



Τμήμα Οικονομικών
Επιστημών



ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ
Νομική Σχολή

ΔΙΪΔΡΥΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

Διπλωματική Εργασία

**ΟΙ ΜΟΡΦΕΣ ΕΝΔΙΑΜΕΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΕ, ΚΑΤΑ ΤΟΝ Ν.
4548/2018, ΩΣ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΠΡΟΣΕΛΚΥΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

της ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΟΥ ΧΡΙΣΤΙΝΑΣ
(mle19025)

Επιβλέποντες Καθηγητές: Γιοβαννόπουλος Ρήγας
Φιλιππιάδης Ελευθέριος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
Ειδίκευσης «Δίκαιο και Οικονομικά»
(με εξειδίκευση στον Τομέα των Επιχειρήσεων)

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ,
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2021

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στους ανθρώπους που συνέβαλλαν με κάθε τρόπο στην εκπόνηση αυτής.

Καταρχάς, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους επιβλέποντες καθηγητές μου, τους κ.κ. Γιοβαννόπουλο Ρήγα και Φιλιππιάδη Ελευθέριο για την εμπιστοσύνη και τη συνδρομή τους.

Περαιτέρω, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Σταύρο Κουμεντάκη, καθώς η συνεργασία μου μαζί του, μέσω της απασχόλησής μου στην Κουμεντάκης & Συνεργάτες Δικηγορική Εταιρεία, πυροδότησε το ενδιαφέρον μου και στάθηκε η αφορμή για την ενασχόλησή μου με την Ανώνυμη Εταιρεία και τις μορφές χρηματοδότησής της.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους αγαπημένους μου ανθρώπους που στάθηκαν δίπλα μου στο ταξίδι αυτό και με ενθάρρυναν για την ολοκλήρωσή του. Τους φίλους και τον σύντροφό μου. Κυρίως, όμως, την οικογένειά μου, τον αδερφό και τους γονείς μου, οι οποίοι με στηρίζουν σε κάθε βήμα και επιλογή μου και με βοηθούν να εκπληρώσω κάθε μου όνειρο.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Αντικείμενο μελέτης της παρούσας αποτελούν οι μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης της ΑΕ, οι οποίες προβλέπονται στον ν. 4548/2018. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση συνιστά έτερη δυνατότητα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση της ΑΕ, διακριτή από τις παραδοσιακές, αμιγείς μορφές του κεφαλαίου και του χρέους, και συγχρόνως, απορρέουσα από αυτές. Πρόκειται, δηλαδή, για περιπτώσεις υβριδικών μορφών χρηματοδότησης, οι οποίες συνδυάζουν χαρακτηριστικά σύναψης δανείου και αύξησης ιδίων κεφαλαίων. Μελετώντας τις κατ' ιδίαν μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης της ΑΕ, όπως αυτές αναμορφώθηκαν από τον ν. 4548/2018, η παρούσα αποσκοπεί στην ανάδειξη της συμβολής τους στην επίτευξη της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης της ΑΕ και στην προέγκυση επενδυτικών κεφαλαίων σε αυτή. Ως εργαλείο για την ανάδειξη των πλεονεκτημάτων των ως άνω μορφών χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται οι θεωρίες και οι πρακτικές προσεγγίσεις που αναπτύχθηκαν γύρω από το ζήτημα της επίτευξης της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης από την οικονομική επιστήμη, οι οποίες κινούνται, κατά βάση, μεταξύ του διπόλου κεφάλαιο-χρέος. Οι τελευταίες καταδεικνύουν τα μειονεκτήματα των αμιγών μορφών χρηματοδότησης του κεφαλαίου και χρέους. Τα μειονεκτήματα αυτά δύνανται, ωστόσο, να προσπελάσουν οι μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης, πάντοτε με γνώμονα τις ανάγκες της εκάστοτε ΑΕ. Η παρούσα, εν τέλει, αναδεικνύει τα οικονομικά χαρακτηριστικά των υβριδικών μορφών χρηματοδότησης και επισημαίνει ότι αμφότεροι η ΑΕ και το επενδυτικό κοινό απαιτείται, πλέον, να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στον συνδυασμό ρίσκου-απόδοσης (risk-return), που κάθε κατηγορία κινητής αξίας και μορφή χρηματοδότησης επιφυλάσσει. Τέλος, υπογραμμίζει την ανάγκη προσαρμογής των ημεδαπών ΑΕ, στην αναμόρφωση και εκσυγχρονισμό του εθνικού δικαίου, γεγονός που θα λειτουργήσει ευεργετικά στην προσέλκυση, από μέρους τους, επενδυτικών κεφαλαίων και κατ' επέκταση στην ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους και την ευημερία τους.

Λέξεις κλειδιά: Ανώνυμη Εταιρεία, Ενδιάμεση Χρηματοδότηση, Υβριδικές Μορφές Χρηματοδότησης, Κεφάλαιο, Χρέος, Μετοχές, Ομολογίες, Κεφαλαιακή Διάρθρωση.

ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕ	Ανώνυμη Εταιρεία
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
άρ.	άρθρο
βλ.	βλέπε
Γ.Ε.ΜΗ.	Γενικό Εμπορικό Μητρώο
ΓΝΜΔ	Γνωμοδότηση
ΓΣ	Γενική Συνέλευση
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών (νομικό περιοδικό)
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου (νομικό περιοδικό)
ΕλλΔνη	Ελληνική Δικαιοσύνη (νομικό περιοδικό)
επ.	επόμενα
ΕΠΕ	Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης
ΕπισκΕΔ	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου (νομικό περιοδικό)
ΕφΑΔ περιοδικό)	Εφαρμογές Αστικού Δικαίου & Πολιτικής Δικονομίας (νομικό περιοδικό)
ΕφΑθ	Εφετείο Αθηνών
κ.ν.	κωδικοποιημένος νόμος
ν.	νόμος
ΝΣΚ	Νομικό Συμβούλιο του Κράτους
ΟΛΑΠ	Ολομέλεια Αρείου Πάγου
ΟΛΣΤΕ	Ολομέλεια Συμβουλίου της Επικρατείας
ό.π.	όπου παραπάνω
περ.	περίπτωση
ΠολΠρωτΑθ	Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών
Σ	Σύνταγμα
στ.	στοιχείο

ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ	Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών ΝΟΜΟΣ
υπ' αριθμ.	υπ' αριθμόν
υποσημ.	υποσημείωση
ΧΑ	Χρηματιστήριο Αθηνών
ΧρηΔικ	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο (νομικό περιοδικό)
ΧρΙΔ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου (νομικό περιοδικό)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Α΄ ΜΕΡΟΣ

I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	1
II. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση.....	5
1. Η έννοια και η σημασία της ενδιάμεσης χρηματοδότησης.....	5
2. Η «ελεγχόμενη υβριδιοποίηση».....	6
3. Οι μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης.....	7
3.1. Οι υβριδικές μορφές των μετοχών.....	7
3.1.1. Οι προνομιούχες μετοχές.....	9
α. Η έννοια των προνομιούχων μετοχών.....	9
β. Ο σκοπός θέσπισης των προνομιούχων μετοχών.....	10
γ. Η διαδικασία έκδοσης των προνομιούχων μετοχών.....	11
δ. Τα επιμέρους προνόμια.....	13
ε. Οι κατηγορίες (ομάδες) των προνομιούχων μετοχών.....	14
στ. Οι μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές.....	15
ζ. Η κατάργηση ή ο περιορισμός των προνομίων.....	16
στ. Η νόθευση των προνομιούχων μετοχών ως κεφάλαιο.....	17
3.1.2. Οι εξαγοράσιμες μετοχές.....	18
α. Η έννοια των εξαγοράσιμων μετοχών και ο υβριδικός τους χαρακτήρας...	18
β. Ο σκοπός θέσπισης των εξαγοράσιμων μετοχών.....	19
γ. Η διαδικασία έκδοσης των εξαγοράσιμων μετοχών.....	20
δ. Ο καθορισμός των όρων και των τρόπων εξαγοράς.....	21
ε. Οι νόμιμες προϋποθέσεις εξαγοράς.....	24
στ. Η δήλωση εξαγοράς και οι συνέπειες αυτής.....	29
3.2. Οι υβριδικές μορφές των ομολογιών.....	30
3.2.1. Οι ομολογίες – Γενικά χαρακτηριστικά.....	30
α. Το νομοθετικό πλαίσιο.....	30

β. Η έννοια του ομολογιακού δανείου και της ομολογίας.....	31
γ. Η αξιογραφική φύση της ομολογίας.....	33
δ. Η έκδοση και οι όροι του ομολογιακού δανείου.....	33
3.2.2. Η δυνατότητα «νόθευσης» του ομολογιακού δανείου ως χρέους.....	34
α. Τα perpetual bonds.....	35
β. Τα catastrophe bonds.....	38
γ. Οι ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης.....	39
δ. Περιπτώσεις τροποποίησης του προγράμματος με όρους ενδιάμεσης χρηματοδότησης.....	40
δ.i. Το debt-equity swap.....	40
δ.ii. Κεφαλαιοποίηση χρέους και μετατρέψιμες ομολογίες.....	42
δ.iii. Λοιποί όροι ενδιάμεσης χρηματοδότησης.....	43
3.2.3. Κατηγορίες ομολογιακού δανείου ως μορφές ενδιάμεσης Χρηματοδότησης.....	44
α. Ανταλλάξιμες ομολογίες.....	44
β. Μετατρέψιμες ομολογίες.....	47
β.i. Γενικές παρατηρήσεις.....	47
β.ii. Τακτική έκδοση.....	49
β.iii. Έκτακτη έκδοση.....	50
β.iv. Περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης.....	52
β.v. Δικαίωμα προτίμησης.....	55
β.vi. Τελικές παρατηρήσεις.....	56
γ. Κερδοφόρες ομολογίες.....	56
4. Τίτλοι κτήσης μετοχών (Warrants).....	59

Β΄ ΜΕΡΟΣ

III. Θεωρίες και πρακτικές προσεγγίσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	60
1. Οι θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	61
1.1. Η υπόθεση Modigliani και Miller.....	61

1.2. Το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας.....	63
1.3. Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης.....	65
1.4. Η θεωρία της αντιστάθμισης.....	67
1.5. Η θεωρία της ιεράρχησης.....	68
1.6. Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης.....	70
1.7. Η θεωρία της σηματοδότησης.....	71
2. Πρακτική προσέγγιση της διάρθρωσης κεφαλαίων.....	73
2.1. Η ανάλυση EBIT-EPS.....	73
2.2. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες.....	74
2.3. Παράγοντες διαμόρφωσης της απόφασης χρηματοδότησης.....	76

Γ' ΜΕΡΟΣ

IV. Συμπερασματικές παρατηρήσεις.....	77
1. Η υποτίμηση της ενδιάμεσης χρηματοδότησης.....	77
2. Τα πλεονεκτήματα της ενδιάμεσης χρηματοδότησης.....	79
V. Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία.....	83

Α΄ ΜΕΡΟΣ

I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Οι επιχειρήσεις, κατά τη διάρκεια λειτουργίας τους, καλούνται να λάβουν πλήθος κρίσιμων αποφάσεων, μεταξύ των οποίων οι αποφάσεις που αφορούν τη χρηματοδότησή τους. Η λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων μιας επιχείρησης - και κατ' επέκταση της εξεταζόμενης, εν προκειμένω, ΑΕ- αφορά αφενός τον καθορισμό του ύψους των απαιτούμενων κεφαλαίων και τις πηγές από τις οποίες δύνανται τα τελευταία να αντληθούν αφετέρου τις επιδράσεις που πρόκειται να επιφέρουν στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης¹.

Στο ως άνω πλαίσιο, η εκάστοτε ΑΕ επιφορτίζεται με τη διαμόρφωση της βέλτιστης δυνατής χρηματοοικονομικής της διάρθρωσης. Πρόκειται για ζήτημα που άπτεται της νομικής και της οικονομικής επιστήμης. Κατά την οικονομική επιστήμη, με τον όρο χρηματοοικονομική διάρθρωση προσδιορίζεται το σύνολο της βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Παράλληλα, ευρεία είναι η χρήση του όρου της κεφαλαιακής διάρθρωσης², ο οποίος αποτελεί αντικείμενο εξέτασης της παρούσας. Ο όρος αυτός απεικονίζει τη μόνιμη χρηματοδότηση μιας επιχείρησης, η οποία αποτελείται από τα ίδια κεφάλαια αυτής και τον μακροπρόθεσμο δανεισμό³, μορφές του οποίου απαριθμούνται κατωτέρω. Ως εκ τούτου, η κεφαλαιακή διάρθρωση συνιστά μέρος της χρηματοοικονομικής⁴.

Η ελευθερία της επιχείρησης να επιλέγει την κεφαλαιακή της διάρθρωση, ήτοι τον συνδυασμό των πηγών χρηματοδότησής της⁵, ανευρίσκει έρεισμα συνταγματικό⁶.

¹ Βλ. **Θάνου, Κίχου, Παπανικολάου**, Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων, 2002, 31.

² Βλ. **Βασιλείου, Ηρειώτη**, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία & Πρακτική, 2018, 280, υποσημ. 1, όπου αναφέρεται ότι η διάκριση μεταξύ χρηματοοικονομικής και κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν είναι αποδεκτή από το σύνολο της θεωρίας. Ως εκ τούτου, ορισμένοι οικονομολόγοι θεωρούν την έννοια της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης συνώνυμη με αυτή της κεφαλαιακής διάρθρωσης, στην οποία περιλαμβάνουν, για τον λόγο αυτό και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

³ Δέον να επισημανθεί ότι, μολονότι δεν υπάρχει κάποιος γενικός αποδεκτός ορισμός, στον μακροπρόθεσμο δανεισμό υπάγονται οι μορφές χρηματοδότησης που υπερβαίνουν το έτος.

⁴ Βλ. **Δράκου, Καραθανάση**, Χρηματοοικονομική διοίκηση των επιχειρήσεων, 2017, 438-439.

⁵ Βλ. **Τσουρουφλή**, Η φορολογική αντιμετώπιση της υποκεφαλαιοποίησης, ΧρΙΔ, Δ/2004, 835.

⁶ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009, 239.

Ειδικότερα, η ελευθερία διαμόρφωσης χρηματοοικονομικής και κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης συνιστά ειδικότερη έκφανση της οικονομικής ελευθερίας και συγκεκριμένα, της ελευθερίας της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η τελευταία -ως μορφή της οικονομικής ελευθερίας- εδράζεται στον συνδυασμό των άρθρων 5 §1 και 106 Σ. Στο μεν άρθρο 5 §1 Σ προέχει η υποκειμενική διάσταση της ελευθερίας της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Στο δε άρθρο 106 Σ προβάλλεται η αντικειμενική ή θεσμική διάσταση, ήτοι η προστασία του συστήματος της ελεύθερης οικονομίας ή της οικονομίας της αγοράς⁷. Με τον τρόπο αυτό, η επιχείρηση επιτυγχάνει την ελεύθερη λειτουργία της. Ως εκ τούτου, δύναται να υλοποιεί τον κερδοσκοπικό της σκοπό, προσαρμοζόμενη στην ανταγωνιστική αγορά.

Στο ως άνω πλαίσιο της ελευθερίας της κεφαλαιακής της διάρθρωσης, η ΑΕ μπορεί να στραφεί είτε σε εσωτερική είτε σε εξωτερική χρηματοδότηση, αναλόγως της προέλευσης των κεφαλαίων που θα τεθούν στη διάθεσή της. Στην περίπτωση της εσωτερικής χρηματοδότησης, η χρηματοδότηση αναφέρεται στο ίδιο κεφάλαιο της επιχείρησης, στα αποθεματικά και στις αποσβέσεις παγίων περιουσιακών στοιχείων. Εν ολίγοις, η ΑΕ προβαίνει σε αυτοχρηματοδότησή της. Αντίθετα, στην περίπτωση της εξωτερικής χρηματοδότησης τα κεφάλαια προέρχονται από εξωτερικές πηγές⁸. Ειδικότερα, η ΑΕ μπορεί να επιλέξει μεταξύ είτε της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια, η οποία διενεργείται με την έκδοση μετοχών και αποτελεί, πρωτίστως, υπόθεση της ΓΣ των μετόχων είτε της χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια, η οποία λαμβάνει χώρα μέσω εξασφάλισης πιστώσεων, ήτοι της ανάληψης κάθε μορφής χρέους και συνιστά, πρωτίστως, υπόθεση της διοίκησης της εταιρίας. Στην πρώτη περίπτωση δημιουργείται μετοχική σχέση μεταξύ της ΑΕ και των επενδυτών, ήτοι διαρκής έννομη σχέση συμμετοχής στη διοίκηση και στην περιουσία της εταιρίας, Συνεπώς, οι μέτοχοι, οι οποίοι είναι ιδιοκτήτες της ΑΕ, δεν μπορεί να θεωρηθούν δανειστές της εταιρείας ως προς τις απαιτήσεις τους για απόληψη μερισμάτων και συμμετοχής στα κέρδη αυτής. Αντίθετα, στην περίπτωση ανάληψης χρέους,

⁷ Βλ. **Χρυσόγονου**, Ατομικά και Κοινωνικά Δικαιώματα, 2006, 192.

⁸ Βλ. **Θάνου, Κίοχου, Παπανικολάου**, ό.π., 186.

δημιουργείται μεταξύ ΑΕ και χρηματοδότη πιστωτική σχέση, ήτοι έννομη σχέση εμπιστοσύνης προς τον οφειλέτη της ληφθείσας παροχής⁹.

Παράλληλα, με την πηγή προέλευσης της χρηματοδότησης, η ΑΕ καλείται να επιλέξει, επίσης, το πλήθος των χρηματοδοτών της. Συγκεκριμένα, η χρηματοδότηση της ΑΕ είτε μέσω ιδίων είτε μέσω ξένων κεφαλαίων, μπορεί να προέρχεται από έναν ή περισσότερους και σε κάθε περίπτωση ολιγάριθμους χρηματοδότες. Δύναται, όμως, να αναζητείται και από ανώνυμο πλήθος χρηματοδοτών μέσω ρυθμιζόμενης αγοράς¹⁰.

Δέον, ωστόσο, να επισημανθεί ότι η ελευθερία επιλογής κεφαλαιακής διάρθρωσης, ως έκφραση της ελευθερίας της επιχειρηματικής δραστηριότητας μιας επιχείρησης, γνωρίζει και ορισμένους περιορισμούς. Τυχόν περιορισμοί, δικαιολογούνται, καταρχάς, σε περίπτωση γενικής οικονομικής κρίσης προς όφελος του συμφέροντος της εθνικής οικονομίας και καθίστανται ανεκτοί από το Σύνταγμα βάσει του άρθρου 106 §2 Σ¹¹. Όμως, οι τυχόν περιορισμοί απαγορεύεται να εισέρχονται ουσιαδώς στον κύκλο συναλλαγών της επιχείρησης, σε τέτοιο βαθμό, ώστε να καθίσταται αδύνατη ή να τίθεται σε άμεσο κίνδυνο η πραγματοποίηση των θεμιτών σκοπών της επιχειρηματικής της δραστηριότητας και εν γένει, η επιβίωσή της ως οικονομικής μονάδας¹².

Παράλληλα, από άποψη εταιρικού δικαίου, η ΑΕ επιβάλλεται να τηρεί περιορισμούς, οι οποίοι επηρεάζουν άμεσα την ελευθερία της ως προς την κεφαλαιακή της διάρθρωση, χωρίς βέβαια να τη θίγουν. Οι περιορισμοί αυτοί αφορούν: (α) το κατώτατο ποσό μετοχικού κεφαλαίου που δύναται να αποτελεί το ελάχιστο κεφάλαιο της ΑΕ¹³ και (β) τη διανομή των κερδών της στους μετόχους. Μέσω των ανωτέρω περιορισμών επιδιώκεται η εξισορρόπηση των συμφερόντων των δανειστών και των

⁹ Βλ. **Μάρκου**, Βασικές Αρχές & Γενικές Διατάξεις της ΑΕ, (Σύγχρονη θεώρηση και ερμηνεία των άρθρων 1-17β ΚΝ 2190/1920), 2017, 66.

¹⁰ Βλ. **Ψαρουδάκη**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (εισαγωγικές παρατηρήσεις, άρ. 59-74) τόμ. 1^{ος}, 2019, 860.

¹¹ Βλ. **Τριανταφυλλάκη**, Το κεφάλαιο και οι μεταβολές του στην ΑΕ, 2012, 36.

¹² Βλ. **Χρυσόγονου**, ό.π., 193 και την εκεί επικαλούμενη νομολογία, ΟλΣτΕ 2112/1963.

¹³ Άρ. 15 §2 ν. 4548/2018: «*Το ελάχιστο ύψος του κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρείας ορίζεται στο ποσό των είκοσι πέντε χιλιάδων (25.000) ευρώ...*».

μετόχων της ΑΕ¹⁴. Ειδικότερα, η δέσμευση των εισφορών των μετόχων και η διανομή των κερδών της ΑΕ μόνον εφόσον τα ίδια κεφάλαια αυτής καλύπτουν τα εκ του νόμου προβλεπόμενα μεγέθη επιτελούν εγγυητική λειτουργία για τους δανειστές¹⁵. Το σταθερό κεφάλαιο της εταιρείας συνιστά γι' αυτούς το ποσό στο οποίο μπορούν να προσβλέπουν, σε κάθε περίπτωση, για την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους¹⁶.

Όμως, μολονότι αναγνωρίζεται, καταρχήν, η ελεύθερη επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης της ΑΕ -δεδομένων και των ανωτέρω περιορισμών- η πραγμάτωσή της είναι αρκετά δυσχερής. Ίδιον της δυσχέρειας αυτής συνιστά και το γεγονός της μη ύπαρξης ενός γενικώς αποδεκτού οικονομικού μοντέλου, βάσει των θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης (όπως κατωτέρω, υπό III, θα αναλυθεί), το οποίο να καταδεικνύει την ιδανική χρηματοδότηση για την εκάστοτε επιχείρηση. Οι παράμετροι που επηρεάζουν την επιλογή αυτή ποικίλλουν. Ειδικότερα, ως τέτοιου είδους παράμετροι λαμβάνονται υπόψη: (α) ο σκοπός της χρηματοδότησης, (β) οι δυνατότητες και ανάγκες της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, (γ) το κόστος του εκάστοτε τρόπου χρηματοδότησης και (δ) το γενικότερο χρηματοοικονομικό περιβάλλον¹⁷.

Παρά τη δυσχέρεια και την πολυπλοκότητα του εγχειρήματος, όμως, στόχος της επιχείρησης, προκειμένου αυτή να παραμένει λειτουργική και να αναπτύσσει υγιή επιχειρηματικότητα, είναι η επίτευξη της βέλτιστης διάρθρωσης του κεφαλαίου της. Η επιχείρηση, δηλαδή, αποσκοπεί στην καλύτερη δυνατή αναλογία μεταξύ ίδιων και δανειακών κεφαλαίων βάσει αφενός των αναγκών της και αφετέρου των συνθηκών

¹⁴ Άρ. 159 §1 ν. 4548/2018: «1. Με την επιφύλαξη των διατάξεων για τη μείωση του κεφαλαίου, δεν μπορεί να γίνει οποιαδήποτε διανομή στους μετόχους, εφόσον...το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (καθαρή θέση),...θα γίνει κατώτερο από το ποσό του κεφαλαίου, προσυζητημένου με: (α) τα αποθεματικά, των οποίων η διανομή απαγορεύεται από το νόμο ή το καταστατικό, (β) τα λοιπά πιστωτικά κονδύλια της καθαρής θέσης, τα οποία δεν επιτρέπεται να διανεμηθούν, και (γ) τα ποσά των πιστωτικών κονδυλίων της κατάστασης αποτελεσμάτων, που δεν αποτελούν πραγματοποιημένα κέρδη...». Βλ. **Σωτηρόπουλου**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 159), τόμ. 2^{ος} 2019, 2101 επ.

¹⁵ Βλ. **Τριανταφυλλάκη**, Το κεφάλαιο και οι μεταβολές του στην ΑΕ, 2012, 35.

¹⁶ Βλ. **Τσουρουφλή**, ό.π., 835.

¹⁷ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 240, όπου αναφέρονται αντίστοιχα παραδείγματα υπαγόμενα στις ως άνω παραμέτρους.

της αγοράς¹⁸. Ήτοι στην βέλτιστη διάρθρωση μεταξύ κεφαλαίου¹⁹ και χρέους. Ως προς την περίπτωση των εκδιδόμενων από την ΑΕ τίτλων, οι κοινές μετοχές εμπίπτουν στη χρηματοδότηση μέσω κεφαλαίου, ενώ οι ομολογίες στη χρηματοδότηση μέσω χρέους. Παράλληλα, η ΑΕ δύναται να επιλέξει πέραν του κεφαλαίου και του χρέους στην ως άνω αμιγή τους μορφή, τη χρηματοδότηση μέσω υβριδικών μορφωμάτων, ήτοι την ενδιάμεση χρηματοδότηση, η οποία μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εργαλείο για την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων.

II. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση

1. Η έννοια και η σημασία της ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση συνιστά έτερη δυνατότητα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση της ΑΕ, διακριτή από τις ανωτέρω αναφερθείσες μορφές, ήτοι του κεφαλαίου και του χρέους, και συγχρόνως, απορρέουσα από αυτές²⁰. Πρόκειται, δηλαδή, για περιπτώσεις υβριδικών μορφών χρηματοδότησης, οι οποίες συνδυάζουν χαρακτηριστικά σύναψης δανείου και αύξησης ιδίων κεφαλαίων²¹.

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση μιας ΑΕ δύναται να πραγματοποιηθεί μέσω μορφωμάτων μη προβλεπόμενων στο δίκαιο των ΑΕ (λ.χ. μέσω αφανούς εταιρείας, δανείων μειωμένης εξασφάλισης²² και συμμετοχικών δανείων)²³. Άλλωστε, ιδίως προ της αναμόρφωσης του δικαίου της ΑΕ με τον ν. 4548/2018, τα μορφώματα αυτά παρείχαν σημαντικά μεγαλύτερη ευελιξία σχετικά με τα υβριδικά μορφώματα του κ.ν. 2190/1920, τα οποία υπαγόμενα είτε στις μετοχές είτε στις ομολογίες προσέγγιζαν αντίστοιχα στοιχεία χρέους ή κεφαλαίου.

¹⁸ Βλ. **Τσουρουφλή**, ό.π., 835.

¹⁹ Βλ. για τη διάκριση κεφαλαίου και χρέους και την πολυσήμαντη έννοια του κεφαλαίου, **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 244 επ.

²⁰ Βλ. **Αλεξανδρίδου**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Προσωπικές & Κεφαλαιουχικές Εταιρίες – Εταιρικοί Μετασχηματισμοί, 2019, 276.

²¹ Βλ. **Tetrenova, Svedik**, Securities as a Mezzanine Financing Instrument, Recent Researches in Applied Economics and Management, 34.

²² Βλ. **Βέλλα**, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης (Subordinated Loan), ΕφΑΔ 2018, 695 επ.

²³ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά μορφώματα, ό.π., 262.

Ωστόσο, η προσπάθεια εκσυγχρονισμού και παρακολούθησης της διεθνούς συναλλακτικής πρακτικής στην οποία απέβλεψε ο εθνικός νομοθέτης μέσω του ν. 4548/2018 έθεσε την προβλεπόμενη από το δίκαιο των ΑΕ ενδιάμεση χρηματοδότηση σε νέα βάση. Η διάσπαση, κατ' ουσίαν, της αρχής του numerus clausus²⁴ μέσω του καταρχήν περιοριστικού καταλόγου των τεσσάρων εκδιδόμενων από την ΑΕ ειδών τίτλων (άρ. 33 ν. 4548/2018)²⁵ και της δυνατότητας έκδοσης επιμέρους κατηγοριών των τίτλων αυτών αναπλήρωσε σε μεγάλο βαθμό το κενό νομοθετικής ρύθμισης και την ελλείπουσα ελαστικότητα ως προς τα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης που προβλέπονται από το ίδιο το δίκαιο των ΑΕ.

2. Η «ελεγχόμενη υβριδιοποίηση»²⁶»

Υποστηρίζεται, όμως, και η άποψη ότι το άρθρο 33 §1 ν. 4548/2018 δεν επιτρέπει τη δημιουργία υβριδικών μορφών, αλλά εισάγει μια «ελεγχόμενη υβριδιοποίηση». Ως δικαιολογητική βάση προβάλλεται η ακεραιότητα και το αδιαίρετο του τίτλου. Όπως, συγκεκριμένα, προβλέπεται στο άρθρο 33 §4 ν. 4548/2018, οι τίτλοι μεταβιβάζονται μόνο με το σύνολο των δικαιωμάτων που περιλαμβάνουν και δεν επιτρέπεται η χωριστή διάθεση ορισμένων δικαιωμάτων. Συνεπώς, η αδυναμία «τεμαχισμού» του τίτλου δεν επιτρέπει τη μέσω αυτού δημιουργία ενδιάμεσων μορφών τίτλων. Βέβαια, η αρχή του αδιαιρέτου δεν είναι απόλυτη. Το άρθρο 33 §5 ν. 4548/2018 εισάγει αποκλίσεις. Συγκεκριμένα, προβλέπεται, κατ' εξαίρεση, ότι οι απαιτήσεις απόληψης κερδών, τόκων ή χρεολυσίων, καθώς και άλλα αυτοτελή περιουσιακά δικαιώματα

²⁴ Βλ. **Λιναρίτη**, Ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ, 10/2019, 1250 επ.

²⁵ Βλ. Αιτιολογική Έκθεση του ν. 4548/2018 επί του άρθρου 33, όπου ορίζεται ότι: *Το άρθρο αυτό αναφέρει τα είδη των τίτλων που μπορούν να εκδοθούν από μια Α.Ε. Πρόκειται για τις μετοχές, τις ομολογίες, τους τίτλους κτήσης μετοχών (warrants), και τους ιδρυτικούς τίτλους. Ο κατάλογος είναι καταρχήν περιοριστικός (numerus clausus). Η δεύτερη παράγραφος επιτρέπει την έκδοση κάθε είδους τίτλου σε «κατηγορίες» (π.χ. κοινές, προνομιούχες μετοχές κλπ.), σύμφωνα με τους ορισμούς του νόμου και τις αποφάσεις του οργάνου που αποφασίζει για την έκδοση, ενώ η τρίτη παράγραφος επιτρέπει μια πρακτική γνωστή στις διεθνείς αγορές, τη σύνδεση (starling) περισσότερων τίτλων που εκδίδει η εταιρεία, ώστε να μπορούν να αποκτώνται ή και να διατίθενται μόνο από κοινού. Έτσι θα μπορούσαν να συνδεθούν π.χ. κοινές με προνομιούχες μετοχές, ομολογίες με τίτλους κτήσης μετοχών, μετοχές με ομολογίες και ούτω καθεξής. Η πρακτική αυτή επιτρέπει μια χαλάρωση της αρχής του κλειστού αριθμού...».*

²⁶ Βλ. **Περάκη**, Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο της ανώνυμης εταιρίας, Νέο δίκαιο ή νέος «2190»;, Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου, 2018-2019, 28ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2019, 8-9.

που γεννώνται από τους τίτλους μεταβιβάζονται ελεύθερα, εφόσον δεν ορίζεται κάτι διαφορετικό στο καταστατικό ή τους όρους έκδοσης των οικείων τίτλων.

Λαμβάνοντας, επομένως, υπόψη η άποψη αυτή: (α) τη δυνατότητα απόκλισης από το αδιαίρετο, (β) την πρόβλεψη για τους συνδεδεμένους τίτλους (starling –ήτοι την έκδοση τίτλων που μπορούν να αποκτώνται και να μεταβιβάζονται μόνο μαζί, (άρ. 33 §4) και (γ) τη δυνατότητα της ΓΣ να δημιουργεί κατηγορίες τίτλων, αναγνωρίζει ότι υπάρχουν οι προϋποθέσεις επινόησης προϊόντων. Πρόκειται για προϊόντα που μπορούν να διευκολύνουν τις σχέσεις των μετόχων και να διασφαλίσουν τη χρηματοδότηση της εταιρείας. Ωστόσο, παρά τα ανωτέρω, η πλήρης απελευθέρωση των εκδιδόμενων τίτλων δεν θεμελιώνεται και ως εκ τούτου, η δημιουργία υβριδικών μορφών δεν επιτρέπεται. Αντίθετα, στα προϊόντα που μπορούν να επινοηθούν αποδίδεται η ονομασία «ελεγχόμενη υβριδιοποίηση».

Όμως, η άποψη αυτή προσδιορίζει τους τίτλους ενδιάμεσων μορφών ως εκείνους που υπόκεινται σε «τεμαχισμό», ήτοι σε χωριστή διάθεση δικαιωμάτων. Αντίθετα, γίνεται λόγος για υβρίδια, ως ανωτέρω ελέχθη, και όταν οι εκδιδόμενοι τίτλοι συνδυάζουν χαρακτηριστικά διαφορετικών τίτλων²⁷, χωρίς να προηγείται «τεμαχισμός». Βέβαια, και η άποψη της «ελεγχόμενης υβριδιοποίησης» αναγνωρίζει τη χρησιμότητα των τίτλων που μπορεί, πλέον, να εκδώσει η ΑΕ.

Πράγματι, οι δυνατότητες ενδιάμεσης χρηματοδότησης βάσει του ν. 4548/2018 – όπως κατωτέρω αναλύονται- δύνανται, να αποτελέσουν σημαντικό εργαλείο προσέλκυσης επενδυτικών κεφαλαίων για τις ΑΕ με αναμφίβολα οφέλη και για τους ίδιους τους επενδυτές, υπό το πρίσμα των in concreto συνθηκών.

3. Οι μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης

3.1. Οι υβριδικές μορφές των μετοχών

Ο προσδιορισμός της έννοιας της μετοχής καταδεικνύει ότι αυτή δεν είναι μονοσήμαντη. Ως μετοχή νοείται το τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου, καθώς το μετοχικό κεφάλαιο διαιρείται σε μετοχές, ήτοι σε ισότιμα μερίδια, το άθροισμα της

²⁷ βλ. Ρόκα, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 33), τόμ. 1 2019, 487.

ονομαστικής αξίας των οποίων ισούται με το μετοχικό αυτό κεφάλαιο. Ως μετοχή νοείται, επίσης, αφενός το μετοχικό δικαίωμα, ήτοι η μετοχική σχέση, αφετέρου ο τίτλος, ήτοι το αξιόγραφο στο οποίο ενσωματώνεται το προαναφερθέν δικαίωμα²⁸. Ωστόσο, ενδέχεται το καταστατικό της ΑΕ να προβλέπει ότι η τελευταία δεν φέρει την υποχρέωση έκδοσης μετοχικών τίτλων. Στην περίπτωση αυτή, η απόδειξη της μετοχικής ιδιότητας πραγματοποιείται με τους προβλεπόμενους από το καταστατικό τρόπους, ενώ ελλείψει σχετικής πρόβλεψης, από το βιβλίο μετόχων, τους τυχόν εκδοθέντες τίτλους ή άλλα έγγραφα (άρ. 40 §4 ν. 4548/2018)²⁹.

Οι μετοχές της ΑΕ είναι, πλέον, αποκλειστικά ονομαστικές³⁰, δηλαδή μετοχές στις οποίες αναγράφεται το όνομα του δικαιούχου τους. Δέον να σημειωθεί ότι από τη θέση σε ισχύ του κ.ν. 2190/1029, η ΑΕ διατηρούσε το δικαίωμα επιλογής μεταξύ της έκδοσης ονομαστικών ή ανωνύμων μετοχών. Σε αντίθεση με τις ονομαστικές, οι ανώνυμες μετοχές δεν έφεραν επί του τίτλου τους το όνομα ορισμένου προσώπου. Ωστόσο, από τη δημοσίευση του ν. 4548/2018, η σχετική δυνατότητα επιλογής έπαυσε να ισχύει, καθώς η ΑΕ μπορεί να εκδώσει, πλέον, μόνον ονομαστικές μετοχές, ενώ οι υπάρχουσες ανώνυμες έπρεπε να τραπούν υποχρεωτικά σε ονομαστικές από 01.01.2020 (άρ. 40 §1 και 184 ν. 4548/2018).

