



ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2021-2022

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Της Κυριακής Παπαγεωργίου

ΑΜ 7340122102011

**Οι τίτλοι παραστατικοί δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (warrants) ως υβριδικός
τίτλος χρηματοδότησης**

Επιβλέποντες:

- α) Χριστίνα Λιβαδά, επίκουρη καθηγήτρια, Νομική Σχολή Ε.Κ.Π.Α.
- β) Ιάκωβος Βενιέρης, επίκουρος καθηγητής, Νομική Σχολή Ε.Κ.Π.Α.
- γ) Νικόλαος Βερβεσός, επίκουρος καθηγητής, Νομική Σχολή Ε.Κ.Π.Α.

Αθήνα, 2022

Copyright © Κυριακή Παπαγεωργίου, 2022

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

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

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

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	6
Α' ΜΕΡΟΣ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α: Εισαγωγή στην έννοια και τη λειτουργία των τίτλων κτήσης μετοχών	7
A.1. Έννοια, νομική φύση και βασικά χαρακτηριστικά των τίτλων	7
A.2. Οικονομική προσέγγιση των τίτλων	9
A.2.1. Η αξία των τίτλων κτήσης μετοχών	9
A.2.2. Οι τίτλοι ως δελεαστικό για τους επενδυτές χρηματοπιστωτικό μέσο	12
A.3. Εταιρικοί και καλυμμένοι τίτλοι κτήσης μετοχών	13
A.4. Συνοπτικά η «πορεία» των τίτλων κτήσης μετοχών στο εθνικό δίκαιο	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β: Οι λόγοι έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών από την ανώνυμη εταιρεία και οι εξυπηρετούμενοι με αυτή σκοποί	17
B.1. Οι τίτλοι ως μέσο δημιουργίας ενότητας συμφερόντων στην ανώνυμη εταιρεία	17
B.2. Οι τίτλοι ως «αντάλλαγμα»	19
B.3. Οι τίτλοι ως αμυντικό μέτρο σε επιθετική εξαγορά	19
B.4. Οι τίτλοι ως μέσο χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρείας	22
B.4.1. Γενικά η λειτουργία των τίτλων ως χρηματοδοτικού εργαλείου	23
B.4.2. Χρηματοδότηση μέσω συνδυαστικής διάθεσης των τίτλων	24
B.4.3. Η χρηματοδότηση εταιρειών με αδυναμία άντλησης κεφαλαίων μέσω δανεισμού ή αύξησης κεφαλαίου.....	26
B.4.3.1. Χρηματοδότηση νεοφυών επιχειρήσεων	26
B.4.3.2. Χρηματοδότηση επιχειρήσεων που βρίσκονται σε στάδιο πρώιμης ή ώριμης αφερεγγυότητας	27
B.4.4. Το πρόσφατο παράδειγμα του ν. 4772/2021	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ: Οι τίτλοι κτήσης μετοχών ως μέσο ενδιάμεσης χρηματοδότησης	29
Γ.1. Γενικά οι τρόποι χρηματοδότησης: κεφάλαιο, χρέος και υβριδικά μέσα	30
Γ.2. Χαρακτηριστικά, μορφές και λόγοι επιλογής της ενδιάμεσης χρηματοδότησης	31
Γ.2.1. Βασικά χαρακτηριστικά των υβριδικών μέσων χρηματοδότησης	31
Γ.2.2. Τα κατ' ιδίαν υβριδικά μέσα χρηματοδότησης	32
Γ.2.3. Λόγοι επιλογής υβριδικών μέσων χρηματοδότησης	33
Γ.3. Τίτλοι κτήσης μετοχών: υπαγωγή στα χαρακτηριστικά της ενδιάμεσης χρηματοδότησης και θεώρηση τους σε σχέση με τις μετοχές	34
Γ.3.1. Υπαγωγή των τίτλων στα χαρακτηριστικά της ενδιάμεσης χρηματοδότησης	34
Γ.3.2. Θεώρηση των τίτλων σε σχέση με τις κοινές μετοχές.....	35
Γ.4. Συγκριτική θεώρηση τίτλων κτήσης μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών	36

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ: Η θέση του δικαιούχου τίτλων κτήσης μετοχών εντός της ανώνυμης εταιρείας ως απόρροια της υβριδικής τους φύσης.....	39
Δ.1. Ο δικαιούχος ως εν δυνάμει μέτοχος	39
Δ.2. Δικαιούχος τίτλων κτήσης μετοχών και μετοχικά δικαιώματα.....	41
Δ.3. Διάσταση συμφερόντων μεταξύ δικαιούχου των τίτλων, μετόχων και εταιρικών δανειστών	43
Δ.3.1. Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις της εταιρείας	44
Δ.3.2. Αποφάσεις της εταιρείας σχετικά με τους τίτλους.....	46
Δ.3.3. Αποφάσεις της εταιρείας σχετικά με εταιρικούς μετασχηματισμούς	47
Δ.4. Προστασία του δικαιούχου των τίτλων	47
Δ.4.1. Προστασία έναντι του διοικητικού συμβουλίου	48
Δ.4.2. Προστασία έναντι των μετόχων	51
Δ.4.3. Προστασία μέσω της σύμβασης των τίτλων	52
Β' ΜΕΡΟΣ	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε: Βασικά ζητήματα της έκδοσης των τίτλων κτήσης μετοχών (άρθρο 56 ν. 4548/2018)	55
E.1. Γενικά περί της έκδοσης των τίτλων	55
E.2. Τακτική και έκτακτη έκδοση των τίτλων	56
E.2.1. Τακτική έκδοση	56
E.2.2. Έκτακτη έκδοση	59
E.3. Περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης των τίτλων.....	60
E.4. Το δικαίωμα προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων.....	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ζ: Βασικά στοιχεία της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης (άρθρο 58 ν. 4548/2018) και της σύμβασης των τίτλων.....	68
Z.1. Βασικά στοιχεία της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης (άρθρο 58 ν. 4548/2018)	68
Z.1.1. Τρόπος και διαδικασία άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης.....	68
Z.1.2. Συνέπειες της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης και περαιτέρω ενέργειες	70
Z.1.3. Η εναλλακτική της μεταβίβασης των τίτλων και η άπρακτη παρέλευση του χρόνου άσκησης	71
Z.2. Βασικά στοιχεία της σύμβασης των τίτλων κτήσης μετοχών.....	73
Z.2.1. Χρόνος και διαδικασία κατάρτισης της σύμβασης	73
Z.2.2. Το αντικείμενο και η νομική φύση της σύμβασης	74
Z.2.3. Περιεχόμενο της σύμβασης.....	76
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	78
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	81

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	82
ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ.....	83

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Οι τίτλοι παραστατικοί δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (warrants) στη βασική τους μορφή είναι για τους περισσότερους στην ημεδαπή έννομη τάξη άγνωστοι, λόγω της πρόσφατης νομοθετικής κατοχύρωσης τους στο πεδίο του εταιρικού δικαίου με τον νόμο 4548/2018. Σε μία προσπάθεια απλής απόδοσης της έννοιας και της λειτουργίας τους μπορούμε να πούμε πως οι εταιρικοί τίτλοι κτήσης μετοχών αποτελούν κινητές αξίες, τίτλους που δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχο τους («ενσωματώνουν δικαίωμα») να αποκτήσει μετοχές της εταιρείας που τους εξέδωσε και τους διέθεσε σε αυτόν. Αν και η πρώτη «επαφή» με τους τίτλους έγινε το έτος 2010 στο πλαίσιο ανακεφαλαιοποίησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, όποτε και εκδόθηκαν καλυμμένοι τίτλοι κτήσης μετοχών από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, λόγω της πολύ εξειδικευμένης «αποστολής» αυτών και του γεγονότος ότι εκδόθηκαν από κάποιον τρίτο και όχι από την ίδια την εταιρεία της οποίας οι μετοχές αποτελούν το αντικείμενο του δικαιώματος του δικαιούχου, δεν υπήρξε εξοικείωση με το συγκεκριμένο είδος κινητών αξιών, ως τίτλων τους οποίους μπορεί να εκδώσει μία ανώνυμη εταιρεία εκτός των μετοχών ή των ομολογιών προκειμένου να χρηματοδοτηθεί. Έτσι, εντασσόμενοι το πρώτον το έτος 2018 στους εκδιδόμενους από την ανώνυμη εταιρεία τίτλους, είναι εύλογο μέχρι και σήμερα να μη γνωρίζουν ιδιαίτερα μεγάλη διάδοση στην χώρα μας, κάτι που οδηγεί και σε αντίστοιχα μειωμένη εις βάθος ενασχόληση της νομικής επιστήμης με τους συγκεκριμένους τίτλους και τα ζητήματα που άπτονται της λειτουργίας τους. Η εξοικείωση δε με τους τίτλους κτήσης μετοχών παρουσιάζει πρόσθετες δυσκολίες αλλά ταυτόχρονα και μεγάλο ενδιαφέρον λόγω των ιδιαίτερων οικονομικών χαρακτηριστικών τους και του σύνθετου τρόπου υπολογισμού της αξίας τους, στοιχεία που αφενός καθιστούν αναγκαία τη μελέτη τους από τη σκοπιά της οικονομικής επιστήμης και αφετέρου τους καθιστούν ελκυστικά επενδυτικά αγαθά ιδίως για ριψοκίνδυνους επενδυτές.

Δεδομένης της πολυπλοκότητας τους ως χρηματοπιστωτικών μέσων και του έως έναν βαθμό «αχαρτογράφητου» αυτών, η παρούσα εργασία στοχεύει περισσότερο στο να καταδείξει και να καταστήσει σαφή τα βασικά εκείνα χαρακτηριστικά των τίτλων κτήσης μετοχών ως μίας ιδιαίτερης κατηγορίας τίτλων, το πως ακριβώς αυτοί λειτουργούν, ιδίως ως ένα υβριδικό μέσο χρηματοδότησης, το γιατί μία ανώνυμη εταιρεία επιλέγει να προβεί σε έκδοση τους αλλά και το ποια είναι η θέση του δικαιούχου τους σε όλη αυτή τη διαμορφούμενη με την έκδοση τους κατάσταση. Γίνεται βέβαια μνεία στο Β' μέρος της παρούσας και στα ζητήματα της διαδικασίας έκδοσης τους, της ιδιαίτερης σύμβασης που καταρτίζεται μεταξύ εκδότριας των τίτλων εταιρείας και δικαιούχου αλλά και της άσκησης του ενσωματωμένου σε αυτούς δικαιώματος, προς τον σκοπό μίας όσο το δυνατόν πληρέστερης προσέγγισης τους. Εν όψει δε της ιδιαίτερα μικρής έως τώρα διάδοσης των τίτλων στην ημεδαπή που επισημάνθηκε κι ανωτέρω, αφενός έχουν ληφθεί υπ' όψιν δεδομένα από τη λειτουργία των τίτλων σε αλλοδαπές έννομες τάξεις, ιδίως στην Αμερική όπου γνωρίζουν μεγάλη απήχηση ήδη από τον περασμένο αιώνα, αφετέρου στην κατανόηση, ανάπτυξη και αποτύπωση του συνόλου των ζητημάτων που πραγματεύεται η παρούσα, έθεσε τα θεμέλια και στάθηκε πολύτιμος αρωγός η εις βάθος και πληρέστατη μελέτη του κ. Λιναρίτη «Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants)», η οποία και αποτελεί το μοναδικό έργο στην ελληνική βιβλιογραφία σχετικά με τους μελετώμενους τίτλους.

Α' ΜΕΡΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α: Εισαγωγή στην έννοια και τη λειτουργία των τίτλων κτήσης μετοχών

Α.1. Έννοια, νομική φύση και βασικά χαρακτηριστικά των τίτλων

Οι τίτλοι παραστατικοί δικαιωμάτων κτήσης μετοχών (εφεξής «Τίτλοι κτήσης μετοχών»¹) αποτελούν κινητές αξίες, στην έκδοση των οποίων δύναται να προβεί μία ανώνυμη εταιρεία ώστε να χρηματοδοτηθεί. Ως τέτοιες κινητές αξίες, άλλως ως τίτλοι δυνάμενοι να εκδοθούν από την ανώνυμη εταιρεία, προβλέπονται πλέον ρητώς στο άρθρο 33 παρ. 1 περ. γ' ν. 4548/2018. Στα άρθρα 56 έως 58 του ίδιου νόμου ρυθμίζονται ως έναν βαθμό τα ειδικότερα ζητήματα που άπτονται της νομοθετικής κατοχύρωσης της δυνατότητας έκδοσης τους, ενώ ακόμη προβλέπεται πως πρόκειται για ονομαστικούς τίτλους και ότι μπορούν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά ή Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Ως κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά εμπίπτουν και στον ορισμό του άρθρου 4 στοιχ. 44 περ. γ' ν. 4514/2018 (ενσωμάτωση Οδηγίας MiFID II για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων)², αποτελώντας έτσι χρηματοπιστωτικά μέσα επί των οποίων τυγχάνουν εφαρμογής οι κανόνες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, ενώ όπως ισχύει για όλες τις κατηγορίες κινητών αξιών, η διαπραγμάτευση τους είναι δυνατή και εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή ΠΜΔ³.

Οι τίτλοι κτήσης μετοχών ενσωματώνουν δικαίωμα προαίρεσης⁴ των δικαιούχων τους, στους οποίους διατίθενται από την εκδότρια εταιρεία δωρεάν ή έναντι ανταλλάγματος. Στη βασική μορφή των τίτλων, πρόκειται για δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση συγκεκριμένου αριθμού («πολλαπλασιαστής») νεοεκδιδόμενων, κατόπιν αύξησης κεφαλαίου, μετοχών της εκδότριας των τίτλων εταιρείας («υποκείμενη αξία») έναντι προκαθορισμένου ανταλλάγματος («τιμή άσκησης» του δικαιώματος, η οποία μπορεί να είναι σταθερή ή και να αυξάνεται μέσα στον χρόνο). Τις μετοχές τις αποκτούν οι δικαιούχοι, εφόσον ασκήσουν αυτό το δικαίωμα τους εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος («χρόνος/περίοδος άσκησης» του δικαιώματος) με μονομερή δήλωση τους⁵. Είναι, δηλαδή, το συγκεκριμένο δικαίωμα διαπλαστικό⁶, καθώς με μόνη τη δήλωση αυτή – και την καταβολή του τιμήματος - επέρχονται αμέσως τα αποτελέσματα της άσκησης, κάτι που οφείλει να αποδέχεται η εκδότρια, ενώ εναπόκειται στην διακριτική ευχέρεια των δικαιούχων των τίτλων το αν θα το ασκήσουν, ώστε να καταστούν μέτοχοι αυτής, αποκτώντας

¹ Σύμφωνα με την Αιτ. Έκθεση του ν. 4548/2018 επί των άρθρων 56 – 58 (τίτλοι κτήσης μετοχών) «Προτείνεται η χρήση του όρου «τίτλοι κτήσης μετοχών», που είναι παρεμφερής του ήδη γνωστού όρου «τίτλοι παραστατικοί δικαιωμάτων κτήσης μετοχών» (πρβλ. το άρθρο 7 παρ. 4 του ν. 3864/2010, προστεθέν με το άρθρο 9 παρ. 6 του ν. 4051/2012)».

² «Κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων κινητών αξιών ή επιδεχόμενη διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα προσδιοριζόμενο κατ' αναφορά προς κινητές αξίες, νομίματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη».

³ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2021, 51.

⁴ Γεωργιάδης, Σύμφωνον προαίρεσεως και δικαίωμα προαίρεσεως (Option), 1970, 1, όπου ως δικαίωμα προαίρεσεως ορίζει το δικαίωμα κάποιου προσώπου να επιφέρει την κατάρτιση σύμβασης ή την παράταση ήδη υφιστάμενης με μονομερή δήλωση του προς το άλλο μέρος.

⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 56 παρ. 1 του ν. 4548/2018 «Η γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίζει με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία την έκδοση τίτλων που παρέχουν στους δικαιούχους το διαπλαστικό δικαίωμα απόκτησης μετοχών που εκδίδονται από την εταιρεία (τίτλοι κτήσης μετοχών). Οι τίτλοι κτήσης μετοχών μπορούν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ».

⁶ Γεωργιάδης, Σύμφωνον προαίρεσεως και δικαίωμα προαίρεσεως (Option), 1970, 108, όπου και επισήμανση ότι το δικαίωμα προαίρεσεως αποτελεί διαπλαστικό δικαίωμα, το οποίο όταν ασκηθεί με διαπλαστική δήλωση του δικαιούχου θέτει άνευ ετέρου σε ισχύ τη συμβατική σχέση.

μετοχές της. Τελικώς, πρόκειται για αξιόγραφα και συγκεκριμένα για περίπτωση «τιτλοποίησης»⁷ του δικαιώματος προαίρεσης για απόκτηση μετοχών υπό τη μορφή είτε έγχαρτου είτε άυλου τίτλου⁸, με περιορισμένη κατά κανόνα χρονική ισχύ.

Εκ της ανωτέρω δοθείσης έννοιας των τίτλων, προκύπτουν τα αναγκαία εκείνα χαρακτηριστικά, που τους προσδιορίζουν, ως ιδιαίτερη κατηγορία τίτλων. Αυτά είναι i) η ταυτότητα της εταιρείας, της οποίας οι μετοχές αποτελούν τις «υποκείμενες αξίες», άλλως το αντικείμενο του δικαιώματος προαίρεσης για απόκτηση τους, ii) ο χρόνος άσκησης του δικαιώματος, ήτοι η αποσβεστική προθεσμία εντός της οποίας ο δικαιούχος μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης, η οποία τίθεται βάσει ορισμένης «ημερομηνίας λήξης», iii) ο αριθμός των μετοχών που θα αποκτήσει ο δικαιούχος με την άσκηση του ενσωματωμένου σε έναν τίτλο δικαιώματος, ο λεγόμενος «πολλαπλασιαστής», iv) η «τιμή άσκησης» του δικαιώματος, ήτοι το τίμημα που θα πρέπει να καταβάλει ο δικαιούχος για την απόκτηση κάθε μετοχής και v) η συμφωνία της εκδότριας εταιρίας στο να επέρχονται τα αποτελέσματα της άσκησης του δικαιώματος με μόνη τη δήλωση του δικαιούχου (και την καταβολή του τιμήματος)⁹.

Τα στοιχεία αυτά, εκ των οποίων τα περισσότερα συνιστούν τους όρους άσκησης του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος, λοιπά στοιχεία όπως π.χ. το είδος και η ονομαστική αξία των υποκείμενων μετοχών, ειδικότεροι όροι αλλά κι εν γένει, τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις της εκδότριας των τίτλων εταιρείας και των δικαιούχων τους, αποτελούν περιεχόμενο σύμβασης που συνάπτεται μεταξύ τους, η οποία εν όψει του περιεχομένου του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος έχει τη μορφή συμφώνου προαιρέσεως¹⁰. Έχει προηγηθεί όμως και η απόφαση του εταιρικού οργάνου περί έκδοσης των τίτλων, όπου καθορίζονται το πρώτον οι βασικοί όροι που διέπουν την έκδοση και την άσκηση του δικαιώματος, οι οποίοι εν συνεχεία αποτυπώνονται και στη σύμβαση αυτή¹¹. Όσον αφορά δε στην τελευταία, στο πλαίσιο της συμβατικής τους ελευθερίας (άρθρο 361 Αστικού Κώδικα, εφεξής ΑΚ) τα μέρη μπορούν να συνομολογήσουν στη σύμβαση οποιοδήποτε όρο επιθυμούν να διέπει τη μεταξύ τους σχέση¹². Ενδεικτικά, είναι δυνατόν να περιληφθεί όρος περί εξαγοράς (ανάκλησης) των τίτλων από την ίδια την εκδότρια εταιρεία, δικαίωμα πρόωρης άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος, αυξανόμενη με τον χρόνο τιμή άσκησης κ.α.. Δεδομένης μάλιστα της περιορισμένης νομοθετικής ρύθμισης των τίτλων, η σύμβαση ανάγεται στον κύριο ρυθμιστή της βασικής σχέσης που δημιουργείται με την έκδοση και την απόκτηση των τίτλων, καθώς και των πολλών και σύνθετων νομικών ζητημάτων που δύναται να προκύψουν από την έκδοση των τίτλων και την άσκηση του ενσωματωμένου σε αυτούς δικαιώματος, ιδίως όσον αφορά στην προστασία του δικαιούχου των τίτλων όσο ακόμα εκκρεμεί η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης κι έχει τη

⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 47.

⁸ Η δυνατότητα αυτή προκύπτει αφού σύμφωνα με το άρθρο 56 παρ. 9 του ν. 4548/2018 «Οι διατάξεις των άρθρων 40 έως 43 εφαρμόζονται αναλόγως επί τίτλων κτήσης μετοχών, εκτός αν οι όροι των τελευταίων προβλέπουν διαφορετικά», ενώ σύμφωνα με το άρθρο 40 παρ. 5 εδ. α' του ν. 4548/2018 «Οι μετοχές της εταιρείας μπορεί να τηρούνται σε λογιστική μορφή, ύστερα από αποϋλοποίηση ή ακινητοποίηση, σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) 909/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουλίου 2014 και τα ειδικότερα προβλεπόμενα στις κείμενες διατάξεις», Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 139, 140.

⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 60.

¹⁰ Βλ. αναλ. κατωτ. υπό Ζ.2.

¹¹ Βλ. άρθρο 56 παρ. 3 του ν. 4548/2018 για το ελάχιστο περιεχόμενο της απόφασης και κατωτ. υπό Ε.3.

¹² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 152 επ., βλ. αναλ. κατωτ. υπό Δ.4.3., Ζ.2.

θέση «εν δυνάμει» μετόχου¹³. Κατόπιν των ανωτέρω καθίσταται εμφανές πως η έκδοση και η λειτουργία των τίτλων ρυθμίζεται τόσο από τη σχετική απόφαση της εταιρείας για την έκδοση τους και από τις νομοθετικές προβλέψεις του ν. 4548/2018 όσο όμως και από τη σύμβαση των τίτλων, με καθοριστικό μάλιστα τρόπο.

Όσον αφορά στην «ουσία» της λειτουργίας των τίτλων, ήδη από αυτό το σημείο, διαφαίνονται οι δυνατότητες, που παρέχουν στους δικαιούχους τους¹⁴. Προφανής, λοιπόν, είναι καταρχάς η δυνατότητα επηρεασμού της μετοχικής σύνθεσης της εταιρείας, οι μετοχές της οποίας αποτελούν το αντικείμενο του δικαιώματος προαίρεσης, που ενσωματώνουν. Με την άσκηση του δικαιώματος ο δικαιούχος καθίσταται μέτοχος της εταιρείας, αποκτώντας τις μετοχές της πρωτότυπα ή παράγωγα, αναλόγως του είδους των τίτλων κτήσης μετοχών¹⁵. Ανευρίσκεται, λοιπόν, ένα πρώτο κίνητρο για την απόκτηση τίτλων κτήσης μετοχών, η οποία εν προκειμένω συνδέεται άρρηκτα και αποσκοπεί στην άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης. Ωστόσο, στην πράξη, η «χρησιμοποίηση» των τίτλων δεν εξαντλείται στην άσκηση του δικαιώματος αυτού, καθώς δεν είναι λίγοι οι δικαιούχοι, που αποβλέποντας απλώς στην αξιοποίηση τους ως επενδυτικών εργαλείων, προβαίνουν σε δευτερογενή διάθεση τους στην αγορά, κάτι που εξυπηρετεί περισσότερο τις κερδοσκοπικές τους βλέψεις¹⁶. Το ενδιαφέρον αυτό για τους τίτλους κτήσης μετοχών εξηγείται από τα οικονομικά τους χαρακτηριστικά που τους καθιστούν δελεαστικούς για κερδοσκόπους επενδυτές¹⁷, κάτι που θα επεξηγηθεί κατωτέρω¹⁸, αφού πρώτα γίνει λόγος για την αξία των τίτλων, ως διακριτών κινητών αξιών και το πως αυτή προσδιορίζεται, κάτι που ενδιαφέρει τον δικαιούχο ήδη πριν την απόκτηση τους και καθορίζει τις επιλογές του, ιδίως όταν αποσκοπεί στην περαιτέρω μεταβίβαση των τίτλων.

A.2. Οικονομική προσέγγιση των τίτλων

A.2.1. Η αξία των τίτλων κτήσης μετοχών

Η στενή σύνδεση – ίσως ακόμη και «εξάρτηση»- των τίτλων από τις μετοχές που αποτελούν το αντικείμενο του δικαιώματος προαίρεσης, σηματοδοτεί την εγγύτητα τους με τα λεγόμενα «παράγωγα» του χρηματοπιστωτικού τομέα, τα οποία βασίζονται και βρίσκονται σε άμεση σχέση με κάποια *άλλη υποκείμενη αξία, την οποία αφορούν*¹⁹ και ιδίως, με τις συμβάσεις δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών²⁰. Παρά τις επιμέρους, αρκετές, διαφορές μεταξύ των ανωτέρω συμβολαίων και των τίτλων κτήσης μετοχών, η εγγύτητα της λειτουργίας τους ένεκα του δικαιώματος προαίρεσης που ενυπάρχει και στα δύο, έχει ως αποτέλεσμα και την κοινή αποτίμηση τους ως χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία σαφώς και καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό – αλλά όχι μόνο - από την αξία των υποκείμενων μετοχών, τις οποίες αφορά το δικαίωμα

¹³ Βλ. κατωτ. υπό Δ.3.

¹⁴ Οι δυνατότητες που παρέχουν οι τίτλοι στην εταιρεία, που αποφασίζει την έκδοσή τους, δηλαδή οι σκοποί που εξυπηρετούνται με την έκδοσή τους κι εντεύθεν οι λόγοι που οδηγούν σε αυτή, αποτελούν διακριτό κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, βλ. κατωτ. υπό Β.

¹⁵ Βλ. κατωτ. υπό Α.3.

¹⁶ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 86, βλ. κατωτ. υπό Α.2.2.

¹⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 82.

¹⁸ υπό Α.2.2.

¹⁹ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2021, 54, Ταρνανίδου, Συμβάσεις Παραγώγων του Χρηματοπιστωτικού Τομέα, Δογματική και πρακτική θεώρηση, 2006, 2 επ.

²⁰ Ταρνανίδου, Συμβάσεις Παραγώγων του Χρηματοπιστωτικού Τομέα, Δογματική και πρακτική θεώρηση, 2006, 159.

προαίρεσης. Η δε στενή αυτή σύνδεση με την εκάστοτε αξία των υποκείμενων μετοχών, είναι ένα στοιχείο που προσδίδει στους τίτλους υψηλή *μεταβλητότητα*, συγκριτικά με άλλες κινητές αξίες²¹. Το μοντέλο υπολογισμού της αξίας των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών και των τίτλων κτήσης μετοχών²², που χρησιμοποιείται στην πράξη, είναι το «Black – Scholes model»²³, το οποίο αναπτύχθηκε το 1973 από τους Fischer Black και Myron Scholes και αποτέλεσε την πρώτη μαθηματική μέθοδο υπολογισμού της θεωρητικής αξίας των συμβολαίων προαίρεσης.

Η αποτίμηση των τίτλων κτήσης μετοχών βάσει του μοντέλου αυτού, βασίζεται κατά κύριο λόγο²⁴ στα χαρακτηριστικά στοιχεία που τους προσδιορίζουν ως ιδιαίτερη κατηγορία τίτλων και συγκεκριμένα στην τιμή άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος, στην τρέχουσα τιμή των υποκείμενων μετοχών²⁵ και στον χρόνο που απομένει για την άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης, μέχρι την ημερομηνία λήξης. Βάσει αυτών των στοιχείων, η αξία των τίτλων προκύπτει τελικά από δύο επιμέρους, διακριτές αξίες, την *εσωτερική αξία* του δικαιώματος και την *αξία χρόνου* του δικαιώματος²⁶.

Η εσωτερική αξία του δικαιώματος²⁷ συνίσταται στην διαφορά που προκύπτει μεταξύ της τρέχουσας τιμής των υποκείμενων μετοχών και της τιμής άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης. Αναλόγως δε του πως διαμορφώνεται αυτή η διαφορά, κάτι που εξαρτάται από την τρέχουσα τιμή των υποκείμενων μετοχών, που υπόκειται σε διακυμάνσεις, σε αντίθεση με την προκαθορισμένη τιμή άσκησης, ο ίδιος τίτλος κτήσης μετοχών μπορεί σε διαφορετικά χρονικά σημεία να αποτελεί τίτλο «in the money», όταν η τρέχουσα τιμή των μετοχών υπερβαίνει σε σημαντικό βαθμό την τιμή άσκησης, τίτλο «at the money», όταν οι δύο τιμές κυμαίνονται σε παραπλήσια επίπεδα και τίτλο «out of the money», όταν η τρέχουσα τιμή των μετοχών υπολείπεται σε σημαντικό βαθμό της τιμής άσκησης του δικαιώματος²⁸. Η εσωτερική αυτή αξία του τίτλου θα είναι θετική μόνο σε περίπτωση υπάρξεως θετικής διαφοράς, δηλαδή στην περίπτωση που η τρέχουσα τιμή των μετοχών υπερβαίνει την τιμή άσκησης (τίτλοι in the money), οπότε και ο δικαιούχος έχει το πλεονέκτημα να αποκτήσει τις μετοχές με τίμημα πολύ χαμηλότερο σε σχέση με αυτό, που καλείται να καταβάλει για την αγορά τους οποιοσδήποτε άλλος στην αγορά, όπου κυκλοφορούν.

Το αντίθετο συμβαίνει προφανώς όταν η τιμή της μετοχής είναι μικρότερη της τιμής άσκησης (τίτλοι out of the money), καθώς σε αυτήν την περίπτωση τον δικαιούχο τον συμφέρει περισσότερο να αγοράσει τις μετοχές από την αγορά, στην οποία κυκλοφορούν, καταβάλλοντας την τρέχουσα αξία τους, παρά να τις αποκτήσει ασκώντας το δικαίωμα του εκ των τίτλων,

²¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 81.

²² Black/Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81 (1973), 648.

