολογιακού δανείου<sup>52</sup>. Στο προισχύσαν δίκαιο δεν επιτρεπόταν η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου σε ποσό που υπερέβαινε το ήμισυ του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, συνυπολογιζομένου μάλιστα και του ύψους τυχόν υφισταμένου ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες.<sup>53</sup> Δικαιολογητικό λόγο της ρύθμισης αυτής αποτελούσε η εξασφάλιση της προστασίας των μετόχων και ο περιορισμός αυτός επιβαλλόταν σε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου με δημόσια εγγραφή<sup>54</sup>. Σε περίπτωση σύναψης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με δημόσια εγγραφή απαιτούνταν κατά το άρθρο 8<sup>α</sup> του ν.2190/1920 άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ώστε να προστατευθούν οι άπειροι μικροεπενδυτές.<sup>55</sup> Από τον 3156/2003 και ύστερα, η προστασία των μετόχων εξασφαλίζεται από την απαιτούμενη αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία για την λήψη της απόφασης<sup>56</sup>. Η απάλειψη του περιορισμού αυτού διατηρήθηκε και με τον ν.4548/2018.

#### **4.2 Η έκτακτη έκδοση**

Η έκτακτη έκδοση προβλέπεται στην παράγραφο 1 στοιχείο β' του άρθρου 71 του ν.4548/2018 σύμφωνα με το οποίο η Γενική Συνέλευση με απλή απαρτία και πλειοψηφία και το Διοικητικό Συμβούλιο μπορούν να αποφασίζουν την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου σύμφωνα με τους όρους του άρθρου 24 παρ.1 δηλαδή με τις προϋποθέσεις για την έκτακτη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Ο τύπος της έκτακτης έκδοσης προτιμάται καθώς προσφέρει ταχύτητα και ευελιξία για την λήψη αποφάσεων και εν προκειμένου την αύξηση των χρηματορροών στην εταιρεία έναντι της τακτικής έκδοσης η οποία καθυστερεί καθώς πρέπει να υπάρξει σύγκληση και συγκρότηση της εξαιρετικής ΓΣ, μια πιο σύνθετη διαδικασία.<sup>57</sup>

<sup>50</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο,Σάκκουλας,2012,141-142

<sup>51</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο,Σάκκουλας,2012,141-142

<sup>52</sup> άρ.3<sup>α</sup> παρ.1 ν.2190/1920 πριν τον 3156/2003

<sup>53</sup> Σωτηρόπουλος,ο.π.,αριθμ.91,Πασσιάς,Το δίκαιον της Ανώνυμης εταιρείας,Π,91-92

<sup>54</sup> Δεληκωστόπουλος/Σινανιώτης, Έκδοσις ομολογιακού δανείου υπό ανωνύμου εταιρείας, ΝοΒ 1970,1153

<sup>55</sup> Δεληκωστόπουλος/Σινανιώτης, Έκδοσις ομολογιακού δανείου υπό ανωνύμου εταιρείας, ΝοΒ 1970,1153

<sup>56</sup> Μεταλλήνός, Τα ομολογιακά δάνεια υπό το ιδιωτικό διεθνές δίκαιο,εις ΠΣΕΕ 2008,115

<sup>57</sup> Κουλουριάνος,Η έκδοση του ομολογιακού δανείου....147

#### **4.2.1 Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου**

Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών επιτρέπεται με την συγκέντρωση της πλειοψηφίας των 2/3 των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου εφόσον κάτι τέτοιο προβλέπεται στο αρχικό ή στο τροποποιητικό καταστατικό της εκδότριας εταιρείας ή έχει εξουσιοδοτηθεί τούτο από την Γενική Συνέλευση<sup>58</sup>. Η εξουσιοδότηση της Γενικής Συνέλευσης δίνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία και ισχύει για μία πενταετία με δυνατότητα ανανέωσης για μία ακόμη πενταετία<sup>59</sup>. Τα αυξημένα ποσοστά προκύπτουν πρώτον από την ερμηνεία ότι η απόφαση της ΓΣ πρέπει κάπως να εξισορροπήσει την απουσία καταστατικής πρόβλεψης και δεύτερον ότι η λήψη απόφασης από την συνήθη ΓΣ θα παρέκαμπε τις αυστηρές προϋποθέσεις που θέτει η παρ. 2 του άρθρου 24 του ν.4548/2018 ήτοι την καταστατική πρόβλεψη και τον περιορισμό της πενταετίας.<sup>60</sup> Το Διοικητικό Συμβούλιο δεν είναι υποχρεωμένο να προχωρήσει στην λήψη απόφασης παρά την εξουσιοδότηση εφόσον όμως το πράξει θα δεσμεύεται από τα όρια της εξουσιοδότησης.<sup>61</sup> Εν προκειμένω, η δημοσιότητα της απόφασης είναι συστατική καθώς πρόκειται για τροποποίηση του καταστατικού η οποία ρητά εξαιρείται από τον διοικητικό έλεγχο.<sup>62</sup> Τούτο αποτελεί διαφοροποίηση σε σύγκριση με τον ν.2190/1920 όπου η έκτακτη έκδοση του δανείου δεν αποτελούσε καν τροποποίηση του καταστατικού και άρα η δημοσιότητα ήταν δηλωτική<sup>63</sup>.

Σε αντίθεση με την περίπτωση της τακτικής αύξησης όπου αποφασίζει με υψηλά ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας το κυρίαρχο όργανο της εταιρείας οπότε και δρα χωρίς περιορισμούς, σε περίπτωση έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών σύμφωνα με τους όρους του αρ.24 παρ.1 ορίζονται χρονικοί και ποσοτικοί περιορισμοί κατά την διαδικασία της έκδοσης οι οποίοι είναι αναγκαστικού δικαίου και δεν μπορούν να καταργηθούν ή να τροποποιηθούν από το καταστατικό και να δοθεί ευρύτερη ευχέρεια δράσης στο ΔΣ απ' ό, τι ορίζει ο νόμος.<sup>64</sup> Αντίθετα, είναι δυνατό να προβλεφθούν περισσότερα εμπόδια που θα δυσκολέψουν την δράση του ΔΣ η οποία θα λαμβάνει χώρα υπό δυσκολότερες ή περισσότερες προϋποθέσεις<sup>65</sup>. Ειδικότερα:

#### **4.2.2 Έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών κατά την πρώτη πενταετία**

Η εκδότρια εταιρεία μπορεί να εκδίδει μετατρέψιμες ομολογίες με απόφαση του ΔΣ μόνο μέσα σε πέντε χρόνια από την σύσταση της εταιρείας ή την τροποποίηση του καταστατικού<sup>66</sup> ή από την απόφαση της Γενικής Συνέλευσης με δυνατότητα ανανέωσης αμέσως μετά την λήξη της ισχύος της προηγούμενης. Η ανανέωση λαμβάνει χώρα με νέα απόφαση ΓΣ και ισχύει αντίστοιχα για μια πενταετία.<sup>67</sup>

<sup>58</sup> Βερβεσός, ΔικΑΕ,2005,432

<sup>59</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ,2003,93

<sup>60</sup> Στοιός,ο.π.,374

<sup>61</sup> Παμπούκης, Δίκαιον Ανώνυμης Εταιρείας,207 επ.

<sup>62</sup> Αρ.3<sup>α</sup> του ν.2190/1920

<sup>63</sup> 24 παρ.4 του ν.4548/2018

<sup>64</sup> Τριανταφυλλάκης, εις ΔικΑΕ 2010,13-13<sup>α</sup>,160

<sup>65</sup> Ο.π.,160

<sup>66</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ,2002,92

<sup>67</sup> Άρθρο 13 παρ.1 εδ. γ' του ΚΝ. 2190/1920



### **4.2.3 Περιορισμοί ανάλογα με το ύψος του καταβεβλημένου κεφαλαίου**

Εισάγεται σε περιπτώσεις έκτακτης έκδοσης ποσοτικός περιορισμός ο οποίος τίθεται ανάλογα με το ύψος του καταβεβλημένου κεφαλαίου στην εκδότρια εταιρεία. Το ύψος του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζεται αν η απόφαση λήφθηκε με τροποποίηση του καταστατικού κατά τον χρόνο της τροποποίησης του, ενώ αν δόθηκε με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, το ανώτατο ύψος έκδοσης καθορίζεται με βάση το καταβεβλημένο κεφάλαιο που υπήρχε κατά τον χρόνο λήψης της απόφασης.<sup>68</sup>

Διαφοροποιείται όμως το ύψος του καταβεβλημένου κεφαλαίου το οποίο απαγορεύεται να υπερβαίνει το τριπλάσιο είτε του αρχικού είτε του μετά την τροποποίηση καταβεβλημένου κεφαλαίου σύμφωνα με το άρθρο 24 παρ.4 στο οποίο παραπέμπει το άρθρο 71.Επομένως,πολλαπλασιάζεται το ύψος που απαιτείται για την απαγόρευση εν συγκρίσει με το προισχύσαν δίκαιο όπου το ύψος του δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες δεν έπρεπε να ξεπερνά το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου. Παρατηρούμε, μια τάση άμβλυνσης της απαγόρευσης που είχε αρχικά οριστεί.

Ένας άλλος προβληματισμός που προκύπτει αφορά το αν ο ποσοτικός περιορισμός επηρεάζει το ύψος του συνολικού ομολογιακού δανείου ή μόνο το μέρος για το οποίο υπάρχει δικαίωμα μετατροπής και στο μέλλον θα τραπεί σε μετοχικό κεφάλαιο.<sup>69</sup>Η άποψη που κρατεί συμερίζεται την δεύτερη άποψη οπότε και δεν επηρεάζεται το συνολικό ύψος του δανείου αλλά μόνο αυτό το οποίο θα μετατραπεί δυνητικά. Συμβαδίζει, λοιπόν, με την λειτουργία του θεσμού της έκτακτης αύξησης ωστόσο εάν υπάρχουν διαδοχικές εκδόσεις ομολογιακών δανείων οι οποίες ενδέχεται να σκοπεύουν στην καταστρατήγηση του νόμου, λαμβάνεται υπόψη το άθροισμα των ποσών της κάθε έκδοσης.

### **4.2.4 Το περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής διάταξης και της απόφασης του ΔΣ**

Η εξουσιοδοτική διάταξη πρέπει να αναφέρει ότι θα εκδοθούν μετατρέψιμες ομολογίες και το ανώτατο ύψος του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες το οποίο πρόκειται να εκδοθεί είτε κατ' απόλυτο αριθμό είτε κατά ποσοστό επί του αρχικού ή του καταβεβλημένου κατά τη ημέρα της εξουσιοδότησης μετοχικού κεφαλαίου.<sup>70</sup> Αν δεν ορίζεται το ποσό με τους ανωτέρω τρόπους τότε η εξουσιοδοτική απόφαση είναι άκυρη.<sup>71</sup>Ο Τριανταφυλλάκης δεν δέχεται ότι θα μπορούσαν να ισχύουν τα ανώτατα όρια του νόμου σε περίπτωση που δεν ήταν καθορισμένο το ύψος του δανείου διότι έτσι θα παραβλέπαμε εντελώς την βούληση των μερών που δεν εκφράστηκε.<sup>72</sup> Όπως ήδη ελέχθη, το ΔΣ είναι ελεύθερο να αποφασίσει αν και πότε θα κάνει χρήση της εξουσιοδότησης. Αν κάνει χρήση, θα ορίσει στην συνέχεια

---

<sup>68</sup> Κουλουριάνος,υποσημ.695

<sup>69</sup> Βερβεσός,εις ΔικΑΕ ,2005,433

<sup>70</sup> Κουλουριανος,υποσημ 695

<sup>71</sup> Τριανταφυλλάκης,εις ΔικΑΕ,13-13<sup>α</sup>,αριθμ.152

<sup>72</sup> Ο.π.,αριθμ.152

αναλυτικά τους όρους έκδοσης, την διαδικασία της μετατροπής φροντίζοντας να βρίσκεται μέσα στα όρια της εξουσιοδότησης.<sup>73</sup>

#### **4.2.5 Ζητήματα έκτακτης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και έκτακτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου**

Γεννάται ερμηνευτικός προβληματισμός σε περίπτωση που μια εταιρεία έχει αποφασίσει στο ίδιο χρονικό διάστημα και για το ίδιο χρονικό περιθώριο και έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με τους όρους της έκτακτης έκδοσης (άρα με τους όρους της έκτακτης έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου) και έκτακτη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Προκειμένου να διαπιστωθεί η ποσοτική υπέρβαση σωρευτικά θα πρέπει να συνυπολογιστεί αν η έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου υπερβαίνουν τα τιθέμενα όρια αφού στόχος και αποτέλεσμα και στις δύο περιπτώσεις είναι η δημιουργία νέων μετοχών.<sup>74</sup>

#### **4.3 Έκδοση με απόφαση της συνήθους γενικής συνέλευσης**

Το άρθρο 71 παρ.1 περ. α' το οποίο παραπέμπει στο άρ.24 παρ.4 ορίζει όπως αναφέρθηκε ότι πέρα από το Διοικητικό Συμβούλιο, μπορεί να εξουσιοδοτηθεί από το καταστατικό και η Γενική Συνέλευση που θα αποφασίσει με απλή απαρτία και πλειοψηφία ώστε να προβεί σε έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες. Αυτή η νομοθετική πρόβλεψη εισάγεται για πρώτη φορά με την νέα νομοθεσία καθώς κάτι τέτοιο δεν ίσχυε με τον ν.3156/2003. Θα ισχύουν και εδώ οι χρονικοί και ποσοτικοί περιορισμοί που αναλύθηκαν, δηλαδή η πενταετία από την σύσταση ή την τροποποίηση του καταστατικού και η απαγόρευση υπέρβασης του του ύψους του μετοχικού κεφαλαίου που καταβλήθηκε αρχικά ή κατά τον χρόνο τροποποίησης του καταστατικού. Διαφοροποιείται μόνο το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το οκταπλάσιο του μετοχικού κεφαλαίου μέχρι το οποίο δεν υπάρχει απαγόρευση σε περίπτωση απόφασης της συνήθους γενικής συνέλευσης σε αντιδιαστολή με τα ισχύοντα για τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου (όριο το τριπλάσιο).<sup>75</sup>

#### **4.4 Διατυπώσεις δημοσιότητας των αποφάσεων για την τακτική και την έκτακτη έκδοση**

Η απόφαση για την τακτική και την έκτακτη έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες ακολουθεί τις διατυπώσεις δημοσιότητας της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου αφού η μετατροπή των ομολογιών αποτελεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου υπό αίρεση. Το αν πρόκειται για συστατική ή δηλωτική δημοσιότητα εξαρτάται από το ζήτημα που εξετάσαμε παραπάνω σχετικά με το αν αποτελεί τροποποίηση του καταστατικού ή όχι. Αφού υιοθετήσουμε την κρατούσα στην νομολογία άποψη θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι αρκεί μια απλή προσαρμογή του

<sup>73</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, τ.10, αρθρ.1, αριθμ. 35

<sup>74</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 150

<sup>75</sup> Ο περιορισμός αφορά το ύψος του καταβεβλημένου και όχι απλά του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου βλ. Σιδηρόπουλος, Η έκτακτη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, 48

καταστατικού<sup>76</sup> και οι αρμόδιες υπηρεσίες του ΓΕΜΗ θα πρέπει να προβούν σε τυπικό και όχι ουσιαστικό έλεγχο προκειμένου να δημοσιεύσουν τα νέα στοιχεία στον διαδικτυακό τους τόπο. Ο ουσιαστικός έλεγχος έχει διενεργηθεί κατά το στάδιο της έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

## 5. Η διαδικασία έκδοσης

Σύμφωνα με το άρθρο 71 παρ.2 το ελάχιστο περιεχόμενο μιας απόφασης για την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου θα πρέπει να περιλαμβάνει τον χρόνο και τον τρόπο της μετατροπής και την τιμή ή τον λόγο της μετατροπής. Έτσι:

### 5.1 Άσκηση του δικαιώματος μετατροπής

Εξετάζοντας πιο επισταμένα την διαδικασία έκδοσης του συγκεκριμένου δικαιώματος που χορηγείται με την σύναψη του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου παρατηρούμε τα εξής: Πρόκειται για ένα διαπλαστικό δικαίωμα που για την άσκηση του προϋποτίθεται η κατοχή των μετατρέψιμων ομολογιών, επομένως δεν μπορεί να μεταβιβαστεί το δικαίωμα της μετατροπής χωρίς να μεταβιβαστεί και το ίδιο το αξιόγραφο.<sup>77</sup> Επέρχεται λήξη της ομολογιακής σχέσης και εκκινεί μετοχική σχέση με την εταιρεία. Ασκείται με μονομερή, απευθυντέα δήλωση βούλησης στην εκδότρια και περιέχει αποδοχή της πρότασης για ανάληψη από τους ομολογιούχους νέων μετοχών.<sup>78</sup> Η πρόταση υπάρχει στην σύμβαση του ομολογιακού δανείου και δεν χρειάζεται κάποια άλλη διατύπωση κατά την κρατούσα άποψη.<sup>79</sup> Γίνεται συζήτηση για το αν είναι δυνατό να προβλέπεται στους όρους έκδοσης του ομολογιακού δανείου και η υποχρέωση των ομολογιούχων να καταβάλουν και κάποιο χρηματικό ποσό στην εταιρεία κατά την μετατροπή. Η πρώτη<sup>80</sup> υιοθετεί την καταφατική απάντηση υποστηρίζοντας ότι η ονομαστική αξία των μετοχών που μετατρέπονται δεν θα πρέπει να υπερβαίνει την το άθροισμα της τιμής έκδοσης και του επιπλέον καταβαλλόμενου χρηματικού ποσού. Αντίθετος είναι ο Πασσιάς που εκφράζει ότι αν συνέβαινε τέτοιο θα πραγματοποιούνταν συνήθης αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου χωρίς τήρηση σχετικών διατυπώσεων.<sup>81</sup> Ο πρώτος προδιαγράφει και το περιεχόμενο μιας τέτοιας συμβατικής ρήτρας η οποία θα προβλέπει ότι απαγορεύεται η τιμή έκδοσης της νέας μετοχής να είναι υψηλότερη από το άθροισμα της τιμής έκδοσης της ομολογίας και του χρηματικού αυτού ποσού.<sup>82</sup>

Μία άποψη υποστηρίζει ότι η μετοχική ιδιότητα αποκτάται όχι από την περιέλευση της δήλωσης στην εταιρεία αλλά από την έκδοση και χορήγηση των μετοχών στους νέους μετόχους.<sup>83</sup> Αυτή η θέση δεν συνδράμει καθόλου στην προσέλκυση χρηματοδοτών στην εταιρεία με μετατρέψιμες ομολογίες καθώς από την άσκηση του

<sup>76</sup> Βερβεσός,ε, ΔΑΕ, επιμ Σωτηρόπουλος, Νομική Βιβλιοθήκη, 2024,

<sup>77</sup> Πασσιάς, ο.π., 121

<sup>78</sup> Βερβεσός, ο.π., αριθμ. 17

<sup>79</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., αριθμ. 97, Αντωνόπουλος, Δίκαιο ΑΕ και ΕΠΕ, 213

<sup>80</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., αριθμ. 104

<sup>81</sup> Πασσιάς, ο.π., 129

<sup>82</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., αριθμ. 104

<sup>83</sup> Βερβεσός, αριθμ. 4

δικαιώματος μετατροπής ενδέχεται να παρέλθει μεγάλο χρονικό διάστημα μέχρι να εκδοθούν οι νέες μετοχές, πράγμα που δεν συνάδει με τον «άμεσο» χαρακτήρα της μετατροπής σε μετοχές.<sup>84</sup>

### **5.1.1 Αποδυνάμωση δικαιώματος μετατροπής**

Το δικαίωμα μετατροπής δεν είναι δυνατό να καταργηθεί με απόφαση οποιουδήποτε εταιρικού οργάνου,<sup>85</sup> μπορεί όμως να θιγεί έμμεσα ως προς το οικονομικό του περιεχόμενο. Αυτό θα συμβεί ιδίως σε περιπτώσεις αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και έκδοσης περισσότερων ομολογιακών δανείων διότι αφενός η πρώτη έχει ως αποτέλεσμα την μείωση της τρέχουσας αξίας της μετοχής και αφετέρου η δεύτερη αυξάνει τις υποχρεώσεις της εταιρείας και άρα πάλι επηρεάζεται αρνητικά η τρέχουσα αξία της μετοχής.<sup>86</sup> Γίνεται αντιληπτό ότι η τρέχουσα αξία της μετοχής καθορίζει την άσκηση ή μη του δικαιώματος μετατροπής αφού ο ομολογιούχος δεν θα έχει συμφέρον να το ασκήσει σε περίοδο με αυξημένο το μετοχικό κεφάλαιο από αυτό που υπολόγιζαν όταν απέκτησαν το δικαίωμα μετατροπής και μειώνεται και η πραγματική αξία της μετοχής αφού κατανέμεται το μετοχικό κεφάλαιο σε περισσότερες μετοχές.<sup>87</sup> Παρέχεται προστασία στους κομιστές των ομολογιών αυτών με την αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής ή στην υποχρέωση της εκδότριας να μην προβεί κατά την διάρκεια του ομολογιακού δανείου σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή σε έκδοση νέου ομολογιακού δανείου.<sup>88</sup> Αντίθετα, μια μείωση του μετοχικού κεφαλαίου παρουσιάζεται ευνοϊκή για τον κομιστή μετατρέψιμες ομολογίες.<sup>89</sup> Παρακάτω αναλύεται ο τρόπος προστασίας των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών από αυτήν την οικονομική αποδυνάμωση.