Παράλληλα, ως προς τις κατηγορίες των μετοχών, εφόσον το καταστατικό δεν περιέχει σχετική πρόβλεψη, οι εκδιδόμενες από την ΑΕ μετοχές είναι κοινές³¹. Εντούτοις, το καταστατικό δύναται να προβλέπει τη δυνατότητα έκδοσης διαφόρων κατηγοριών μετοχών. Η υπαγωγή τους σε έτερη των κοινών κατηγορία μετοχών εδράζεται στο γεγονός ότι παρουσιάζουν ειδικά χαρακτηριστικά, τα οποία δεν απαντώνται στις κοινές μετοχές³². Ειδικότερα, βάσει της Αιτιολογικής Έκθεσης του ν. 4548/2018, οι προβλεπόμενες και ρυθμιζόμενες από τον νόμο αυτές κατηγορίες είναι

²⁸ Βλ. 1227/2011 ΠολΠρωτΑθ, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ, όπου αναφέρεται σχετικά: «Ο όρος μετοχή είναι πολυσήμαντος, δηλώνει το μερίδιο του εταιρικού κεφαλαίου, το δικαίωμα συμμετοχής στην εταιρία και τον τίτλο στο οποίο ενσωματώνεται το δικαίωμα αυτό (βλ. Εφαθ 4968/1993 ΕλλΔνη 35.1626, Γεωργακόπουλο, Το δίκαιο των εταιριών ΙΙΙ, §28).».

²⁹ Βλ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 399.

³⁰ Βλ. σχετικά με την ονομαστική μετοχή, Βαρβιτσιώτη, Η ονομαστική μετοχή. Συμβολή εις το δίκαιον των ανωνύμων εταιριών, 1961.

³¹ Για τα δικαιώματα των κοινών μετοχών, βλ. άρ. 33 §3 ν. 4548/2018.

³² Βλ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., 401.

οι προνομιούχες, οι εξαγοράσιμες και οι αποσβεσμένες μετοχές³³. Εξ αυτών, στις υβριδικές μορφές μετοχών δύνανται να υπαχθούν -όπως κατωτέρω θα αναλυθεί- οι προνομιούχες μετοχές, ιδίως δε οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου και οι εξαγοράσιμες (προνομιούχες) μετοχές³⁴.

3.1.1. Οι προνομιούχες μετοχές

α. Η έννοια των προνομιούχων μετοχών

Τα δικαιώματα που απορρέουν από την κάθε μετοχή, στο σύνολο των οποίων διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο διέπονται από την αρχή της ισότητας (άρ. 36 §1 ν. 4548/2018)³⁵ και είναι ανάλογα προς το ποσοστό του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει η μετοχή³⁶. Εξαιρέση από την αρχή της ισότητας των μετοχικών δικαιωμάτων και της ίσης μεταχείρισης των μετόχων συνιστούν οι προνομιούχες μετοχές³⁷, καθώς παρέχουν περισσότερα δικαιώματα στους φορείς τους συγκριτικά

³³ Βλ. Αιτιολογική Έκθεση ν. 4548/2018, επί του άρθρου 37: «...Ως «κατηγορίες» νοούνται (εκτός από τις κοινές) οι προνομιούχες, οι εξαγοράσιμες μετοχές και οι αποσβεσμένες μετοχές. Ορίζεται επίσης ότι η εταιρεία μπορεί να έχει μια τουλάχιστον κοινή μετοχή, εννοώντας έτσι ότι, κατά τα λοιπά, η έκδοση μετοχών άλλων κατηγοριών δεν υπόκειται σε περιορισμούς.». Αντίθετα, δεν συνιστούν «κατηγορίες», άλλες μορφές μετοχών, οι οποίες απαντώνται στις διατάξεις του ν. 4548/2018, όπως οι ονομαστικές μετοχές (άρ. 40), οι δεσμευμένες μετοχές (άρ. 43), οι μετοχές που ανήκουν σε πλείονα πρόσωπα (άρ. 53), καθώς και οι επιβαρυμένες μετοχές (άρ. 54). Βλ. σχετικά **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 37), ό.π., 522, όπου αναφέρει ότι οι προαναφερθείσες μορφές μετοχών δεν επιφυλάσσουν κάποιο προνόμιο, το οποίο θα δικαιολογούσε, για την προστασία αυτού, τη διενέργεια ψηφοφορίας σε χωριστή συνέλευση, όπως συμβαίνει στις κατηγορίες μετοχών.

³⁴ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 279.

³⁵ Βλ. **Παναγιώτου**, Εμπορικό Δίκαιο, 2019, 388. Για τις λοιπές αρχές –πλην της αρχής της ισότητας- οι οποίες διέπουν, κυρίως τη μετοχική σχέση, βλ. ενδεικτικά **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, 2020, 412-413, όπου απαριθμούνται και αναλύονται: (i) η αρχή της ελεύθερης μεταβίβασης, (ii) η αρχή της έλλειψης υποχρεώσεων, (iii) η αρχή της έλλειψης ευθύνης, (iv) η αρχή του αδιαιρέτου.

³⁶ Βλ. άρ. 36 §1 ν. 4548/2018, **Τζίφα**, Νόμος 4548/2018 (Δίκαιο ΑΕ) - Προγράμματα δωρεάν διάθεσης μετοχών και δικαιώματα προαίρεσης - Προνομιούχες και δεσμευμένες μετοχές, Επιχείρηση, 157/2019, 208.

³⁷ Βλ. **Παπαγιάννη**, Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών, κατ' άρθρον ερμηνεία κώδικα νόμων 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών, 1997, 155, **Καλλιαρέκου**, Προνομιούχες μετοχές, 2005, 26.

με τις κοινές μετοχές³⁸. Ειδικότερα, δέον να επισημανθεί ότι οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν στους φορείς τους προνόμια περιουσιακής, αποκλειστικά, φύσης³⁹.

Η ως άνω κατηγορία μετοχών ρυθμίζεται στο άρθρο 38 του ν. 4548/2018. Το άρθρο αυτό ακολουθεί κατά βάση το παλιό άρθρο 3 κ.ν. 2190/20, το οποίο ρύθμιζε, αντιστοίχως, τις προνομιούχες μετοχές μετά ψήφου και άνευ ψήφου⁴⁰.

β. Ο σκοπός θέσπισης των προνομιούχων μετοχών

Μια από τις βασικότερες λειτουργίες της μετοχής, είτε η τελευταία εκδίδεται κατά το ιδρυτικό στάδιο μιας ΑΕ είτε κατά τη λειτουργία αυτής, κατόπιν αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, είναι η άμεση και πρωτογενής χρηματοδότηση της ΑΕ⁴¹. Βασιζόμενη στη χρηματοδοτική λειτουργία της μετοχής, η θέσπιση της κατηγορίας των προνομιούχων μετοχών αποσκοπεί στο να καταστήσει την επένδυση στην εταιρεία ελκυστικότερη για το επενδυτικό κοινό και ως εκ τούτου, να διευκολύνει την εξεύρεση χρηματοδοτών⁴², χωρίς η ΑΕ να προβαίνει σε δανεισμό (ήτοι να αναλαμβάνει χρέος)⁴³. Με τον τρόπο αυτό, η ΑΕ αποφεύγει μεγάλες ταμειακές εκροές, οφειλόμενες σε επιστροφή του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου, γεγονός το οποίο είναι συνυφασμένο με τη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού⁴⁴.

Τα προνόμια, συγκεκριμένα, δύνανται να λειτουργήσουν είτε ως κίνητρο προσέλκυσης επενδυτών σε ΑΕ που ευημερούν και παρουσιάζουν ανάγκες κάλυψης του αυξανόμενου κεφαλαίου τους είτε ως ανταμοιβή των εισερχόμενων μετόχων σε

³⁸ Βλ. **Σινανιώτη - Μαρούδη**, Εμπορικό Δίκαιο - Εταιρίες, 2021, 302, **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, 2020, 262, όπου αναφέρεται ότι οι προνομιούχες μετοχές πρέπει να διακρίνονται με σαφή τρόπο από τις κοινές, όταν εκδίδονται γι' αυτές τίτλοι. Ως εκ τούτου, σε κάθε τίτλο προνομιούχου μετοχής πρέπει να αναγράφονται οι λέξεις «Προνομιούχος Μετοχή» και τα κύρια χαρακτηριστικά της, όπως ιδίως, «μετά ή άνευ ψήφου» ή «μετατρέψιμη» (σύμφωνα με το άρθρο 38 §9 ν. 4548/2018). Βλ. ωστόσο και Αιτιολογική Έκθεση ν. 4548/2018, επί του άρθρου 38, όπου αναφέρεται ότι «...Καταργείται η υποχρέωση αναγραφής των όρων του προνομίου στους τίτλους των προνομιούχων μετοχών, δεδομένης της ευκολίας αναζήτησης του καταστατικού στο διαδικτυακό τόπο του Γ.Ε.ΜΗ...».

³⁹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 38), 528.

⁴⁰ Βλ. Αιτιολογική Έκθεση ν. 4548/2018, επί του άρθρου 38.

⁴¹ Βλ. **Καλλιάρκου**, ό.π., 44.

⁴² Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 38), ό.π., 528, **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 262.

⁴³ Βλ. **Σγουρινάκη**, Οι προνομιούχες μετοχές και το δικαίωμα απόληψης τόκων, Επιχείρηση, 87/2012, 949.

⁴⁴ Βλ. **Αρτίκη**, ό.π., 128.

ΑΕ που δεν έχουν οικονομική ευρωστία και παρουσιάζουν επείγουσα ανάγκη εξεύρεσης νέων κεφαλαίων⁴⁵.

Βέβαια, η χορήγηση προνομίων ενδέχεται, επίσης, να αποβλέπει στην ανταμοιβή μετόχων για ήδη παρεχόμενες ή επικείμενες να παρασχεθούν υπηρεσίες στην ΑΕ⁴⁶. Επιπλέον, η έκδοση προνομιούχων μετοχών, οι οποίες δεν εξοπλίζονται με δικαίωμα ψήφου -όπως κατωτέρω θα αναλυθεί-, ενδέχεται να αποσκοπεί στον αποκλεισμό των νέων μετόχων από τη διοίκηση της ΑΕ, εξασφαλίζοντας, ωστόσο, τη χρηματοδότηση αυτής⁴⁷.

γ. Η διαδικασία έκδοσης των προνομιούχων μετοχών

Προϋπόθεση έκδοσης των προνομιούχων μετοχών συνιστά η ύπαρξη διάταξης στο καταστατικό της ΑΕ, η οποία προβλέπει τη δυνατότητα έκδοσής τους (άρ. 38 §1 εδ. α' ν. 4548/2018). Η ως άνω διάταξη δύναται να περιλαμβάνεται είτε στην αρχική διατύπωση του καταστατικού είτε να προστεθεί με τροποποίηση του τελευταίου⁴⁸. Η απόφαση σχετικά με την προαναφερόμενη τροποποίηση λαμβάνεται με τη συνήθη απαρτία και πλειοψηφία, δεδομένου ότι το εν λόγω αντικείμενο απόφασης δεν περιλαμβάνεται στις απαριθμούμενες στο άρθρο 130 §3 ν. 4548/2018 περιπτώσεις για τις οποίες απαιτείται αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία⁴⁹.

Δεδομένων των ως άνω, υφίσταται δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών είτε κατά την ίδρυση της ΑΕ⁵⁰ είτε κατά την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου⁵¹. Ωστόσο, στις περιπτώσεις αύξησης -τακτικής ή έκτακτης⁵²- του μετοχικού κεφαλαίου, η σχετική καταστατική πρόβλεψη δεν αρκεί. Για την έκδοση νέων προνομιούχων

⁴⁵ Βλ. **Καλλιαρέκου**, ό.π., 45.

⁴⁶ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 262.

⁴⁷ Βλ. **Βερβεσού**, εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920, (άρ. 3) τόμ. 1, 2013, 137, **Καλλιαρέκου**, ό.π., 45.

⁴⁸ Βλ. **Σινανιώτη - Μαρούδη**, ό.π., 302.

⁴⁹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 38), 529.

⁵⁰ Η δυνατότητα ύπαρξης σχετικής διάταξης για την έκδοση προνομιούχων μετοχών στο καταστατικό ίδρυσης της ΑΕ προκύπτει από το άρθρο 5 §1 περ. στ'.

⁵¹ Βλ. **Σινανιώτη - Μαρούδη**, ό.π., 302,

⁵² Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, (άρ. 38), ό.π., 529, όπου διαπιστώνει ότι η παραδοχή περί έκδοσης προνομιούχων μετοχών και με έκτακτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, δυσχεραίνει την έκτακτη αύξηση κεφαλαίου. Δέον να σημειωθεί ότι η δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών με έκτακτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ετίθετο υπό αμφισβήτηση, κατά τη διάρκεια ισχύος του κ.ν. 2190/1920.

μετοχών, απαιτείται, παράλληλα, απόφαση της ΓΣ⁵³, η οποία λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία (άρ. 130 §§3 και 4 και άρ. 132 §2 ν. 4548/2018)⁵⁴. Δεδομένης, μάλιστα, της πρόβλεψης του άρθρου 4 §5 ν. 4548/2018, η ίδια ΓΣ δύναται να αποφασίσει αφενός την τροποποίηση του καταστατικού, ώστε να προβλεφθεί -σε περίπτωση έλλειψης- διάταξη περί έκδοσης προνομιούχων μετοχών αφετέρου και κατόπιν της απόφασης περί τροποποίησης, την αύξηση του κεφαλαίου με έκδοση προνομιούχων μετοχών. Στην περίπτωση αυτή, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα υφίσταται ως νομικό γεγονός από την καταχώρηση στο Γ.Ε.ΜΗ. της πρώτης απόφασης για τροποποίηση του καταστατικού⁵⁵. Επιπρόσθετα, στις περιπτώσεις έκδοσης νέων προνομιούχων μετοχών, τυγχάνουν εφαρμογής οι διατάξεις των άρθρων 25 §§3 και 4 και 25 §1 ν. 4548/2018. Κατ' επιταγή αυτών, προϋποτίθεται, επίσης, τόσο η λήψη σχετικής εγκριτικής απόφασης της συνέλευσης των ήδη υφιστάμενων προνομιούχων μετόχων, εφόσον θίγονται τα δικαιώματά τους, όσο και η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης αυτών⁵⁶.

Πέραν των ως άνω, προνομιούχες μετοχές δύνανται να προκύψουν και κατόπιν μετατροπής ήδη εκδοθεισών κοινών μετοχών σε προνομιούχες μετοχές, χωρίς να λαμβάνει χώρα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, αρκεί να μην θίγεται η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων (άρ. 38 §7 ν. 4548/2018). Και στην περίπτωση αυτή⁵⁷, η οποία δεν συνιστά τρόπο χρηματοδότησης της εταιρείας και ως εκ τούτου, δεν εμπίπτει στο αντικείμενο μελέτης της παρούσας, απαιτείται απόφαση της ΓΣ, η οποία λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία⁵⁸. Δεν απαιτείται, ωστόσο, σχετική καταστατική πρόνοια, δεδομένου ότι ο νόμος δεν θέτει αντίστοιχη προϋπόθεση⁵⁹.

⁵³ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, (άρ. 38), 529, ο οποίος αναφέρει ότι βάσει εναλλακτικής ερμηνείας του άρ. 38 §6, η διάταξη αυτή επιτρέπει την έκδοση προνομιούχων μετοχών από τη ΓΣ, χωρίς την ανάγκη ύπαρξης σχετικής καταστατικής πρόβλεψης. Όπως, ωστόσο, επισημαίνει, η λέξη «μόνο» στην προαναφερόμενη διάταξη δηλώνει ότι δεν καθιερώνεται νέος τρόπος έκδοσης προνομιούχων μετοχών, παρά μόνον καταδεικνύεται η αναγκαία για την έκδοση αυτών οδός.

⁵⁴ Βλ. **Παναγιώτου**, ό.π., 388.

⁵⁵ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, (άρ. 38), ό.π., 529-530.

⁵⁶ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 262.

⁵⁷ Βλ. **Σινανιώτη - Μαρούδη**, ό.π., 302.

⁵⁸ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 262.

⁵⁹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, (άρ. 38), ό.π., 530.

δ. Τα επιμέρους προνόμια

Ως προς τα δυνάμενα να προβλεφθούν προνόμια ισχύει ο κανόνας του ελεύθερου προσδιορισμού τους από τις διατάξεις του καταστατικού της ΑΕ, καθώς ο νόμος προβαίνει σε ενδεικτική απαρίθμηση αυτών (άρ. 38 §2 ν. 4548/2018). Τούτο ίσχυε, ήδη, στο προϊσχύσαν καθεστώς, κατόπιν των τροποποιήσεων που επέφερε ο ν. 3604/2007 στον κ.ν. 2190/1920⁶⁰. Ωστόσο, ο ελεύθερος προσδιορισμός ενισχύθηκε με τον ν. 4548/2018, καθώς πλέον, θεσπίζεται η δυνατότητα μεταβολής των προνομίων -αλλά και ο περιορισμός του δικαιώματος ψήφου- στον χρόνο βάσει των καταστατικών διατάξεων (άρ. 38 §5). Αρκεί τα προνόμια να παραμένουν ίδια κατά τη διάρκεια κάθε εταιρικής χρήσης. Επιπλέον, δεδομένης της ελευθερίας καθορισμού των προνομίων, καθίσταται δυνατός ο συνδυασμός αυτών⁶¹.

Ωστόσο, η ελευθερία προσδιορισμού των προνομίων και οι καταστατικές προβλέψεις σχετικά με το περιεχόμενό τους υπόκεινται σε ορισμένους περιορισμούς. Βάσει του γράμματος του νόμου, τα δικαιώματα που παρέχουν οι προνομιούχες μετοχές, τα οποία δύνανται να είναι μόνον περιουσιακής φύσης και χρηματικά⁶², υπόκεινται συγκεκριμένα στους περιορισμούς του άρθρου 159 ν. 4548/2018 για τη δυνατότητα διανομής κερδών. Παράλληλα, οι μετοχές της ίδιας σειράς έκδοσης παρέχουν, απαρέγκλιτα, τα ίδια δικαιώματα στους κατόχους τους (άρ. 38 §2 in fine)⁶³.

Ο νόμος προβαίνει, ως ελέχθη, σε ενδεικτική απαρίθμηση των προνομίων. Ειδικότερα, αναγνωρίζει ως τέτοια (άρ. 38 § 1 και 2 ν. 4548/2018)⁶⁴:

ι. Την μερική ή ολική απόληψη του διανεμόμενου μερίσματος, πριν τις κοινές μετοχές.

⁶⁰ Βλ. **Ντζούφα**, Προνομιούχες και Εξαγοράσιμες Μετοχές – Ένας τρόπος επένδυσης και αποεπένδυσης - νομικά και λογιστικά θέματα μετά τον ν. 3604/2007, Ε7 2012, 911.

⁶¹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, (άρ. 38), ό.π., 531.

⁶² Βλ. **Σγουρινάκη**, ό.π., 949.

⁶³ Βλ. αναλυτικότερα, **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, ό.π., 263.

⁶⁴ Βλ. **Σγουρινάκη**, Οι προνομιούχες μετοχές και το δικαίωμα απόληψης τόκων, ό.π., 949, **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, ό.π., 263.

ii. Την προνομιακή απόδοση εισφοράς των δικαιούχων των μετοχών από το προϊόν μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου ή το προϊόν εκκαθάρισης, συμπεριλαμβανομένης της συμμετοχής αυτών στα υπέρ το άρτιο ποσά, τα οποία είχαν τυχόν καταβληθεί.

iii. Την καταβολή σωρευτικού μερίσματος. Στην έννοια του σωρευτικού μερίσματος υπάγονται μερίσματα προηγούμενων εταιρικών χρήσεων τα οποία δεν καταβλήθηκαν στους προνομιούχους μετόχους εξαιτίας της μη διενέργειας διανομής κερδών⁶⁵.

iv. Την καταβολή σταθερού μερίσματος ή την εν μέρει συμμετοχή στα κέρδη της εταιρείας.

v. Την απόληψη τόκου, είτε με παράλληλη πρόβλεψη της προϋπόθεσης περί μη συμμετοχής στα κέρδη της εταιρείας για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα είτε χωρίς σχετική πρόβλεψη.

vi. Την κατά προτεραιότητα συμμετοχή στα κέρδη ορισμένης εταιρικής δραστηριότητας (tracking shares)⁶⁶.

ε. Οι κατηγορίες (ομάδες) των προνομιούχων μετοχών

Πέραν του προνομίου ή των προνομίων με το οποία εξοπλίζονται οι προνομιούχες μετοχές κριτήριο διάκρισής τους συνιστά και η κατηγορία ή το είδος στο οποίο εμπίπτουν βάσει του δικαιώματος ψήφου. Αυτονοήτως, οι κοινές προνομιούχες μετοχές παρέχουν στους δικαιούχους τους δικαίωμα ψήφου.

Ωστόσο, το γράμμα του νόμου προβλέπει ρητά τη δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου. Οι τελευταίες, μολοντί συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο, παρόλα αυτά δεν προσμετρώνται για τον υπολογισμό της απαρτίας και πλειοψηφίας για τη συνεδρίαση και λήψη απόφασης

⁶⁵ Βλ. **Σγουρινάκη**, Οι προνομιούχες μετοχές και το δικαίωμα απόληψης τόκων, ό.π., 949. Σχετικά με τον τρόπο υπολογισμού του σωρευτικού μερίσματος, ιδίως όταν το προνόμιο δεν συνίσταται σε σταθερό μερίσμα, καθώς και για τον καθορισμό των εταιρικών χρήσεων για τις οποίες αυτό οφείλεται βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 532-533.

⁶⁶ Βλ. **Ντζούφα**, ό.π., 912-913, όπου αναφέρεται στην ιδιόζουσα αυτή μορφή προνομιούχων μετοχών, σημειώνοντας ότι «...μπορούν να αναδείξουν πιο αποτελεσματικά τον κερδοφόρο κλάδο μιας πολυκλαδικής επιχείρησης αποδίδοντας υψηλότερα κέρδη στους επενδυτές αλλά και ευνοώντας τη συνολική χρηματοδότηση της εταιρείας.»

της ΓΣ⁶⁷. Οι δικαιούχοι αυτών, ωστόσο, δύνανται, ως είναι εύλογο, να παρίστανται στις ΓΣ, ενώ παράλληλα, η ονομαστική αξία των συγκεκριμένων μετοχών λαμβάνεται υπόψη κατά την άσκηση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας⁶⁸. Ως προς τον αριθμό των προνομιούχων μετοχών (χωρίς δικαίωμα ψήφου) τις οποίες δύναται να εκδώσει η ΑΕ, ο νόμος δεν θέτει τυχόν περιορισμό. Αρκεί, βέβαια, να μην αποκλείονται οι κοινές μετοχές και να υφίσταται έστω μια κοινή⁶⁹. Ομοίως, ποσοτικοί περιορισμοί δεν υφίστανται, πλέον, ούτε για τις εκδότριες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά. Συγκεκριμένα, το άρθρο 4 ν. 876/1979 προέβλεπε ότι ο αριθμός των προνομιούχων μετοχών δεν εδύνατο να υπερβαίνει το 40% των κοινών⁷⁰. Ωστόσο, ο ν. 4548/2018 κατήργησε τον συγκεκριμένο περιορισμό (άρ. 189 περ. δ')⁷¹.

Επιπλέον, παρέχεται η δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών με δικαίωμα ψήφου για ορισμένα μόνο ζητήματα, όπως αυτά προσδιορίζονται από το καταστατικό της ΑΕ (άρ. 38 §4 εδ. α ν. 4548/2018). Ο προσδιορισμός των ζητημάτων αυτών πρέπει να γίνεται από το καταστατικό κατά τρόπο σαφή, προκειμένου να μην εγείρονται αμφισβητήσεις, ενώ συνήθως θα πρόκειται για ζητήματα κεφαλαιώδους σημασίας (λ.χ. η απόσχιση κλάδου)⁷².

στ. Οι μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές

Οι προνομιούχες μετοχές δύνανται, επίσης, να εκδίδονται ως μετατρέψιμες τόσο σε κοινές⁷³ όσο και σε προνομιούχες άλλης κατηγορίας (άρ. 38 §3 εδ. α' ν. 4548/2018).

⁶⁷ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 535.

⁶⁸ Βλ. 544/76 ΝΣΚ, ΕΕμπΔ 1997, 159.

⁶⁹ Βλ. ανωτέρω υπ' αριθμ. 33 υποσημείωση.

⁷⁰ Ο περιορισμός αυτός εφαρμοζόταν και στις εξαγοράσιμες μετοχές. Βλ. **Θάνου, Κιόχου, Παπανικολάου**, ό.π., 496.

⁷¹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 529. Βλ. εκ παραδρομής σε **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, ό.π., 264, όπου εξακολουθεί να αναφέρεται στο προϋφυστάμενο και πλέον κατηρημένο καθεστώς.

⁷² Βλ. **Ντζούφα**, ό.π., 911, ο οποίος μάλιστα αναφέρει ότι με τον τρόπο αυτό τον τρόπο δημιουργούνται οιονεί ενδιάμεσες κατηγορίες προνομιούχων μετοχών ανάμεσα στις «παραδοσιακές» κατηγορίες των προνομιούχων μετοχών με ψήφο και των προνομιούχων μετοχών χωρίς ψήφο.

⁷³ Βλ. 6083/1990 ΜονΠρωτΑθ, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ, που προβλέπει ως προϋπόθεση μετατροπής να πρόκειται για προνομιούχο μετοχή με δικαίωμα ψήφου. Πλέον, του νόμου μη διακρίνοντος, καθίσταται δυνατή η μετατροπή προνομιούχου μετοχής σε κοινή είτε αυτή εξοπλίζεται με δικαίωμα τρίτου είτε όχι. Βλ. σχετικά και **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 536, με περαιτέρω παραπομπή για τα παλαιότερα ισχύοντα σε **Κουταλίδη**, Η μετατροπή των προνομιούχων μετοχών χωρίς ψήφο σε κοινές με ψήφο, ΕΕμπΔ 1991, 356 επ.

Βάσει του γράμματος του νόμου και του γενικού κανόνα της πρόβλεψης του προνομίου από το καταστατικό, συνάγεται ότι η δυνατότητα μετατροπής των επικείμενων προς έκδοση προνομιούχων μετοχών πρέπει να προβλέπεται στο αρχικό ή το τροποποιημένο καταστατικό⁷⁴. Το καταστατικό, επίσης, πρέπει να ορίζει τους όρους και τις προθεσμίες μετατροπής. Αναλόγως του περιεχομένου που προσδίδεται στην μετατροπή, η τελευταία δύναται να επέλθει είτε υποχρεωτικά είτε κατόπιν άσκησης σχετικού δικαιώματος του μετόχου⁷⁵. Το εν λόγω δικαίωμα του μετόχου, μάλιστα, μπορεί να προβλεφθεί, το πρώτον, με την απόφαση της ΓΣ για την έκδοση των προνομιούχων μετοχών (άρ. 38 §3 ν. 4548/2018). Σε περίπτωση, ωστόσο, που οι προνομιούχες μετοχές δεν εκδοθούν ως μετατρέψιμες, η μετατρέψιμότητά τους μπορεί να αποφασισθεί σωρευτικά με απόφαση των ΓΣ των κοινών μετόχων και των κατόχων προνομιούχων μετοχών με ποσοστά αυξημένης απαρτίας και πλειοψηφίας (άρ. 38 §8 εδ. α' και β' ν. 4548/2018)⁷⁶.

ζ. Η κατάργηση ή ο περιορισμός των προνομίων

Το ζήτημα της κατάργησης ή του κάθε είδους περιορισμού των προβλεπόμενων προνομίων ρυθμίζεται στην παράγραφο 8 του άρθρου 38 ν. 4548/2018. Η εν λόγω ρύθμιση, αναφορικά με την κατάργηση των προνομίων, αποκτά σημασία στην περίπτωση που οι προνομιούχες μετοχές δεν έχουν εκδοθεί ως μετατρέψιμες σε κοινές, καθώς η κατάργηση των προνομίων, ήτοι η πλήρης εξάλειψη αυτών άγει στο ίδιο αποτέλεσμα, ήτοι την τροπή των προνομιούχων μετοχών σε κοινές⁷⁷. Αντίθετα, περιορισμός υφίσταται στην περίπτωση που είτε ένα προνόμιο περιορίζεται (είτε καταργείται, αλλά διατηρούνται έτερα προνόμια που καθιστούν τη μετοχή προνομιούχα) είτε όταν πρόκειται να εκδοθούν νέες προνομιούχες μετοχές⁷⁸.

Σε κάθε περίπτωση, τόσο η κατάργηση όσο και ο περιορισμός των προνομίων δύναται να επέλθουν κατόπιν απόφασης της ιδιαίτερης συνέλευσης των προνομιούχων μετόχων. Για τη λήψη σχετικής απόφασης απαιτείται αυξημένη πλειοψηφία, ήτοι πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) του εκπροσωπούμενου στη

⁷⁴ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 536.

⁷⁵ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, ό.π., 264.

⁷⁶ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, ό.π., 264, **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., 416.

⁷⁷ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 538.

⁷⁸ Βλ. **Σινανιώτη - Μαρούδη**, ό.π., 304.

συνέλευσή τους προνομιούχου κεφαλαίου, καθώς και αυξημένη απαρτία (άρ. 38 §8 εδ. α' και β' ν. 4548/2018)⁷⁹.

στ. Η νόθευση των προνομιούχων μετοχών ως κεφάλαιο

Η χρηματοδότηση της ΑΕ μέσω αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου και έκδοσης νέων κοινών μετοχών υπάγεται, όπως ανωτέρω επισημάνθηκε, στο είδος της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίου. Στο είδος αυτό υπάγεται, αυτονοήτως, και η χρηματοδότηση μέσω προνομιούχων μετοχών, οι οποίες εξοπλίζονται με δικαίωμα ψήφου⁸⁰.

Ωστόσο, ενδιάμεση μορφή χρηματοδότησης, η οποία ισορροπεί μεταξύ κεφαλαίου και χρέους και κατ' επέκταση, μεταξύ κοινών (προνομιούχων ή μη) μετοχών και ομολογιών συνιστούν οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου⁸¹. Οι μετοχές αυτές, διακρίνονται μεν από τις ομολογίες, καθώς δεν ενσωματώνουν έντοκη απαίτηση, συνιστούν δε συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο. Παράλληλα, όμως, διακρίνονται και από τις κοινές (προνομιούχες ή μη) μετοχές, καθώς δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου και ως εκ τούτου, δυνατότητα συμμετοχής στην διοίκηση της ΑΕ, κατ' απόκλιση από το άρθρο 36 §1 εδ. α' ν. 4548/2018. Ωστόσο, παρά το γεγονός της υποχώρησης της μετοχικής ιδιότητας σε σημαντικό βαθμό, τα λοιπά δικαιώματα αλλά και οι υποχρεώσεις της μετοχικής σχέσης -όπως και ανωτέρω ελέχθη- εξακολουθούν να υφίστανται για τους δικαιούχους των μετοχών αυτών (λ.χ. δικαίωμα παράστασης στις ΓΣ, υποχρέωση πίστης)⁸².

Οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου, επομένως, συνιστούν ενδιάμεση μορφή χρηματοδότησης, καθώς αφενός η μετοχική ιδιότητα υποχωρεί σημαντικά αφετέρου προσεγγίζεται η απλή ενοχική ιδιότητα του δανειστή, η οποία συντρέχει στο πρόσωπο του ομολογιούχου δανειστή, δεδομένων των περιουσιακής φύσης

⁷⁹ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 264.

⁸⁰ Βλ. **Θάνου, Κιόχου, Παπανικολάου**, ό.π., 496, όπου αναφέρεται ότι στη χώρα μας, οι προνομιούχες μετοχές εκδίδονται, κατά κανόνα, χωρίς δικαίωμα ψήφου, γι' αυτό και η τιμή τους στο Χρηματιστήριο διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από αυτή των κοινών μετοχών.

⁸¹ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά μορφώματα, ό.π., 279.

⁸² Βλ. **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., 416.

δικαιωμάτων που αναγνωρίζονται υπέρ του προνομιούχου μετόχου και ιδίως τα δικαιώματα το δικαίωμα απόληψης τόκου⁸³.

3.1.2. Οι εξαγοράσιμες μετοχές

α. Η έννοια των εξαγοράσιμων μετοχών και ο υβριδικός τους χαρακτήρας

Οι εξαγοράσιμες μετοχές (redeemable shares) αποτελούν μετοχές οι οποίες εκδίδονται παρέχοντας τη δυνατότητα να εξαγοραστούν από την εκδότρια ΑΕ⁸⁴. Οι μετοχές αυτές ρυθμίζονται στο άρθρο 39 του ν. 4548/2018. Το ισχύον άρθρο ακολουθεί κατά βάση τις προϋφιστάμενες ρυθμίσεις του κ.ν. 2190/20⁸⁵. Συγκεκριμένα, η δυνατότητα έκδοσης εξαγοράσιμων μετοχών, κοινών ή προνομιούχων, κατά την αύξηση κεφαλαίου, προβλέφθηκε, το πρώτον, με τον ν. 3604/2007 και ειδικότερα με το άρθρο 17β, σε μια προσπάθεια εκσυγχρονισμού του δικαίου των ΑΕ⁸⁶. Ωστόσο, σε σύγκριση με το άρθρο 17β ν. 2190/1920, το άρθρο 39 ν. 4548/2018 παρουσιάζει ορισμένες σημαντικές τροποποιήσεις. Μεταξύ αυτών, συγκαταλέγεται το γεγονός ότι οι εξαγοραζόμενες μετοχές δύνανται, πλέον, να διακρατούνται από την ΑΕ ως ίδιες μετοχές, γεγονός που δεν επιφέρει την επιβεβλημένη κατά το προϊσχύσαν καθεστώς μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ. Επιπλέον, έτερη σημαντική τροποποίηση αποτελεί η δυνατότητα έκδοσης εξαγοράσιμων μετοχών, οι οποίες εξαγοράζονται κατόπιν δήλωσης του μετόχου. Με τον τρόπο αυτό, επιλύεται το εριζόμενο ζήτημα σχετικά με την αντίστοιχη δυνατότητα κατά το προϊσχύσαν καθεστώς⁸⁷. Ως εκ τούτου, το καταστατικό μπορεί, υπό το ισχύον νομικό καθεστώς, να προβλέπει είτε δικαίωμα προαίρεσης αγοράς των εξαγοράσιμων μετοχών από την ΑΕ (callable shares) είτε δικαίωμα προαίρεσης

⁸³ Βλ. **Σωτηρόπουλου**, Το δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920, όπως ισχύει σήμερα, (άρ. 3), τόμος πρώτος (επιμ. Περάκης Ε.), όπου χαρακτηρίζει τις μετοχές αυτές ως «νόθων» δικαιωμάτων και τις κατατάσσει από άποψη νομική και επενδυτικού κινδύνου μεταξύ μετοχών και ομολογιών.

⁸⁴ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, 2010, 1.

⁸⁵ Βλ. **Μικρούλέα**, εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920, (άρ. 17β) τόμ. 1, 2013, 837 επ.

⁸⁶ Βλ. **Ντζούφα**, ό.π., 913.

⁸⁷ Βλ. Αιτιολογική Έκθεση του ν. 4548/2018, επί του άρθρου 39. Σχετικά με το ζήτημα αυτό κατά το προϊσχύσαν καθεστώς, βλ. **Ντζούφα**, ό.π., 914.

πώλησης τους από τον μέτοχο (puttable shares) είτε τέλος, αμφότερες τις δυνατότητες⁸⁸.

Η ως άνω δυνατότητα εξαγοράς προσδίδει στις εξαγοράσιμες μετοχές τον υβριδικό τους χαρακτήρα⁸⁹. Ειδικότερα, οι μετοχές αυτές, σαφώς παρουσιάζουν χαρακτηριστικά ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, λόγω της δυνατότητας εξαγοράς τους, παρουσιάζουν παράλληλα, και στοιχεία χρέους. Διαφέρουν, βέβαια, από τις περιπτώσεις ανάληψης χρέους, δεδομένου ότι –και όπως κατωτέρω θα αναλυθεί– η εξαγορά τους προϋποθέτει την ύπαρξη κερδών της ΑΕ ή εναλλακτικά, τη μείωση κεφαλαίου ή την έκδοση νέων μετοχών αυτής⁹⁰. Παράλληλα, τα υβριδικά τους στοιχεία πληθαίνουν, όταν οι εξαγοράσιμες μετοχές εκδίδονται ως προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου.