²³ [Black-Scholes Model Definition \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/terms/b/black-scholes-model-definition/)

²⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 88, όπου επισήμανση ότι σύμφωνα με το μοντέλο «Black – Scholes», πέραν των ανωτέρω βασικών στοιχείων, που προσδιορίζουν την αξία των τίτλων, λαμβάνονται υπ' όψιν για την αποτίμηση τους και άλλοι χρηματοοικονομικοί παράγοντες και συγκεκριμένα, το επιτόκιο της χρηματαγοράς καταθέσεων «χωρίς κίνδυνο», η αναμενόμενη μερισματική απόδοση της υποκείμενης μετοχής και η μεταβλητότητα της τιμής αυτής.

²⁵ Εφόσον πρόκειται για μετοχές εισηγμένες, θα πρόκειται για την τρέχουσα, «χρηματιστηριακή» τιμή αυτών, ενώ όταν πρόκειται για εταιρεία που δεν έχει εισάγει τις μετοχές της, θα πρόκειται για την «εύλογη» αξία αυτών.

²⁶ Ταρνανίδου, Συμβάσεις Παραγών του Χρηματοπιστωτικού Τομέα, Δογματική και πρακτική θεώρηση, 2006, 176, Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 88 επ., Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 587 επ., όπου επισημαίνεται η σχέση μεταξύ της αγοραίας τιμής των τίτλων («market value») και της θεωρητικής τιμής των τίτλων («theoretical value»).

²⁷ Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 587, όπου γίνεται λόγος για «theoretical value».

²⁸ Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 588, Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 62.

καταβάλλοντας δηλαδή τίμημα ίσο με την υψηλότερη, της τρέχουσας αξίας των μετοχών, τιμή άσκησης²⁹. Πάντως, ακόμη και σε αυτήν την περίπτωση, στην περίπτωση δηλαδή που δεν προκύπτει θετική αλλά αρνητική διαφορά, η εσωτερική αξία του τίτλου δεν είναι αρνητική, καθώς εναπόκειται στην διακριτική ευχέρεια του δικαιούχου το να ασκήσει το ενσωματωμένο δικαίωμα προαίρεσης. Εφόσον λοιπόν δεν πρόκειται για υποχρέωση εκ του τίτλου αλλά για δικαίωμα, το οποίο ο δικαιούχος το ασκεί κατά την κρίση του, δεν μπορεί να γίνεται λόγος για αρνητική αξία, παρά μόνο για μηδενική³⁰.

Η αξία χρόνου του δικαιώματος συνίσταται στην πιθανότητα αύξησης της τρέχουσας τιμής των υποκείμενων μετοχών κατά το χρονικό διάστημα που απομένει μέχρι την «ημερομηνία λήξης» του δικαιώματος, δηλαδή μέχρι την πάροδο της αποσβεστικής προθεσμίας ασκήσεως του δικαιώματος προαίρεσης για απόκτηση των μετοχών. Αναλόγως δε του προβλεπόμενου χρόνου άσκησης, ένα τίτλος κτήσης μετοχών μπορεί να είναι «αμερικανικού τύπου», όταν το δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την προβλεπόμενη ημερομηνία λήξης, «ευρωπαϊκού τύπου», όταν το δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί μόνο κατά την ημερομηνία λήξης, δηλαδή την τελευταία μέρα της αποσβεστικής προθεσμίας ή και «τύπου Βερμούδων», όταν το δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί σε ορισμένες μόνο ημέρες ή σε ορισμένα χρονικά διαστήματα, μέχρι την ημερομηνία λήξης³¹.

Από «χρονική» σκοπιά, όσο περισσότερος χρόνος απομένει μέχρι την λήξη της αποσβεστικής προθεσμίας, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία χρόνου, αφού υπάρχει μακρύ χρονικό περιθώριο και άρα περισσότερες πιθανότητες ανόδου της τιμής των μετοχών³². Όσο, όμως, η ημερομηνία λήξης πλησιάζει, τόσο ελαττώνεται η αξία χρόνου, καθώς μειώνονται -ποσοτικά- και οι πιθανότητες μεταβολής της τιμής των μετοχών. Η παρατήρηση αυτή έχει ως συνέπεια να μην υφίσταται καν αξία χρόνου του δικαιώματος κατά το χρονικό σημείο ακριβώς πριν την ημερομηνία λήξης της αποσβεστικής προθεσμίας, αφού πλέον δεν υπάρχουν χρονικά περιθώρια μεταβολής της τιμής των υποκείμενων μετοχών. Δεδομένης αυτής της «εκμηδένισης»³³ της αξίας χρόνου, η αξία του τίτλου, τη χρονική στιγμή πριν την λήξη της αποσβεστικής προθεσμίας, ισούται μόνο με την εσωτερική αξία του δικαιώματος. Από «ποιοτική» σκοπιά, με αναφορά στο είδος των τίτλων βάσει της εσωτερικής τους αξίας, οι πιθανότητες αυξητικής διαμόρφωσης της τιμής των υποκείμενων μετοχών είναι μεγαλύτερες όταν πρόκειται για τίτλους «at the money», όταν δηλαδή η τρέχουσα αξία των υποκείμενων μετοχών βρίσκεται πλησίον της τιμής άσκησης³⁴, καθώς στις λοιπές δύο περιπτώσεις, η αξία των μετοχών ή θα υπερβαίνει ήδη αισθητά την τιμή άσκησης, οπότε δεν θα υπάρχουν πολλά περιθώρια περαιτέρω απόκλισης ή θα υπολείπεται αισθητά αυτής, οπότε οι πιθανότητες να την υπερβεί θα είναι αρκετά χαμηλές.

Η «αγοραία» αξία («market value»), λοιπόν, των τίτλων, ήτοι η τιμή διαπραγμάτευσης τους στην αγορά, είναι συνάρτηση των δύο ανωτέρω επιμέρους αξιών, έτσι όπως αναπτύχθηκαν³⁵.

²⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 63, 87 επ.

³⁰ Black/Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81 (1973), 638, Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 588, Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 59.

³¹ Black/Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81 (1973), 637, Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 62.

³² Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 588.

³³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 89.

³⁴ Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 588.

³⁵ Διαφέρει εν μέρει ο υπολογισμός του τιμήματος για την πρωτογενή απόκτηση των τίτλων, το αντάλλαγμα δηλαδή που θα καταβάλλει ο δικαιούχος στην εκδότρια για την απόκτηση τους. Αυτό προσδιορίζεται κατά κανόνα βάσει της

Ακόμη και αν ένας τίτλος παρουσιάζεται δεδομένη χρονική στιγμή ως τίτλος «out of the money», επειδή η τιμή της υποκείμενης μετοχής είναι χαμηλότερη της τιμής άσκησης, αυτό δε σημαίνει ότι η αξία του τίτλου είναι μηδενική, καθώς εάν υπολείπεται ικανό χρονικό διάστημα μέχρι την ημερομηνία λήξης του χρόνου άσκησης, εντός του οποίου είναι δυνατή η προς τα άνω μεταβολή της τιμής της μετοχής, τότε ο τίτλος αποκτά επιπρόσθετη αξία. Πρόκειται επομένως για περίπτωση όπου ναι μεν η εσωτερική αξία παρουσιάζεται μηδενική, αλλά χάρη στη λειτουργία της αξίας χρόνου, τελικά η «συνολική» αξία του τίτλου είναι θετική. Από το παράδειγμα αυτό προκύπτει ότι η κατώτερη αξία, που μπορεί να έχει ένας τίτλος στην αγορά, ισούται κατά κανόνα με την εσωτερική του αξία³⁶. Αυτή, θετική ή μηδενική, μπορεί να μεταβληθεί μόνο προς τα άνω, προστιθέμενης της αξίας χρόνου, κάτι που συνιστά τον κύριο λόγο για τον οποίο, συνήθως, η τιμή διαπραγμάτευσης των τίτλων στην αγορά, είναι ανώτερη της εσωτερικής τους αξίας³⁷. Μόνο στην περίπτωση, λοιπόν, που δεν θα είναι δυνατόν να συνυπολογισθεί αυτή η πρόσθετη αξία χρόνου, δηλαδή ακριβώς πριν την λήξη της αποσβεστικής προθεσμίας άσκησης του δικαιώματος, θα έχει ο τίτλος την κατά τα άνω, κατώτερη δυνατή αξία του, που θα ισούται με την διαφορά της τρέχουσας τιμής των υποκείμενων μετοχών και της τιμής άσκησης του δικαιώματος, η οποία, όπως επισημάνθηκε ανωτέρω, θα είναι κατ' ελάχιστο μηδενική.

A.2.2. Οι τίτλοι ως δελεαστικό για τους επενδυτές χρηματοπιστωτικό μέσο

Στη βάση των ανωτέρω γίνεται καταρχάς κατανοητή η προηγουμένως επισημανθείσα προτίμηση των δικαιούχων των τίτλων για δευτερογενή διάθεση των τελευταίων πριν την λήξη τους. Σε περίπτωση που δεν τους ενδιαφέρει παράλληλα να καταστούν μέτοχοι της εταιρείας, της οποίας οι μετοχές είναι οι «υποκείμενες», τους εξυπηρετεί περισσότερο από επενδυτική άποψη η διάθεση των τίτλων στη δευτερογενή αγορά, αφού θα αποκομίσουν την εσωτερική αξία των τίτλων προσαυξημένη με την αξία χρόνου, την οποία θα «έχαναν» αν προέβαιναν σε άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης³⁸.

Όσον αφορά στην απόφαση επένδυσης σε τίτλους κτήσης μετοχών, οι τελευταίοι αποτελούν ένα χρηματοπιστωτικό μέσο που προτιμάται προς ικανοποίηση επενδυτικών στόχων λόγω ενός βασικού τους χαρακτηριστικού που επισημάνθηκε ανωτέρω, στο πλαίσιο ανάλυσης του προσδιορισμού της αξίας τους. Αυτό δεν είναι άλλο από το ότι η αξία τους δεν μπορεί να είναι κατώτερη από μηδέν, δηλαδή δεν μπορεί να είναι αρνητική, όσο χαμηλή και να είναι η τρέχουσα αξία της υποκείμενης μετοχής, καθώς ο τίτλος ενσωματώνει δικαίωμα κι όχι υποχρέωση προς απόκτηση της, ενώ παράλληλα, ενδέχεται να φέρει και πρόσθετη αξία, αναλόγως του χρόνου που απομένει μέχρι την ημερομηνία λήξης της αποσβεστικής προθεσμίας άσκησης του δικαιώματος. Ελαττώνεται, λοιπόν, ο κίνδυνος όσων επενδύουν στους τίτλους από την πτώση της τιμής της υποκείμενης μετοχής, αφού σε κάθε περίπτωση είναι περιορισμένη η δυνατότητα προς τα κάτω διακύμανσης της τιμής του ίδιου του τίτλου (μέχρι το μηδέν). Η λειτουργία αυτή, που έχει ως

αναμενόμενης μεταβολής της αξίας των υποκείμενων μετοχών κι έτσι, του αναμενόμενου κέρδους από την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, βλ. κατωτ. υπό Β.4.1. και Ε.3.

³⁶ Van Horne/Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 2008, 587, όπου και επισήμανση ότι στις σπάνιες περιπτώσεις, που η τιμή του τίτλου στην αγορά είναι μικρότερη της εσωτερικής του αξίας, επεμβαίνουν οι «arbitragers».

³⁷ Van Horne/Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 2008, 588, όσον αφορά στην καθοριστική επίδραση της πιθανότητας προς τα άνω διακυμάνσεων της τιμής της μετοχής στην αξία των τίτλων («The primary reason that a warrant sells at a price higher than its theoretical value is the opportunity for leverage»).

³⁸ Λιναρίτης, *Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants)*, Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 84.

αποτέλεσμα οι πιθανότητες θετικής εξέλιξης της επένδυσης να είναι περισσότερες από τις πιθανότητες αρνητικής εξέλιξης, αποδίδεται με τον όρο «Asymmetric Payoff» (θετική ασυμμετρία των επενδυτικών αποδόσεων), χαρακτηριστικό των παραγώγων συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης³⁹.

Ωστόσο, αυτή η ασυμμετρία των επενδυτικών αποδόσεων δε θα πρέπει να παρερμηνευθεί προς την κατεύθυνση της έλλειψης κινδύνου, από την επένδυση σε τίτλους κτήσης μετοχών. Οι τίτλοι παρουσιάζουν υψηλή μεταβλητότητα («volatility»)⁴⁰ ως προς την αξία τους, κάτι που απουσιάζει από λοιπά χρηματοπιστωτικά μέσα των οποίων η αξία δεν εξαρτάται από κάποια επίσης μεταβλητή υποκείμενη αξία, όπως συμβαίνει εν προκειμένω. Έτσι, στοιχεία των τίτλων όπως ο πολλαπλασιαστής, η τιμή άσκησης και η τρέχουσα αξία των υποκείμενων μετοχών τους προσδίδουν αυτό το χαρακτηριστικό. Η υψηλή αυτή μεταβλητότητα συνεπάγεται αφενός προσδοκία υψηλών αποδόσεων, αφετέρου αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο⁴¹, καθώς στην περίπτωση που τελικά η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης ή η διάθεση του τίτλου δεν καταστεί συμφέρουσα για τον δικαιούχο, αυτός θα απωλέσει το σύνολο του κεφαλαίου που επένδυσε⁴². Χάρη σε αυτό το χαρακτηριστικό τους, οι τίτλοι επιλέγονται από ριζοκίνδυνους, «τζογαδόρους» επενδυτές, που δεν αποσκοπούν σε σταθερές αποδόσεις, αλλά είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν προκειμένου να έχουν τη μέγιστη απόδοση, έχοντας την «υπεραυτοπεποίθηση» ότι θα την πετύχουν⁴³.

A.3. Εταιρικοί και καλυμμένοι τίτλοι κτήσης μετοχών

Οι τίτλοι κτήσης μετοχών διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες, βάσει του προσώπου του εκδότη τους. Όταν εκδότης των τίτλων είναι η εταιρεία, οι μετοχές της οποίας αποτελούν το αντικείμενο του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος προαίρεσης, πρόκειται για εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών. Οι εταιρικοί τίτλοι κτήσης μετοχών στη βασική τους μορφή, η οποία τέθηκε ανωτέρω⁴⁴ και αποτελεί το αντικείμενο ρύθμισης των άρθρων 56 έως 58 του ν. 4548/2018, αφορούν νεοεκδιδόμενες μετοχές της εκδότριας των τίτλων εταιρείας, τις οποίες δύναται να αποκτήσει ο δικαιούχος κατόπιν αύξησης κεφαλαίου. Εν προκειμένω, ο δικαιούχος καθίσταται μέτοχος της εταιρείας μόνο με την εκ μέρους του δήλωση περί ασκήσεως του δικαιώματος προαίρεσης και την καταβολή του τιμήματος απόκτησης των νεοεκδιδόμενων μετοχών, αποκτώντας έτσι αυτές χωρίς να απαιτείται κάποια περαιτέρω «συστατική» ενέργεια από την πλευρά της εταιρείας. Η αύξηση κεφαλαίου που ακολουθεί την δήλωση του, γίνεται «προς επιβεβαίωση» της απόκτησης της μετοχικής ιδιότητας⁴⁵.

³⁹ McKoan/Ning, Seeking Asymmetric Returns, 2011 εις www.alliancebernstein.com, όπου και παρατήρηση ότι η οικονομική κρίση του 2008 οδήγησε στην αναζήτηση νέων επενδυτικών στρατηγικών, στο επίκεντρο των οποίων αναμενόταν να βρίσκονται όσες χαρακτηρίζονται από «ασυμμετρία» αποδόσεων («...a key trend in portfolio management will be a focus on “asymmetric returns”—investment strategies that maximize upside potential while capping downside risks»).

⁴⁰ Βλ. ανωτ. υπό Α.2.1.

⁴¹ [Volatility \(investopedia.com\)](http://investopedia.com)

⁴² Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγ. παρατ. Άρθρα 56-58 αρ. 10.

⁴³ Abreu, How biased is the behavior of the individual investor in warrants?, Research in International Business and Finance 47 (2019), 139-149, όπου κατόπιν έρευνας στην κεφαλαιαγορά της Πορτογαλίας καταλήγει στα χαρακτηριστικά όσων επενδύουν και συναλλάσσονται επί τίτλων κτήσης μετοχών.

⁴⁴ υπό Α.1.

⁴⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 369.

Ωστόσο, παρά την έλλειψη σχετικής νομοθετικής πρόβλεψης γίνεται δεκτό πως είναι δυνατόν οι εταιρικοί τίτλοι να αφορούν και ήδη υφιστάμενες, ίδιες μετοχές της εταιρείας, οπότε και ο δικαιούχος αποκτά τις μετοχές αυτές όχι πρωτότυπα, κατόπιν αύξησης κεφαλαίου, αλλά παράγωγα, κατόπιν μεταβίβασης τους από την εταιρεία προς αυτόν⁴⁶. Σε αυτήν την περίπτωση, απαιτείται να έπεται της μονομερούς δήλωσης του δικαιούχου και εκπονητική σύμβαση για τη μεταβίβαση των μετοχών, εκτός εάν υπάρχει αντίθετη συμφωνία των μερών, περί ανάπτυξης της σχετικής εμπράγματης ενέργειας με μόνη τη δήλωση του δικαιούχου⁴⁷. Πέραν των ίδιων μετοχών, που ανήκουν στην ίδια την εταιρεία, είναι δυνατόν να πρόκειται και για μετοχές που ανήκουν σε τρίτο για λογαριασμό της, αλλά και για μετοχές, που πρόκειται να εξασφαλίσει η εταιρεία για την ίδια ή μέτοχοι για λογαριασμό της, ώστε να αυτή τηρήσει την απορρέουσα εκ της σύμβασης των τίτλων υποχρέωση της για μεταβίβαση τους στον δικαιούχο⁴⁸.

Όταν εκδότης των τίτλων είναι τρίτος και όχι η εταιρεία, τις μετοχές της οποίας θα μπορεί να αποκτήσει στο μέλλον ο δικαιούχος των τίτλων, τότε πρόκειται για καλυμμένους τίτλους κτήσης μετοχών. Εν προκειμένω, ο εκδότης των τίτλων – τρίτος, συμβάλλεται με τον δικαιούχο των τίτλων, υποσχόμενος να προβεί σε πώληση και μεταβίβαση μετοχών μίας εταιρείας, τις οποίες ο ίδιος κατέχει, όταν ο δικαιούχος ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης που ενσωματώνουν οι τίτλοι. Πρόκειται επομένως και σε αυτήν την περίπτωση για παράγωγη κτήση της μετοχικής ιδιότητας εκ μέρους του δικαιούχου, κατόπιν άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, με μεταβίβαση ήδη υφιστάμενων μετοχών, για την οποία επίσης θα απαιτείται η κατάρτιση διακριτής εκπονητικής σύμβασης.

Σημαντικότερη συνέπεια της διαφοράς αυτής μεταξύ των δύο βασικών κατηγοριών τίτλων κτήσης μετοχών, είναι τα διαφορετικά αποτελέσματα που αναπτύσσει η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, σε εκάστη κατηγορία τίτλων, όσον αφορά στην κεφαλαιακή δομή της ανώνυμης εταιρείας, μετοχές της οποίας αποκτούν οι δικαιούχοι. Μόνο στην πρώτη κατηγορία τίτλων, δηλαδή στους εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών και μόνο στη βασική τους μορφή, είναι δυνατόν να μεταβληθεί η κεφαλαιακή δομή της εταιρείας⁴⁹. Με τη μονομερή δήλωση του δικαιούχου των τίτλων περί ασκήσεως του δικαιώματος προαίρεσης και την εκ μέρους του καταβολή του συμφωνημένου τιμήματος, η εταιρεία προβαίνει σε αύξηση κεφαλαίου, την οποία καλύπτει ο δικαιούχος, αναλαμβάνοντας τις νεοεκδιδόμενες μετοχές της εταιρείας, καθιστάμενος έτσι μέτοχος της⁵⁰.

Αντιθέτως, στους εταιρικούς τίτλους κτήσης υφιστάμενων μετοχών δεν υφίσταται μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, καθώς ο δικαιούχος αποκτά ήδη υπάρχουσες μετοχές της. Αυτό που αλλάζει, επομένως, είναι το πρόσωπο του μετόχου, αφού λαμβάνει χώρα μεταβίβαση τους από την εταιρεία, στην περίπτωση των ιδίων μετοχών ή σε άλλη περίπτωση π.χ. από παλιό μέτοχο που αποχωρεί, προς τον δικαιούχο. Όμως, όσον αφορά στις ίδιες μετοχές, η μεταβίβαση τους στον δικαιούχο συνεπάγεται για τους λοιπούς μετόχους και απώλεια δικαιωμάτων, που έως τότε απολάμβαναν κατά «προσαύξηση» λόγω αναστολής τους ως

⁴⁶ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 372.

⁴⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 369.

⁴⁸ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 41.

⁴⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 61.

⁵⁰ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγ. παρατ. Άρθρα 56-58 αρ. 2, Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 369.

δικαιωμάτων της εταιρείας, απορρεόντων από τις ίδιες μετοχές⁵¹. Ούτε δε στους καλυμμένους τίτλους τίθεται ζήτημα μεταβολής της κεφαλαιακής βάσης της εταιρείας, αφού και σε αυτήν την περίπτωση ο δικαιούχος αποκτά από τον εκδότη των τίτλων (αντισυμβαλλόμενο του στη σύμβαση τίτλων) ήδη υφιστάμενες μετοχές της εταιρείας, τις οποίες κατέχει ο τελευταίος, με αποτέλεσμα η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης εκ μέρους του δικαιούχου να έχει απλώς ως συνέπεια το κέρδος ή τη ζημία του εκδότη των τίτλων⁵² και την αλλαγή του προσώπου του μετόχου και όχι την αύξηση κεφαλαίου.

A.4. Συνοπτικά η «πορεία» των τίτλων κτήσης μετοχών στο εθνικό δίκαιο

Στη διεθνή έννομη τάξη, ήδη από τον 20^ο αιώνα οι τίτλοι κτήσης μετοχών είχαν κάνει την εμφάνισή τους, με πρώτη αυτή στην κεφαλαιαγορά των Η.Π.Α.⁵³. Αρχικά αποτέλεσαν κινητές αξίες που εξέδιδε μία εταιρεία με σκοπό τη συνδυαστική διάθεση τους με μετοχές και ομολογίες, ενώ σταδιακά «αυτονομήθηκαν» ως χρηματοπιστωτικά μέσα⁵⁴, με παρουσία σε πολλές χώρες, υπό διαφορετική όμως ρυθμιστική προσέγγιση⁵⁵. Σε επίπεδο δικαίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αναφορά σε τίτλους που σχετίζονται με την απόκτηση μετοχών εντοπίζεται ήδη στην Οδηγία 77/91/ΕΟΚ (Δεύτερη εταιρική Οδηγία)⁵⁶, μεταγενέστερα δε και σε επίπεδο δικαίου κεφαλαιαγοράς, στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ για το ενημερωτικό δελτίο⁵⁷, που αντικαταστάθηκε από τον Κανονισμό 2017/1129, αλλά και στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II) για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων⁵⁸, η οποία ενσωματώθηκε στην εθνική έννομη τάξη το 2018 με τον ν. 4514/2018.

Στην Ελλάδα αιτία ένταξης των τίτλων κτήσης μετοχών, αποτέλεσε η ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης των πιστωτικών ιδρυμάτων εν όψει της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης,

⁵¹ Σύμφωνα με το άρθρο 50 παρ. 1 του ν. 4548/2018 «Η κατοχή από την εταιρεία ιδίων μετοχών είτε άμεσα από την ίδια είτε μέσω προσώπου που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, επιφέρει την αναστολή των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις μετοχές αυτές. Ειδικότερα ισχύουν τα ακόλουθα: α) Αναστέλλονται τα δικαιώματα παράστασης στη γενική συνέλευση και ψήφου. Οι μετοχές αυτές δεν υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας. β) Τα μερίσματα που αντιστοιχούν στις ίδιες μετοχές προσαυξάνουν το μέρισμα των λοιπών μετόχων. γ) Σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου, το δικαίωμα προτίμησης που αντιστοιχεί στις ίδιες μετοχές δεν ασκείται και προσαυξάνει το δικαίωμα των λοιπών μετόχων, εκτός αν το όργανο που αποφασίζει την αύξηση αποφασίσει τη μεταβίβαση του δικαιώματος, ολικά ή μερικά, σε πρόσωπα που δεν ενεργούν για λογαριασμό της εταιρείας. Αν η αύξηση κεφαλαίου πραγματοποιείται χωρίς καταβολή εισφορών, οι ίδιες μετοχές συμμετέχουν στην αύξηση αυτή».

⁵² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 61.

⁵³ Berle, Convertible Bonds and Stock Purchase Warrants, The Yale Law Journal 36 (1927), 649, όπου χαρακτηριστική η αναφορά στο «πρόσφατο» των τίτλων («Stock purchase warrants have only recently become fashionable, and their form is not yet fixed»).

⁵⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 57 επ.

⁵⁵ Βλ. αναλ. Λιναρίτη, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 97 επ.

⁵⁶ Σύμφωνα με το άρθρο 25 παρ. 4 της Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ «Το άρθρο αυτό ισχύει για την έκδοση όλων των τίτλων που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές ή συνοδεύονται από το δικαίωμα αναλήψεως μετοχών...».

⁵⁷ Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 1 περ. β' της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ «Για τους σκοπούς της παρούσας οδηγίας, νοούνται ως: .. «μετοχικές κινητές αξίες»: οι μετοχές και άλλες μεταβιβάσιμες κινητές αξίες που ισοδυναμούν με μετοχές σε εταιρείες, καθώς και κάθε άλλο είδος μεταβιβάσιμης κινητής αξίας που παρέχει το δικαίωμα απόκτησης οιασδήποτε από τις προαναφερόμενες κινητές αξίες ως αποτέλεσμα μετατροπής τους ή άσκησης των δικαιωμάτων που παρέχονται από αυτές, υπό τον όρο ότι αυτό το τελευταίο είδος κινητών αξιών εκδίδεται από τον εκδότη των υποκειμένων μετοχών ή από οντότητα ανήκουσα στον όμιλο του εν λόγω εκδότη».

⁵⁸ Σύμφωνα με το άρθρο 4 στοιχ. 44 περ. γ' της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II) ««κινητές αξίες»: οι κατηγορίες κινητών αξιών που επιδέχονται διαπραγμάτευση στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής, και ιδίως: ... γ)κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων κινητών αξιών...»

που εκδηλώθηκε το έτος 2008⁵⁹. Με τον ν. 3864/2010 «Περί ιδρύσεως Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας», όπως αυτός εν συνεχεία τροποποιήθηκε⁶⁰ και ίσχυσε κατά το χρονικό διάστημα της πρώτης ανακεφαλαιοποίησης, ήτοι τα έτη 2012 και 2013, εισήχθησαν το πρώτον στην ημεδαπή έννομη τάξη καλυμμένοι τίτλοι κτήσης μετοχών, με εκδότη το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (εφεξής Τ.Χ.Σ.)⁶¹, το οποίο ιδρύθηκε ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, με συμμετοχή όμως του Ελληνικού Δημοσίου στο σύνολο του κεφαλαίου του⁶². Οι συγκεκριμένοι τίτλοι αποσκοπούσαν στο να αποτελέσουν «δέλεαρ» για τους ιδιώτες επενδυτές, ώστε να συμμετάσχουν αυτοί στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, καθώς προκρίθηκε η συμμετοχή σε αυτήν του ιδιωτικού τομέα και αντίστοιχα ο περιορισμός υλοποίησης της μέσω κρατικής ενίσχυσης (εν προκειμένω μέσω του Τ.Χ.Σ.)⁶³.

Σύμφωνα με τις νομοθετικές προβλέψεις⁶⁴, εφόσον πληρούταν ένα ελάχιστο ποσοστό (10%) συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στην αύξηση κεφαλαίου πιστωτικού ιδρύματος, τότε το Τ.Χ.Σ., που τηρουμένων και λοιπών προϋποθέσεων θα συμμετείχε στο ακάλυπτο ποσό της αύξησης κεφαλαίου, θα εξέδιδε τίτλους παραστατικούς δικαιωμάτων κτήσης μετοχών με υποκειμένες τις κοινές μετοχές του πιστωτικού ιδρύματος, που το ίδιο είχε αναλάβει με την αύξηση. Δικαιούχοι των τίτλων αυτών θα ήταν οι ιδιώτες, που συμμετείχαν στην αύξηση κεφαλαίου του πιστωτικού ιδρύματος, κατά τον λόγο συμμετοχής τους σε αυτή, οι οποίοι θα λάμβαναν τους τίτλους δωρεάν. Έτσι, αφενός οι ιδιώτες, νέοι μέτοχοι του πιστωτικού ιδρύματος, θα είχαν τη δυνατότητα να ενισχύσουν μελλοντικά τη συμμετοχή τους στο πιστωτικό ίδρυμα ασκώντας το ενσωματωμένο στους τίτλους δικαίωμα προαίρεσης και αποκτώντας με αυτόν τον τρόπο τις μετοχές του Τ.Χ.Σ, αφετέρου δινόταν η δυνατότητα «αποδέσμευσης» του Τ.Χ.Σ. από την κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών, κάτι που ανταποκρινόταν στον στόχο περιορισμού της κρατικής ενίσχυσης.

⁵⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 161 επ., Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγ. παρατ. Άρθρα 56-58 αρ. 16.

⁶⁰ Τροποποιήσεις εκείνο το χρονικό διάστημα επέφεραν οι ν. 4051/2012, ν. 4079/2012, ν. 4093/2012, ν. 4099/2012, ν. 4111/2013, ν. 4144/2013.

⁶¹ Σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 1 του ν. 3864/2010 (ΦΕΚ Α' 119/21.07.2010) «Σκοπός του Ταμείου είναι η διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, συμπεριλαμβανομένων και θυγατρικών αλλοδαπών πιστωτικών ιδρυμάτων, εφόσον λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα κατόπιν άδειας της Τράπεζας της Ελλάδος κατά τα ειδικότερον προβλεπόμενα στον παρόντα νόμο».

⁶² Άρθρο 1 ν. 3864/2010 (ΦΕΚ Α' 119/21.07.2010).