## **5.2 Τα είδη των μετοχών μετά την μετατροπή**

Πρέπει να γίνει κατανοητό ότι λαμβάνει χώρα πρωτότυπη κτήση μετοχών μετά την μετατροπή και οι ομολογίες δεν μετατρέπονται σε ήδη υφιστάμενες μετοχές. Δεν υπάρχει συγκεκριμένος τύπος μετοχών τις οποίες αναλαμβάνουν οι (πλέον) μέτοχοι μετά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Οπότε η εταιρεία απολαμβάνει ελευθερία δράσης ως προς το είδος ή τα είδη που θα εκδώσει (κοινές, προνομιούχες με ή χωρίς δικαίωμα ψήφου).<sup>90</sup> Οι μόνες μετοχές που δεν μπορούν να εκδοθούν είναι οι ανώνυμες καθώς ο νόμος πλέον προβλέπει ότι όλες οι μετοχές θα πρέπει να είναι ονομαστικές. Τέλος, περιορισμός στο επιτρεπόμενο είδος είχε τεθεί μόνο από τον Πασσιά, σύμφωνα με τον οποίο η εταιρεία πρέπει να εκδίδει σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου λόγω μετατροπής των ομολογιών μόνο κοινές μετοχές.<sup>91</sup> Πιο ειδικά, η άποψη του στηρίχθηκε στην αποφυγή παροχής εκ μέρους της εταιρείας, μέσω της απόφασης έκδοσης του δανείου, περαιτέρω πλεονεκτημάτων εις βάρος των ήδη υφιστάμενων μετόχων οι οποίοι βρίσκονται σε μειονεκτική θέση. Η

<sup>84</sup>

<sup>85</sup> Γεωργακόπουλος, 1957, 203

<sup>86</sup> Σωτηρόπουλος, ό.π. 98

<sup>87</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 350

<sup>88</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ 2010, 19

<sup>89</sup> Σωτηρόπουλος, ό.π. 98

<sup>90</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, 2010, 22

<sup>91</sup> Πασσιάς, ο.π. 121

μειονεκτική θέση τους έγκειται στον ,όπως θα δούμε παρακάτω ,αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μετά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής και τα περαιτέρω πλεονεκτήματα σε περίπτωση χορήγησης προνομιούχων μετοχών.<sup>92</sup> Ωστόσο, η συγκεκριμένη θέση δεν μένει χωρίς αμφιβολίες. Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι δεν είναι δεδομένο ότι οι άλλες κατηγορίες μετόχων θα λάβουν περισσότερα σε σχέση με τους ήδη υφιστάμενους μετόχους και παραβλέπει το γεγονός ότι το δικαίωμα προτίμησης έχει ήδη δοθεί κατά το στάδιο της έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.<sup>93</sup>

### **5.3 Η άσκηση δικαιώματος μετατροπής από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων**

Συχνά συναντάται κατά την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου η συμβατική ρήτρα της δυνατότητας άσκησης του δικαιώματος μετατροπής από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων δανειστών στο όνομα και για λογαριασμό τους.<sup>94</sup> Η πρόβλεψη αυτή αντανakλά σε συγκεκριμένη περιπτωσιολογία, δηλαδή σε περιπτώσεις που πρόκειται να λήξει είτε η προθεσμία άσκησης του δικαιώματος μετατροπής είτε η ίδια η ομολογία και η μετατροπή θα είναι σίγουρα επωφελής για τους ομολογιούχους.<sup>95</sup> Το widows and orphans clause,όπως αποκαλείται, αποσκοπεί στην προστασία των μεμονωμένων ομολογιούχων οι οποίοι αδρανούν ή έχουν μικρό ποσοστό συμμετοχής στο δάνειο.<sup>96</sup> Ο ομολογιούχος δεν ελέγχεται αν δεν άσκησε το δικαίωμα μετατροπής ,μιας και έχει διακριτική ευχέρεια,. Το μόνο που θα ελέγξει για να αποφασίσει αν θα ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής είναι η σύγκριση του οικονομικού οφέλους που θα λάμβανε αν του επιστρεφόταν το κεφάλαιο σε περίπτωση λήξης του δανείου και του οφέλους της άμεσης εκποίησης των μετοχών μετά την μετατροπή των ομολογιών.<sup>97</sup>

### **5.4 Χρόνος και τρόπος μετατροπής**

Γίνεται προσπάθεια εξισορρόπησης των συμφερόντων των δύο πλευρών ως προς το πότε θα ασκηθεί το δικαίωμα μετατροπής. Η περίοδος μετατροπής καθορίζει είτε μια προθεσμία μέχρι ή μετά την οποία θα μπορεί να ασκηθεί το δικαίωμα μετατροπής ή δίνεται συγκεκριμένο χρονικό σημείο για την εφάπαξ άσκηση ή ορίζονται τα διαστήματα εντός των οποίων μπορεί να ασκείται, είναι δηλαδή χρονικώς περιορισμένο το δικαίωμα μετατροπής.<sup>98</sup>

Ενδέχεται, όμως, οι ομολογιούχοι να μην έχουν κανέναν χρονικό προσδιορισμό και η βούληση τους ανάλογα και με τα κριτήρια που λαμβάνουν υπόψη να αποτελέσει παράγοντα που θα προσδιορίσει την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής (χρονικώς απεριόριστο δικαίωμα μετατροπής).<sup>99</sup> Στην δεύτερη αυτή περίπτωση θα πρέπει η

---

<sup>92</sup> Πασσιάς,ο.π.,121

<sup>93</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,80

<sup>94</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,125

<sup>95</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,125

<sup>96</sup> Για τον όρο αυτό βλ. Wood,International Convertible Bond Issues,JIBL,1986,70

<sup>97</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,122

<sup>98</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,70

<sup>99</sup> Πασσιάς,σελ.126,129-130

σύμβαση να προβλέπει ρητά ότι δεν υπάρχει χρονικός περιορισμός άλλως η απόφαση είναι άκυρη κατά ΑΚ 174, μιας και ο ορισμός χρονικών ορίων είναι *essentialia negotii* της έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

Το απώτατο όριο άσκησης του δικαιώματος μετατροπής είναι η λήξη του ομολογιακού δανείου καθώς το δικαίωμα είναι συνδεδεμένο με την ύπαρξη ομολογίας και αν έχει με οποιονδήποτε τρόπο αποσβεστεί η ενοχή δεν δύναται να ασκηθεί και το δικαίωμα.<sup>100</sup>

Αναφορικά με τον τρόπο άσκησης του δικαιώματος μετατροπής αυτός μπορεί να συνίσταται στο ποιος θα είναι ο εκπρόσωπος της εκδότριας στον οποίο θα απευθύνεται η δήλωση βούλησης του δικαιώματος μετατροπής και την νομιμοποίηση του δικαιούχου.<sup>101</sup>

### 5.5 Η τιμή και ο λόγος της μετατροπής

Η αξία της μετατρέψιμης ομολογίας υπολογίζεται αν προσθέσουμε την αξία της κοινής ομολογίας δηλαδή της ομολογίας που ο κάτοχος της δεν έχει δικαίωμα μετατροπής και την αξία ενός call option σε μια προσυμφωνημένη τιμή<sup>102</sup>. Call καλείται το υβριδικό μόρφωμα το οποίο παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει μία μετοχή σε μια συγκεκριμένη τιμή σε συγκεκριμένη ημερομηνία.<sup>103</sup>

Η σχέση της μετατροπής που προσδιορίζει τον αριθμό των μετοχών που θα αποκτήσει ο ομολογιούχος, την ονομαστική αξία των μετοχών που θα αποκτηθούν όπως επίσης και το αν το δικαίωμα αντιστοιχεί σε περισσότερες ομολογίες καθώς και με ποια αναλογία καθορίζεται από την τιμή και τον λόγο της μετατροπής.<sup>104</sup>

Καθοριστικό ρόλο για την άσκηση ή μη του δικαιώματος μετατροπής είναι ο λόγος της μετατροπής ο οποίος ορίζεται στην απόφαση έκδοσης της γενικής συνέλευσης. Διαφορετική είναι η έννοια της τιμής της μετατροπής καθώς πρόκειται για προκαθορισμένη τιμή στην οποία είναι ανταλλάξιμη η ομολογία.<sup>105</sup> Η τιμή αυτή σχηματίζεται με την επιρροή διαφόρων παραγόντων όπως είναι οι κρατούσες συνθήκες στην κεφαλαιαγορά, η εξέλιξη της επιχείρησης και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.<sup>106</sup> Το ύψος της διαδραματίζει σημαντικό ρόλο καθώς με βάση αυτή διαπιστώνεται το εύρος της απίσχνασης των δικαιωμάτων των μετόχων. Ο λόγος της μετατροπής υπολογίζεται όπως παρουσιάζεται στο παρακάτω σχήμα:

$$\text{Λόγος της μετατροπής} = \frac{\text{ονομαστική αξία ομολογίας}}{\text{Τιμή της μετατροπής}}$$

Για να γίνει σαφές, θα δώσουμε ένα παράδειγμα: Αν η τιμή της μετατροπής έχει οριστεί από την απόφαση έκδοσης στα 20 ευρώ και η ονομαστική αξία της ομολογίας

<sup>100</sup> Πασσιάς, ο.π.130

<sup>101</sup> Γεωργακόπουλος, Το δίκαιον των ανωνύμων εταιρειών, 405

<sup>102</sup> Οικονόμου, Ανάλυση και διαχείριση μετατρέψιμων ομολογιών, ΔΕΕΤ 1992, 70

<sup>103</sup> Οικονόμου, ό.π. 70

<sup>104</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 71

<sup>105</sup> Οικονόμου, ο.π., 70

<sup>106</sup> Κουλουριάνος, 71

είναι 1000 ευρώ τότε κάθε ομολογία αντιστοιχεί σε 50 μετοχές κατά την μετατροπή. Επομένως, ο λόγος μετατροπής είναι 50.<sup>107</sup>

Η τιμή μετατροπής δεν είναι αναγκαίο να έχει προκαθορισθεί ακριβώς με την απόφαση και αρκεί να μπορεί να οριστεί με βάση τα προβλεπόμενα στην απόφαση.<sup>108</sup>

Γίνεται αντιληπτό ότι παρόλο που πρόκειται για δύο εντελώς διαφορετικές μεταξύ τους έννοιες συγκαθορίζουν τον μηχανισμό για την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Η τιμή και ο λόγος διαμορφώνονται ελεύθερα από την εκδότρια εταιρεία η οποία όμως έχει μόνο έναν συγκεκριμένο περιορισμό: Η δέσμευση αυτή γίνεται ρητή στο άρθρο 71 παρ.2 τελευταίο εδάφιο σύμφωνα με το οποίο *απαγορεύεται η χορήγηση μετοχών ονομαστικής αξίας μεγαλύτερης της τιμής έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιών*. Δικαιολογητικός λόγος της διάταξης αυτής είναι να τηρηθεί η αρχή της απαγόρευσης της έκδοσης μετοχών υπό το άρτιο σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και της αρχής του πραγματικού σχηματισμού του μετοχικού κεφαλαίου.<sup>109</sup> Και οι δύο αυτές αρχές σκοπό έχουν την αποτροπή της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης της εταιρείας.<sup>110</sup> Πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η πραγματική και όχι η ονομαστική αξία της ομολογίας, η οποία (πραγματική) μπορεί να είναι και μικρότερη από την ονομαστική. Αν δεν υπήρχε αυτό το εμπόδιο θα υπήρχε κίνδυνος κατά την έκδοση των ομολογιών να εισρεύσει στην εταιρεία περιουσία μικρότερη της αξίας των μετοχών.<sup>111</sup> Η ratio της απαγόρευσης αυτής είναι ότι για τις μετοχές που προκύπτουν μετά την μετατροπή δεν έχει εισφερθεί καμία άλλη εισφορά εκτός από αυτήν για να λάβουν τις μετατρέψιμες ομολογίες.<sup>112</sup> Επομένως, αν κάθε ομολογία αντιστοιχεί σε ακέραιο αριθμό μετοχών η τιμή διάθεσης θα ισοδυναμεί ή θα είναι ανώτερη της ονομαστικής αξίας των κατά μετατροπή μετοχών.<sup>113</sup> Για να γίνει πιο κατανοητό θα δώσουμε ένα παράδειγμα. Αν η ονομαστική αξία μιας μετατρέψιμης ομολογίας είναι 3 ευρώ αλλά αυτή εκδόθηκε σε τιμή κάτω από το άρτιο, για παράδειγμα 2 ευρώ, τότε δεν επιτρέπεται ο ασκών το δικαίωμα μετατροπής να λάβει μετοχές αξίας μεγαλύτερης των 2 ευρώ για κάθε ομολογία. Αν λάμβανε μετοχές αξίας 3 ευρώ το μετοχικό κεφάλαιο θα είχε ισόποση αύξηση, ήτοι 3 ευρώ αλλά θα είχε καταβληθεί εισφορά 2 ευρώ. Τέλος, θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι ενδέχεται η ονομαστική αξία της μετοχής να είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία της μετατρέπόμενης ομολογίας δηλαδή μια ομολογία έκδοσης 3 ευρώ να χορηγεί μία μετοχή αξίας 1,5 ευρώ, άρα θα εκδίδεται υπέρ το άρτιο.<sup>114</sup> Στην περίπτωση που για την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής δεν απαιτούνται περισσότερες ομολογίες αλλά δίνεται σε κάθε μεμονωμένη ομολογία, η δυνατότητα

---

<sup>107</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 74

<sup>108</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., αριθμ. 102

<sup>109</sup> Αντωνόπουλος, Δίκαιο ΑΕ και ΕΠΕ, 213, Σωτηρόπουλος αριθμ. 103

<sup>110</sup> Στοϊκος, ο.π., 33

<sup>111</sup> Ταρνανίδου, ο.π. Σωτηρόπουλος, ο.π. 104

<sup>112</sup> Ταρνανίδου, ο.π., Πασινάς ο.π. 128

<sup>113</sup> Γεωργακόπουλος, ο.π., 405

<sup>114</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., αριθμ. 103

αυτή ισοδυναμεί με τον καθορισμό της τιμής έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιών σε τιμή ίση ή ανώτερη της ονομαστικής αξίας των μετατρεπόμενων μετοχών.<sup>115</sup>

Στην ερώτηση ποιες είναι οι έννομες συνέπειες της παραβίασης αυτής της απαγόρευσης δεν βρίσκουμε απάντηση. Αυτό που θα μπορούσε να υποστηριχθεί είναι ότι οι συνέπειες μετά την παραβίαση δεν θα επηρεάζουν την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών αλλά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έπειτα από την έκδοση των υποκείμενων μετοχών<sup>116</sup>. Πιο συγκεκριμένα, η παράβαση αυτή μπορεί να οδηγήσει στην ακυρότητα της δικαιοπραξίας για την ανάληψη των νέων μετοχών ενώ δεν επηρεάζεται και η σύμβασης έκδοσης του ομολογιακού δανείου όπου και συνεχίζουν να υφίσταται τα δικαιώματα των ομολογιούχων προ της μετατροπής.<sup>117</sup>

## 6.Το δικαίωμα προτίμησης

Η μετατροπή των ομολογιών συνεπάγεται, όπως προείπαμε, την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου η οποία τροποποιεί την μετοχική σύνθεση και αλλάζει τις ισορροπίες μεταξύ των «έμμεσων ιδιοκτητών». Η αλλαγή αυτή επιφέρει ενδεχομένως διαφορετική δυναμική των ψήφων προκειμένου να σχηματιστούν οι αναγκαίες πλειοψηφίες και να διανεμηθούν τα κέρδη και το προϊόν της εκκαθάρισης. Τούτο θα συμβαίνει και αν σε κάποιες περιπτώσεις τα διανεμητέα κέρδη είναι ίδια αλλά με την αύξηση του αριθμού των μετόχων δεν σχηματίζεται αποθεματικό με αποτέλεσμα να συρρικνωθεί το ποσοστό τους αν δεν λάβουν μετατρέψιμες ομολογίες.<sup>118</sup>

Το δικαίωμα προτίμησης, το οποίο ισχύει σύμφωνα με το άρθρο 26 σε κάθε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, είναι λογικό να ισχύει και σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου για την ανάληψη από τους μετόχους και άλλων τίτλων (πέραν των μετοχών) όπως είναι οι μετατρέψιμες ομολογίες. Γι' αυτό και υπό το προϊσχύον δίκαιο, παρόλο που δεν υπήρχε ρητή νομοθετική διατύπωση, συναγόταν ερμηνευτικά ότι ισχύει και στην έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.<sup>119</sup>

Προκειμένου να μην διαταραχθεί αυτή η ισορροπία μέσα στην εκδότρια εταιρεία και για την αποτελεσματικότερη προστασία των κατόχων τίτλων παρέχεται εκ του νόμου στους ήδη υφιστάμενους μετόχους ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους το δικαίωμα προτίμησης κατά τον χρόνο της έκδοσης του δανείου (άρ.26 παρ.1 του ν.4548/2018) ώστε να διατηρήσουν τους συσχετισμούς και να προστατέψουν τα διοικητικά και περιουσιακά δικαιώματά τους.<sup>120</sup> Επιδιώκεται η διατήρηση του status quo των περιουσιακών και διοικητικών δικαιωμάτων.<sup>121</sup> Δικαιούχος είναι κάθε μέτοχος, δηλαδή ακόμα και ο προνομιούχος μέτοχος.<sup>122</sup>

<sup>115</sup> Γεωργακόπουλος, τομ 2,405 και Γεωργακόπουλος, ΕρμΑΕ,52

<sup>116</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,αριθμ.74

<sup>117</sup> Τριανταφυλλάκης, εις ΔικΑΕ 2010,αρθ13-13<sup>α</sup>,αριθμ.61

<sup>118</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,164

<sup>119</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,168

<sup>120</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,165

<sup>121</sup> Τριανταφυλλάκης, Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και ο αποκλεισμός του δικαιώματος προτίμησης, Εκδόσεις Σακκουλα,2004,87

<sup>122</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ 2003,αριθμ.13



Ζήτημα γεννάται για το αν θα πρέπει να παρέχεται ισοδύναμη προστασία και στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών σε περίπτωση που πρόκειται να εκδοθούν νέες μετατρέψιμες ομολογίες. Όπως επισημαίνει ο Ψαρουδάκης σε σχολιασμό απόφασης ευρωπαϊκού δικαστηρίου, ρητό δικαίωμα προτίμησης στους κατόχους αυτούς δεν υφίσταται.<sup>123</sup> Φαίνεται να δίνεται προτεραιότητα στους μετόχους και όχι ισοδύναμη προστασία στους ομολογιούχους καθώς η θέση των μετόχων διαφέρει από τους κατόχους των ομολογιών μιας και αυτοί ικανοποιούνται ως δανειστές. Αν αντιμετωπίζονταν με τον ίδιο τρόπο θα επρόκειτο ουσιαστικά για διττή προστασία.<sup>124</sup> Ο Τέλλης χαρακτηρίζει το δικαίωμα αυτό ως θεσμική εγγύηση για τους μετόχους της εκδότριας.<sup>125</sup> Οι μέτοχοι χαρακτηρίζονται ως έσχατοι δικαιούχοι καθώς είναι οι τελευταίοι οι οποίοι ικανοποιούνται και συγκριτικά με τους δανειστές οι οποίοι φυσικά θα ικανοποιηθούν πρώτοι.<sup>126</sup>

Γίνεται λόγος για ετεροχρονισμένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ή αλλιώς αύξηση υπό αίρεση η οποία πραγματοποιείται αρχικά με την έκδοση του δανείου και έπειτα με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Το δικαίωμα προτίμησης δεν χορηγείται κατά την μετατροπή αλλά κατά την έκδοση. Μάλιστα, η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης αποκλείεται, όπως ορίζεται στο άρθρο 71 παρ.4, στο δεύτερο στάδιο, δηλαδή κατά την μετατροπή.