β. Ο σκοπός θέσπισης των εξαγοράσιμων μετοχών

Ο νομοθέτης, αποσκοπώντας, ως ελέχθη, στον εκσυγχρονισμό του δικαίου των ΑΕ και στην σύμπλευση των προβλεπόμενων μορφών χρησιμοδότησης των ΑΕ με τις χρησιμοποιούμενες στη διεθνή πρακτική, προέβη στη θέσπιση του μορφώματος των εξαγοράσιμων μετοχών με τον ν. 3604/2007. Ο ν. 4548/2018 προσέδωσε μεγαλύτερη ευελιξία στον καθορισμό των όρων του μορφώματος αυτού, το οποίο παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα των εξαγοράσιμων μετοχών απορρέουν αφενός από την ως άνω ευελιξία αφετέρου από τον υβριδικό τους χαρακτήρα.

Η έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών, ειδικότερα, συνιστά μέσο προσέλκυσης επενδυτών, καθώς η δυνατότητα αποεπένδυσης, ήτοι «απεγκλωβισμού» τους από την ΑΕ αποτελεί κίνητρο για τους ίδιους. Οι τελευταίοι –κατόπιν των τροποποιήσεων που επέφερε ο ν.4548/2018– δύνανται, κατ' εξαίρεση του κανόνα της απαγόρευσης επιστροφής εισφορών, να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους με προγραμματισμό⁹¹. Παράλληλα, μείζονος σημασίας καθίσταται η παροχή ευελιξίας

⁸⁸ Βλ. Αιτιολογική Έκθεση ν. 4548/2018, επί του άρθρου 39, **Αλεξανδρίδου**, ό.π., 421.

⁸⁹ Βλ. **Μικρουλέα**, ό.π., 843-844.

⁹⁰ Βλ. **Τουντόπουλου**, ό.π., 6, **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, (άρ. 39), ό.π., 543.

⁹¹ Βλ. **Ντζούφα**, ό.π., 913.

στην συμφωνία των όρων χρηματοδότησης, η οποία δύναται να προσαρμόσει τη συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης στις ανάγκες τόσο της ΑΕ όσο και των επενδυτών. Επιπρόσθετα, στα πλεονεκτήματα έκδοσης εξαγοράσιμων μετοχών συγκαταλέγεται η βέλτιστη χρηματοοικονομική διάρθρωση που αυτές παρέχουν, καθώς μπορούν να συμβάλουν στη ρύθμιση της σχέσης ιδίων και ξένων κεφαλαίων της εκδότριας⁹². Τέλος, η έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών δεν μεταβάλλει το status quo στο εσωτερικό της επιχείρησης, καθώς οι μετοχές αυτές -πέραν του ότι ενδέχεται να εκδοθούν ως προνομιούχες χωρίς δικαίωμα ψήφου, επιπλέον- επανακτώνται από την εκδότρια ΑΕ σε επόμενο χρόνο, έναντι προκαθορισμένου τιμήματος⁹³. Ωστόσο, δεδομένης της ευελιξίας που το συγκεκριμένο μόρφωμα παρέχει, καθώς και των κινδύνων που δύναται να ενέχει τόσο για την εταιρεία όσο και για τους δυνητικούς επενδυτές, απαιτείται η τήρηση συγκεκριμένης διαδικασίας για την έκδοσή τους.

γ. Η διαδικασία έκδοσης των εξαγοράσιμων μετοχών

Οι εξαγοράσιμες μετοχές εκδίδονται, κατ' αντιστοιχία των όσων ισχύουν και για τις προνομιούχες μετοχές, βάσει καταστατικής πρόβλεψης (άρ. 39 §1 εδ. α' ν. 4548/2018). Ωστόσο, σε αντίθεση με τις προνομιούχες, οι εξαγοράσιμες μετοχές δύναται να εκδοθούν μόνο κατά την εκάστοτε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και όχι κατά την ίδρυση της ΑΕ⁹⁴. Για την έκδοση των εξαγοράσιμων μετοχών, την προαπαιτούμενη αύξηση κεφαλαίου και τον ενδεχόμενο αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης, εφαρμόζονται, σύμφωνα με το γράμμα του ν. 4548/2018 (άρ. 39 §2) οι διατάξεις των άρθρων 23 έως 27 αυτού. Τούτο σημαίνει ότι η έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών μπορεί να λάβει χώρα και μέσω έκτακτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, υπό την προϋπόθεση της καταστατικής πρόβλεψης της έκδοσης των αντίστοιχων μετοχών⁹⁵. Παράλληλα, όπως ανωτέρω ελέχθη, οι εξαγοράσιμες μετοχές συνιστούν ιδιαίτερη κατηγορία μετοχών. Δεδομένης της ανωτέρω παραδοχής και του γράμματος του προαναφερόμενου άρθρου 39 §2 ν. 4548/2018, εφόσον θίγονται

⁹² Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 11.

⁹³ Βλ. **Ντζούφα**, ό.π., 913.

⁹⁴ Βλ. **Ρόκα**, , εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, (άρ. 39) ό.π., 545, **Παναγιώτου**, ό.π., 391.

⁹⁵ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 545.

δικαιώματα τυχόν προνομιούχων μετόχων, η αύξηση κεφαλαίου για την έκδοση εξαγοράσιμων μετόχων υπόκειται στην έγκριση της ιδιαίτερης συνέλευσης αυτών⁹⁶.

Πέραν των ως άνω, ο ν. 4548/2018 εισήγαγε τη δυνατότητα σύστασης εξαγοράσιμων μετοχών μέσω της τροπής υφιστάμενων κοινών μετοχών σε εξαγοράσιμες, υπό την προϋπόθεση της ύπαρξης σχετικής καταστατικής πρόβλεψης. Για να λάβει χώρα η εν λόγω τροπή, ο νόμος απαιτεί σχετική απόφαση της ΓΣ με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία (39 §6 ν. 4548/2018). Παράλληλα, επιτάσσεται η τήρηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μετόχων κατά την επιλογή των κοινών μετοχών, οι οποίες θα τραπούν σε εξαγοράσιμες, γεγονός που επιβάλλει την ύπαρξη αντίστοιχης αιτιολόγησης. Με τον τρόπο αυτό επιδιώκεται η αποφυγή μεθοδεύσεων που σκοπό έχουν την έξοδο μετόχων από την εταιρεία ή αντίστοιχα, η κατάχρηση του προνομίου της εξαγοράς, όταν το δικαίωμα προαίρεσης επιφυλάσσεται υπέρ του δικαιούχου των εξαγοράσιμων μετοχών⁹⁷. Σε κάθε περίπτωση, όμως, -κατ' αντιστοιχία και των όσων αναφέρθηκαν, ανωτέρω, σχετικά με την τροπή κοινών μετοχών σε προνομιούχες- η τροπή κοινών μετοχών σε εξαγοράσιμες μετοχές, η οποία δεν συνοδεύεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ, δεν συνιστά τρόπο χρηματοδότησης της εταιρείας και δεν εμπίπτει, αμέσως, στο αντικείμενο μελέτης της παρούσας. Εμμέσως, όμως, δέον να επισημανθεί ότι η δυνατότητα αυτή υπηρετεί τη «δυναμική στο χρόνο βελτίωση» της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης της ΑΕ και την αρτιότερη προσαρμογή της στις εξελισσόμενες επιδιώξεις και ανάγκες των μετόχων⁹⁸.

δ. Ο καθορισμός των όρων και των τρόπων εξαγοράς

⁹⁶ Βλ. **Παναγιώτου**, ό.π., 391, όπου κάνει λόγο για αναλογική εφαρμογή του άρθρου 25 ν. 4548/2018 και εν γένει, για αναλογική εφαρμογή των άρθρων 23-27. Ωστόσο, κατά τη γράφουσα, δεν εντοπίζεται η ύπαρξη κενού δικαίου, ώστε να προκρίνεται η αντίστοιχη πλήρωση του κενού δικαίου με αναλογία δικαίου, αντί της ευθείας εφαρμογής του άρθρου 25, όπου κάνει λόγο για κατηγορία μετοχών. Αντίθετα, στην περίπτωση του άρθρου 39 §6 in fine ν. 4548/2018, όπου πρόκειται για τροπή των μετοχών και όχι αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, ο νομοθέτης ρητά προβλέπει την αναλογική εφαρμογή του άρθρου 29 §5 ν. 4548/2018.

⁹⁷ Βλ. αναλυτικότερα, **Ρόκα** εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 546-547.

⁹⁸ **Λιναρίτη**, Ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ, ό.π., 1256 επ.

Η έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών, όπως ήδη επισημάνθηκε, δύναται να λάβει χώρα αποκλειστικά με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και όχι κατά την ίδρυση της ΑΕ. Το αρμόδιο για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου όργανο αποφασίζει, επομένως, την τυχόν έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών ή προνομιούχων εξαγοράσιμων μετοχών με δικαίωμα ή χωρίς δικαίωμα ψήφου (25 §1 ν. 4548/2018)⁹⁹. Ωστόσο, προ της λήψης της προαναφερόμενης απόφασης, οι βασικοί όροι και γενικότερα, οι προϋποθέσεις εξαγοράς των εξαγοράσιμων μετοχών (όπως το δικαίωμα προαίρεσης), καθώς και οι τρόποι, ήτοι η διαδικασία συντέλεσης αυτής, θα πρέπει να καθορίζονται στο καταστατικό¹⁰⁰.

Ο καθορισμός αυτός δεν συνιστά μια ex lege υποχρέωση. Παρ' όλα αυτά, ήδη κατά τη διάρκεια ισχύος του άρθρου 17β κ.ν. 2190/1920 γινόταν δεκτό και εξακολουθεί, στο πλαίσιο του ν. 4548/2018, να γίνεται δεκτό ότι ο καθορισμός των όρων και των τρόπων εξαγοράς στο καταστατικό επιτυγχάνει την ύπαρξη διαφάνειας στη χρηματοδότηση της ΑΕ μέσω της έκδοσης εξαγοράσιμων μετοχών, προκειμένου η επιλογή αυτής της κατηγορίας μετοχών να μην λειτουργήσει ως μέσω αποκλεισμού ανεπιθύμητων μετόχων και ιδίως μετόχων μειοψηφίας¹⁰¹. Ο καθορισμός αυτός, άλλωστε, επιβάλλεται, ώστε το εθνικό δίκαιο να είναι σύμφωνο με το ενωσιακό και συγκεκριμένα, με το άρθρο 82 περ. γ' της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ περί ορισμένων πτυχών του εταιρικού δικαίου. Σύμφωνα με την εν λόγω ενωσιακή διάταξη, «...οι προϋποθέσεις και οι τρόποι εξαγοράς πρέπει να ορίζονται από το καταστατικό ή τη συστατική πράξη».

Οι καταστατικές ρυθμίσεις σχετικά με τους όρους και τρόπους εξαγοράς δεν παρουσιάζουν κάποιο ελάχιστο υποχρεωτικό περιεχόμενο. Κατά συνέπεια, δεν απαιτείται όροι, όπως η τιμή και ο χρόνος εξαγοράς, να διατυπώνονται με τρόπο

⁹⁹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 545.

¹⁰⁰ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 87.

¹⁰¹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 545, όσον αφορά στον ν. 4548/2018 και **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 87, όσον αφορά στον 2190/1920, **Μικρουλέα**, ό.π., 849.

ορισμένο¹⁰². Ο καθορισμός τους, όμως, είναι αναγκαίο να παρουσιάζει σαφήνεια¹⁰³. Ως εκ τούτου, παρέχεται μεγάλη ευελιξία στην εκδότρια ΑΕ ως προς τον καθορισμό των όρων αυτών. Η εξαγορά δύναται, λόγου χάρη, να εξαρτάται από μέλλοντα και αβέβαια γεγονότα, σε κάθε περίπτωση, όμως, σύννομα (όπως τη μη εισαγωγή των μετοχών της εκδότριας σε οργανωμένη αγορά εντός συγκεκριμένου διαστήματος)¹⁰⁴. Μάλιστα, τα προς εξάρτηση της εξαγοράς γεγονότα ενδέχεται να λειτουργήσουν ως μέσο αποχώρησης μετόχων –σε αφηρημένο και όχι εξατομικευμένο επίπεδο- οι οποίοι δρουν ενάντια στο εταιρικό συμφέρον (όπως μετόχων που παραβιάζουν εκφάνσεις της υποχρέωσης πίστης έναντι της εταιρίας, προβαίνοντας λόγου χάρη σε πράξεις ανταγωνισμού)¹⁰⁵.

Κατ' αντιστοιχία, έτεροι όροι, όπως η τιμή εξαγοράς μπορεί να εξαρτώνται από ορισμένο κριτήριο, προσδιοριζόμενο από το καταστατικό (όπως η χρηματιστηριακή τιμή, για την τιμή εξαγοράς)¹⁰⁶. Άλλωστε, ο προσδιορισμός της τιμής εξαγοράς μέσω ορισμένου κριτηρίου ή μεθόδου υπολογισμού παρουσιάζεται προτιμότερος από τον αριθμητικό προσδιορισμό αυτής, ο οποίος ενδέχεται να οδηγήσει σε ανεπιεική αποτελέσματα για την ΑΕ, ιδίως όταν παρέλθει μεγάλο χρονικό διάστημα μεταξύ της θέσπισης της καταστατικής ρύθμισης και της απόφασης περί αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου¹⁰⁷. Παράλληλα, το ποσό που προκύπτει και δικαιούται να λάβει ο μέτοχος δύναται να προβλέπεται ως τοκοφόρο. Σε κάθε περίπτωση, ο αντικειμενικός καθορισμός στο καταστατικό των όρων και τρόπων εξαγοράς αποτρέπει τυχόν έγερση ζητημάτων καταχρηστικότητας, καθώς δεν τίθεται θέμα άνισης μεταχείρισης, δεδομένου ότι ο χρόνος ή οι προϋποθέσεις της εξαγοράς περιβάλλονται με διαφάνεια¹⁰⁸.

¹⁰² Βλ. **Μαστροκώστα**, Η έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών ως μηχανισμός υποχρεωτικής εξόδου μετόχων, Σύγχρονα ζητήματα της οικογενειακής επιχείρησης, 25^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2016, 64, όπου αναφέρει ότι «...Οι βασικοί όροι της εξαγοράς προβλέπονται στο καταστατικό, όπως και το περιεχόμενο της κύριας σύμβασης που εξειδικεύεται σε βαθμό να είναι οριστό.»

¹⁰³ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 93.

¹⁰⁴ Βλ. περισσότερα αντίστοιχα παραδείγματα σε **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 98.

¹⁰⁵ Βλ. περισσότερα αντίστοιχα παραδείγματα σε **Μαστροκώστα**, ό.π., 63.

¹⁰⁶ Σε περίπτωση που η τιμή εξαγοράς δεν προσδιορίζεται βάσει καταστατικής πρόβλεψης, υποστηρίζεται ότι αυτή θα πρέπει να ισούται με τη δίκαιη και πραγματική αξία των μετοχών κατά τον χρόνο διενέργειας της εξαγοράς, ενώ ο προσδιορισμός της θα πρέπει να κινείται εντός των ορίων των άρθρων 178, 179 και 281 ΑΚ. Βλ. σχετικά **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 193 επ.

¹⁰⁷ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 545.

¹⁰⁸ Βλ. **Μαστροκώστα**, ό.π., 64.

ε. Οι νόμιμες προϋποθέσεις εξαγοράς

Οι προϋποθέσεις, προκειμένου να λάβει χώρα η εξαγορά, απαριθμούνται ρητώς στην παράγραφο 3 του άρθρου 39 ν. 4548/2018. Όπως επισημάνθηκε, μέσω της εξαγοράς νομιμοποιείται η, κατ' αρχήν απαγορευμένη, επιστροφή εισφορών¹⁰⁹. Ως εκ τούτου, τίθενται εκ του νόμου ουσιώδεις προϋποθέσεις για τη συντέλεσή της¹¹⁰, αποσκοπούσες, σαφώς, στην πραγμάτωση του εταιρικού συμφέροντος και τη συνέχεια της ΑΕ. Συγκεκριμένα, στις προϋποθέσεις αυτές συγκαταλέγονται η ύπαρξη καταστατικής πρόβλεψης, η πλήρης εξόφληση των επικείμενων να εξαγοραστούν μετοχών, η τήρηση συγκεκριμένων κανόνων εξαγοράς και η τήρηση διατυπώσεων δημοσιότητας.

Ειδικότερα, όπως ανωτέρω ελέχθη, όρο *sine qua non* της εξαγοράς αποτελεί η ύπαρξη καταστατικής πρόβλεψης για την δυνατότητα έκδοσής τους (άρ. 39 §3 περ. α' ν. 4548/2018). Η πρόβλεψη ενδέχεται να προβλέπεται, ήδη, από στο αρχικό καταστατικό. Ωστόσο, σε περίπτωση που τέτοια πρόβλεψη δεν υπάρχει, μπορεί να προστεθεί με τροποποίηση του καταστατικού. Σε αντίθεση, μάλιστα, με το προϊσχύσαν δίκαιο γίνεται δεκτό ότι η ίδια ΓΣ μπορεί να αποφασίσει, καταρχάς, την τροποποίηση του καταστατικού, ώστε το τελευταίο να προβλέπει τη δυνατότητα έκδοσης εξαγοράσιμων μετοχών και έπειτα, την αύξηση κεφαλαίου με έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών. Βέβαια και σε αυτή την περίπτωση, όπως και στην αντίστοιχη περίπτωση των προνομιούχων μετοχών, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα επιφέρει τα αποτελέσματά της και θα υφίσταται ως νομικό γεγονός από την καταχώριση στο Γ.Ε.ΜΗ. της πρώτης απόφασης περί τροποποίησης του καταστατικού¹¹¹.

Όσον αφορά την προϋπόθεση της πλήρους εξόφλησης των μετοχών, αυτή απαιτεί, για τις μετοχές που πρόκειται να εξαγοραστούν, να έχει καταβληθεί ολοσχερώς του μέρους του μετοχικού κεφαλαίου που ενσωματώνουν (άρ 39 §3 περ. β' ν. 4548/2018).

¹⁰⁹ Βλ. σχετικά, την Αιτιολογική Έκθεση επί της παραγράφου 2 του άρθρου 22 ν. 4548/2018, όπου αναφέρεται ότι «με τη δεύτερη παράγραφο προβλέπεται η γνωστή αρχή της απαγόρευσης της επιστροφής εισφορών, με την επιφύλαξη των δυνατοτήτων που ρητά παρέχει ο νόμος, όπως είναι η μείωση, η απόσβεση ή η εξαγορά του κεφαλαίου ή η κτήση ιδίων μετοχών...».

¹¹⁰ Βλ. Σινανιώτη - Μαρούδη, ό.π., 305.

¹¹¹ Βλ. Ρόκα, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 547.

Μάλιστα, ως πλήρης εξόφληση θεωρείται, στην περίπτωση αυτή, και η καταβολή του υπέρ το άρτιο ποσού¹¹². Η εν λόγω προϋπόθεση αποβλέπει στη διαφύλαξη της περιουσιακής βάσης της ΑΕ, ώστε να αποφευχθεί τυχόν εξαγορά να οδηγήσει σε απόσβεση της απαίτησης της εταιρείας έναντι του μετόχου για καταβολή της εισφοράς του¹¹³. Η μη πλήρωση της προαναφερόμενης υποχρέωσης επιφέρει την ακυρότητα της εξαγοράς. Την ακυρότητα της εξαγοράς, γενικότερα, επιφέρει η μη τήρησης οποιασδήποτε εκ των νόμιμων προϋποθέσεων αυτής (πλην της προϋπόθεσης της δημοσιότητας, η οποία έχει δηλωτικό χαρακτήρα) και μάλιστα, οδηγεί στην ακυρότητα αφενός της ενοχικής αφετέρου της εμπράγματης δικαιοπραξίας¹¹⁴.

Μείζονος σημασίας προϋποθέσεις για τη διενέργεια της εξαγοράς είναι οι σχετιζόμενες με τη χρηματοδότησή της. Μια πρόσθετη ομοιότητα των εξαγοράσιμων μετοχών με τις προνομιούχες αφορά στην εφαρμογή των ορίων των άρθρων 159 και 160 ν. 4548/2018. Συγκεκριμένα, όριο στη δυνατότητα εξαγοράς αποτελεί η ύπαρξη των δυνάμενων να διανεμηθούν ποσών βάσει των δύο προαναφερόμενων άρθρων, (άρ. 39 §2 εδ. γ' ν. 4548/2018). Η εταιρική περιουσία, δηλαδή, η οποία επιστρέφεται στον μέτοχο των εξαγοράσιμων μετοχών πρέπει να καταβάλλεται από τα αποθεματικά ή τα κέρδη της εταιρείας¹¹⁵.

Παράλληλα, όμως, προβλέπονται δύο ακόμη εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης της εξαγοράς, οι οποίοι θέτουν διαφορετικές προϋποθέσεις και προκρίνονται στις περιπτώσεις κατά τις οποίες η ΑΕ δεν διαθέτει κέρδη δυνάμενα να διανεμηθούν κατά τα ανωτέρω αναφερθέντα.

Σύμφωνα με τον πρώτο τρόπο, η εξαγορά μπορεί να γίνει με το προϊόν νέας έκδοσης μετοχών, η οποία πραγματοποιείται με σκοπό την εξαγορά αυτή. Ως εκ τούτου, τα ποσά που προκύπτουν από την εν λόγω έκδοση δεν δύνανται να χρησιμοποιηθούν για έτερο σκοπό. Η έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες μάλιστα δεν απαιτείται να υπάγονται σε συγκεκριμένη κατηγορία μετοχών, λαμβάνει χώρα με αύξηση

¹¹² Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 141.

¹¹³ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 547.

¹¹⁴ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 198-199.

¹¹⁵ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 547.

μετοχικού κεφαλαίου, είτε τακτική είτε έκτακτη¹¹⁶. Όπως προκύπτει από το γράμμα του νόμου, η εν λόγω αύξηση πρέπει να έχει ολοκληρωθεί προ της εξαγοράς των μετοχών¹¹⁷. Η αύξηση αυτή, παράλληλα, από οικονομικής άποψης, καλύπτει τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου λόγω της επικείμενης εξαγοράς. Τούτο σημαίνει ότι, εν προκειμένω, λαμβάνει χώρα μια ταυτόχρονη αύξηση και μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, με αποτέλεσμα το κεφάλαιο να παραμένει, εν τέλει, αμετάβλητο¹¹⁸.

Βάσει του δεύτερου εναλλακτικού τρόπου χρηματοδότησης, τον οποίο προβλέπει ο ν. 4548/2018, η εξαγορά μπορεί να λάβει χώρα με ποσά¹¹⁹, τα οποία απελευθερώνονται κατόπιν μείωσης του κεφαλαίου κατά τα άρθρα 29 επ. ν. 4548/2018. Στην περίπτωση αυτή, το προϊόν της μείωσης δεν επιστρέφεται στους μετόχους, αλλά αντίθετα, αξιοποιείται για τη χρηματοδότηση της εξαγοράς. Ωστόσο, ως προς τον συγκεκριμένο τρόπο χρηματοδότησης έχουν διατυπωθεί προβληματισμοί, καθώς οι (κοινοί) μέτοχοι -ορισμένοι, ενδεχομένως, χωρίς να παρέχουν τη σύμφωνη γνώμη τους- χάνουν τμήμα της αξίας των μετοχών τους. Δέον, τέλος, να επισημανθεί ότι η απαρίθμηση των τρόπων χρηματοδότησης της εξαγοράς είναι αποκλειστική¹²⁰.

Μια ακόμη προϋπόθεση τίθεται στην περ. δ' του άρθρου 39 ν. 4548/2018 και αφορά στη δημιουργία αποθεματικού ίσου με την ονομαστική αξία όλων των μετοχών που εξαγοράστηκαν. Κατά ρητή επιταγή του νόμου, το αποθεματικό αυτό δεν μπορεί, εκτός από την περίπτωση μείωσης του καλυφθέντος κεφαλαίου, να διανεμηθεί στους μετόχους. Αντίθετα, μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο για την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών.

Κατά το προϊσχύσαν δίκαιο υποστηριζόταν ότι η ως άνω πρακτική οδηγεί στην σταθερότητα των ιδίων κεφαλαίων της ΑΕ, παρά τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου που επέρχεται με τη συντέλεση της εξαγοράς¹²¹. Ωστόσο, υπό το ισχύον δίκαιο, η

¹¹⁶ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 548.

¹¹⁷ Βλ. άρ. 38 §3 περ. γ' ν. 4548/2018, όπου αναφέρεται ότι «...η εξαγορά μπορεί να γίνει με τη χρησιμοποίηση...του προϊόντος νέας έκδοσης μετοχών που πραγματοποιήθηκε...».

¹¹⁸ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 156.

¹¹⁹ Δεδομένου ότι ο νόμος αναφέρεται σε «ποσά», η μείωση κεφαλαίου δεν μπορεί να είναι σε είδος.

¹²⁰ Βλ. **Μάρκου**, ό.π., 937.

¹²¹ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 207.

εξαγορά δεν επιφέρει μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, καθώς –όπως ήδη αναφέρθηκε- οι εξαγοράσιμες μετοχές παραμένουν, κατόπιν της εξαγοράς, στην ΑΕ ως ίδιες μετοχές. Παρά το προαναφερόμενο γεγονός, όμως, και δυνάμει των λογιστικών κανόνων, οι ίδιες μετοχές αποτυπώνονται αφαιρετικά στην καθαρή θέση (άρ. 26 §1 ν. 4308/2014). Ως εκ τούτου, το δημιουργούμενο αποθεματικό αποσκοπεί και υπό το πρίσμα του ν. 4548/2018 στη διατήρηση της σταθερότητας των ιδίων κεφαλαίων της ΑΕ αφότου λάβει χώρα τυχόν εξαγορά¹²². Τέλος, δέον να επισημανθεί ότι η τιθέμενη από την περ. δ' προϋπόθεση τυγχάνει εφαρμογής μόνον στην περίπτωση που η εξαγορά συντελείται με χρήση διανεμητέων ποσών. Αντίθετα, δεν εφαρμόζεται όταν η εξαγορά λαμβάνει χώρα βάσει των ανωτέρω αναφερόμενων εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης, ήτοι «...με τη χρησιμοποίηση του προϊόντος νέας έκδοσης, η οποία πραγματοποιήθηκε με σκοπό την εξαγορά αυτή, ή ποσών που απελευθερώθηκαν με μείωση του κεφαλαίου» (άρ. 39 §3 περ. δ' in fine ν. 4548/2018).

Σε συνέχεια των ανωτέρω, η περ. ε' του άρθρου 39 §3 ν. 4548/2018 ρυθμίζει, επίσης, τον τρόπο χρηματοδότησης τυχόν υπερτιμήματος, ήτοι του πρόσθετου ποσού που συμφωνείται να καταβληθεί, πέραν του ποσού της τιμής εξαγοράς, στους μετόχους¹²³. Το ποσό αυτό πρέπει, όπως και η χρηματοδότηση της εξαγοράς κατά τον πρώτο τρόπο, να καλύπτεται από τα δυνάμενα να διανεμηθούν κέρδη βάσει των άρθρων 159 και 160 ν. 4548/2018. Εναλλακτικά, το ποσό αυτό μπορεί να καταβληθεί είτε με μείωση κεφαλαίου κατ' εφαρμογή των διατάξεων 29 επ. ν. 4548/2018 είτε από αποθεματικό, το οποίο, όμως, διαφέρει από το προαναφερόμενο αποθεματικό της περ. δ' του ίδιου άρθρου. Ωστόσο, κατ' αντιστοιχία με το αποθεματικό της περ. δ', το αποθεματικό αυτό, με εξαίρεση την περίπτωση της μείωσης κεφαλαίου, δεν μπορεί να διανεμηθεί στους μετόχους. Μπορεί, όμως, να χρησιμοποιηθεί για την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, για την κάλυψη των εξόδων που προβλέπονται στο άρθρο 5 §3 ν. 4548/2018¹²⁴, καθώς επίσης και για την κάλυψη εξόδων έκδοσης μετοχών ή ομολογιών ή για την καταβολή

¹²² Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 549.

¹²³ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 156-157, όπου χρησιμοποιεί τον όρο «υπερτίμημα».

¹²⁴ Εκ παραδρομής, στο διάταξη του άρ. 39 §3 περ. ε' ν. 4548/2018 γίνεται αναφορά στην §4 του άρ. 5, βλ. σχετικά **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 549.

πρόσθετου ποσού στους κατόχους των μετοχών ή των ομολογιών που πρέπει να εξαγοραστούν. Οι δυνατότητες αξιοποίησης του συγκεκριμένου αυτού αποθεματικού -όπως συνάγεται από το γράμμα του νόμου και συγκεκριμένα, από τη χρήση της λέξης «μόνο» πριν τη σχετική τους αναφορά- απαριθμούνται κατά τρόπο αποκλειστικό¹²⁵.

Επιπλέον, ως τελευταία εκ του νόμου προϋπόθεση τίθεται η υποβολή της εξαγοράς σε δημοσιότητα (άρ. 39 §3 περ. στ' ν. 4548/2019). Όπως ρητά προβλέπεται στο γράμμα του νόμου, η εξαγορά είναι έγκυρη μόνο με καταβολή του αντιτίμου της εξαγοράς (άρ. 39 §1 in fine ν. 4548/2018). Από την πρόβλεψη αυτή, συνάγεται, ως υποστηρίζεται, ότι για την υποβολή της εξαγοράς σε δημοσιότητα, πρέπει να έχει λάβει πρώτα χώρα η ολοκλήρωσή της, ήτοι η καταβολή του αντιτίμου της εξαγοράς. Συνεπώς, η εγκυρότητα της εξαγοράς δεν εξαρτάται από τη δημοσίευσή αυτής, η οποία ως εκ τούτου λαμβάνει δηλωτικό χαρακτήρα¹²⁶. Συνέπεια της προαναφερόμενης επισήμανσης αποτελεί το γεγονός ότι η υποβολή σε δημοσιότητα ή μη της απόφασης του ΔΣ περί προσαρμογής του άρθρου του καταστατικού για το εταιρικό κεφάλαιο δεν επιδρά στο κύρος της εξαγοράς¹²⁷.

Πέραν των ως άνω νόμιμων υποχρεώσεων, σε έκαστη των περιπτώσεων, όπως ήδη διαφαίνεται εκ των ανωτέρω αναφερόμενων, η εξαγορά πρέπει να μην συνιστά πράξη καταχρηστική και να λαμβάνει χώρα υπό το πρίσμα συγκεκριμένων προϋποθέσεων ισότητας και διαφάνειας, προκειμένου η ενδεχόμενη εξαγορά να μην δύναται να αποτελέσει μέθοδο, η οποία αποσκοπεί στην αλλαγή της μετοχικής σύνθεσης της εταιρίας και επίσης, να μην διευκολύνει την επαναγορά των μετοχών από την εταιρία σε ιδιαίτερα χαμηλή τιμή, σε σχέση με την τιμή απόκτησης από τους μετόχους¹²⁸.

¹²⁵ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 157.

¹²⁶ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 212-213, όπου αναφέρεται στην όμοια πρόβλεψη του προϊσχύσαντος νόμου.

¹²⁷ Βλ. **Παναγιώτου**, ό.π., 391.

¹²⁸ Βλ. **Σινανιώτη – Μαρούδη**, ό.π., 305-306, όπου ως παράδειγμα καταχρηστικότητας αναφέρει την περίπτωση κατά την οποία «...η εταιρία αποφασίζει να εξαγοράσει υποχρεωτικά από μέτοχο μειοψηφίας τις μετοχές του, σε χρονικό σημείο κατά το οποίο η εξαγορά σηματοδοτεί για τον τελευταίο απώλεια των απαιτούμενων (από τα άρθρα 141 επ. ν. 4548/2018) ποσοστών του επί του μετοχικού κεφαλαίου, τα οποία είναι απαραίτητα προς άσκηση συγκεκριμένων δικαιωμάτων της μειοψηφίας.».

στ. Η δήλωση εξαγοράς και οι συνέπειες αυτής

Μετά την αναμόρφωση του νομικού καθεστώτος για τις εξαγοράσιμες μετοχές από τον ν. 4548/2018, η δήλωση εξαγοράς, αναφέρθηκε ήδη, ότι μπορεί να υποβληθεί είτε από την ΑΕ είτε από τον μέτοχο. Η νομιμοποίηση είτε της ΑΕ είτε του μετόχου εξαρτάται από τις σχετικές προβλέψεις του καταστατικού.

Στην περίπτωση που νομιμοποιείται, κατά τα άνω, η ΑΕ και οι καταστατικές προβλέψεις δεν ρυθμίζουν επακριβώς τον χρόνο εξαγοράς, η αποφασιστική αρμοδιότητα για την εξαγορά των μετοχών εναπόκειται στη συνήθη ΓΣ¹²⁹. Ωστόσο, η αρμοδιότητάς της αυτή δεν είναι αποκλειστική. Ως εκ τούτου, η ανωτέρω αρμοδιότητα δύναται να ανατίθεται, εν τέλει, στο ΔΣ¹³⁰. Επιπλέον, κατ' αντιστοιχίαν των όσων ανωτέρω αναφέρθηκαν για την τροπή κοινών μετοχών σε εξαγοράσιμες, ομοίως, στην ως άνω περίπτωση εξαγοράς πρέπει να τηρείται η αρχή της ισότιμης μεταχείρισης και η επιλογή των μετόχων να γίνεται βάσει αντικειμενικών κριτηρίων ή για λόγους εταιρικού συμφέροντος.

Η περίπτωση κατά την οποία η δήλωση εξαγοράς υποβάλλεται από τον μέτοχο ρυθμίζεται αναλυτικότερα στον ν. 4548/2018. Συγκεκριμένα, το άρθρο 39 §4 προβλέπει ότι η δήλωση του μετόχου, η οποία συνιστά απευθυντέα δικαιοπραξία¹³¹, επιφέρει υποχρεωτικά τα έννομα αποτελέσματά της, υπό την προϋπόθεση της πλήρωσης των όρων που απαριθμεί. Ειδικότερα, ορίζει ότι τα υποχρεωτικά αποτελέσματα επέρχονται μόνον, εφόσον, κατά τον χρόνο που η ΑΕ λαμβάνει τη δήλωση εξαγοράς του μετόχου, διαθέτει ποσά που επιτρέπεται να διανεμηθούν δυνάμει των άρθρων 159 και 160 ν. 4548/2018 και τα ποσά αυτά επαρκούν για την ικανοποίηση της ανωτέρω δήλωσης. Περαιτέρω, προβλέπει ότι πρέπει να πληρούνται και τυχόν έτεροι όροι που προβλέπει το καταστατικό. Άλλως, η δήλωση του μετόχου δεν παράγει αποτελέσματα (άρ. 39 §4 in fine ν. 4548/2018).

Ζήτημα τίθεται σχετικά με το βάρος απόδειξης στην ως άνω περίπτωση της δήλωσης εξαγοράς κατόπιν αίτησης του μετόχου. Ειδικότερα, από τη ρύθμιση του άρθρου 39 §4 δεν συνάγεται το ποιος φέρει το βάρος απόδειξης της πλήρωσης των όρων που το

¹²⁹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 549.

¹³⁰ Βλ. **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 177-178, **Μικρουλέα**, ό.π., 855.

¹³¹ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 550.