⁶³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 173, 179, Ανακοίνωση της Επιτροπής — Η ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών στο πλαίσιο της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης: περιορισμός των ενισχύσεων στο ελάχιστο απαραίτητο και διασφάλισης έναντι αδικαιολόγητων στρεβλώσεων του ανταγωνισμού (2009/C 10/03), Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 15.01.2009, όπου προβλέπονται «Κίνητρα για την εξόφληση των κρατικών κεφαλαίων».

⁶⁴ Σύμφωνα με το άρθρο 7 παρ. 4 του ν. 3864/2010, προστεθέν με το άρθρο 9 παρ. 6 του ν. 4051/2012 «Το Ταμείο εκδίδει τίτλους παραστατικούς δικαιωμάτων κτήσης μετοχών για τις κοινές μετοχές που αναλαμβάνει κατά την παράγραφο 1, όταν προβαίνει σε κεφαλαιακή ενίσχυση πιστωτικών ιδρυμάτων κατ' εφαρμογή του άρθρου 7α. Τους τίτλους αυτούς δύνανται να αναλάβουν ο ιδιωτικός τομέας που συμμετέχει στην αύξηση κεφαλαίου της παραγράφου 1, κατά το λόγο της συμμετοχής τους στην αύξηση. Με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών καθορίζεται ο χρόνος έκδοσης των τίτλων, ο τρόπος έκδοσης των τίτλων, ο χρόνος άσκησης των δικαιωμάτων που ενσωματώνουν, ο τρόπος άσκησης των δικαιωμάτων που ενσωματώνουν, ο τρόπος υπολογισμού της αξίας των μετοχών, ο αριθμός των μετοχών για τις οποίες παρέχει δικαίωμα κτήσης κάθε τίτλος, οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες οι τίτλοι δύνανται να μεταβιβάζονται και κάθε άλλη λεπτομέρεια εφαρμογής της παρούσας παραγράφου», βλ. και άρθρο 3 Π.Υ.Σ. 38/2012 «Ρύθμιση θεμάτων κατ' εφαρμογή των παραγράφων 1 και 4 του άρθρου 7 του ν. 3864/2010 (Α' 119), όπως τροποποιήθηκε με την περίπτωση 8 της υποπαραγράφου Δ1 της παραγράφου Δ του άρθρου μόνου του ν. 4093/2012 (Α' 222)».

Παρά τη σημαντική συμβολή της ανωτέρω ρύθμισης των τίτλων στην εξοικείωση, την ερμηνεία και την κατανόηση του βασικού μηχανισμού λειτουργίας τους, το γεγονός ότι επρόκειτο για ρύθμιση καλυμμένων τίτλων και όχι εταιρικών και δη εξειδικευμένη ρύθμιση αυτών, προσανατολισμένη σε έναν συγκεκριμένο σκοπό, αυτόν της ανακεφαλαιοποίησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, με εντεύθεν επιρροές από άλλους κλάδους δικαίου και ειδικούς όρους ως προς τον εκδότη, τους δικαιούχους, τον χρόνο και την τιμή άσκησης κ.α., είχε ένα αναπόδραστο αποτέλεσμα. Οι εταιρικοί τίτλοι, που μπορούν να αξιοποιηθούν από οποιαδήποτε ανώνυμη εταιρεία για επίτευξη ποικίλων σκοπών και από την έκδοση και λειτουργία των οποίων προκύπτουν ζητήματα ουσιωδώς διαφορετικά σε σχέση με τους καλυμμένους τίτλους, εν όψει της συμβατικής δέσμευσης της ίδιας της εταιρείας με τον δικαιούχο τους, παρέμεναν αρρυθμιστοι⁶⁵. Η έκδοση τους στη βασική τους μορφή, αυτή όπου αντικείμενο του δικαιώματος προαίρεσης αποτελεί η απόκτηση νέων μετοχών της εταιρείας, δεν υποστηριζόταν ούτε από τις προβλέψεις του κ.ν. 2190/1920, καθώς κρίθηκε πως δεν συμβαδίζει με τις ειδικές νομοθετικές ρυθμίσεις και το γενικότερο πνεύμα του νόμου γύρω από την αύξηση κεφαλαίου⁶⁶.

Όταν, λοιπόν, άρχισαν οι συζητήσεις γύρω από την αναμόρφωση του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας, μεταξύ των λοιπών προτάσεων για νέες, καινοτόμες ρυθμίσεις, συμπεριλήφθηκε στο Σχέδιο Νόμου για τις Ανώνυμες Εταιρείες και πρόβλεψη για έκδοση εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών⁶⁷. Στη βάση αυτού του σχεδίου, τελικά οι εταιρικοί τίτλοι κτήσης μετοχών στη βασική τους μορφή, εισήχθησαν στην ημεδαπή έννομη τάξη με τον ν. 4548/2018 «Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών», αποτελώντας πλέον ρητώς κατονομαζόμενους τίτλους που μπορεί να εκδώσει μία ανώνυμη εταιρεία⁶⁸. Η λειτουργία των τίτλων αυτών ως εργαλείου χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρείας, καθώς και επιμέρους ζητήματα, που άπτονται της έκδοσης και λειτουργίας τους, αποτελούν το αντικείμενο των επομένων κεφαλαίων της παρούσας εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β: Οι λόγοι έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών από την ανώνυμη εταιρεία και οι εξυπηρετούμενοι με αυτή σκοποί

Στο παρόν κεφάλαιο δίνεται απάντηση στα εξής ερωτήματα: γιατί μία ανώνυμη εταιρεία να προβεί σε έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών; Ποια η χρησιμότητα αυτών; Εξετάζονται, λοιπόν, οι διάφοροι σκοποί που είναι δυνατόν να εξυπηρετούνται από την έκδοση των τίτλων, το πως δηλαδή μπορεί να τους αξιοποιήσει μία ανώνυμη εταιρεία.

B.1. Οι τίτλοι ως μέσο δημιουργίας ενότητας συμφερόντων στην ανώνυμη εταιρεία

Η ανώνυμη εταιρεία αποτελεί «τόπο» συνύπαρξης πολλών και διαφορετικών συμφερόντων, με σημαντικότερη τη διάσταση αυτών που υφίσταται μεταξύ μετόχων και εταιρικών διοικητών. Οι μέτοχοι ενδιαφέρονται κι έχουν συμφέρον στην *μακροπρόθεσμη κερδοφορία* της εταιρείας και την συνεπεία αυτής *αύξηση της μετοχικής αξίας*⁶⁹. Τα δε μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι επιφορτισμένα με τη διοίκηση ξένης περιουσίας, της περιουσίας

⁶⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 196, 197.

⁶⁶ Βλ. αναλ. Λιναρίτη, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 136-138.

⁶⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 155, 156.

⁶⁸ Άρθρο 33 παρ. 1 περ. γ' ν. 4548/2018 και άρθρα 56 έως 58 ν. 4548/2018.

⁶⁹ Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 77 αρ. 9.

των μετόχων, η οποία εκ μέρους τους διοίκηση οφείλει να είναι επιμελής και να εξυπηρετεί το εταιρικό συμφέρον, νοούμενο ως το κατά τα άνω «υπερατομικευμένο» συμφέρον των μετόχων⁷⁰. Εάν, λοιπόν, δεν έχουν ικανό αριθμό μετοχών της εταιρείας την οποία διοικούν ή η αμοιβή τους δεν καθορίζεται βάσει των κερδών της, καθίσταται εμφανές ότι κατά κανόνα δεν ενδιαφέρονται όπως οι μέτοχοι για το κέρδος, τις μερισματικές αποδόσεις και την αύξηση της αξίας των μετοχών, την οποία ωστόσο οφείλουν να επιδιώκουν.

Αυτός είναι και ο βασικός λόγος μη σύμπλευσης των συμφερόντων μετόχων και εταιρικών διοικητών, δεδομένης της οποίας αναμένεται η δράση των τελευταίων να μην είναι πάντα η αναμενόμενη από τους μετόχους, η «ιδανική», δηλαδή, προς εκπλήρωση της ανατεθείσας στους διοικητές επιδίωξης των δικών τους συμφερόντων. Η δημιουργούμενη αυτή κατάσταση στο εσωτερικό της εταιρείας συνεπάγεται «κόστη» γι' αυτήν, τα λεγόμενα «agency costs», που αποτελούν αυτόθροη συνέπεια του γεγονότος πως κάποιος, ο «agent», αναλαμβάνει την επιδίωξη των συμφερόντων κάποιου άλλου, του «principal» («agency theory»). Αυτά μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές, π.χ. «bonding costs» με σκοπό την παροχή κινήτρων στους διοικητές, ώστε να δρουν προς εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων, «monitoring costs» με σκοπό τον έλεγχο της δράσης των διοικητών και «residual loss», η ζημία δηλαδή που υφίσταται η εταιρεία από τις όχι συμφέρουσες γι' αυτήν ενέργειες των διοικητών⁷¹.

Στην εξάλειψη αυτής της διάστασης συμφερόντων και άρα στη μείωση των «agency costs» μπορεί να συμβάλει η έκδοση εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών από την εταιρεία και η απόκτηση τους από τους εταιρικούς διοικητές. Εφόσον οι τελευταίοι θα είναι δικαιούχοι των τίτλων, θα αποσκοπούν στο να αυξηθεί η αξία τους, κάτι που προϋποθέτει και άνοδο της αξίας των υποκείμενων μετοχών. Επομένως, θα ενδιαφέρονται εξίσου με τους μετόχους για την καλή πορεία της εταιρείας και οι διοικητικές τους ενέργειες θα έχουν σίγουρα ως γνώμονα την αύξηση της αξίας της επιχείρησης⁷², προκειμένου να έχουν κέρδος είτε αποφασίσουν την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, οπότε και θα αποκτήσουν υψηλής αξίας μετοχές, είτε προτιμήσουν την περαιτέρω διάθεση των τίτλων. Η κατάσταση αυτή, λοιπόν, είναι προφανές ότι λειτουργεί προς όφελος της εταιρείας, αφού πλέον κυρίαρχος στόχος όλων θα είναι η ανάπτυξη της.

Επιπλέον, στη «ζωή» μίας ανώνυμης εταιρείας εμπλέκονται κι άλλα, «εξωεταιρικά» συμφέροντα, όπως αυτά των εργαζομένων της, των δανειστών της και των λοιπών με αυτή συναλλασσόμενων⁷³. Όπως και στην περίπτωση των εταιρικών διοικητών, έτσι κι εν προκειμένω, η διάθεση τίτλων κτήσης μετοχών στα ανωτέρω πρόσωπα μπορεί να συμβάλει στην δημιουργία κοινών συμφερόντων τους με τους μετόχους της εταιρείας, στη βάση του κοινού ενδιαφέροντος για την αύξηση της εταιρικής περιουσίας κι άρα και της αξίας των τίτλων. Η δε σύμπλευση συμφερόντων με τα ανωτέρω πρόσωπα παρίσταται εξίσου σημαντική για την εταιρεία, ιδίως όσον αφορά στους δανειστές της. Με αυτόν τον τρόπο θα στερούνται της «τυπικής» συμπεριφοράς των εταιρικών δανειστών, αφού θα ενδιαφέρονται περισσότερο για την καλή πορεία της

⁷⁰ Ως αυτό νοείται βάσει της κρατούσας, μονιστικής θεώρησης, βλ. Βερβεσό εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 77 αρ. 9.

⁷¹ Jensen/Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics 3 (1976), 305 επ., βλ. και Ang/Kole/Lin, Agency Costs and Ownership Structure, The Journal of Finance 55 (2000), 81 επ., όπου αξιοποίηση ως βάσης της μοναδικής περίπτωσης με μηδενικά agency costs, όταν η εταιρεία διοικείται από τον μοναδικό της μέτοχο («Our base case is Jensen and Meckling's (1976) zero agency-cost firm, where the manager is the firm's sole shareholder»).

⁷² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 69.

⁷³ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 190.

δανειοδοτούμενης εταιρείας και δε θα είναι αποκλειστικά προσανατολισμένοι στην σταθερή είσπραξη του τόκου και την επιστροφή του κεφαλαίου ανεξαρτήτως κερδών της επιχείρησης.

B.2. Οι τίτλοι ως «αντάλλαγμα»

Η εκδότρια είναι δυνατόν να διαθέτει τίτλους κτήσης μετοχών ως αντάλλαγμα για παρεχόμενες σε αυτήν υπηρεσίες και όχι μόνο. Μπορούν να αποτελούν, δηλαδή, οι τίτλοι, την αντιπαροχή στις συναλλακτικές της σχέσεις⁷⁴. Έτσι, είναι δυνατόν να τους διαθέτει ως αμοιβή των προμηθευτών της, των εργαζομένων της, των νομικών, οικονομικών κ.λπ. συμβούλων της, των ιδρυτών της⁷⁵ αλλά ακόμη και ως αμοιβή των μελών της διοίκησης⁷⁶. Δεδομένης δε της αξίας των τίτλων και των αποδόσεων που μπορούν να έχουν, οι αποκτώντες είναι σε θέση να αποκομίσουν μεγαλύτερο κέρδος σε σχέση με αυτό που θα είχαν αν ελάμβαναν το τυπικό αντάλλαγμα σε χρήμα. Επιπλέον, με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται παράλληλα η ανωτέρω «σύζευξη» συμφερόντων μεταξύ των προσώπων που λαμβάνουν τους τίτλους ως αντιπαροχή και των μετόχων, στην οποία είναι λογικό να στοχεύει μία εταιρεία, ιδίως όσον αφορά στους εταιρικούς διοικητές.

B.3. Οι τίτλοι ως αμυντικό μέτρο σε επιθετική εξαγορά

Στο πλαίσιο της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς και του ν. 3461/2006, που την ενσωμάτωσε στο εθνικό δίκαιο, το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας έχει υποχρέωση τήρησης «ουδετερότητας» κατά τη διάρκεια ισχύος δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών αυτής. Απαγορεύεται, έτσι, να λάβει κατασταλτικά μέτρα άμυνας προς εξουδετέρωση της υποβληθείσας δημόσιας πρότασης, χωρίς ειδική άδεια από την γενική συνέλευση⁷⁷. Ως τέτοια αμυντικά μέτρα νοούνται οποιεσδήποτε *δικαιοπραξίες ή υλικές πράξεις εκφεύγουν της συνήθους δραστηριότητας της εταιρείας κι έχουν σκοπό να καταστήσουν εκδηλωθείσα δημόσια πρόταση εξαγοράς δυσχερέστερη ή αδύνατη*⁷⁸, ενώ ως χρόνος έναρξης της απαγόρευσης ορίζεται η ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου από τον προτείνοντα για την δημόσια πρόταση εξαγοράς⁷⁹. Κατ' εξοχήν παραδείγματα τέτοιων αμυντικών μέτρων αποτελούν η αύξηση των ίδιων κεφαλαίων της υπό εξαγορά εταιρείας ή η απόκτηση συμμετοχών, με σκοπό την αύξηση του κόστους της δημόσιας προσφοράς για τον προτείνοντα και άρα την αδυναμία υλοποίησης της πρότασης.

⁷⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 79 επ.

⁷⁵ Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 586.

⁷⁶ Stock Warrants in Corporate Reorganization, Stanford Law Review 3 (1951), 700, όπου και επισήμανση για την κριτική που δέχθηκε η τακτική των εταιρειών να διαθέτουν τίτλους κτήσης μετοχών ως πρόσθετη αμοιβή στους εταιρικούς διοικητές («Warrants were also issued independently of other securities as a method of giving incentive and additional compensation to corporate officers and directors. Ballantine has criticized this latter use. It enables "promoters, directors, and financiers to keep a strangle hold on the future corporate control, growth, and increase in value for long periods without adequate consideration, risk, or investment"»).

⁷⁷ Βλ. άρθρο 9 παρ. 2 Οδηγίας 2004/25/EK και άρθρο 14 παρ. 1 ν.3461/2006.

⁷⁸ Τσιμπής, Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών, 1994, 240.

⁷⁹ Σύμφωνα με το άρθρο 14 παρ. 1 του ν. 3461/2006 «Με εξαίρεση την αναζήτηση εναλλακτικών προτάσεων, το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας, από την ενημέρωσή του σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 10 και μέχρι τη δημοσιοποίηση του αποτελέσματος της δημόσιας πρότασης ή την ανάκλησή της, δεν μπορεί να προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια που δεν εντάσσεται στη συνήθη πορεία των δραστηριοτήτων της εταιρείας και ενδέχεται να οδηγήσει στη ματαίωση της δημόσιας πρότασης, χωρίς προηγούμενη εξουσιοδότηση από τη γενική συνέλευση».

Αντιθέτως, προληπτικά μέτρα άμυνας του διοικητικού συμβουλίου, που υιοθετούνται δηλαδή πριν την ενημέρωση του για την δημόσια πρόταση από τον προτείνοντα την εξαγορά με σκοπό την εν γένει αποτροπή δημόσιων προτάσεων⁸⁰, δεν απαγορεύονται, καθώς δεν καταλαμβάνονται από τα προβλεπόμενα στο άρθρο 14 παρ. 1 ν. 3461/2006 χρονικά όρια της ανωτέρω απαγόρευσης. Τα μέτρα αυτά λαμβάνονται συνήθως μέσω καταστατικών ρυθμίσεων και εξωεταιρικών συμφωνιών και συνίστανται ιδίως σε περιορισμούς δικαιωμάτων ψήφου, περιορισμούς στη μεταβίβαση των μετοχών ή σε πρόβλεψη αυξημένων πλειοψηφιών για ανάκληση κι εκλογή διοικητικού συμβουλίου. Μόνος τρόπος απεμπλοκής από τα παραπάνω, συγκεκριμένα μέτρα άμυνας, είναι η εφαρμογή του «κανόνα της εξουδετέρωσης αμυντικών μέτρων»⁸¹.

Ως αμυντικό μέτρο σε δημόσια πρόταση εξαγοράς μπορεί να λειτουργήσει και η έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών από την εταιρεία – στόχο της δημόσιας πρότασης⁸². Η λειτουργία που επιτελεί η έκδοση των τίτλων εν προκειμένω, είναι παραπλήσια αυτής που επιτελεί και η έκδοση νέων μετοχών με αύξηση κεφαλαίου: αυξάνονται (στην περίπτωση της έκδοσης μετοχών) ή είναι δυνατόν να αυξηθούν (στην περίπτωση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών) οι μετοχές της υπό εξαγορά εταιρείας, επομένως ο προτείνων την εξαγορά θα χρειαστεί τελικά να αγοράσει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών από αυτόν που αρχικά υπολόγιζε, τόσο σε περίπτωση υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, η οποία αφορά το σύνολο των κινητών αξιών της εταιρείας, όσο και σε περίπτωση προαιρετικής, προκειμένου στην τελευταία να εξασφαλίσει την απόκτηση υψηλού ποσοστού μετοχών και άρα του ελέγχου στην εταιρεία. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνεται και το τίμημα που θα πρέπει τελικά να καταβάλει για την αγορά των περισσότερων μετοχών, κάτι που ενδέχεται να καταστήσει μη συμφέρουσα τη δημόσια πρόταση γι' αυτόν κι έτσι αυτή να ματαιωθεί. Ειδικότερα στην περίπτωση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών, επειδή πρόκειται για έκδοση νέων μετοχών «υπό αίρεση», το αποτέλεσμα είναι να μην είναι σίγουρος ο προτείνων ως προς το ανωτέρω αυξημένο τελικό ποσό που θα χρειαστεί να καταβάλει και φυσικά ως προς το πρόσωπο των μετόχων, στους οποίους ενδέχεται να απευθύνεται τελικά η πρόταση.

Επιπλέον, είναι δυνατόν στη σύμβαση των τίτλων να προβλέπονται ειδικοί όροι που αποσκοπούν ακριβώς στην ματαίωση ενδεχόμενης δημόσιας πρότασης εξαγοράς, εξασφαλίζοντας την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, ώστε να επέλθουν τα ανωτέρω αποτελέσματα και να μην προκαλείται απλώς αβεβαιότητα στον προτείνοντα. Η λειτουργία αυτή των τίτλων κτήσης μετοχών ως «poison pills», συνήθους αμυντικού μηχανισμού που συνίσταται στην εν γένει παροχή δικαιωμάτων προς τους μετόχους για απόκτηση νέων μετοχών⁸³, εξασφαλίζεται όταν είναι τέτοια η διαμόρφωση στη σύμβαση των όρων ασκήσεως του δικαιώματος προαίρεσης, έτσι ώστε αυτή να καθίσταται δυνατή μόνο όταν εκδηλωθεί ή πρόκειται να εκδηλωθεί δημόσια πρόταση εξαγοράς⁸⁴, π.χ. όταν προβλέπεται άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης απόκτησης των μετοχών στην περίπτωση που κάποιος αποκτήσει ή πρόκειται να αποκτήσει ένα τέτοιο, συγκεκριμένο ποσοστό μετοχών, που θα τον καταστήσει τον ελέγχοντα μέτοχο. Είναι δε δυνατή η πρόβλεψη τέτοιων ειδικών όρων στο πλαίσιο της συμβατικής ελευθερίας των μερών (ΑΚ 361), καθώς τόσο τα *essentialia negotii* της σύμβασης των τίτλων, όπως ο χρόνος άσκησης του ενσωματωμένου

⁸⁰ Ανδριανέσης, Η θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρείας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, 2008, 34.

⁸¹ Βλ. άρθρο 17 ν. 3461/2006, Κινινή, Ο κανόνας εξουδετέρωσης των αμυντικών μέτρων στις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών εις [ΣΥΝΔΕΣΜΟΣ ΕΛΛΗΝΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΟΛΟΓΩΝ \(syncemp.gr\)](http://www.syncemp.gr).

⁸² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 622 επ.

⁸³ Ανδριανέσης, Η θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρείας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, 2008, 38.

⁸⁴ Van Hulle/Geens, The Poison Warrant: A Powerful Poison Pill, *European Management Journal* 11 (1993), 214.

δικαιώματος, όσο και οι λοιποί, επουσιώδεις όροι της, δεν οφείλουν να έχουν συγκεκριμένο περιεχόμενο βάσει νομοθετικών επιταγών και απαγορεύσεων, αλλά η διαμόρφωση τους είναι ελεύθερη⁸⁵.

Κατόπιν των ανωτέρω, συνάγεται ότι η έκδοση των τίτλων συνιστά κατ' αρχάς επιτρεπόμενο, κατά τα άνω, αμυντικό μέτρο, όταν η απόφαση γι' αυτή λαμβάνεται πριν την υποβολή της δημόσιας πρότασης, όταν δηλαδή έχει την μορφή προληπτικού αμυντικού μέτρου. Αυτό ισχύει ακόμη και αν υπήρχαν «υπόνοιες» για επικείμενη εκδήλωση δημόσια πρότασης, αλλά όχι ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου κατά το άρθρο 10 ν. 3461/2006⁸⁶. Επομένως, η έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών, με ή χωρίς ειδικούς όρους που κατατείνουν συγκεκριμένα στην απόκρουση δημόσιων προτάσεων εξαγοράς («poison warrants»), είναι επιτρεπτή και αναπτύσσει τα αποτελέσματα της ως αμυντικό μέτρο είτε αποφασίστηκε από την γενική συνέλευση είτε από το διοικητικό συμβούλιο, εφόσον οι τίτλοι αποκτήθηκαν από τους δικαιούχους πριν την ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου από τον προτείνοντα για την υποβολή δημόσιας πρότασης. Σε κάθε δε περίπτωση, εφόσον πρόκειται για τακτική έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών, που αποφασίζεται δηλαδή από τη γενική συνέλευση και όχι από το διοικητικό συμβούλιο (οπότε πρόκειται για έκτακτη έκδοση⁸⁷), δεν τίθεται καν ζήτημα νόμιμης ή μη ενέργειας προς ματαίωση της δημόσιας πρότασης, καθώς η Οδηγία και ο ν. 3461/2006 απαγορεύουν τέτοιες ενέργειες του διοικητικού συμβουλίου.

Πρόβλημα θα ανακύπτει στην περίπτωση που ναι μεν έχει αποφασιστεί η έκδοση των τίτλων αλλά δεν έχει γίνει η διάθεση τους προς τους δικαιούχους πριν το κρίσιμο χρονικό σημείο της ενημέρωσης του διοικητικού συμβουλίου για την υποβολή της πρότασης ή όταν έχει γίνει η διάθεση αυτή, αλλά οι όροι της σύμβασης των «poison warrants» καθιστούν απαραίτητη την σύμπραξη του διοικητικού συμβουλίου π.χ. για την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης⁸⁸. Σε αμφότερες τις περιπτώσεις απαιτούνται ενέργειες του διοικητικού συμβουλίου, προκειμένου να αποκτήσουν οι δικαιούχοι τους τίτλους και να μπορέσουν να ασκήσουν το δικαίωμα τους, αντίστοιχα. Εφόσον, λοιπόν, κριθεί ότι αυτές οι ενέργειες είναι «ασυνήθειες» και ότι δύναται να οδηγήσουν σε ματαίωση της πρότασης εξαγοράς, θα πρόκειται για απαγορευμένα αμυντικά μέτρα κατά το άρθρο 14 παρ. 1 ν.3461/2006, για τα οποία θα απαιτείται άδεια της γενικής συνέλευσης. Επιπλέον, στην πρώτη περίπτωση, θα απαιτείται προηγούμενη έγκριση της ίδιας της απόφασης έκδοσης από τη γενική συνέλευση, δεδομένης της ρύθμισης του άρθρου 14 παρ. 2 ν. 3461/2006, σύμφωνα με το οποίο «Η γενική συνέλευση των μετόχων της υπό εξαγορά εταιρείας πρέπει να εγκρίνει ή να επιβεβαιώσει κάθε απόφαση για ενέργεια της παραγράφου 1, η οποία ελήφθη πριν από την έναρξη της προβλεπόμενης στην ίδια παράγραφο περιόδου και δεν έχει τεθεί, εν όλω ή εν μέρει, σε εφαρμογή». Στην πράξη, η γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίσει από κοινού για την επιβεβαίωση της υπάρχουσας απόφασης έκδοσης των τίτλων και για την έγκριση της διάθεσης του προς το δικαιούχους από το διοικητικό συμβούλιο.

Όσον αφορά στην έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών ως κατασταλτικού αμυντικού μέτρου, θα πρέπει να γίνει μία απαραίτητη διάκριση. Όταν πρόκειται για τακτική έκδοση τίτλων δεν τίθεται κανένα ζήτημα, καθώς όπως προαναφέρθηκε, από την απαγόρευση λήψης αμυντικών μέτρων μετά την υποβολή της δημόσιας πρότασης (ακριβέστερα, μετά την ενημέρωση του

⁸⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 294 επ.

⁸⁶ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 638.

⁸⁷ Βλ. κατωτ. υπό Ε.2.2.

⁸⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 637.

διοικητικού συμβουλίου για την υποβολή της) καταλαμβάνεται μόνο το διοικητικό συμβούλιο. Επομένως, μόνο στην περίπτωση που την έκδοση την αποφασίζει το τελευταίο και κριθεί ότι αυτή αποτελεί ενέργεια που εκφεύγει των συνήθων δραστηριοτήτων της εταιρείας (πράγμα που κατά κανόνα ισχύει δεδομένου και ότι αρμόδια για την έκδοση είναι κατά κανόνα η καταστατική γενική συνέλευση) και είναι ικανή να ματαιώσει την δημόσια πρόταση εξαγοράς (όταν π.χ. οι όροι της σύμβασης καθιστούν τους τίτλους «poison pill»), θα πρόκειται για απαγορευμένο κατά το άρθρο 14 παρ. 1 ν. 3461/2006 αμυντικό μέτρο που απαιτεί άδεια της γενικής συνέλευσης για να υλοποιηθεί. Επιπλέον, και σε αυτήν την περίπτωση τυγχάνει εφαρμογής η ρύθμιση του άρθρου 14 παρ. 2 ν. 3461/2006, καθώς η έκδοση των τίτλων από το διοικητικό συμβούλιο προϋποθέτει σχετική προηγούμενη πρόβλεψη στο καταστατικό ή απόφαση της γενικής συνέλευσης κατά τα ισχύοντα για την έκτακτη αύξηση κεφαλαίου, σύμφωνα με το άρθρο 24 ν. 4548/2018⁸⁹. Επομένως, πέραν την έγκρισης για την έκδοση των τίτλων, απαιτείται και απόφαση της γενικής συνέλευσης με την οποία θα επιβεβαιώνεται η προηγουμένως δοθείσα στο διοικητικό συμβούλιο δυνατότητα να αποφασίσει την έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών.

Τέλος, η άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης για απόκτηση των μετοχών εκ μέρους των δικαιούχων των τίτλων είναι αυτή που θα μετατρέψει την αβεβαιότητα του προτείνοντος σχετικά με τους μετόχους - τελικούς αποδέκτες της πρότασης και το αυξημένο τίμημα σε βεβαιότητα, επιτελώντας έτσι «πλήρως» την λειτουργία της έκδοσης των τίτλων ως αμυντικού μέτρου. Εάν δε θεωρηθεί «αυτοτελής» αμυντικό μέτρο, είναι σε κάθε περίπτωση επιτρεπτή, δηλαδή και μετά την υποβολή της δημόσιας πρότασης εξαγοράς, αφού πρόκειται για ενέργεια των δικαιούχων των τίτλων (άσκηση του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος) και όχι του διοικητικού συμβουλίου, στην οποία μπορούν να προβούν οποιαδήποτε στιγμή εφόσον την κρίνουν συμφέρουσα⁹⁰. Εκτός λοιπόν της περίπτωσης των «poison warrants», όπου επιλέγεται σκοπίμως από τα μέρη η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης να μπορεί να λάβει χώρα μόνο πριν ή αφού εκδηλωθεί η δημόσια πρόταση εξαγοράς, αυτή είναι δυνατή αφού υποβληθεί η πρόταση και σε κάθε άλλη περίπτωση έκδοσης των τίτλων. Απλώς τότε θα εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των δικαιούχων το να προβούν στην άσκηση του δικαιώματος κατά τη διάρκεια ισχύος της δημόσιας πρότασης.