## 6.1 Η διαδικασία άσκησης του δικαιώματος προτίμησης

Για να γίνει περισσότερο κατανοητή η λειτουργία του δικαιώματος προτίμησης θα εξετάσουμε συνοπτικά την διαδικασία άσκησης του. Με την έκδοση, εν προκειμένω, του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου οι ομολογίες δεν περιέρχονται αυτόματα στους ήδη υφιστάμενους μετόχους αλλά θα πρέπει πρώτα η εκδότρια να πληροφορηθεί ποιοι προτίθενται να ασκήσουν το προτιμησιακό τους δικαίωμα και να αποκτήσουν ομολογίες, όπως συμβαίνει και στις περιπτώσεις αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου κατά το άρθρο 28.<sup>127</sup> Οι μέτοχοι δύνανται να αποκτήσουν μετοχές ή άλλους τίτλους ασκώντας το δικαίωμα προτίμησης μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.<sup>128</sup> Η εκδότρια με σχετική της πρόσκληση καλεί τους μετόχους να γνωστοποιήσουν αν θα ασκήσουν τα δικαιώματα αυτά.<sup>129</sup> Για να είναι σε θέση να ασκήσει το προτιμησιακό του δικαίωμα θα πρέπει ο παλαιός μέτοχος να νομιμοποιείται έναντι της εταιρείας, να αποδεικνύει δηλαδή την μετοχική του ιδιότητα.<sup>130</sup> Αναφορικά με τον αριθμό των ομολογιών που αποκτώνται από κάθε παλαιό μέτοχο, αυτός εξαρτάται από το πόσες μετοχές κατέχει και υπολογίζεται με βάση έναν λόγο που στο πάνω μέρος του τίθεται ο αριθμός των μετατρέψιμων ομολογιών και στο κάτω ο συνολικός αριθμός μετοχών της εκδότριας.<sup>131</sup> Αν προκύπτει κατά την διάρκεια της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής δεκαδικός

<sup>123</sup> Ψαρουδάκης, ΕΕμπΔ 2009,814

<sup>124</sup> Ψαρουδάκης,ο.π,815

<sup>125</sup> Τέλλης, Προϋποθέσεις για την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, ΕΕμπΔ 1991,185

<sup>126</sup> Ψαρουδάκης,ο.π.,

<sup>127</sup> Τριανταφυλλάκης,ο.π.,116

<sup>128</sup> Τριανταφυλλάκης,ο.π.,116

<sup>129</sup> Κουλουριάνος,ο.π,169

<sup>130</sup> Τριανταφυλλάκης,ο.π.,129

<sup>131</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,169

αριθμός, το δικαίωμα προτίμησης θα υφίσταται μόνο μέχρι να υπάρχει ακέραιος αριθμός ομολογιών.<sup>132</sup>

Εφόσον οι ομολογίες μετατρέπονται σε κοινές μετοχές, γίνεται δεκτό ότι θα ισχύσει ότι και στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.<sup>133</sup> Έτσι, το δικαίωμα προτίμησης αρχικά δεν θα απολαμβάνουν όλοι οι μέτοχοι αλλά μόνο όσοι είναι κύριοι των κοινών μετοχών και εφόσον παραμείνουν αδιάθετες οι μετοχές θα επωφεληθούν και οι λοιπές κατηγορίες.<sup>134</sup>

## **6.2 Το δικαίωμα προτίμησης «δεύτερης ταχύτητας»**

Υπογραμμίζεται ότι η χορήγηση του δικαιώματος προτίμησης με ένταξη σχετικής διάταξης στο ελληνικό δίκαιο και στους ομολογιούχους δανειστές έρχεται σε αντίθεση με την δεύτερη εταιρική οδηγία διότι στην ουσία θα τους εξομοίωνε με τους μετόχους.

Στο άρθρο 26 παρ.4 αναφέρεται και η ρήτρα που ενδεχομένως να προβλέπεται στο καταστατικό σύμφωνα με το οποίο το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να χορηγεί δικαίωμα προτίμησης στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών για τους τίτλους που παρέμειναν αδιάθετοι μετά την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης από τους μετόχους, δηλαδή να απολαμβάνουν προβάδισμα μόνο έναντι των τρίτων. Η ρήτρα αυτή καλείται δικαίωμα προτίμησης «δεύτερης ταχύτητας». Όπως τονίζεται με αφορμή ευρωπαϊκή νομολογία, ούτε με συμβατική ρήτρα κατά την διαδικασία της έκδοσης δεν μπορεί να αναγνωριστεί δικαίωμα κατά το πρώτον στους κομιστές μετατρέψιμων ομολογιών, χωρίς προηγουμένως να έχει ασκηθεί το δικαίωμα από τους μετόχους.<sup>135</sup> Κάτι τέτοιο επιτρέπεται μόνο σε περιπτώσεις που το αποφασίσει η Γενική Συνέλευση προγενεστέρως ή μεταγενέστερα με την προϋπόθεση ότι δεν θα αναληφθούν από τους παλαιούς μετόχους.

## **6.3 Αποκλεισμός /περιορισμός δικαιώματος προτίμησης**

Το δικαίωμα προτίμησης δεν μπορεί να περιοριστεί ή να καταργηθεί με καταστατική πρόβλεψη καθώς είναι ένα αναφαίρετο μετοχικό δικαίωμα. Η μόνη αρμόδια για αυτό είναι η εξαιρετική Γενική Συνέλευση όπως υπογραμμίζει το άρθρο 27 του νόμου περί Ανωνύμων Εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα, δεν δύναται η Γενική αυτή Συνέλευση να εξουσιοδοτεί το Διοικητικό Συμβούλιο να προβαίνει σε αυτού του είδους τον περιορισμό. Μόνο η αποφασίζουσα με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία θα προβεί σε τέτοιου είδους ενέργειες αφού προηγουμένως το Διοικητικό Συμβούλιο προβεί σε υποβολή γραπτής έκθεσης που θα αναγράφονται οι λόγοι που καθιστούν αναγκαίο έναν τέτοιο αποκλεισμό/περιορισμό. Ειδικότερα, θα πρέπει να εξηγούνται οι λόγοι για τους οποίους κρίνεται κατάλληλη, αναγκαία και μη δυσανάλογη η κατάργηση για την εκδότη και δεν επηρεάζεται η οικονομική κατάσταση των μετόχων. Η σχετική απόφαση της Γενικής Συνέλευσης πρέπει, επίσης, να υποβληθεί σε διατυπώσεις

---

<sup>132</sup> Κουλουριανός, ο.π., 169

<sup>133</sup> Κουλουριανός, ο.π., 169

<sup>134</sup> Τριανταφυλλάκης, εις ΔικΑΕ 2010, 285

<sup>135</sup> Κουλουριανός, ΔΕΕ 2009, 1345

δημοσιότητας.<sup>136</sup> Απορία δημιουργείται για τις έννομες συνέπειες, αν δεν τηρηθούν οι νόμιμες προϋποθέσεις για την κατάργηση του δικαιώματος. Η παράβαση εφαρμογής των προϋποθέσεων για τον αποκλεισμό καθιστά άκυρη την διαδικασία αύξησης. Πέρα από τις τυπικές προϋποθέσεις και παρά το γεγονός ότι ο νόμος δεν θέτει κάποια ουσιαστική προϋπόθεση, η εξαιρετική ΓΣ δεν μπορεί να καταργήσει το δικαίωμα για οποιονδήποτε λόγο αλλά μόνο για λόγους που ανάγονται στην προστασία του εταιρικού συμφέροντος.<sup>137</sup>

Από λεκτική παραδρομή έχει θεσπιστεί η διάταξη του ν. 2190/1920 όπου εξαιρούσε το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο από την χορήγηση του δικαιώματος προτίμησης σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο ή το ομολογιακό δάνειο. Αν γίνει μια σύμφωνη με το ευρωπαϊκό δίκαιο ερμηνεία (σύμφωνα με την Δεύτερη Εταιρική οδηγία) θα πρέπει να θέσουμε την λέξη «έκδοση» σε γενική ώστε να συνδεθεί παρατακτικά με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και να συμπεριληφθεί στον κανόνα.<sup>138</sup>

## **7. Διάθεση, κάλυψη και καταβολή του ομολογιακού δανείου**

### **7.1 Η διάθεση των μετατρέψιμων ομολογιών**

Η διάθεση των μετατρέψιμων ομολογιών λαμβάνει χώρα με δύο τρόπους: α) με ιδιωτική τοποθέτηση, δηλαδή στην διαδικασία εμπλέκεται μικρός αριθμός προσώπων και β) στο ευρύ επενδυτικό κοινό, δηλαδή με δημόσια προσφορά.

#### **7.1.1. Ιδιωτική προσφορά**

Τα πρόσωπα στον συγκεκριμένο τρόπο διάθεσης είναι προσδιορισμένα κατά γένος ή ατομικά και δεν εμπλέκεται το ευρύ επενδυτικό κοινό.<sup>139</sup> Αντιδιαστέλλεται και ξεχωρίζει από την δημόσια προσφορά καθώς δεν χρειάζεται ενημερωτικό δελτίο και συγκεκριμενοποιείται από ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά.<sup>140</sup> Η διάθεση με ιδιωτική προσφορά εμφανίζει κάποια πλεονεκτήματα όπως απλούστευση της διαδικασίας, ταχύτητα χρόνου ολοκλήρωσης της έκδοσης, ευκολότερη διαπραγμάτευση.<sup>141</sup> Οι μικρές και οι μεσαίες επιχειρήσεις συνήθως επιλέγουν την μέθοδο της ιδιωτικής προσφοράς λόγω της δυσκολίας εύρεσης κοινού για επένδυση και λόγω της ανάγκης διάθεσης αυξημένου επιτοκίου σε περιπτώσεις διάθεσης με δημόσια προσφορά.

#### **7.1.2 Δημόσια προσφορά**

Ο άλλος τρόπος διάθεσης απευθύνεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό και αποτελεί πρωτότυπο τρόπο απόκτησης τους χωρίς να σχετίζεται με την διαδικασία μεταβίβασης ομολογιών που έχουν ήδη αποκτηθεί.<sup>142</sup> Λαμβάνει χώρα εντός ή εκτός

<sup>136</sup> Τέλλης, Προϋποθέσεις για την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, ΕΕμπΔ 1991,185

<sup>137</sup> Τριανταφυλλάκης, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου...,162επ.

<sup>138</sup> Σωτηρόπουλος, ΕπισκΕΔ 2008,434

<sup>139</sup> Βερβεσός,επισ ΔικΑΕ,τ.10,αρθρ.1,αριθμ.38,Σωτηρόπουλος,επισ ΔικΑΕ,2002,αρ.3<sup>α</sup>,57

<sup>140</sup> Βενιέρης,Η τιτλοποίηση των απαιτήσεων σύμφωνα με τον νόμο 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής,2005,σ.45

<sup>141</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,160

<sup>142</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,161

οργανωμένης αγοράς με πρόσκληση μέσω ενημερωτικού δελτίου προς το κοινό. Η κάλυψη με δημόσια προσφορά αποτελεί τρόπο κάλυψης για οποιονδήποτε τύπο ομολογιακού δανείου όποτε και για το μετατρέψιμο.<sup>143</sup> Αρμόδιο για την έκδοση δανείου με δημόσια προσφορά είναι το όργανο που λαμβάνει την απόφαση για την έκδοση, το πρόγραμμα και τον λόγο της μετατροπής.

## **8. Κάλυψη, καταβολή και πιστοποίηση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου**

Όπως σε κάθε περίπτωση ομολογιακού δανείου, έτσι και στο μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο γίνεται λόγος για κάλυψη και καταβολή. Η κάλυψη σημαίνει ενοχική υποχρέωση δανεισμού.<sup>144</sup> Καταβολή καλείται η εκπλήρωση της υποχρέωσης που αναλήφθηκε με την κάλυψη, δηλαδή η αποπληρωμή του ποσού προς την εταιρεία για την απόκτηση των ομολογιών.<sup>145</sup> Η κάλυψη γίνεται, όπως προαναφέραμε, μέσω ιδιωτικής ή δημόσιας προσφοράς. Είναι δυνατό να λάβει χώρα και μερική κάλυψη όπως προβλέπεται στο άρθρο 71 του ν.4548/2018 το οποίο ορίζει την αναλογική εφαρμογή του 28 παρ.1 του ίδιου νόμου. Ειδικότερα, δεν θα ακυρωθεί η έκδοση του δανείου αλλά το ύψος του θα περιοριστεί στο ποσό που καταβλήθηκε εφόσον κάτι τέτοιο προβλέπεται στην απόφαση έκδοσης.<sup>146</sup> Αυτό το φαινόμενο συναντάται ιδίως σε περιπτώσεις δημόσιας προσφοράς καθώς κάποιο μέρος μπορεί να μείνει ακάλυπτο μιας και ενδέχεται να μην βρεθεί ικανοποιητικός αριθμός επενδυτών.

Ενώ στο προϊσχύον δίκαιο το άρθρο 3<sup>α</sup> παρ.3 έκανε παραπομπή στο άρθρο 11 για την πιστοποίηση της καταβολής που πραγματοποιούνταν κατά την έκδοση του δανείου στο ισχύον δίκαιο το άρθρο 71 δεν παραπέμπει στο άρθρο 20. Ωστόσο, η πιστοποίηση είναι συνυφασμένη με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου οπότε γίνεται δεκτό ότι ισχύει και χωρίς ρητή διάταξη.<sup>147</sup>

## **9. Απόκτηση ιδίων μετατρέψιμων ομολογιών από την εκδότρια εταιρεία**

Η εταιρεία δύναται να αποκτά ίδιες μετοχές σύμφωνα με τα οριζόμενα στα άρθρα 48-50 του ν.4548/2018. Στα άρθρα αυτά τίθενται περιορισμοί στην συγκεκριμένη διαδικασία, περιορισμοί που δεν υπάρχουν στην διαδικασία απόκτησης ιδίων ομολογιών, εφόσον κάτι τέτοιο δεν απαγορεύεται από την σύμβαση ή ειδική διάταξη νόμο, όπως προβλέπει το άρθρο 62 παρ.1 του ίδιου νόμου. Ο μόνος περιορισμός που τίθεται βρίσκεται στην παράγραφο 3 και σχετίζεται με την απαγόρευση άσκησης του δικαιώματος μετατροπής από την ίδια την εκδότρια όταν κατέχει δικές της μετοχές. Σε περίπτωση απόκτησης από την εκδότρια ιδίων ομολογιών με σκοπό την οριστική μείωση των υποχρεώσεων της που απορρέουν από το δάνειο, η εκδότρια υποχρεούται να ακυρώσει τις αποκτώμενες ομολογίες αμέσως(παρ.2 εδ.α'). Αν η απόκτηση ιδίων ομολογιών γίνεται λόγω καθολικής διαδοχής ή δωρεάς, η εκδότρια οφείλει το

<sup>143</sup> Σωτηρόπουλος,ο.π.,αριθμ.65

<sup>144</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,161

<sup>145</sup> Τριανταφυλλάκης,εις ΔικΑΕ 2010,αριθμ.121

<sup>146</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,163

<sup>147</sup> Χουλιάρη,ο.π., 61

αργότερο μέσα σε ένα (1) μήνα από την απόκτησή τους να γνωστοποιήσει προς τους ομολογιούχους του ίδιου προγράμματος αν θα ακυρώσει τις ομολογίες ή θα προβεί σε εκ νέου διάθεσή τους, καθορίζοντας στην περίπτωση αυτή το χρόνο και τον τρόπο διάθεσης.(παρ.2 εδ. β') Η διαδοχή ενδέχεται να αποσκοπεί και στην επίτευξη κέρδους μεταξύ της τιμής απόκτησης και της τιμής διάθεσης τους.<sup>148</sup>

Η εκδότρια στερείται του δικαιώματος ψήφου για τις ομολογίες τις οποίες κατέχει η ίδια. Το πρόγραμμα μπορεί να προβλέπει ότι στερούνται του δικαιώματος ψήφου και πρόσωπα που συνδέονται με την εκδότρια με τους δεσμούς που ορίζει το πρόγραμμα όπως ορίζει το άρθρο 63 παρ.3.Το ποσοστό των ιδίων μετοχών δεν συνυπολογίζεται ούτε για τον σχηματισμό απαρτίας και πλειοψηφίας κατ' αναλογική εφαρμογή του άρθρου 63 παρ.6. Επιπλέον μπορεί να αποσκοπεί η εκδότρια στη σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής τιμής υπό την επιφύλαξη των διατάξεων για την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών και την χειραγώγηση της τιμής των ομολογιών.<sup>149</sup>

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

Οι ομολογίες κατ' αρχήν είναι ελεύθερα μεταβιβάσιμες ενώ η ίδια η διάταξη επιτρέπει την απόκτηση χωρίς περιορισμούς ιδίων μετοχών. Η μεταβίβαση των μετοχών πραγματοποιείται μέσω σύναψης σύμβασης δικαιοπαρόχου και του αποκτώντος (με τις διατάξεις για την εκχώρηση) και παράδοση του τίτλου.<sup>150</sup>

Οι ονομαστικές ομολογίες διέπονται από τους κανόνες μεταβίβασης των μετοχών (άρθρα 41-42 του ν.4548/2018),σύμφωνα με το άρθρο 61 παρ.2 του ίδιου νόμου. Η μεταβίβαση λόγω ειδικής διαδοχής με καταχώρηση που υπογράφεται από τον μεταβιβάζοντα και τον αποκτώντα σε ειδικό βιβλίο κατ' αναλογία με την τήρηση του βιβλίου. Η καταχώρηση γίνεται από τον έχοντα έννομο συμφέρον το βιβλίο δύναται να τηρείται σε ηλεκτρονική μορφή ή σε κεντρικό αποθετήριο τίτλων. Οι μετατρέψιμες ομολογίες μεταβιβάζονται καταρχήν ελεύθερα με την επιφύλαξη του άρθρου 43 παρ.5 σύμφωνα με το οποίο το όργανο που αποφασίζει την έκδοση του ομολογιακού δανείου με ονομαστικές, μετατρέψιμες ομολογίες, μπορεί να αποφασίζει την εφαρμογή στις εκδιδόμενες ομολογίες των περιορισμών που αφορούν την μεταβίβαση των μετοχών μεταβιβάσεις ομολογιών κατά παράβαση των περιορισμών αυτών είναι άκυρες. Η απόφαση λοιπόν για την έκδοση του δανείου μπορεί να επαναλαμβάνει τα προβλεπόμενα στο καταστατικό για τους περιορισμούς στην μεταβίβαση των μετοχών.

Η διάταξη αυτή είναι χρήσιμη στην περίπτωση που η επέκταση των περιορισμών μεταβίβασης των μετοχών της εκδότριας και στις μετατρέψιμες ομολογίες δεν

<sup>148</sup> Χατζηγάγιο εις Δικ ΑΕ άρθρο 16, αριθμ. 34

<sup>149</sup> Εισηγητική έκθεση νόμου 3156/ 2003

<sup>150</sup> Σωτηρόπουλος,ο.π.,35

προβλέπεται από το καταστατικό της εκδότριας.<sup>151</sup> Αν πραγματοποιείται μετά από απόφαση του εταιρικού οργάνου θα ισχύει για μια συγκεκριμένη έκδοση.<sup>152</sup> Οι περιορισμοί που τίθενται σχετικά με την μεταβίβαση των μετατρέψιμων ομολογιών μπορεί να είναι και ευρύτεροι από τους αντίστοιχους σε περίπτωση μεταβίβασης μετοχών, χωρίς όμως να φτάνουν και μέχρι την απαγόρευση της μεταβίβασης ώστε να αντιστρατεύονται και την ίδια την φύση του αξιογράφου.<sup>153</sup> Η ακυρότητα ως έννομη συνέπεια έχει ως αποτέλεσμα την ακυρότητα μόνο της εκπονητικής και όχι της ενοχικής δικαιοπραξίας.