άρθρο αυτό απαριθμεί. Καταρχάς, ευλόγως θα υποστήριζε κανείς ότι το βάρος απόδειξης φέρει ο μέτοχος, καθώς οφείλει να αποδείξει τους όρους του κανόνα δικαίου που επικαλείται και από τον οποίο απορρέει το δικαίωμά του. Ωστόσο, η τυχόν ανωτέρω παραδοχή θα καθιστούσε, κατ' ουσίαν, το δικαίωμα εξαγοράς με δήλωση του μετόχου ανενεργό. Ο μέτοχος είναι σχεδόν αδύνατο να μπορεί να αποδείξει, ιδίως εν μέσω της εκάστοτε εταιρικής χρήσης, την ύπαρξη των κερδών βάσει των άρθρων 159 και 160 ν. 4548/2018. Ως εκ τούτου, τελολογικά σκοπιμότερη φαίνεται η ερμηνεία βάσει της οποίας το βάρος απόδειξης του αρνητικού γεγονότος της μη πλήρωσης των όρων του άρθρου 39 §4 ν. 4548/2018 φέρει η ΑΕ¹³².

Εφόσον η δήλωση εξαγοράς λάβει χώρα και η διαδικασία εξαγοράς ολοκληρωθεί με την καταβολή του αντιτίμου εξαγοράς, επέρχονται οι έννομες συνέπειές της. Καταρχάς ο κάτοχος των εξαγοράσιμων μετοχών απεκδύεται, κατόπιν της ολοκλήρωσης της διαδικασίας της εξαγοράς, τη μετοχική του ιδιότητα και οι εξαγοραζόμενες μετοχές επιστρέφουν στην ΑΕ. Μάλιστα, ο ν. 4548/2018 προβλέπει ρητά ότι οι προαναφερόμενες μετοχές «...υπόκεινται στο καθεστώς των ιδίων μετοχών κατά τις διατάξεις των άρθρων 49 και 50» (άρ. 39 §5 ν. 4548/2018). Τούτο σημαίνει -όπως ήδη υπογραμμίστηκε ανωτέρω- ότι σε αντίθεση με το προϊσχύσαν καθεστώς, η ολοκλήρωση της διαδικασίας εξαγοράς δεν έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ¹³³. Οι ως άνω ίδιες, πλέον, μετοχές αποτυπώνονται λογιστικά αφαιρετικά στην καθαρή θέση (άρ. 26 §1 ν. 4308/2014)¹³⁴.

3.2. Οι υβριδικές μορφές των ομολογιών

3.2.1. Οι ομολογίες – Γενικά χαρακτηριστικά

α. Το νομοθετικό πλαίσιο

Η ΑΕ προβαίνει στην έκδοση ομολογιών, όταν συνάπτει ομολογιακό δάνειο¹³⁵. Η ρύθμιση των ομολογιών και των ομολογιακών δανείων αποτελούσε αντικείμενο

¹³² Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 550, όπου επιχειρηματολογεί υπέρ της άποψης ότι το βάρος απόδειξης δέον να φέρει η ΑΕ.

¹³³ Βλ. για το προϊσχύσαν καθεστώς, **Τουντόπουλου**, Εξαγοράσιμες Μετοχές, ό.π., 204-205.

¹³⁴ Βλ. **Ρόκα**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του ν. 4548/2018, ό.π., 551, όπου υπογραμμίζει, επίσης, ότι οι περιορισμοί που τίθενται δυνάμει του άρ. 49 §2 περ. α' ν. 4548/2018 για τις ίδιες μετοχές, δεν τίθενται σε εφαρμογή στην περίπτωση των εξαγοράσιμων μετοχών.

¹³⁵ Βλ. **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., 420.

διάσπαρτων διατάξεων στον κ.ν. 2190/1920 (άρ. 3α, 3β, 3γ, 13 §1, 8α §§2,3,4 και 5, 34 §1) και σε ειδικούς νόμους. Η αποσπασματικότητα των διατάξεων και η έλλειψη ρύθμισης βασικών αρχών και λειτουργιών του ομολογιακού δανείου¹³⁶ αποστέρησε σε αυτό την οικονομική σημασία και την ευρεία αξιοποίησή του ως μέσο χρηματοδότησης της ΑΕ¹³⁷. Ωστόσο, το νομικό καθεστώς των ομολογιών ως εκδιδόμενων τίτλων της ΑΕ και των ομολογιακών δανείων ρυθμίστηκε διεξοδικότερα μεν από ν. 3156/2003, ελλιπώς δε σε σχέση με τις εμφανιζόμενες κατηγορίες ομολογιών στη διεθνή συναλλαγματική πρακτική. Με την αναμόρφωση, όμως, του δικαίου των ΑΕ με τον ν. 4548/2018, οι βασικές διατάξεις του ν. 3156/2003, μεταφέρθηκαν στα άρθρα 59 έως 74 ν. 4548/2018 με την παράλληλη συμπερίληψη αναγκαίων προσθηκών και την πραγματοποίηση απαραίτητων βελτιώσεων.

β. Η έννοια του ομολογιακού δανείου και της ομολογίας

Το ομολογιακό δάνειο συνιστά βασική μορφή μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης της ΑΕ¹³⁸. Η έννοιά του δίνεται από τον ίδιο τον νόμο. Όπως προβλέπει το άρθρο 59 §1 εδ. α' ν. 4548/2018, ομολογιακό είναι το δάνειο που εκδίδεται από ΑΕ και διαιρείται σε ομολογίες. Το δανειζόμενο, δηλαδή, ποσό διαιρείται σε ίσα τμήματα, καθένα εκ των οποίων αποτελεί την ονομαστική αξία της ομολογίας στην οποία ενσωματώνεται¹³⁹ και η οποία μπορεί να είναι είτε ονομαστική είτε ανώνυμη¹⁴⁰. Στη συνήθη μορφή τους, οι ομολογίες παρέχουν στους ομολογιούχους δανειστές αξίωση είσπραξης, περιοδικώς, τόκου. Ο τόκος δύναται να συμφωνείται σταθερός (straight bonds) ή κυμαινόμενος (floating rate bonds). Η ομολογία, επομένως, ενσωματώνει μια έντοκη απαίτηση, στην οποία ανταποκρίνεται αντίστοιχο τμήμα του χρέους το

¹³⁶ Ως προς τη διαπίστωση αυτή αρκεί να αναφερθεί ότι μέχρι τη θέση σε ισχύ του ν. 3156/2003, δεν υπήρχε νομοθετική κατοχύρωση του κοινού ομολογιακού δανείου, ήτοι της απλούστερης μορφής ομολογιακού δανείου. Η δυνατότητα έκδοσής του συναγόταν εμμέσως από τον συνδυασμό των άρθρων 34 §1 εδ. ε' και 29 § 3 κ.ν. 2190/1920).

¹³⁷ Βλ. **Σωτηρόπουλου**, εις Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920, όπως ισχύει σήμερα, (άρ. 3α, 3β, 3γ), τόμ. πρώτος (επιμ. Περάκης Ε.), 439.

¹³⁸ Βλ. **Παπαγιάννη**, ό.π., 164.

¹³⁹ Βλ. **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., 420.

¹⁴⁰ Εξάιρεση, ωστόσο, συνιστούν οι ανταλλάξιμες σε ονομαστικούς τίτλους ομολογίες και οι μετατρέψιμες σε μετοχές (βλ. κατωτέρω), οι οποίες εκδίδονται υποχρεωτικά ως ονομαστικές (άρ. 59 §5 ν. 4548/2018).

οποίο ανέλαβε η ΑΕ με την έκδοση του ομολογιακού δανείου¹⁴¹. Καθίσταται, ως εκ τούτου, σαφές ότι οι ομολογιούχοι συνιστούν κατηγορία δανειστών της ΑΕ¹⁴².

Παρά τα ανωτέρω αναφερθέντα, ωστόσο, το στοιχείο της διαίρεσης του ομολογιακού δανείου σε περισσότερα τμήματα, ήτοι τις ομολογίες, δεν είναι απαραίτητο. Ομοίως, και η ύπαρξη πλειόνων ομολογιούχων. Ο ν. 4548/2018 επιλύει κάθε εγειρόμενη, στο παρελθόν, διχογνωμία σχετικά με το ζήτημα της δυνατότητας ύπαρξης ενός ομολογιούχου δανειστή ή μίας ομολογίας¹⁴³.

Συγκεκριμένα, ο νόμος προβλέπει, πλέον ρητά, ότι η ανάληψη του ομολογιακού δανείου από ένα πρόσωπο ή η συγκέντρωση όλων των ομολογιών σε έναν ομολογιούχο δεν αίρουν τον χαρακτήρα του δανείου ως ομολογιακού (άρ. 59 §1 εδ. β' ν. 4548/2018). Παρά τις αμφισβητήσεις που είχαν διατυπωθεί για το ζήτημα αυτό, ήδη και προ της αναμόρφωση του δικαίου της ΑΕ, είχε επικρατήσει τόσο στη θεωρία όσο και τη νομολογία η άποψη υπέρ του επιτρεπτού της ανάληψης ενός ομολογιακού δανείου από έναν και μόνο ομολογιούχο δανειστή¹⁴⁴.

Ωστόσο, εντονότερες αμφιγνωμίες υπήρξαν σχετικά με τη συμβατότητα ή μη της έκδοσης μιας ομολογίας με την έννοια του ομολογιακού δανείου. Όσοι τάσσονταν υπέρ της άποψης ότι η έκδοση περισσότερων ομολογιών συνιστά εννοιολογικό στοιχείο του ομολογιακού δανείου, το οποίο δεν δύναται να παρακαμφθεί, επικαλούνταν το γράμμα του νόμου («ομολογιακό είναι το δάνειο που... διαιρείται σε ομολογίες» -άρ. 1§1 3156/2003)¹⁴⁵. Η νομολογία, ωστόσο, διατύπωσε αντίθετη

¹⁴¹ Βλ. **Βερβεσού**, ό.π., (άρ. 3α, 3β, 3γ), 165.

¹⁴² Βλ. **Παπαγιάννη**, ό.π. 165.

¹⁴³ Βλ. υπ' αριθμ. 514/2006 ΓΝΜΔ ΝΣΚ, σύμφωνα με την οποία «...η περιέλευση όλων των ομολογιών, που θα εκδοθούν από Α.Ε. στην Ελλάδα, σε έναν ομολογιούχο δανειστή ή η έκδοση μιας ομολογίας για όλο το ομολογιακό δάνειο και η περιέλευσή της σε έναν ομολογιούχο δανειστή, έρχονται σε αντίθεση με τη νομική φύση του ομολογιακού δανείου, όπως η τελευταία προσδιορίζεται με τις διατάξεις του Ν 3156/2003...», ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ. Ομοίως, και με την πρόσφατη υπ' αριθμ. 43/2018 ΓΝΜΔ ΝΣΚ, η οποία δημοσιεύτηκε με την υπ' αριθμ. 1131/2018 ΠΟΛ, το ΝΣΚ «...έκανε δεκτό κατά πλειοψηφία ότι δεν συνάδει με την έννοια του ομολογιακού δανείου του αρ. 1 του ν. 3156/2003 η έκδοση μίας ομολογίας για όλο το ομολογιακό δάνειο και επομένως, στην περίπτωση αυτή δεν έχουν εφαρμογή οι απαλλακτικές διατάξεις του άρθ. 14 του νόμου αυτού...».

¹⁴⁴ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 873 και την εκεί επικαλούμενη νομολογία, 150/2009 ΠολΠρωτΚιλικής ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

¹⁴⁵ Βλ. **Κουλουριανού**, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2012, 27.

άποψη¹⁴⁶, την οποία υιοθέτησε και ο ν. 4548/2018, ο οποίος επέλυσε τις αναφερόμενες έως τη θέση του σε ισχύ έριδες, προβλέποντας ρητά ότι η ενσωμάτωση του δανείου σε μια ομολογία δεν αίρει τον χαρακτήρα του δανείου ως ομολογιακού (άρ. 59 §1 εδ. β' ν. 4548/2018).

γ. Η αξιολογική φύση της ομολογίας

Η (ενσώματη) ομολογία συνιστά αξιόγραφο (για την ακρίβεια χρεόγραφο) και όχι απλώς βεβαιωτικό ή αποδεικτικό έγγραφο της απαίτησης του ομολογιούχου δανειστή¹⁴⁷. Με την καταβολή του τιμήματος του δανείου που αναλογεί στο τμήμα των ληφθεισομένων ομολογιών και την ανάληψη αυτών, ο ομολογιούχος δανειστής καθίσταται κομιστής τους. Ως εκ τούτου, κατόπιν της συμπλήρωσης του χρόνου λήξης εκάστης ομολογίας και «άμα τη εμφανίσει» της στην εκδότρια εταιρεία, η τελευταία υποχρεούται να επιστρέψει στον κομιστή το αναφερόμενο στον τίτλο ποσό¹⁴⁸.

Ωστόσο, η αξιολογική ενσωμάτωση δεν είναι πάντοτε απαραίτητη. Ενδέχεται, μάλιστα, να είναι και αδύνατη. Συγκεκριμένα, στις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι ομολογίες δεν είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά ονομαστικών ομολογιών, δύναται να προβλέπεται στους όρους του ομολογιακού δανείου, η αποϋλοποίηση ή ακινητοποίησή τους, οπότε οι ομολογίες εκδίδονται και τηρούνται σε λογιστική μορφή (άρ. 59 §§5 εδ. α' και 6)¹⁴⁹. Πολλώ δε μάλλον, οι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά ομολογίες πρέπει υποχρεωτικώς να είναι άυλες (άρ. 39 ν. 2396/1996 και άρ. 58 §2 ν. 2533/1997, όπως αντικαταστάθηκε από το άρ. 16 ν. 2954/2001)¹⁵⁰.

δ. Η έκδοση και οι όροι του ομολογιακού δανείου

Αρμόδιο όργανο της ΑΕ για την έκδοση του ομολογιακού δανείου και τη διαμόρφωση των όρων του καθίσταται εκ του νόμου το ΔΣ¹⁵¹ (άρ. 59 §2 εδ. β' ν. 4548/2018).

¹⁴⁶ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π. 873 και την εκεί επικαλούμενη νομολογία, 2778/2014 ΕφΘεσσ. και 2779/2014 ΕφΘεσσ. ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ, 11802/2008 ΧρηΔικ 2009, 435.

¹⁴⁷ Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π., 40.

¹⁴⁸ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο εμπορικών εταιρειών, 2020, 290 επ.

¹⁴⁹ Βλ. **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., 420.

¹⁵⁰ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π. 868.

¹⁵¹ Επιπλέον, είναι δυνατή η περαιτέρω ανάθεση της αρμοδιότητας προς καθορισμό των όρων του ομολογιακού δανείου σε μέλος ή μέλη του ΔΣ, πλην του καθορισμού του ύψους και του είδους του δανείου (άρ. 59 §2 εδ. β').

Δεδομένου άλλωστε ότι η έκδοση ομολογιακού δανείου συνιστά δανεισμό της ΑΕ, αποτελεί πράξη διαχείρισης, εντασσόμενη, ούτως ή άλλως, στη διαχειριστική εξουσία του ΔΣ, βάσει του άρθρου 86 §1 ν. 4548/2018¹⁵². Ωστόσο, μέσω καταστατικής πρόβλεψης, παρέχεται η δυνατότητα απονομής της ανωτέρω αρμοδιότητας στη ΓΣ¹⁵³.

Η εκδότρια ΑΕ, μέσω του αρμοδίου, κάθε φορά, οργάνου της, προβαίνει σε ελεύθερη διαμόρφωση των όρων του ομολογιακού δανείου. Οι όροι αυτοί, ακόμη και όταν πρόκειται για έγχαρτες ομολογίες δεν αποτυπώνονται επί του σώματος των τελευταίων, καθώς δεν ισχύει γι' αυτές η γραμματικότητα ή η γραμματοπάγεια, ήτοι ο αποκλειστικός προσδιορισμός του δικαιώματος στο έγγραφο¹⁵⁴. Οι όροι του ομολογιακού δανείου συγκροτούν, αντιθέτως, το ομολογιακό πρόγραμμα. Το ομολογιακό πρόγραμμα, στο οποίο και αναφέρονται οι ομολογίες, επιβάλλεται να καθίσταται εκ των προτέρων γνωστό στους ομολογιούχους, προκειμένου να προβούν σε δήλωση βούλησης σχετικά με τη σύναψη του ομολογιακού δανείου¹⁵⁵.

Ως προς τους όρους του ομολογιακού δανείου, η §5 του άρθρου 60 ν. 4548/2018 δημιουργεί ένα ευρύ περιθώριο διαμόρφωσης αυτών, καθώς προβαίνει σε ενδεικτικής απαρίθμηση όρων, δυνάμενων να συμφωνηθούν. Πρόκειται για όρους οι οποίοι αποκλίνουν από τη φύση του ομολογιακού δανείου ως χρέους, εισάγοντας υβριδικά στοιχεία που παραπέμπουν στη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Επιπλέον, το άρθρο 60 ν. 4548/2018, στις παραγράφους 7 και 8, προβλέπει τη δυνατότητα εκ των υστέρων τροποποίησης του ομολογιακού δανείου, ακόμη και με

¹⁵² Βλ. **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π., 423. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 876.

¹⁵³ Ωστόσο, ως προς τις μετατρέψιμες και τις κερδοφόρες ομολογίες (οι οποίες κατωτέρω αναλύονται), η αρμοδιότητα έκδοσης και απόφασης υπέρ αυτών απονέμεται εκ του νόμου στη ΓΣ (άρ. 71 και 72 ν. 4548/2018).

¹⁵⁴ Βλ. **Κιάντου-Παμπούκη**, Δίκαιο αξιολογίων, 2013, 14.

¹⁵⁵ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 882. Βλ. επίσης, **Σαϊτάκη**, Σύμβαση ομολογιακού δανείου και ρήτρες ανάληψης παρεπόμενων υποχρεώσεων (covenants), 2021, όπου μελετά διεξοδικά τη δυνατότητα συνομολόγησης όρων που περιορίζουν την επιχειρηματική ευχέρεια της εκδότριας εταιρείας, λειτουργώντας ως μηχανισμός ελέγχου και (αυτό)περιορισμού της δράσης της, εφόσον ο επενδυτής που επιθυμεί να καλύψει εν όλω ή εν μέρει ένα ομολογιακό δάνειο και να χρηματοδοτήσει μια επιχείρηση, γνωρίζοντας ότι τα συμφέροντά του αποκλίνουν από εκείνα των μετόχων -αντί άλλων ανταλλαγμάτων (όπως ιδίως η απαίτηση αυξημένου επιτοκίου, που μπορεί να αποβεί επιζήμια για αμφότερα τα μέρη)- ζητήσει την συμπερίληψη τέτοιων όρων στη σύμβαση ομολογιακού δανείου. Οι διασφαλιστικοί για τον επενδυτή ως άνω όροι καλούνται -σύμφωνα με τον όρο που έχει επικρατήσει στις συναλλαγές- "covenants".

όρους δυσμενέστερους για τους ομολογιούχους. Ως προϋποθέσεις απαιτεί, ωστόσο, αφενός τη λήψη προς τούτο απόφασης της συνέλευσης των ομολογιούχων με πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) της ονομαστικής αξίας των ομολογιών αφετέρου τη συναίνεση της εκδότριας. Και στη περίπτωση αυτή, προβαίνει σε ενδεικτική απαρίθμηση τροποποιούμενων όρων, ορισμένοι από τους οποίους, ομοίως, αποκλίνουν από το ομολογιακό δάνειο ως χρέος. Μέσω της συμφωνίας τέτοιου είδους όρων -οι οποίοι αμέσως κατωτέρω αναλύονται- εισάγονται στο δίκαιο των ΑΕ ομολογίες που ανήκουν στις μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης και συναντώνται συχνά στη διεθνή συναλλακτική πρακτική¹⁵⁶.

3.2.2. Η δυνατότητα «νόθευσης» του ομολογιακού δανείου ως χρέους

Το ομολογιακό δάνειο στην κοινή του μορφή κατατάσσεται, ως τρόπος δανεισμού, στη χρηματοδότηση μέσω ανάληψης χρέους. Ωστόσο, η παρείσφρηση υβριδικών μορφών ομολογιών στο δίκαιο των ΑΕ, οι οποίες προσεγγίζουν χαρακτηριστικά του κεφαλαίου, είχε συντελεστεί, ήδη, προ της αναμόρφωση που επέφερε ο ν. 4548/2018. Ο κ.ν. 2190/1920 προέβλεπε τρεις κατηγορίες ομολογιών, ανήκουσες στην ενδιάμεση χρηματοδότηση. Πρόκειται για τις ανταλλάξιμες, τις μετατρέψιμες και τις κερδοφόρες ομολογίες.

Η νόθευση του ομολογιακού δανείου, εν προκειμένω, δεν εξετάζεται υπό το πρίσμα των τριών προαναφερόμενων ειδών ομολογιών, για τις οποίες λόγος θα γίνει κατωτέρω (υπό II.3.2.3.). Στην υπό κρίση περίπτωση, τα υβριδικά στοιχεία παρείσφρουν, όπως ανωτέρω ελέχθη, μέσω ορισμένων εκ των όρων, είτε αρχικών είτε επιγενόμενων, οι οποίοι δύναται να περιλαμβάνονται στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου¹⁵⁷.

¹⁵⁶ Βλ. **Μεταλληνού**, Ομόλογα και ομολογίες, Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου, 2018-2019, 28ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2019, 203 επ.

¹⁵⁷ Βλ. **Ψυχομάνη**, Δίκαιο εμπορικών εταιρειών, 2020, 292, ο οποίος υποστηρίζει ότι οι όροι των στ. α'-δ' του άρθρου 60 §2 ν. 4548/2018 «...αναιρούν την ίδια την έννοια και τη λειτουργία του ομολογιακού δανείου ως δανείου...Συνιστούν, εξάλλου, εισαγωγή και προσπάθεια νομιμοποίησης στη χώρα μας μεθόδων εξαπάτησης των επενδυτών, που έχουν χρησιμοποιηθεί στο παρελθόν και στηλιτευθεί από τη νομική βιβλιογραφία και τη νομολογία των δικαστηρίων, ή έχουν, τουλάχιστον, αντιμετωπισθεί αλλού με περίσκεψη, με περιορισμούς και απαγορεύσεις, όπως, ιδίως, ότι τα «ομολογιακά δάνεια», με τέτοιους όρους, δεν μπορούν να απευθύνονται σε κοινούς επενδυτές, αλλά σε οργανωμένες και έμπειρες επενδυτικές επιχειρήσεις.»

α. Τα perpetual bonds

Ο ν. 4548/2018 ήρε τις αντιρρήσεις σχετικά με τη δυνατότητα έκδοσης «αιώνιων ομολογιών» (perpetual bonds¹⁵⁸) από τις ΑΕ, ήτοι ομολογιών με αόριστη διάρκεια¹⁵⁹. Η έλλειψη ειδικής ρύθμισης στο δίκαιο των ΑΕ αναφορικά με τις αιώνιες ομολογίες είχε εγείρει διχογνωμίες σχετικά με τη νομιμότητα ή μη της έκδοσής τους. Τα επιχειρήματα που τίθεντο κατά της δυνατότητας αυτής θεμελιώνονταν τόσο σε επίπεδο εταιρικού όσο και σε επίπεδο αστικού δικαίου. Υπό το πρίσμα του εταιρικού δικαίου εξεταζόταν το κατά πόσο, επί τη βάσει της συμβατικής ελευθερίας, ήταν δυνατόν να διαμορφωθούν πηγές χρηματοδότησης οι οποίες δεν προβλέπονταν ρητά από τις διατάξεις του εταιρικού δικαίου. Υπό το πρίσμα του αστικού δικαίου, εγειρόταν το ζήτημα, αν και κατά πόσο η αξίωση επιστροφής του κεφαλαίου από τον ομολογιούχο δανειστή συνιστούσε ουσιώδες στοιχείο της δανειακής σύμβασης κατά το άρθρο 806 ΑΚ, δεδομένου του δανειακού χαρακτήρα του ομολογιακού δανείου¹⁶⁰. Στο πλαίσιο αυτό, ανέκυπταν, επίσης, αμφισβητήσεις σχετικά με τη δυνατότητα ή μη συμβατικού αποκλεισμού του δικαιώματος τακτικής καταγγελίας μιας διαρκούς ενοχικής σχέσης, ήτοι του ομολογιακού δανείου, για ένα εκ των δύο συμβαλλόμενων μερών, εν προκειμένω, του ομολογιούχου δανειστή¹⁶¹.

Παρά τα ανωτέρω λεχθέντα, κατά ρητή, πλέον πρόβλεψη του ν. 4548/2018, η ΑΕ δύναται να προβαίνει στη σύναψη ομολογιακού δανείου το οποίο δεν έχει ρητή λήξη, έχουσα το δικαίωμα να το εξοφλεί κατά τον χρόνο της επιλογής της, καταβάλλοντας στο μεταξύ τον συμφωνημένο τόκο (άρ. 60 §2 περ. β'). Μάλιστα, εφόσον το επιθυμεί,

¹⁵⁸ Βλ. Αιτιολογική Έκθεση του ν. 4548/2018, επί του άρθρου 60 §2 στ. β', όπου χρησιμοποιείται ο όρος «perpetual bonds». Οι ομολογίες αυτές συναντώνται επίσης υπό τους εξής όρους: μη αποσβέσιμες ομολογίες, ομολογίες ατελεύτητης διάρκειας, διηνεκείς ομολογίες.

¹⁵⁹ Βλ. **Βέλλα**, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης (Subordinated Loan), ΕφΑΔ 2018, 701 επ., ο οποίος προσδιορίζει την αιώνια ομολογία ως μορφή δανείου απολύτως μειωμένης εξασφάλισης.

¹⁶⁰ Βλ. **Μεταλληνού**, Ομόλογα και ομολογίες, Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου, 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2019, 204.

¹⁶¹ Για τις υποστηριζόμενες απόψεις βλ. **Τουντόπουλου**, Ζητήματα από την έκδοση και κατάρτιση συναλλαγών επί αιώνιων ομολογιών (perpetual bonds) στο ελληνικό δίκαιο, ΕπισκεΔ, 2/2009, 296 επ., ο οποίος θεωρούσε δυνατή την έκδοση αιώνιων ομολογιών και με το προϊσχύσαν δίκαιο. Αντίθετα, βλ. **Ψυχομάνη**, Η διάθεση των "perpetual bonds" από τις ελληνικές τράπεζες, ΔΕΕ 2010, 863 επ., για τις σχετικές αντιρρήσεις ως προς τη νομιμότητα και συμβατότητα με το ελληνικό δίκαιο των αιώνιων ομολογιών.

μπορεί να μην προκαλέσει ουδέποτε τη λήξη του. Η ΑΕ, εν ολίγοις, μπορεί να εκδίδει ομολογίες με αόριστη διάρκεια.

Η αόριστη αυτή διάρκεια αφενός αποτελεί το διακριτικό γνώρισμα των αιώνιων ομολογιών αφετέρου αποδίδει σε αυτές την υβριδική τους μορφή¹⁶². Μέσω της σύναψης ομολογιακού δανείου με έκδοση αιώνιων ομολογιών, η ΑΕ λαμβάνει ως χρηματοδότηση κεφάλαιο, το οποίο τίθεται στη διάθεσή της για αόριστο χρονικό διάστημα, καθόσον ο ομολογιούχος δανειστής δεν δύναται να αξιώσει την επιστροφή του. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι αιώνιες ομολογίες να μοιάζουν με χρηματοδότηση μέσω ίδιων κεφαλαίων και υπό προϋποθέσεις να αντιμετωπίζονται λογιστικά ως τέτοιες¹⁶³, δεδομένου ότι η μακρόχρονη περιουσιακή διάθεση προς όφελος της εταιρείας δηλώνει κεφάλαιο¹⁶⁴. Επιπλέον, η έλλειψη αξίωσης επιστροφής των καταβληθέντων από τους ομολογιούχους παραπέμπει στη μη επιστροφή των εισφορών από τους μετόχους¹⁶⁵. Ωστόσο, οι ομολογιούχοι δανειστές σε καμία περίπτωση δεν θεωρούνται μέτοχοι της εταιρείας και σαφώς, οι απαιτήσεις τους κατατάσσονται υψηλότερα από αυτές των μετόχων¹⁶⁶.

Βέβαια, μολοντί η τακτική καταγγελία φαίνεται να αντίκειται στην έννοια των αιώνιων ομολογιών, το δικαίωμα της έκτακτης καταγγελίας δεν δύναται να αποκλειστεί, ως δυνατότητα στο πλαίσιο μιας σύμβασης αόριστης διάρκειας¹⁶⁷. Υπενθυμίζεται, ωστόσο, ότι για την άσκηση του δικαιώματος έκτακτης καταγγελίας απαιτείται σπουδαίος λόγος. Πρόκειται για λόγους που καθιστούν αφόρητη τη συνέχιση της σύμβασης. Ιδίως στην περίπτωση των αιώνιων ομολογιών, ως σπουδαίοι νοούνται οι λόγοι, οι οποίοι υπερβαίνουν τον συνήθη επενδυτικό κίνδυνο¹⁶⁸. Τέτοιου είδους λόγους δύναται να προβλέπει, ρητώς, το πρόγραμμα των ομολογιών.

¹⁶² Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 890.

¹⁶³ Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π., 68.

¹⁶⁴ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 251.

¹⁶⁵ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π. 891.

¹⁶⁶ Βλ. **Τουντόπουλου**, Ζητήματα από την έκδοση και κατάρτιση συναλλαγών επί αιώνιων ομολογιών (perpetual bonds) στο ελληνικό δίκαιο, ΕπισκεΔ, 2/2009, 299.

¹⁶⁷ Βλ. **Ψυχομάνη**, Η διάθεση των “perpetual bonds” από τις ελληνικές τράπεζες, ΔΕΕ 2010, 864 επ.

¹⁶⁸ Ειδικότερα για περιπτώσεις που εμπίπτουν στην έννοια του σπουδαίου λόγου, βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 891.

Η χρηματοδότηση μέσω αιώνιων ομολογιών συγκεντρώνει, ως ενδιάμεση μορφή χρηματοδότησης, πλεονεκτήματα για την εκδότη, τα οποία ανήκουν, σαφώς, στη χρηματοδότηση με ξένα μέσα, αλλά επιπρόσθετα και πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης μέσω ίδιων μέσων¹⁶⁹. Συγκεκριμένα, παραπέμπουσα στα ίδια κεφάλαια, η χρηματοδότηση του προαναφερόμενου μικτού τύπου έχει ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση των (εποπτικών) ίδιων κεφαλαίων της ΑΕ και τη βελτίωση της εικόνας του ισολογισμού της. Παράλληλα, και δεδομένης της αδιαμφισβήτητης φύσης της ως χρέος, δεν μεταβάλλει το status quo της επιχείρησης, ενώ οι καταβαλλόμενοι, βάσει αυτής, τόκοι αντιμετωπίζονται φορολογικά ως εκπεστέα δαπάνη¹⁷⁰.

Όμως, η υβριδική αυτή μορφή χρηματοδότησης, παρά και λόγω του επενδυτικού της κινδύνου, δύναται να αποφέρει σημαντικά οικονομικά οφέλη και στους επενδυτές. Οφέλη που προκύπτουν, σαφώς, μέσω των υψηλών αποδόσεων που οι ανωτέρω ομολογίες επιφυλάσσουν. Ειδικότερα, οι τόκοι που εισπράττει ο ομολογιούχος δανειστής ως αντιστάθμισμα της μακρόχρονης (αιώνιας) διάθεσης του κεφαλαίου του, συνήθως, υπερβαίνουν σημαντικά τους τόκους που δίδονται σε κοινές ομολογίες. Η αιτία της πρακτικής αυτής είναι, σαφώς, η μη επιστροφή του κεφαλαίου. Επιπλέον, αποτελεί μια εναλλακτική μέθοδο επένδυσης κεφαλαίων (όπως άλλωστε κάθε μορφή ενδιάμεσης χρηματοδότησης) η οποία συμβάλλει στη διαφοροποίηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου (diversification) και παράλληλα, με τον τρόπο αυτό συντελείται η μείωση του συνολικά αναλαμβανόμενου επενδυτικού κινδύνου¹⁷¹.

β. Τα catastrophe bonds

Στην ενδεικτική απαρίθμηση των όρων, οι οποίοι δύνανται να περιλαμβάνονται στο ομολογιακό δάνειο εμπίπτει, επίσης, η δυνατότητα να τελεί υπό αίρεση η υποχρέωση καταβολής τόκου ή επιστροφής του κεφαλαίου στους ομολογιούχους δανειστές (60 §2 στ. γ'). Μέσω της ρύθμισης αυτής, εισάγονται στον ν. 4548/2018 οι ομολογίες

¹⁶⁹ Βλ. Ross S., Westerfield R, Jaffe J., Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων, 2017, 451-452.

¹⁷⁰ Βλ. Τουντόπουλου, Ζητήματα από την έκδοση και κατάρτιση συναλλαγών επί αιώνιων ομολογιών (perpetual bonds) στο ελληνικό δίκαιο, ΕπισκεΔ, 2/2009, 300.

¹⁷¹ Βλ. Τουντόπουλου, Ζητήματα από την έκδοση και κατάρτιση συναλλαγών επί αιώνιων ομολογιών (perpetual bonds) στο ελληνικό δίκαιο, ΕπισκεΔ, 2/2009, 301.

καταστροφής (catastrophe bonds). Όπως προβλέπεται και στην Αιτιολογική Έκθεση του ν. 4548/2018, πρόκειται για θεσμό ομολογιακών δανείων που συναντάται στη διεθνή πρακτική και έχει ως περιεχόμενο τη μη καταβολή τόκου ή κεφαλαίου, στις περιπτώσεις που επέρχεται ένας κίνδυνος. Ως κίνδυνος νοείται, συνήθως, μια φυσική καταστροφή, που δεν καλύπτεται από την ασφαλιστική αγορά.

Η δυνατότητα αυτή μπορεί να υποστηριχθεί ότι υπήρχε, ήδη, κατά το παρελθόν στο πλαίσιο της ελευθερίας των συμβάσεων. Ωστόσο, η ρητή πρόβλεψή προσδίδει ασφάλεια δικαίου, καθώς η νομιμότητα της έκδοσής τους δεν τίθεται εν αμφιβόλω. Και οι ομολογίες καταστροφής παρουσιάζουν υβριδική φύση και παράλληλα, μεγάλη χρησιμότητα. Μέσω αυτών, η εκδότρια επιτυγχάνει τη διασπορά του κινδύνου σε πλήθος ομολογιούχων, ενώ παράλληλα, οι τελευταίοι αναλαμβάνουν τον κίνδυνο αυτό, λαμβάνοντας ως αντιστάθμισμα υψηλότερη απόδοση¹⁷².

γ. Οι ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης

Οι ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης ή υποδεέστερες ομολογίες¹⁷³ (subordinated bonds) εμπίπτουν, ομοίως, στην ενδιάμεση χρηματοδότησης και προβλέπονται ρητά στον ν. 4548/2018 (άρ. 60 §2 στ. δ')¹⁷⁴. Συγκεκριμένα, πρόκειται για εκείνες τις ομολογίες βάσει των οποίων συμφωνείται ότι, σε περίπτωση εκκαθάρισης ή πτώχευσης της εκδότριας, οι ομολογιούχοι δανειστές θα ικανοποιούνται ύστερα από τους υπόλοιπους πιστωτές της εκδότριας ή ύστερα από ορισμένη κατηγορία πιστωτών. Η δυνατότητα αυτή συναντώταν και στο προϊσχύσαν δίκαιο (άρ. 6 ν. 3156/2006), ωστόσο για λόγους πληρότητας συμπεριλήφθηκε και στον νόμο για τις ΑΕ¹⁷⁵.

Ο ανωτέρω αναφερόμενος όρος περί μειωμένης εξασφάλισης των ομολογιούχων αποδίδει στις ομολογίες αυτές την υβριδική τους μορφή. Όπως ήδη ελέχθη, οι ομολογιούχοι συνιστούν δανειστές της εταιρείας. Ωστόσο, μέσω της ανάληψης

¹⁷² Βλ. **Μεταλληνού**, Ομόλογα και ομολογίες, ό.π., 204.

¹⁷³ Βλ. **Βερβεσού**, ό.π. 166.

¹⁷⁴ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 273, όπου ως προς την υβριδική μορφή των ομολογιών μειωμένης εξασφάλισης, αναφέρει ότι οι ομολογίες αυτές «...προσομοιάζουν ως προς την οικονομική τους λειτουργία με τα δάνεια μειωμένης διασφάλισης», τα οποία ως ανωτέρω αναφέρθηκε, αποτελούν ενδιάμεση μορφή χρηματοδότησης εκτός του δικαίου του ΑΕ.