B.4. Οι τίτλοι ως μέσο χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρείας

Αδιαμφισβήτητα, η σπουδαιότερη λειτουργία που επιτελούν οι τίτλοι κτήσης μετοχών είναι αυτή της χρηματοδότησης μίας εταιρείας. Η συμβολή τους σε αυτήν αφορά κάθε ανώνυμη εταιρεία, μπορεί να γίνει μέσω συνδυαστικής ή αυτοτελούς διάθεσης τους, ενώ κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική σε συγκεκριμένες περιπτώσεις εταιρειών, που αντιμετωπίζουν προβλήματα άντλησης κεφαλαίων μέσω των «κλασσικών» μορφών χρηματοδότησης. Η επιλογή τους δε ως μέσου χρηματοδότησης συναρτάται άμεσα με την υβριδική φύση τους και τα πλεονεκτήματα που αυτή συνεπάγεται για την εταιρεία, αντικείμενο ανάλυσης του επομένου κεφαλαίου.

⁸⁹ Βλ. αναλ. κατωτ. υπό Ε.2.2.

⁹⁰ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 624.

B.4.1. Γενικά η λειτουργία των τίτλων ως χρηματοδοτικού εργαλείου

Η έκδοση των τίτλων από μία εταιρεία αποσκοπεί κατά κανόνα στην μακροπρόθεσμη κεφαλαιακή της ενίσχυση και όχι απλώς στην αντιμετώπιση τρεχουσών αναγκών της για χρηματοδότηση, η οποία μπορεί να επιτευχθεί και με τα «κλασσικά» μέσα της αύξησης κεφαλαίου και του δανεισμού⁹¹. Αυτή τη λειτουργία των τίτλων ως χρηματοδοτικού μέσου καταδεικνύει η κατωτέρω διαδικασία άντλησης κεφαλαίων μέσω αυτών, η οποία λαμβάνει χώρα σε στάδια.

Το πρώτο έσοδο της εταιρείας από την έκδοση των τίτλων αποτελεί το χρηματικό αντάλλαγμα που καταβάλλει ο δικαιούχος για την απόκτηση τους. Το ύψος αυτού του τιμήματος για την απόκτηση των τίτλων αποτελεί προϊόν διαπραγμάτευσης εκδότριας-δικαιούχου, έχοντας κατά κανόνα ως παράμετρο καθορισμού του την αναμενόμενη από αυτούς εξέλιξη της αξίας των υποκείμενων μετοχών και άρα το αναμενόμενο για τον δικαιούχο κέρδος από την άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος, με βάση τα δεδομένα που έχουν και υπολογίζουν κατά τη στιγμή της διάθεσης των τίτλων από την εκδότρια εταιρεία. Η τιμή διάθεσης των τίτλων εξαρτάται τόσο από την εσωτερική αξία του δικαιώματος όσο και από την αξία χρόνου, που καθορίζουν όπως αναφέρθηκε παραπάνω την οικονομική αξία των τίτλων, κατά την πρωτογενή όμως διάθεση των τίτλων τα ανωτέρω εκτιμώνται βάσει της τότε τρέχουσας τιμής των υποκείμενων μετοχών και της εκτίμησης των μερών για την προοπτική ανόδου τους κατά το χρονικό διάστημα μέχρι την λήξη της αποσβεστικής προθεσμίας, αντίστοιχα⁹².

Με την καταβολή, λοιπόν, του τιμήματος από τους δικαιούχους, εισέρχεται κεφάλαιο στην εταιρεία το οποίο προσαυξάνει το κυκλοφορούν ενεργητικό της, συγκεκριμένα δε τα ταμειακά διαθέσιμα χαρίζοντας της έτσι ρευστότητα⁹³. Παράλληλα, στο παθητικό σκέλος του ισολογισμού της εταιρείας σχηματίζεται αποθεματικό ίσο με το ποσό του τιμήματος που καταβλήθηκε⁹⁴, σύμφωνα με την πρόβλεψη του άρθρου 58 παρ. 5 ν. 4548/2018⁹⁵, το οποίο δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί παρά μόνο προς πραγματοποίηση του εταιρικού σκοπού. Επομένως, η εταιρεία σε μία πρώτη φάση αποκτά κεφάλαιο το οποίο μπορεί να αξιοποιήσει στις δραστηριότητες της και το οποίο μάλιστα δεν πρόκειται ποτέ να απωλέσει, είτε τελικά ασκηθούν τα ενσωματωμένα στους τίτλους δικαιώματα είτε όχι. Αυτό καθώς σύμφωνα με την πρόβλεψη της ανωτέρω διάταξης, σε περίπτωση που τελικά οι δικαιούχοι δεν ασκήσουν το δικαίωμα προαίρεσης, το ποσό που είχαν καταβάλλει για την απόκτηση των τίτλων και το οποίο αρχικά είχε πιστωθεί στον αντίστοιχο για τον σχηματισμό αποθεματικών λογαριασμό του παθητικού, τώρα θα πιστωθεί στον λογαριασμό του παθητικού «υπέρ το άρτιο», παραμένοντας στην «καθαρή θέση» της εταιρείας, δηλαδή στα ίδια κεφάλαια της.

Σε ένα επόμενο στάδιο, η εταιρεία αναμένεται να συγκεντρώσει πρόσθετα κεφάλαια από την άσκηση των ενσωματωμένων στους τίτλους δικαιωμάτων προαίρεσης και τη συνεπεία αυτής καταβολή του τιμήματος για την απόκτηση των υποκείμενων μετοχών εκ μέρους των δικαιούχων

⁹¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 639.

⁹² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 341.

⁹³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 345, 346.

⁹⁴ Σύμφωνα με τη βασική αρχή του διπλογραφικού συστήματος, όταν γίνεται μία χρέωση (αύξηση) λογαριασμού του ενεργητικού, γίνεται υποχρεωτικά και μία ισόποση πίστωση (αύξηση) λογαριασμού του παθητικού, βλ. Περάκη/Σωτηρόπουλο/Λιβαδά/Δρίτσα, Το δίκαιο της λογιστικής, 2017, 59.

⁹⁵ «Για όσο χρονικό διάστημα παραμένουν σε ισχύ οι τίτλοι κτήσης μετοχών, σχηματίζεται αποθεματικό, μη δυνάμενο να διανεμηθεί, ίσο με το τυχόν ποσό του τιμήματος που καταβλήθηκε στην εταιρεία κατά την απόκτηση των τίτλων. Αν παρέλθει άπρακτη η προθεσμία για την άσκηση των δικαιωμάτων κτήσης μετοχών, το καταβληθέν τίμημα προσαυξάνει τον λογαριασμό από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο».

(«τιμή άσκησης»). Αναλόγως δε του προβλεπόμενου χρόνου άσκησης των δικαιωμάτων και της προσωπικής κρίσης εκάστου δικαιούχου, είναι δυνατόν η εταιρεία να έχει έσοδα ανά διάφορα χρονικά διαστήματα, κάθε φορά που κάποιος θα αποφασίζει την άσκηση του δικαιώματος. Τελικά, μετά την πάροδο της αποσβεστικής προθεσμίας άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης η εταιρεία θα έχει συνολικά αποκτήσει αξιόλογο ποσό κεφαλαίου, το οποίο θα παρίσταται ως το άθροισμα του αρχικώς καταβληθέντος τιμήματος για την απόκτηση των τίτλων και του μεταγενέστερου τιμήματος για την απόκτηση των μετοχών. Στην περίπτωση δε που η εταιρεία έχει προβεί σε περισσότερες εκδόσεις τίτλων ή έχει συμφωνηθεί ότι η τιμή άσκησης των δικαιωμάτων θα βαίνει αυξανόμενη με την πάροδο του χρόνου, αναλόγως του πότε ο δικαιούχος θα προβεί στην άσκηση του δικαιώματος, είναι προφανές ότι ενδέχεται το τελικό ποσό που θα έχει συγκεντρώσει η εταιρεία να είναι ιδιαίτερος υψηλό.

Τα ανωτέρω είναι που καθιστούν τη χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών προτιμητέα σε σχέση με τη συνήθη αύξηση κεφαλαίου⁹⁶. Κύρια διαφορά που συνηγορεί υπέρ της έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών, είναι το δυνάμενο να συγκεντρωθεί κεφάλαιο, το οποίο στην περίπτωση της αύξησης κεφαλαίου είναι σαφώς μικρότερο⁹⁷.

Πιο συγκεκριμένα, η αύξηση κεφαλαίου απαιτεί εξ αρχής μεγάλη συγκέντρωση κεφαλαίου εκ μέρους των μετόχων, που θα ασκήσουν το δικαίωμα προτίμησης αλλά κι εκ μέρους νέων επενδυτών, προκειμένου να καταβάλουν το τίμημα για την απόκτηση των νέων μετοχών. Αυτό έχει ως συνέπεια αφενός κάποιοι από τους μετόχους να μην μπορούν να ανταπεξέλθουν κι έτσι να μην ασκήσουν το δικαίωμα προτίμησης, κάτι που θα οδηγήσει σε αποδυνάμωση της συμμετοχής τους στην εταιρεία, αφετέρου οι νέες μετοχές να προσφέρονται σε αρκετά χαμηλή τιμή σε σχέση με την τρέχουσα αξία τους προκειμένου να παρακινηθούν παλιοί και νέοι επενδυτές, με αποτέλεσμα το κεφάλαιο που θα συγκεντρώσει τελικά η εταιρεία να μην είναι υψηλό. Αντιθέτως, λόγω της «σταδιακής» κεφαλαιακής ενίσχυσης που λαμβάνει χώρα με την έκδοση των τίτλων κτήσης μετοχών, δεν απαιτείται η εξ αρχής διάθεση υψηλού ποσού κεφαλαίου (μόνο το τίμημα για την απόκτηση τους), κάτι που εξυπηρετεί αρχικά την διατήρηση των μετοχικών δυνάμεων. Επιπλέον, η άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης και άρα η απόκτηση των μετοχών σε μεταγενέστερα χρονικά σημεία, συνεπάγεται την καταβολή επιπλέον τιμήματος. Στην ιδανική, λοιπόν, περίπτωση που θα ασκηθούν όλα τα ενσωματωμένα δικαιώματα, η εταιρεία συγκεντρώνει μεγαλύτερο ποσό (αρχικό τίμημα για απόκτηση των τίτλων και μεταγενέστερα τιμήματα για απόκτηση μετοχών) σε σχέση με το μειωμένο ποσό που θα συγκέντρωνε με την αύξηση κεφαλαίου λόγω της εκεί διάθεσης των μετοχών σε τιμή μικρότερη της τρέχουσας. Το τελευταίο δε συμβαίνει στην έκδοση των τίτλων, αφού δεδομένης της απόκτησης των μετοχών εντός ορισμένου «χρόνου άσκησης», το τελικό τίμημα γι' αυτήν ενδέχεται και να υπερβαίνει την τρέχουσα τιμή των υφιστάμενων μετοχών κατά την έκδοση των τίτλων.

B.4.2. Χρηματοδότηση μέσω συνδυαστικής διάθεσης των τίτλων

Μία μορφή αξιοποίησης των τίτλων είναι αυτή με την οποία πρωτοξεκίνησε η χρήση τους, η συνδυαστική διάθεση τους δηλαδή με μετοχές ή ομολογίες της εταιρείας. Η συνδυαστική διάθεση κινητών αξιών («unit offerings») αποτελεί τρόπο συγκέντρωσης κεφαλαίου - συνηθέστερο στις δημόσιες προσφορές και δη σε αυτές με ταυτόχρονη εισαγωγή προς

⁹⁶ Βλ. αναλ. κατωτ. υπό Γ.1.

⁹⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 78, 79.

διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά («Initial Public Offering») - κατά τον οποίο οι κινητές αξίες προσφέρονται αρχικά ως «πακέτο» αλλά η μετέπειτα διαπραγμάτευση τους στην αγορά λαμβάνει χώρα ξεχωριστά, ενώ βασικό λόγο επιλογής της αποτελεί το μειωμένο κόστος που συνεπάγεται σε σχέση με άλλες μεθόδους⁹⁸. Παρίσταται δε ιδιαίτερα σημαντική ως επιλογή για την χρηματοδότηση νεοφυών επιχειρήσεων με τη βοήθεια «venture capitals»⁹⁹.

Στην τυπική περίπτωση της συνδυαστικής διάθεσης των τίτλων κτήσης μετοχών, μία εταιρεία προβαίνει σε έκδοση νέων μετοχών ή σε έκδοση ομολογιακού δανείου -με δημόσια προσφορά ή ιδιωτική τοποθέτηση - και προκειμένου να ενισχύσει το ενδιαφέρον των επενδυτών για την ανάληψη των μετοχών ή των ομολογιών, χρησιμοποιεί τους τίτλους κτήσης μετοχών ως «sweeteners»¹⁰⁰, διαθέτοντας τους παράλληλα με αυτές και άνευ ανταλλάγματος. Αποσκοπεί με αυτόν τον τρόπο να παράσχει κίνητρο στους επενδυτές για να προβούν σε χρηματοδότηση της με ευνοϊκούς όρους, καθώς τους παρέχει αντιστάθμισμα για τον τυχόν αναλαμβανόμενο κίνδυνο (π.χ. όταν πρόκειται για νεοφυείς επιχειρήσεις με αβέβαιο μέλλον), που δεν είναι άλλο από την απόκτηση των τίτλων. Όσον αφορά συγκεκριμένα στην δανειοδότηση της, η παράλληλη διάθεση τίτλων μαζί με τις ομολογίες σκοπεύει στο να της εξασφαλίσει ευνοϊκότερους όρους δανεισμού, ιδίως χαμηλότερο επιτόκιο¹⁰¹, αλλά και υψηλότερο ποσό δανεισμού, στο οποίο ειδάλλως οι δανειστές θα ήταν επιφυλακτικοί εν όψει του μεγαλύτερου γι' αυτούς κινδύνου από ενδεχόμενη αδυναμία πληρωμής τόκων ή κεφαλαίου εκ μέρους της δανειοδοτούμενης εταιρείας («default risk»)¹⁰².

Περαιτέρω, κυρίως σε αρχικές δημόσιες προσφορές, η συνδυαστική διάθεση μετοχών και των μελετώμενων τίτλων αντί της αποκλειστικής διάθεσης μετοχών, φαίνεται να έχει θετικές συνέπειες για την εκδότη εταιρεία όσον αφορά στον περιορισμό των «agency costs». Αυτό επιτυγχάνεται χάρη στη «σταδιακή χρηματοδότηση» της εταιρείας, που συνεπάγεται η παράλληλη διάθεση των μελετώμενων τίτλων¹⁰³. Στο γεγονός, δηλαδή, ότι δεν αντλείται εξ αρχής μεγάλο ποσό κεφαλαίου που της χαρίζει άμεση ρευστότητα και το οποίο τίθεται αμέσως στη διάθεση των εταιρικών διοικητών, αλλά μόνο ένα μέρος του συνολικού κεφαλαίου, αφού το υπόλοιπο αναμένεται να αποκτηθεί κατόπιν ασκήσεως των δικαιωμάτων προαίρεσης. Έτσι οι εταιρικοί διοικητές και μετά την αρχική καταβολή εκ μέρους των επενδυτών, θα συνεχίσουν να διοικούν με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον, προς αύξηση της αξίας της επιχείρησης, αφού απώτερος σκοπός τους θα είναι να ασκηθούν τα ενσωματωμένα στους τίτλους δικαιώματα κι έτσι η εταιρεία να εισπράξει το τίμημα που θα καταβληθεί για την απόκτηση και των λοιπών μετοχών. Μειώνεται λοιπόν ο κίνδυνος που θα υπήρχε αν εξ αρχής βρισκόταν στα χέρια των εταιρικών διοικητών ένα υψηλό ποσό κεφαλαίου υπό τη μορφή ταμειακών διαθεσίμων, το οποίο σε περίπτωση που ξεπερνούσε τις τρέχουσες χρηματοδοτικές ανάγκες θα μπορούσαν να το χρησιμοποιήσουν κατά βούληση, προς επιδίωξη όχι του εταιρικού συμφέροντος αλλά ενδεχομένως της ενίσχυσης της

⁹⁸Gajewski/Ginglinger/Lasfer, Why do companies include warrants in seasoned equity offerings?, *Journal of Corporate Finance* 13 (2007), 25.

⁹⁹ Βλ. κατωτ. υπό Β.4.3.1.

¹⁰⁰ Van Horne/Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 2008, 586.

¹⁰¹ Van Horne/Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 2008, 586.

¹⁰² Van Horne/Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 2008, 32.

¹⁰³ Schulz, Unit initial public offerings: a form of staged financing, *Journal of Financial Economics* 34 (1993), 199 επ.

θέσης τους, επενδύοντας το για παράδειγμα σε δραστηριότητες ρυσοκίνδυνες ή μη αποφέρουσες κέρδη για την εταιρεία¹⁰⁴.

B.4.3. Η χρηματοδότηση εταιρειών με αδυναμία άντλησης κεφαλαίων μέσω δανεισμού ή αύξησης κεφαλαίου

B.4.3.1. Χρηματοδότηση νεοφυών επιχειρήσεων

Παρά την εμφάνιση ολοένα και περισσότερων τρόπων χρηματοδότησης των εταιρειών, σταθερή και κύρια πηγή χρηματοδότησης ιδίως των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, που δεν έχουν εύκολα πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά, αποτελεί ο τραπεζικός δανεισμός (corporate banking)¹⁰⁵. Προκειμένου όμως οι τράπεζες να χορηγήσουν πίστωση, εξετάζουν ενδελεχώς την πιστοληπτική ικανότητα της εκάστοτε εταιρείας, προς τον σκοπό αποφυγής του πιστωτικού κινδύνου, της πιθανότητας δηλαδή να ζημιωθούν από την αδυναμία της να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της για εμπρόθεσμη πληρωμή των τόκων και επιστροφή του χορηγηθέντος κεφαλαίου¹⁰⁶. Πιο συγκεκριμένα, τα στοιχεία που εξετάζουν τα πιστωτικά ιδρύματα ώστε να κρίνουν την πιστοληπτική ικανότητα της υποψήφιας δανειολήπτριας εταιρείας είναι τόσο οικονομικά, όπως π.χ. ο κύκλος εργασιών και το πλάνο πωλήσεων για τα επόμενα έτη, η αντιστοιχία λειτουργικών κερδών και υποχρεώσεων, η αντιστοιχία διαθεσίμων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις κ.α., όσο και ποιοτικά, όπως π.χ. ο χρόνος λειτουργίας της επιχείρησης, ο υφιστάμενος ανταγωνισμός στον τομέα δραστηριότητας της, το ιστορικό της συμπεριφοράς της ως πιστολήπτριας κ.α.¹⁰⁷.

Η πάγια αυτή πρακτική που ακολουθούν τα πιστωτικά ιδρύματα και με την οποία αποφασίζουν την χορήγηση ή μη πιστώσεων, καταδεικνύει τη δυσμενή θέση στην οποία βρίσκονται οι νεοσύστατες εταιρείες ως προς την εξασφάλιση τραπεζικού δανεισμού. Λόγω της περιορισμένης χρονικής λειτουργίας τους είναι φυσικό να μην μπορούν να ανταποκριθούν στις ανωτέρω «αποδείξεις» που ζητάνε οι τράπεζες προκειμένου να κρίνουν την φερεγγυότητα τους και τις προοπτικές ανάπτυξης τους, κάτι που τις περιορίζει στο κεφαλαίο που διαθέτουν οι ιδρυτές τους, το οποίο και αποτελεί κατά κανόνα την κύρια πηγή της αρχικής τους χρηματοδότησης¹⁰⁸. Όμως, οι αυξημένες ανάγκες αυτών των επιχειρήσεων συνήθως δε θα μπορούν να εξυπηρετηθούν αποκλειστικά μέσω αυτού του κεφαλαίου, καθώς θα πρέπει να καλυφθούν παράλληλα δαπάνες ίδρυσης, έρευνας, πρόσληψης προσωπικού, απόκτησης παγίων περιουσιακών στοιχείων π.χ. μηχανημάτων, προώθησης κ.λπ.¹⁰⁹.

¹⁰⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 77.

¹⁰⁵ Ρόκας/Γκόρτσος/Μικρούλεα/Λιβαδά, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2016, 551.

¹⁰⁶ Ρόκας/Γκόρτσος/Μικρούλεα/Λιβαδά, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2016, 583.

¹⁰⁷ Τζάκου-Λαμπροπούλου, Η ανίχνευση της αφερεγγυότητας, εις Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας, 2014, 52 επ., όπου και αναφορά στα «6 Cs of Credit» ως βασικών παραγόντων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας: Character (προφίλ και αξιοπιστία), Capacity (ικανότητα αποπληρωμής), Collateral (διάθεση χορήγησης εξασφαλίσεων), Credit (πιστωτικό ιστορικό), Capital (συνολική οικονομική κατάσταση), Conditions (ισχύον οικονομικό και κανονιστικό περιβάλλον).

¹⁰⁸ Cassar, The financing of business start-ups, Journal of Business Venturing 19 (2004), 264, 266, όπου παρατήρηση ότι κατόπιν έρευνας σε high-tech εταιρείες, διαπιστώθηκε ότι κύρια πηγή χρηματοδότησης στη φάση «start-up» αποτελούν τα προσωπικά κεφάλαια των ιδρυτών («personal savings»), ενώ η ενίσχυση από τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών («venture capitals») εντοπίζεται σε μεταγενέστερο στάδιο («early growth phase»).

¹⁰⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 75.

Τη λύση στο ανωτέρω πρόβλημα έρχονται να φέρουν επενδυτές, στην προκειμένη δε περίπτωση τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών («venture capitals»), που απευθύνονται κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις με προοπτικές ανάπτυξης, οι οποίες έχουν ανάγκη χρηματοδότησης είτε κατά την ίδρυση τους είτε κατά την διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους¹¹⁰. Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών αποτελούν ένα σύνολο κεφαλαίων προερχόμενων από επενδυτές, που τίθεται υπό τη μορφή κεφαλαιουχικής εταιρείας κι έχουν ως σκοπό να παρέχουν χρηματοδότηση σε εταιρείες με αντάλλαγμα τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο. Έχοντας δε ως απώτερο σκοπό την «αποεπένδυση» μεσοπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα, συμμετέχουν ενεργά στη διοίκηση της χρηματοδοτούμενης εταιρείας ώστε να αυξηθεί η αξία της και να έχουν κέρδος κατά την «αποεπένδυση»¹¹¹.

Κοινό χαρακτηριστικό των επενδύσεων μέσω venture capitals είναι ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος, ο οποίος λόγω των ανωτέρω εταιρειών στις οποίες απευθύνονται είναι αυξημένος, ιδίως δε στις νεοφυείς επιχειρήσεις, λαμβανομένου υπ' όψιν ότι η δραστηριότητα τους «δεν έχει δοκιμαστεί»¹¹². Αυτός ο κίνδυνος, λοιπόν, συνεπάγεται και την απαίτηση εκ μέρους του επενδυτή ικανού αντισταθμίσεως. Σε αυτό το σημείο αναδεικνύεται η αξιοποίηση των μελετώμενων τίτλων χάρη στο βασικό τους χαρακτηριστικό, τη θετική ασυμμετρία των αποδόσεων, που τους καθιστά ελκυστικούς. Ο επενδυτής – venture capital παράλληλα με τις μετοχές της εταιρείας (ή ομολογίες) είναι δυνατόν να αποκτήσει άνευ ανταλλάγματος και εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών, που θα εκδώσει η τελευταία και που εν προκειμένω επιτελούν την ανωτέρω τεθείσα λειτουργία τους ως «sweeteners». Ειδικότερα, οι τίτλοι παρέχουν κίνητρο για την παροχή χρηματοδότησης καθώς συνήθως συμφωνείται μεγάλη περίοδος άσκησης και χαμηλή τιμή άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος, με αποτέλεσμα ο επενδυτής να έχει ευρύ χρονικό περιθώριο για να ενισχύσει την αρχική του συμμετοχή στην εταιρεία αποκτώντας πρόσθετες μετοχές της, καταβάλλοντας όμως ελάχιστο τίμημα¹¹³. Παράλληλα, επωφελείται και η ίδια η εταιρεία από την επιλογή της «σταδιακής» χρηματοδότησης μέσω της συνδυαστικής αυτής διάθεσης των τίτλων, ιδίως όσον αφορά στη μείωση των «agency costs», όπως ανωτέρω επισημάνθηκε¹¹⁴.

B.4.3.2. Χρηματοδότηση επιχειρήσεων που βρίσκονται σε στάδιο πρώιμης ή ώριμης αφερεγγυότητας

Ο ίδιος προβληματισμός που τέθηκε προηγουμένως σχετικά με την δυσκολία τραπεζικού δανεισμού των νεοφυών επιχειρήσεων, ισχύει και στην περίπτωση των εταιρειών που βρίσκονται κοντά ή έχουν ήδη «εισέλθει» σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Εν προκειμένω, τα οικονομικά στοιχεία που παρουσιάζουν οι συγκεκριμένες εταιρείες (π.χ. αυξημένες προβλέψεις στο παθητικό του ισολογισμού, μειωμένη ταμειακή ρευστότητα και άρα ικανότητα ανταπόκρισης σε

¹¹⁰ Μούζουλας, Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital), Η Κατάρτιση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης, 1997, 13, 14.

¹¹¹ Μούζουλας, Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital), Η Κατάρτιση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης, 1997, 13.

¹¹² Μούζουλας, Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital), Η Κατάρτιση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης, 1997, 15, 16.

¹¹³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 77.

¹¹⁴ υπό B.4.2.

υποχρεώσεις κ.α.¹¹⁵) καθιστούν διστακτικά τα πιστωτικά ιδρύματα στη χορήγηση πιστώσεων, καθώς είναι προφανές ότι ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ιδιαίτερα αυξημένος.

Αντίστοιχη αντιμετώπιση ενδέχεται να έχουν και οι ίδιοι οι μέτοχοι της εταιρείας ή και νέοι επενδυτές, όσον αφορά στη λήψη απόφασης για χρηματοδότηση της. Η ανάληψη νέων μετοχών σε αύξηση κεφαλαίου ενδέχεται να μην τους αποφέρει απολύτως κανένα κέρδος, αφού όντας η εταιρεία σε κατάσταση αφερεγγυότητας κατά κανόνα θα αναλώσει το εισερχόμενο κεφάλαιο προς κάλυψη ζημιών¹¹⁶, ενώ αν το στάδιο αφερεγγυότητας είναι προχωρημένο θα χρειαστεί αρκετός χρόνος προκειμένου να ανακάμψει, με αποτέλεσμα ό,τι τυχόν κέρδη έχει το πρώτο διάστημα να χρησιμοποιούνται προς αυτόν τον σκοπό. Το ενδεχόμενο δε να μην καταφέρει η εταιρεία να ανακάμψει είναι πάντα πιθανό. Αντιμέτωποι με μία τέτοια κατάσταση, οι μέτοχοι της εταιρείας είναι πιο πιθανόν να προτιμήσουν ως λύση την πτώχευση παρά την διάσωση της εταιρείας, ιδίως λαμβανομένου υπ' όψιν ότι θα έχουν τη δυνατότητα και μετά την πτώχευση να ξεκινήσουν ξανά τη δραστηριότητα τους μέσω νέας εταιρείας, εφόσον το επιθυμούν¹¹⁷.

Αναγκαία παρουσιάζεται επομένως και σε αυτήν την περίπτωση, η παροχή ικανού αντισταθμίματος στους υποψήφιους επενδυτές, προκειμένου να αποφασίσουν να ενισχύσουν μία τέτοια «προβληματική» επιχείρηση. Το αντιστάθμισμα αυτό είναι δυνατόν να το παρέχει η προς αυτούς διάθεση τίτλων κτήσης μετοχών που θα εκδώσει η εταιρεία, συνδυαστικά ή αποκλειστικά. Χάρη στη λειτουργία των τίτλων, οι επενδυτές δεν απαιτείται να χορηγήσουν εξ αρχής ολόκληρο το ποσό της κεφαλαιακής ενίσχυσης, αλλά εφόσον τελικά η εταιρεία ανακάμψει και αυξηθεί η αξία της ως επιχείρησης, θα έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν μετοχές της στην προκαθορισμένη τιμή άσκησης, αποκομίζοντας έτσι αυτοί κέρδος και η εταιρεία το υπόλοιπο ποσό της χρηματοδότησης. Το γεγονός, λοιπόν, ότι οι μελετώμενοι τίτλοι δεν απαιτούν μεγάλη δέσμευση εξ αρχής και δίνουν απλώς το δικαίωμα – και μάλιστα σε ένα ορισμένο βάθος χρόνου- για τη μελλοντική απόκτηση μετοχών της εκδότριας εφόσον οι ίδιοι οι δικαιούχοι το κρίνουν συμφέρον γι' αυτούς, περίπτωση στην οποία αναμένονται αντίστοιχα υψηλές αποδόσεις, τους καθιστά για άλλη μια φορά ιδανική λύση. Εν προκειμένω μάλιστα, λειτουργούν αποτελεσματικότερα σε σχέση με ενδεχόμενη διάθεση μετατρέψιμων ομολογιών στους επενδυτές, οι οποίες γενικά μπορούν να λειτουργήσουν επίσης ως αντιστάθμισμα αναλαμβανόμενου κινδύνου, καθώς σε αυτήν την περίπτωση αφενός οι ομολογιούχοι δανειστές θα έπρεπε να καταβάλλουν αμέσως το συνολικό ποσό του δανείου, αφετέρου η εταιρεία θα επωμιζόταν ακόμη ένα δάνειο που θα συνεπαγόταν καταβολή τόκων, σε μία περίοδο που προσπαθεί να ανακάμψει¹¹⁸.

B.4.4. Το πρόσφατο παράδειγμα του ν. 4772/2021

Με το άρθρο 30 του ν.4772/2021 προβλέφθηκε η κρατική ενίσχυση της «Αεροπορία Αιγαίου Α.Ε.» κατά το άρθρο 107 παρ. 2 περ. β' ΣΛΕΕ («ενισχύσεις για την επανόρθωση ζημιών

¹¹⁵ Διάπλα, Ο έλεγχος και η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων ως μέσα διαπίστωσης της επικείμενης αφερεγγυότητας-Το ζήτημα της συνεχιζόμενης δραστηριότητας της επιχείρησης, εις Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας, 2014, 541, 543.