### **11.Δυνατότητα κεφαλαιοποίησης των δεδουλευμένων τόκων σε σχέση με τις μετατρέψιμες ομολογίες (άρθρο 60 παρ. 2γ ν. 4548/2018)**

Στο άρθρο 60 παρ.2γ ορίζεται «ότι σε σχέση με τις μετατρέψιμες ομολογίες, είναι δυνατή η κεφαλαιοποίηση και των δεδουλευμένων τόκων». Η αιτιολογική έκθεση εξηγεί ότι η θέσπιση του ως άνω άρθρου κρίνεται απαραίτητη για την κατηγορία των νέων εταιρειών ή των εταιρειών που δεν απολαμβάνουν μεγάλης πιστοληπτικής ικανότητας και άρα δεν διαθέτουν ρευστό ώστε να καλύπτουν τα απαιτούμενα ποσά τόκων στους ομολογιούχους. Θεωρούνται σε πρώτη ανάγνωση βλαπτικές για τους ομολογιούχους, αλλά χρήσιμες για την χρηματοδοτική διευκόλυνση της εταιρείας. Ιδιαίτερα η περίπτωση δ' της παραγράφου 8 του άρθρου 60 αναφέρεται επίσης σε κεφαλαιοποίηση, η οποία αποτελεί κατ' εξοχήν εξυγιαντικό για την επιχείρηση μέτρο.<sup>154</sup> Αναφορικά με τα ισχύοντα στις μετατρέψιμες ομολογίες, είναι σημαντικό να διευκρινιστεί ότι αν οι δεδουλευμένοι τόκοι προστεθούν στο επιστρεπτέο κεφάλαιο τότε αυτό δημιουργεί προβλήματα στους παλαιούς μετόχους της εταιρείας διότι σε περίπτωση μετατροπής θα ελαττωθεί το ποσοστό της συμμετοχής τους. Το φαινόμενο αυτό καλείται αραίωση, της συμμετοχής(dilution).<sup>155</sup> Δεν είναι απόλυτα ακριβές ότι οι δεδουλευμένοι τόκοι προκαλούν την αλλοίωση καθώς ο τύπος του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου αποτελεί από μόνος του κεφαλαιοποίηση χρεών αφού έπειτα από την μετατροπή επηρεάζεται ήδη η θέση και το ποσοστό των ήδη υφιστάμενων μετόχων.<sup>156</sup>

### **12.Παραλλαγές της μετατρέψιμης ομολογίας**

Η νομική φύση της μετατρέψιμης ομολογίας δεν αφήνει περιθώρια διεύρυνσης των χαρακτηριστικών της παρά μόνο στις περιπτώσεις που θα εξετάσουμε παρακάτω. Το άρθρο 71 παρ.1 του ν.4548/2018 ορίζει ότι το δικαίωμα μετατροπής απολαμβάνουν

<sup>151</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,175

<sup>152</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,175

<sup>153</sup> Μούζουλας,Ν.3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του ΚΝ2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών,2008,70

<sup>154</sup> Δούμα,Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο,Πέργαμος,2019,53

<sup>155</sup> Βλ.παρακάτω για το φαινόμενο της απίσχνανσης (dilution)

<sup>156</sup> Ρόκας,Εταιρείες,417

και δεν υποχρεώνονται σε αυτό οι ομολογιούχοι δανειστές. Υφίστανται όμως τύποι μετατρέψιμων ομολογιών με διαφοροποιημένα χαρακτηριστικά.

## **12.1 Υποχρεωτικά μετατρέψιμες ομολογίες (Mandatory Convertible Bonds)**

Οι υποχρεωτικά μετατρέψιμες ομολογίες ή ομολογίες εξόφλητές σε μετοχές προσφέρουν στους κατόχους τους μόνο το δικαίωμα μετατροπής κατά τη λήξη του δανείου και αποκλείουν τη δυνατότητα εξόφλησής τους. Αποκλείεται δηλαδή η εξόφληση με δόση αντί καταβολής με απόφαση της εκδότριας<sup>157</sup>. Αντίθετα, είναι επιτρεπτή η δόση αντί καταβολής μετά από συμφωνία των μερών<sup>158</sup>. Με τον ν.3156/2003 μιας και δεν προβλέπεται διαφοροποιημένη διαδικασία γι' αυτού του είδους τις ομολογίες ακολουθείται η διαδικασία είτε του μετατρέψιμου είτε του ομολογιακού δανείου. Υπάρχουν αμφιβολίες καθώς φαίνεται να καταργείται το διαπλαστικό δικαίωμα μετατροπής το οποίο είναι *essentialia negotii* της μετατρέψιμης ομολογίας<sup>159</sup>. Υπό το ισχύον δίκαιο (αρ.71 παρ.1α') ορίζεται ότι με τους όρους του ομολογιακού δανείου μπορεί να ορίζεται ότι οι ομολογίες μετατρέπονται υποχρεωτικά σε μετοχές με τη συνδρομή των προϋποθέσεων που προβλέπονται στους όρους του ομολογιακού δανείου. Η διάταξη αποσπά την μετατροπή από την απόφαση των ομολογιούχων και επιτρέπει την μετατροπή με συγκεκριμένη προθεσμία<sup>160</sup>.

Η εκδότρια απολαμβάνει το πλεονέκτημα της βέβαιης είσπραξης των κεφαλαίων ακόμα και αν η πορεία της εταιρείας δεν είναι καλή<sup>161</sup>. Δεν υφίσταται λοιπόν ο κίνδυνος της απουσίας βούλησης μετατροπής και η εταιρεία γνωρίζει με ακρίβεια την οικονομική και μετοχική της κατάσταση<sup>162</sup>.

## **12.2 Οι υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες (Contingent Convertible Bonds)**

Στον τραπεζικό κλάδο, σημαντική θέση έχουν οι υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες. Τα Cocos, όπως αποκαλούνται, εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα ως μέσο ανακεφαλαιοποίησης τους είτε προληπτικά είτε επιγενόμενα<sup>163</sup>. Η έκδοσή τους ενεργοποιείται όταν η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών βρίσκεται σε όρια ανησυχητικά και γίνονται μέσο προστασίας από την άμεση κατάρρευση<sup>164</sup>. Ο κανονισμός 575/2013 ορίζει ότι τα πιστωτικά ιδρύματα πρέπει να διατηρούν συγκεκριμένο ποσό εποπτικού ίδιου μετοχικού κεφαλαίου ανάλογα και με τους

---

<sup>157</sup> Χουλιάρα, ο.π. 69

<sup>158</sup> Χουλιάρα, ο.π., 69

<sup>159</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 110

<sup>160</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 137

<sup>161</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 110-111

<sup>162</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 111

<sup>163</sup> Ντζούφας, ΔΕΕ 2016, 1032-1033

<sup>164</sup> Ντζούφας, ο.π., 1032-1033

πιστωτικούς και λειτουργικούς τους κινδύνους<sup>165</sup>. Στη Βασιλεία III και στον κανονισμό, τα εποπτικά ίδια κεφάλαια χωρίζονται σε βασικά και συμπληρωματικά. Τα Cocos ανήκουν στην κατηγορία των βασικών ιδίων κεφαλαίων και εκδίδονται με ορισμένες περιοριστικά αναφερόμενες προϋποθέσεις<sup>166</sup>. Πιο συγκεκριμένα, πολλοί υποστήριξαν ότι είναι αναγκαία η ύπαρξη των υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών σε περίπτωση πτώχευσης των πιστωτικών ιδρυμάτων<sup>167</sup>. Αναφορικά με τη νομική τους φύση, τα Cocos μετατρέπονται σε μετοχές όταν επέλθει συγκεκριμένο γεγονός-αίρεση (trigger event) κατά αντικειμενική αντίληψη χωρίς η μετατροπή να γίνεται βάσει της βούλησης των κατόχων<sup>168</sup>. Το trigger event συνήθως σημαίνει πτώση του δείκτη CET1 κάτω από ένα συγκεκριμένο όριο στον οποίο συγκαταλέγεται και το μετοχικό κεφάλαιο<sup>169</sup>. Η μετατροπή λειτουργεί διορθωτικά για αυτόν τον δείκτη, ενώ είναι δυνατό η τροπή να γίνει μετά από κρίση της αρμόδιας αρχής εφόσον κάτι τέτοιο έχει συμφωνηθεί για να επιβεβαιώνεται η βιώσιμη κατάσταση<sup>170</sup>. Για την έκδοση τους απαιτείται η άδεια όλων των εταιρικών οργάνων που ταυτόχρονα θα διασφαλίζουν ότι επαρκεί το μετοχικό κεφάλαιο για την ανά πάσα στιγμή μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές.<sup>171</sup> Τα ανωτέρω εγκρίνονται μέχρι την ημερομηνία της έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιών. Όσον αφορά το διαδικαστικό κομμάτι, η Γενική Συνέλευση με αυξημένη πλειοψηφία θα πρέπει να έχει εξουσιοδοτήσει το Διοικητικό Συμβούλιο για την έκδοση των ομολογιών αυτών και άρα την υπό αίρεση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και στην συνέχεια το τελευταίο θα δύναται να αποφασίζει για την μετατροπή με μία δήλωση του. Επίσης, θα πρέπει να αιτιολογείται και ο αποκλεισμός του δικαιώματος προτίμησης.<sup>172</sup>

#### **12.2.1 Τα CoCos στο πλαίσιο εξυγίανσης των πιστωτικών ιδρυμάτων**

Η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2014/59/ΕΕ (BRRD) σχετικά με την εξυγίανση των πιστωτικών ιδρυμάτων, θέτει ορισμένους τρόπους ανάκαμψης τους είτε πριν την εφαρμογή των μέτρων εξυγίανσης είτε κατά την προσπάθεια διάσωσης τους με ίδια μέσα.<sup>173</sup> Σε περίπτωση που η τράπεζα βρίσκεται υπό το καθεστώς πτώχευσης ή εξυγιαντικής εκκαθάρισης, αν η εταιρεία προβεί σε διάσωση με ίδια μέσα, οι ομολογίες θα ενεργοποιηθούν μέσω εποπτικής αρχής η οποία θα ελέγξει τα επίπεδα βιωσιμότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων. η οποία θα επηρεάζει την σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Ο δεύτερος και πιο συνηθισμένος τρόπος είναι να ενεργοποιηθεί η μετατροπή, αφού επισυμβεί κάποιο συγκεκριμένο γεγονός, το οποίο θα έχει καθορισθεί συμβατικά και τότε είναι δυνατό να υπάρξει και μείωση της ονομαστικής αξίας των μετοχών.<sup>174</sup>

<sup>165</sup> Κανονισμός 575/2013 Του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου

<sup>166</sup> Ramirez, Handbook of Basel III Capital, 188

<sup>167</sup> Ντζούφας, ο.π., 1033

<sup>168</sup> Ντζούφας, ο.π., 1033

<sup>169</sup> Χουλιάρα, 72

<sup>170</sup> Ντζούφας, ο.π., 1037

<sup>171</sup> ibid, 1036

<sup>172</sup> ibid

<sup>173</sup> Ibid, 1039

<sup>174</sup> Hadjiemmanuil, εις ECB legal conference 2015, 237



### 12.2.2 Τα Cocos στην Ελλάδα

Στον ν.4340/2015 θεσπίζονται οι διατάξεις για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η κεφαλαιακή ενίσχυση ελάμβανε χώρα κατά τα οριζόμενα του αρ.7 παρ.2 του ν.3864/2010 με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την κάλυψη κοινών μετοχών ή με την κάλυψη υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολογιών ή άλλων μετατρέψιμων χρηματοοικονομικών μέσων που θα καλύπτονται από το Ταμείο. Το Υπουργικό Συμβούλιο αποφασίζει το ποσοστό της συμμετοχής του Ταμείου είτε σε κοινές μετοχές είτε σε μετατρέψιμες ομολογίες ή άλλα μέσα. Η απόφαση της έκδοσης λαμβάνεται από την Γενική Συνέλευση του εκάστοτε τραπεζικού ιδρύματος με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Γίνεται αντιληπτό ότι στο ελληνικό δίκαιο οι υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες δεν καθιερώθηκαν ως ένας γενικός τρόπος χρηματοδότησης μιας οποιασδήποτε ανώνυμης εταιρείας αλλά μόνο στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος μετά και τις χρηματοοικονομικές κρίσεις.<sup>175</sup>

Βέβαια, συναντάμε μια καθολικότερη ίσως διατύπωση στο άρθρο 71 παρ.1 εδ.α' του ν.4548/2018 και το οποίο ορίζει ότι η έκδοση ομολογιών μπορεί να εξαρτάται όχι από την βούληση ενός κομιστή ομολογίας αλλά από την επέλευση συγκεκριμένου περιστατικού.

### 12.3 Τα Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου (ΜΑΕΚ)

Ένα άλλο μόρφωμα χρηματοδότησης που κείται μεταξύ μετατρέψιμης ομολογίας και υπό αίρεση μετατρέψιμης ομολογίας είναι τα μετατρέψιμα αξιόγραφα ενισχυμένου κεφαλαίου. Η causa της έκδοσης τέτοιου είδους αξιόγραφων είναι το δάνειο και η εκδότρια τράπεζα ζητεί από το κοινό την καταβολή του ποσού που αντιστοιχεί στην αξία κάθε αξιογράφου που ο κομιστής κατέχει. Όμως θεσπίστηκαν όπως τους χαρακτηρίζει και ο Ψυχομάνης «καινοφανείς» όροι που διαφοροποίησαν τα ΜΑΕΚ από τις κλασσικές μετατρέψιμες ομολογίες. Οι όροι αυτοί που πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι επιγραμματικά α) ότι πρόκειται για ομόλογα ελάσσονος εξοφλητικής προτεραιότητας, β) ότι πρόκειται για αόριστης διάρκειας ομόλογα και γ) ότι η τράπεζα έχει μονομερές δικαίωμα να μετατρέψει τα ΜΑΕΚ σε συνήθεις μετοχές και ο όρος περί υποχρεωτικής μετατροπής σε περίπτωση γεγονότων έκτακτης ανάγκης κεφαλαίου ή βιωσιμότητας και δ) όρος περί δικαιώματος της τράπεζας να αρνηθεί οποτεδήποτε την πληρωμή των τόκων.<sup>176</sup>

Τονίζεται ότι η έκδοση των ΜΑΕΚ στην Ελλάδα παραβιάζει την τραπεζική νομοθεσία καθώς δεν συμπεριλαμβάνεται σε καμία νόμιμη και αναγνωρισμένη τραπεζική δραστηριότητα και παραβιάζει την νομοθεσία σχετικά με την προστασία των καταναλωτών τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών.<sup>177</sup> Οι ιδιώτες επενδυτές επιθυμούν να επωφεληθούν από τον τόκο και να γνωρίζουν ότι τα χρήματα που διέθεσαν είναι ασφαλή.<sup>178</sup> Τέλος, η υπ' αριθμ. 24/2024 απόφαση του Αρείου Πάγου,

<sup>175</sup> Χουλιαρά, ο.π., 75

<sup>176</sup> Ψυχομάνης, ΔΕΕ 2018, 26

<sup>177</sup> ibid

<sup>178</sup> ibid

επιβεβαιώνει τα σχετικά λεγόμενα για τα ΜΑΕΚ και αποσαφηνίζει το μέλλον τους ως επενδυτικά προϊόντα στην Ελλάδα.

### **13.Διάκριση της μετατρέψιμης ομολογίας από άλλους τύπους ομολογιών**

#### **13.1 Οι ομολογίες μετατρέψιμες σε υφιστάμενες μετοχές («καταχρηστικές» μετατρέψιμες ομολογίες)**

Στην περίπτωση των καταχρηστικών μετατρέψιμων ομολογιών, το δικαίωμα μετατροπής ασκείται εντός χρονικού περιθωρίου από τον ομολογιούχο δανειστή ωστόσο οι ομολογίες δεν μετατρέπονται σε νέες μετοχές ,δηλαδή δεν πρόκειται για πρωτότυπη κτήση αλλά μετατρέπονται σε ήδη υφιστάμενες μετοχές (παράγωγη κτήση).<sup>179</sup> Αυτό είναι και το στοιχείο διαφοροποίησης τους από τις κλασσικές μετατρέψιμες ομολογίες. Οι ήδη υφιστάμενες μετοχές που αποκτώνται από τους ομολογιούχους είτε θα ανήκουν στην εταιρεία στο πλαίσιο απόκτησης ίδιων μετοχών είτε θα έχουν αναληφθεί από τρίτο ο οποίος θα έχει την υποχρέωση να τα μεταβιβάσει στους ασκούντες το δικαίωμα μετατροπής ομολογιούχους.<sup>180</sup> Όμως, η ελληνική νομοθεσία απαγορεύει την έκδοση των καταχρηστικών μετατρέψιμων ομολογιών καθώς όπως ορίζει το άρθρο 71 ως εννοιολογικό στοιχείο της μετατροπής είναι η ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

#### **13.2.Ανταλλάξιμες ομολογίες**

Οι ανταλλάξιμες ομολογίες αποτελούν τρόπο χρηματοδότησης των εταιρειών με διαφορετικά χαρακτηριστικά που διατυπώνονται στο άρθρο 70 του ν.4548/2018.Ειδικότερα, προβλέπεται ότι χορηγείται δικαίωμα στους ομολογιούχους δανειστές με δήλωση τους να ζητήσουν την εξόφληση των ομολογιών τους εν όλω ή εν μέρει, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολογιών ή μετοχών ή άλλων τίτλων της εκδότριας ή άλλων εκδοτών. Εδώ υφίσταται σχέση ανταλλαγής (και όχι μετατροπής) και προσδιορίζεται ο λόγος ανταλλαγής, δηλαδή ο αριθμός των μετοχών που θα αναλάβει ο ομολογιούχος ή η τιμή της ανταλλαγής, δηλαδή η συνολική αξία των ομολογιών που πρέπει να ανταλλαχθούν με την μία μετοχή.<sup>181</sup>

Η εκδότρια εταιρεία αναλαμβάνει, επίσης, την υποχρέωση να έχει στην κυριότητα το αργότερο μέχρι τον χρόνο καταβολής και σε όλη την διάρκεια του ομολογιακού δανείου της, ελεύθερες βαρών, τις μετοχές ή τους λοιπούς κινητούς τίτλους οι οποίοι πρόκειται να ανταλλαχθούν. Διαφορετικά ο παρέχων το δικαίωμα ανταλλαγής θα πρέπει να καταρτίσει σύμβαση με την οποία θα διασφαλίζεται η δυνατότητα εμπρόθεσμης παράδοσης των ομολογιών ή των μετοχών ή των λοιπών κινητών αξιών σε εκπλήρωση των σχετικών υποχρεώσεων.

Κάνοντας μια συγκριτική θεώρηση παρατηρούμε τα εξής ως προς τις διαφορές ανάμεσα σε μετατρέψιμες και ανταλλάξιμες ομολογίες:

<sup>179</sup>Κουλουριάνος, ό.π.,107

<sup>180</sup> Γεωργακόπουλος,ο.π.,401

<sup>181</sup> Βερβεσσός,ο.π.,αρθρ.7,αριθμ.1

Α) Οι ανταλλάξιμες ομολογίες ανταλλάσσονται και με άλλου είδους κινητές αξίες ενώ οι μετατρέψιμες ομολογίες μετατρέπονται αποκλειστικά σε μετοχές<sup>182</sup>

Β) Οι μετοχές που ανταλλάσσονται στην περίπτωση των ανταλλάξιμων ομολογιών υφίστανται ήδη οπότε πρόκειται για παράγωγη κτήση ενώ στις μετατρέψιμες ομολογίες το δικαίωμα μετατροπής είναι συνυφασμένο με την έκδοση νέων μετοχών (πρωτότυπη κτήση) και εν συνεχεία την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.<sup>183</sup>

Γ) Ενώ στις ανταλλάξιμες προβλέπεται η δυνατότητα ανταλλαγής με μετοχές ή άλλους τίτλους που δεν ανήκουν απαραίτητα στην εκδότρια εταιρεία π.χ. μπορεί να ανήκουν και σε μία θυγατρική της στις μετατρέψιμες ομολογίες ισχύει ότι οι μετοχές που θα δημιουργηθούν μετά την μετατροπή θα πρέπει να είναι μετοχές της εκδότριας.<sup>184</sup>

Δ) Στην έκδοση ανταλλάξιμων ομολογιών δεν επέρχεται καμία αλλαγή στην μετοχική σύνθεση μιας και οι ομολογιούχοι δανειστές ανταλλάσσουν τις ομολογίες τους με άλλους τίτλους ο αριθμός των τίτλων παραμένει ο ίδιος οπότε δεν επέρχεται διατάραξη των ισορροπιών στην εταιρεία με ανακατανομή των ποσοστών συμμετοχής των μετόχων όπως συνήθως συμβαίνει στις μετατρέψιμες ομολογίες με την έκδοση νέων τίτλων.<sup>185</sup>

Ε) Δεν γίνεται λόγος για κανένα όριο στο ποσό του κεφαλαίου που θα καλυφθεί με ανταλλάξιμες ομολογίες εν αντιθέσει με την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών όπου τίθενται ποσοτικά όρια (βλ. ανωτέρω).