¹⁷⁵ Βλ. **Μεταλληνού**, Ομόλογα και ομολογίες, ό.π., 204.

ομολογιών μειωμένης εξασφάλισης υπάγονται σε δυσμενέστερο καθεστώς ικανοποίησης σε περιπτώσεις εκκαθάρισης ή πτώχευσης σε σχέση με τους λοιπούς εταιρικούς δανειστές, με αποτέλεσμα οι ανωτέρω ομολογίες να προσεγγίζουν τα ίδια κεφάλαια¹⁷⁶. Η ΑΕ εκδίδοντας ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης ανευρίσκει τον τρόπο να αυξήσει το ενεργητικό της και να εξασφαλίσει τους προνομιούχους και κοινούς πιστωτές της¹⁷⁷. Παράλληλα, ως αντιστάθμισμα για τον δανειστή λογίζεται η υψηλή τους απόδοση. Λόγω των προαναφερομένων, οι ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης αποκαλούνται και οιονεί ίδια κεφάλαια (quasi-capital social ή quasi-fonds propres) ή αναπληρωματικά κεφάλαια¹⁷⁸.

Αναφορικά με το ζήτημα της υπό κρίση κατηγορίας ομολογιών, τέλος, δέον να υπογραμμισθεί η καταλληλότητα του όρου «ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης» έναντι του όρου «ομολογίες τελευταίας σειράς» (junior bonds). Η σημασία της ανωτέρω επισήμανσης απορρέει από το γεγονός ότι δύναται να συμφωνηθούν ενδιάμεσες κατηγορίες τέτοιου είδους μετοχών¹⁷⁹. Η δυνατότητα αυτή, συνάγεται από το ίδιο το γράμμα του νόμου, όπου γίνεται λόγος για ομολογίες που έπονται όλων των πιστωτών ή ορισμένη κατηγορία αυτών. Συνεπώς, ενδέχεται να εκδοθούν ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης, οι οποίες όμως δεν έχουν ως αποτέλεσμα την ικανοποίηση των ομολογιούχων δανειστών ως τελευταίων τη τάξει πιστωτών. Ως εκ τούτου, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι οι ομολογίες τελευταίας τάξης αποτελούν έννοια είδους σε σχέση με τις ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης.

δ. Περιπτώσεις τροποποίησης του προγράμματος με όρους ενδιάμεσης χρηματοδότησης

δ.ι. Το debt-equity swap

Οι ομολογιούχοι δανειστές, εφόσον πληρούν την προϋπόθεση της λήψης απόφασης της συνέλευσης¹⁸⁰ αυτών με πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) των ομολογιών, μπορούν να αποφασίσουν την κεφαλαιοποίηση του χρέους που αντιστοιχεί στο

¹⁷⁶ Βλ. Κουλουριανού, ό.π., 67.

¹⁷⁷ Βλ. Ψαρουδάκη, ό.π., 892.

¹⁷⁸ Βλ. Κουλουριανού, ό.π., 67.

¹⁷⁹ Βλ. Ψαρουδάκη, ό.π. 892.

¹⁸⁰ Βλ. Τουντόπουλου, Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003, ΕπισκεΔ 2003, 976 επ.

ομολογιακό τους δάνειο. Με την πρόσθετη προϋπόθεση, βέβαια, της συναίνεσης της εκδότριας (άρ. 60 §8 στ. δ' ν. 4548/2018). Ως αποτέλεσμα της κεφαλαιοποίησης επέρχεται ο συμψηφισμός των απαιτήσεων των ομολογιούχων δανειστών έναντι της εκδότριας με την απαίτηση της τελευταίας για καταβολή εκ μέρους των ομολογιούχων εισφορών. Οι εκατέρωθεν αξιώσεις αποσβήνονται και οι ομολογιούχοι δανειστές αποκτούν μετοχές της ΑΕ, εφόσον αποκτούν τίτλους της ίδιας. Ως εκ τούτου, από πιστωτές της εκδότριας καθίστανται ιδιοκτήτες αυτής.

Βέβαια, η ανωτέρω μορφή κεφαλαιοποίησης απαιτεί τη συντέλεση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας. Οι δύο αυτές πράξεις δύνανται να συνδεθούν. Η αύξηση του κεφαλαίου, δηλαδή, λαμβάνει χώρα με την κεφαλαιοποίηση του χρέους, ενώ η απόφαση των ομολογιούχων, εφόσον, κατά λογική ακολουθία, προηγείται χρονικώς, τελεί υπό την αίρεση της λήψης απόφασης περί αύξησης μετοχικού κεφαλαίου από τα αρμόδια όργανα της ΑΕ.¹⁸¹ Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ωστόσο, δεν συντελείται όταν η κεφαλαιοποίηση συνοδεύεται από ανταλλαγή τίτλων της ίδιας της εκδότριας. Στην περίπτωση αυτή, εφόσον πρόκειται για τίτλους της ίδιας της εκδότριας και μάλιστα για μετοχές, τότε εντοπίζεται η παρείσφρηση υβριδικών στοιχείων. Η εταιρεία, για να μπορέσει να προβεί στην ανταλλαγή αυτή πρέπει να έχει ίδιες μετοχές.

Ως προς τη άνω περιγραφείσα δυνατότητα κεφαλαιοποίησης που εισήγαγε ο ν. 4548/2018 ανακύπτουν, όμως, ορισμένοι προβληματισμοί. Συγκεκριμένα, εφόσον ο νόμος προϋποθέτει πλειοψηφική απόφαση και όχι ομοφωνία, ως αποτέλεσμα ενδέχεται να επέρχεται η εξαναγκασμένη συμμετοχή της μειοψηφίας σε ένα νομικό πρόσωπο κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Ως εκ τούτου, εξετάζεται η πιθανότητα προσβολής της αρνητικής ελευθερίας του κερδοσκοπικώς συνεταιρίζεσθαι ως στοιχείο της οικονομικής ελευθερίας (άρ. 5 §1 Σ). Ωστόσο, υποστηρίζεται ότι, εν προκειμένω δεν τίθενται ζητήματα παραβίασης ανώτερης τυπικής ισχύος διάταξης. Για τη θεμελίωση της απόφασης αυτής προβάλλεται ένας συνδυασμός επιχειρημάτων. Καταρχάς, η απόφαση κεφαλαιοποίησης υποστηρίζεται ότι πρέπει να συνδέεται με σκοπό εξυγιαντικό, ώστε να λαμβάνεται προς όφελος των

¹⁸¹ Βλ. Ψαρουδάκη, ό.π. 899.

ομολογιούχων. Μάλιστα, τούτο λέγεται παρά το γεγονός ότι ο νόμος δεν απαιτεί, εν προκειμένω, την κεφαλαιοποίηση στο πλαίσιο εξυγιαντικών διαδικασιών. Στο πλαίσιο του επιχειρήματος αυτού, υποστηρίζεται, ακόμα, ότι η απόφαση περί κεφαλαιοποίησης πρέπει να υπόκειται σε έλεγχο καταχρηστικότητας όσον αφορά την σύνδεσή της με λόγο εξυγιαντικό¹⁸². Επιπλέον, λαμβάνεται υπόψη η έλλειψη προσωπικής ευθύνης των μετόχων μιας ΑΕ και τέλος, η μικρή συμμετοχή του μειοψηφήσαντος στο κεφάλαιο της ΑΕ, καθώς απαιτείται πλειοψηφία ομολογιών και όχι ομολογιούχων¹⁸³.

Παρά τον εύλογο διάλογο περί συνταγματικότητας που ανοίγεται, η διάταξη δεν απαιτεί σύνδεση με εξυγιαντικό σκοπό. Σε κάθε περίπτωση, βάσει των ανωτέρω, εισάγεται ένα επιπλέον υβριδικό στοιχείο στο ομολογιακό δάνειο, η αξιοποίηση του οποίου ενδέχεται να λειτουργήσει ευεργετικά τόσο για την εκδότρια όσο και για τους ομολογιούχους δανειστές. Αφενός μέσω της απόσβεσης του χρέους, η εταιρεία βελτιώνει τον δείκτη δανειακής της επιβάρυνσης¹⁸⁴. Αφετέρου, η συνομολόγηση του όρου αυτού για τους ομολογιούχους δανειστές φαίνεται ευνοϊκότερος σε σχέση με άλλους όρους που δύνανται να συμφωνήσουν στο πλαίσιο του άρθρου 60 §5 ν. 4548/2018 (λ.χ. περιορισμός επιτοκίου ή περιορισμός ύψους κεφαλαίου).

δ.ii. Κεφαλαιοποίηση χρέους και μετατρέψιμες ομολογίες

Ειδικότερη μνεία καθίσταται αναγκαίο να γίνει για την κεφαλαιοποίηση χρέους και την απόκτηση, συγκεκριμένα, μετατρέψιμων ομολογιών. Η περίπτωση του debt-equity swap, όπως εκτέθηκε ανωτέρω, δεν πρέπει να συγχέεται με την περίπτωση των μετατρέψιμων ομολογιών, όπως αυτές προβλέπονται στο άρθρο 71 ν. 4548/2018, σε συνέχεια της σχετικής πρόβλεψης στο προϊσχύσαν δίκαιο (άρ. 3α κ.ν. 2190/1920). Η πρώτη περίπτωση απορρέει από την εκ των υστέρων συμφωνία μεταξύ της εκδότριας και της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών. Αντίθετα, οι μετατρέψιμες ομολογίες του άρθρου 71 ν. 4548/2018 εκδίδονται εξ αρχής περιβεβλημένες με τον μικτό τους τύπου και με προκαθορισμένο το ύψος που

¹⁸² Βλ. **Τουντόπουλου**, Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003, ΕπισκεΔ 2003, 986.

¹⁸³ Βλ. αναλυτικά **Ψαρουδάκη**, ό.π. 898-901.

¹⁸⁴ Βλ. **Τσουρουφλή**, ό.π., 835.

αντιστοιχεί στην έννοια της εισφοράς. Ειδικότερα, το αρχικώς καταβληθέν ποσό για την ανάληψη των μετατρέψιμων ομολογιών αντιστοιχεί και στο ύψος της εισφοράς, που απαιτείται κατά την μετατροπή. Όμως, στην περίπτωση της εκ των υστέρων κεφαλαιοποίησης, η ανάληψη των ομολογιών κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου δεν λαμβάνει χώρα υπό το πρίσμα της ενδεχόμενης μετατροπής. Οπότε εν προκειμένω, το καταβληθέν για την ανάληψη αυτή δεν αποτελεί εισφορά. Αντίθετα, όπως ειπώθηκε και ανωτέρω, στην περίπτωση του debt-equity swap επέρχεται συμψηφισμός των εκατέρωθεν απαιτήσεων της εκδότριας και των ομολογιούχων δανειστών κατά το άρθρο 20 §4 ν. 4548/2018.

Ωστόσο, ακριβώς η ανωτέρω έλλειψη προκαθορισμένης εισφοράς, στην περίπτωση της κεφαλαιοποίησης, αποτελεί και την πηγή των δυσχερειών στον τρόπο αποτίμησής της. Η εκχώρηση της απαίτησης του ομολογιούχου δανειστή, στο πλαίσιο των εννοιολογικών όρων των εισφορών, θεωρείται εισφορά σε είδος και συνεπώς, επιβάλλεται να αποτιμηθεί βάσει του άρθρου 17 ν. 4548/2018. Εγείρεται, λοιπόν, το ζήτημα σχετικά με τον αν η εισφορά θα αποτιμηθεί βάσει της ονομαστικής ή πραγματικής της αξίας. Κατά την ορθότερη εκδοχή, η αποτίμηση θα πραγματοποιηθεί κατά τον τρόπο που θα γινόταν, αν επρόκειτο για εισφορά απαίτησης κατά τρίτου. Επομένως, δεν θα ληφθεί υπόψη ως αξία της εισφοράς το πλήρες ποσό της υποχρέωσης έναντι του ομολογιούχου¹⁸⁵.

δ.iii. Λοιποί όροι ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Πέραν όμως της συμφωνίας του όρου περί κεφαλαιοποίησης του ομολογιακού δανείου, η §8 του άρθρου 60 ν. 4548/2018 απαριθμεί ενδεικτικά και μια σειρά λοιπών όρων οι οποίοι εισάγουν υβριδικά στοιχεία στο ομολογιακό δάνειο ως χρέος. Όροι όπως ο μηδενισμός του επιτοκίου, οπότε και ο δανεισμός προσιδιάζει στις εισφορές (στ. α΄) ή η μειωμένη εξασφάλιση, η οποία εξετάστηκε ανωτέρω (στ. γ΄) κατατάσσουν το ομολογιακό δάνειο στην ενδιάμεση χρηματοδότηση. Σαφώς, η συναλλακτική ελευθερία που παρέχει η ενδεικτική απαρίθμηση των όρων (στ. θ΄) δημιουργεί πρόσφορο έδαφος για την παρείσφρηση και άλλων υβριδικών στοιχείων.

¹⁸⁵ Βλ. αναλυτικά για το ζήτημα αυτό, **Ψαρουδάκη**, ό.π., 902.

3.2.3. Κατηγορίες ομολογιακού δανείου ως μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Στον ν. 4548/2018 περί αναμόρφωσης του δικαίου των ΑΕ¹⁸⁶ προβλέπονται τέσσερις κατηγορίες ομολογιακών δανείων¹⁸⁷. Πρόκειται για το κοινό ομολογιακό δάνειο (άρ. 69) και τα ομολογιακά δάνεια με ανταλλάξιμες (άρ. 70), μετατρέψιμες (άρ. 71) και κερδοφόρες ομολογίες (άρ. 72). Το κοινό ομολογιακό δάνειο συνιστά, αναμφισβήτητα, την αμιγή μορφή χρηματοδότησης με ξένα κεφάλαια. Απαραίτητη προϋπόθεση, βέβαια, η μη παρείσφρηση στους όρους του προγράμματός του κάποιου υβριδικού στοιχείου, όπως αυτά ανωτέρω αναλύθηκαν. Οι λοιπές κατηγορίες ομολογιακού δανείου, όμως, συνιστούν σε κάθε περίπτωση μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης.

α. Ανταλλάξιμες ομολογίες

Πέραν του κοινού ομολογιακού δανείου και τα δυνάμενα, ως ανωτέρω ελέχθη, να παρεισφρήσουν σε αυτό υβριδικά στοιχεία, δεύτερο είδος ομολογιακού δανείου συνιστά το ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες (exchangeable bonds). Το συγκεκριμένο είδος ομολογιακού δανείου είχε προβλεφθεί, το πρώτον, στον ν. 3156/2003 και πλέον ρυθμίζεται στο άρθρο 70 ν. 4548/2018¹⁸⁸.

Βάσει του άρθρου 70 §1 ν. 4548/2018, στην περίπτωση κατά την οποία το ομολογιακό δάνειο εκδίδεται με ανταλλάξιμες ομολογίες, χορηγείται στους ομολογιούχους το δικαίωμα (option), με δήλωσή τους, να ζητήσουν την εξόφληση των ομολογιών τους, εν όλω ή εν μέρει και βάσει των οριζόμενων στη δανειακή σύμβαση, όχι με χρηματικούς όρους, αλλά με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολογιών ή μετοχών ή άλλων τίτλων της εκδότριας ή άλλων εκδοτών¹⁸⁹. Πέραν της προαναφερόμενης δυνατότητας, η δανειακή σύμβαση δύναται να επιφυλάσσει το δικαίωμα ανταλλαγής υπέρ της εκδότριας. Παράλληλα, δύναται να προβλέπει ότι η

¹⁸⁶ Ο κ.ν. 2190/1920 ρύθμιζε τις τρεις εξ αυτών, καθώς δεν προέβλεπε το κοινό ομολογιακό δάνειο, το οποίο μέχρι τη θέση σε ισχύ του ν. 3156/2003, ως ήδη ελέχθη, δεν ετύγχανε ρύθμισης.

¹⁸⁷ Βλ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρίες, ό.π. 424.

¹⁸⁸ Βλ. Αλεξανδρίδου, ό.π., 435.

¹⁸⁹ Βλ. Σγουρινάκη, Ομολογιακά δάνεια - Νομοθετικό πλαίσιο και λογιστική αντιμετώπιση, Επιχείρηση, 179/2021, 263.

ανταλλαγή είναι υποχρεωτική σε ορισμένο χρόνο ή όταν συντρέξει ορισμένο γεγονός ή να την εξαρτά υπό ορισμένη αίρεση, η οποία κρίνεται ως αναβλητική, δεδομένου ότι ο ομολογιούχος λαμβάνει, καταρχάς, την ίδια ανταλλάξιμη ομολογία. Ως εκ τούτου, στις προαναφερόμενες περιπτώσεις, η ανταλλαγή επέρχεται, αυτοδικαίως, είτε με την επέλευση του ορισθέντος χρόνου ή γεγονότος είτε με την πλήρωση της ορισθείσας αίρεσης¹⁹⁰.

Στις περιπτώσεις που η εκδότρια ΑΕ ή τρίτος παρέχει δικαίωμα ανταλλαγής, δεσμεύεται ex lege να έχει στην κυριότητά της και μάλιστα, ελεύθερες βάρους, με την επιφύλαξη τυχόν βάρους υπέρ των ομολογιούχων, τις υποκείμενες ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίες, το αργότερο μέχρι τον χρόνο καταβολής του δανείου. Επιπλέον, υποχρεούται να διασφαλίζει τη διατήρηση των ως άνω καθ' όλη την διάρκεια του ομολογιακού δανείου και μέχρι την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από αυτό¹⁹¹. Σε διαφορετική περίπτωση, «...ο παρέχων το δικαίωμα ανταλλαγής υποχρεούται να έχει καταρτίσει σύμβαση, με την οποία να διασφαλίζεται η δυνατότητα εμπρόθεσμης παράδοσης των ομολογιών, μετοχών ή άλλων τίτλων σε εκπλήρωση της σχετικής του υποχρέωσης» (άρ. 70 §2 ν. 4548/2018).

Εκ των ανωτέρω συνάγεται ότι οι υφιστάμενες μετοχές που θα μεταβιβαστούν στον ομολογιούχο μπορούν να βρίσκονται στην κυριότητα της ΑΕ. Εφόσον, επομένως η ΑΕ επιθυμεί η ανταλλαγή των ανταλλάξιμων μετοχών να λάβει χώρα με μεταβίβαση μετοχών της στους κατόχους της, δύναται να προνοεί, ώστε κατά τον ορισθέντα χρόνο να διαθέτει ίδιες μετοχές. Ωστόσο, η κατοχή ίδιων μετοχών από την ΑΕ υπόκειται σε αυστηρούς –μεταξύ άλλων- χρονικούς περιορισμούς. Για τον λόγο αυτό, προτείνεται οι ίδιες μετοχές να αποκτώνται καταπιστευματικώς από τρίτο πρόσωπο έως τον χρόνο συντέλεσης της ανταλλαγής¹⁹².

Το ανταλλάξιμο δάνειο, όπως ανωτέρω περιγράφεται, δεν κατατάσσεται σε κάθε του έκφανση στην ενδιάμεση χρηματοδότηση. Στις περιπτώσεις, λόγου χάρη, κατά τις οποίες η ανταλλαγή αφορά κοινές ομολογίες, η θέση του ομολογιούχου ως αμιγώς

¹⁹⁰ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 963.

¹⁹¹ Βλ. **Αλεξανδρίδου**, ό.π., 435, **Σγουρινάκη**, Ομολογιακά δάνεια - Νομοθετικό πλαίσιο και λογιστική αντιμετώπιση, Επιχείρηση, 179/2021, 263.

¹⁹² Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π., 122.

δανειστή παραμένει ίδια. Όμως, στην περίπτωση κατά την οποία η ανταλλαγή λαμβάνει χώρα μεταξύ ανταλλάξιμων ομολογιών και μετοχών, το ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο αποκτά υβριδική μορφή. Συγκεκριμένα, ο ομολογιούχος δανειστής καθίσταται, μέσω της ανταλλαγής, από δανειστής της ΑΕ μέτοχος, ήτοι ιδιοκτήτης αυτής.

Δέον, ωστόσο, να επισημανθεί ότι ο τρόπος κτήσης των μετοχών στην ως άνω περίπτωση είναι παράγωγος και όχι πρωτότυπος, καθώς ο ομολογιούχος δανειστής αποκτά ήδη υφιστάμενες¹⁹³ και όχι εκδιδόμενες το πρώτον κατά τον χρόνο της ανταλλαγής μετοχές. Σε τούτου, άλλωστε, διαφέρουν οι ανταλλάξιμες με τις - παρακάτω, υπό β. αναλυόμενες- μετατρέψιμες ομολογίες (άρ. 71 ν. 4548/2018). Ο ομολογιούχος δανειστής ανταλλάξιμου δανείου, δηλαδή, δεν δύναται να αποκτήσει νέες μετοχές της ΑΕ, καθώς η απόκτηση νέων μετοχών της ΑΕ μέσω ανταλλαγής διέπεται από τον αναγκαστικό δίκαιου που εισάγει το άρθρο 71 ν. 4548/2018 και αφορά στις μετατρέψιμες ομολογίες¹⁹⁴.

Οι όροι του ανταλλάξιμου δανείου περιέχονται, σαφώς, στη σύμβαση με την οποία τούτου συνάπτεται. Η διαμόρφωση των χαρακτηριστικών των ανταλλάξιμων ομολογιών στη συμφωνία των μερών, ωστόσο, ενδέχεται να εξαρτάται από τους τίτλους με τους οποίους επίκειται η ανταλλαγή. Συγκεκριμένα, σε περίπτωση που οι ομολογιούχοι πρόκειται να λάβουν τίτλους οι οποίοι ως ονομαστικοί (λ.χ. όπως εν προκειμένω, στην περίπτωση των μετοχών), τότε, κατ' αντιστοιχία αυτών, και οι ανταλλάξιμες ομολογίες εκδίδονται, υποχρεωτικά, ως ονομαστικές (άρ. 59 §5 εδ. α' ν. 4548/2018)¹⁹⁵. Επιπλέον, προκειμένου οι ανταλλάξιμες ομολογίες να εισαχθούν σε ρυθμιζόμενη αγορά, απαιτείται οι τίτλοι με τους οποίους δύναται να ανταλλαγούν είτε να είναι ήδη εισηγμένοι είτε να εισάγονται ταυτόχρονα με αυτές (άρ. 6 §7 ν. 3371/2005)¹⁹⁶. Στην υπό κρίση περίπτωση, δηλαδή, οι μετοχές, με τις οποίες πρόκειται να ανταλλαγούν οι ομολογίες, πρέπει να αποτελούν ήδη προϊόν

¹⁹³ Γι' αυτό άλλωστε δεν δύναται να τύχει άσκησης, εν προκειμένω, το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων.

¹⁹⁴ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 963.

¹⁹⁵ Βλ. **Σινανιώτη – Μαρούδη**, ό.π., 311.

¹⁹⁶ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 963.

διαπραγματεύσεως σε ρυθμιζόμενη αγορά ή να επίκειται η εισαγωγή τους με ταυτόχρονη εισαγωγή των ανταλλάξιμων ομολογιών¹⁹⁷.

β. Μετατρέψιμες ομολογίες

β.ι. Γενικές παρατηρήσεις

Επόμενη μορφή ομολογιακού δανείου συνιστά το ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds)¹⁹⁸. Οι μετατρέψιμες ομολογίες, εμπίπτουν, καταρχήν, στην έννοια του χρέους, παρέχοντας τα δύο βασικά δικαιώματα αυτής της μορφής επένδυσης. Ήτοι τα δικαιώματα στο κεφάλαιο και στον τόκο. Παρέχουν, όμως, παράλληλα, το ενδεχόμενο της μετατροπής τους σε προκαθορισμένο αριθμό μετοχών, είτε υπό τη μορφή διαπλαστικού δικαιώματος μετατροπής του ομολογιούχου είτε υπό την μορφή της υποχρεωτικής μετατροπής¹⁹⁹. Σε περίπτωση συντέλεσης της ως άνω μετατροπής, αναπτύσσεται άνευ ετέρου μετοχική σχέση μεταξύ του (πρώην) ομολογιούχου δανειστή και της εκδότριας ΑΕ²⁰⁰. Συγκεκριμένα, ο πρώτος αποκτά πρωτοτύπως τις μετοχές που δημιουργούνται δια της μετατροπής²⁰¹. Ο υβριδικός χαρακτήρας των μετατρέψιμων ομολογιών, επομένως, εντοπίζεται ακριβώς στο γεγονός ότι ο υφιστάμενος δανειστής καθίσταται εν δυνάμει μέτοχος. Το χαρακτηριστικό αυτό ενυπάρχει -όπως ανωτέρω αναλύθηκε- και στις ανταλλάξιμες ομολογίες, με τη διαφορά ότι στην περίπτωση των τελευταίων ο τρόπος κτήσης των μετοχών της εκδότριας είναι παράγωγος και όχι πρωτότυπος.

Η εν λόγω μορφή ομολογιακού δανείου ρυθμίζεται στο άρθρο 71 ν. 4548/2018. Το άρθρο αυτό αντιστοιχεί στο άρθρο 3α του προΐσχύσαντος κ.ν. 2190/1920, παρουσιάζοντας, ωστόσο, ορισμένες μεταβολές. Μεταξύ των μεταβολών αυτών συγκαταλέγεται και η ρητή πρόβλεψη της δυνατότητας έκδοσης υποχρεωτικά μετατρέψιμων ομολογιών. Η δυνατότητα αυτή τελούσε υπό αμφιβολία κατά το

¹⁹⁷ Αντίστοιχη προϋπόθεση πρέπει να πληρούται, δυνάμει του άρ. 6 §7 ν. 4548/2018 και για τις αμέσως κατωτέρω αναφερόμενες μετατρέψιμες ομολογίες.

¹⁹⁸ Βλ. **Μπασματζή**, Αι μετατρέψιμοι ομολογία, 1986.

¹⁹⁹ Βλ. **Χουλιαρά**, Οι μετατρέψιμες ομολογίες ως εργαλείο χρηματοδότησης, 2019, 36.

²⁰⁰ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 966.

²⁰¹ Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π., 96-98, όπου υποστηρίζει πως από άποψη νομοθετικής πολιτικής (de lege ferenda) κρίνεται εφικτή και νοητή η αναδιοργάνωση του άρθρου 3α κ.ν. 2190/1920, ώστε να επιτρέπει, επίσης, την μετατροπή των ομολογιών (εν μέρει ή εξ ολοκλήρου) σε υφιστάμενες μετοχές της εκδότριας (με αναλογική εφαρμογή των διατάξεων για τις ανταλλάξιμες ομολογίες).

προϋφιστάμενο νομοθετικό καθεστώς, γεγονός που αποτελούσε ανταγωνιστικό μειονέκτημα για την Ελλάδα σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, στο δίκαιο των οποίων υπήρχε, ήδη, ρητή πρόβλεψη της σχετικής δυνατότητας.²⁰²

Ως αναφέρθηκε, με τη μετατροπή δημιουργούνται νέες μετοχές. Ως εκ τούτου, η έκδοση ομολογιακού δανείου συνιστά κεφαλαιοποίηση παθητικού και λαμβάνει τον χαρακτήρα της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου²⁰³. Ως εισφορά για να λάβει χώρα η συγκεκριμένη αύξηση κεφαλαίου αντιμετωπίζεται το ποσό του δανείου, το οποίο καταβλήθηκε για την κτήση των μετατρέψιμων ομολογιών. Ειδικότερα δε, η συγκεκριμένη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αντιμετωπίζεται ως αύξηση κεφαλαίου υπό αίρεση²⁰⁴. Η αίρεση αυτή διακρίνεται σε (καθαρά) εξουσιαστική και τυχαία²⁰⁵. Στην πρώτη περίπτωση, η μετατροπή συντελείται κατόπιν άσκησης του διαπλαστικού προς τούτο δικαιώματος του ομολογιούχου. Στη δεύτερη περίπτωση, η μετατροπή λαμβάνει χώρα έπειτα από την επέλευση συμφωνημένης από τα μέρη αντικειμενικής περιστασης²⁰⁶.

Δεδομένης της ανωτέρω αναφερόμενης φύσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, η έκδοση αυτού ακολουθεί τη διαδικασία είτε της τακτικής (άρ. 71 §1 περ. α' ν. 4548/2018) είτε της έκτακτης αύξησης (άρ. 71 §1 περ. β' ν. 4548/2018) μετοχικού κεφαλαίου²⁰⁷. Ως εκ τούτου, εισάγεται, καταρχήν, διαφοροποίηση ως προς την αρμοδιότητα οργάνου για την έκδοσή του σε σχέση με τις λοιπές μορφές ομολογιακού δανείου, για τις οποίες καθίσταται, πλέον, υπό το πρίσμα του ν. 4548/2018, αρμόδιο το ΔΣ.

²⁰² Βλ. Αιτιολογική Έκθεση ν. 4548/2018 επί του άρθρου 71, **Παναγιώτου**, ό.π., 378.

²⁰³ Βλ. **Αλεξανδρίδου**, ό.π., 413, **Χουλιάρá**, ό.π., 44.

²⁰⁴ Βλ. **Βερβεσού**, ό.π., (άρ. 3), 176, **Πασσιά**, Το Δίκαιον της Ανωνύμου Εταιρείας, τόμ. Β¹, 1969.

²⁰⁵ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 966.

²⁰⁶ Κρίνεται ορθότερο και συνεπέστερο με το ισχύον δίκαιο να υποστηριχθεί ότι στην μορφή αυτή ομολογιακού δανείου δεν δύναται να υπαχθούν οι λεγόμενες «αντίστροφες» ομολογίες. Στις τελευταίες, το δικαίωμα μετατροπής ανήκει στην εταιρεία. Ως εκ τούτου, πρόκειται για περίπτωση που δεν βρίσκει έρεισμα στο γράμμα του νόμου του άρθρου 71 ν. 4548/2018. Επομένως, δεν μπορεί να θεωρηθεί δυνατή η έκδοση αυτής της κατηγορίας μετατρέψιμων ομολογιών από την ΑΕ.

²⁰⁷ Συγκεκριμένα, το άρθρο 71 §1 ν. 4548/2018 παραπέμπει ρητά στις §§ 1-2 του άρθρου 24 του ίδιου νόμου, το οποίο ρυθμίζει την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου βρίσκονται σε πλήρη σύγκλιση, γεγονός που καθιστά συμβατό τον ν. 4548/2018 με την Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, η οποία προβλέπει εξίσωση των δύο διαδικασιών χρηματοδότησης. Βλ. σχετικά, **Χουλιάρá**, ό.π., 45, **Κουλουριανού**, ό.π., 165-166.

β.ii. Τακτική έκδοση

Ειδικότερα, σε περίπτωση τακτικής έκδοσης, αρμόδιο όργανο ως προς την λήψη της σχετικής απόφασης καθίσταται η ΓΣ. Η απόφαση της ΓΣ λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία, κατά τα οριζόμενα σε περίπτωση τακτικής αύξησης μετοχικού κεφαλαίου²⁰⁸. Ωστόσο, στην περίπτωση αυτή, ζήτημα εγείρεται σχετικά με τη νομική φύση της ανωτέρω απόφασης. Ήδη κατά το προϊσχύσαν δίκαιο, οι απόψεις της θεωρίας δίσταντο σχετικά με το αν η απόφαση έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών συνιστά τροποποίηση του καταστατικού ή όχι²⁰⁹. Παράλληλα, η νομολογία έχει αποφανθεί αρνητικά ως προς το ζήτημα αυτό²¹⁰.

Η απάντηση στο ανωτέρω ζήτημα δεν στερείται συνεπειών. Σε περίπτωση, ειδικότερα, κατά την οποία γίνει δεκτό ότι η απόφαση έκδοσης συνιστά τροποποίηση του καταστατικού, υπόκειται σε διοικητική έγκριση (κατά το ισχύον, πλέον, άρ. 9 ν. 4548/2018). Παράλληλα, η υποβολή της απόφασης αυτής σε δημοσιότητα αποκτά συστατικό και όχι δηλωτικό χαρακτήρα, γεγονός που σημαίνει ότι η ισχύς της επέρχεται από τη δημοσίευση και όχι τη λήψη της, ενώ, παράλληλα, καθίσταται επιβεβλημένη, υπό την έννοια ότι τυχόν παράλειψή της επιφυλάσσει ποινή ακυρότητας για την πράξη έκδοσης²¹¹.

Δεδομένου του γράμματος του άρθρου 71 ν. 4548/2018, ως ορθότερη, στην παρούσα, προκρίνεται η άποψη ότι η απόφαση έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών συνιστά τροποποίηση του καταστατικού. Ειδικότερα, το άρθρο 71 δεν περιέχει κάποια πρόβλεψη που στερεί από τις αποφάσεις αυτές τον χαρακτήρα τους ως τροποποιήσεις του καταστατικού²¹². Παράλληλα, δεν δύναται να συντελείται αύξηση

²⁰⁸ Ευλόγως, σε περίπτωση περισσότερων κατηγοριών μετοχών, απαιτείται η «...η έγκριση της κατηγορίας ή των κατηγοριών μετόχων των οποίων τα δικαιώματα θίγονται...», δυνάμει των προβλεπόμενων στις παραγράφους 3 και 4 του άρ. 25 ν. 4548/2018, κατά ρητή παραπομπή του άρ. 71 §2 περ'. γ' ν. 4548/2018 στις ως άνω δύο παραγράφους.

²⁰⁹ Για τις αντίθετες απόψεις και τα σχετικά επιχειρήματα, βλ. αναλυτικά **Χουλιάρá**, ό.π., 45-48, **Ψαρουδάκη**, ό.π., 970, **Κουλουριανού**, ό.π., 151-154.

²¹⁰ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 970 και την εκεί επικαλούμενη 791/1979 ΟΛΑΠ.

²¹¹ Βλ. συνδυασμό άρθρων 171 §1 περ. γ' και 13 ν. 4548/2018, **Χουλιάρá**, ό.π., 49-50.

²¹² Ως πρόβλεψη αποχαρακτηρισμού είχε αντίθετα χαρακτηριστεί, από μερίδα της θεωρίας – εσφαλμένα κατά τη γράφουσα, η προσθήκη της παραγράφου 5 στο άρ. 3α ν. 2190/1920, η οποία προέβλεπε ότι «...οι αυξήσεις της §4 -η οποία προέβλεπε ότι με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών, επέρχεται ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου- δεν αποτελούν τροποποίηση του καταστατικού», βλ. σχετικά τις παραπομπές στην υπ' αριθμ. 207 υποσημείωση.

–έστω υπό αίρεση- του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ και να μην υφίσταται τροποποίηση του καταστατικού. Μάλιστα, η παράγραφος 4 του άρθρου 71 προβλέπει ρητά τον διαπιστωτικό χαρακτήρα της απόφασης του ΔΣ σχετικά με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και την προσαρμογή του καταστατικού, σε χρόνο που έχει λάβει χώρα η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής. Συγκεκριμένα, το ΔΣ της ΑΕ υποχρεούται μέχρι τη λήξη του επόμενου μήνα από την ημέρα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής να διαπιστώσει την αύξηση και να αναπροσαρμόσει το περί κεφαλαίου άρθρο του καταστατικού, τηρώντας τις διατυπώσεις δημοσιότητας (άρ. 71 παρ. 4 εδ. β' ν. 4548/2018). Συνεπώς, μόνον κατά το στάδιο της απόφασης έκδοσης χωρεί η παραδοχή ότι λαμβάνει χώρα τροποποίηση του καταστατικού και ακολουθεί ο απαιτούμενος έλεγχος νομιμότητας. Άλλωστε, η παραδοχή αυτή δύναται να δικαιολογήσει και τον προβλεπόμενο από τον νόμο, διαπιστωτικό χαρακτήρα της απόφασης του ΔΣ σε μεταγενέστερο χρόνο, κατά την παράγραφο 4 του άρθρου 71 ν. 4548/2018²¹³.