¹¹⁶ Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνεται στο Παράρτημα Ι του ν. 4308/2014 «Ζημιά (Loss): Η καθαρή μείωση της καθαρής θέσης, με τη μορφή αύξησης των υποχρεώσεων ή μείωσης των περιουσιακών στοιχείων, εκτός των μειώσεων της καθαρής θέσης που προέρχονται από συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες της οντότητας».

¹¹⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 73.

¹¹⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 74.

που προκαλούνται από θεομηνίες ή άλλα έκτακτα γεγονότα»), προς αποκατάσταση της ζημίας που υπέστη η εταιρεία από την πανδημία του κορονοϊού covid-19.

Σύμφωνα με τις ειδικότερες διατάξεις του ανωτέρου άρθρου, η χορήγηση της κρατικής ενίσχυσης τελούσε υπό με την αίρεση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εκ μέρους της εταιρείας, με σκοπό άντλησης εξήντα εκατομμυρίων ευρώ και πιστοποίησης της πλήρους και εξ ολοκλήρου καταβολής του συνολικού ποσού της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Κατόπιν συντέλεσης της αύξησης κεφαλαίου και χορήγησης της προβλεπόμενης κρατικής ενίσχυσης, ορίστηκε ότι η «Αεροπορία Αιγαίου Α.Ε.» θα προβεί σε έκδοση τίτλων κτήσης κοινών μετοχών της, που θα διαθέσει δωρεάν στο Ελληνικό Δημόσιο. Οι τίτλοι αυτοί είναι ελεύθερα μεταβιβάσιμοι και θα αντιπροσωπεύουν δικαίωμα απόκτησης αριθμού μετοχών που αντιστοιχεί στο 11,5% επί του, μετά την αύξηση, μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Η τιμή άσκησης των εν λόγω δικαιωμάτων ορίστηκε να είναι ίση με την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών της εταιρείας «Αεροπορία Αιγαίου Α.Ε.» κατά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της, ενώ ως χρόνος άσκησης ορίστηκε το διάστημα από την λήξη του δεύτερου έτους έως τη λήξη του πέμπτου έτους, μετά την εκταμίευση της κρατικής ενίσχυσης. Επιπλέον, προβλέφθηκε η δυνατότητα για απόκτηση των τίτλων κτήσης μετοχών από την ίδια την εταιρεία εντός εξήντα ημερών από τη δήλωση του δικαιούχου για πρόθεση άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, με εκ μέρους της άσκηση του σχετικού δικαιώματος προαίρεσης και καταβολή της αγοραίας αξίας των τίτλων στον τότε δικαιούχο τους, δηλαδή στο Ελληνικό Δημόσιο ή σε όποιον το τελευταίο ενδεχομένως μεταβίβασε τους τίτλους.

Η συγκεκριμένη περίπτωση έκδοσης και διάθεσης εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών αποτέλεσε απαραίτητη προϋπόθεση, βάσει νόμου, για την οικονομική ενίσχυση της εταιρείας από το Κράτος. Εν προκειμένω, λοιπόν, θα μπορούσε να ειπωθεί πως οι μελετώμενοι τίτλοι λειτούργησαν ως «sweetener» για το Ελληνικό Δημόσιο, προκειμένου το τελευταίο να ενισχύσει κεφαλαιακά την «Αεροπορία Αιγαίου Α.Ε.», αφού τους απέκτησε δωρεάν, με δυνατότητα μεταβίβασης τους ενώ επιπλέον διασφαλίστηκε και η είσπραξη τιμήματος – εφόσον συνεχίζει να είναι δικαιούχος των τίτλων – σε περίπτωση απόκτησης τους από την ίδια την εταιρεία. Η διαφορά, όμως, σε σχέση με τη συνήθη διάθεση των τίτλων ως «sweeteners» είναι πως δεν εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια της ενισχυθείσας εταιρείας η έκδοσή τους, όπως κατά κανόνα συμβαίνει, αλλά κατέστη υποχρεωτική νομοθετικά, κάτι που εξηγείται εν όψει της χρηματοδότησης της με επιβάρυνση του κρατικού προϋπολογισμού και όχι από οποιονδήποτε ιδιώτη επενδυτή. Εν όψει δε του ανωτέρω προβλεπόμενου χρόνου άσκησης, αναμένεται στα επόμενα χρόνια να δούμε ποια θα είναι τελικά η εξέλιξη της εν λόγω κρατικής ενίσχυσης με «αντάλλαγμα» εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών, αν δηλαδή το Ελληνικό Δημόσιο θα ασκήσει ή όχι τα ενσωματωμένα στους τίτλους δικαιώματα, αν θα τους μεταβιβάσει ή αν η ίδια η εταιρεία θα ασκήσει το δικαίωμα της για απόκτηση των τίτλων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ: Οι τίτλοι κτήσης μετοχών ως μέσο ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Η παραπάνω αξιοποίηση των μελετώμενων τίτλων ως μέσου χρηματοδότησης είναι αναγκαίο να συμπληρωθεί και να «διαφωτιστεί» από μία γενική αναγωγή στο είδος της συγκεκριμένης χρηματοδότησης που επιτυγχάνεται με τους τίτλους, ως «ενδιάμεσης», ιδίως δε στα χαρακτηριστικά και στη λειτουργία αυτής, που την καθιστούν προτιμητέα σε σχέση με άλλους τρόπους χρηματοδότησης.

Γ.1. Γενικά οι τρόποι χρηματοδότησης: κεφάλαιο, χρέος και υβριδικά μέσα

Η χρηματοδότηση μίας εταιρείας μπορεί να είναι εσωτερική ή εξωτερική, αναλόγως της προέλευσης της. Εσωτερική είναι η χρηματοδότηση όταν προέρχεται από κεφάλαια που έχει η ίδια η εταιρεία χάρη στη δραστηριότητα της (π.χ. από αποθεματικά, αποθησαυρισθέντα κέρδη ή κεφαλαιοποίηση κερδών), οπότε χαρακτηρίζεται και ως «αυτοχρηματοδότηση». Αντίθετα, εξωτερική είναι η χρηματοδότηση όταν επιτυγχάνεται με κεφάλαια ξένα προς την εταιρεία. Σε αυτήν την περίπτωση η χρηματοδότηση μπορεί να έχει τη μορφή χρέους («debt»), όπως συμβαίνει στον δανεισμό ή κεφαλαίου («equity»), όπως συμβαίνει στην αύξηση κεφαλαίου¹¹⁹. Η επιλογή τρόπου χρηματοδότησης ανήκει στην αποκλειστική κρίση της εταιρείας και εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως ενδεικτικά ο σκοπός τον οποίο εξυπηρετεί η χρηματοδότηση μία δεδομένη χρονική στιγμή, οι δυνατότητες της εταιρείας, αλλά και το κόστος που συνεπάγεται η άντληση κεφαλαίων με τον έναν ή τον άλλον τρόπο¹²⁰.

Ενώ λοιπόν δεν υπάρχει ένα κοινώς αποδεκτό μοντέλο ιδανικής κεφαλαιακής διάρθρωσης¹²¹, έχουν υποστηριχθεί διάφορες θεωρίες για τη βέλτιστη επίτευξη της τελευταίας. Σύμφωνα με μία άποψη («trade-off theory»), ο δανεισμός υπερτερεί σαν επιλογή λόγω της έκπτωσης του καταβαλλόμενου τόκου από το συνολικό φορολογητέο εισόδημα της εταιρείας, όμως αυτό το πλεονέκτημα θα πρέπει πάντως να λαμβάνεται υπ' όψιν σε σχέση και με τον κίνδυνο μελλοντικής οικονομικής δυσπραγίας, που συνεπάγεται η δημιουργία χρέους για την εταιρεία, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται μία ισορροπία¹²². Μία άλλη θεωρία («pecking order theory»), υποστηρίζει πως η υπάρχουσα ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ εταιρικών διοικητών και πιθανών «χρηματοδοτών» σχετικά με την πορεία, την αξία της και τις προοπτικές της εταιρείας, συνεπάγεται την απαίτηση ικανού αντισταθμίσιματος από τους τελευταίους για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και άρα υψηλότερο κόστος για την εταιρεία, με αποτέλεσμα να προτιμάται έτσι η αυτοχρηματοδότηση της εταιρείας, ως η λιγότερο δαπανηρή, καθώς σε αυτήν την περίπτωση δεν υφίσταται εξωτερικός επενδυτής που θα απαιτήσει υψηλό αντισταθμισμα¹²³. Μόνο εάν αυτή δεν είναι δυνατή καταφεύγει η εταιρεία στην εξωτερική χρηματοδότηση, με προτεραιότητα όμως στον δανεισμό και έχοντας ως τελευταία επιλογή την αύξηση κεφαλαίου ως πιο κοστοβόρα¹²⁴.

Περαιτέρω, όσον αφορά ειδικά στην εξωτερική χρηματοδότηση, θεμελιώδης παρίσταται διαχρονικά η διάκριση μεταξύ κεφαλαίου («ιδίων κεφαλαίων») και χρέους («αλλότριων κεφαλαίων»), την οποία όμως διάκριση έρχεται να σχετικοποιήσει η λεγόμενη ενδιάμεση

¹¹⁹ Nijjs, Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance, 2014, 5, βλ. όμως και Ρόκα, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 216, όπου διακρίνει σε χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια (αυτοχρηματοδότηση), στην οποία εντάσσει και την αύξηση κεφαλαίου και σε χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια, στην οποία εντάσσει κάθε είδος δανεισμού.

¹²⁰ Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 2009, 240.

¹²¹ Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 2009, 239, Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 2020, 451 όπου ως κεφαλαιακή διάρθρωση («capital structure») ορίζεται το «μείγμα των δανειακών και ιδίων χρηματοδοτικών κεφαλαίων της εταιρείας».

¹²² Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 2020, 493 επ.

¹²³ Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 2020, 495 επ.

¹²⁴ Η απόφαση αύξησης κεφαλαίου δίνει στους επενδυτές την εντύπωση της υπερτίμησης των μετοχών της εταιρείας, την οποία οι εταιρικοί διοικητές προσπαθούν να καλύψουν με την έκδοση νέων μετοχών. Εξατίας αυτής της κίνησης που μαρτυρά απαισιοδοξία των εταιρικών διοικητών και μόνο η ανακοίνωση της έκδοσης νέων μετοχών έχει αρνητικό αντίκτυπο στην τιμή τους με αποτέλεσμα και την τελική διάθεση τους σε χαμηλότερη τιμή, βλ. Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 2020, 495 επ., [Pecking Order Theory - Overview, Illustration, Example \(corporatefinanceinstitute.com\)](https://www.corporatefinanceinstitute.com).

χρηματοδότηση («mezzanine financing»), η οποία επιτυγχάνεται με τα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης, που συνδυάζουν χαρακτηριστικά τόσο κεφαλαίου όσο και χρέους. Κατά κανόνα, γίνεται λόγος για κεφάλαιο όταν αυτό συνεπάγεται: συμμετοχή στα κέρδη και στις ζημιές, συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας, ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου και μακρόχρονη περιουσιακή διάθεση¹²⁵. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι που συνεπάγεται η απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας με ανάληψη κοινών μετοχών, κατά την αύξηση κεφαλαίου. Αντιθέτως, γίνεται λόγος για χρέος όταν υφίσταται δικαίωμα επιστροφής του κεφαλαίου και απόληψης τόκου ανεξαρτήτως κερδοφορίας της εταιρείας, δυνατότητα παροχής εξασφαλίσεων εκ μέρους της εταιρείας, μη δυνατότητα συμμετοχής εκ μέρους του χρηματοδότη στη διοίκηση της εταιρείας, περιορισμένη συμμετοχή του στον επιχειρηματικό κίνδυνο και βραχυπρόθεσμη περιουσιακή διάθεση, δεδομένου ότι προβλέπεται συμβατικά ορισμένη ημερομηνία για την επιστροφή κεφαλαίου και την πληρωμή τόκων¹²⁶. Τα ανωτέρω χαρακτηριστικά συναντώνται κατά κανόνα σε κάθε μορφή δανεισμού, όπου δεν δημιουργείται μετοχική σχέση αλλά σχέση πιστωτική (π.χ. ανάληψη ομολογιών). Σημαντική δε διαφορά συνιστά η προτεραιότητα στην ικανοποίηση μετόχων και δανειστών, αφού οι χρηματικές αξιώσεις των τελευταίων για επιστροφή κεφαλαίου και πληρωμή των τόκων προηγούνται πάντα σε περίπτωση λύσης και εκκαθάρισης της εταιρείας, μόνη περίπτωση κατά την οποία (μαζί και με τη μείωση κεφαλαίου) οι μέτοχοι δικαιούνται επιστροφή της εισφοράς τους¹²⁷.

Τα ανωτέρω κριτήρια, αν και βοηθούν ως έναν βαθμό στην κατανόηση της διάκρισης κεφαλαίου – χρέους και στη θεμελίωση τους ως εννοιών, δεν είναι απόλυτα και σε καμία περίπτωση περιοριστικά, υπό την έννοια ότι αν ελλείπει κάποιο χαρακτηριστικό π.χ. του κεφαλαίου, αυτό δε συνεπάγεται αυτοδικαίως την κατάφαση της ύπαρξης χρέους. Αυτή η πραγματικότητα έρχεται να αποτυπωθεί στα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης, στα οποία όπως προαναφέρθηκε, παρατηρείται η συνύπαρξη χαρακτηριστικών τόσο των ιδίων όσο και των αλλότριων κεφαλαίων, με αποτέλεσμα ο εκάστοτε χρηματοδότης να βρίσκεται άλλοτε πιο κοντά στη θέση δανειστή και άλλοτε πιο κοντά στη θέση μετόχου της εταιρείας.

Γ.2. Χαρακτηριστικά, μορφές και λόγοι επιλογής της ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Γ.2.1. Βασικά χαρακτηριστικά των υβριδικών μέσων χρηματοδότησης

Όπως συμβαίνει και με τις έννοιες «κεφάλαιο» και «χρέος», η εννοιολογική προσέγγιση των υβριδικών μορφωμάτων βασίζεται κυρίως στα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της λειτουργίας τους, παρά στη διατύπωση ενός θεωρητικού ορισμού. Τα βασικά, λοιπόν, χαρακτηριστικά – και πάλι δεν είναι περιοριστικά - που γίνεται δεκτό ότι κατά κανόνα θα απαντώνται σε ένα μέσο χρηματοδότησης, ώστε αυτό να χαρακτηριστεί «υβριδικό», είναι τα ακόλουθα¹²⁸, ενώ βάσει της εκάστοτε διαμόρφωσης και έντασης τους, είναι δυνατόν η ενδιάμεση χρηματοδότηση να προσεγγίζει περισσότερο άλλοτε το κεφάλαιο και άλλοτε το χρέος.

¹²⁵ Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 2009, 251.

¹²⁶ Nijjs, Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance, 2014, 2.

¹²⁷ Nijjs, Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance, 2014, 2.

¹²⁸ Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 2009, 259 επ.

Πρώτο χαρακτηριστικό, η «ενδιάμεση θέση» όσον αφορά στην ικανοποίηση των απορρεουσών απαιτήσεων. Προελέχθη ότι οι απαιτήσεις εκ του χρέους ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα έναντι των τυχόν απαιτήσεων εκ του κεφαλαίου. Η θέση, λοιπόν, των εξ υβριδικών μορφωμάτων απαιτήσεων σε αυτό το σχήμα βρίσκεται ακριβώς στη μέση, δηλαδή ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα σε σχέση με το κεφάλαιο αλλά μετά το χρέος. Δεύτερο, η περιορισμένη εξασφάλιση σε σχέση με την χρηματοδότηση υπό μορφή «χρέους», όπου κατά κανόνα παρέχονται εμπράγματα ασφάλειες ή εγγύηση. Τρίτο, ο αυξημένος κίνδυνος της επένδυσης υπό μορφή ενδιάμεσης χρηματοδότησης συνεπεία και της ανωτέρω μειωμένης εξασφάλισης. Ο κίνδυνος όμως αυτός έρχεται να αντισταθμιστεί από τις αντίστοιχα υψηλές αποδόσεις που αναμένονται σε περίπτωση «θετικής έκβασης» της επένδυσης¹²⁹. Τέταρτο, η ελευθερία καθορισμού των όρων της χρηματοδότησης μεταξύ των μερών, όσον αφορά στο «αντάλλαγμα» του επενδυτή, στον χρόνο διάρκειας της χρηματοδότησης, αλλά και στην πρόβλεψη τυχόν προνομιακής ικανοποίησης του κ.λπ.. Πέμπτο, η διαμόρφωση της τυχόν υποχρέωσης πίστης αναλόγως του βαθμού εγγύτητας της χρηματοδότησης προς τα ίδια κεφάλαια. Και τέλος, το κατά κανόνα μεγαλύτερο κόστος όταν προβλέπονται τόκοι, συγκριτικά με την άντληση κεφαλαίων μέσω δανεισμού. Ωστόσο, το τελευταίο αυτό χαρακτηριστικό είναι δυνατόν να αποφευχθεί κι έτσι η ενδιάμεση χρηματοδότηση να καταστεί λιγότερο δαπανηρή και άρα προτιμότερη για την εταιρεία, εάν αξιοποιηθεί η ελεύθερη διαμόρφωση των όρων της και καθορισθεί «αμοιβή» του επενδυτή π.χ. μέσω μελλοντικής συμμετοχής του στο κεφάλαιο της εταιρείας. Σύμφωνα δε με άλλη άποψη, η εξάρτηση της «αμοιβής» από τη μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας τουλάχιστον ως ένα βαθμό, αποτελεί επίσης βασικό χαρακτηριστικό των υβριδικών μορφωμάτων¹³⁰ (που προσεγγίζει περισσότερο το κεφάλαιο).

Γ.2.2. Τα κατ' ιδίαν υβριδικά μέσα χρηματοδότησης

Όσον αφορά στις ειδικότερες μορφές ενδιάμεσης χρηματοδότησης, αυτές ποικίλουν και συναντώνται τόσο εκτός όσο και εντός του δικαίου της ανώνυμης εταιρείας¹³¹. Χαρακτηριστική περίπτωση υβριδικού μορφώματος μη προβλεπόμενη στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας αποτελούν για παράδειγμα τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, όπου ο δανειστής δεν τυγχάνει της συνήθους προνομιακής ικανοποίησης αλλά και τα δάνεια μετόχων προς την εταιρεία. Από την άλλη, τα προβλεπόμενα στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας υβριδικά μορφώματα μέχρι τη θέσπιση του ν. 4548/2018 δεν ήταν άλλα από τις παραλλαγές των βασικών μορφών κεφαλαίου και χρέους (δηλαδή των κοινών μετοχών και ομολογιών) που προβλεπόντουσαν στους κ.ν. 2190/1029 και ν. 3156/2003, ήτοι κυρίως οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου, οι εξαγοράσιμες μετοχές και οι μετατρέψιμες ομολογίες.

Στο πλαίσιο πλέον του ν. 4548/2018 συνεχίζουν να αξιοποιούνται οι υβριδικές αυτές μετοχές και ομολογίες, όμως η νέα ρύθμιση της παραγράφου 1 του άρθρου 33 ήρθε να κάνει μία σημαντική προσθήκη. Στον «*numerus clausus*» των τίτλων που μπορεί να εκδώσει και να διαθέσει η ανώνυμη εταιρεία προς τον σκοπό χρηματοδότησης της, πλέον, εκτός των μετοχών, των

¹²⁹ Με βάση το μοντέλο «risk-return paradigm», το οποίο σε περιβάλλον τέλειων αγορών «θέλει» οι αυξημένες αποδόσεις να βαίνουν παράλληλα με το αυξημένο ρίσκο, βλ. Nijs, *Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance*, 2014, 11, Λιναρίτη, *Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι*, 2018, 117.

¹³⁰ Nijs, *Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance*, 2014, 5.

¹³¹ Τουντόπουλος, *Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα*, εις *Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας*, 2009, 262 επ.

ομολογιών και των ιδρυτικών τίτλων, συμπεριλαμβάνονται και οι μελετώμενοι τίτλοι, μία ακόμη χαρακτηριστική περίπτωση υβριδικού τίτλου.

Περαιτέρω, σύμφωνα με το εδάφιο α' της παραγράφου 2 του ανωτέρω άρθρου «Οι παραπάνω τίτλοι μπορούν να εκδίδονται σε επιμέρους κατηγορίες, όπως ο νόμος ορίζει ή αποφασίζει το αρμόδιο για έκδοσή τους όργανο», ενώ στην παράγραφο 3 του ίδιου άρθρου προβλέπεται η δυνατότητα συνδυαστικής διάθεσης των προβλεπόμενων στην παράγραφο 1 κινητών αξιών, υπό την έννοια της από κοινού μόνο απόκτησης ή διάθεσης τους («stapling»)¹³². Η ρύθμιση αυτή δε σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νόμου «επιτρέπει μια χαλάρωση της αρχής του κλειστού αριθμού». Ακόμη, στην παρ. 5 του ίδιου άρθρου εισάγεται εξαίρεση από την αρχή του αδιαιρέτου της παρ. 4, όσον αφορά σε «αυτοτελή περιουσιακά δικαιώματα», τα οποία έτσι μπορούν να αποτελέσουν και αντικείμενο διακριτής μεταβίβασης, εκτός του «συνόλου» της κινητής αξίας στην οποία ενσωματώνονται. Με βάση, λοιπόν, τις παραπάνω προβλέψεις για δυνατότητα έκδοσης επιμέρους κατηγοριών όλων των βασικών τίτλων ακόμη και με απόφαση των εταιρικών οργάνων, δυνατότητα «stapling» και δυνατότητα απεμπλοκής από την αρχή του αδιαιρέτου, προκύπτει ο περαιτέρω προβληματισμός του κατά πόσο έχει γίνει ένα βήμα από το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας προς μία πιο «ελεύθερη» δημιουργία υβριδικών μορφών χρηματοδότησης¹³³.

Γ.2.3. Λόγοι επιλογής υβριδικών μέσων χρηματοδότησης

Οι λόγοι που είναι δυνατόν να οδηγήσουν μία εταιρεία στην επιλογή υβριδικών μέσων για τη χρηματοδότηση της ποικίλουν. Ενδεικτικά, μπορεί απλώς να μην είσαι σε θέση να παρέχει εξασφαλίσεις ώστε να δανειοδοτηθεί, να μην μπορεί να ανταπεξέλθει στο αυξημένο κόστος της αύξησης κεφαλαίου, ή να θέλει να επιτύχει κάποιον σκοπό τον οποίο δεν μπορεί να εξυπηρετήσει αποτελεσματικά η άντληση κεφαλαίων ούτε υπό τη μορφή χρέους ούτε υπό τη μορφή κεφαλαίου¹³⁴. Ιδίως, παρατηρείται η χρήση υβριδικών μορφωμάτων για την χρηματοδότηση ειδικών συναλλαγών, όπως συγχωνεύσεων κι εξαγορών, εξαγορών εκ μέρους της διοίκησης της εταιρείας ή ξένης διοίκησης, αλλά και για την αλλαγή κατεύθυνσης στρατηγικής, την αναχρηματοδότηση, την αναδιοργάνωση και τη διεθνοποίηση μίας εταιρείας κ.α.¹³⁵

Τελικά, βασικός λόγος επιλογής της ενδιάμεσης χρηματοδότησης δεν μπορεί να μην είναι τα πλεονεκτήματα που αυτή συνεπάγεται για την εταιρεία σε σχέση με τον δανεισμό και την αύξηση κεφαλαίου. Τα πλεονεκτήματα της αυτά παρουσιάζονται να είναι λιγότερα από τα τυχόν μειονεκτήματα της, όπως για παράδειγμα το ανωτέρω αναφερθέν υψηλότερο κόστος σε σχέση με μία βασική μορφή δανεισμού όταν προβλέπεται καταβολή τόκων εκ μέρους της εταιρείας. Έτσι, η εταιρεία μπορεί να χρηματοδοτηθεί προς επίτευξη οποιουδήποτε σκοπού επιθυμεί ενώ παράλληλα θα διατηρήσει την επιχειρηματική ελευθερία της έναντι του χρηματοδότη της, θα

¹³² Σύμφωνα με την Αιτ. Έκθεση του ν. 4548/2018 επί του άρθρου 33 «...η τρίτη παράγραφος επιτρέπει μια πρακτική γνωστή στις διεθνείς αγορές, τη σύνδεση (stapling) 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».

¹³³ Βλ. αρνητική απάντηση Περάκη, Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο της ανώνυμης εταιρείας: Νέο δίκαιο ή νέος «2190»;, εις Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 2019, 8-9, σύμφωνα με τον οποίο εισάγεται μία «ελεγχόμενη υβριδιοποίηση» και όχι μία απόλυτη ελευθερία δημιουργίας υβριδικών τίτλων.

¹³⁴ Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 2009, 257.

¹³⁵ Nijs, Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance, 2014, 8.

επιτύχει αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της χωρίς ανακατανομή των μετοχικών δυνάμεων στο εσωτερικό της, καλύτερη διάρθρωση του ισολογισμού λόγω της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων και άρα βελτίωση της πιστοληπτικής της ικανότητας, αλλά και «κέρδος» από την φορολογική έκπτωση τυχόν καταβαλλόμενων τόκων¹³⁶.

Γ.3. Τίτλοι κτήσης μετοχών: υπαγωγή στα χαρακτηριστικά της ενδιάμεσης χρηματοδότησης και θεώρηση τους σε σχέση με τις μετοχές

Γ.3.1. Υπαγωγή των τίτλων στα χαρακτηριστικά της ενδιάμεσης χρηματοδότησης

Η ένταξη των μελετώμενων τίτλων στην κατηγορία των υβριδικών μέσων χρηματοδότησης είναι απόρροια της λειτουργίας τους. Οι δικαιούχοι εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών έχουν το δικαίωμα να αποκτήσουν σε μελλοντικό χρόνο μετοχές της εκδότριας των τίτλων εταιρείας, εφόσον ασκήσουν το ενσωματωμένο δικαίωμα προαίρεσης. Αποκτούν, δηλαδή, τίτλους της εταιρείας, χωρίς όμως να αποκτούν και συμμετοχή σε αυτή καθιστάμενοι απευθείας μέτοχοι της, όπως θα συνέβαινε με την απόκτηση μετοχών. Δεν αποτελούν, επομένως, οι μελετώμενοι τίτλοι, τίτλους «κεφαλαίου». Δεν αποτελούν δε ούτε τίτλους «χρέους», καθώς δεν ενσωματώνουν χρηματική αξίωση για έντοκη επιστροφή κεφαλαίου έναντι της εκδότριας εταιρείας, αλλά δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση μετοχών. Επομένως, ο δικαιούχος τους φαίνεται να μην έχει θέση μετόχου αλλά ούτε και θέση δανειστή της εταιρείας.

Πράγματι, οι μελετώμενοι τίτλοι φαίνεται να πληρούν τα ανωτέρω συνήθη χαρακτηριστικά των μορφών ενδιάμεσης χρηματοδότησης. Δεν προβλέπεται κάποιας μορφής εξασφάλιση του δικαιούχου τους όπως π.χ. θα προβλεπόταν για έναν δανειστή, ενώ η επένδυση σε αυτούς συνεπάγεται αυξημένο κίνδυνο, με αναμενόμενη όμως αντίστοιχη αυξημένη απόδοση, χαρακτηριστικό τους που επισημάνθηκε ήδη ανωτέρω¹³⁷, στο πλαίσιο ανάλυσης της αξίας τους και της προτίμησης τους από ριψοκίνδυνους επενδυτές. Επιπλέον, συντρέχει ελευθερία διαμόρφωσης των όρων της χρηματοδότησης μέσω της σύμβασης των τίτλων, η οποία αποτελεί το θεμέλιο της σχέσης μεταξύ δικαιούχου κι εκδότριας και στην οποία τίθενται οι ειδικοί όροι στους οποίους συμφωνούν τα μέρη. Αποτελούν δε οι μελετώμενοι τίτλοι χαρακτηριστική περίπτωση όπου η «αμοιβή» του χρηματοδότη-δικαιούχου τους συνίσταται στη δυνατότητα μελλοντικής συμμετοχής του στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας, με ανάληψη νεοεκδιδόμενων – στη βασική τους μορφή – μετοχών, κάτι που την εξαρτά άμεσα από την κερδοφορία της εταιρείας.

Επιπλέον, η έκδοση τους αυξάνει τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας («καθαρή θέση»), έτσι όπως αυτά αποτυπώνονται στο παθητικό σκέλος του ισολογισμού και δηλώνουν κατά κανόνα ό,τι έχει εισφερθεί από τους μετόχους¹³⁸, με αποτέλεσμα να επιτυγχάνεται και βέλτιστη διάρθρωση του τελευταίου. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο¹³⁹, στη βασική μορφή των τίτλων, με την καταβολή του τιμήματος απόκτησης τους σχηματίζεται ισόποσο αποθεματικό κι άρα πιστώνεται το αντίστοιχο κονδύλι αποθεματικού, ενώ μετέπειτα, είτε πιστώνεται το κονδύλι του

¹³⁶ Nijs, Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance, 2014, 10, Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 2009, 256.

¹³⁷ υπό Α.2.

¹³⁸ Περάκης/Σωτηρόπουλος/Λιβαδά/Δρίτσας, Το δίκαιο της λογιστικής, 2017, 120.

¹³⁹ υπό Β.4.1.

κεφαλαίου εφόσον ασκηθεί το δικαίωμα προαίρεσης και ακολουθήσει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, είτε πιστώνεται το κονδύλι «υπέρ το άρτιο» με το ποσό του τιμήματος απόκτησης των τίτλων εφόσον δεν ασκηθεί το δικαίωμα προαίρεσης (και χρεώνεται αναλόγως το κονδύλι του αποθεματικού σε αμφότερες τις περιπτώσεις). Σε κάθε περίπτωση, οι ανωτέρω πιθανές πιστώσεις αφορούν στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας, άλλως στην λεγόμενη «καθαρή θέση» της, η οποία υποδηλώνει τη «διαφορά μεταξύ περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων μιας οντότητας»¹⁴⁰. Επιτυγχάνεται δε η ανωτέρω αύξηση των ιδίων κεφαλαίων χωρίς μεταβολή των μετοχικών δυνάμεων στο εσωτερικό της εταιρείας, τουλάχιστον μέχρι την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης. Απαντώνται, επομένως, και τα βασικά πλεονεκτήματα που συνεπάγεται γενικά η επιλογή της ενδιάμεσης χρηματοδότησης για μία εταιρεία, έτσι όπως αυτά επισημάνθηκαν ανωτέρω.