ΣΤ) Δεν γίνεται λόγος στον νόμο για δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων όπως αντίστοιχα ορίζεται στο άρθρο 71.

Ζ) Στις προϋποθέσεις έκδοσης του αρ.70 δεν περιλαμβάνεται η απόφαση της Γενικής Συνέλευσης να έχει παρθεί με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία όπως αντίστοιχα ορίζεται στο άρθρο 71.

### **13.3.Το δικαίωμα μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες και στους εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών**

Οι μετατρέψιμες ομολογίες ως χρηματοπιστωτικά μέσα που ενσωματώνουν δικαίωμα μετατροπής, παρουσιάζουν ομοιότητες με τους εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών (warrants) οι οποίοι ενσωματώνουν δικαίωμα προαίρεσης.<sup>186</sup> Από οικονομικής άποψης πρόκειται για διαπλαστικά δικαιώματα. Ωστόσο διαφέρουν ως προς τα εξής:

Αν και ο όρος «δικαίωμα μετατροπής» δεν συναντάται επακριβώς ως στοιχείο της έκδοσης των εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών, και τα δύο είδη τίτλων ενσωματώνουν δικαίωμα προαίρεσης των κομιστών τους με απώτερο στόχο την απόκτηση μετοχών της εκδότριας και την εκμετάλλευση των οικονομικών

<sup>182</sup> Άρθρα 70 και 71 του ν.4548/2018

<sup>183</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ,τομ.10,αριθμ,9

<sup>184</sup> Γιωτάκη,Ε7 2004,125,Βερβεσός,ο.π.,αριθμ.6

<sup>185</sup> Κουλουριανός,ο.π.,110

<sup>186</sup> Λιναρίτης, Τίτλοι κτήσης μετοχών, Νομική Βιβλιοθήκη,65

ωφελημάτων από ενδεχόμενη αύξηση της αξίας του.<sup>187</sup> Το κοινό τους στοιχείο λοιπόν είναι αυτό το δικαίωμα προαίρεσης και η ειδοποιός διαφορά είναι ότι μέχρι την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής οι μετατρέψιμες ομολογίες λειτουργούν ως κοινή ομολογία (απόληψη κεφαλαίου και τόκου).<sup>188</sup> Ο κάτοχος warrant δεν συνδέεται με καμία άλλη πιστωτική σύμβαση και δεν έχει αξίωση έναντι της ανώνυμης εταιρείας. Δεν αποσκοπεί σε οποιαδήποτε άλλο οικονομικό όφελος παρά μόνο στην απόκτηση μετοχικής σχέσης ή μεταβίβασης του δικαιώματος τους.<sup>189</sup> Εν αντιθέσει με τους τίτλους κτήσης μετοχών, στις μετατρέψιμες ομολογίες δεν υφίσταται η δυνατότητα διάθεσης σε τρίτο πρόσωπο του δικαιώματος μετατροπής ξεχωριστά και η αυτόνομη διαπραγμάτευση του στην αγορά.<sup>190</sup>

### **13.4. Η ομολογία με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών**

Την μετατρέψιμη ομολογία θα πρέπει να την διακρίνουμε και από την ομολογία με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών. Πρόκειται για ομολογία η οποία πέρα από τα συνήθη χαρακτηριστικά επιτόκιο και επιστροφή κεφαλαίου, ενσωματώνει σε ξεχωριστό αξιόγραφο την δυνατότητα απόκτησης μετοχών της εκδότριας εντός ορισμένου χρόνου και με μία συγκεκριμένη σχέση και τιμή.<sup>191</sup> Όμως το ξεχωριστό αυτό αξιόγραφο μπορεί να μεταβιβαστεί ξεχωριστά από την ομολογία παρ' όλο που είναι ενσωματωμένο σε αυτήν.<sup>192</sup> Η δυνατότητα ξεχωριστής μεταβίβασης σημαίνει ότι οι κομιστές τέτοιου είδους ομολογίας μπορεί να είναι ταυτόχρονα και ομολογιούχοι και μέτοχοι της εταιρείας καθώς δεν λήγει η ομολογιακή σχέση.<sup>193</sup>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : Η θέση και η προστασία του κυρίου των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών**

Αφού αναλύσαμε την διαδικασία έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και τα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου τύπου των ομολογιών είναι σημαντικό να εκθέσουμε την θέση του κομιστή τους και την προστασία που πρέπει να λαμβάνει μετά την έκδοση και καθ' όλη την διάρκεια της ζωής μιας εταιρείας. Θα εξετάσουμε, επομένως, την θέση του σε περιόδους ιδιάζουσας σημασίας για μια ανώνυμη εταιρεία όπως είναι η δημόσια πρόταση εξαγοράς κινητών αξιών, η είσοδος της στις διαδικασίες αφερεγγυότητας και τον κίνδυνο απίσχανσης του δικαιώματος μετατροπής.

<sup>187</sup> Λιναρίτης, τίτλοι κτήσης μετοχών, 120

<sup>188</sup> Λιναρίτης, ο.π., 121

<sup>189</sup> Λιναρίτης, ο.π., 121

<sup>190</sup> Λιναρίτης, ο.π., 65

<sup>191</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., αριθμ. 24

<sup>192</sup> Βερβεσσός, ο.π., αριθμ. 9

<sup>193</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 106

## **1.Η προστασία των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών μέσω της συγκέντρωσης τους σε ομάδα**

Ο θεσμός της ομάδας των πιστωτών που έλκει την καταγωγή του από το πτωχευτικό δίκαιο θεσπίστηκε μέσω του άρθρου 3 του ν.3156/2003 και παρέμεινε με το άρθρο 60 παρ.6 του ν.4548/2018 όπου προβλέπεται δυνατότητα και άλλοτε υποχρέωση των ομολογιούχων να οργανώνονται σε ομάδα έναντι της εταιρείας.<sup>194</sup> Πρόκειται για μια μορφή κοινωνίας όπως γίνεται δεκτό και συναντάται στους τύπους του ομολογιακού δανείου που εξασφαλίζονται με εμπράγματα ασφάλειες ή εκδίδονται άυλες ομολογίες ή πρόκειται για ομολογιακό δάνειο με τιτλοποίηση απαιτήσεων. Σε όλους τους άλλους τύπους η οργάνωση τους σε ομάδα είναι προαιρετική και λαμβάνει χώρα μόνο εφόσον προβλέπεται στους όρους της δανειακής σύμβασης.<sup>195</sup>

Η σημασία της συγκέντρωσης τους σε ομάδα έγκειται στην συλλογική αντιμετώπιση των αναφερόμενων ζητημάτων ώστε να λάβουν την πιο συμφέρουσα απόφαση που θα εκφραστεί μέσω του εκπροσώπου τους σε περίπτωση μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της εκδότριας.<sup>196</sup> Η σύγκληση, η λειτουργία και η λήψη των αποφάσεων της διέπονται από τις διατάξεις του νόμου για την λειτουργία της γενικής συνέλευσης (63 παρ.6 ν.4548/2018). Τέλος, διασφαλίζεται περιθώριο ελευθερίας δράσης διότι προκειμένου να ληφθεί μία απόφαση από την ομάδα δεν απαιτείται ομοφωνία αλλά να συγκεντρώνεται το ποσοστό της πλειοψηφίας των ομολογιούχων για την λήψη μιας απόφασης.<sup>197</sup>

Αν και υπό τον ν.3156/2003 γινόταν ρητή μνεία για την απαγόρευση της άνισης μεταχείρισης των ομολογιούχων δανειστών, υπό τον νέο νόμο δίνεται η δυνατότητα άνισης μεταχείρισης του ομολογιούχου με την συναίνεση του. Επίσης, προβλέπεται η ευχέρεια άσκησης του δικαιώματος μετατροπής για το σύνολο των ομολογιών από την ομάδα σύμφωνα με τους όρους του δανείου, η οποία απαγορευόταν κατά το προισχύσαν δίκαιο.

Οι ομολογιούχοι στερούνται μέχρι την λήξη των ομολογιών τους την ατομική επιδίωξη των συμφερόντων τους τα οποία ασκούνται μέσω του εκπροσώπου τους. Ο εκπρόσωπος ασκεί τις εξουσίες τους με μνεία της ιδιότητας του και ότι ενεργεί για λογαριασμό της ομάδας των ομολογιούχων, τα κάθε είδους ένδικα μέσα και βοηθήματα για την προστασία των απαιτήσεων τους. Είναι υποχρεωτική η σύμπραξη όλων των συνδανειστών μέσω του εκπροσώπου τους και ο ομολογιούχος δεν μπορεί να επιδιώκει κατά μόνας τα ατομικά του συμφέροντα ή τα συμφέροντα όλων.<sup>198</sup>

## **1.2Η τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου**

### **1.2.1. Η αρμοδιότητα και το επιτρεπτό όριο της τροποποίησης**

Η μεγάλη διάρκεια του δανείου που μπορεί να επηρεάζεται και από αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς, πολλές φορές οδηγεί στην ανάγκη τροποποίησης των όρων του δανείου και ιδίως στην επιμήκυνση της διάρκειας του, την μείωση της αξίωσης από

<sup>194</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ 2002,3<sup>α</sup>,44

<sup>195</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,232

<sup>196</sup> Τουντόπουλος,ο.π.,972

<sup>197</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,233

<sup>198</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,235

κεφάλαιο ή τόκους κ.α.<sup>199</sup> Η τροποποίηση των όρων με άλλους δυσμενέστερους ανήκει στην αποκλειστική αρμοδιότητα της συνέλευσης των ομολογιούχων. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων μπορεί να προβεί σε αυτή την τροποποίηση εφόσον έχει εξουσιοδοτηθεί σχετικά και εφόσον αυτή η ειδική εξουσιοδότηση έχει δοθεί με απόφαση της συνέλευσης που παρίσταντο οι ομολογιούχοι που αντιπροσωπεύουν τα 2/3 του δανείου.<sup>200</sup>

Η διάταξη αυτή είναι αναγκαστικού δικαίου και ως εκ τούτου οι όροι του ομολογιακού δανείου με τους οποίους παρέχεται το δικαίωμα στην εκδότρια να τροποποιήσει μονομερώς τους όρους του δανείου περιορίζονται στα δικαιώματα των ομολογιούχων είναι άκυρη ως αντίθετη στο νόμο.<sup>201</sup> Οι όροι αυτοί συνήθως δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης αλλά τίθενται μονομερώς από την εκδότρια ως take it or leave it οπότε και δεν αφήνονται πολλά περιθώρια τροποποίησης με πρωτοβουλία των ομολογιούχων.

## **2.Η προστασία των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών σε περίπτωση δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών**

Για να αναλύσουμε το επίπεδο της προστασίας στις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών, θα πρέπει πρώτα να δώσουμε έναν σχετικό ορισμό. Δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών σημαίνει ότι ένα πρόσωπο (ο προτείνων) απευθύνεται στο σύνολο των κατόχων κινητών αξιών σε μια ανώνυμη εταιρεία με σκοπό την αγορά μέρους ή του συνόλου τους από εκείνον, την αγορά του πλειοψηφικού πακέτου, όπως αποκαλείται.<sup>202</sup> Το διοικητικό συμβούλιο της εισηγμένης ανώνυμης εταιρείας δεν ασκεί κανέναν έλεγχο και φυσικά επέρχονται δραστικές αλλαγές στην μετοχική σύνθεση.<sup>203</sup> Η δημόσια πρόταση διακρίνεται σε προαιρετική και υποχρεωτική. Στην πρώτη περίπτωση πρόκειται για την εκδήλωση της βούλησης του προτείνοντος για την εξαγορά των κινητών αξιών ενώ στην δεύτερη μετά την άσκηση της προαιρετικής εξαγοράς με σκοπό την προστασία της μειοψηφίας.<sup>204</sup>

Στον νόμο 3461/2006, δίνεται ο ορισμός του όρου κινητές αξίες με δικαίωμα ψήφου. Ερμηνεύοντας τον ορισμό αυτό, γίνεται δεκτό ότι οι κινητές αξίες αποτελούν έννοιες γένους ώστε να περιλαμβάνουν πέρα από τις μετοχές και άλλες κινητές αξίες. Η μεταφορά του ορισμού αποτελεί ενσωμάτωση ευρωπαϊκής οδηγίας η οποία ισχύει και σε άλλες έννομες τάξεις όπου διοικητικά και περιουσιακά δικαιώματα είναι δυνατό να διασπαστούν σε χωριστούς τίτλους. Ερώτημα γεννάται κατά πόσο οι μετατρέψιμες ομολογίες μπορούν να συμπεριληφθούν στην δημόσια πρόταση εξαγοράς και άρα κατά πόσο αποτελούν κινητή αξία με δικαίωμα ψήφου μιας και το

<sup>199</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, β εκδ τομ 10, αρθρο 1

<sup>200</sup> Ο.π., αριθμ 58

<sup>201</sup> Bratton, Bond Covenants. ....

<sup>202</sup> Χρυσάνθης, εις ΔικΑΕ, τόμος 8, 2001, Εισαγ. Παρατηρήσεις στα αρ. 66-89, αριθμ. 26

<sup>203</sup> Χρυσάνθης, ο.π., 26

<sup>204</sup> Κουλουριάνος, 261

δικαίωμα ψήφου δεν υπάρχει κατά τον χρόνο έκδοσης του αλλά μόνο μετά την μετατροπή τους σε μετοχές. Θετική γνώμη διατυπώνεται από τα βρετανικά δικαστήρια<sup>205</sup> και παρόμοιο μοτίβο έχουν ακολουθήσει η γερμανική και η αυστριακή νομοθεσία.<sup>206</sup> Όμως η αυστριακή και η γαλλική νομοθεσία δεν περιλαμβάνουν ευθέως τις μετατρέψιμες ομολογίες αλλά υποστηρίζουν ότι προκειμένου να συμμετάσχουν στην δημόσια πρόταση θα πρέπει να τις εξομοιώνουμε με μετοχές.<sup>207</sup>

Εφόσον δεν υπάρχει νομοθετική διάταξη στον ν.3461/2006 που να προχωρά σε αυτή την εξομοίωση, όπως συμβαίνει στις άλλες χώρες, υποστηρίζεται ότι δεν θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στην υποχρεωτική δημόσια πρόταση οι μετατρέψιμες ομολογίες δηλαδή να δημιουργείται υποχρέωση ένταξης τους από τον προτείνοντα.<sup>208</sup> Αντίθετα, στην περίπτωση της προαιρετικής δημόσιας πρότασης όπου δεν είναι απαραίτητο να υπάρχει δικαίωμα ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις ενσωματωμένο σε αυτές τις κινητές αξίες, θα μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε και τις μετατρέψιμες ομολογίες.<sup>209</sup>

## **2.1 Πότε μπορεί να ασκηθεί το δικαίωμα μετατροπής επί διαδικασίας δημόσιας πρότασης εξαγοράς;**

Το ερώτημα αυτό είναι καίριο διότι είναι αναγκαίο να αποσαφηνιστεί κατά πόσο η πρόταση περιλαμβάνει μόνο όσες κινητές αξίες υπάρχουν κατά την εκκίνηση της διαδικασίας ή είναι νόμιμη η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής ενόσω εκκρεμεί η δημόσια πρόταση.<sup>210</sup> Η αύξηση του αριθμού που πρόκειται να εξαγοραστούν μετά την μετατροπή μπορεί να δημιουργήσει κωλύματα για την ολοκλήρωση της διαδικασίας δεδομένου ότι αυξάνεται ο προς εξαγορά αριθμός των μετόχων που ενδέχεται να δημιουργήσουν αμφιβολίες στον προτείνοντα καθώς μεγεθύνεται το κόστος της εν λόγω αγοράς.<sup>211</sup>

Για την παραπάνω αμφιβολία λεκτέα είναι τα εξής: Δεν τίθεται από τον νόμο κάποιο χρονικό όριο που να σχετίζεται με την περίοδο της δημόσιας πρότασης. Ταυτόχρονα, η συμπεριφορά των μετόχων της εκδότριας, οι οποίοι ενδέχεται να είναι και κοιμιστές μετατρέψιμων ομολογιών, δεν θα πρέπει να χαρακτηρίζεται a priori καταχρηστική διότι εκείνοι μπορούν να ενεργήσουν όπως εκείνοι θεωρούν καταλληλότερα για την εξέλιξη της πρότασης, χωρίς να υπερβαίνουν βέβαια τα όρια του 281 ΑΚ.<sup>212</sup> Την ίδια στιγμή η συμπεριφορά των κοιμιστών μπορεί να εξαρτάται και από το επενδυτικό τους πλάνο μιας και η αξία της μετοχής ανεβαίνει σε περίοδο εξαγοράς.

<sup>205</sup> Άποψη του γενικού εισαγγελέα λόρδου Goldsmith για την ενσωμάτωση της οδηγίας 2004/25/ΕΚ

<sup>206</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 263, υποσημείωση 1234

<sup>207</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 263, υποσημείωση 1234

<sup>208</sup> Λέκκας, Η δημόσια πρόταση εξαγοράς, 33, Αλεξανδροπούλου, ΔΕΕ 2008, 406

<sup>209</sup> ibid

<sup>210</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 265

<sup>211</sup> ibid

<sup>212</sup> Μούζουλας, ο.π., αρ. 79, αριθμ. 108

### **3.Μετατρέψιμες ομολογίες και δικαίωμα εξαγοράς από τον πλειοψηφούντα μέτοχο (squeeze out)**

Έχει κατοχυρωθεί νομοθετικά μέσω των ν.3461/2004 και ν.4548/2018 το δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να αποκλείσει τους μετόχους της εταιρείας από την εταιρεία εφόσον αυτός συγκεντρώνει το 90 % των μετοχών και να αγοράσει τις μετοχές τους δίνοντας εύλογη αποζημίωση και οι λοιποί μέτοχοι έχουν αρνηθεί την εξαγορά στο πλαίσιο της δημόσιας πρότασης. Περιλαμβάνονται, όμως, οι κοιμιστές στον υπολογισμό της μειοψηφίας προκειμένου να είναι δυνατόν να ασκηθεί το squeeze out; Η απάντηση είναι καταφατική. Οι κοιμιστές θεωρούνται υπό αίρεση μέτοχοι οπότε με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής κάθε φορά θα μπορούσαν να παρακωλύουν το squeeze out αφού θα δημιουργούνταν εκ νέου μια μειοψηφία.<sup>213</sup> Λόγω και της ανάγκης ίσης μεταχείρισης των μετόχων, οι κοιμιστές και εν δυνάμει μέτοχοι θα αντιμετωπίζονταν με πιο ευνοϊκό τρόπο από τους ήδη μειοψηφούντες μετόχους.<sup>214</sup>

Επομένως, η συμπερίληψη των κοιμιστών μετατρέψιμων ομολογιών στην διαδικασία του squeeze out εναπόκειται στην διακριτική ευχέρεια του μεγαλομετόχου που το ασκεί και δεν είναι υποχρέωση που προκύπτει από τον νόμο.<sup>215</sup> Το παραπάνω ισχύει με την προϋπόθεση ότι οι μετατρέψιμες ομολογίες κατά την μετατροπή τους δεν θα αντιστοιχούν σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του μετοχικού κεφαλαίου οπότε και ματαιώνεται το δικαίωμα άσκησης του squeeze out.<sup>216</sup> Ο Βενιέρης ωστόσο επισημαίνει ότι σε καμία περίπτωση δεν θα πρέπει να συνυπολογίζουμε τα ποσοστά των μετοχών και των μετατρέψιμων ομολογιών τα οποία ενδέχεται και να υπερβαίνουν το 10% αλλά θα πρέπει να τα υπολογίζουμε σε δύο ξεχωριστές κατηγορίες.<sup>217</sup>

Τέλος, σε περίπτωση υποχρεωτικής εξαγοράς μετατρέψιμων ομολογιών όπου δεν έχει ασκηθεί το δικαίωμα μετατροπής, ο ομολογιούχος δεν θα λάβει τον αριθμό των μετοχών που αντιστοιχούν στις ομολογίες που έχει στην κυριότητα του αλλά ένα ποσό που ορίστηκε ως τίμημα για την εξαγορά.<sup>218</sup>

### **4.Η θέση των κοιμιστών μετατρέψιμων ομολογιών στις διαδικασίες αφερεγγυότητας**

Θα επιχειρηθεί μια ανάλυση της θέσης των κοιμιστών μετατρέψιμων ομολογιών στις διαδικασίες αφερεγγυότητας, τόσο κατά την εκκίνηση της διαδικασίας της πτώχευσης όσο και κατά την διαδικασία την προπτωχευτική, της εξυγίανσης.