β.iii. Έκτακτη έκδοση

Εν αντιθέσει με όσα ανωτέρω ελέχθησαν για την τακτική έκδοση, στην περίπτωση της έκτακτης έκδοσης αρμόδιο όργανο για τη λήψη απόφασης έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών δύναται να καταστεί το ΔΣ (άρ. 71 §1 περ. β' ν.4548/2018). Δεδομένου δε ότι η περίπτωση της έκτακτης έκδοσης αντιστοιχεί με την περίπτωση της έκτακτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, αρμόδιο όργανο δύναται να καταστεί και η συνήθης ΓΣ²¹⁴. Οι αποφάσεις αμφότερων των δύο οργάνων της εταιρείας υπόκεινται στους *ex lege* προβλεπόμενους χρονικούς και ποσοτικούς περιορισμούς, οι οποίοι δεν συναντώνται στην περίπτωση της τακτικής έκδοσης. Για τις δύο αυτές περιπτώσεις έκτακτης έκδοσης δέον να επισημανθούν τα κατωτέρω.

Η περίπτωση της έκτακτης έκδοσης, κατόπιν απόφασης της ΓΣ απαιτεί την προηγούμενη καταστατική πρόβλεψη, η οποία αποδίδει στον ανώτατο όργανο της ΑΕ τη σχετική δυνατότητα. Στην περίπτωση αυτή, η ΓΣ λαμβάνει απόφαση με απλή

²¹³ Βλ. Ψαρουδάκη, ό.π., 970.

²¹⁴ Συγκεκριμένα, το άρθρο 71 ν. 4548/2018 παραπέμπει ρητά στην παράγραφο 1 του άρθρου 24, το οποίο αφορά στην έκτακτη έκδοση με απόφαση του ΔΣ και στην παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου, το οποίο αφορά στην έκτακτη αύξηση με απόφαση της συνήθους ΓΣ.

απαρτία και πλειοψηφία²¹⁵. Όπως, ήδη, υπογραμμίστηκε, ωστόσο, η δυνατότητα αυτή της ΓΣ υπόκειται σε χρονικούς και ποσοτικούς περιορισμούς. Ειδικότερα, η ΓΣ δύναται να προβεί στη λήψη της σχετικής απόφασης εντός χρονικού διαστήματος, το οποίο δεν υπερβαίνει την πενταετία από τη σύσταση της εταιρείας, ενώ το ύψος του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου²¹⁶ μπορεί να ορισθεί έως το οκταπλάσιο του αρχικού κεφαλαίου (άρ. 71 §1 περ. β' με ρητή παραπομπή στο άρ. 24 §3 ν. 4548/2018). Παράλληλα, γίνεται δεκτό ότι η ανωτέρω δυνατότητα της συνήθους ΓΣ μπορεί να προβλεφθεί με μεταγενέστερη προσθήκη στο καταστατικό της ΑΕ, όχι όμως και να ανανεωθεί. Στην τελευταία περίπτωση, ως βάση του ποσοτικού περιορισμού τίθεται το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο κατά τον χρόνο της τροποποίησης του καταστατικού²¹⁷.

Κατ' αντιστοιχίαν των ανωτέρω αναφερόμενων για την περίπτωση έκτακτης έκδοσης κατόπιν απόφασης της συνήθους ΓΣ, η περίπτωση έκτακτης έκδοσης με απόφαση του ΔΣ υπόκειται, ομοίως, σε τυπικές προϋποθέσεις και περιορισμούς. Ειδικότερα, για να καταστεί δυνατή η έκδοση ομολογιακού δανείου από το ΔΣ, προϋποτίθεται είτε καταστατική πρόβλεψη είτε εξουσιοδοτική απόφαση της ΓΣ, βάσει των οποίων αποδίδεται η σχετική δυνατότητα²¹⁸. Μάλιστα, μολοντί ο νόμος δεν προβαίνει σε σχετική διευκρίνιση, ορθότερη φαίνεται η άποψη ότι η σχετική εξουσιοδοτική απόφαση της ΓΣ λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία²¹⁹. Προκειμένου δε το ΔΣ να λάβει τη σχετική απόφαση, απαιτείται πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3)

²¹⁵ Κατά το προϊσχύσαν καθεστώς, αμφισβητούνταν η δυνατότητα έκτακτης έκδοσης με απόφαση της συνήθους ΓΣ, αντίθ. Γεωργόπουλου σε ΕρμΑΕ, 51, κατά τον οποίο έπρεπε να γίνει δεκτή η δυνατότητα αυτή, στον οποίο παραπέμπει, **Χουλιάρá**, ό.π., 45.

²¹⁶ Κατά την κρατούσα γνώμη, ο ποσοτικός περιορισμός δεν καταλαμβάνει το ύψος του δυνάμενου να αποφασισθεί ομολογιακού δανείου εν συνόλω, αλλά το ύψος της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που τελεί υπό την αίρεση της άσκησης του διαπλαστικού δικαιώματος της μετατροπής, βλ. σχετικά επιχειρήματα σε **Κουλουριανού**, ό.π., 176.

²¹⁷ Βλ. **Χουλιάρá**, ό.π., 53, με περαιτέρω παραπομπές σε Παμπούκη, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, 166 και Σιδηρόπουλο, Η Έκτακτη Αύξηση Κεφαλαίου στην Ανώνυμη Εταιρεία, ο οποίος θεωρεί, αντίθετα, ότι καθίσταται δυνατή η ανανέωση της δυνατότητας έκτακτης έκδοσης της ΓΣ, 49-50.

²¹⁸ Το περιεχόμενο αφενός της καταστατικής πρόβλεψης αφετέρου της εξουσιοδοτικής απόφασης επιβάλλεται να είναι ειδικό, υπό την έννοια της σαφούς αναφοράς στην έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες, ενώ παράλληλα, γίνεται δεκτό, παρά και τις αντίθετες απόψεις, ότι περιεχόμενο της απόφασης πρέπει να καθίσταται το ανώτατο ποσό μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου που δύναται να αποφασίσει το ΔΣ ή το ανώτατο ποσοστό βάσει του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, μάλιστα, τυχόν μη πρόβλεψη του σχετικού ποσοτικού ορίου, συνιστά άκυρη την καταστατική πρόβλεψη ή την εξουσιοδοτική διάταξη, βλ. σχετικά **Κουλουριανού**, ό.π., σελ. 172, **Χουλιάρá**, ό.π., 52 με αναφορά στην αντίθετη γνώμη του Αντωνόπουλου, Δίκαιο Α.Ε. και Ε.Π.Ε., 460.

²¹⁹ Βλ. **Βερβεσού**, ό.π., 181.

των μελών του (άρ. 71 §1 περ. β' με ρητή παραπομπή στο άρθρο 24 §1 ν. 4548/2018). Ωστόσο, παρά την ως άνω παρεχόμενη εξουσία και αρμοδιότητα του ΔΣ, το τελευταίο δικαιούται και δεν υποχρεούται να προβεί, εν τέλει, στη σχετική έκδοση.

Η ανωτέρω απόφαση του ΔΣ μπορεί να λάβει χώρα εντός χρονικού διαστήματος το οποίο δεν υπερβαίνει την πενταετία και αφετηριάζει είτε από τη σύσταση της ΑΕ και βάσει του αρχικού καταστατικού ή από σχετική τροποποίησή του²²⁰ είτε από την εξουσιοδοτική απόφαση της ΓΣ. Κατά ρητή δε πρόβλεψη του νόμου, η ΓΣ δύναται να ανανεώνει τη σχετική εξουσία που αποδίδει στο ΔΣ για χρονικό διάστημα το οποίο, ομοίως, δεν δύναται να υπερβαίνει τα πέντε (5) έτη. Στην περίπτωση αυτή, η ισχύς κάθε ανανέωσης εκκινεί από την παρέλευση της ισχύος της προηγούμενης (άρ. 24 §1 περ. γ' ν. 4548/2018). Επιπλέον, βάσει των ποσοτικών περιορισμών που τίθενται, το ύψος του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, την έκδοση του οποίου δύναται να αποφασίσει το ΔΣ, δεν καθίσταται επιτρεπτό να υπερβαίνει το τριπλάσιο είτε του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου ή του καταβεβλημένου κατά τον χρόνο σχετικής τροποποίησης του καταστατικού είτε του καταβεβλημένου κατά τον χρόνο σύγκλησης της ΓΣ, η οποία είτε εξουσιοδοτεί σχετικώς το ΔΣ είτε ανανεώνει τυχόν προηγούμενη εκχωρηθείσα αντίστοιχη εξουσία²²¹.

Οι ως άνω περιπτώσεις έκτακτης έκδοσης εφαρμόζονται, αναλόγως, οι διατάξεις για τη δημοσιότητα της απόφασης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της ΓΣ (άρ. 71 §1 περ. γ' ν. 4548/2018) και συνιστούν τροποποιήσεις του καταστατικού, που, όμως, αποκλείονται ρητά από την υπαγωγή σε διοικητική έγκριση (άρ. 24 §4 ν. 4548/2018).

β.ιιι. Περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης

Ο νομοθέτης προβαίνει, επίσης, στην απαρίθμηση των στοιχείων που πρέπει να περιλαμβάνει η απόφαση έκδοσης του αρμόδιου, κατά τα ανωτέρω αναφερόμενα, οργάνου. Ειδικότερα, ως ελάχιστο περιεχόμενο, κατά το άρθρο 71 §2, εδ. β' ν. 4548/2018, η απόφαση αυτή πρέπει να περιλαμβάνει τον χρόνο και τον τρόπο

²²⁰ Κατ' αντιστοιχίαν των ανωτέρω αναφερόμενων για την έκτακτη έκδοση με απόφαση της ΓΣ, γίνεται δεκτό στη θεωρία ότι η αρμοδιότητα του ΔΣ για την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου μπορεί να προβλεφθεί με μεταγενέστερη προσθήκη στο καταστατικό της ΑΕ και όχι αποκλειστικά βάσει του αρχικού καταστατικού, βλ. ό.π., σχετικά **Κουλουριανού**, ό.π., 171.

²²¹ Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π., 176.

άσκησης του δικαιώματος μετατροπής. Τούτο σημαίνει, επί παραδείγματι, πως η περίοδος της δυνατότητας μετατροπής μπορεί να προβλέπεται ότι εκτείνεται σε όλη τη διάρκεια έως και τη λήξη του ομολογιακού δανείου ή αντίθετα, ότι περιορίζεται εντός συγκεκριμένων χρονικών διαστημάτων²²². Ομοίως, η απόφαση έκδοσης μπορεί να ορίζει πως το δικαίωμα μετατροπής εξαρτάται από συγκεκριμένη αίρεση. Παράλληλα, ως προς τον τρόπο άσκησης, η ως άνω απόφαση ενδέχεται να καθορίζει τον τύπο άσκησης του σχετικού δικαιώματος ή το αρμόδιο πρόσωπο το οποίο εκπροσωπεί την ΑΕ και ως εκ τούτου, πρέπει να απευθυνθεί η σχετική άσκηση του δικαιώματος μετατροπής²²³.

Επιπρόσθετα, η απόφαση έκδοσης πρέπει να περιλαμβάνει την τιμή ή τον λόγο μετατροπής ή το εύρος αυτών. Τα προαναφερόμενα στοιχεία, που πρέπει να καθορίζονται στην απόφαση έκδοσης, αναφέρονται στον νόμο εναλλακτικά και όχι παρατακτικά. Τούτο σημαίνει ότι αρκεί ο προσδιορισμός ενός εξ αυτών. Ο λόγος της εναλλακτικής αυτής απαρίθμησης έγκειται στο γεγονός ότι καταλήγουν στο ίδιο αποτέλεσμα²²⁴. Ειδικότερα, ως τιμή μετατροπής νοείται η συνολική ονομαστική αξία των ομολογιών που απαιτούνται προκειμένου να αποκτηθεί μετοχή ορισμένης ονομαστικής αξίας²²⁵. Αντίθετα και αντίστροφα, ο λόγος μετατροπής αφορά στην αναλογία μετοχών ορισμένης ονομαστικής αξίας προς έκαστη μετατρέψιμη ομολογία²²⁶. Είτε βεβαία προσδιοριστεί ο λόγος είτε η τιμή μετατροπής, ως περιορισμός, εκ του νόμου, τίθεται η απαγόρευση χορήγησης μετοχών ονομαστικής αξίας μεγαλύτερης της τιμής έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιών (άρ. 71 §2 in fine ν. 4548/2018)²²⁷. Ο περιορισμός αυτός συνδέεται με το γεγονός της έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, απορρέει από την αρχή της πραγματικής καταβολής του μετοχικού κεφαλαίου και συνιστά εκδήλωση της απαγόρευσης έκδοσης μετοχών υπό το άρθρο²²⁸. Σε κάθε περίπτωση, ως ελέγχθη, αντί του ακριβούς ορισμού της τιμής ή του λόγου αυτών, το αρμόδιο όργανο δύναται

²²² Βλ. **Πασσιά**, ό.π., 126, 129-130.

²²³ Βλ. **Χουλιανά**, ό.π., 54.

²²⁴ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 966.

²²⁵ Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π., 85.

²²⁶ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π. 966.

²²⁷ Βλ. **Χουλιανά**, ό.π., 56.

²²⁸ Βλ. **Πασσιά**, ό.π., 127-128, **Ψαρουδάκη**, ό.π., 56, **Βερβεσού**, ό.π., 187.

στην απόφασή του να ορίζει το εύρος ενός εκ των δύο προαναφερόμενων μεγεθών, οπότε και το ΔΣ καλείται να προβεί στον ακριβή προσδιορισμό²²⁹.

Δυνητικό περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης μπορεί να αποτελέσει «...ο τρόπος αναπροσαρμογής της τιμής ή του λόγου μετατροπής, αν συμβούν γεγονότα που δύνανται να επηρεάσουν την αξία ή την εμπορευσιμότητα των μετοχών» (άρ. 71 §2 εδ. β' ν. 4548/2018). Πρόκειται για μηχανισμό αναπροσαρμογής υπέρ του ομολογιούχου, η θέση σε ισχύ του οποίου προϋποθέτει, όπως κατά τα ανωτέρω διαφαίνεται, προηγούμενη ρητή πρόβλεψη αυτού στην απόφαση έκδοσης του αρμόδιου οργάνου. Άλλως, τον κίνδυνο των απარიθμούμενων στον νόμο μεταγενέστερων γεγονότων φέρει ο εκάστοτε ομολογιούχος δανειστής. Η δυνατότητα και όχι η υποχρέωση πρόβλεψης του μηχανισμού αναπροσαρμογής δικαιολογείται από το γεγονός ότι σε κάθε περίπτωση, ο εκάστοτε ομολογιούχος διατηρεί, καταρχάς και προ της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, την αξίωση απόληψης τόκου²³⁰. Σε κάθε περίπτωση, χαρακτηριστικό παράδειγμα κινδύνου, η επέλευση του οποίου μπορεί να προβλεφθεί ότι επιφέρει την ως άνω αναπροσαρμογή υπέρ του κατόχου μετατρέψιμων ομολογιών, αποτελεί η κακή επιχειρηματική πορεία της ΑΕ, η οποία επιδρά αρνητικά στην αξία των μετοχών. Επιπλέον, όμως, ως τέτοιοι κίνδυνοι, ενδέχεται να προβλεφθούν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ΑΕ χωρίς το δικαίωμα προτίμησης να παρέχεται και υπέρ των ομολογιούχων δανειστών²³¹ ή η περίπτωση μετασχηματισμού της ΑΕ μέσω, λόγου χάρη, συγχώνευσης²³².

Περαιτέρω, η παράγραφος 2 του άρθρου 71 προβλέπει ότι το ΔΣ καθίσταται αρμόδιο όργανο προκειμένου να προβεί στον ορισμό της τελικής τιμής ή του τελικού λόγου

²²⁹ Γεγονός συνεπές και (δυνάμει και της πρόβλεψης του εδ. γ' της, εν προκειμένω, εξεταζόμενης παραγράφου, η οποία αμέσως κατωτέρω αναλύεται.

²³⁰ Βλ. ωστόσο τον προβληματισμό σχετικά με την αποδοχή από τον κάτοχο μετατρέψιμων ομολογιών μικρότερου τόκου εξαιτίας ακριβώς του δικαιώματος μετατροπής, γεγονός που επιτάσσει τη σχετική προστασία του μέσω της αναπροσαρμογής σε **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και χρέος, ό.π., 278-279.

²³¹ Βλ. την σχετική μνεία της ανάγκης προστασίας των ομολογιούχων, στην περίπτωση αυτή, σε **Παναγιώτου**, ό.π., 380-381, όπου όμως, επισημαίνει ότι «...οι ομολογιούχοι δανειστές μετατρέψιμων ομολογιών δεν προστατεύονται από τα μειονεκτήματα της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Για το λόγο αυτό υπάρχει πραγματική ανάγκη προστασίας των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών με κάλυψη του νομοθετικού κενού στο ελληνικό δίκαιο των ανωνύμων εταιριών.», παρά το γεγονός ότι υφίσταται, έστω, η δυνατότητα πρόβλεψης μηχανισμού αναπροσαρμογής σε περιπτώσεις αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.

²³² Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π., 972-973, **Χουλιάρá**, ό.π., υποσημ. 208.

αναπροσαρμογής πριν την έκδοση του δανείου (περ. γ'). Δικαιολογητικός λόγος της δυνατότητας αυτής αποτελεί το γεγονός ότι με τον συγκεκριμένο τρόπο μπορούν να ληφθούν υπόψη οι ακριβείς συνθήκες που κρατούν κατά τον χρόνο έκδοσης του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες. Μάλιστα, το γράμμα του νόμου ωθεί στην εξαγωγή του συμπεράσματος ότι ο τελικός καθορισμός της τιμής ή του λόγου μετατροπής εναπόκειται στο ΔΣ ακόμη και αν το αρμόδιο όργανο και συγκεκριμένα ΓΣ, προβεί σε ακριβή καθορισμό αυτών και όχι σε προσδιορισμό του εύρους τους. Ως εκ τούτου, στην περίπτωση ακριβούς καθορισμού από τη ΓΣ, τυχόν απόκλιση του ΔΣ από τον καθορισμό αυτό δεν επιδρά στο κύρος της απόφασης του ΔΣ. Τούτο, ωστόσο, δεν αποκλείει το γεγονός ότι ενδέχεται να γεννηθεί αξίωση της ΑΕ κατά των μελών του ΔΣ, τα οποία φέρουν ευθύνη έναντί της βάσει των εσωτερικών τους σχέσεων²³³.

β.ν. Δικαίωμα προτίμησης

Στις περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, η προστασία των ήδη υφιστάμενων μετόχων και των δικαιωμάτων τους και η μη μεταβολή του συσχετισμού δυνάμεων στο εσωτερικό της ΑΕ επιτυγχάνεται μέσω της πρόβλεψης του δικαιώματος προτίμησης. Το δικαίωμα αυτό επιφυλάσσεται υπέρ των υφιστάμενων μετόχων και στην περίπτωση της έκδοσης ομολογιών με δικαίωμα μετατροπής σε μετοχές (άρ. 26 §1 ν. 4548/2018). Ωστόσο, το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων, ρητώς, αποκλείεται κατά τον χρόνο μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές (άρ. 71 §4 in fine ν. 4548/2018). Οι ανωτέρω προβλέψεις δικαιολογούνται, ευλόγως, από το γεγονός ότι η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής δεν συνιστά αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Αντίθετα, βάσει των όσων ανωτέρω επισημάνθηκαν, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ, τελούσα υπό την αίρεση της άσκησης του δικαιώματος μετατροπής, λαμβάνει χώρα ήδη κατά τον χρόνο έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

Παράλληλα, δικαίωμα προτίμησης δεν επιφυλάσσεται από τον νόμο για τους ήδη υφιστάμενους ομολογιούχους δανειστές είτε λάβει χώρα αύξηση μετοχικού

²³³ Βλ. Ψαρουδάκη, ό.π., 969.

κεφαλαίου της ΑΕ είτε έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών²³⁴. Οι τελευταίοι, πριν την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής, δεν συνιστούν μέτοχοι, με αποτέλεσμα να μην απολαμβάνουν τα απορρέοντα από τη μετοχική σχέση δικαιώματα. Βέβαια, καθίσταται επιτρεπτή τυχόν ρήτρα του καταστατικού της ΑΕ η οποία επιφυλάσσει δικαίωμα προτίμησης των υφιστάμενων ομολογιούχων δανειστών ως προς το τμήμα των μετοχών ή μετατρέψιμων ομολογιών που παραμένουν αδιάθετες, κατόπιν της παρέλευσης της προθεσμίας άσκησης του αντίστοιχου δικαιώματος προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων²³⁵.

β.νι. Τελικές παρατηρήσεις

Επισημάνθηκε, ήδη, ανωτέρω, ότι ο υβριδικός χαρακτήρας των μετατρέψιμων ομολογιών εντοπίζεται στο γεγονός ότι ο υφιστάμενος δανειστής καθίσταται εν δυνάμει μέτοχος, συνδυάζοντας τα πλεονεκτήματα τόσο των ομολογιών όσο και των μετοχών. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση μετατρέψιμων ομολογιών, ο ομολογιούχος δανειστής ενδέχεται, βάσει των όρων του δανείου, να φέρει ο ίδιος το δικαίωμα μετατροπής, χωρίς η μετατροπή να επέρχεται, απαραίτητα, εξαιτίας της πλήρωσης συγκεκριμένης προϋπόθεσης και ανεξαρτήτως της δικής του βούλησης. Η ευχέρεια αυτή του ομολογιούχου να πράττει κατά το δοκούν και είτε να διατηρεί τις δανειακές του αξιώσεις είτε να καθίσταται μέτοχος της ΑΕ, αποτελεί και τον λόγο που οι μετατρέψιμες ομολογίες που να επιδράσουν ευεργετικά στην εξεύρεση επενδυτών και τη χρηματοδότηση της ΑΕ. Ο ομολογιούχος δανειστής, ειδικότερα, δύναται, σε περίπτωση που η ΑΕ προβαίνει στη χορήγηση σημαντικού μερίσματος στους μετόχους της ή η αξία των μετοχών της ανέλθει, να μετατρέψει τις ομολογίες του σε μετοχές. Αντίστοιχα, με τον τρόπο αυτό, η ΑΕ προβαίνει σε κεφαλαιοποίηση των χρεών της²³⁶.

γ. Κερδοφόρες ομολογίες

²³⁴ Βλ. **Χουλιάρá**, ό.π., 59-60, οι οποίοι επισημαίνουν τη συμφωνία της μη επιφύλαξης δικαιώματος προτίμησης υπέρ των ήδη υφιστάμενων ομολογιούχων βάσει της 2^η Εταιρική Οδηγία και με το ενωσιακό δίκαιο, παραπέμποντας ως προς το τελευταίο γεγονός στην υπ' αριθμ. C-338/06 απόφαση του ΔΕΕ και ιδίως στις σκέψεις 42-45, **Ψαρουδάκη**, ό.π., 970-971,

²³⁵ Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π., 360, C-338/06 ΔΕΕ, CURIA, σκέψη 40.

²³⁶ Βλ. **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρείες, ό.π., 435.

Ως τελευταία μορφή ομολογιακού δανείου προβλέπεται το ομολογιακό δάνειο με κερδοφόρες ομολογίες. Οι κερδοφόρες ομολογίες (participating bonds) ρυθμίζονται από το άρθρο 72 ν. 4548/2018. Κατά το προϊσχύσαν δίκαιο, η ειδική αυτή μορφή ομολογιακού δανείου προβλεπόταν στο άρθρο 3β κ.ν. 2190/1920²³⁷. Οι ομολογίες αυτού του είδους έχουν ως αποτέλεσμα τη χορήγηση στους ομολογιούχους δανειστές του δικαιώματος λήψης είτε ποσοστού επί των κερδών της ΑΕ και μάλιστα, πέραν του συμφωνημένου τόκου, είτε άλλης παροχής που εξαρτάται από τα αποτελέσματα της εταιρείας. Σε κάθε περίπτωση, κριτήριο απόδοσης της πρόσθετης του τόκου παροχής, συνιστούν τα κέρδη της εταιρείας.²³⁸

Η νέα διάταξη, που εισήγαγε ο ν. 4548/2018, διεύρυνε τη συναλλακτική ελευθερία ως προς την έκδοση κερδοφόρων ομολογιών²³⁹. Η διεύρυνση αυτή αφορά, πρωτίστως, τον χρόνο λήψης του ποσοστού επί των κερδών από τους ομολογιούχους δανειστές. Πλέον, η λήψη του ποσοστού αυτού δύναται να λάβει χώρα πριν και όχι μόνο μετά την απόληψη του ελάχιστου μερίσματος από τους (κοινούς ή προνομιούχους) μετόχους (όπως προβλεπόταν κατά το προϊσχύσαν δίκαιο). Η μέριμνα του νομοθέτη, κατά το προϊσχύσαν δίκαιο, για την ικανοποίηση, πρωτίστως, των μετόχων θεωρούνταν κατανοητή από τη θεωρία. Ως δικαιολογητικός λόγος προβαλλόταν ο μεγαλύτερος επενδυτικός κίνδυνος τον οποίο έφεραν οι μέτοχοι²⁴⁰. Ωστόσο, η δυνατότητα πρότερης καταβολής του ποσοστού επί των κερδών στους ομολογιούχους δανειστές ανταποκρίνεται στη φύση των κερδοφόρων ομολογιών. Όπως, ορθώς, επισημαίνει και η Αιτιολογική Έκθεση του ν. 4548/2018, η καινοτομία αυτή συνδέεται με τη δανειακή φύση και αυτών των ομολογιών. Επιπλέον, η λήψη ορισμένου ποσοστού των κερδών, χορηγείται πλέον όχι μόνον πέραν του τόκου, αλλά και «...αντί του τόκου». Τούτο, ωστόσο, δεν πρέπει να νοηθεί ως δυνατότητα αποκλεισμού εξαρχής της τοκοφορίας και ύπαρξης μόνον αξίωσης συνδεόμενης με τα αποτελέσματα της ΑΕ. Αντίθετα, η διατύπωση «...αντί τόκου» πρέπει να αντιμετωπιστεί υπό την έννοια ότι η αξίωση στον τόκο μπορεί να αναλωθεί, καθώς

²³⁷ Βλ. Βερβεσού, ό.π., 197 επ.

²³⁸ Βλ. Ψαρουδάκη, ό.π., 978.

²³⁹ Βλ. Μεταλληνού, Ομόλογα και ομολογίες, ό.π., 205.

²⁴⁰ Βλ. Σωτηρόπουλου, ό.π., 476.

ό,τι καταβάλλεται ως συμμετοχή στα κέρδη, καταλογίζεται στο ποσό αυτό²⁴¹. Δεν πρέπει, άλλωστε, να παροράται ότι το ποσό του τόκου συνιστά στοιχείο, το οποίο παρέχει στον ομολογιούχο κάποια ασφάλεια απόδοσης²⁴².

Παράλληλα, το άρθρο 72 ν. 4548/2018 απλοποίησε τους όρους έκδοσης²⁴³ των κερδοφόρων ομολογιών.²⁴⁴ Αρμόδιο όργανο για τη λήψη απόφασης έκδοσης κερδοφόρων ομολογιών αποτελεί η ΓΣ, η οποία αποφασίζει με απλή απαρτία και πλειοψηφία. Ούτε εν προκειμένω, επομένως, ισχύει η εκ του νόμου αρμοδιότητα του ΔΣ για την έκδοση ομολογιακού δανείου. Άλλωστε, μέσω της άσκησης του δικαιώματος απόληψης ποσοστού επί των κερδών από τους ομολογιούχους δανειστές ασκείται σημαντική επιρροή στα κέρδη των μετόχων. Συγκεκριμένα, τα προς διανομή κέρδη μειώνονται και ως εκ τούτου, οι μέτοχοι δέον είναι να αποφασίζουν η ίδιοι για την τυχόν συντέλεση τέτοιας μείωσης²⁴⁵. Ωστόσο, κατ' αναλογική εφαρμογή της έκτακτης αύξησης κεφαλαίου, δύναται να παρασχεθεί εξουσιοδότηση στο ΔΣ, προκειμένου το τελευταίο να προβεί σε «έκτακτη²⁴⁶» έκδοση κερδοφόρων ομολογιών²⁴⁷.

Το ως άνω αναφερόμενο δικαίωμα λήψης ποσοστού επί των κερδών συνιστά και το στοιχείο εκείνο, το οποίο κατατάσσει τις κερδοφόρες ομολογίες στην ενδιάμεση χρηματοδότηση. Μέσω αυτών, οι ομολογιούχοι δανειστές έχουν αξιώσεις άμεσα εξαρτώμενες από τα αποτελέσματα της ΑΕ. Στη θεωρία, μάλιστα, σημειώνεται ότι οι κερδοφόρες ομολογίες, από οικονομικής απόψεως, προσιδιάζουν στις προνομιούχες μετοχές (χωρίς δικαίωμα ψήφου) που παρέχουν, παράλληλα, δικαίωμα απόληψης τόκου²⁴⁸. Ωστόσο, οι δύο συγκρινόμενοι τίτλοι διατηρούν τη διαφορετική σειρά κατάταξής τους, καθώς οι κερδοφόρες ομολογίες δεν απεμπολούν τον δανειακό τους χαρακτήρα και οι ομολογιούχοι δανειστές αποτελούν πιστωτές της ΑΕ. Μάλιστα, εκ

²⁴¹ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π. 980.

²⁴² Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π. 71.

²⁴³ Βλ. για τη διαδικασία έκδοσης στο προϊσχύσαν δίκαιο, **Βερβεσού**, ό.π., 199.

²⁴⁴ Βλ. **Λιναρίτη**, Ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ, 10/2019, 1256 επ.

²⁴⁵ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π. 980.

²⁴⁶ Βλ. **Σωτηρόπουλου**, ό.π., 477.

²⁴⁷ Βλ. **Μεταλληνού**, Ομόλογα και ομολογίες, ό.π., 207.

²⁴⁸ Βλ. **Βερβεσού**, ό.π., 198.

περισσού υπογραμμίζεται ότι δεν δημιουργείται μετοχική σχέση μεταξύ ΑΕ και ομολογιούχου δανειστή²⁴⁹.

Δεδομένων των ανωτέρω χαρακτηριστικών, οι υβριδικού χαρακτήρα κερδοφόρες ομολογίες παρουσιάζουν το πλεονέκτημα για την εκδότρια ΑΕ της χρηματοδότησης με χαμηλό επιτόκιο, λόγω των πρόσθετων αξιώσεων που χορηγούν²⁵⁰. Παράλληλα, για τους επενδυτές συνεπάγονται τη μείωση ή εξαφάνιση νομισματικών κινδύνων ή της μειωμένης απόδοσης κεφαλαίων, αφού σε περιόδους κερδοφόρων εταιρικών χρήσεων οι ομολογιούχοι απολαμβάνουν ένα πρόσθετο επενδυτικό όφελος²⁵¹.

4. Τίτλοι κτήσης μετοχών (Warrants)

Μεταξύ των καινοτομιών του ν. 4548/2018 συμπεριλαμβάνεται η πρόβλεψη για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο, συγκεκριμένα στα άρθρα 56 έως 58, των τίτλων κτήσης μετοχών (warrants). Οι τίτλοι αυτοί παρέχουν στους δικαιούχους τους το δικαίωμα να αποκτήσουν, κατόπιν μονομερούς τους δήλωσης, απευθυντέας στην ΑΕ και εντός καθορισθείσας προθεσμίας, μετοχές έναντι προσυμφωνηθέντος τιμήματος²⁵².

Οι τίτλοι κτήσης μετοχών τοποθετούνται, βάσει της λειτουργίας τους, μεταξύ των μετοχών και των μετατρέψιμων ομολογιών, ακριβώς εξαιτίας του δικαιώματος προαίρεσης που ενσωματώνουν²⁵³. Η ανωτέρω προσέγγιση θα μπορούσε να οδηγήσει στην παραδοχή ότι οι τίτλοι κτήσης μετοχών συνιστούν αυτοτελή μορφή ενδιάμεσης χρηματοδότησης, υπό το πρίσμα που αυτές εξετάζονται στην παρούσα. Ωστόσο, από τον ορισμό των μορφών ενδιάμεσης χρηματοδότησης –όπως αυτός ανωτέρω παρατέθηκε- προκύπτει ότι στη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοδότησης υπάγονται περιπτώσεις υβριδικών μορφών χρηματοδότησης, οι οποίες συνδυάζουν χαρακτηριστικά σύναψης δανείου και αύξησης ιδίων κεφαλαίων.

Ο ανωτέρω συνδυασμός, ωστόσο, δεν εντοπίζεται στην περίπτωση των τίτλων κτήσης μετοχών. Καταρχάς, κατά την έκδοσή τους και προ της άσκησης του δικαιώματος

²⁴⁹ Βλ. **Ψαρουδάκη**, ό.π. 981.

²⁵⁰ Βλ. **Βερβεσού**, ό.π. 198.

²⁵¹ Βλ. **Κουλουριανού**, ό.π. 71.

²⁵² Βλ. **Ρόκα**, Εμπορικές Εταιρείες, ό.π., 428.

²⁵³ Βλ. **Λιναρίτη**, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 118-119.

προαίρεσης, οι τίτλοι αυτοί δεν ενσωματώνουν ούτε εκπροσωπούν τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου²⁵⁴. Πολύ περισσότερο, όμως, ακόμη και κατόπιν της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, δεν δημιουργείται κανενός είδους πιστωτική σύμβαση μεταξύ του κατόχου του τίτλου κτήσης και της ΑΕ. Σε αντίθεση με τον κάτοχο της μετατρέψιμης ομολογίας, ο οποίος σε κάθε περίπτωση φέρει την αξίωση στο κεφάλαιο και τον τόκο έναντι της ΑΕ, εάν δεν ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής, ο κάτοχος του τίτλου κτήσης μετοχών δεν διατηρεί αντίστοιχη αξίωση²⁵⁵.

Παρά την ανωτέρω επισήμανση, βέβαια, η σημασία των τίτλων κτήσης μετοχών για την προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων και τη χρηματοδότηση της ΑΕ δεν δύναται να αποσιωπηθεί. Σκοπός τους αποτελεί ακριβώς η χρηματοδότηση της ΑΕ. Προκειμένου δε οι τίτλοι αυτοί να καταστούν ελκυστικοί το οριζόμενο τίμημα κτήσης τους είναι συνήθως ιδιαίτερος χαμηλό²⁵⁶.

Β΄ ΜΕΡΟΣ

III. Θεωρίες και πρακτικές προσεγγίσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης

Η σημασία της κεφαλαιακής διάρθρωσης για την ΑΕ και η προσπάθεια επίτευξης της βέλτιστης δυνατής για την τελευταία, επισημάνθηκε, ήδη, ανωτέρω. Η εξεύρεση της άριστης αναλογίας μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων αποτελεί αντικείμενο της οικονομικής επιστήμης. Επί του ζητήματος αυτού έχουν αναπτυχθεί πλήθος θεωριών καθώς και πρακτικών προσεγγίσεων. Οι θέσεις αυτές, όπως κατωτέρω αναλύονται, φαίνεται να κινούνται μεταξύ του διπόλου κεφαλαίου-χρέους, μη λαμβάνοντας σε σημαντικό βαθμό υπόψη τις ενδιάμεσες μορφές που δύνανται να προκύψουν. Κατόπιν, ιδίως, των μεταρρυθμίσεων που εισήχθησαν με τον ν. 4548/2018, το ερώτημα που τίθεται, ωστόσο, αφορά στο αν πλέον ΑΕ και επενδυτές πρέπει να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στο συνδυασμό ρίσκου-απόδοσης (risk-return), που

²⁵⁴ Βλ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρείες, ό.π., 428.

²⁵⁵ Βλ. Λιναρίτη, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 120-121.

²⁵⁶ Βλ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρείες, ό.π., 428.

κάθε συγκεκριμένη κατηγορία κινητής αξίας φέρει για τον κάτοχό της, δεδομένης της ρευστοποίησης των ορίων μεταξύ κεφαλαίου και χρέους²⁵⁷.

1. Οι θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης

1.1. Η υπόθεση Modigliani και Miller

Η πρώτη εξεταζόμενη στην παρούσα θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης, η οποία, παρά τη σφοδρή κριτική που δέχτηκε, άσκησε σημαντικότερη επιρροή στις μετέπειτα θεωρίες κεφαλαιακής δομής και αποτέλεσε έναυσμα ανάπτυξης αυτών συνιστά η θεωρία των F. Modigliani και M. Miller.