Τέλος, υπαγωγή των μελετώμενων τίτλων στα χαρακτηριστικά γνωρίσματα και στη λειτουργία γενικά των υβριδικών μέσων επιτυγχάνεται και όσον αφορά στους λόγους επιλογής αυτών για τη χρηματοδότηση μίας εταιρείας και τους επιδιωκόμενους με αυτήν σκοπούς, αφού όπως επισημάνθηκε στο αμέσως προηγούμενο κεφάλαιο, οι τίτλοι έρχονται να δώσουν τη λύση ιδίως εκεί όπου η αύξηση κεφαλαίου δεν εξυπηρετεί το ίδιο αποτελεσματικά τις μακροπρόθεσμες κεφαλαιακές ανάγκες της εταιρείας ή εκεί όπου αυτή ή ο δανεισμός παρίστανται αδύνατοι.

Γ.3.2. Θεώρηση των τίτλων σε σχέση με τις κοινές μετοχές

Παρά την υβριδική φύση τους, το αντικείμενο του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος προαίρεσης τους «φέρνει» πιο κοντά στους τίτλους κεφαλαίου, ήτοι στις μετοχές. Ο δικαιούχος τους αποτελεί έναν «εν δυνάμει μέτοχο» της εταιρείας, άλλως μέτοχο «υπό αίρεση», καθώς όποτε θελήσει και το αποφασίσει μπορεί με απλώς μία δήλωση του περί ασκήσεως του δικαιώματος να αποκτήσει αυτοδικαίως τη μετοχική ιδιότητα και να συμμετέχει από εκείνο το χρονικό σημείο κι έπειτα στο επιχειρηματικό εγχείρημα¹⁴¹. Έτσι, με βάση την κλασσική, τριπλή εννοιολογική προσέγγιση των μετοχών, της οποίας μία πτυχή είναι η μετοχή ως «τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου»¹⁴², οι τίτλοι θα μπορούσαν αντίστοιχα να ιδωθούν ως «τμήμα του δυναμικού μετοχικού κεφαλαίου»¹⁴³, αυτού δηλαδή που ενδέχεται να προκύψει μετά την άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης και τη συνεπεία αυτού αναγκαστική αύξηση κεφαλαίου¹⁴⁴.

Δεδομένης της ανωτέρω προσέγγισης των τίτλων κτήσης μετοχών προς τις μετοχές, αξίζει να σημειωθεί η παρακάτω «πρακτική» παρατήρηση. Ξεκινώντας από την παραδοχή πως οι μελετώμενοι τίτλοι δεν είναι από την έκδοση τους τίτλοι κεφαλαίου, αλλά απλώς δίνουν το δικαίωμα στον δικαιούχο τους να αποκτήσει μελλοντικά τη μετοχική ιδιότητα, προκύπτει το συμπέρασμα πως αυτός δεν έχει και τα δικαιώματα που απολαμβάνει ο μέτοχος της εταιρείας. Ήτοι, δεν έχει τα κύρια δικαιώματα συμμετοχής στα κέρδη και στη διοίκηση της εταιρείας. Υπό αυτήν την οπτική, λοιπόν, φαίνεται οι τίτλοι να μειονεκτούν σε σχέση με τις μετοχές.

¹⁴⁰ Βλ. παράρτημα Α του ν. 4308/2014.

¹⁴¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 143, βλ. αναλ. κατωτ. υπό Δ.1.

¹⁴² Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 399.

¹⁴³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 50.

¹⁴⁴ Βλ. αναλ. κατωτ. υπό Δ.1.

Ωστόσο, υπό την οπτική της οικονομικής αξιολόγησης τίτλων και μετοχών, οι πρώτοι καταλήγουν να υπερτερούν των τελευταίων ως επένδυση¹⁴⁵. Βασικό χαρακτηριστικό των μετοχών που τις διακρίνει από τους χρεωστικούς τίτλους, είναι, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, η συμμετοχή στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Ο μέτοχος συμμετέχει στο επιχειρηματικό εγχείρημα, το οποίο ενδέχεται να επιτύχει ή και να αποτύχει. Σε περίπτωση αποτυχίας είναι δυνατόν να χάσει ολοκληρωτικά το επενδυθέν κεφάλαιο του, αλλά σε περίπτωση επιτυχίας αναμένεται να έχει μεγάλο κέρδος, μεγαλύτερο σε σχέση με το κέρδος του δανειστή, που δεν εκτέθηκε σε τόσο μεγάλο κίνδυνο. Η θεώρηση αυτή στηρίζεται στο μοντέλο «risk-return paradigm», κατά το οποίο η προσδοκία υψηλών αποδόσεων συναρτάται με την ανάληψη υψηλού κινδύνου κι έτσι στην κορυφή της σχετικής «συνάρτησης» φαίνεται να βρίσκονται οι κοινές μετοχές ενώ στη βάση ένα δάνειο με εξασφαλίσεις¹⁴⁶.

Σε αυτό το σχήμα εισέρχονται, εν προκειμένω, οι τίτλοι κτήσης μετοχών και η λειτουργία αυτών ως «παραγώγων» των μετοχών. Δεδομένου του καθορισμού της αξίας τους σε πολύ μεγάλο βαθμό από την αξία των υποκείμενων μετοχών και της υψηλής μεταβλητότητας που τους χαρακτηρίζει, καθίσταται εμφανές πως η αξία τους επηρεάζεται από την πορεία του επιχειρηματικού εγχειρήματος, ίσως και περισσότερο σε σχέση με την αξία των μετοχών¹⁴⁷. Σε περίπτωση δε που η τιμή των υποκείμενων μετοχών αυξηθεί σημαντικά, ο δικαιούχος θα αποκομίσει υψηλό κέρδος είτε ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης, αφού θα αποκτήσει μετοχές μεγάλης αξίας με μικρό τίμημα είτε διαθέσει περαιτέρω τους τίτλους, όποτε και θα αποκομίσει το «υπερτίμημα» της αξίας χρόνου, κάτι που καθιστά την απόδοση των τίτλων κτήσης μετοχών υψηλότερη από την απόδοση που δύναται να έχει μία κοινή μετοχή. Αναλόγως και των ειδικότερων όρων της σύμβασης των τίτλων σχετικά με την τιμή άσκησης, η οποία μπορεί να βαίνει αυξανόμενη, τον χρόνο άσκησης κ.λπ., είναι δυνατόν η αναμενόμενη απόδοση να παρουσιάζεται ακόμη πιο αυξημένη.

Τα ανωτέρω καταδεικνύουν ότι τελικώς, η ανάληψη των τίτλων συνεπάγεται προσδοκία για υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις κοινές μετοχές, αλλά ταυτόχρονα και υψηλότερο αναλαμβανόμενο κίνδυνο, καθώς υφίσταται το ενδεχόμενο ολοσχερούς απώλειας του επενδυμένου κεφαλαίου και μάλιστα σε σύντομο χρονικό διάστημα¹⁴⁸. Επομένως, στην ανωτέρω «συνάρτηση» βάσει του «risk-return paradigm», έρχονται τελικώς να «προσπεράσουν» τις μετοχές οι τίτλοι κτήσης μετοχών, με τελικό αποτέλεσμα να μην μειονεκτούν, αλλά να υπερτερούν αυτών από επενδυτική σκοπιά.

Γ.4. Συγκριτική θεώρηση τίτλων κτήσης μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών

Οι μετατρέψιμες ομολογίες αποτελούν χαρακτηριστική περίπτωση υβριδικού τίτλου χρηματοδότησης, που συνδυάζει χαρακτηριστικά κεφαλαίου και χρέους. Η συγκριτική θεώρηση τους με τους μελετώμενους τίτλους παρουσιάζεται χρήσιμη για την κατανόηση της σύνθετης λειτουργίας των υβριδικών μορφωμάτων, των επιμέρους διαφορετικών όρων που μπορούν να

¹⁴⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 119, 120.

¹⁴⁶ Βλ. χαρακτηριστικά σχήμα 1.2. «The risk–return paradigm» εις Nijs, Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance, 2014, 11.

¹⁴⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 119.

¹⁴⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 120.

συναντώνται σε καθένα και των συνεπειών τους ως προς την αρχικά και τελικά διαμορφούμενη θέση του κατόχου τους.

Η έκδοση ομολογιακού δανείου αποτελεί τρόπο χρηματοδότησης της εταιρείας, χαρακτηριστικό του οποίου είναι η «απεύθυνση» του σε μεγάλο αριθμό επενδυτών-δανειστών. Καθένας τους δύναται να αναλάβει μία ή περισσότερες ομολογίες, καταβάλλοντας στην εταιρεία ποσό ίσο με την τιμή έκδοσης τους, με αποτέλεσμα να επιμερίζεται ο κίνδυνος κι έτσι η εταιρεία να είναι σε θέση να συγκεντρώσει μεγαλύτερο κεφάλαιο σε σχέση με αυτό που θα της χορηγούσε ένας μόνο δανειστής. Η λειτουργία αυτή επιτυγχάνεται μέσω «τεμαχισμού» του ομολογιακού δανείου σε επιμέρους τμήματα. Η απαίτηση κάθε τμήματος, δηλαδή η χρηματική απαίτηση για επιστροφή του δανεισθέντος κεφαλαίου κατά τη λήξη του δανείου και για καταβολή τόκων κατά τη διάρκεια ισχύος του, ενσωματώνεται σε έναν τίτλο, την ομολογία, η οποία έτσι αντιπροσωπεύει τμήμα του δανείου¹⁴⁹.

Η βασική αυτή μορφή ομολογιακού δανείου αποτελεί το κοινό ομολογιακό δάνειο, όπου λαμβάνει χώρα έκδοση κοινών ομολογιών. Ωστόσο, είναι δυνατή η έκδοση ομολογιακού δανείου και με μετατρέψιμες ομολογίες, περίπτωση που προβλέπεται πλέον στο άρθρο 71 ν. 4548/2018. Οι μετατρέψιμες ομολογίες δίνουν στον ομολογιούχο δανειστή το δικαίωμα (μπορεί και υποχρέωση) να αποκτήσει μελλοντικά, σε χρόνο που ορίζεται με την απόφαση έκδοσης, μετοχές της εκδότριας εταιρείας, μετατρέποντας τις ομολογίες του σε μετοχές κι αποκτώντας έτσι στο εξής θέση μετόχου αντί δανειστή της. Αυτό το δικαίωμα του ομολογιούχου δανειστή είναι διαπλαστικό κι έτσι ασκείται και αναπτύσσει αποτελέσματα απλώς με μονομερή δήλωση του¹⁵⁰, ενώ εναπόκειται στη διακριτική του ευχέρεια το να αποφασίσει την άσκηση του. Σε περίπτωση που το αποφασίσει, λοιπόν, με μόνη τη δήλωση του καθίσταται αυτομάτως μέτοχος της εταιρείας, λαμβάνοντας μετοχές που θα εκδοθούν κατόπιν αύξησης κεφαλαίου και «χάνοντας», αντίστοιχα, τις ομολογίες που είχε ως εκείνη τη στιγμή. Ο αριθμός των μετοχών που θα λάβει με τη μετατροπή και η ονομαστική αξία αυτών εξαρτάται από τον συμφωνημένο «λόγο μετατροπής», ενώ δεν απαιτείται καταβολή εισφοράς για την απόκτηση τους, αφού ως τέτοια ισχύει το ποσό που είχε καταβάλει για την απόκτηση των μετατρέψιμων ομολογιών¹⁵¹.

Το γεγονός ότι ο ομολογιούχος δανειστής μπορεί με μόνη τη δήλωση του περί ασκήσεως του δικαιώματος μετατροπής να καταστεί μέτοχος της εταιρείας αναλαμβάνοντας νέες μετοχές της, καθιστά την έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες μία «αύξηση κεφαλαίου υπό αίρεση»¹⁵². Η πλήρωση δε τελικά της αίρεσης, δηλαδή η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής, οδηγεί όχι μόνο σε αύξηση κεφαλαίου αλλά και σε ανάλογη μείωση του ποσού του ομολογιακού δανείου, κάτι που αντιστοιχεί στη λεγόμενη κεφαλαιοποίηση χρέους¹⁵³.

Η ομοιότητα των μετατρέψιμων ομολογιών με τους μελετώμενους τίτλους είναι πολύ μεγάλη. Και στις δύο περιπτώσεις υφίσταται δικαίωμα του κατόχου - κομιστή για απόκτηση νεοεκδιδόμενων μετοχών της εκδότριας εταιρείας (λαμβάνουμε υπ' όψιν τις μετατρέψιμες ομολογίες όπου δεν υφίσταται υποχρέωση μετατροπής και τη βασική μορφή των τίτλων), η άσκηση του οποίου εναπόκειται στην απόλυτη διακριτική του ευχέρεια και επιφέρει αμέσως την ίδρυση της μετοχική σχέσης, χωρίς την ανάγκη περαιτέρω ενέργειας εκ μέρους της εταιρείας,

¹⁴⁹ Ψαρουδάκης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 59 αρ. 1, 2.

¹⁵⁰ Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2013, 138 επ.

¹⁵¹ Ψαρουδάκης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 71 αρ. 1 επ.

¹⁵² Ψαρουδάκης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 71 αρ. 2.

¹⁵³ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 426.

αφού η επακόλουθη αύξηση κεφαλαίου είναι απλώς δηλωτική (βεβαιωτική)¹⁵⁴. Έτσι, τόσο οι μετατρέψιμες ομολογίες όσο και οι μελετώμενοι τίτλοι φαίνεται να αντιπροσωπεύουν τμήμα του «δυναμικού μετοχικού κεφαλαίου» της εταιρείας, αυτού δηλαδή που είναι δυνατόν να σχηματισθεί τελικά κατόπιν ασκήσεως των δικαιωμάτων μετατροπής και των δικαιωμάτων προαίρεσης για απόκτηση μετοχών, αντίστοιχα. Το κίνητρο δε σε αμφότερες τις περιπτώσεις δεν είναι άλλο από την άνοδο της τιμής των μετοχών της εκδότριας. Έτσι, ιδίως όσον αφορά στον ομολογιούχο δανειστή, είναι δυνατόν σε ορισμένο χρονικό σημείο να παρίσταται περισσότερο συμφέρουσα η απόληψη μερίσματος, που συνεπάγεται η μετοχική ιδιότητα, από την απόληψη τόκου, που συνεπάγεται η ιδιότητα του δανειστή. Επιπλέον, σε περίπτωση ανόδου της τιμής της μετοχής, συμφέρουσα παρίσταται για τον κάτοχο και η εναλλακτική της δευτερογενούς διάθεσης τόσο των μετατρέψιμων ομολογιών όσο και των μελετώμενων τίτλων.

Ωστόσο, καίρια είναι η υφιστάμενη διαφορά ανάμεσα στα ανωτέρω δύο είδη τίτλων. Οι μετατρέψιμες ομολογίες αποτελούν εξ αρχής χρεωστικούς τίτλους, αφού ενσωματώνουν απαίτηση δανειακής φύσης του κατόχου τους, την χρηματική απαίτηση για καταβολή τόκων και επιστροφή του κεφαλαίου. Αντιθέτως, επισημάνθηκε ήδη ότι οι τίτλοι κτήσης μετοχών κατά τη «γέννηση» τους, δεν αποτελούν τίτλους κεφαλαίου αλλά ούτε και χρεωστικούς τίτλους, αφού δεν ενσωματώνουν απαίτηση δανειακής φύσης παρά μόνο το δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση μετοχών. Επομένως, όσον αφορά στον κάτοχο μετατρέψιμων ομολογιών και τίτλων κτήσης μετοχών, στην πρώτη περίπτωση πρόκειται για έναν δανειστή κι εν δυνάμει μέτοχο της εταιρείας, ενώ στη δεύτερη απλώς για έναν εν δυνάμει μέτοχο της εταιρείας.

Αυτή η εκ πρώτης όψεως θεωρητική διαφορά, αποτυπώνεται σε μία πολύ σημαντική, πρακτική συνέπεια. Από τη στιγμή που η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης δεν είναι υποχρεωτική ούτε για τον ομολογιούχο δανειστή ούτε για τον δικαιούχο των μελετώμενων τίτλων, αυτοί θα την προκρίνουν μόνο στην περίπτωση που αυξηθεί η τιμή των μετοχών της εκδότριας κι έτσι καταστεί συμφέρουσα. Στην περίπτωση όμως που δε συμβεί αυτό κι έτσι δεν αποφασίσουν την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, οι κάτοχοι των δύο ειδών τίτλων βρίσκονται σε εντελώς διαφορετική θέση. Ο ομολογιούχος δανειστής ναι μεν δεν καθίσταται μέτοχος της εταιρείας, συνεχίζει όμως να αποτελεί δανειστή αυτής, έχοντας τις ανωτέρω χρηματικές αξιώσεις του από τις ομολογίες. Αντιθέτως, ο δικαιούχος των μελετώμενων τίτλων δεν καθίσταται μέτοχος της εταιρείας, με αποτέλεσμα να μην έχει πλέον κανένα δικαίωμα έναντι αυτής αλλά και καμία αξίωση, αντίστοιχη με αυτή του ομολογιούχου δανειστή, αφού μόνη δυνατότητα του δικαιούχου τίτλων κτήσης μετοχών είναι η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης ή η δευτερογενής διάθεση τους. Εν προκειμένω δε, δεν θα παρίσταται συμφέρουσα ούτε η δευτερογενής διάθεση των τίτλων. Έτσι, ο δικαιούχος των μελετώμενων τίτλων ενδέχεται, σε περίπτωση που δεν καταστεί συμφέρουσα η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, να χάσει ολοσχερώς το ποσό που είχε καταβάλει για την απόκτηση των τίτλων, δηλαδή το κεφάλαιο που επένδυσε, ενώ ο ομολογιούχος δανειστής όχι, αφού θα διατηρήσει πάντως τις αξιώσεις του από τις ομολογίες. Διαφέρει, λοιπόν, ουσιωδώς ο βαθμός του αναλαμβανόμενου κινδύνου – και άρα των αναμενόμενων αποδόσεων – από την επένδυση σε μετατρέψιμες ομολογίες σε σχέση με την επένδυση σε τίτλους κτήσης μετοχών¹⁵⁵.

¹⁵⁴ Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2013, 139, Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 360 επ.

¹⁵⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 121.

Τέλος, εκτός των ανωτέρω ομοιοτήτων και διαφορών που παρουσιάζουν οι μετατρέψιμες ομολογίες και οι τίτλοι κτήσης μετοχών αναφορικά με τον κάτοχο - επενδυτή, παρατηρείται και ομοιότητα, όσον αφορά στην επιλογή τους ως μέσου χρηματοδότησης από την εταιρεία προς επίτευξη ενός συγκεκριμένου σκοπού. Επισημάνθηκε πως οι μελετώμενοι τίτλοι αξιολογούνται ιδίως στο πλαίσιο συνδυαστικών προσφορών, λειτουργώντας ως «sweeteners» των επενδυτών, προκειμένου οι τελευταίοι να παρέχουν χρηματοδότηση με ευνοϊκότερους όρους. Αντίστοιχο ρόλο επιτελεί και το δικαίωμα μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες. Δεν πρόκειται μιν σε αυτήν την περίπτωση για συμπληρωματική διάθεση κάποιας κινητής αξίας, αλλά για το χαρακτηριστικό αυτό των μετατρέψιμων ομολογιών που λειτουργεί ως «δέλεαρ» για τους επενδυτές, ώστε να επιτύχει η εταιρεία δανεισμό με χαμηλότερο επιτόκιο, κάτι που δε θα μπορούσε να επιτύχει με την έκδοση κοινού ομολογιακού δανείου¹⁵⁶. Αυτός είναι, λοιπόν, κι ένας βασικός λόγος για τον οποίο μία εταιρεία μπορεί να αποφασίσει την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου¹⁵⁷.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ: Η θέση του δικαιούχου τίτλων κτήσης μετοχών εντός της ανώνυμης εταιρείας ως απόρροια της υβριδικής τους φύσης

Δ.1. Ο δικαιούχος ως εν δυνάμει μέτοχος

Το ενσωματωμένο στους τίτλους δικαίωμα προαίρεσης καθιστά τον δικαιούχο τους έναν «εν δυνάμει μέτοχο» της εκδότριας εταιρείας. Εν δυνάμει μέτοχος, καθώς όντας δικαιούχος των τίτλων κι όχι κάτοχος μετοχών δεν έχει τη μετοχική ιδιότητα, αλλά έχει την απόλυτη ευχέρεια να καταστεί μέτοχος της εταιρείας στο μέλλον, μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα. Άλλως, θα μπορούσε να θεωρηθεί πως ο δικαιούχος των τίτλων αποτελεί «μέτοχο υπό αίρεση» αναβλητική, υπό την αίρεση δηλαδή ασκήσεως του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης¹⁵⁸. Η πλήρωση δε αυτής της αιρέσεως έχει ως αυτόθροο αποτέλεσμα τη δημιουργία της μετοχικής σχέσης μεταξύ του μετόχου και της εκδότριας εταιρείας, κάτι που υποδεικνύει πως βρίσκεται αποκλειστικά στην εξουσιαστική σφαίρα του δικαιούχου η δυνατότητα του να «αυτοκαταστεί» μέτοχος της¹⁵⁹. Στη βασική μάλιστα μορφή των τίτλων, τη μονομερή δήλωση του δικαιούχου περί ασκήσεως του δικαιώματος και την εκ μέρους του καταβολή του τιμήματος (τιμή άσκησης) ακολουθεί η αύξηση κεφαλαίου εκ μέρους της εκδότριας εταιρείας, ώστε ο δικαιούχος να αναλάβει νέες μετοχές¹⁶⁰.

Αυτή η πιθανή εξέλιξη, δηλαδή η αύξηση κεφαλαίου που ενδέχεται να λάβει χώρα στο μέλλον, είναι που καθιστά την απόφαση έκδοσης των τίτλων μία εξ αρχής ιδιαίτερη εταιρική απόφαση, αφού στην ουσία η έκδοση των τίτλων παρίσταται ως μία «αύξηση κεφαλαίου υπό αίρεση». Υπό αυτή δε την παραδοχή βρίσκει έρεισμα και η προηγουμένως επισημανθείσα

¹⁵⁶ Klein, The convertible bond: a peculiar package, University of Pennsylvania Law Review 123 (1975), 558 και 559, όπου χαρακτηριστική η επισήμανση ότι ουσιαστικά η εταιρεία λαμβάνει αμοιβή για το «τζογάρισμα» αναφορικά με την τιμή των μετοχών της («By selling the conversion privilege the company in effect receives a payment for a gamble on the common stock...»).

¹⁵⁷ Βλ. Klein, The convertible bond: a peculiar package, University of Pennsylvania Law Review 123 (1975), 559, σύμφωνα με τον οποίο ο δεύτερος λόγος έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου είναι η λειτουργία του ως «αναβαλλόμενη» αύξηση κεφαλαίου, σε περίπτωση που η τρέχουσα τιμή των μετοχών είναι χαμηλή κι έτσι η αύξηση κεφαλαίου δεν παρίσταται συμφέρουσα.

¹⁵⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 143.

¹⁵⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 143.

¹⁶⁰ Βλ. άρθρο 58 παρ. 3 του ν. 4548/2018.

θεώρηση των τίτλων ως τμήματος του «δυνητικού μετοχικού κεφαλαίου» της εταιρείας, του κεφαλαίου δηλαδή που είναι δυνατόν να σχηματισθεί τελικά, κατόπιν ασκήσεως και όλων των ενσωματωμένων στους τίτλους δικαιωμάτων προαίρεσης (αλλά και γενικά συναφών δικαιωμάτων, όπως το δικαίωμα μετατροπής που ενσωματώνουν οι μετατρέψιμες ομολογίες)¹⁶¹. Αποτελεί έτσι αυτό, το σύνολο που προκύπτει από την «πρόσθεση» του ήδη υπάρχοντος κεφαλαίου και αυτού που είναι δυνατόν να προκύψει κατόπιν ασκήσεως των ανωτέρω δικαιωμάτων. Ο δικαιούχος δε των τίτλων αποτελεί εν δυνάμει μέτοχο της εταιρείας σε συγκεκριμένο ποσοστό επί αυτού του «δυνητικού μετοχικού της κεφαλαίου». Το ποσοστό αυτό αντιστοιχεί στο κλάσμα όπου αριθμητής είναι το γινόμενο του αριθμού των τίτλων που κατέχει, του προβλεπόμενου πολλαπλασιαστή, δηλαδή του αριθμού των μετοχών που δύναται να αποκτήσει με την άσκηση του ενσωματωμένου σε έναν τίτλο δικαιώματος προαίρεσης και της ονομαστικής αξίας αυτών που επίσης είναι προκαθορισμένη, ενώ παρονομαστής είναι το δυνητικό μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας¹⁶².

Μέχρι λοιπόν την άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος, να μεν ο δικαιούχος των τίτλων δεν αποτελεί έναν από τους μετόχους της εταιρείας, άρα κατ' αρχήν δεν απολαμβάνει τα περιουσιακά και διοικητικά δικαιώματα που συνεπάγεται η μετοχική ιδιότητα, αλλά η ανωτέρω δυνατότητα που έχει να «αυτοκαταστεί» μέτοχος δεν είναι αμελητέα ως προς τη διαμορφούμενη θέση του στο εσωτερικό της ανώνυμης εταιρείας. Αρχικά, σε καμία περίπτωση δεν είναι δυνατόν να μην απασχολεί - ίσως δε και να ανησυχεί - τους μετόχους η κατοχή τίτλων κτήσης μετοχών της εταιρείας εκ μέρους του, αφού γνωρίζουν ότι ανάγεται στην εξουσιαστική σφαίρα του δικαιούχου η δυνατότητα να μεταβληθεί μελλοντικά η κεφαλαιακή δομή της εταιρείας και έτσι να αποδυναμωθεί η συμμετοχή τους σε αυτή (στη βασική μορφή τίτλων) ή απλώς να «αλλάξουν χέρια» οι ήδη υφιστάμενες μετοχές, με είσοδο καινούριων προσώπων στην εταιρεία στα οποία θα μεταβιβαστούν¹⁶³. Επιπλέον, όπως επισημάνθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, η κατοχή τίτλων κτήσης μετοχών δημιουργεί κατ' αρχήν σύμπλευση συμφερόντων στο εσωτερικό της εταιρείας ως έναν βαθμό, αφού ο δικαιούχος των μελετώμενων τίτλων αποτελεί ένα ακόμη πρόσωπο που ενδιαφέρεται τόσο όσο οι μέτοχοι για την καλή πορεία της εταιρείας και την άνοδο της τιμής των μετοχών, προκειμένου να αυξηθεί και η αξία των τίτλων κι έτσι να έχει κέρδος είτε από την περαιτέρω διάθεση τους είτε από την άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος. Επομένως, δεν μπορεί να παραβλέπεται από την ανώνυμη εταιρεία και τα μέλη της ότι με την έκδοση των τίτλων και την απόκτηση τους, καθίσταται και ο δικαιούχος τους φορέας οικονομικών συμφερόντων στο εσωτερικό της, η έκταση των οποίων βαίνει αναλόγως και του ποσοστού της δυνατής μελλοντικής του συμμετοχής στο κεφάλαιο της εταιρείας.

Αυτή η εκ πρώτης όψεως σύμπλευση συμφερόντων μεταξύ δικαιούχου των τίτλων και μετόχων βέβαια, δεν εκτείνεται παρά μόνο έως έναν βαθμό. Ο δικαιούχος των μελετώμενων τίτλων δεν συμμετέχει στο επιχειρηματικό εγχείρημα και άρα στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Εν όψει και της περιορισμένης χρονικής ισχύος των τίτλων, η αποκλειστική προσήλωση του στην άνοδο της τιμής των μετοχών στο άμεσο μέλλον με απώτερο σκοπό την επαύξηση της αξίας των τίτλων, έτσι ώστε να ασκήσει το ενσωματωμένο δικαίωμα ή να προβεί σε δευτερογενή διάθεση τους, αναδεικνύει στην πράξη την ύπαρξη αντιτιθέμενων συμφερόντων μεταξύ αυτού και των μετόχων. Οι τελευταίοι προσανατολίζονται στη μακροπρόθεσμη ευημερία της εταιρείας και στην

¹⁶¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 129.

¹⁶² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 308.

¹⁶³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 127.

ευόδωση του επιχειρηματικού εγχειρήματος, με απώτερο σκοπό την απόληψη μερισμάτων σε κάθε εταιρική χρήση και την αποφυγή απώλειας των εισφορών τους, κάτι που δε συμβαδίζει πάντα με τυχόν ιδιαίτερα ριψοκίνδυνες επιχειρηματικές κινήσεις προς επίτευξη υψηλών κερδών σε σύντομο χρόνο, για τις οποίες ενδιαφέρεται ο δικαιούχος των τίτλων¹⁶⁴. Δεδομένης δε της επιρροής που έχουν οι μέτοχοι στη διοίκηση της εταιρείας, διαφαίνεται ότι ο δικαιούχος των τίτλων ενδέχεται να μένει «απροστάτευτος» απέναντι στις λαμβανόμενες αποφάσεις και πράξεις αμφότερων, που δεν τον συνυπολογίζουν. Βέβαια, όπως επισημάνθηκε στο πρώτο κεφάλαιο, στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσώπευσης («agency theory») και του συνεπαγόμενου κινδύνου οι εταιρικοί διοικητές να μη δρουν πάντα με γνώμονα την επιδίωξη των συμφερόντων των οικονομικών ιδιοκτητών της εταιρείας, γίνεται εμφανές ότι ο κίνδυνος να μη λαμβάνουν υπ' όψιν και τα συμφέροντα των δικαιούχων, όχι ως οικονομικών ιδιοκτητών αλλά πάντως ως φορέων οικονομικών συμφερόντων εντός της εταιρείας, ενυπάρχει ανεξαρτήτως της τυχόν επιρροής τους από τους ελέγχοντες μετόχους. Τέλος, μεγαλύτερη διάσταση συμφερόντων θα υπάρχει κατά κανόνα με τους πιστωτές της εταιρείας, οι οποίοι αποσκοπώντας στην εξασφάλιση ικανοποίησης των απαιτήσεων τους ενδιαφέρονται για τη διατήρηση της φερεγγυότητας της εταιρείας, κάτι που σίγουρα δε συμβαδίζει με τις τυχόν ριψοκίνδυνες επιχειρηματικές επιλογές που προτιμά ο δικαιούχος των τίτλων, ο οποίος δεν έχει κάποια απαίτηση για να «χάσει»¹⁶⁵.