---

<sup>213</sup> Κουλουριάνος,ο.π.,269

<sup>214</sup> Βενιέρης,,οπ. 217-218, οίδιος,εις ΔικΑΕ 2010,αρ.49γ,αριθμ.11,Τέλλης,Η εξαγορά μετοχων μειοψηφίας ΕπισκΕΔ 2008,420

<sup>215</sup> Βενιέρης,,οπ. 217-218, οίδιος,εις ΔικΑΕ 2010,αρ.49γ,αριθμ.11,Τέλλης,Η εξαγορά μετοχων μειοψηφίας ΕπισκΕΔ 2008,420

<sup>216</sup> Βενιέρης,Η εξαγορά των μετοχών.....,218-219

<sup>217</sup> ibid

<sup>218</sup> Βενιέρης,οπ.,220,αριθμ.777



#### 4.1.Μετατρέψιμες ομολογίες και πτώχευση της εταιρείας

Οι κύριοι μετατρέψιμων ομολογιών μπορούν να ζητήσουν την κήρυξη της πτώχευσης όπως άλλωστε νομιμοποιούνται ενεργητικώς να πράξουν όλοι οι δανειστές της εταιρείας σύμφωνα με τον Κώδικα Αφερεγγυότητας αφού έχουν γεννημένη και δικαστικώς επιδιώξιμη χρηματική απαίτηση. Εφόσον οι ομολογιούχοι δανειστές έχουν συγκεντρωθεί σε ομάδα αρμόδιος για την εκκίνηση της διαδικασίας είναι ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων εφόσον έχει λάβει σχετική άδεια από την συνέλευση των ομολογιούχων και γίνεται ρητή μνεία ότι ενεργεί ως εκπρόσωπος τους και για λογαριασμό τους.<sup>219</sup> Αναφορικά με τις απαιτήσεις τους, αυτές αντιμετωπίζονται ως πτωχευτικές απαιτήσεις και οι κομιστές ως πτωχευτικοί πιστωτές. Εφόσον επέρχεται παύση της τοκοφορίας με την κήρυξη της πτώχευσης οι απαιτήσεις από τις ομολογίες καθίστανται αυτοδικαίως ληξιπρόθεσμες και απαιτητές μαζί με τους μέχρι την κήρυξη της πτώχευσης δεδουλευμένους τόκους.<sup>220</sup>

Ζήτημα δημιουργείται σχετικά με το ποσό για το οποίο οι πτωχευτικοί πιστωτές θα πρέπει να επαληθεύσουν και να αναγγείλουν. Το κεφάλαιο που πραγματικά κατέβαλαν στην εκδότρια κατά την έκδοση ή το ποσό που η εκδότρια θα πρέπει να καταβάλει στους δανειστές για να θεωρηθεί ότι εξοφλήθηκε η απαίτηση κατά της εταιρείας;<sup>221</sup> Τα ποσά αυτά δεν συμπίπτουν πάντα μεταξύ τους, διότι όπως ήδη αναλύθηκε, η τιμή έκδοσης και η τιμή εξόφλησης δεν συμπίπτουν πάντα. Πρέπει να διακρίνουμε τα εξής:

Α) Η τιμή έκδοσης των ομολογιών είναι κατώτερη από την ονομαστική της αξία (έκδοση υπό το άρτιο). Εν προκειμένω, υφίσταται πρόβλημα δεδομένου ότι η εκδότρια θα πρέπει να καταβάλει την ονομαστική αξία των τίτλων ενώ το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου που πράγματι συγκέντρωσε είναι μικρότερο.<sup>222</sup> Η διαφορά που προκύπτει από την τιμή έκδοσης και την τιμή εξόφλησης καλείται αξία ή πριμ έκδοσης και δεν θεωρείται τόκος οπότε και μπορεί να επιδιωχθεί κατά την πτώχευση στο σύνολο του ύψους της.<sup>223</sup>

Β) Τιμή έκδοσης στην ονομαστική αξία του τίτλου αλλά συμφωνία ότι θα είναι ανώτερη της ονομαστικής αξίας (εξόφληση υπέρ το άρτιο). Η προκυπτόμενη διαφορά καλείται πριμ εξόφλησης, είναι μορφή τόκου και άρα παύει να προσανξάνεται από την κήρυξη της πτώχευσης. Το πριμ αυτό δίνεται συνήθως ως ανταμοιβή για το χαμηλό επιτόκιο που αποδίδουν οι ομολογίες.<sup>224</sup> Επομένως το μερικότερο ποσό που αντιστοιχεί στο χρόνο από την κήρυξη της πτώχευσης μέχρι στην πραγματική λήξη του δανείου θα πρέπει να αφαιρεθεί.<sup>225</sup>

Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων που αναλαμβάνει όλες τις αναγκαίες εργασίες της πτώχευσης όπως την αναγγελία και την επαλήθευση των απαιτήσεων των ομολογιούχων πρέπει να έχει σχετική ειδική εξουσιοδότηση και μπορεί να ασκεί

<sup>219</sup> Περάκης, πτωχευτικό δίκαιο, 2010, 84

<sup>220</sup> Κοτσίρης, πτωχευτικό δίκαιο, 184 επ.

<sup>221</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 271, Πασσιάς, ο.π., σελ. 151

<sup>222</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 272,

<sup>223</sup> Πασσιάς, ο.π., 151

<sup>224</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 272

<sup>225</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 272

ένδικα μέσα και να παρίσταται στις δίκες της πτώχευσης.<sup>226</sup> Ωστόσο, δεν είναι βέβαιο ούτε υποχρεωτικό εκ του νόμου να έχουν οργανωθεί σε ομάδα οι ομολογιούχοι οπότε μπορούν να επιδιώξουν ατομικώς την αναγγελία και την επαλήθευση.<sup>227</sup>

#### **4.1.1. Το δικαίωμα μετατροπής και η πτώχευση**

Ανακύπτει το ερώτημα τι μέλλει γενέσθαι με τις μετατρέψιμες ομολογίες για τις οποίες δεν έχει ασκηθεί το δικαίωμα μετατροπής και ειδικά αν μπορεί να ασκηθεί μετά την εκκίνηση της πτώχευσης.<sup>228</sup>

Εφόσον το ομολογιακό δάνειο λήγει με την πτώχευση<sup>229</sup> οι ομολογιούχοι δεν απολαμβάνουν πλέον την ελεύθερη άσκηση του δικαιώματος μετατροπής αλλά έχουν μόνο την αξίωση για εξόφληση των ομολογιών τους ως πτωχευτική απαίτηση.<sup>230</sup> Βάση της θέσης αυτής είναι ότι το δικαίωμα μετατροπής ασκείται μόνο κατά τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου και όχι μετά τη λήξη του όπως εν προκειμένω.<sup>231</sup>

#### **4.2 Μετατρέψιμες ομολογίες και εξυγίανση**

Στην εξυγίανση η οποία αποβλέπει στην αναδιάρθρωση της επιχείρησης, η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής δεν ακολουθεί την τύχη του μετά την κήρυξη της πτώχευσης καθώς πρόκειται για εξωπτωχευτική διαδικασία.<sup>232</sup>

##### **4.2.1 Η επί τα χείρω τροποποίηση των όρων του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στην εξυγίανση. τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου**

Οι αποφάσεις που λαμβάνονται στο πλαίσιο της εξυγίανσης δεσμεύουν το σύνολο των πιστωτών ανεξάρτητα από τη θέληση τους είτε αυτά είναι εις βάρος τους είτε προς όφελός τους.<sup>233</sup> Το περιεχόμενο των τροποποιήσεων των όρων του ομολογιακού δανείου με σκοπό την εξυγίανση συμπεριλαμβάνει την επέκταση του χρόνου του δανείου, την μείωση των αξιώσεων από κεφάλαιο και τόκους, την απαγόρευση άσκησης του δικαιώματος καταγγελίας, τη μείωση του πριμ εξόφλησης.<sup>234</sup>

Η αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των πιστωτών υποχωρεί έναντι εκείνων των πιστωτών που βρίσκονται σε όμοια νομική θέση (ενέγγυοι, ανέγγυοι, μειωμένης εξασφάλισης).<sup>235</sup>

Αναφορικά με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής το οποίο βρίσκεται στην διακριτική ευχέρεια του ομολογιούχου σύμφωνα με τους όρους του δανείου δεν μπορεί να καταργηθεί με καμία απόφαση εταιρικού οργάνου της

---

<sup>226</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 272

<sup>227</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 272

<sup>228</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 273

<sup>229</sup> Περάκης, ο.π., 188

<sup>230</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 273

<sup>231</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 274

<sup>232</sup> Περάκης, ο.π., 323

<sup>233</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., Αυγιτίδης εξυγίανση επιχειρήσεων μέσω προπτωχευτικών συμφωνιών, 2011, σ. 232

<sup>234</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, τόμος 10, αρ. 1, αριθμ. 57

<sup>235</sup> Περάκης, ο.π., 177, Κοτσίρη, ο.π., 560

εκδότριας.<sup>236</sup> Επιτρέπεται η κεφαλαιοποίηση των υποχρεώσεων της εταιρείας κατ' αναλογία του ποσοστού συμμετοχής στο δάνειο των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών,<sup>237</sup> ως απόρροια της αρχής της καθολικότητας.

Ενδέχεται να είναι δυνατή η παραίτηση από το δικαίωμα μετατροπής που πρέπει να ασκηθεί ατομικά από κάθε κομιστή μετατρέψιμης ομολογίας.<sup>238</sup> Οι όροι μετατροπής δύνανται να τροποποιηθούν στο μέτρο που δεν επηρεάζουν το δικαίωμα μετατροπής.<sup>239</sup> Ενδεικτικά μπορεί να προβλέπονται τα εξής:

1) πρόωρη άσκηση του δικαιώματος μετατροπής ή αν δεν είναι πλέον δυνατή η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής την ανανέωση της δυνατότητας αυτής

2) αύξηση ή μείωση της σχέσης μετατροπής.<sup>240</sup>

## **5.Η προστασία των ομολογιούχων από τον κίνδυνο απίσχνανσης του δικαιώματος μετατροπής**

Οι μετατρέψιμοι ομολογιούχοι διατρέχουν πέραν από τους συνήθεις κινδύνους της επιχειρηματικής ζωής, τον κίνδυνο έμμεσης επιβάρυνσης του οικονομικού περιεχομένου του δικαιώματος μετατροπής, ο οποίος καλείται κίνδυνος απίσχνανσης.<sup>241</sup> Ο κίνδυνος αυτός συνδέεται με τις πράξεις που σχετίζονται με την ουσία των επιχειρηματικών αποφάσεων όπως η μείωση της αξίας των ομολογιών και η μεταβολή της μετοχικής σύνθεσης.<sup>242</sup> Οι μεταβολές αυτές επιφέρουν αλλαγές στο οικονομικό περιεχόμενο του δικαιώματος μετατροπής.<sup>243</sup> Η οικονομική αξία μειώνεται λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με αυτό που υπολόγιζαν όταν απέκτησαν το δικαίωμα μετατροπής.<sup>244</sup> Έτσι μειώνεται η ωφέλεια που πίστευαν ότι θα λάβουν λόγω της απόκτησης του δικαιώματος μετατροπής.<sup>245</sup>

Οι ομολογιούχοι δανειστές σε αντίθεση με τους μετόχους της εταιρείας βρίσκονται σε δυσμενέστερη θέση καθώς οι πρώτοι δεν απολαμβάνουν το δικαίωμα προτίμησης. Οι μέτοχοι μπορούν δηλαδή ευκολότερα να προστατέψουν και να διατηρήσουν την επένδυσή τους.<sup>246</sup>

Στο ελληνικό δίκαιο δεν υπάρχει νομοθετική πρόβλεψη αντίστοιχη με αυτές αλλοδαπών έννομων τάξεων που ορίζουν μέτρα για την προστασία από τον κίνδυνο απίσχνανσης, όπως καθιερώνεται για τους μετόχους της εταιρείας με το δικαίωμα προτίμησης.<sup>247</sup> Η προστασία της θέσης των κομιστών αφού δεν προκύπτει από το

<sup>236</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ 2010,98

<sup>237</sup> Κουλουριάνος, ο.π.,280

<sup>238</sup> Περάκης, ο.π.,336

<sup>239</sup> Κουλουριάνος, ο.π.,280

<sup>240</sup> Κουλουριάνος, ο.π.,280

<sup>241</sup> Κουλουριάνος, ο.π.,285

<sup>242</sup> Κουλουριάνος, ο.π.,285

<sup>243</sup> Βερβεσός, εις ΔικΑΕ,19,Παναγιώτου, Το δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρείας,1996,σ.183

<sup>244</sup> Πασσιάς, ο.π.,122

<sup>245</sup> Κουλουριάνος, ο.π.,287

<sup>246</sup> Παναγιώτου, ΝοΒ2009,352

<sup>247</sup> Κουλουριάνος, ο.π.,289

νόμο είναι μόνο αποτέλεσμα συμβατικών προβλέψεων κατά την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου το οποίο ενδέχεται να περιλαμβάνει σχετικές ρήτρες.<sup>248</sup> Η απουσία νομοθετικής διατύπωσης οφείλεται στο γεγονός ότι δεν πρόκειται για υποχρέωση αλλά για δικαίωμα μετατροπής και ούτως η άλλως αποτελεί υποχρέωση της εταιρείας να επιστρέψει το κεφάλαιο και να καταβάλει τόκους.<sup>249</sup> Δεν δικαιολογείται η έλλειψη αυτή απλά και μόνο επειδή ο ομολογιούχος δεν είναι μέτοχος της εταιρείας.<sup>250</sup> Αντίθετα, όπως προεξετέθη, ο ομολογιούχος θα καταστεί μέτοχος της εταιρείας και πριν από αυτό θα λαμβάνει χαμηλότερο τόκο σε σύγκριση με τις κοινές ομολογίες. Επομένως, δεν μπορεί να δικαιολογηθεί η «προσβολή» του δικαιώματος μετατροπής το οποίο έχει αυτοτελές οικονομικό περιεχόμενο με μόνο επιχείρημα ότι θα λαμβάνει τα λοιπά εκ της ομολογίας δικαιώματα.<sup>251</sup> Αν δεν επιδιωκόταν η προστασία του κομιστή με την καθιέρωση του δικαιώματος απίσχνανσης τότε το δικαίωμα μετατροπής θα έχανε την αξία του και δεν θα προτιμούνταν η μετατρέψιμη ομολογία ως μορφή χρηματοδότησης.<sup>252</sup>

Μέχρι στιγμής το δικαίωμα μετατροπής σε περίπτωση παραβίασης προστατεύεται μόνο με τη διάταξη του άρθρου 914 ΑΚ, επομένως μόνο σε περιπτώσεις στέρησης του ίδιου του δικαιώματος, γεγονός σπάνιο.<sup>253</sup> Η ανώτερω ανεπάρκεια οδηγεί στην ανάγκη θέσπισης συγκεκριμένου νομοθετικού πλαισίου.<sup>254</sup>

Η προστασία από τον κίνδυνο απίσχνανσης έγκειται στην λήψη μέτρων που αντισταθμίζουν την μείωση της αξίας των υποκείμενων μετοχών από τις μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εκδότριας και κατατείνουν στην διατήρηση της αξίας μετατροπής. Αυτό που στοχεύει είναι η διατήρηση της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο.<sup>255</sup>

Αναφορικά με την εφαρμογή της προστασίας των μετατρέψιμων ομολογιούχων σε κάθε απόφαση της εκδότριας εταιρείας, αυτό δεν θα ήταν φυσιολογικό συγκεκριμένα, δεν θα υφίσταντο ο κίνδυνος ζημίας ή κέρδους από την εξέλιξη της αξίας των λοιπών μετοχών πριν την μετατροπή.<sup>256</sup> Εναλλακτικά έχουν καθιερωθεί ποικίλοι τρόποι διασφάλισης του δικαιώματος μετατροπής, όπως η αναγνώριση της δυνατότητας πρόωρης μετατροπής και η αναπροσαρμογή της τιμής μετατροπής, η επιλογή των οποίων γίνεται από την εκδότρια.<sup>257</sup>

---

<sup>248</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 289

<sup>249</sup> Πασσιάς, ο.π., 123

<sup>250</sup> Τουντόπουλος, κεφάλαιο και χρέος, ο.π., 278

<sup>251</sup> Serra, RTD.com, 1971, 566

<sup>252</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 290

<sup>253</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 290

<sup>254</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 290

<sup>255</sup> Broadwin, Prac.Law, 2004, 27

<sup>256</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 293, Kahan, Anti-dilution provisions in Convertible Securities, 147

<sup>257</sup> Κουλουριάνος, ο.π., 300

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΚΟΠΙΑ ΤΟΥ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

### 1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

### 2. Το δικαίωμα μετατροπής και η αξία της μετατρέψιμης ομολογίας καθορίζουν τη σχέση εκδότριας και δανειστών

Ο κομιστής μετατρέψιμης ομολογίας λαμβάνει χαμηλότερο επιτόκιο σε σύγκριση με τον κομιστή απλής ομολογίας.<sup>258</sup> Αυτό είναι φυσιολογικό καθότι το δικαίωμα μετατροπής λειτουργεί ως αντίβαρο. Για τον δανειστή, αν η εταιρεία είναι κερδοφόρα, αυτός θα αποκτήσει μετοχική ιδιότητα που συνοδεύεται με όλα τα πλεονεκτήματα αυτής της θέσης, ενώ ταυτόχρονα θα έχει λαμβάνειν σίγουρο κέρδος από την απόδοση του τόκου ανεξάρτητα από το αν η εταιρεία εμφανίζει κέρδος ή ζημία. Επιπρόσθετα, η τιμή μετατροπής είναι συνήθως υψηλότερη της τρέχουσας αξίας της μετοχής κατά το χρόνο έκδοσης.<sup>259</sup> Ενδέχεται λοιπόν η εταιρεία να εκδώσει λιγότερες μετοχές σε σύγκριση με αυτές που θα είχε εκδώσει στην περίπτωση που θα αποφάσιζε την απευθείας αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.<sup>260</sup>

Θα αναλύσουμε παρακάτω τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου από οικονομικής σκοπιάς. Παρατηρούμε με μία πρώτη ματιά ότι δεν είναι δεδομένο κάθε φορά αν η μετατρέψιμη ομολογία λειτουργεί ζημιογόνα ή επωφελώς για τον δανειστή και την εκδότρια.

Όπως ήδη έχει τονιστεί, ο κομιστής μίας μετατρέψιμης ομολογίας έχει συμφέρον να προβεί στην μετατροπή τη στιγμή που η αγοραία αξία της μετοχής είναι υψηλότερη από το καταβληθέν από αυτό ποσό, ώστε να αποφέρει κέρδος.