Η πρώτη μορφή της ανωτέρω θεωρίας, η οποία δημοσιεύθηκε το 1958, βασίστηκε στις υποθέσεις των τέλει κεφαλαιαγορών²⁵⁸. Ειδικότερα, οι Modigliani και Miller, στηριζόμενοι μεταξύ άλλων στη μη ύπαρξη φορολογίας εισοδήματος ιδιωτών και επιχειρήσεων, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου και η τιμή της μετοχής μιας ΑΕ δεν επηρεάζονται από τη σύνθεση των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της τελευταίας²⁵⁹. Βασιζόμενοι στην προπεριγραφόμενη θέση, οι Modigliani και Miller διατύπωσαν δύο προτάσεις.

Κατά τα πορίσματα της πρώτης εκ των ως άνω δύο προτάσεων, η αξία της εκάστοτε επιχείρησης, ήτοι η αξία του συνόλου των μετοχών της, δεν εξαρτάται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Αντίθετα, προσδιορίζεται από την προεξόφληση των καθαρών λειτουργικών της εσόδων προς το συνολικό της κεφάλαιο. Ως λειτουργικά έσοδα δε, νοούνται τα κέρδη της επιχείρησης προ τόκων και φόρων (EBIT), όταν υπάρχουν μηδενικοί φόροι²⁶⁰. Σύμφωνα, επομένως, με τον ως άνω προσδιορισμό, η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την εκάστοτε επιλογή κεφαλαιακής διάρθρωσης²⁶¹. Αντίθετα, εξαρτάται από την κερδοφορία της και τον κίνδυνο των λειτουργικών περιουσιακών της στοιχείων.

²⁵⁷ Βλ. **Λιναρίτη**, Ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ, ό.π., 1263.

²⁵⁸ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Μακροχρόνιος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και στρατηγικές χρηματοδοτικές αποφάσεις της επιχείρησης, 2017, 255 επ.

²⁵⁹ Βλ. **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 281.

²⁶⁰ Βλ. **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 282, **Αρτίκη**, ό.π., 36.

²⁶¹ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 509.

Όσον αφορά τη δεύτερη πρόταση των Modigliani και Miller, αυτή ορίζει ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης η οποία επιλέγει να χρησιμοποιήσει δανειακά κεφάλαια ισούται με το κοινό μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης η οποία δεν προβαίνει σε χρήση δανειακών κεφαλαίων, υπάγεται, όμως, στην ίδια κατηγορία κινδύνου, προστιθέμενης μιας ανταμοιβής κινδύνου. Ομοίως και δυνάμει της δεύτερης πρότασης, οι Modigliani και Miller συνήγαγαν ότι η αξία μια επιχείρησης ή η αγοραία τιμή της μετοχής της, καθώς και το συνολικό κόστος κεφαλαίου της δεν επηρεάζονται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Δικαιολογητικό λόγο της ανωτέρω θέσης αποτελεί η παραδοχή ότι τυχόν ωφέλεια από τη χρήση φθηνών δανειακών κεφαλαίων αντισταθμίζεται από το ακριβότερο κοινό μετοχικό κεφάλαιο, διότι το τελευταίο παρουσιάζει πλέον μεγαλύτερο κίνδυνο²⁶².

Το έτος 1963 οι Modigliani και Miller προέβησαν σε μια επαναπροσέγγιση της ανωτέρω θέσης τους, κατά την οποία έλαβαν υπόψη την επίδραση των εταιρικών φόρων στην αξία της εκάστοτε επιχείρησης. Συγκεκριμένα, η λήψη υπόψη της εταιρικής φορολόγησης τους ώθησε στο συμπέρασμα ότι η δανειακή επιβάρυνση αυξάνει την αξία της επιχείρησης, καθώς οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων υπάγονται στα έξοδα της επιχείρησης, τα οποία εκπίπτουν από τα φορολογητέα κέρδη²⁶³. Ως εκ τούτου, η δανειακή επιβάρυνση και η αξία της επιχείρησης συνιστούν μεγέθη ανάλογα, με αποτέλεσμα να συνίσταται οι επιχειρήσεις να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους με 100% δανειακά κεφάλαια²⁶⁴. Η ως άνω επαναπροσέγγιση οδήγησε στη διατύπωση δύο νέων προτάσεων των Modigliani και Miller.

Σύμφωνα με την πρώτη πρόταση, η αξία μιας επιχείρησης, η οποία προβαίνει στη χρήση δανειακών κεφαλαίων ισούται με την αξία μιας επιχείρησης που δεν προβαίνει στην αντίστοιχη χρήση, στην πρώτη, όμως, προστίθεται η φορολογική εξοικονόμηση την οποία η επιχείρηση αυτή απολαμβάνει, εξαιτίας ακριβώς της χρήσης δανειακών κεφαλαίων²⁶⁵. Σύμφωνα δε με τη δεύτερη πρόταση, το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης με δανειακή επιβάρυνση ισούται με

²⁶² Βλ. **Αρτίκη**, ό.π., 37, **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 284-285.

²⁶³ Βλ. **Αρτίκη**, ό.π., 40.

²⁶⁴ Βλ. **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 286.

²⁶⁵ Βλ. **Αρτίκη**, ό.π., 41, **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 287.

το κοινό μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης που αντίθετα, δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια, με την προσθήκη, όμως, σε αυτό και μιας ανταμοιβής κινδύνου, το μέγεθος της οποίας εξαρτάται από τη διαφορά μεταξύ του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης χωρίς δανειακή επιβάρυνση και του κόστους των δανειακών κεφαλαίων, του συντελεστή φορολόγησης και τη δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης²⁶⁶. Συνεπώς, βάσει των ανωτέρω και σε αντίθεση με ότι, σε προγενέστερο χρόνο, είχαν υποστηρίξει οι Modigliani και Miller, η αξία και το συνολικό κόστος του κεφαλαίου μιας επιχείρησης εξαρτώνται από την κεφαλαιακή διάρθρωση αυτής²⁶⁷.

Εν συνεχεία, το έτος 1977 ο Miller προέβη σε συμπλήρωση της αμέσως ανωτέρω αναφερόμενης θέσης. Συγκεκριμένα, συμπεριέλαβε σε αυτή, επιπλέον, την ύπαρξη φόρων εισοδήματος φυσικών προσώπων. Το συμπέρασμα της συμπλήρωσης του Miller συνοψίζεται στη θέση ότι αν ο συντελεστή φορολόγησης του εισοδήματος των φυσικών προσώπων από μετοχές είναι μικρότερος από τον αντίστοιχο συντελεστή εισοδήματος των φυσικών προσώπων για ομολογίες -γεγονός που μάλιστα συνήθως πράγματι λαμβάνει χώρα- η επιχείρηση που παρουσιάζει δανειακή επιβάρυνση επωφελείται από φορολογική εξοικονόμηση²⁶⁸.

Οι ως άνω θεωρίες των Modigliani-Miller επικρίθηκαν σφοδρά. Συγκεκριμένα, έναντι αυτών χρησιμοποιήθηκαν επιχειρήματα όπως το ότι δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα και ότι είναι εξαιρετικά περιοριστικές, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη πλήθος παραμέτρων, όπως τα κόστη αντιπροσώπευσης και τα κόστη χρηματοοικονομικών δυσχερειών. Υποστηρίχθηκε δε ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση των φυσικών προσώπων και η αντίστοιχη των επιχειρήσεων δεν είναι τέλεια υποκατάστατα μεταξύ τους²⁶⁹.

1.2. Το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας²⁷⁰

²⁶⁶ Βλ. Αρτίκη, ό.π., 42.

²⁶⁷ Βλ. Βασιλείου, Ηρειώτη, ό.π., 288.

²⁶⁸ Βλ. Βασιλείου, Ηρειώτη, ό.π., 289.

²⁶⁹ Βλ. Βλ. Βασιλείου, Ηρειώτη, ό.π., 292-293.

²⁷⁰ Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, ό.π., 307 επ., όπου χρησιμοποιούν τον όρο «οικονομική δυσπραγία».

Το πόρισμα των Modigliani-Miller -υπό την πρόταση II, ήτοι λαμβανομένης υπόψη της ύπαρξης φόρων- κατατείνει στην εξ ολοκλήρου επιλογή χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων από δανειακά κεφάλαια²⁷¹. Ανάγει, δηλαδή, σε άριστη κεφαλαιακή δομή, την αποτελούμενη αποκλειστικά από δανειακά κεφάλαια (100% ξένα κεφάλαια)²⁷². Ωστόσο, ως ήδη ανωτέρω ελέχθη, η θεωρία αυτή δεν λαμβάνει υπόψη πλήθος έτερων παραμέτρων. Μεταξύ των παραμέτρων αυτών συγκαταλέγονται, όπως επισημάνθηκε, οι χρηματοοικονομικές δυσχέρειες τις οποίες ενδέχεται να αντιμετωπίσει η επιχείρηση εξαιτίας της ανάληψης της υποχρέωσης καταβολής αρχικού κεφαλαίου και τόκων που συνεπάγεται η χρηματοδότηση μέσω χρέους και συγκεκριμένα, μέσω του συνεχώς αυξανόμενου χρέους²⁷³.

Ειδικότερα, τυχόν αδυναμία της επιχείρησης να εκπληρώσει τις ως άνω υποχρεώσεις συνεπάγεται την επέλευση βλαπτικών αποτελεσμάτων για την ίδια (όπως λόγου χάρη η απώλεια ικανών στελεχών, αδυναμία αντικατάστασης εξοπλισμού κ.α.²⁷⁴)²⁷⁵. Η πλέον επιζήμια οικονομική συνέπεια για την επιχείρηση είναι αυτή της πτώχευσης, η οποία δύναται να έχει ως αποτέλεσμα την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, της οποίας ιδιοκτήτες είναι οι μέτοχοι, από τους ομολογιούχους δανειστές²⁷⁶. Ο κίνδυνος της πτώχευσης δεν ελλοχεύει, αντίθετα, στις περιπτώσεις μη καταβολής μερισμάτων προς τους μετόχους, καθώς αυτά χορηγούνται από τα κέρδη της ΑΕ.

Οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε ανάληψη χρέους έχουν, επομένως, μεγαλύτερη πιθανότητα πτώχευσης σε σχέση με αυτές που δεν στρέφονται σε αυτή τη μορφή χρηματοδότησης. Ως αποτέλεσμα, οι πρώτες καθίστανται λιγότερο ελκυστικές για τους δυνητικούς επενδυτές. Στις περιπτώσεις επιβαρυσμένων επιχειρήσεων, άλλωστε, οι δυνητικοί επενδυτές απαιτούν υψηλότερα επιτόκια όσο αυξάνει η πιθανότητα πτώχευσης, ενώ παράλληλα, η επιχείρηση αποτιμάται χαμηλότερα²⁷⁷. Κατά

²⁷¹ Βλ. Βασιλείου, Ηρειώτη, ό.π., 290.

²⁷² Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, ό.π., 307.

²⁷³ Βλ. Ross, Westerfield, Jaffe, ό.π., 493.

²⁷⁴ Βλ. αναλυτικότερα, Βασιλείου, Ηρειώτη, ό.π., 293-294.

²⁷⁵ Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, ό.π., 308.

²⁷⁶ Βλ. Ross, Westerfield, Jaffe, ό.π., 493.

²⁷⁷ Βλ. Αρτίκη, ό.π., 47.

συνέπεια, η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης επηρεάζει άμεσα το ύψος του κόστους των χρηματοοικονομικών δυσχερειών.

1.3. Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης

Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (Agency Theory) έχει ως αντικείμενο μελέτης αφενός τη σχέση μεταξύ των μετόχων και των μελών ΔΣ και των διευθύνοντων συμβούλων της ΑΕ αφετέρου τη σχέση μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων.

Δέον να σημειωθεί (και) στο σημείο αυτό ότι αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης, στο πλαίσιο της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, είναι η μεγιστοποίηση της της τιμής των μετοχών της. Για την επίτευξη του σκοπού αυτού, η επιχείρηση πρέπει να επιλέγει εκείνες τις επενδύσεις, οι οποίες παρουσιάζουν καθαρή παρούσα αξία μεγαλύτερη του μηδενός²⁷⁸. Όμως ενδέχεται -στις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι μέτοχοι ή η πλειοψηφία αυτών δεν απαρτίζουν και τη διοίκηση της επιχείρησης, όπως συμβαίνει λόγω χάρη στις οικογενειακές επιχειρήσεις- οι αποφάσεις της διοίκησης να μην συνάδουν πάντοτε με τον ως άνω σκοπό²⁷⁹. Πράγματι, όπως έχει επισημανθεί στη θεωρία και διαπιστωθεί στην πράξη, η διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να έχει προσωπικούς στόχους, οι οποίοι παρεκκλίνουν από αυτούς της επιχείρησης ή είναι ανταγωνιστικοί προς τον στόχο της μεγιστοποίησης της τιμής των μετοχών της. Ιδίως δε, όταν η αμοιβή των μελών της διοίκησης εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης ή οι τελευταίοι απολαμβάνουν ιδιαίτερα προνόμια (όπως πολυτελή γραφεία και ταξίδια)²⁸⁰.

Υπάρχουσας της ως άνω σύγκρουσης συμφερόντων, η διοίκηση, αποσκοπώντας στην επίτευξη των ίδιων στόχων της, ενδέχεται να στραφεί σε επενδυτικές και χρηματοδοτικές επιλογές, οι οποίες δεν μεγιστοποιούν την τιμή των μετοχών της επιχείρησης²⁸¹ και να διατηρήσει μια εντελώς διαφορετική συμπεριφορά απέναντι στον κίνδυνο από αυτή των μετόχων²⁸². Δεδομένων των προαναφερόμενων

²⁷⁸ Βλ. Δράκου, ό.π., 478.

²⁷⁹ Βλ. Αρτίκη, ό.π., 50.

²⁸⁰ Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, ό.π., 333.

²⁸¹ Βλ. Αρτίκη, ό.π., 50.

²⁸² Βλ. Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, ό.π., 335.

συμπεριφορών, τα μέλη της διοίκησης δεν δύναται να θεωρηθούν τέλειοι αντιπρόσωποι των μετόχων. Οι τελευταίοι επιφορτίζονται, ως εκ τούτου, με τον έλεγχο και την παρακολούθηση των ενεργειών των μελών της διοίκησης, γεγονός που απαιτεί ανάληψη κόστους, ήτοι του κόστους αντιπροσώπευσης²⁸³.

Την ως άνω σύγκρουση συμφερόντων, σαφώς, λαμβάνουν υπόψη οι δανειστές της επιχείρησης. Επιπλέον, κατ' αντιστοιχία των ανωτέρω, παρέκκλιση στόχων δύναται να σημειωθεί, επίσης, μεταξύ των εν λόγω δανειστών και των μετοχών της επιχείρησης. Όταν η επιχείρηση αναλαμβάνει χρέος, ενδέχεται οι μέτοχοι να υιοθετήσουν εγωιστικές στρατηγικές. Μια εκ των στρατηγικών αυτών συνοψίζεται στο κίνητρο ανάληψης μεγάλων κινδύνων. Ειδικότερα, οι μέτοχοι, ιδίως όταν η επιχείρηση κινδυνεύει να πτωχεύσει, είναι πιθανό να αναλάβουν δραστηριότητες με μεγάλο κίνδυνο, γνωρίζοντας ότι εκμεταλλεύονται ένα ξένο προς τους ίδιους κεφάλαιο, αυτό των ομολογιούχων. Στον αντίποδα βρίσκονται οι στρατηγικές του κινήτρου προς ανεπάρκεια επενδύσεων και της εκμετάλλευσης του ακινήτου. Η μεν πρώτη, ωθεί του μετόχους, ιδίως των επιχειρήσεων που κινδυνεύουν με πτώχευση, να θεωρούν ότι κάθε νέα επένδυση ευνοεί, εν τέλει, τους ομολογιούχους. Η δε δεύτερη, τους ωθεί, ιδίως και πάλι σε περιόδους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας, να αποφασίζουν υπέρ τους την καταβολή επιπρόσθετων μερισμάτων ή διανομών, με αποτέλεσμα να μειώνονται τα διαθέσιμα ποσά για την ίδια την επιχείρηση και τους ομολογιούχους. Το κόστος, όμως, των στρατηγικών αυτών φέρουν στην πραγματικότητα οι ίδιοι οι μέτοχοι, καθώς οι ορθολογικοί ομολογιούχοι γνωρίζουν τους κινδύνους τους οποίους ενδέχεται να κληθούν να αντιμετωπίσουν σε περιπτώσεις χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Ως εκ τούτου, απαιτούν υψηλότερα επιτόκια, το βάρος των οποίων φέρουν, εν τέλει, οι μέτοχοι²⁸⁴.

²⁸³ Βλ. **Δράκου, Καραθανάση**, ό.π., 479, **Αρτίκη**, ό.π., 50-51. Δέον να σημειωθεί ότι σε ενωσιακό επίπεδο ο στόχος της διαφάνειας στη χορήγηση των αμοιβών και ιδίως της εναργέστερης συμμετοχής των μετόχων στην καταβολή τους, επιδιώκεται (και) μέσω των άρθρων 9α και 9β της Οδηγίας 2007/36/ΕΚ, όπως τροποποιήθηκε με την Οδηγία 2017/828/ΕΕ, τα οποία εισάγουν την αρχή *say on pay*. Βάσει αυτής, οι αποδοχές των μελών του ΔΣ πρέπει να ορίζονται κατά τρόπο, ώστε να παρέχεται στους μετόχους η δυνατότητα να εκφράζουν τη γνώμη τους επ' αυτών. Για την υλοποίηση της ως άνω δυνατότητας, τίθενται στη διάθεση των μετόχων η πολιτική αποδοχών και η έκθεση αποδοχών. Οι τελευταίες, μεταφέρθηκαν και ρυθμίζονται και στο εθνικό δίκαιο και συγκεκριμένα, στα άρθρα 110-112 ν. 4548/2018, βλ. σχετικά, **Λιβαδά**, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 110-112), 2019.

²⁸⁴ Βλ. **Ross, Westerfield, Jaffe**, ό.π., 499-500.

Τα κόστη αντιπροσώπευσης, όπως και τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας αντίστοιχα, δύνανται να περιορίσουν το ποσό των δανείων το οποίο εκτιμάται ως άριστο. Ως εκ τούτου, το κόστος αντιπροσώπευσης λειτουργεί ως ένας επιπλέον παράγοντας μείωσης της αξίας της επιχείρησης σε περιπτώσεις, κατά τις οποίες σημειώνονται υψηλοί βαθμοί δανειακής επιβάρυνσης²⁸⁵.

1.4. Η θεωρία της αντιστάθμισης

Όπως ανωτέρω εκτέθηκε, έναντι της θέσης περί εξ ολοκλήρου χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από δανειακά κεφάλαια αντιτείνονται οι θεωρίες που καταδεικνύουν τη φθίνουσα αξία των φορολογικών πλεονεκτημάτων από την ανάληψη χρέους και ιδίως, την αυξανόμενη ανάληψη χρέους, όταν λαμβάνονται υπόψη τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας και αντιπροσώπευσης. Μάλιστα, από ένα σημείο άντλησης ξένων κεφαλαίων και έπειτα, η φορολογική ωφέλεια της επιχείρησης από την ανάληψη χρέους είναι μικρότερη από την αρνητική επίπτωση που επιφέρουν σε αυτήν τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας και αντιπροσώπευσης²⁸⁶.

Δεδομένων των ως άνω, η θεωρία της αντιστάθμισης ή ανταλλαγής (Trade-Off Theory) αποσκοπεί στην εξεύρεση ενός εξισορροπιστικού μοντέλου των φορολογικών ωφελειών και των συνεπειών που επιφέρουν τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και αντιπροσώπευσης²⁸⁷. Το βέλτιστο ποσό μόχλευσης για την επιχείρηση εμφανίζεται, δηλαδή, στο σημείο κατά το οποίο το οριακό κόστος του χρέους ισούται με το οριακό όφελος του²⁸⁸.

Όμως, τα μοντέλα της αντιστάθμισης ή ανταλλαγής αδυνατούν να εξεύρουν την ακριβή άριστη κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης, καταφεύγοντας, κατά βάση, σε εμπειρικές εκτιμήσεις. Βάσει των εκτιμήσεων αυτών καταλήγουν σε ορισμένα πορίσματα, σύμφωνα με τα οποία, οι επιχειρήσεις με χαμηλότερο επιχειρησιακό κίνδυνο και άρα μεγαλύτερη μεταβλητότητα στα κέρδη δύνανται να δανείζονται περισσότερο, έστω και αν τα οφέλη του δανεισμού δεν αντισταθμίζουν πλήρως τα

²⁸⁵ Βλ. **Αρτίκη**, ό.π., 51.

²⁸⁶ Βλ. **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 295.

²⁸⁷ Βλ. **Jahanzeb, Rehman, Bajuri, Karami, Ahmadimousaabad**, Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories, International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI), 10/2013-3/2014, 13.

²⁸⁸ Βλ. **Ross, Westerfield, Jaffe**, ό.π., 493.

κόστη. Επίσης, κρίνεται εύλογο να καταφεύγουν σε αυξανόμενο δανεισμό επιχειρήσεις που έχουν στην κυριότητά τους πάγια περιουσιακά στοιχεία σημαντικής εμπορικής αξίας. Οι ως άνω επιχειρήσεις, δύνανται να αντιμετωπίσουν ευχερέστερα περιπτώσεις εμφάνισης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, σε αντίθεση με επιχειρήσεις που βασίζονται σε άυλα περιουσιακά στοιχεία (λ.χ. φήμη, πελατεία). Τέλος, επιχειρήσεις υπαγόμενες σε μεγαλύτερους φορολογικούς συντελεστές, σαφώς και αναμένουν μεγαλύτερα φορολογικά οφέλη από τον αυξανόμενο δανεισμό²⁸⁹.

Η ως άνω θεωρία, δεδομένου ότι αφορμάται από εμπειρικές μελέτες, όπως ελέχθη, δεν περιλαμβάνει, ως υποστηρίζεται έτερους εξωεπιχειρησιακούς παράγοντες, οι οποίοι ενδέχεται να επηρεάζουν την κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης και ως εκ τούτου παρουσιάζεται αδύναμη²⁹⁰.

1.5. Η θεωρία της ιεράρχησης

Η θεωρία της ιεράρχησης (Pecking Order Theory) εντοπίζεται, εν σπέρματι, στην εμπειρική μελέτη αναφορικά με χρηματοδοτικές πρακτικές μεγάλων επιχειρήσεων των Η.Π.Α. του G. Donaldson το έτος 1961. Βάσει της μελέτης του, ο Donaldson κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις καταφεύγουν σε μια συγκεκριμένη ακολουθία άντλησης των απαιτούμενων για τις ίδιες κεφαλαίων, ιεραρχώντας τις πηγές χρηματοδότησης²⁹¹. Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις, στην πλειοψηφία τους, χρηματοδοτούν τις ανάγκες τους, το πρώτον, με παρακρατημένα κέρδη και αποσβέσεις. Έπειτα επιλέγουν την ανάληψη χρέους και στο τέλος καταφεύγουν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και την έκδοση νέων μετοχών²⁹².

Εν συνεχεία, η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε περαιτέρω, ιδίως από τον S. Myers το έτος 1984. Ο Myers διαπίστωσε τη μη συμφωνία της θεωρίας της ιεράρχησης με τα αποτελέσματα της (προαναφερόμενης) θεωρίας της αντιστάθμισης περί ύπαρξης και κατ' επέκταση προσδιορισμού της άριστης κεφαλαιακής δομής. Υπογράμμισε,

²⁸⁹ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 358.

²⁹⁰ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 359.

²⁹¹ Βλ. **Donaldson**, Corporate Debt Capacity: A case study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, 1961, 66-67.

²⁹² Βλ. **Jahanzeb, Rehman, Bajuri, Karami, Ahmadimousaabad**, ό.π., 13.

συγκεκριμένα, ότι τα ίδια κεφάλαια προέρχονται από τα αποθεματικά, τα οποία βρίσκονται στην κορυφή της ιεράρχησης και το μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο βρίσκεται στο τέλος της ιεράρχησης²⁹³. Ωστόσο, τα μοντέλα αντιστάθμισης ταυτίζουν τα προερχόμενα από τις προαναφερόμενες διακριτές πηγές ίδια κεφάλαια. Επιπλέον επεσήμανε ότι η θεωρία της ανταλλαγής καταλήγει σε διαφορετικά συμπεράσματα διότι δεν λαμβάνει υπόψη το γεγονός της καλύτερης πληροφόρησης που τυγχάνουν οι διοικούντες την ΑΕ συγκριτικά με τους επενδυτές όσον αφορά την οικονομική κατάσταση της εταιρίας και τις προοπτικές της²⁹⁴. Οι ομογενείς προσδοκίες των συμμετεχόντων στα μοντέλα αντιστάθμισης δεν υφίστανται στην πραγματικότητα, δεδομένης της ασύμμετρης πληροφόρησης αυτών.

Εν ολίγοις, βάσει της θεωρίας της ιεράρχησης της χρηματοδότησης, οι διοικούντες την επιχείρηση προκρίνουν τη χρηματοδότηση της τελευταίας μέσω εσωτερικών δημιουργούμενων κεφαλαίων. Τα τελευταία βρίσκονται υπό τον πλήρη έλεγχο των διοικούντων άμεσα, χωρίς να τίθενται υπό αμφισβήτηση, αβεβαιότητα και ανασφάλεια. Ωστόσο, η αξιοποίηση των κερδών αυτών επηρεάζει, σαφώς, την μερισματική πολιτική της επιχείρησης, στερώντας επιπρόσθετα τυχόν κέρδη από τους μετόχους²⁹⁵. Η ως άνω περιγραφόμενη αυτοχρηματοδότηση της επιχείρησης δεν πρέπει να αποτελεί επιλογή χρηματοδότησης στην περίπτωση εκείνη που τα εσωτερικά κεφάλαια αυτής δεν αρκούν για την κάλυψη των αναγκών της. Εφόσον, λοιπόν, τα εσωτερικά κεφάλαια παρουσιάζονται ανεπαρκή, η εταιρεία έχει να επιλέξει μεταξύ αφενός της ανάληψης χρέους αφετέρου της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και της κάλυψής του μέσω έκδοσης νέων μετοχών.

Κατά τη θεωρία της ιεράρχησης, σε περίπτωση αδυναμίας αυτοχρηματοδότησης της επιχείρησης πρέπει να προηγείται η άντληση κεφαλαίων μέσω ασφαλών χρεογράφων. Ειδικότερα, η ανάληψη χρέους έναντι της έκδοσης μετοχών φαίνεται να πλεονεκτεί για περισσότερους του ενός λόγους. Καταρχάς, η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων δύναται να αντιμετωπίσει την απειλή της αραίωσης (dilution). Η τελευταία εδράζεται στο γεγονός ότι η έκδοση περισσότερων κοινών μετοχών έχει ως

²⁹³ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 375.

²⁹⁴ Βλ. **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 296.

²⁹⁵ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 372-373.

συνέπεια την αύξηση του αριθμού των μετόχων (και μετοχών) που θα έχουν αξίωση στα κέρδη και τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης²⁹⁶. Επιπλέον, οι διοικούντες την επιχείρηση θεωρούν ότι ελλοχεύει μεγαλύτερος κίνδυνος κατά την τιμολόγηση του χρέους παρά κατά την τιμολόγηση των ιδίων κεφαλαίων, καθώς στην περίπτωση του χρέους, αν αποφευχθεί η χρηματοοικονομική δυσχέρεια, οι επενδυτές λαμβάνουν μια σταθερή απόδοση²⁹⁷. Συγκεκριμένα, οι διοικούντες την ΑΕ προβαίνουν σε έκδοση ιδίων κεφαλαίων ή χρέους όταν αμφότερα είναι υπερτιμημένα. Ωστόσο, οι επενδυτές λειτουργούν με μεγαλύτερη δυσπιστία έναντι της έκδοσης μετοχών, θεωρώντας ότι η έκδοσή τους σημαίνει και σημαντική υπερτίμησή τους²⁹⁸.

Δεδομένων των ως άνω, οι επιχειρήσεις πρέπει να προβαίνουν στην έκδοση ιδίων κεφαλαίων, όταν δεν δύνανται, πλέον, λόγω του κόστους χρηματοοικονομικής δυσχέρειας να αναλάβουν επιπλέον χρέος μέσω της έκδοσης, καταρχάς, ασφαλών χρεογράφων και έπειτα υβριδικών μορφών²⁹⁹. Παράλληλα, σε κάθε περίπτωση προκρίνεται η προνοητικότητα της επιχείρησης περί συσσώρευσης μετρητών, ώστε να είναι δυνατή η κάλυψη επικείμενων αναγκών χρηματοδότησης. Βέβαια, πρέπει να σημειωθεί ότι οι υπερβολικές ελεύθερες ταμειακές ροές μπορεί να αποτελέσουν κίνητρο σπατάλης για τους διοικούντες της ΑΕ, για ίδιον όφελος, δεδομένης της ανωτέρω αναφερόμενης σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των τελευταίων και των μετόχων της επιχείρησης³⁰⁰.

1.6. Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης

Ο Stewart Myers διαπίστωσε, όπως ανωτέρω επισημάνθηκε, ότι τα διαφορετικά πορίσματα της θεωρίας της αντιστάθμισης και της θεωρίας της ιεράρχησης οφείλονται στη διαφορετική, ήτοι ασύμμετρη, πληροφόρηση των διοικούντων την επιχείρηση και των δυνητικών επενδυτών³⁰¹. Σαφώς, η διοίκηση της εκάστοτε επιχείρησης έχει καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με το πως προδιαγράφεται το

²⁹⁶ Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, ό.π., 374.

²⁹⁷ Βλ. Ross, Westerfield, Jaffe, ό.π., 511.

²⁹⁸ Βλ. Ross, Westerfield, Jaffe, ό.π., 511.

²⁹⁹ Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, ό.π., 371.

³⁰⁰ Βλ. Ross, Westerfield, Jaffe, ό.π., 512.

³⁰¹ Βλ. Βασιλείου, Ηρειώτη, ό.π., 296.

μέλλον αυτής σε σχέση με τους δυνητικούς ή ήδη υφιστάμενους επενδυτές της. Βάσει της θεωρίας της ασύμμετρης πληροφόρησης, γίνεται δεκτό ότι στις περιπτώσεις που το μέλλον της επιχείρησης προδιαγράφεται ευοίωνα, η επιχείρηση θα αναζητήσει χρηματοδότηση μέσω ανάληψης χρέους, ώστε οι ήδη υφιστάμενοι μέτοχοι να αντλήσουν μεγαλύτερο ποσό από τα κέρδη αυτής. Αντίθετα, στις ως άνω περιπτώσεις, η έκδοση νέων μετοχών θα έχει ως συνέπεια οι παλιοί μέτοχοι να μοιράζονται τις μελλοντικές ωφέλειες με τους νέους μετόχους. Η αντίστροφη στρατηγική γίνεται δεκτό ότι θα υιοθετηθεί στις περιπτώσεις που η πορεία της επιχείρησης διαφαίνεται πτωτική. Δεδομένων των ως άνω, σύμφωνα με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι επενδυτές κρίνουν τις αποφάσεις περί του τρόπου χρηματοδότησης της επιχείρησης ως ενδεικτικές της μελλοντικής τους πορείας. Ως εκ τούτου, υποστηρίζεται ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να χρησιμοποιούν λιγότερα δανειακά κεφάλαια από ότι προτείνει το μοντέλο της αντιστάθμισης, ώστε να δύνανται να αντλήσουν δανειακά κεφάλαια με εύλογο κόστος όταν προκύπτουν συμφέρουσες επενδυτικές ευκαιρίες³⁰². Οι ως άνω παραδοχές, υιοθετούνται και στο πλαίσιο της θεωρίας της σηματοδότησης.

1.7. Η θεωρία της σηματοδότησης

Η θεωρία της σηματοδότησης (Signaling Theory or Signaling Model)³⁰³ εκκινεί από τη θέση ότι μια ορθολογική εταιρεία αυξάνει τα επίπεδα του χρέους της και ως εκ τούτου, τις επακόλουθες καταβολές τόκων, όταν τα κέρδη της αναμένεται να αυξηθούν. Εφόσον, δηλαδή, σημειώνει και αναμένει ανοδική πορεία των κερδών της, τυγχάνει της ασφάλειας εκείνης, η οποία θα την ωθήσει στην αύξηση του χρέους της, ούσα σε θέση να αυξήσει ελαφρώς και τον τυχόν κίνδυνο πτώχευσης. Άλλωστε στην περιγραφείσα ως άνω περίπτωση, η επιχείρηση θα αξιοποιήσει τους επιπρόσθετους τόκους για να μειώσει τους φόρους από τα υψηλότερα κέρδη της³⁰⁴.

Ορμώμενος κανείς από την ως άνω θέση δύναται να προδιαγράψει και την αναμενόμενη αντίδραση των επενδυτών στην προαναφερόμενη αύξηση του χρέους.

³⁰² Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 369-370.

³⁰³ Πρώτος στη χρήση του όρου «Σηματοδότηση της Αγοράς» προέβη ο καθηγητής Michael Spence, ο οποίος εξέτασε τη σηματοδότηση της αγοράς στο πλαίσιο της αγοράς εργασίας, βλ. σχετικά **Michael Spence**, "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics*, 8/1974, p. 355-374.

³⁰⁴ Βλ. **Ross, Westerfield, Jaffe**, ό.π., 504.

Συγκεκριμένα, βάσει της θέσης αυτής, ο ορθολογικός δανειστής καθίσταται πιθανότερο να ερμηνεύσει την αύξηση του χρέους της εταιρείας ως αξιόπιστο «σήμα» της διοίκησης της εταιρείας, το οποίο υποδηλώνει ότι η τελευταία αναμένει ικανοποιητικές ταμειακές ροές και ως εκ τούτου, δύναται να αποφύγει τυχόν κατάσταση οικονομικής δυσπραγίας, η οποία ελλοχεύει –ως ανωτέρω αναλύθηκε– στις περιπτώσεις αύξησης του χρέους της εταιρείας³⁰⁵. Οι επενδυτές αντιλαμβάνονται, δηλαδή, το χρέος ως «σήμα» της αξίας της εταιρείας. Αντίστοιχο «σήμα» μπορεί να αποτελέσει και η αύξηση των μερισμάτων των μετόχων. Ωστόσο, η ως άνω θέση σχετικά με το σήμα της ανάληψης χρέους ενδέχεται να παρακινήσει επιχειρήσεις με πτωτική πορεία να προβούν σε δανεισμό, παραπλανώντας τους επενδυτές. Ωστόσο, τα κόστη που συνεπάγεται ο δανεισμός, στην πραγματικότητα είναι μη ανεκτά για τις ίδιες, γεγονός που θα επιφέρει σημαντική πτώση της τιμής της μετοχής και ως εκ τούτου, βλάβης τους μετόχους³⁰⁶.

Η θεωρία της σηματοδότησης, υπαγόμενη στο πλαίσιο της συμπεριφορικής ανάλυσης (Behavior Analysis), γίνεται αντιληπτή ως το σύνολο των ενεργειών που πραγματοποιούνται από φυσικά ή νομικά πρόσωπα, τα οποία παρέχουν πληροφορίες για την κατάστασή στην οποία βρίσκονται. Συνιστά, ως εκ τούτου, μέρος της θεωρίας της ασύμμετρης πληροφόρησης, όπως η τελευταία αναλύθηκε ως άνω³⁰⁷.

Η πρώτη υιοθέτηση της θεωρίας αυτής στην χρηματοοικονομική διοίκηση πραγματοποιήθηκε, το έτος 1977, από τον Stephen A. Ross³⁰⁸. Ομοίως, την ίδια χρονιά κοινωνοί της θεωρίας αυτής στη χρηματοοικονομική διοίκηση έγιναν οι Hayne E. Leland και David H. Pyle. Ο Stephen A. Ross ψέγει την ανάλυση των Modigliani-Miller, η οποία θεμελιώνεται στην υπόθεση των τέλειων αγορών³⁰⁹. Επιπρόσθετα, υποστηρίζει ότι η αξία της επιχείρησης θα αυξηθεί με την μόχλευση, καθώς η μόχλευση αυξάνει την αντίληψη της αγοράς για την αξία της επιχείρησης.