Λαμβανομένης υπ' όψιν αυτής της ιδιαίτερης θέσης του δικαιούχου των μελετώμενων τίτλων, ως μη μετόχου αλλά πάντως φορέα οικονομικών συμφερόντων (ίσως και ιδιαίτερα σημαντικών) που δεν ταυτίζονται πάντα με τα λοιπά συμφέροντα στο εσωτερικό της εταιρείας, προκύπτουν τα εξής ζητήματα: είναι δυνατόν να του αναγνωριστούν τυχόν δικαιώματα ή και υποχρεώσεις, ανάλογα αυτών των μετόχων, έστω και αν τυπικά δεν είναι μέτοχος μέχρι την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης; Επιπλέον, ιδίως σε περίπτωση αρνητικής απάντησης στο προηγούμενο ερώτημα, μπορεί να τύχει προστασίας έναντι των μετόχων και των διοικητών της εταιρείας σε περίπτωση που η ανωτέρω επισημανθείσα διάσταση συμφερόντων εκδηλωθεί στην πράξη και τον καταστήσει «έρμαιο» των εταιρικών αποφάσεων και ενεργειών;

Δ.2. Δικαιούχος τίτλων κτήσης μετοχών και μετοχικά δικαιώματα

Εν όψει της θεώρησης του δικαιούχου των μελετώμενων τίτλων ως μετόχου «υπό αίρεση», θα μπορούσε να υποστηριχθεί η ύπαρξη στο πρόσωπο του δικαιώματος προσδοκίας αναφορικά με την απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας εκ μέρους του, καθώς τα υπό αίρεση δικαιώματα υπάγονται κατά κανόνα στην γενική κατηγορία του δικαιώματος προσδοκίας. Για να κάνουμε λόγο για ύπαρξη δικαιώματος προσδοκίας, θα πρέπει η διαδικασία γένεσης του πλήρους δικαιώματος να έχει προχωρήσει σε τέτοιο σημείο, δηλαδή να έχουν πληρωθεί τόσοι από τους όρους που απαιτούνται για τη γέννηση του δικαιώματος, ώστε να αναγνωρίζεται από την έννομη τάξη άξιο προστασίας συμφέρον του μελλοντικού δικαιούχου και να απονέμεται σε αυτόν εξουσία προς ικανοποίησή του¹⁶⁶. Το άξιο αυτό προστασίας συμφέρον του μελλοντικού δικαιούχου κατά το χρονικό διάστημα μέχρι να γεννηθεί το πλήρες δικαίωμα αντανakλά τόσο το συμφέρον του να απολαύσει το πλήρες δικαίωμα όταν γεννηθεί όσο όμως και το συμφέρον του να διασφαλίσει το ότι θα γεννηθεί πάντως το δικαίωμα στο πρόσωπο του, ότι δηλαδή θα καταστεί δικαιούχος του. Επιπλέον, κρίσιμο στοιχείο για την κατάφαση δικαιώματος προσδοκίας αποτελεί και η ύπαρξη

¹⁶⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 484.

¹⁶⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 484.

¹⁶⁶ Κουμάνης, Η μη εκπλήρωση της ενοχικής σύμβασης κατά τον ΑΚ, 2002, 239.

αυξημένης πιθανότητας να πληρωθούν και οι λοιποί όροι, που απομένουν για την γέννηση του πλήρους δικαιώματος¹⁶⁷.

Εν προκειμένω, είναι δυνατόν να αναγνωριστεί στον δικαιούχο των μελετώμενων τίτλων (στη βασική τους μορφή) δικαίωμα προσδοκίας για την απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας και των δικαιωμάτων που αυτή συνεπάγεται¹⁶⁸. Παρά το γεγονός ότι στην πράξη δεν υφίσταται πάντα βεβαιότητα για την ύπαρξη υψηλών πιθανοτήτων άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης και άρα πλήρωσης του τελικού όρου για την απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας, καθώς εξαρτάται από το κατά πόσο θα αυξηθεί ή όχι η αξία των υποκείμενων μετοχών, το ότι πάντως η δυνατότητα άσκησης του ανάγεται στην απόλυτη εξουσιαστική σφαίρα του δικαιούχου, κάτι το οποίο έχει αποδεχτεί η εκδότρια εταιρεία δεσμευόμενη για την επέλευση των αποτελεσμάτων με μόνη τη δήλωση του δικαιούχου (και την καταβολή του τιμήματος), συνηγορεί υπέρ της αναγνώρισης δικαιώματος προσδοκίας. Συγκεκριμένα, ο δικαιούχος των τίτλων έχει κατά κύριο λόγο το άξιο προστασίας συμφέρον να εξασφαλίσει ότι θα έχει τη δυνατότητα να καταστεί μελλοντικά μέτοχος της εκδότριας εταιρείας, καθώς δε δεσμεύεται να ασκήσει το ενσωματωμένο δικαίωμα. Βέβαια, όσο πιο αυξημένη είναι η πιθανότητα να το ασκήσει και άρα τελικά να καταστεί μέτοχος, δηλαδή δικαιούχος του «πλήρους» δικαιώματος, τόσο πιο πολύ ενισχύεται και η θέση του απέναντι στους εταιρικούς διοικητές και τους μετόχους της εταιρείας.

Ωστόσο, η αναγνώριση δικαιώματος προσδοκίας στον δικαιούχο των τίτλων δεν μπορεί να έχει ως συνέπεια την αναγνώριση σε αυτόν και των πλήρων μετοχικών δικαιωμάτων ήδη πριν καταστεί μέτοχος, κατά το στάδιο δηλαδή που όντας «εν δυνάμει μέτοχος» έχει το ανωτέρω δικαίωμα προσδοκίας. Η αιτιολόγηση αυτής της θέσης βασίζεται στον λόγο αναγνώρισης των συγκεκριμένων δικαιωμάτων στο πρόσωπο του μετόχου.

Πιο συγκεκριμένα, με την ανάληψη μετοχών κατά την κάλυψη του κεφαλαίου της εταιρείας είτε κατά την ίδρυση της είτε κατά την αύξηση κεφαλαίου, αποκτάται η μετοχική ιδιότητα κι ο μέτοχος αναλαμβάνει την υποχρέωση καταβολής εισφοράς τουλάχιστον ίσης με την ονομαστική αξία των μετοχών που ανέλαβε. Όντας πλέον «οικονομικός ιδιοκτήτης» της εταιρείας συμμετέχει στο επιχειρηματικό εγχείρημα, κάτι που συνεπάγεται και ανάληψη ανάλογου οικονομικού κινδύνου εκ μέρους του σε περίπτωση μη ευόδωσης αυτού του εγχειρήματος. Έτσι, είναι δυνατόν σε μη κερδοφόρες χρήσεις να μην απολαμβάνει του μερίσματος αλλά αντίστοιχα να επιβαρύνεται με τυχόν ζημιές, ενώ ακόμη είναι δυνατόν και να απωλέσει την εισφορά που είχε καταβάλει στην εταιρεία, με την έννοια ότι μπορεί να μην του επιστραφεί σε περίπτωση λύσης κι εκκαθάρισης της εφόσον μετά την ικανοποίηση των εταιρικών δανειστών δεν υφίσταται ικανό εκκαθαριστικό «περίσσευμα» προς διανομή στους μετόχους¹⁶⁹. Τα διοικητικά και περιουσιακά δικαιώματα, λοιπόν, που απορρέουν από τη μετοχική του ιδιότητα αποσκοπούν ακριβώς στο να τον «ανταμείψουν» για την οικονομική του συμμετοχή στην εταιρεία και στο να αντισταθμίσουν τον εκ μέρους του αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Τα δικαιώματα διοικήσεως δίνουν στον μέτοχο τη δυνατότητα να συμμετέχει στη διαδικασία λήψης συλλογικών αποφάσεων για τις εταιρικές υποθέσεις (δικαίωμα παράστασης, συζήτησης και ψήφου στη γενική συνέλευση), να πληροφορείται σχετικά με αυτές (δικαίωμα πληροφόρησης) αλλά και να διορίζει, αν προβλέπεται καταστατικά, και να ελέγχει τους εταιρικούς διοικητές (δικαίωμα ελέγχου ως δικαίωμα μειοψηφίας και όχι ατομικό). Τα ανωτέρω δικαιώματα, δίνοντας στον μέτοχο τη δυνατότητα να

¹⁶⁷ Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2013, 115.

¹⁶⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 143 επ.

¹⁶⁹ Καραμανάκου, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 168 αρ. 56.

συμμετέχει ουσιαστικά στις εταιρικές εξελίξεις, του δίνουν κατά συνέπεια τη δυνατότητα να προστατεύσει την επένδυσή του, επιτελώντας έτσι λειτουργία «εξασφάλισης» των περιουσιακών του δικαιωμάτων, ήτοι της συμμετοχής του στα κέρδη και στο προϊόν της εκκαθάρισης¹⁷⁰. Το δικαίωμα στα κέρδη της εταιρείας, που υλοποιείται μέσω της καταβολής σ' αυτόν του μερίσματος, είναι και ο βασικός λόγος για τον οποίο ο μέτοχος αποφασίζει να εισέλθει στην εταιρεία, αφού αποσκοπεί στο να έχει μερίδιο συμμετοχής στα κέρδη που θα επιτευχθούν, αποδεχόμενος παράλληλα ότι αποτελεί και βασικό φορέα του επιχειρηματικού κινδύνου σε περίπτωση μη επίτευξης τους.

Τα ανωτέρω καταδεικνύουν το γεγονός ότι η αναγνώριση των συγκεκριμένων δικαιωμάτων στον μέτοχο της εταιρείας είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ιδιότητα του και το ό,τι αυτή συνεπάγεται, ιδίως με τη συμμετοχή του με καταβολή εισφοράς στην εταιρεία και την ανάληψη οικονομικού κινδύνου. Επομένως, παρά το ότι με την κτήση τίτλων κτήσης μετοχών ο δικαιούχος τους έχει κοινό συμφέρον με τον μέτοχο για την καλή πορεία της εταιρείας κι ενδιαφέρεται εξίσου γι' αυτήν καθώς από αυτήν εξαρτάται το αν θα έχει απόδοση η επένδυσή του στους τίτλους, από τη στιγμή που πάντως δεν έχει ακόμη καταβάλει εισφορά και δεν είναι ένας από τους φορείς του επιχειρηματικού κινδύνου όπως είναι ο μέτοχος, δεν είναι δυνατόν να του αναγνωριστούν τα ανωτέρω διοικητικά και περιουσιακά δικαιώματα κατά το στάδιο πριν την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης¹⁷¹. Επιχείρημα προς αυτήν την κατεύθυνση μπορεί να συναχθεί και από την άποψη που θέλει τα εν λόγω δικαιώματα να μην τα απολαμβάνει καν ο μέτοχος που ναι μεν έχει προβεί σε κάλυψη κεφαλαίου αναλαμβάνοντας μετοχές, αλλά δεν έχει καταβάλει ακόμη την εισφορά του¹⁷². Επομένως, στη βάση αυτής τη θέσης δε θα ήταν δυνατόν να αναγνωριστούν στο δικαιούχο τίτλων κτήσης μετοχών, ο οποίος δεν έχει καν αναλάβει μετοχές της εκδότριας εταιρείας¹⁷³.

Ο δικαιούχος των μελετώμενων τίτλων, λοιπόν, όντας εν δυνάμει μέτοχος δεν απολαμβάνει ακόμη τα μετοχικά δικαιώματα, όμως του αναγνωρίζεται η προσδοκία απόκτησης αυτών στο μέλλον, κάτι που σημαίνει ότι αναγνωρίζονται και είναι άξια προστασίας και τα οικονομικά του συμφέροντα ως εν δυνάμει μετόχου. Ως φορέας, λοιπόν, αυτών των συμφερόντων στο εσωτερικό της ανώνυμης εταιρείας φέρει και αξίωση έναντι των εταιρικών διοικητών, αλλά και των μετόχων, να τα λαμβάνουν υπ' όψιν τους κατά την ανάπτυξη της δράσης τους, να λαμβάνουν δηλαδή υπ' όψιν τους τη δυνατότητα του να «αυτοκαταστεί» μέτοχος της εταιρείας στο μέλλον με την άσκηση του διαπλαστικού δικαιώματος του, όποτε και θα έχει όλα μετοχικά δικαιώματα.

Δ.3. Διάσταση συμφερόντων μεταξύ δικαιούχου των τίτλων, μετόχων και εταιρικών δανειστών

Όπως είναι φυσικό, το γεγονός ότι ο δικαιούχος των τίτλων δεν φέρει τα μετοχικά δικαιώματα τον καθιστά πιο ευάλωτο απέναντι τόσο στους μετόχους και στους εταιρικούς διοικητές, αναφορικά με τις αποφάσεις που αμφότεροι λαμβάνουν για την πορεία και τις κινήσεις

¹⁷⁰ Ρόκας, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 34 αρ. 16.

¹⁷¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 496 επ.

¹⁷² Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 372, βλ. ωστόσο διαφορετική άποψη Σωτηρόπουλο, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 20 αρ. 32, σύμφωνα με τον οποίο κατά το χρόνο που εκκρεμεί η καταβολή της εισφοράς αναστέλλεται η άσκηση μόνο των περιουσιακών δικαιωμάτων.

¹⁷³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 498.

της εταιρείας όσο και στους πιστωτές της εταιρείας, δεδομένης της μεταξύ τους διάστασης συμφερόντων. Η αναγνώριση δικαιώματος προσδοκίας στο πρόσωπο του είναι δυνατόν να τον «θωρακίσει» έως έναν βαθμό και μάλιστα περισσότερο αποτελεσματικά τόσο όταν οι πιθανότητες άσκησης του ενσωματωμένου τους τίτλους δικαιώματος προαίρεσης είναι αυξημένες όσο και όταν ο δικαιούχος βάσει των προβλεπόμενων όρων των τίτλων έχει τη δυνατότητα να αποκτήσει υψηλό ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο¹⁷⁴, αφού έτσι αποτελεί φορέα αυξημένων οικονομικών συμφερόντων στο εσωτερικό της ανώνυμης εταιρείας. Καίριο δε ρόλο στην ενίσχυση τη θέσης του δικαιούχου των τίτλων έναντι της εταιρείας μπορεί να διαδραματίσει η σύμβαση των τίτλων και οι τυχόν υπέρ του δικαιούχου συνομολογηθέντες σε αυτήν όροι.

Προτού όμως γίνει ειδικότερη αναφορά στον τρόπο προστασίας του δικαιούχου των τίτλων, θα πρέπει να επισημανθούν οι καταστάσεις στις οποίες ενδέχεται να βρεθεί εκτεθειμένος ενόσω έχει θέσει «εν δυνάμει μετόχου» και τις οποίες θα πρέπει να αντιμετωπίσει μέσω ενός κατάλληλου «μηχανισμού προστασίας» των δικαιολογημένων κατά τα άνω συμφερόντων του.

Δ.3.1. Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις της εταιρείας

Η υφιστάμενη διάσταση συμφερόντων μεταξύ του δικαιούχου των μελετώμενων τίτλων και των μετόχων αλλά και των πιστωτών της εταιρείας εκδηλώνεται ιδιαίτερα σε συγκεκριμένες εταιρικές αποφάσεις και ενέργειες των οργάνων της, οι οποίες μπορούν να φέρουν τον δικαιούχο σε μειονεκτική θέση και να θέσουν σε κίνδυνο τα συμφέροντα του. Αρχικά, αναφέρθηκε και ανωτέρω πως οι βλέψεις καθενός διαφέρουν όσον αφορά στις επιχειρηματικές επιλογές και στον τυχόν κίνδυνο που αυτές που συνεπάγονται¹⁷⁵. Τον δικαιούχο των μελετώμενων τίτλων τον συμφέρει η επιχειρηματική δράση να χαρακτηρίζεται από ρίσκο προς τον σκοπό βραχυπρόθεσμης επίτευξης υψηλών κερδών, ώστε να ωφεληθεί από την άνοδο της τιμής των υποκείμενων μετοχών, αφού έχει σε κάθε περίπτωση ορισμένο (και κατά κανόνα σύντομο) διαθέσιμο χρόνο για να ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης ή να μεταβιβάσει τους τίτλους. Οι μέτοχοι από την άλλη, μπορεί να είναι κατά κανόνα θετικοί στην επιλογή ριψοκίνδυνων επιχειρηματικών κινήσεων προς επίτευξη υψηλού κέρδους, προσανατολίζονται όμως παράλληλα στην μακροπρόθεσμη ευημερία της εταιρείας. Αυτό είναι δυνατόν να συνεπάγεται την εκ μέρους αυτών και των εταιρικών διοικητών λήψη αποφάσεων που μπορεί να μην στοχεύουν στην αύξηση της εταιρικής περιουσίας, αλλά σε χρόνο που εκτείνεται στο μέλλον, με αποτέλεσμα να μην εξυπηρετούνται έτσι ή ακόμη περισσότερο, να θίγονται, τα συμφέροντα του δικαιούχου των τίτλων. Πολύ περισσότερο αυτό θα συμβαίνει σε περίπτωση που λαμβάνονται συντηρητικές επιχειρηματικές αποφάσεις σε συμμόρφωση με τυχόν υποδείξεις εταιρικών δανειστών ή προς ικανοποίηση τους, αφού τους τελευταίους τους ενδιαφέρει αποκλειστικά η διατήρηση της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης της εταιρείας και μίας ικανοποιητικής ρευστότητας προς αποφυγή αθέτησης των δανειακών της υποχρεώσεων και υπεισέλευσης της σε κατάσταση αφερεγγυότητας.

Επιπλέον, σύγκρουση συμφερόντων είναι δυνατόν να εκδηλωθεί όχι μόνο σχετικά με τις επενδυτικές αποφάσεις της εταιρείας, όπως ανωτέρω, αλλά και σχετικά με τις αποφάσεις χρηματοδότησης της¹⁷⁶. Ο δικαιούχος των τίτλων όπως και οι μέτοχοι είναι λογικό να επιθυμούν την επίτευξη ενός «ασφαλούς» δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης («financial leverage»)

¹⁷⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 146.

¹⁷⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 486, 487.

¹⁷⁶ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 487, 488.

μέσω χρηματοδότησης των επενδύσεων της εταιρείας με ξένα κεφάλαια, δηλαδή με δανεισμό, έτσι ώστε να αυξηθούν τα κέρδη που αναμένονται ανά μετοχή, αποφεύγοντας παράλληλα τον κίνδυνο οικονομικής δυσπραγίας από τον υπέρμετρο δανεισμό¹⁷⁷. Αντίθετα, οι εταιρικοί δανειστές δεν θα είναι θετικοί στην παραπάνω χρηματοδοτική επιλογή μέσω ξένων έναντι ιδίων κεφαλαίων, καθώς αυτή θα έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία πρόσθετων χρεών για την εταιρεία και άρα πρόσθετων πιστωτών, που θα έχουν απαιτήσεις εναντίον της. Ιδίως σε περίπτωση οικονομικής δυσπραγίας της εταιρείας και κυρίως δε, σε περίπτωση πτώχευσης της, οι προς ικανοποίηση πιστωτές της θα είναι περισσότεροι κι έτσι η ρευστοποίηση του ενεργητικού της προς ικανοποίηση όλων ενδέχεται να μην επαρκεί, με πιθανό αποτέλεσμα να μην ικανοποιηθούν πλήρως οι απαιτήσεις τους. Βέβαια, συγκρούσεις συμφερόντων όσον αφορά στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας ενδέχεται να προκύψουν και στην περίπτωση που οι μέτοχοι δεν προκρίνουν τρόπο άντλησης κεφαλαίων που εξυπηρετεί και τον δικαιούχο των μελετώμενων τίτλων όπως στο ανωτέρω παράδειγμα (π.χ. αύξηση κεφαλαίου στην οποία όμως ενώ ο δικαιούχος θα ήθελε να έχει προτεραιότητα στην ανάληψη μετοχών δεν μπορεί, αφού δεν έχει το δικαίωμα προτίμησης).

Σημειωτέον ότι οι εν γένει ενέργειες της εταιρείας είναι δυνατόν να υπαγορεύονται από δεσμεύσεις που αυτή έχει αναλάβει απέναντι σε εταιρικούς δανειστές («covenants»). Η τακτική αυτή της επιβολής θετικών και αρνητικών δεσμεύσεων στην δανειοδοτούμενη εταιρεία αποσκοπεί στην διατήρηση της οικονομικής κατάστασης της με σκοπό την εξασφάλιση ικανοποίησης των δανειστών. Έτσι, για παράδειγμα σε σύμβαση ομολογιακού δανείου που έχει συνάψει η εταιρεία, είναι δυνατόν να προβλέπεται πως απαγορεύεται αυτή να προβεί σε μετασχηματισμούς, σε πώληση στοιχείων του πάγιου ενεργητικού της, πως απαγορεύεται να παρουσιάσει δείκτες ρευστότητας κάτω από ορισμένο όριο, να προβεί σε περαιτέρω δανεισμό ή παροχή εξασφαλίσεων, πως υποχρεούται να διατηρήσει τα ίδια κεφάλαια της ως ένα ορισμένο ύψος κ.α. Τα ανωτέρω είναι προφανές πως «δένουν» τα χέρια της εταιρείας και ενδέχεται να της απαγορεύουν κινήσεις, που θα μπορούσαν να ωφελήσουν τον δικαιούχο των μελετώμενων τίτλων.

Ειδική αναφορά θα πρέπει να γίνει σε συγκεκριμένες εταιρικές αποφάσεις που σχετίζονται με την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Αυτές είναι οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου αλλά και οι εκδόσεις νέων τίτλων κτήσης μετοχών ή μετατρέψιμων ομολογιών από την εταιρεία, καθώς επηρεάζουν ιδιαιτέρως τη θέση του δικαιούχου των τίτλων στο εσωτερικό της. Όπως επισημάνθηκε ανωτέρω, ο δικαιούχος αποτελεί εν δυνάμει μέτοχο της εταιρείας σε συγκεκριμένο ποσοστό επί του «δυννητικού μετοχικού της κεφαλαίου», το οποίο προσδιορίζεται από το μετοχικό κεφάλαιο που υπάρχει ήδη κατά τη στιγμή απόκτησης των τίτλων, αλλά και από αυτό που δύναται να προκύψει από την άσκηση των υπαρχόντων εκείνη τη χρονική στιγμή δικαιωμάτων προαίρεσης ή μετατροπής. Έτσι, σε περίπτωση που κατόπιν απόκτησης των τίτλων από τον δικαιούχο και μέχρι την εκ μέρους του άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης γίνει αύξηση κεφαλαίου της εταιρείας κι εκδοθούν νέες μετοχές, το «δυννητικό μετοχικό κεφάλαιο» αυξάνεται λόγω αύξησης του ήδη υπάρχοντος κεφαλαίου.

Όμως, ταυτόχρονα το ποσοστό συμμετοχής του δικαιούχου σε αυτό μένει το ίδιο με πριν, με αποτέλεσμα την απίσχναση της συμμετοχής που δύναται να έχει μελλοντικά στο κεφάλαιο της

¹⁷⁷ Η χρηματοδότηση ολοκληρωτικά ή εν μέρει μέσω δανεισμού θεωρείται εφαρμογή χρηματοοικονομικής μόχλευσης εκ μέρους της εταιρείας («financial leverage») και επιλέγεται προς αύξηση της αναμενόμενης ροής κερδών ανά μετοχή. Όσο όμως αυξάνεται η μόχλευση τόσο αυξάνεται και ο κίνδυνος που συνεπάγεται η δημιουργία χρέους, Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 2020, 451, 457.

εταιρείας. Το ίδιο αποτέλεσμα θα έχει και η μεταγενέστερη έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών ή μετατρέψιμων ομολογιών, καθώς πάλι θα αυξηθεί το «δυνητικό μετοχικό κεφάλαιο», απλώς αυτή τη φορά όχι λόγω αύξησης του ήδη υπάρχοντος μετοχικού κεφαλαίου, αλλά λόγω αύξησης του κεφαλαίου που είναι δυνατόν να προκύψει στο μέλλον κατόπιν άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης απόκτησης μετοχών και των δικαιωμάτων μετατροπής. Άρα, σε περίπτωση που λάβουν χώρα οι ανωτέρω ενέργειες ο δικαιούχος των τίτλων κινδυνεύει από τη μείωση του ποσοστού δυνητικής συμμετοχής του στην εταιρεία¹⁷⁸. Στην περίπτωση δε που αποκλειστεί το δικαίωμα προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων, τον ίδιο κίνδυνο θα αντιμετωπίζουν κι εκείνοι, ενώ αν διατηρηθεί θα βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση συγκριτικά με τον δικαιούχο των μελετώμενων τίτλων, κάτι που υποδηλώνει αισθητή διακριτική μεταχείριση μεταξύ μετόχου κι εν δυνάμει μετόχου, του οποίου τα οικονομικά συμφέροντα φαίνεται να μην λαμβάνονται καν υπ' όψιν εν προκειμένω.

Εκτός του ανωτέρω ανεπιθύμητου αποτελέσματος για τον δικαιούχο, οι εταιρικές αυτές αποφάσεις είναι δυνατόν να του «κοστίσουν» και όσον αφορά στην αξία των τίτλων που κατέχει¹⁷⁹. Αυτό γίνεται κατανοητό δεδομένου ότι ο προσδιορισμός της οικονομικής αξίας τους εξαρτάται κυρίως από την αξία των υποκείμενων μετοχών. Η απόφαση αύξησης κεφαλαίου έχει κατά κανόνα αρνητικό αντίκτυπο στην τρέχουσα αξία των μετοχών της εταιρείας, με αποτέλεσμα αυτές να διατίθενται σε χαμηλότερη τιμή¹⁸⁰. Αυτή η μείωση της αξίας των υποκείμενων μετοχών συνεπάγεται αντίστοιχη μείωση και της αξίας των μελετώμενων τίτλων, αφού επηρεάζεται αρνητικά τόσο η εσωτερική αξία του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης, καθώς η διαφορά της αξίας των μετοχών με την τιμή άσκησης δε θα είναι θετική όσο και η αξία χρόνου, αφού με τη μείωση της αξίας των μετοχών μειώνονται και τα περιθώρια να αυξηθεί αυτή μέχρι την πάροδο της αποσβεστικής προθεσμίας. Εκτός όμως αυτής της αντανακλαστικής «ζημίας», αρνητική επίδραση στην αξία των τίτλων είναι δυνατόν να έχει και η ίδια η απίσχναση της μελλοντικής συμμετοχής που δύναται να έχει ο δικαιούχος στην εταιρεία, ιδίως όταν αυτή συνεπάγεται την απώλεια ενός ικανού ποσοστού δυνητικής συμμετοχής, που θα του εξασφάλιζε θέση ισχύος.

Δ.3.2. Αποφάσεις της εταιρείας σχετικά με τους τίτλους

Εκτός των ανωτέρω, κύριο σημείο σύγκρουσης δεν μπορεί παρά να είναι οποιαδήποτε απόφαση ή ενέργεια της εταιρείας έχει σχέση με τους ίδιους τους τίτλους κτήσης μετοχών. Αυτό θα συμβαίνει κατά την εκ μέρους της υλοποίηση όρων των τίτλων ή τροποποίηση αυτών, εφόσον έχει προβλεφθεί σχετική δυνατότητα της στη σύμβαση των τίτλων¹⁸¹. Όπως επισημάνθηκε στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας, τα μέρη στο πλαίσιο της συμβατικής τους ελευθερίας μπορούν να θέσουν στη σύμβαση των τίτλων οποιονδήποτε όρο επιθυμούν να ρυθμίζει την άσκηση του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος προαίρεσης και όχι μόνο. Σε περίπτωση, λοιπόν, που έχει συνολοκληρωθεί όρος περί δυνατότητας τροποποίησης ορισμένων βασικών όρων από την εκδότρια εταιρεία, είναι αντιληπτό ότι ο δικαιούχος των τίτλων ενδέχεται να βρεθεί εξαιρετικά εκτεθειμένος κι αντιμέτωπος με αποφάσεις ασύμφορες γι' αυτόν, που θα αποτυπωθούν στις συμβατικές ρυθμίσεις. Στην περίπτωση βέβαια που η τροποποίηση εκ μέρους της εταιρείας είναι προς όφελος του δικαιούχου και ενισχύει τις πιθανότητες άσκησης του ενσωματωμένου

¹⁷⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 534.

¹⁷⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 534.

¹⁸⁰ Βλ. ανωτ. υπό Γ.1., υποσημείωση αρ. 120.

¹⁸¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 486.

δικαιώματος προαίρεσης, θα θίγονται αντίστοιχα τα συμφέροντα των μετόχων, καθώς θα απειλούνται με απίσχναση της συμμετοχής τους στην εταιρεία.

Δ.3.3. Αποφάσεις της εταιρείας σχετικά με εταιρικούς μετασχηματισμούς

Ο δικαιούχος των μελετώμενων τίτλων διατρέχει αντίστοιχο κίνδυνο με αυτόν που συνεπάγονται οι αποφάσεις αύξησης κεφαλαίου αλλά και πρόσθετους αυτού κινδύνους, στην περίπτωση των εταιρικών μετασχηματισμών, καθώς η συντέλεση τους επηρεάζει ιδιαίτερα τη θέση του¹⁸². Ενδεικτικά, στην περίπτωση της μετατροπής της εταιρείας, προκύπτει το καίριο ζήτημα της τύχης των τίτλων και των εκεί ενσωματωμένων δικαιωμάτων του, καθώς μόνο η ανώνυμη εταιρεία μπορεί βάσει νόμου να εκδώσει τίτλους κτήσης μετοχών. Εξαρτάται λοιπόν σε τι νέο τύπο εταιρείας θα μετατραπεί η ανώνυμη εταιρεία και κυρίως το αν αυτή θα είναι κεφαλαιουχική ή προσωπική, καθώς μόνο στην πρώτη περίπτωση φαίνεται να είναι δυνατή η διατήρηση των υποχρεώσεων της εκ της σύμβασης των τίτλων και άρα η διατήρηση της ισχύος των τελευταίων, υπό τη νέα εταιρική μορφή (π.χ. εάν μετατραπεί σε Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης οι δικαιούχοι πλέον δε θα έχουν τη δυνατότητα να καταστούν μέτοχοι αποκτώντας μετοχές, αλλά εταίροι της αποκτώντας εταιρικά μερίδια). Επομένως, τίθεται ακόμη και θέμα οριστικής απώλειας της δυνατότητας του δικαιούχου να καταστεί μελλοντικά μέτοχος της εταιρείας.