Μια εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία θα προτιμήσει μετοχές ή μετατρέψιμες ομολογίες; Θα προχωρήσει στην έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και με βάση ποια κριτήρια; Για να αποφασιστεί τι είναι συμφέρον για τον επενδυτή θα συγκριθεί το πριμ μετατροπής που συνοδεύεται με το ετήσιο εισόδημα που προσφέρει η μετατρέψιμη ομολογία με την τιμή απόκτησης της μετοχής και το ετήσιο μέρισμα που η τελευταία προσφέρει.<sup>261</sup> Από την πλευρά της εταιρείας οι εκτιμήσεις που θα κάνει η ίδια σχετικά με την εξέλιξη της αξίας της μετοχής καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την τακτική που θα ακολουθηθεί κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου.<sup>262</sup>

Τα πιο χαρακτηριστικά πλεονεκτήματα για την εκδότρια εταιρεία είναι η δυνατότητα χρηματοδότησης από την κεφαλαιαγορά σε δυσμενείς για την αγορά συνθήκες. Επιπρόσθετα, όπως προείπαμε, το επιτόκιο είναι χαμηλότερο έναντι εκείνου της

<sup>258</sup> Σωτηρόπουλος, ο.π., 21

<sup>259</sup> Bratton, 1984, 667

<sup>260</sup> Ross/westerfield/jaffe principles of corporate finance, 690

<sup>261</sup> Οικονόμου, ο.π., 73

<sup>262</sup> Οικονόμου, ο.π., 74

κοινής ομολογίας εφόσον συνοδεύεται από το δικαίωμα μετατροπής. Ταυτόχρονα, η έκδοση του συγκεκριμένου τύπου δανείου που ισοδυναμεί με μία ετεροχρονισμένη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου συμβάλλει στην οικονομική ανάκαμψη της. Η επιλογή του συγκεκριμένου τρόπου χρηματοδότησης προτιμάται από τις ίδιες τις εκδότριες στις περιπτώσεις που δεν είναι σε θέση να διανείμουν μερίσματα. Την ίδια στιγμή, αναφορικά με τα θετικά στοιχεία για τους ομολογιούχους δανειστές-επενδυτές, αυτά είναι η εγγυημένη απόδοση του τόκου που λαμβάνουν πριν ασκήσουν το δικαίωμα μετατροπής όπως και η επίτευξη κεφαλαιακού κέρδους όταν ανεβαίνει η τιμή της μετοχής. Επιπλέον, οι επενδυτές προτιμούν την απόκτηση μετατρέψιμων ομολογιών ιδίως στις εταιρείες που γνωρίζουν ότι δεν πρόκειται να διανεμηθούν μερίσματα.<sup>263</sup> Επιπρόσθετα, οι ομολογιούχοι δανειστές προστατεύονται και ικανοποιούνται σε πρώτη προτεραιότητα, αν φυσικά δεν έχει συμφωνηθεί διαφορετικά, έναντι των μετόχων οι οποίοι ικανοποιούνται τελευταίοι αν «περισσέψει» τμήμα από το προϊόν του μερίσματος.<sup>264</sup> Τέλος, ενδέχεται η χρηματοδότηση να δημιουργήσει το φαινόμενο της μόχλευσης (leverage effect). Αναλυτικότερα, η εκδότρια εταιρεία, χρησιμοποιώντας τα εισρέοντα κεφάλαια μπορεί να αυξήσει την απόδοσή της και κατ' επέκταση να παράσχει στους μετόχους της καλύτερες προοπτικές αύξησης της απόδοσης των μετοχών τους. Επομένως, η μετατρέψιμη ομολογία εμφανίζεται ελκυστική ως προς την ασφάλεια επιστροφής κεφαλαίου αλλά και προστατεύει από νομισματικούς κινδύνους μέσω της απόκτησης μετοχών.<sup>265</sup>

Η ανάμειξη των στοιχείων δανείου και μετοχικής σχέσης οδηγούν σε μία διπλή επένδυση η οποία συνίσταται αφενός στο σταθερό επιτόκιο ως δικαίωμα που απορρέει από το αξιόγραφο και αφετέρου την δυνατότητα να καταστεί ο κομιστής μέτοχος.<sup>266</sup>

Τα αρνητικά στοιχεία που συνοδεύουν την έκδοση του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου είναι η έλλειψη ελέγχου από πλευράς της εταιρείας για την απόφαση του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών και η υποχρέωση της να καταβάλει στους κομιστές των μετατρέψιμων ομολογιών, ανεξάρτητα από την επίδοση της, κεφάλαιο και τόκο. Από την πλευρά των ομολογιούχων δανειστών τα μειονεκτήματα αφορούν την απόδοση χαμηλότερου επιτοκίου από αυτό που χορηγείται στις περιπτώσεις κατοχής κοινών ομολογιών. Τέλος, η εταιρεία έχει το δικαίωμα να προβεί σε πρόωρη εξόφληση του δανείου ώστε να ανακόψει την ανοδική πορεία της μετατρέψιμης ομολογίας και άρα την μετατροπή σε μετοχές.<sup>267</sup>

### **3.Η έκδοση των μετατρέψιμων ομολογιών ως λύση στο πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων (agency theory)**

Είναι γνωστό ότι στις ανώνυμες εταιρείες αναπτύσσονται διαφορετικά συμφέροντα και προτεραιότητες από το κάθε μέρος, δηλαδή από τους μετόχους, τους πιστωτές,

<sup>263</sup> Βερβεσός, Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων..., σ.429

<sup>264</sup> Οικονόμου, 75

<sup>265</sup> Πασσιάς, όπ. σελ.120, Γεωργακόπουλος ό.π., 401.

<sup>266</sup> Κουλουριάνος, 118

<sup>267</sup> Οικονόμου, 75

τους εργαζομένους κλπ.<sup>268</sup> Θα εξετάσουμε παρακάτω σε ποιο από τα μέρη εντάσσονται οι μετατρέψιμοι ομολογιούχοι και θα εστιάσουμε στα περιουσιακά συμφέροντα των χρηματοδοτών της εταιρείας, ήτοι των μετόχων και των ομολογιούχων δανειστών της.

Ένα από τα χαρακτηριστικά μίας μετατρέψιμης ομολογίας είναι η εξισορρόπηση διαφόρων μορφών σύγκρουσης μεταξύ των διοικούντων και των δανειστών στην εκδότρια εταιρεία. Η μετάθεση κινδύνου (risk shifting) αποτελεί ειδική έκφανση της σύγκρουσης συμφερόντων.<sup>269</sup> Οι διοικούντες από τη δική τους πλευρά λαμβάνουν δράση για να προασπίσουν τα συμφέροντα των μετόχων πραγματοποιώντας και επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία.<sup>270</sup> Όταν η κεφαλαιακή διάρθρωση αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από χρέος και ταυτόχρονα γίνονται επενδύσεις με χαμηλή πιθανότητα υψηλής κερδοφορίας το τι θα συμβεί με τους μετόχους μας είναι γνωστό. Θα επωφεληθούν απεριόριστα σε περίπτωση θετικής εξέλιξης της εταιρείας, καθώς τα κέρδη είναι ανάλογα του ποσοστού συμμετοχής της εταιρείας ενώ αν οι αποδόσεις της εταιρείας είναι χαμηλές δεν θα ευθύνονται για τα εταιρικά χρέη ούτε θα υποχρεούνται στην καταβολή συμπληρωματικών εισφορών.<sup>271</sup>

Δεν συμβαίνει το ίδιο με τους δανειστές καθώς οι απολαβές τους, δηλαδή ο τόκος καταβάλλεται ανεξάρτητα από το κέρδος επομένως δεν αυξάνεται σε περίπτωση καλής απόδοσης της εταιρείας αλλά παραμένει σταθερός (fixed claimants).<sup>272</sup> Για αυτό το λόγο, οι πιστωτές αποφεύγουν την ακραία ανάληψη κινδύνων (risk averse) και προτιμούν η εταιρεία να αναλαμβάνει λελογισμένα ρίσκα.<sup>273</sup> Αντιλαμβανόμαστε τις διαφορετικές προσδοκίες που έχουν τα μέρη και λύση εν μέρει σε αυτό δίνει μια θεμελιώδης αρχή του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας. Η αρχή αυτή συνίσταται στο ότι η διοίκηση θα δρα με πρωταρχικό γνώμονα το συμφέρον των μετόχων ανεξάρτητα από τα συμφέροντα άλλων φορέων από τη μία πλευρά, από την άλλη η εν τοις πράγμασι δυνατότητα να αποφασίζουν λαμβάνοντας υψηλό ρίσκο.<sup>274</sup>

Εφόσον η εταιρεία βρίσκεται σε «σκοτεινή περίοδο» οι μέτοχοι προκειμένου να μην καταστεί αφερέγγυα και με σκοπό να την διασώσουν προβαίνουν στην ανάληψη υψηλών ρίσκων προσπαθώντας να σώσουν τα ίδια κεφάλαια της.<sup>275</sup>

Το ομολογιακό δάνειο αποτελεί υποχρέωση της εταιρείας. Οι μέτοχοι έχουν διαφορετική επιδίωξη από τη διαχείριση της μετοχής από ότι οι ομολογιούχοι για τις ομολογίες λόγω της ασύμμετρης κατανομής του κινδύνου αποτυχίας των επιχειρηματικών επιλογών.<sup>276</sup> Οι μετατρέψιμες ομολογίες είναι δυνατόν να

<sup>268</sup> Πρόκειται για ένα από τα θεμελιώδη ζητήματα στις ανώνυμες εταιρείες για το οποίο έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες. Ενδεικτικά ελληνική βιβλιογραφία: Παμπούκη, Το γενικό εταιρικό συμφέρον..., ΕπισκΕΔ 2003, 955, 965 επ., Τριανταφυλλάκη, Το συμφέρον της επιχείρησης ως κανόνας συμπεριφοράς των οργάνων της ΑΕ και της ΕΠΕ, 1998, σ. 77 επ., σ. 97 επ., Μούζουλα, σε Μούζουλα για την εταιρική διακυβέρνηση, αρθρ. 2., σ. 38 επ.

<sup>269</sup> Smith/Warner J. Fin. Econ. 1979, 118, Green J. Fin. Econ. 1984, 124

<sup>270</sup> Jensen/Meckling, J. Finac. Econ. 1976, 334

<sup>271</sup> Vahtera, εις Andersen/Sorensen, Company Law & Finance, 66-67

<sup>272</sup> Κουλουριάνος, 196

<sup>273</sup> Καραγκουνίδης, η προστασία των πιστωτών κεφαλαιουχικών πιστωτών σε Μ-Θ. Μαρίνο (επιμ.)

<sup>274</sup> Τριανταφυλλάκης, ο.π., 331

<sup>275</sup> Τριανταφυλλάκης, ζητήματα από την παρέκλυση της πτώχευσης

<sup>276</sup> Κουλουριάνος, 198

καταστήσουν λιγότερο ελκυστική την ανάληψη επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία.<sup>277</sup> Αυτό αποτελεί συνέπεια της δυνατότητας άσκησης του δικαιώματος μετατροπής και της συμμετοχής των νέων πλέον μετόχων και παλαιών δανειστών στα κέρδη με την αναλογική μείωση της ωφέλειας των μετόχων.<sup>278</sup>

Το θεμελιώδες χαρακτηριστικό της σχέσης εντολέα και εντολοδόχου είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης. Τα κυριότερα προβλήματα που ανακύπτουν είναι τα εξής:

Α) Το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής που σχετίζεται με τη δυσκολία του ενός από τα μέρη να κρίνει την ποιότητα των προϊόντων που προσφέρονται από τους δυνητικούς αντισυμβαλλομένους του με συνέπεια να δρα αόφτου αντιληφθεί με βάση τη μέση ποιότητα και το μέσο κίνδυνο.<sup>279</sup>

Β) Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (Moral hazard problem) που σχετίζεται με τον κίνδυνο ότι το πρόσωπο που αναλαμβάνει τη διαχείριση ξένων συμφερόντων εκμεταλλεύεται την προνομιακή πληροφόρηση που αποκτά<sup>280</sup> και την έλλειψη δυνατότητας από τον εντολέα του να ελέγχει τη δράση του με αποτέλεσμα να προτιμά να προωθεί τα προσωπικά του συμφέροντα σε βάρος του εντολέα του όταν τα συμφέροντα των δύο πλευρών αντιτίθενται.<sup>281</sup> Επιπρόσθετα, ο agent δεν θα χρησιμοποιήσει το σύνολο των δυνατοτήτων και των γνώσεων του προκειμένου να εκπληρώσει τις προσδοκίες του principal (φαινόμενο της ήσσονος προσπάθειας).<sup>282</sup> Το κόστος αντιπροσώπευσης, όπως καλείται, περιλαμβάνει την απώλεια οικονομικών ευκαιριών που δεν πραγματοποιήθηκαν λόγω των αποφάσεων του διαχειριστή και την άσκηση εποπτείας στις ενέργειες του διαχειριστή (monitoring cost).<sup>283</sup>

Ταυτόχρονα, έχει υποστηριχθεί και η άποψη ότι η χρηματοδότηση με μετατρέψιμες ομολογίες δεν μετριάξει μόνο τη σύγκρουση χρηματοδοτών και διοίκησης αλλά ωθεί στη σύγκλιση συμφερόντων και τη μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας, σε περιπτώσεις εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital). Ιδιάζον χαρακτηριστικό του συγκεκριμένου τρόπου χρηματοδότησης είναι η ενεργός συμμετοχή του χρηματοδότη στην επιχείρηση μέσω καθοδήγησης ή και υποκατάστασης του χρηματοδοτουμένου.<sup>284</sup>

Ο χρηματοδότης αποκτά συμμετοχή με ποσοστό στα κέρδη με αποτέλεσμα να ενεργοποιεί την ανάμιξη του στην εταιρεία καθώς αντιλαμβάνεται το συμφέρον στην επιτυχία της επιχείρησης.<sup>285</sup> Το διαχειριστικό όργανο της εταιρίας έχει πλήρη πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες και θα χρησιμοποιήσει τα διαθέσιμα κεφάλαια για

<sup>277</sup> Green, J. Fin. Econ, 1984, 129

<sup>278</sup> Dutordoir/Lewis/Seward/Veld, J. Corp. Fin. 2014, 4

<sup>279</sup> Κουλουριάνος, 200

<sup>280</sup> Καραγκουνίδη, σε Μ.-Θ. Μαρίνο 196

<sup>281</sup> Jesnsen/Meckling, 308-309

<sup>282</sup> Λ. Αθανασίου, 32-33, 35, Καραγκουνίδης προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007, 200

<sup>283</sup> Kraakman, Corporate liability strategies and the costs of legal controls, 93 Yeli, 857, 1984

<sup>284</sup> Schmid, J. Fin. 2003, 1149

<sup>285</sup> Schmid, J. Fin. 2003, 1151



να προασπίσει το συμφέρον των μετόχων.<sup>286</sup> Είναι δυνατό να λαμβάνονται και αποφάσεις οι οποίες μεγιστοποιούν το κέρδος των μετόχων και επιβαρύνουν τη θέση των ομολογιούχων την ίδια στιγμή. Πρόκειται για τις λεγόμενες εταιρικές ενέργειες που συνεπάγονται την μεταφορά αξίας (πλούτου) από τις ομολογίες προς τις μετοχές και την πρόκληση ζημίας στους ομολογιούχους.<sup>287</sup> Ωστόσο οι wealth transfer αποφάσεις μειώνουν ταυτόχρονα και την αγοραία αξία της επιχείρησης η οποία υπολογίζεται ως το άθροισμα της αξίας των επιμέρους τίτλων που την απαρτίζουν, μετόχων και ομολογιών.<sup>288</sup>

Επιγραμματικά, ενέργειες οι οποίες μεταφέρουν αξία από τις ομολογίες προς τις μετοχές και άρα αυξάνεται ο επενδυτικός κίνδυνος και μειώνεται η αξία της ομολογίας χωρίς οι ομολογιούχοι να λαμβάνουν αποζημίωση είναι οι εξής:

i) Η στροφή της επιχειρηματικής δράσης της εταιρείας σε επιχειρηματικές αποφάσεις με υψηλό επενδυτικό κίνδυνο ή ορθότερα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία.<sup>289</sup>

ii) Η αύξηση του λόγου των ίδιων προς ξένα κεφάλαια της εκδότριας, με την ταυτόχρονη μείωση της υπέγγυας για την ικανοποίηση των απαιτήσεων των ομολογιούχων εταιρικής περιουσίας.<sup>290</sup>

Οι συνέπειες αυτές αποτελούν απόρροια των υπερογκών ωφελειών που αντλεί ο μέτοχος όπως τα υψηλά μερίσματα και την διανομή στοιχείων της εταιρικής περιουσίας προς τους μετόχους μέσω spin-off.<sup>291</sup> Τέλος, είναι αποτέλεσμα της αυξημένης μόχλευσης μέσω της έκδοσης νέων ομολογιακών δανείων ίσης ή υψηλότερης εξοφλητικής προτεραιότητας όπου λόγω της αύξησης των υποχρεώσεων της εταιρείας δεν απομένει υπέγγυα περιουσία για την ικανοποίηση των παλαιών ομολογιών.<sup>292</sup>

#### **4. Το πρόβλημα της υπερεπένδυσης**

Οι μετατρέψιμες ομολογίες αποτελούν κατάλληλη επιλογή σε περίπτωση χρηματοδότησης διαδοχικών επενδύσεων στην οποία το μέλλον μίας επένδυσης εξαρτάται από την κατάληξη της προηγούμενης.<sup>293</sup> Είναι, επομένως, αναγκαίο να ανευρεθεί η βέλτιστη απόφαση για το σύνολο των επενδύσεων που θα πραγματοποιηθούν οπότε και διακρίνουμε δύο χρονικά στάδια: α) το χρονικό σημείο μηδέν της έναρξης κατά το οποίο η χρηματοδότηση λαμβάνει χώρα για την

---

<sup>286</sup> Βερβεσσός, εις ΔικΑε, 3-3<sup>α</sup>, 13

<sup>287</sup> Mcdaniel, Bondholders and Stockholders, 13 J. Corp. L. 205

<sup>288</sup> Mcdaniel, Bondholders and Corporate Governance

<sup>289</sup> Καθαρή παρούσα αξία αξιολογείται η απόδοση μίας επένδυσης συνυπολογιζόμενης της αξίας των χρημάτων με την πάροδο του χρόνου. Ο υπολογισμός αφορά την αξία όλων των καθαρών ταμειακών ροών που θα προκύψουν από την εφαρμογή του επενδυτικού σχεδίου με τη χρήση του εξοφλητικού επιτοκίου

<sup>290</sup> Κουλουριάνος, 204

<sup>291</sup> Για το spin-off Περάκης η μορφολογία των εξαγορών, ΔΕΕ 2001, 241

<sup>292</sup> Mcdaniels, Bondholders and Governance, 419

<sup>293</sup> Mayers, J. Fin. Econ. 1998, 83-102

πραγματοποίηση της αρχικής επένδυσης, β) το χρονικό σημείο 1 όταν γνωστοποιείται η αξία της επένδυσης της δεύτερης περιόδου, γ) το καταληκτικό χρονικό σημείο 2.<sup>294</sup>

Ο όρος υπερεπένδυση συνίσταται στην ύπαρξη παραπάνω κεφαλαίων από αυτές που είναι δυνατό να επενδυθούν αποτελεσματικά, δηλαδή με καθαρή θετική αξία οπότε τα παραπάνω κεφάλαια χρησιμοποιούνται σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία.<sup>295</sup> Το φαινόμενο αυτό συναντάται κυρίως λόγω της συμπεριφοράς της διοίκησης της εταιρείας η οποία επιδιώκει βραχυπρόθεσμους στόχους αδιαφορώντας για το μακροπρόθεσμο μέλλον.<sup>296</sup>

Ως μία επιλογή χρηματοδότησης με σκοπό και την αποφυγή του προβλήματος της υπερπένδυσης εμφανίζεται η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών. Ειδικότερα, αποφεύγεται το κόστος του δανεισμού αφού υπάρχει πάντοτε η δυνατότητα το δάνειο να μετατραπεί σε μετοχικό κεφάλαιο.<sup>297</sup> Οι ομολογίες αυτές θα εκδοθούν στο τέλος της πρώτης περιόδου. Θα πρέπει, επομένως, να προβλεφθεί το αν η μετατροπή θα αποφέρει θετικό πρόσημο στους ομολογιούχους δανειστές μόνο αν και όταν η επένδυση στην δεύτερη περίοδο είναι συμφέρουσα για την εταιρεία.<sup>298</sup> Σε περίπτωση μετατροπής, κεφάλαιο και τόκος δεν καταβάλλονται και η επένδυση της δεύτερης περιόδου πραγματοποιείται χωρίς να είναι αναγκαίος νέος δανεισμός. Στην δεύτερη φάση αν δεν αποβεί συμφέρουσα η επένδυση, δεν ασκείται το δικαίωμα μετατροπής, το δάνειο επιστρέφεται.<sup>299</sup> Προϋπόθεση άσκησης του δικαιώματος μετατροπής είναι πρώτον η σύνδεση της πορείας της πρώτης και της δεύτερης επένδυσης και δεύτερον η ενυπάρχουσα αβεβαιότητα να αφορά μόνο την αξία της μελλοντικής επένδυσης και όχι τον χρόνο αποκάλυψης.<sup>300</sup>