³⁰⁵ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 387.

³⁰⁶ Βλ. **Ross, Westerfield, Jaffe**, ό.π., 505.

³⁰⁷ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 388.

³⁰⁸ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 393.

³⁰⁹ Βλ. **Ross**, The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, *The Journal of Finance*, 1997, p. 23, όπου χαρακτηρίζει συγκεκριμένα την ανάλυση αυτή «εκτός μόδας».

Παράλληλα, όμως, αυξάνονται και τα κόστη οικονομικής δυσχέρειας. Τούτο οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις δεν θα πρέπει να καταφεύγουν κατά κόρον στην ανάληψη χρέους. Αντίθετα, η μόχλευση θα πρέπει να βρίσκεται σε συσχέτιση με την αξία της επιχείρησης³¹⁰.

2. Πρακτική προσέγγιση της διάρθρωσης κεφαλαίων

Η ως άνω ακροθιγής αναφορά στις βασικότερες θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων που έχουν διατυπωθεί έως σήμερα καταδεικνύει την αδυναμία της θεωρίας να προβεί σε μια ολοκληρωμένη παραδοχή η οποία θα καταλήγει στην άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Η αδυναμία αυτή αφορμάται, μεταξύ άλλων, από τη δυσχέρεια που παρουσιάζει η εκ των προτέρων κατάλληλη αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια για έναν αόριστο αριθμό επιχειρήσεων, οι οποίες διαφέρουν ως προς πλήθος χαρακτηριστικών τους, όπως το μέγεθος, το αντικείμενο, τον κύκλο εργασιών τους, τις προοπτικές ανάπτυξης και την κερδοφορία τους.

Πέραν της θεωρίας, ωστόσο, παρουσιάζονται και στην πράξη μέθοδοι ανάλυσης, οι οποίες λειτουργούν ως αρωγοί στην επιλογή διάρθρωσης κεφαλαίου που αποσκοπεί στη μεγιστοποίηση της συνολικής αξίας της επιχείρησης.

2.1. Η ανάλυση EBIT-EPS

Μια εκ των ως άνω μεθόδων αποτελεί η ανάλυση EBIT-EPS. Πρόκειται για μια απλή μέθοδο, η οποία έχει ως αντικείμενο εξέτασης τη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων στα αποτελέσματα της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, η μέθοδος αυτή συγκρίνει εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης μιας επιχείρησης, αναλύοντας την επίδραση εκάστου εξ αυτών στα κέρδη ανά μετοχή (earnings per share – EPS) κάτω από διαφορετικά πιθανά κέρδη πριν από τόκους και φόρους (earnings before interest and taxes –EBIT) που θα πραγματοποιήσει η επιχείρηση. Μέσω της μεθόδου αυτής, η επιχείρηση δύναται να εξεύρει ποια από της συγκρινόμενες μορφές χρηματοδότησης της αποφέρει μεγαλύτερα κέρδη ανά μετοχή³¹¹. Ωστόσο, η εν λόγω

³¹⁰ Βλ. **Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου**, ό.π., 391.

³¹¹ Βλ. **Αρτίκη**, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδότησης, 2013, 73-78, σχετικά με τον τρόπο επιλογής μεταξύ των συγκρινόμενων μορφών χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, πρώτα ευρίσκεται το σημείο αδιαφορίας ή νεκρό σημείο, το οποίο ορίζεται ως το σημείο που τα κέρδη ανά μετοχή των εναλλακτικών μορφών είναι ίσα και το οποίο απεικονίζεται τόσο αλγεβρικά όσο και

μέθοδος παρουσιάζει ένα σημαντικό μειονέκτημα, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη την επίδραση της αύξησης χρέους στο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Όμως, η υπερβολική ανάληψη χρέους, ήτοι δανεισμού, οδηγεί σε αύξηση του συνολικού κόστους κεφαλαίου. Επιπλέον, η συγκεκριμένη μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο, κατά την εξέταση των κερδών. Συνεπεία των ανωτέρω, προκρίνεται η χρησιμοποίησή της από κοινού με έτερες μεθόδους καθορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης³¹².

2.2. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες

Έτερη μέθοδος καθορισμού της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης και κατ' επέκταση του τρόπου χρηματοδότησης νέων επενδύσεων, αποτελεί η σύγκριση των διάφορων χρηματοοικονομικών δεικτών της επιχείρησης³¹³ ή άλλως η ανάλυση των ταμειακών ροών της³¹⁴. Στη διεθνή πρακτική τρεις είναι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, οι οποίοι, συνηθέστερα χρησιμοποιούνται στην προσπάθεια καθορισμού της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης³¹⁵. Οι τρεις αυτοί δείκτες αναλύονται κατωτέρω ως εξής:

(i) Δείκτης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς συνολική κεφαλαιοποίηση:

$$\Delta\text{ΜΥΣΚ} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}}{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις} + \text{Ίδια κεφάλαια}} = \dots\%$$

Ο δείκτης αυτός καταδεικνύει τη σημασία των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων για το σύνολο της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εκάστοτε επιχείρησης. Ειδικότερα, απεικονίζει τον βαθμό στον οποίο η επιχείρηση αξιοποιεί τον μακροπρόθεσμο δανεισμό ως πηγή άντλησης της χρηματοδότησής της.

(ii) Δείκτης μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια:

γραφικά και αναλόγως του αν τα κέρδη προ φόρων και τόκων είναι μικρότερα ή μεγαλύτερα του σημείου αυτού επιλέγεται η πλέον συμφέρουσα μέθοδος χρηματοδότησης.

³¹² Βλ. αναλυτικότερα για τον τρόπο υπολογισμού και για παραδείγματα, **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 298-301.

³¹³ Βλ. **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 301-302, **Καρδίζη, Ρουμπή**, Τα οικονομικά των επιχειρήσεων για Νομικούς, 2021, 147.

³¹⁴ Βλ. **Αρτίκη**, ό.π., 79-82.

³¹⁵ Βλ. αναλυτικότερα, **Βασιλείου, Ηρειώτη**, ό.π., 302-305.

$$\Delta\text{ΜΥΙΚ} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια κεφάλαια}} = \dots\%$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης απεικονίζει τη σχέση μεταξύ μακροπρόθεσμου δανεισμού και ιδίων κεφαλαίων της εκάστοτε επιχείρησης.

(iii) Βαθμός Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών:

$$\text{ΒΚΧΔ} = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων (EBIT)}}{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}} = \dots\%$$

Ο ως άνω δείκτης αξιοποιείται για την εκτίμηση της δυνατότητας της επιχείρησης να εξυπηρετεί τις αναλήψεις χρέους στις οποίες έχει προβεί³¹⁶. Ειδικότερα, ο δείκτης αυτός παρουσιάζει πόσες φορές καθίσταται δυνατή η κάλυψη των ετήσιων τόκων τους οποίους υποχρεούται να αποπληρώσει η επιχείρηση (χρεωστικοί τόκοι) από τα καθαρά, λειτουργικά της έσοδα. Χαμηλή τιμή του ως άνω δείκτη ενδέχεται να σημαίνει ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε επικίνδυνη θέση και ως εκ τούτου, βρίσκεται αντιμέτωπη με κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Πολλές φορές, μάλιστα, οι επενδυτές-δανειστές απαιτούν οι δείκτες κάλυψης, όπως ο ανωτέρω αναλυόμενος, να υπερβαίνει συγκεκριμένη τιμή.

Η ως άνω αναφορά των επιμέρους χρηματοοικονομικών δεικτών είναι ενδεικτική. Η αξιοποίηση ενός και μόνο χρηματοοικονομικού δείκτη είναι ήσσονος σημασίας και ενδέχεται να οδηγήσει σε παραπλανητικά συμπεράσματα. Ως εκ τούτου, κρίνεται σκόπιμο να γίνεται σύγκριση διάφορων δεικτών της εκάστοτε επιχείρησης στο τρέχων κάθε φορά έτος και επί σειρά ετών, καθώς και των δεικτών αυτής με τις ανταγωνίστριες επιχειρήσεις της και τις ομοειδείς επιχειρήσεις του κλάδου της. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών της επιχείρησης κρίνεται αναγκαία αφενός για τη διοίκηση της επιχείρησης και τη μελλοντική στρατηγική που θα ακολουθήσουν αφετέρου για τους επενδυτές σε εταιρικούς τίτλους³¹⁷. Οι τελευταίοι

³¹⁶ Βλ. αναλυτικότερα για τους δείκτες κάλυψης, **Αρτίκη**, ό.π., 79-81.

³¹⁷ Βλ. αναλυτικά, **Θάνου, Κιόχου, Παπανικολάου**, ό.π., 115-157, όπου αναφέρονται διεξοδικά οι κατηγορίες χρηματοοικονομικών δεικτών.

βάσει των εν λόγω δεικτών δύνανται αντλήσουν στοιχεία, μεταξύ άλλων, τόσο για την αποδοτικότητα όσο και για την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης. Συνεπώς, η διαμόρφωση των αποτελεσμάτων των χρηματοοικονομικών δεικτών μπορεί να λειτουργήσει ευεργετικά στην προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων στην επιχείρηση.

2.3. Παράγοντες διαμόρφωσης της απόφασης χρηματοδότησης

Πέραν των ως άνω μεθόδων, στη βιβλιογραφία έχει διατυπωθεί ένας πρακτικός οδηγός χρηματοδότησης, ο οποίος απαριθμεί τους παράγοντες τους οποίους πρέπει να λάβει υπόψη η επιχείρηση προκειμένου να επιλέξει μεταξύ των εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης που έχει στη διάθεσή της³¹⁸. Οι παράγοντες αυτοί συνοψίζονται ακολούθως:

(i) Φόροι: Όπως συνάγεται από όσα έχουν ανωτέρω λεχθεί, το σημαντικότερο πλεονέκτημα των του δανεισμού, ήτοι της ανάληψης χρέους, έγκειται στο γεγονός ότι οι τόκοι εκπίπτουν από τα έσοδα, προκειμένου να προσδιοριστούν τα φορολογητέα κέρδη μιας επιχείρησης. Ως εκ τούτου, μια επιχείρηση που υπόκειται σε μικρότερη ή καθόλου φορολογία δεν στρέφεται στον δανεισμό με την ίδια ευκολία επιχειρήσεων που φορολογούνται κανονικά.

(ii) Εμφανές κόστος: Το εμφανές κόστος αφορά στους τόκους, τα επιτόκια και τα μερίσματα με τα οποία επιβαρύνει η κάθε μορφή χρηματοδότησης την επιχείρηση. Ένα υψηλό εμφανές κόστος καθιστά τυχόν χρηματοδότηση λιγότερο ελκυστική για την επιχείρηση.

(iii) Χρηματοοικονομική προειδοποίηση: Ο συγκεκριμένος παράγοντας λαμβάνει υπόψη την ασύμμετρη πληροφόρηση που υπάρχει μεταξύ αρμόδιων οργάνων της επιχείρησης και επενδυτών. Ειδικότερα, τα αρμόδια για την επιλογή χρηματοδότησης όργανα της επιχείρησης πρέπει να κρίνουν την επιτυχία μιας μελλοντικής έκδοσης τίτλων, όχι μόνο βάσει των δικών της κριτηρίων και πληροφοριών που διαθέτει, αλλά και όσων βρίσκονται στη διάθεση των επικείμενων επενδυτών.

³¹⁸ Βλ. για τον οδηγό χρηματοδότησης, **Αρτίκη**, ό.π., 82-85.

(iv) Ταμιακές ροές: Πρόκειται για την ικανότητα της εταιρείας να συσσωρεύει ταμιακές ροές, ώστε να είναι σε θέση να αναλαμβάνει χρέος, αποφεύγοντας την χρηματοοικονομική δυσχέρεια λόγω μη αποπληρωμής των υποχρεώσεων δανεισμού.

(v) Ανάλυση EBIT-EPS: Η μέθοδος αυτή, όπως ανωτέρω αναλύθηκε, συγκρίνει τα κέρδη ανά μετοχή προ τόκων και φόρων τα οποία δημιουργεί έκαστη εκ των συγκρινόμενων μορφών χρηματοδότησης.

(vi) Δείκτες δανειακής επιβάρυνσης: Βάσει του συγκεκριμένου παράγοντα, λαμβάνεται υπόψη, όπως ήδη ανωτέρω επισημάνθηκε, η επίδραση της τυχόν μορφής χρηματοδότησης στους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης μιας επιχείρησης και κατ' επέκταση, η επίδραση των διαμορφούμενων αυτών δεικτών στους αναλυτές επενδυτών και δανειστών.

(vii) Διαβάθμιση αξιογράφων: Είναι σημαντικό για την επιχείρηση να λαμβάνει υπόψη τον συγκεκριμένο παράγοντα, ήτοι το πως επιδρούν οι μορφές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται στη διαβάθμιση των αξιογράφων της. Η διαβάθμιση αυτή εξαρτάται από την πιστοληπτική της ικανότητα της επιχείρησης και τον πιστωτικό κίνδυνο.

(viii) Χρονισμός: Η επιχείρηση, λαμβάνοντας υπόψη τον παράγοντα του χρονισμού καλείται να απαντήσει στο αν η χρονική περίοδος κατά την οποία αναζητά χρηματοδότηση παρίσταται καταλληλότερη για την έκδοση μετοχών ή την ανάληψη χρέους.

(ix) Ελαστικότητα: Πρόκειται για παράγοντα που αποβλέπει στο μέλλον. Βάσει αυτού η επιχείρηση πρέπει να εξετάζει την επίδραση της χρηματοδότησης που επιλέγει στη μέλλουσα χρηματοδότησή της, καθώς και τη σημασία της διατήρησης ελαστικότητας αναφορικά με την πρόσβαση σε αγορές ανάληψης χρέους στο μέλλον.

Γ' ΜΕΡΟΣ

IV. Συμπερασματικές Παρατηρήσεις

1. Η υποτίμηση της ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Σκοπός κάθε επιχείρησης είναι η επίτευξη της άριστης κεφαλαιακής της διάρθρωσης. Ως τέτοια νοείται ο συνδυασμός των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησής της, ο οποίος επιτυγχάνει τη μεγιστοποίηση της τιμής της κοινής μετοχής της επιχείρησης ή εναλλακτικά ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος του κεφαλαίου της³¹⁹. Ωστόσο, βάσει των όσων ανωτέρω αναλύονται, καθίσταται σαφές ότι, έως σήμερα, δεν υφίσταται μια κοινώς αποδεκτή απάντηση σχετικά με την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή που δύνανται άνευ επιφυλάξεων να υιοθετήσουν οι επιχειρήσεις³²⁰.

Η εμπειρική απεικόνιση της ελληνικής πραγματικότητας, επιπλέον, καταδεικνύει ότι η χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων διακρίνεται από μονομέρεια και έλλειψη, σε σημαντικό βαθμό, λήψης υπόψη των θεωριών και πρακτικών προσεγγίσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης. Συγκεκριμένα, κυρίαρχο ρόλο στην ελληνική πραγματικότητα διαδραματίζει ο τραπεζικός δανεισμός. Το γεγονός ότι ο τραπεζικός δανεισμός κυριαρχεί στην χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων διαφαίνεται, άλλωστε, και από τη σύγκριση της αντίστοιχης χρήσης τραπεζικού δανεισμού από επιχειρήσεις άλλων ευρωπαϊκών χωρών. Όμως, ως απόρροια της οικονομικής κρίσης του 2009, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα απώλεσε την πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων από το έτος 2010. Παράλληλα, οι καταθέσεις των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων περιορίστηκαν σημαντικά. Τα ως άνω γεγονότα κατέστησαν την εξεύρεση κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις ιδιαίτερος δυσχερή³²¹.

Δεδομένων των ως άνω, η μεγαλύτερη εξωτερίκευση των εγχώριων επιχειρήσεων καθίσταται αναγκαία. Σημαντικές πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αποτελούν η έκδοση μετοχών και ομολόγων. Ιδίως μέσω των αγορών μετοχών και ομολόγων. Ωστόσο, η παρουσία του ελληνικού επιχειρείν στην εγχώρια κεφαλαιαγορά, με μόλις 159 εισηγμένες επιχειρήσεις, χαρακτηρίζεται ισχνή³²².

Δεδομένων των ως άνω, διαφαίνεται ότι η χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων μέσω μορφών ενδιάμεσης χρηματοδότησης, οι οποίες μπορούν να

³¹⁹ Βλ. Βασιλείου, Ηρειώτη, ό.π., 309.

³²⁰ Βλ. Λαζαρίδη, Παπαδόπουλου, 491.

³²¹ Βλ. Μελέτη του Ιδρύματος Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, «Η χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηριακής αγοράς και το νέο αναπτυξιακό πρότυπο της Ελλάδας», 2018, 164.

³²² <https://www.athexgroup.gr/el/companies-map>.

αποτελέσουν εργαλείο προσέλκυσης επενδυτών, είναι καταφανώς υποτιμημένη³²³. Ωστόσο, η χρηματοδότηση των ΑΕ μέσω των ως άνω και συγκεκριμένα, μέσω των υβριδικών μορφωμάτων κεφαλαίου και χρέους τα οποία προβλέπονται στο δίκαιο των ΑΕ -και τα οποία εξετάζονται στην παρούσα- παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα. Ορισμένα από τα πλεονεκτήματα, μάλιστα, απαντούν σε ζητήματα που θέτουν οι ως άνω αναλυόμενες θεωρίες και πρακτικές προσεγγίσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

2. Τα πλεονεκτήματα της ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα τόσο για την ίδια την ΑΕ όσο και για τους επενδυτές και την προσέλκυση αυτών. Οι υβριδικές μορφές χρηματοδότησης της ΑΕ, συνδυάζοντας χαρακτηριστικά τόσο κεφαλαίου όσο και χρέους παρέχουν πλεονεκτήματα που παρουσιάζουν αμφότερες οι δύο αυτές μορφές χρηματοδότησης στην αμιγή τους έκφανση.

Ειδικότερα, ως προς τη χρηματοδοτούμενη ΑΕ τα πλεονεκτήματα ποικίλουν. Καταρχάς, όπως ανωτέρω αναφέρθηκε, η αδυναμία διατύπωσης μιας κοινώς αποδεχόμενης θεωρίας περί άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης οφείλεται, μεταξύ άλλων, στη δυσχέρεια εκ των προτέρων καθορισμού της κατάλληλης αναλογίας ξένων προς ίδια κεφάλαια για αόριστο αριθμό επιχειρήσεων, οι οποίες παρουσιάζουν διαφορετικά χαρακτηριστικά (μέγεθος, αντικείμενο εργασιών, προοπτικές ανάπτυξης και κερδοφορίας, κύκλος εργασιών). Η εκάστοτε επιχείρηση παρουσιάζει, αυτονοήτως, εξατομικευμένες ανάγκες, οι οποίες απαιτούν εξατομικευμένη αντιμετώπιση στον χρόνο που αυτές εμφανίζονται. Οι νέες δυνατότητες που θεσπίστηκαν με τον ν. 4548/2018 και αφορούν τους ήδη γνωστούς, εκδιδόμενους τίτλους της ΑΕ και τη χρηματοδότηση μέσω αυτών -καθώς και οι νέες κινητές αξίες που ο εν λόγω νόμος εισήγαγε (όπως τα warrants)- αύξησαν ραγδαία τους διαθέσιμους συνδυασμούς και τα περιθώρια δημιουργίας εξατομικευμένων

³²³ Στο ΧΑ, το 2016 πραγματοποιήθηκαν τέσσερις εκδόσεις εταιρικών ομολογιακών δανείων. Μόλις οι δύο αφορούσαν σε μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο και οι άλλες δύο σε κοινό ομολογιακό δάνειο), βλ. σχετικά, Μελέτη του Ιδρύματος Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών, ό.π., 170.

κινητών αξιών (tailor made securities), οι οποίες μπορούν να ανταποκριθούν πληρέστερα στις αναφεύμενες ανάγκες της εκάστοτε ΑΕ³²⁴.

Επίσης, η αξιοποίηση μορφών χρηματοδότησης που συνιστούν κεφάλαιο και στις οποίες έχουν παρεισφρήσει χαρακτηριστικά μορφών χρηματοδότησης που συνιστούν χρέος διευρύνει, σαφώς, τα ίδια κεφάλαια της ΑΕ και βελτιώνει τον ισολογισμό της, χωρίς να επιβαρύνει την επιχείρηση με κόστη οικονομικής δυσπραγίας³²⁵. Παράλληλα όμως, εξαιτίας της υβριδικής τους φύσης, ορισμένες από τις μορφές αυτές χρηματοδότησης δύνανται να μην μεταβάλλουν το status quo στο εσωτερικό της ΑΕ και τον συσχετισμό δυνάμεων σε αυτή, καθώς (και εφόσον) εκδίδονται χωρίς δικαίωμα ψήφου ή παρέχουν τη δυνατότητα εξαγοράς τους³²⁶. Επιπλέον, οι συγκεκριμένες μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης περιορίζουν την απειλή της αραίωσης, η οποία ως ανωτέρω ελέχθη, εντοπίζεται στις αμιγείς μορφές χρηματοδότησης που εντάσσονται στο κεφάλαιο. Η αύξηση του αριθμού των μετόχων, οι οποίοι θα έχουν, εν προκειμένω, αξίωση στα κέρδη και τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, ενδέχεται, καταρχάς να είναι περιορισμένης χρονικής διάρκειας, λόγω επικείμενης εξαγοράς. Παράλληλα, οι ήδη υφιστάμενοι μέτοχοι δύνανται υπό τη μορφή προνομίου να προκαθορίσουν και να οριοθετήσουν το περιεχόμενο των αξιώσεων των νέων μετόχων.

Αντίστοιχα, οι μορφές χρηματοδότησης που συνιστούν ανάληψη χρέους και παράλληλα, ενυπάρχουν σε αυτές στοιχεία μορφών χρηματοδότησης που συνιστούν κεφάλαιο, πέραν των εγγενών πλεονεκτημάτων εξαιτίας της φύσης τους ως χρέος, επιλύουν και ορισμένα μειονεκτήματα που παρουσιάζει η αμιγής τους μορφή. Συγκριμένα, ορισμένα εκ των χαρακτηριστικών, τα οποία τους προσδίδουν την υβριδική τους φύση, έχουν ως αποτέλεσμα τη μη επιβάρυνση της πιστοληπτικής ικανότητας της ΑΕ κατά το βαθμό που θα προκαλούσε μια αμιγής μορφή χρέους. Οι υβριδικές αυτές μορφές, συγκεκριμένα, δύνανται να συμφωνούνται ως μειωμένης εξασφάλισης και ως εκ τούτου, σε μεταγενέστερη ανάγκη χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίου, το κόστος δανεισμού δεν θα αυξάνεται εξαιτίας της απαίτησης από τους

³²⁴ Βλ. **Λιναρίτη**, Ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ό.π., 1262.

³²⁵ Βλ. **Tetrenova, Svedik**, ό.π., 37.

³²⁶ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 256.

δυνητικούς δανειστές περισσότερων εξασφαλίσεων και αυξημένων τόκων. Παράλληλα, οι συγκεκριμένες μορφές χρηματοδότησης, εν γένει, απαντούν στο μεγαλύτερο ίσως μειονέκτημα της ανάληψης χρέους, ήτοι τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Όροι που έχουν ως αποτέλεσμα την ατελεύτητη διάρκεια των ομολογιών, την εξάρτηση των πρόσθετων αξιώσεων από τα κέρδη της επιχείρησης με αποτέλεσμα να συνοδεύονται από χαμηλό επιτόκιο, τη μη καταβολή τόκου ή κεφαλαίου, στις περιπτώσεις που επέρχεται ένας κίνδυνος, περιορίζουν σημαντικά τις πιθανότητες να έρθει η ΑΕ αντιμέτωπη με κόστη οικονομικής δυσχέρειας εξαιτίας της αυξανόμενης ανάληψης χρέους.

Παράλληλα, μείζονος σημασίας καθίσταται η ειδική διακριτική εξουσία της «μεταλλαξιμότητας» με την οποία εξοπλίζονται ορισμένες μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης³²⁷. Μέσω αυτών, η ΑΕ μπορεί να διαμορφώσει τους χρηματοοικονομικούς τους δείκτες, ώστε να αυξήσει την πιστοληπτική της ικανότητα και να βελτιώσει την εικόνα του ισολογισμού της³²⁸. Ειδικότερα, στις περιπτώσεις μετατροπής του χρέους σε κεφάλαιο, η ΑΕ έχει τη δυνατότητα αφενός να βελτιώσει την κεφαλαιακή της διάρθρωση και εν συνεχεία, να αντλήσει πρόσθετα κεφάλαια αφετέρου να επιτύχει την εξυγίανσή της όταν παραστεί σχετική ανάγκη³²⁹.

Η ως άνω δυνατότητα βελτίωσης της εικόνας του ισολογισμού και της πιστοληπτικής ικανότητας της ΑΕ συμβάλλει, καθοριστικά, στην προσέλκυση επενδυτών. Επιπρόσθετα, όπως ανωτέρω αναλύθηκε στην εκάστοτε οικεία ενότητα, η κάθε υβριδική μορφή χρηματοδότησης παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα για τους δυνητικούς επενδυτές, γεγονός το οποίο δύναται να τις καταστήσει ιδιαιτέρως γοητευτικές στο επενδυτικό κοινό. Εν ολίγοις, η ενδιάμεση χρηματοδότηση προσφέρει, καταρχάς, υψηλές αποδόσεις στους επενδυτές. Παράλληλα, δεδομένου ότι αποτελεί μια εναλλακτική μέθοδο επένδυσης κεφαλαίων, συμβάλλει στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του εκάστοτε επενδυτή (diversification), με αποτέλεσμα να μειώνει τον συνολικά αναλαμβανόμενο επενδυτικό κίνδυνο. Ωστόσο, δέον να επισημανθεί ότι μεμονωμένα το εκάστοτε υβριδικό μόρφωμα ενδέχεται να

³²⁷ Λιναρίτη, ό.π., Ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ, ό.π., 1256 επ.

³²⁸ Βλ. Τουντόπουλου, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 256.

³²⁹ Βλ. Αρτίκη, ό.π., 260.

φέρει αυξημένο κίνδυνο, συνεπεία τούτου, ωστόσο, υπόσχεται αυξημένες αποδόσεις³³⁰. Σε κάθε περίπτωση, βέβαια, οι επενδυτές επιβάλλεται να λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο του κάθε μορφώματος, όπως και η ΑΕ το κόστος αυτών.

Δεδομένων όσων ανωτέρω αναλύθηκαν, ευλόγως και ευχερώς καταλήγει κανείς στο συμπέρασμα ότι η παραδοσιακή θεώρηση της διάκρισης μεταξύ μετοχής και ομολογίας καθίσταται, σχεδόν, αναχρονιστική για την επιτυχή έκβαση των δραστηριοτήτων της ΑΕ και της προσέλκυσης επενδυτών. Οι αναφερόμενες ανάγκες της ΑΕ και η διεθνής ανταγωνιστικότητα εντός της οποίας καλείται να επιβιώσει καταδεικνύουν ότι η νομική φύση του εκάστοτε εταιρικού τίτλου ως μέσου χρηματοδότησής της παρουσιάζει μικρή σημασία. Αντίθετα, στο προσκήνιο βρίσκονται τα οικονομικά χαρακτηριστικά κάθε τίτλου. Ως εκ τούτου, οι συναλλακτικές ανάγκες γέννησαν και εξακολουθούν να γεννούν υβριδικές μορφές χρηματοδότησης, τις οποίες, μάλιστα, συχνά ο νομοθέτης –ιδίως στη χώρα μας- εκ των υστέρων σπεύδει να ρυθμίσει.

Σημείο το καιρών, όπως ήδη σημειώθηκε, αποτελεί το γεγονός ότι αμφότεροι η ΑΕ και το επενδυτικό κοινό απαιτείται, πλέον, να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στον συνδυασμό ρίσκου-απόδοσης (risk-return), που κάθε συγκεκριμένη κατηγορία κινητής αξίας και μορφή χρηματοδότησης φέρει στον κάτοχό της και βάσει αυτού να επιλέγουν το πλέον κατάλληλο μόρφωμα χρηματοδότησης ή επένδυσης. Οι ημεδαπές ΑΕ, επομένως, καλούνται, κατόπιν και της αναμόρφωσης και εκσυγχρονισμού του εθνικού δικαίου, να προσαρμοστούν στις αλλαγές της διεθνούς συναλλακτικής πρακτικής, γεγονός που θα λειτουργήσει ευεργετικά στην προσέλκυση από μέρους τους επενδυτικών κεφαλαίων και κατ' επέκταση στην ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους και την ευημερία τους.

³³⁰ Βλ. **Τουντόπουλου**, Κεφάλαιο και Χρέος, ό.π., 256.

V. Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

Αλεξανδρίδου Ε., Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Προσωπικές & Κεφαλαιουχικές Εταιρίες – Εταιρικοί Μετασχηματισμοί, 3^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Αρτίκης Γ., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδότησης, Φαίδιμος, 2013.

Βαρβιτσιώτης Μ., Η ονομαστική μετοχή. Συμβολή εις το δίκαιον των ανωνύμων εταιριών, 1961.

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία & Πρακτική, 2^η έκδοση, Rosili, 2018.

Βέλλας Π., Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης (Subordinated Loan), ΕφΑΔ 2018, 695 επ.

Βερβεσός Ν., εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920 τόμος 1, (επιμ. Περάκης Ε.), γ' έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013.

Δράκος Α., Καραθανάσης Γ., Χρηματοοικονομική διοίκηση των επιχειρήσεων, Β' έκδοση, Ε. Μπένου, 2017.

Θάνος Γ., Κίochος Π., Γ. Παπανικολάου, Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων, Σύγχρονη Εκδοτική, 2002.

Καλλιάρéκου Α., Προνομιούχες μετοχές, Σάκκουλας, 2005.

Καρδίξης Ι., Ρουμπής Κ., Τα οικονομικά των επιχειρήσεων για Νομικούς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2021.

Κιάντου-Παμπούκη Α., Δίκαιο αξιολογίων, 7^η έκδοση, Σάκκουλας, 2013.

Κουλουριανός Θ., Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, Π.Ν. Σάκκουλας, 2012.

Κουταλίδης Τ., Η μετατροπή των προνομιούχων μετοχών χωρίς ψήφο σε κοινές με ψήφο, ΕΕμπΔ 1991, 356 επ.

Λαζαρίδης Γ, Παπαδόπουλος Δ., Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Μακροχρόνιος χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και στρατηγικές χρηματοδοτικές αποφάσεις της επιχείρησης, Τεύχος Γ', Β' έκδοση, 2017.

Λιβαδά Χ., εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 110-112) τόμος 2ος, (επιμ. Σωτηρόπουλος Γ.), Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Λιναρίτης Ι., Ο numerus clausus των κινητών αξιών που εκδίδει η ΑΕ και η διάσπαση της αρχής, ΔΕΕ, 10/2019, 1250 επ.

Λιναρίτης Ι. Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018.

Μάρκου Ι., Βασικές Αρχές & Γενικές Διατάξεις της ΑΕ, (Σύγχρονη θεώρηση και ερμηνεία των άρθρων 1-17β ΚΝ 2190/1920), Νομική Βιβλιοθήκη, 2017.

Μαστροκώστας Χ., Η έκδοση εξαγοράσιμων μετοχών ως μηχανισμός υποχρεωτικής εξόδου μετόχων, Σύγχρονα ζητήματα της οικογενειακής επιχείρησης, 25^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2016.

Μεταλληνός Α., Ομόλογα και ομολογίες, Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου, 2018-2019, 28ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 195 επ.

Μικρουλέα Α., εις Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920 τόμος 1, (επιμ. Περάκης Ε.), γ' έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013.

Μπασματζής Β., Αι μετατρέψιμοι ομολογία, 1986.

Ντζούφας Κ., Προνομιούχες και Εξαγοράσιμες Μετοχές – Ένας τρόπος επένδυσης και αποεπένδυσης - νομικά και λογιστικά θέματα μετά τον ν. 3604/2007, Ε7 2012, 911-915.

Παναγιώτου Π., Εμπορικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Παπαγιάννης Ι., Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών, κατ' άρθρον ερμηνεία κώδικα νόμων 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών, Σάκκουλας 1997.

Πασσιάς Ι., Το Δίκαιον της Ανωνύμου Εταιρείας, τόμος Β¹, 1969.

Περάκης Ε., Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο της ανώνυμης εταιρίας, Νέο δίκαιο ή νέος «2190»;, Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου, 2018-2019, 28ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 3 επ.

Ρόκας Ν., Εμπορικές Εταιρίες, 9^η έκδοση, Σάκκουλας, 2019.

Ρόκας Ν., εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, (άρ. 33, 37, 38) τόμος 1ος, (επιμ. Σωτηρόπουλος Γ.), Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Σαϊτάκης Κ., Σύμβαση ομολογιακού δανείου και ρήτρες ανάληψης παρεπόμενων υποχρεώσεων (covenants), Νομική Βιβλιοθήκη 2021.

Σγουρινάκης Ν., Οι προνομιούχες μετοχές και το δικαίωμα απόληψης τόκων, Επιχείρηση, 87/2012, 949.

Σγουρινάκης Ν., Ομολογιακά δάνεια - Νομοθετικό πλαίσιο και λογιστική αντιμετώπιση, Επιχείρηση, 179/2021, 260 – 266.

Σινανιώτη - Μαρούδη Α., Εμπορικό Δίκαιο - Εταιρίες, Νομική Βιβλιοθήκη, 2021.

Σωτηρόπουλος Γ., εις Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920, όπως ισχύει σήμερα, τόμος πρώτος (επιμ. Περάκης Ε.), Β' έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2002.

Σωτηρόπουλος Γ., εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, τόμος 1^{ος}, (επιμ. Σωτηρόπουλος Γ.), Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Ταρνανίδου Χ., Το δικαίωμα και η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκεΔ, 1999, 420 επ.

Τζίφας Γ., Νόμος 4548/2018 (Δίκαιο ΑΕ) - Προγράμματα δωρεάν διάθεσης μετοχών και δικαιώματα προαίρεσης - Προνομιούχες και δεσμευμένες μετοχές, Επιχείρηση, 157/2019, 204-2011.

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

Τουντόπουλος Β., Εξαγοράσιμες μετοχές, Σάκκουλας, 2010.

Τουντόπουλος Β., Ζητήματα από την έκδοση και κατάρτιση συναλλαγών επί αιώνιων ομολογιών (perpetual bonds) στο ελληνικό δίκαιο, ΕπισκεΔ, 2/2009, 296 επ.,

Τουντόπουλος Β., Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003, ΕπισκεΔ 2003, 976 επ.

Τριανταφυλλάκης Γ., Το κεφάλαιο και οι μεταβολές του στην ΑΕ, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012.

Τσουρουφλής Α., Η φορολογική αντιμετώπιση της υποκεφαλαιοποίησης, ΧριΔ, Δ/2004, 835 επ.

Χουλιάρα Ε., Οι μετατρέψιμες ομολογίες ως εργαλείο χρηματοδότησης, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Χρυσόγονος Κ., Ατομικά και Κοινωνικά Δικαιώματα, 3^η αναθεωρημένη έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006.

Ψαρουδάκης Γ., εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Ερμηνεία κατ' άρθρο του Ν. 4548/2018, τόμος 1^{ος}, (επιμ. Σωτηρόπουλος Γ.), Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Ψυχομάνης Σ., Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, 4^η έκδοση, Σάκκουλας, 2020.

Ψυχομάνης Σ., Η διάθεση των “perpetual bonds” από τις ελληνικές τράπεζες, ΔΕΕ 2010, 863 επ.

Donaldson G., Corporate Debt Capacity: A case study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, 1961,

Jahanzeb A, Rehman S, Bajuri N, Karami M, Ahmadimousaabad A, Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories, International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI), 10/2013-3/2014, 11-18.

Ross S., Westerfield R, Jaffe J., Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων, Π. Χ. Πασχαλίδης, 2017.

Ross S., The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, The Journal of Finance, 1997, p. 23-40.

Tetrenova L., Svedik J., Securities as a Mezzanine Financing Instrument, Recent Researches in Applied Economics and Management, 34-39.