## 5.Το πρόβλημα της υποεπένδυσης

Μια ακόμη όψη της σύγκρουσης συμφερόντων αποτελεί η υποεπένδυση η οποία συναντάται σε εταιρείες με αυξημένο παθητικό. Η μορφή της μετατρέψιμης ομολογίας συμβάλλει στην αλλαγή των κινήτρων επένδυσης. Σύμφωνα με τον Mayers, οι εταιρείες με αυξημένο ποσοστό χρέους που συνοδεύονται συνήθως από τον κίνδυνο της πτώχευσης εμφανίζουν συχνά διάσταση μεταξύ της μικρότερης τρέχουσας και της μεγαλύτερης ονομαστικής αξίας του χρέους. Εφόσον η επένδυση δεν υπερβαίνει το σύνολο της ονομαστικής αξίας του χρέους τότε το ωφέλιμο για την εταιρεία είναι να μην πραγματοποιηθεί έστω και την δεδομένη στιγμή η επένδυση παρά η έκδοση νέων μετοχών.<sup>301</sup> Αν εκδίδονταν νέες μετοχές θα επωφελούνταν δυσανάλογα οι δανειστές και η τρέχουσα αξία του χρέους αυξανόμενη θα κατέληγε

<sup>294</sup> Χουλιαρά, οι μετατρέψιμες ομολογίες,114

<sup>295</sup> Jensen,Am.Econ.Rev. 1986,2023

<sup>296</sup> Mayers,J.Fin.Econ.1998,85-86

<sup>297</sup> Mayers,J.Fin.Econ. 1998,86

<sup>298</sup> Mayers,J.Appl.Corp,2000

<sup>299</sup> Wang,RF 2009,733

<sup>300</sup> Χουλιαρά,ο.π.,116

<sup>301</sup> Myers,J Fin Econ 1977,153

προς την ανώτερη ονομαστική του αξία την ίδια στιγμή που η τρέχουσα αξία των νέων μετοχών θα έτεινε κάτω από την ονομαστική τους αξία.<sup>302</sup>

Το μετατρέψιμο χρέος οδηγεί στην επίλυση αυτού του αδιεξόδου που περιγράψαμε μέσω της αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου. Εν προκειμένω, θα θεωρείται δεδομένη η έκδοση νέων μετοχών μέσω του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, οι οποίες μέσω του δικαιώματος προτίμησης, θα καταλήξουν στους παλιούς μετόχους της εταιρείας. Επομένως, το μετατρέψιμο χρέος αποτελεί τρόπο επίσπευσης της επένδυσης και της έκδοσης νέων μετοχών. Όσο η αξία των ήδη υπαρχουσών μετοχών είναι μικρότερη κατά τον χρόνο έκδοσης τόσο μικρότερη θα είναι και η αξία των νέων μετοχών. Θα συγκεντρωθεί η ίδια ποσότητα κεφαλαίου διαμοιρασμένη σε περισσότερες μετοχές με αποτέλεσμα την μείωση της ποσοστιαίας συμμετοχής των μετόχων μέσω της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής. Σε αυτήν την εκδοχή, οι μέτοχοι μπαίνουν στην διαδικασία της επιτάχυνσης της επένδυσης και την αποφυγή της καθυστέρησης της όπως στην περίπτωση που προαναφέραμε.<sup>303</sup>

## **6.Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών ως αντιμετώπιση της ασυμμετρίας πληροφόρησης ή ως ετεροχρονισμένη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.**

Αντιλαμβανόμαστε ότι οι μετατρέψιμες ομολογίες λειτουργούν εξισορροπητικά ως επιλογή χρηματοδότησης, η οποία κείται ανάμεσα στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και στον δανεισμό. Για μια εταιρεία που χαρακτηρίζεται ως «μεσαία» καθώς δεν είναι βέβαιος ο υψηλός βαθμός χρηματορροών έπειτα από μια επένδυση, η λύση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου είναι συνυφασμένη με την έκδοση υποτιμημένων μετοχών λόγω της κατάστασης ασυμμετρίας πληροφόρησης ενώ η λύση του δανεισμού είναι συνυφασμένη με τον αυξημένο κίνδυνο αφερεγγυότητας, ήτοι την αδυναμία εκπλήρωσης των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων.<sup>304</sup> Η ενδιαμέση λύση, ως τρίτη εναλλακτική, δεν είναι άλλη από το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο αφού συνοδεύεται και από το δικαίωμα ανάκλησης ή πρόωρης εξόφλησης, για το οποίο έχει ήδη γίνει μνεία, όπου θα καθορισθούν οι όροι του προγράμματος πάντα με την ύπαρξη της δυνατότητας άσκησης του δικαιώματος μετατροπής. Το τελευταίο διασώζει την κατάσταση αφού ουσιαστικά με την μετατροπή απαλλάσσεται η εταιρεία από την υποχρέωση επιστροφής του δανείου, το οποίο έχει εκδώσει σε προηγούμενο χρόνο, όταν δεν ήταν για εκείνη συμφέρον να προβεί στην έκδοση νέων μετοχών.<sup>305</sup>

Η ασυμμετρία πληροφόρησης παύει να υφίσταται αμέσως μετά την έκδοση καθώς όλες οι άγνωστες μέχρι πρότινος ευνοϊκές πληροφορίες διαχέονται μέσα στην εταιρεία με αποτέλεσμα να αλλάζει και η αξία των μετοχών.<sup>306</sup> Η ανακοίνωση της άσκησης του δικαιώματος ανάκλησης προκαλεί την άσκηση του δικαιώματος

<sup>302</sup> Farooq/Ahmed/Saleem, Corporate Ownership & Control 2015, 456, Lyandres/Zhdanov, J. Corp. Fin. 2014, 21 – 37, 30.

<sup>303</sup> Lyandres /Zhdanov, J. Corp. Fin. 2014,22,31-32

<sup>304</sup> Stein,J.Fin.Econ. 1992,4,7-8,King/Maurer,J.Corp.Fin.2014,116

<sup>305</sup> Χουλιαρά,ο.π.,104

<sup>306</sup> Chakraborty/ Yilmaz, Rev. Econ. Stud. 2011,152

μετατροπής εφόσον η νέα αξία μετατροπής έχει καταστεί ανώτερη της τιμής της πρόωρης εξόφλησης, οπότε η μετατροπή είναι συμφέρουσα για τους κομιστές.<sup>307</sup>

Ένα από τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά του μετατρέψιμου δανείου είναι η ετεροχρονισμένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με την συγκέντρωση του αναγκαίου ποσού μέσω μικρότερου αριθμού μετοχών και άρα μικρότερες απώλειες για τους υφιστάμενους μετόχους, εφόσον η αύξηση γίνει βάσει της ανώτερης της τρέχουσας αξίας κατά τον χρόνο έκδοσης της τιμής μετατροπής, χωρίς τις αρνητικές συνέπειες της ανακοίνωσης της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου κι αποφυγή της ενδεχόμενης οικονομικής δυσχέρειας που θα προκαλούνταν αν θα έπρεπε να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της με την αποπληρωμή των ομολογιών αφού προσφέρεται η δυνατότητα της μετατροπής.<sup>308</sup>

Εν κατακλείδι, συμπεραίνουμε ότι το πιο σημαντικό στοιχείο που διασώζει και εξισορροπεί την οικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρείας δεν είναι άλλο από το δικαίωμα μετατροπής. Όπως ήδη ελέγχθη, οι μετατρέψιμες ομολογίες είναι μια σοφή λύση λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης και την δυσκολία που αυτή συνεπάγεται για την έκδοση κοινών μετοχών.<sup>309</sup>

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αναδιαμόρφωση της νομοθεσίας και η θέσπιση των διατάξεων του ν.4548/2018 συμβάλλουν σε μια πιο ελεύθερη και ευέλικτη προσέγγιση του θεσμού των μετατρέψιμων ομολογιών ώστε να καταστούν πιο ελκυστικός τρόπος χρηματοδότησης των ανώνυμων εταιρειών. Η νέα νομοθεσία έλυσε τα ερμηνευτικά προβλήματα που είχαν προκύψει από τους ν.2190/1920 και ν.3156/2003.

Αφότου προβήκαμε στην ανάλυση των σημαντικότερων αναφερόμενων ζητημάτων γύρω από την έκδοση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες από νομική και οικονομική σκοπιά, θα προβούμε σε κάποια τελικές διαπιστώσεις και θα εξάγουμε ορισμένα συμπεράσματα που προέκυψαν από την μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας.

Οι σχέσεις που διαμορφώνονται ανάμεσα στα μέρη σε κάθε ανώνυμη εταιρεία είναι δυναμικές, εξελίσσονται και προσαρμόζονται ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες και την πορεία της επιχείρησης. Η χρησιμότητα του συγκεκριμένου υβριδικού τύπου χρηματοδότησης ποικίλλει και ιδίως λειτουργεί ως μέσο εξισορρόπησης των δύο πλευρών ως απάντηση-λύση στο πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων (agency theory).

Την ίδια στιγμή η μετατρέψιμη ομολογία χρησιμοποιείται για να καμφθεί η ασυμμετρία πληροφόρησης η οποία υφίσταται λόγω της στενότερης σχέσης της εκδότριας με τους μετόχους της και την πιο απόμακρη από τους δανειστές της. Η

<sup>307</sup> Backdoor Equity, Stein, J. Fin. Econ. 1992, 19

<sup>308</sup> Stein, J. Fin. Econ. 1992, 4, Dutordoir/Lewis/Seward/Veld, J. Corp. Financ. 2014, 6

<sup>309</sup> Lewis/Rogalski/Seward, J. Corp. Fin. 2001, 449

ετεροχρονισμένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποσοβεί τον κίνδυνο της μη πραγματοποίησης επενδύσεων που δημιουργείται εξαιτίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης.

Επιπλέον, δεν θα μπορούσε να μην τονιστεί εκ νέου η προνομιακή θέση των κομιστών μετατρέψιμων ομολογιών αφού αρχικά απολαμβάνουν τα προνόμια του δανειστή και ταυτόχρονα είναι εν δυνάμει μέτοχοι αφού έχουν στην διακριτική τους ευχέρεια το δικαίωμα μετατροπής. Επομένως, από την μία πλευρά είναι εξασφαλισμένοι λαμβάνοντας κεφάλαιο και τόκο και από την άλλη είναι εφικτό ανά πάσα στιγμή να εκφράσουν την βούληση ένταξης του στην μετοχική σύνθεση της εταιρείας.

Τέλος, θεμελιώδες χαρακτηριστικό των ομολογιακών δανείων αποτελεί η αύξηση κεφαλαίου που συντελείται αμέσως μετά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Η αύξηση αυτή ουσιαστικά συμφέρει την εταιρεία η οποία μειώνει τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της καθώς επέρχεται λήξη του ομολογιακού δανείου με την κεφαλαιοποίηση του παθητικού ύστερα από την μετατροπή.

Γίνεται αντιληπτό ότι παρόλο που συχνά διαχωρίζουμε την νομική και την οικονομική σκοπιά των μορφωμάτων χρηματοδότησης, τα χαρακτηριστικά του ενός αλληλοεξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τα χαρακτηριστικά του δεύτερου και αλληλοτροφοδοτούνται με εξελίξεις και λύσεις σε αναφυόμενα ζητήματα.

## Ελληνική Βιβλιογραφία

- Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία Νομική βιβλιοθήκη 2010
- Αλεξανδρίδου Ε. Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, Νομική βιβλιοθήκη 2012
- Αλεξανδροπούλου Α. «Squeeze- out» και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 4/2008, 404.
- Ανδριανέσης Α., Η Θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρείας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, εις Σπουδές Δκαίου της Επιχείρησης, τ.2., Νομική Βιβλιοθήκη 2008
- Αυγητίδης, Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2014
- Βαθρακοκοίλης Β., Αναλυτική ερμηνεία – Νομολογία ΑΚ, 1994,
- Βενιέρης Ι, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με τον 3156/ 2003 υπό το πρίσμα της διεθνούς πρακτικής
- Βενιέρης Ι, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, 2009, 217 επ
- Βερβεσός Ν. εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), Τόμος 10, Ομολογίες και Τιτλοποίηση Απαιτήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη 2010.
- Βερβεσός Ν, εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), Σάκκουλας 2010
- Βερβεσός Ν., ΝοΒ, Τεύχος 67, Τόμος 2, 2019, σελ. 203 επ.
- Γεωργακόπουλος, Το Δίκαιον των Εταιρειών, ΙΙ, Αθήνα, 1972
- Καινούργιος Δ., Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, μεταβολή της καφαλαιακής διάρθρωσης και σηματοδότηση: Μια συγκριτική μελέτη για το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, Σπουδαί, Τόμος 53, τεύχος 3, 2003, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο <https://spoudai.unipi.gr/index.php/spoudai/article/viewFile/1185/1264>
- Καραγκουνίδης σε Μαρίνο, Ζητήματα από το νέο δίκαιο της ανώνυμης
- Λέκκας Γ. Εμπράγματα εξασφάλιση ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων Γραμματείες Αστικού Δικαίου, Τόμος 2, Σάκκουλας 2005
- Κουλουριάνος Θ., Παρατηρήσεις σε ΔΕΚ C-338/2006 ΔΕΕ12/2009, 1352.
- Κουράκης Ε., Ρυθμίσεις στη μεταβίβαση μετοχών: Δικαίωμα πρώτης προτιμήσεως (right of first refusal), δικαίωμα προσκολλήσεων (tag along) και δικαίωμα συμπαρασύρσεως (drag along), Συνήγορος, 2009
- Λέκκας Γ. Εμπράγματα εξασφάλιση ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων ,Γραμματείες Αστικού Δικαίου, Τόμος 2, Σάκκουλας 2005
- Λιναρίτης, Οι μεταβολές του κεφαλαίου και το δυνητικό κεφάλαιο της Α.Ε. μετά τον Ν.4548/2018, ΝοΒ, Τόμος 67, τεύχος 2, 2019

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

Λιναρίτης Ι, ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ 2019,1250

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

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

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

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

Οικονόμου, Ανάλυση και διαχείριση μετατρέψιμων ομολογιών ΔΕΕΤ 1992

Παμπούκη, Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, 1994, τεύχος β΄

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

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

Παπαδημόπουλος Ι., Τα δικαιώματα του squeeze-out και του sell-out υπό το φως της Οδηγίας

2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς. ΔΕΕ 2005,396.

Πασσιάς Ι. Το Δίκαιον της Ανωνύμου Εταιρείας ΙΙ, 1969

Περάκης Ε. στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 1, 2002

Περάκης Ε., Το Νέο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, 5<sup>η</sup> έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018,

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

Ρόκας Α., εις ΔικΑΕ, Νομική Βιβλιοθήκη, 2024, αρ.33,532 επ.

Ρόκας Ν. εις: Αστικός Κώδικας, κατ' άρθρο ερμηνεία, Γεωργιάδης Α., Σταθόπουλος Μ., Εισαγωγικές παρατηρήσεις επί των άρθρων 806-809

Ρόκας Ν. Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη 200

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

Ρόκας Ν. Εμπορικές Εταιρείες, Νομική Βιβλιοθήκη 2018

Σιδηρόπουλος, Η έκτακτη αύξηση κεφαλαίου στην Ανώνυμη Εταιρεία, Σάκκουλας 2008

Σταθόπουλος Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 4η Έκδοση 2004, Σάκκουλας.

Στοιχός εις Αντωνόπουλου/Μούζουλα, Ανώνυμες Εταιρείες Ι

Σωτηρόπουλος Γ. εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Ε. Περάκη), τόμος 1, Νομική Βιβλιοθήκη, 2002.

Σωτηρόπουλος, Ευθύνη μελών διοικητικού συμβουλίου για επιχειρηματικές επιλογές, ΕΕμπΔ 2004, 773

Σωτηρόπουλος Γ., Παρατηρήσεις στην ΠΠρΑθ 419/2005, ΕΕμΔ 2005, σελ. 308 ΕΕμπΔ2005, 308

Ταρνανίδου Χρ., Το δικαίωμα και η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκΕΔ 1999, 420

Τέλλης Ν., Προϋποθέσεις για την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετόχων, ΕΕμπΔ 1991,185

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

Τουντόπουλος Β., Τόμος 10 άρθρο 2 Ν. 3016/2002 αριθμ. 16.

Τουντόπουλος Β. ,Επισκ ΕΔ 2003, 974 επ.

Τουντόπουλος Β., Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2009

Τριανταφυλλάκης Γ., Η αύξηση του κεφαλαίου στην ΑΕ και ο αποκλεισμός του δικαιώματος προτίμησης, Σάκκουλας, 2004,97

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

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

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

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

Χουλιάρη Ε.,Οι μετατρέψιμες ομολογίες,Νομική Βιβλιοθήκη 2019

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

Ψαρουδάκης Γ., άρθρο 71,εις ΔΑΕ (επιμ. Σωτηρόπουλος), Νομική Βιβλιοθήκη, τόμος 1, 2024



## Ξένη Βιβλιογραφία

- Andersen, P.-K./K.-E. Sørensen, *Company Law & Finance*, Thompson, 2008
- Bratton, W., *The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds*, *Wisconsin Law Review* 1984, 667.
- Brennan/Schwartz, “Convertible Securities”, *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 1992, p.453
- Broadwin, D., *An Introduction to Anti – Dilution Provisions*, *The Practical Lawyer* 2004, 27
- Chakraborty, A./B. Yilmaz, *Adverse Selection and Convertible Bonds*, *Review of Economic Studies* 78, 2011, 148
- Dutordoir, M./C. Lewis /J. Seward/C. Veld, *What we do and do not know about convertible bond financing*, *Journal of Corporate Finance* 24, 2014, 3.
- Farooq, S./S. Ahmed/K. Saleem, *Overinvestment, Growth Opportunities and Firm Performance: Evidence from Singapore Stock Markets*, *Corporate Ownership & Control* 12, 2015, 454.
- Hadjiemmanuil, C., *Bank stakeholders’ mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail – in*, *ηο New Opportunities for European Integration*, ECB Legal Conference 2015, *From Monetary Union to Banking Union, on the Way to Capital Markets Union*, 225.
- Jensen, M., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *The American Economic Review* 76, 1986, 323.
- Jensen, M./W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 3, 1976, 305.
- Kahan, M., *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2, 1995, 147.
- Lewis, C./R. Rogalski/J. Seward, *The long-run performance of firms that issue convertible debt: an empirical analysis of operating characteristics and analyst forecasts*, *Journal of Corporate Finance* 7, 2001, 447
- Lyandres, E./A. Zhdanov, *Convertible debt and investment timing*, *Journal of Corporate Finance* 24, 2014, 21.
- Myers, S., *Determinants of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics* 5, 1977, 147.
- Mayers, D., *Convertible Bonds: Matching Financial and Real Options*, *Journal of Applied Corporate Finance* 13, 2000, 8.

Mayers, D., Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options, *Journal of Financial Economics* 47, 1998, 83.

Mcdaniel, Bondholders and Corporate Governance, 41 *Bus. Law*, 413 (1986)

Mcdaniel, Bondholders and Stockholders, 13 *J. Corp. L.* 205 (1988)

Ramirez, J., *Handbook of Basel III Capital: Enhancing Bank Capital in Practice*, John Wiley & Sons, 2017.

Ross, S./R. Westerfield/B. Jordan, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw – Hill Irwin, 2010.

Schmidt, K., Convertible Securities and Venture Capital Finance, *Journal of Finance* 58, 2003, 1139.

Smith, C./J. Warner, On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics* 7, 1979, 117.

Stein J., Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing, 32 *J. Fin. Econ.*, 3 (1992)

Wang, S., Convertibles in Sequential Financing, *Review of Finance* 13, 2009, 727.

Wood, International Convertible Bonds Issues, *JIBL*, 1986, 69