Στην περίπτωση της συγχώνευσης με απορρόφηση της εκδότριας εταιρείας, ο δικαιούχος δεν χάνει το δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση μετοχών καθώς στο πλαίσιο μεταβίβασης του συνόλου της περιουσίας της απορροφούμενης στην απορροφούσα εταιρεία, θα δεσμεύεται πλέον η τελευταία από τη σύμβαση των τίτλων – οι όροι της οποίας βέβαια θα υποστούν κατά κανόνα τροποποίηση από τη σύμβαση συγχώνευσης - και θα είναι οι μετοχές της που θα αποκτήσει σε περίπτωση άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης. Έρχεται όμως πάλι αντιμέτωπος με την απίσχναση της συμμετοχής που δύναται να έχει μελλοντικά στο κεφάλαιο της απορροφούσας πλέον εταιρείας και με τη μείωση της αξίας των τίτλων, καθώς η συγχώνευση συνεπάγεται την εκ μέρους της απορροφούσας εταιρείας αύξηση κεφαλαίου. Παρόμοιες καταστάσεις «ανασφάλειας» είναι δυνατόν να αντιμετωπίσει ο δικαιούχος των τίτλων και σε λοιπές περιπτώσεις μετασχηματισμών. Ωστόσο, ιδίως όσον αφορά στην προστασία του και στη διασφάλιση των δικαιωμάτων του στο πλαίσιο των τελευταίων, τον κυριότερο ρόλο διαδραματίζει η σύμβαση των τίτλων, αφού εκεί τα μέρη μπορούν – και είναι σύνηθες – να προβλέπουν ποια θα είναι η τύχη των τίτλων και των ενσωματωμένων σε αυτούς δικαιωμάτων σε περίπτωση συμμετοχής της εκδότριας εταιρείας σε κάποιον εταιρικό μετασχηματισμό¹⁸³.

Δ.4. Προστασία του δικαιούχου των τίτλων

Τα ανωτέρω καταδεικνύουν ότι ο δικαιούχος των τίτλων όσο ακόμη έχει θέσει εν δυνάμει μέτοχου της ανώνυμης εταιρείας είναι δυνατόν να έρθει πολλές φορές αντιμέτωπος με καταστάσεις που απειλούν τα οικονομικά του συμφέροντα. Τονίστηκε ανωτέρω πως αυτά, όπως υφίστανται τη δεδομένη χρονική περίοδο, θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν δεδομένου του δικαιώματος προσδοκίας που έχει ο δικαιούχος να καταστεί μέτοχος της εταιρείας και μάλιστα σε

¹⁸² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 591 επ.

¹⁸³ Βλ. αναλ. κατωτ. υπό Δ.4.3.

ακόμη μεγαλύτερο βαθμό, εάν υπάρχουν υψηλές πιθανότητες άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης ή/και εάν το ποσοστό της δυνητικής συμμετοχής του στην εταιρεία είναι σημαντικό. Δεδομένου δε ότι το διοικητικό συμβούλιο είναι επιφορτισμένο τόσο με την γενική διαχείριση της εταιρείας, δηλαδή την επιδίωξη του εταιρικού σκοπού μέσω οποιασδήποτε απόφασης κι ενέργειας όσο και με τη διεύθυνση της, ήτοι με ό,τι αφορά την άσκηση επιχειρηματικής πολιτικής¹⁸⁴, θα πρόκειται κατά κανόνα για δράση των εταιρικών διοικητών που ενδέχεται να θίγει τα συμφέροντα του δικαιούχου των τίτλων. Έτσι, προκύπτει η ανάγκη εξεύρεσης μηχανισμού προστασίας του από τη δράση των εταιρικών διοικητών που ενδέχεται να τον βλάπτει.

Όμως, ο δικαιούχος των τίτλων είναι ιδιαίτερα εκτεθειμένος και απέναντι στους μετόχους της εταιρείας. Εκτός της επιρροής που ενδέχεται να ασκείται από τους κυριαρχούντες μετόχους στους εταιρικούς διοικητές, στην αρμοδιότητα της γενικής συνέλευσης υπάγονται καίριες αποφάσεις όπως η απόφαση αύξησης κεφαλαίου, η απόφαση υλοποίησης κάποιου εταιρικού μετασχηματισμού, η απόφαση λύσης της εταιρείας, αλλά και η απόφαση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών (σε κάποιες εκ των οποίων βέβαια μπορεί να θεμελιώνεται και αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου π.χ. αύξηση κεφαλαίου ή έκδοση τίτλων), οι οποίες επισημάνθηκε ήδη πως επηρεάζουν ιδιαίτερος τη θέση του δικαιούχου των τίτλων και τα δικαιώματά του. Έτσι, είναι δυνατόν και οι μέτοχοι με απόφαση τους να θίγουν τα συμφέροντα του και να του προκαλούν ζημία, είτε λόγω μείωσης του ποσοστού της μελλοντικής συμμετοχής που δύναται να έχει στην εταιρεία είτε λόγω μείωσης της αξίας των τίτλων ως συνέπεια μείωσης της εταιρικής περιουσίας είτε λόγω της οριστικής απώλειας του δικαιώματος του δικαιούχου των τίτλων να καταστεί μέτοχος της εταιρείας στο μέλλον (π.χ. όταν αποφασίζεται η μετατροπή σε ομόρρυθμη εταιρεία ή η λύση της εταιρείας)¹⁸⁵. Επομένως, η εύρεση κατάλληλου «μηχανισμού» προστασίας του εκτείνεται πέραν του διοικητικού συμβουλίου, κι έναντι των μετόχων.

Δ.4.1. Προστασία έναντι του διοικητικού συμβουλίου

Όπως επισημάνθηκε στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας, οι εταιρικοί διοικητές είναι επιφορτισμένοι με τη διαχείριση ξένης περιουσίας, της περιουσίας των μετόχων, υπό την έννοια της γενικής διαχείρισης αλλά και της διεύθυνσης της εταιρείας κατά τα ανωτέρω, προς επιδίωξη του εταιρικού συμφέροντος, το οποίο νοείται ως το υπερατομικευμένο συμφέρον των μετόχων για αύξηση της μετοχικής αξίας. Δεδομένου δε του κινδύνου η δράση τους ως διαχειριστών ξένων συμφερόντων να μην κατευθύνεται πάντα προς τον σκοπό επιδίωξης του εταιρικού συμφέροντος («agency theory»), καθιερώνεται εκ του νόμου η υποχρέωση εκ μέρους τους επιμελούς διαχείρισης (άρθρο 96 ν.4548/2018), η οποία εξειδικεύεται σε υποχρέωση νόμιμης δράσης με μέτρο την επιμέλεια του συνετού επιχειρηματία και σε υποχρέωση ελέγχου της λειτουργίας της εταιρείας¹⁸⁶, καθώς και η υποχρέωση πίστης των μελών του διοικητικού συμβουλίου (άρθρο 97 ν. 4548/2018), σύμφωνα με την οποία θα πρέπει να επιδιώκουν με τον πλέον επωφελή τρόπο το εταιρικό συμφέρον παραλείποντας κάθε βλαπτική αυτού ενέργεια, αλλά και προτάσσοντας το σε περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων¹⁸⁷. Η παράβαση αυτών των υποχρεώσεων επισύρει ευθύνες στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου εφόσον προκλήθηκε ζημία στην εταιρεία, εκτός αν αποδειχθεί ότι επέδειξαν την επιμέλεια του μέσου συνετού επιχειρηματία που δραστηριοποιείται

¹⁸⁴ Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 77 αρ. 6.

¹⁸⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 525.

¹⁸⁶ Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 96 αρ. 3, 4, 5.

¹⁸⁷ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 300.

σε παρόμοιες συνθήκες ή ότι στηρίχθηκαν σε σύννομη απόφαση της γενικής συνέλευσης ή ότι επρόκειτο για εύλογη επιχειρηματική απόφαση, την οποία έλαβαν με καλή πίστη, έχοντας επαρκή πληροφόρηση και αποκλειστικά προς εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος (άρθρο 102 ν. 4548/2018).

Οι εταιρικοί διοικητές φέρουν τις ανωτέρω υποχρεώσεις έναντι του νομικού προσώπου της ανώνυμης εταιρείας, το συμφέρον της οποίας οφείλουν να επιδιώκουν και η οποία θα είναι φορέας της σχετικής αξίωσης προς αποζημίωση σε περίπτωση πρόκλησης ζημίας σε βάρος της από παράβαση αυτών των υποχρεώσεων εκ μέρους των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Η αντανακλαστική ζημία που υφίστανται οι μέτοχοι αλλά κι οι εταιρικοί δανειστές από τη ζημία της εταιρικής περιουσίας, οι πρώτοι λόγω μείωσης της αξίας των μετοχών αλλά και του μερίσματος που θα λάβουν και οι δεύτεροι λόγω μείωσης της υπέγγυας σε αυτούς περιουσίας, αποκαθίσταται μέσω άσκησης της εταιρικής αγωγής προς αποκατάσταση της ζημίας της εταιρικής περιουσίας. Επομένως, αμφότεροι δε φέρουν σχετική αξίωση αποζημίωσης έναντι των εταιρικών διοικητών για αποκατάσταση της «έμμεσης» ζημίας που υφίστανται και άρα δεν μπορούν να ασκήσουν σχετική αγωγή¹⁸⁸. Ωστόσο, παρά την κατ' αρχήν μη αναγνώριση αξίωσης στους μετόχους για αποκατάσταση της ανωτέρω «έμμεσης» ζημίας τους, η νομολογία έχει προχωρήσει στην αναγνώριση στο πρόσωπο τους αξίωσης προς αποζημίωση κατά των εταιρικών διοικητών, κρίνοντας πως η μείωση ή η εκμηδένιση της αξίας των μετοχών αποτελεί «επέμβαση στην υπόσταση του μετοχικού δικαιώματος» εκ μέρους των τελευταίων, κάτι που συνιστά αυτοτελή αδικοπραξία κατά των μετόχων¹⁸⁹. Επιπλέον, τόσο οι εταιρικοί δανειστές όσο και οι μέτοχοι μπορούν σε κάθε περίπτωση να αξιώσουν την αποκατάσταση της άμεσης ζημίας, που τυχόν υφίστανται από πράξεις των εταιρικών διοικητών, σύμφωνα με τις διατάξεις περί αδικοπρακτικής ευθύνης (άρθρο 107 ν. 4548/2018). Ειδικά όσον αφορά στους μετόχους, άμεση ζημία ενδέχεται να υφίστανται σε περίπτωση προσβολής των μετοχικών δικαιωμάτων τους, όπως για παράδειγμα σε περίπτωση παράνομου αποκλεισμού του δικαιώματος προτίμησης με αποτέλεσμα την απίσχναση της συμμετοχής τους στην εταιρεία.

Δεδομένων των ανωτέρω «καθιερωμένων» υποχρεώσεων και περιπτώσεων δημιουργίας ευθύνης των εταιρικών διοικητών, προκύπτει ο προβληματισμός του πως μπορούν ή δεν μπορούν να προστατευθούν και οι δικαιούχοι των εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών απέναντι τους. Είναι προφανές πως μόνο με βάση τις ανωτέρω ρυθμίσεις του εταιρικού δικαίου δεν στοιχειοθετείται υποχρέωση των εταιρικών διοικητών να επιδιώκουν τα οικονομικά συμφέροντα των δικαιούχων των τίτλων, όπως αντίστοιχα οφείλουν να επιδιώκουν το εταιρικό συμφέρον, κατά συνέπεια δε, δεν στοιχειοθετείται ούτε η δημιουργία ευθύνης τους σε περίπτωση ζημίας των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων από πράξεις διαχείρισης. Επιπλέον, δεδομένου ότι οι ανωτέρω δύο κύριες υποχρεώσεις των εταιρικών διοικητών υφίστανται απέναντι στο νομικό πρόσωπο της ανώνυμης εταιρείας και όχι απέναντι στους μετόχους, δε θα μπορούσε σίγουρα να υποστηριχθεί ότι υφίσταται υποχρέωση πίστης και επιμελούς διαχείρισης έναντι των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων. Ωστόσο, επισημάνθηκε πολλές φορές έως τώρα πως φαντάζει λογικά αδύνατον οι εταιρικοί διοικητές να μην λαμβάνουν υπ' όψιν το γεγονός πως οι δικαιούχοι των τίτλων, όσο ακόμη αποτελούν εν δυνάμει μέτοχοι, έχουν τη δυνατότητα να «αυτοκαταστούν» μέτοχοι της εταιρείας στο μέλλον, φέροντας δικαίωμα προσδοκίας προς τούτο και άρα άξια προστασίας οικονομικά συμφέροντα ήδη σε αυτό το στάδιο, αφού το αν θα καταστούν ή όχι μέτοχοι (ή το αν

¹⁸⁸ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 342.

¹⁸⁹ Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 102 αρ. 6, Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 350.

θα διαθέσουν περαιτέρω του τίτλους) εξαρτάται από το πως θα μεταβληθεί η αξία των υποκείμενων μετοχών.

Κατόπιν των ανωτέρω, νόμιμη βάση για την αποδοχή ορισμένων έστω υποχρεώσεων των εταιρικών διοικητών έναντι των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων είναι δυνατόν να αποτελέσει μόνο η αρχή της καλής πίστης (ΑΚ 288), η οποία ανάγεται σε ρυθμιστή οποιασδήποτε συναλλακτικής σχέσης¹⁹⁰. Η καλή πίστη, νοούμενη ως *η ευθύτητα και η εντιμότητα στις συναλλαγές*, διαπνέει νόμιμες και συμβατικές ενοχικές σχέσεις, ενοχικές σχέσεις εν ευρεία έννοια, αλλά και κάθε άλλη σχέση μεταξύ προσώπων είτε υπάρχει είτε δεν υπάρχει μεταξύ τους κάποιος ιδιαίτερος (νομικός) δεσμός¹⁹¹. Επιπλέον, η γενική αρχή της καλής πίστης και των χρηστών ηθών σε συνδυασμό με την απαγόρευση καταχρηστικής άσκησης δικαιώματος (ΑΚ 281), ειδικά στην περίπτωση όπου δεν υφίσταται κάποιος ιδιαίτερος νομικός δεσμός, επιβάλλουν μία *γενική υποχρέωση ασφάλειας και προστασίας των άλλων*, την οποία φέρει κάθε πρόσωπο που αναπτύσσει δράση σε οποιονδήποτε τομέα στην κοινωνία απέναντι στους «συγκοινωνούς» του. Η παράβαση αυτής της γενικής υποχρέωσης εμπίπτει στην έννοια του «παρανόμου» κι έτσι είναι δυνατόν να δημιουργήσει αδικοπρακτική ευθύνη προς αποζημίωση κατά τις διατάξεις των άρθρων 914 επ. ΑΚ¹⁹².

Αυτή η γενική υποχρέωση προστασίας και επιμέλειας των συμφερόντων των τρίτων είναι δυνατόν να αποτελέσει κι εν προκειμένω το έρεισμα για την αναγνώριση υποχρέωσης στο πρόσωπο των εταιρικών διοικητών να λαμβάνουν υπ' όψιν τα συμφέροντα των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων κατά τη δράση τους. Οι τελευταίοι συνδέονται με σύμβαση με την εκδότρια εταιρεία, η οποία ορίζει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις αμφοτέρων των μερών, επομένως δεν πρόκειται καν για οποιουσδήποτε τρίτους. Πρόκειται για συναλλασσόμενους με την εταιρεία, οι οποίοι μάλιστα βρίσκονται σε ισχυρότερη θέση και φέρουν ιδιαίτερα αυξημένα οικονομικά συμφέροντα σε σχέση με λοιπούς συναλλασσόμενους αυτής, δεδομένου του δικαιώματος προαίρεσης απόκτησης μετοχών που έχουν. Επομένως, οι εταιρικοί διοικητές, ως όργανο της εταιρείας που εκφράζει τη βούληση της, οφείλουν κατά τη λήψη αποφάσεων και την διενέργεια υλικών ενεργειών να φροντίζουν να μην θίγουν τα συμφέροντα των δικαιούχων, αλλά να επιδεικνύουν τη δέουσα επιμέλεια για την κατά το δυνατόν προστασία τους και μάλιστα ανεξαρτήτως της εκ μέρους της εταιρείας τήρησης των συμβατικών της υποχρεώσεων, αφού η απορρέουσα από την καλή πίστη υποχρέωση ασφάλειας και προστασίας των άλλων είναι κάτι διάφορο (ή/και περισσότερο) σε σχέση με τις τυχόν υφιστάμενες συμβατικές υποχρεώσεις μεταξύ των μερών.

Ωστόσο, η αναγνώριση υποχρέωσης πρόνοιας στο πρόσωπο των εταιρικών διοικητών κι εντεύθεν η δημιουργία ευθύνης τους προς αποζημίωση (κατά τα 914 επ. ΑΚ) των δικαιούχων των εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών σε περίπτωση παράβασης της και πρόκλησης σε αυτούς άμεσης ζημίας, φτάνει έως ένα σημείο. Το σημείο αυτό ορίζεται από το εταιρικό συμφέρον. Προκειμένου να θεμελιωθεί παράβαση της υποχρέωσης πρόνοιας εκ μέρους των εταιρικών διοικητών, θα πρέπει η δράση τους ταυτόχρονα να θίγει τα συμφέροντα των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων αλλά και να μην εξυπηρετεί το εταιρικό συμφέρον, να μη μπορεί δηλαδή να «δικαιολογηθεί» η τυχόν βλάβη των συμφερόντων των δικαιούχων με πρόσχημα την εξυπηρέτηση του εταιρικού

¹⁹⁰ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 500 επ.

¹⁹¹ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 2018, 227, 256 επ.

¹⁹² Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 2018, 963 επ.

συμφέροντος¹⁹³. Ακόμη και στην περίπτωση που το όφελος που προκύπτει για την εταιρεία παρουσιάζεται πολύ μικρότερο συγκριτικά με την τυχόν βλάβη που υφίστανται οι δικαιούχοι των τίτλων, και πάλι δεν φαίνεται να μπορεί να γίνει λόγος για εκ μέρους των εταιρικών διοικητών παράβαση της υποχρέωσης πρόνοιας, ενώ σχεδόν σίγουρα, ακόμη και αν γίνει δεκτή η ύπαρξη παράβασης, δε θα μπορεί να αξιωθεί αποζημίωση από τους δικαιούχους καθώς η ζημία τους εν προκειμένω μπορεί να θεωρηθεί «έμμεση»¹⁹⁴, η οποία όπως επισημάνθηκε ανωτέρω δεν αποκαθίσταται αυτοτελώς ούτε σε περίπτωση που ζημιωθέντες είναι οι μέτοχοι και οι εταιρικοί δανειστές.

Δ.4.2. Προστασία έναντι των μετόχων

Οι «οικονομικοί ιδιοκτήτες» της εταιρείας φέρουν τα περιουσιακά και διοικητικά δικαιώματα που συνεπάγεται η ίδρυση της μετοχικής σχέσης, ενώ κατ' αρχήν δε φέρουν καμία υποχρέωση έναντι της εταιρείας, των λοιπών μετόχων και των εταιρικών δανειστών. Αυτή είναι μία από τις βασικές αρχές που διέπουν τη μετοχική σχέση και είναι σύμφυτη με τον κεφαλαιουχικό χαρακτήρα της ανώνυμης εταιρείας («αρχή της έλλειψης υποχρεώσεων»)¹⁹⁵, λειτουργεί δε ως σημαντικό κίνητρο για την απόφαση συμμετοχής στο επιχειρηματικό εγχείρημα. Ωστόσο, είναι δυνατόν οι κυριαρχούντες μέτοχοι, μέσω του ποσοστού που κατέχουν κι εντεύθεν του επηρεασμού των αποφάσεων της γενικής συνέλευσης, αλλά και μέσω της επιρροής που ασκούν στους εταιρικούς διοικητές να δρουν αποκλειστικά προς εξυπηρέτηση του ατομικού τους συμφέροντος βλάπτοντας τα συμφέροντα των λοιπών μετόχων αλλά και το εταιρικό συμφέρον. Αυτό έχει οδηγήσει στην αναγνώριση «υποχρέωσης πίστης» στο πρόσωπο τους, την οποία φέρουν έναντι της εταιρείας και των λοιπών μετόχων και ο βαθμός έντασης της οποίας, σύμφωνα με μία άποψη, είναι μεν ανάλογος του προσωποπαγούς χαρακτήρα της εταιρείας, κυρίως όμως της επιρροής που έχει ο κάθε μέτοχος σε αυτή¹⁹⁶. Σύμφωνα με την υποχρέωση πίστης, οι κυρίαρχοι μέτοχοι απαγορεύεται να ασκούν καταχρηστικά τα μετοχικά τους δικαιώματα (ΑΚ 281), δηλαδή αποκλειστικά προς ίδιον όφελος ασχέτως της τυχόν βλάβης που προκαλείται στο εταιρικό συμφέρον και στα συμφέροντα των λοιπών μετόχων, ενώ επίσης απαγορεύεται να εκμεταλλεύονται την επιρροή τους στους εταιρικούς διοικητές προς τον ίδιο ως άνω σκοπό¹⁹⁷. Σε περίπτωση, λοιπόν, που ελέγχοντες (κυρίαρχοι) μέτοχοι υποπέσουν σε ένα εκ των ανωτέρω «παραπτώματα» και προκληθεί ζημία εις βάρος της εταιρείας ή λοιπών μετόχων, ευθύνονται σε αποζημίωση με βάση τις διατάξεις για την αδικοπρακτική ευθύνη (ΑΚ 914 επ.)¹⁹⁸.

Κι εν προκειμένω, δε φαίνεται να είναι δυνατόν να ενταχθούν οι δικαιούχοι των μελετώμενων τίτλων στο ανωτέρω «σχήμα» ευθύνης, που εξαιρετικά αναγνωρίζεται στους μετόχους της ανώνυμης εταιρείας. Το να αναγνωριστεί υποχρέωση πίστης των μετόχων κι έναντι των δικαιούχων των εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών θα σήμαινε ίση μεταχείριση των

¹⁹³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 501, 502.

¹⁹⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 502.

¹⁹⁵ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 2019, 378.

¹⁹⁶ Τριανταφυλλάκη, Ευθύνη μετόχου ασκούντος επιρροή στη διοίκηση ανωνύμου εταιρίας, εις Σύγχρονα ζητήματα εταιρικής ευθύνης, 2003, 303.

¹⁹⁷ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 2019, 388 επ.

¹⁹⁸ Σε περίπτωση επηρεασμού της διοίκησης κι ενέργειας της τελευταίας από την οποία προκλήθηκε έμμεση ζημία στους μετόχους (από τη ζημία της εταιρικής περιουσίας), θα πρέπει να ασκηθεί η εταιρική αγωγή, ενώ σε περίπτωση άμεσης ζημίας τους μπορούν να στραφούν αυτοτελώς τόσο κατά των μελών του διοικητικού συμβουλίου όσο και κατά του υπεύθυνου μετόχου, βλ. αναλυτικά Τριανταφυλλάκη, Ευθύνη μετόχου ασκούντος επιρροή στη διοίκηση ανωνύμου εταιρίας, εις Σύγχρονα ζητήματα εταιρικής ευθύνης, 2003, 305 επ.

τελευταίων με τους λοιπούς – μη ασκούντες επιρροή – μετόχους της εταιρείας, αφού έτσι θα είχαν τις ίδιες αξιώσεις έναντι των κυριαρχούντων μετόχων σχετικά με την τυχόν βλάβη των συμφερόντων τους. Ωστόσο, επισημάνθηκε και προηγουμένως πως οι μέτοχοι της ανώνυμης εταιρείας είναι φορείς δικαιωμάτων ένεκα της οικονομικής τους συμμετοχής σε αυτήν αλλά και του κινδύνου που αναλαμβάνουν, επομένως δεν είναι δυνατόν να εξομοιωθούν μαζί τους οι δικαιούχοι των τίτλων και να φέρουν τα δικαιώματα τους ενόσω ακόμη δεν έχουν ασκήσει το ενσωματωμένο στους τίτλους δικαίωμα προαίρεσης. Κατά συνέπεια, δεν είναι και αποδέκτες της υποχρέωσης πίστης που φέρουν οι κυρίαρχοι μέτοχοι κατά τα άνω.

Τη νόμιμη βάση για την κατάφαση ευθύνης των μετόχων έναντι των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων θα αποτελέσει κι εν προκειμένω η αρχή της καλής πίστης και των χρηστών ηθών σε συνδυασμό με την απαγόρευση καταχρηστικής άσκησης δικαιώματος (ΑΚ 288, 281) και η εξ αυτών απορρέουσα για κάθε πρόσωπο γενική υποχρέωση πρόνοιας και προστασίας των συμφερόντων των άλλων, συναλλασσόμενων μαζί του ή μη. Έχουν λοιπόν και οι μέτοχοι αυτήν την υποχρέωση γενικά απέναντι στους συναλλασσόμενους της ανώνυμης εταιρείας. Έτσι, την έχουν και απέναντι στους δικαιούχους των μελετώμενων τίτλων, που σημαίνει ότι κατά τη λήψη αποφάσεων θα πρέπει να συνεκτιμούν τα συμφέροντα τους, όπως αυτά διαμορφώνονται κατά το χρονικό διάστημα που αποτελούν εν δυνάμει μετόχους και να μην τα βλάπτουν. Σε περίπτωση επιζήμιας για τους δικαιούχους των τίτλων ενέργειας τους κατά παράβαση αυτής της υποχρέωσης τους, εφόσον ενήργησαν δολίως ή πάντως όχι προς εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος, γίνεται δεκτό πως δημιουργείται ευθύνη τους προς αποζημίωση κατά τις διατάξεις για την αδικοπρακτική ευθύνη (ΑΚ 914 επ.)¹⁹⁹, όπως αντίστοιχα ισχύει και στην περίπτωση ευθύνης των εταιρικών διοικητών. Επιπλέον, υποστηρίζεται πως εν προκειμένω θα ήταν σκόπιμο να αναγνωριστεί στους δικαιούχους των τίτλων και το δικαίωμα να ζητήσουν, εφόσον συντρέχει τέτοια περίπτωση, την ακύρωση των σχετικών, βλαπτικών των συμφερόντων τους αποφάσεων της γενικής συνέλευσης ως καταχρηστικών. Παρά το ότι σύμφωνα με το άρθρο 137 παρ. 3 ν. 4548/2018 το σχετικό δικαίωμα αναγνωρίζεται μόνο στους μετόχους και στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, θα ήταν σκόπιμο να αναγνωριστεί και στους δικαιούχους υπό την ιδιότητα τους ως εν δυνάμει μετόχους κι εφόσον πάντως η συμμετοχή που δύνανται να έχουν μελλοντικά στο κεφάλαιο της εταιρείας ανέρχεται κατ' ελάχιστον σε 2/100, προκειμένου να καταστεί αποτελεσματικότερη η προστασία τους²⁰⁰.

Δ.4.3. Προστασία μέσω της σύμβασης των τίτλων

Ακόμη και με την «κατασκευή» της καλής πίστης η προστασία που δύνανται να απολαύσουν οι δικαιούχοι των μελετώμενων τίτλων, ιδίως έναντι του διοικητικού συμβουλίου, δεν είναι η πληρέστερη. Αυτό καθώς με δεδομένη την «αντιπαλότητα» που θα υπάρχει πάντα με το εταιρικό συμφέρον αλλά και τη γενική ανασφάλεια που ενυπάρχει στον προτεινόμενο προστατευτικό μηχανισμό λόγω της θεμελίωσης της ευθύνης και των εντεύθεν αξιώσεων μέσω μίας γενικής αρχής και όχι μέσω ρητών νομοθετικών διατάξεων, όπως συμβαίνει στην περίπτωση που θίγονται τα συμφέροντα των μετόχων, οι τελευταίοι παραμένουν σε θέση ισχυρότερη αυτής των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων. Ακόμη και τα συμφέροντα των εταιρικών δανειστών φαίνεται να συνεχίζουν να είναι σε προτεραιότητα σε σχέση με τα συμφέροντα των τελευταίων.

¹⁹⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 529 επ.

²⁰⁰ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 530.

Αποτελεσματικότερη προστασία είναι δυνατόν να εξασφαλίσουν οι δικαιούχοι μόνο μέσω της σύμβασης των τίτλων. Χάρη στην αρχή της ιδιωτικής αυτονομίας και στην απορρέουσα από αυτή συμβατική ελευθερία (ΑΚ 361) που διέπει το ιδιωτικό δίκαιο, δικαιούχοι και εκδότες εταιρείας (μέσω των εταιρικών διοικητών) είναι ελεύθεροι να συμπεριλάβουν οποιονδήποτε όρο επιθυμούν να διέπει και να ρυθμίζει τη μεταξύ τους σχέση, εφόσον βέβαια επέλθει σύμπτωση των δηλώσεων βουλήσεως τους ως προς την συμπερίληψη του στη σύμβαση των τίτλων. Κρίσιμο επομένως είναι εν προκειμένω το να συμφωνήσει εξ αρχής η εταιρεία να εισαχθούν στη σύμβαση όροι προς όφελος των δικαιούχων, που θα τη δεσμεύουν. Σε περίπτωση που αυτό καταστεί δυνατόν, ήδη από το πρώιμο στάδιο σύναψης της σύμβασης των τίτλων οι δικαιούχοι τους μπορούν να εξασφαλίσουν την προνομιακή τους θέση στο εσωτερικό της ανώνυμης εταιρείας, μέσω των κατάλληλων συμβατικών ρυθμίσεων που θα «αναγκάζουν» τους εταιρικές διοικητές (και τους μετόχους) να λαμβάνουν υπ' όψιν τα συμφέροντα τους ίσως ακόμη και να τα προτάσσουν, κατά την ανάπτυξη της δράσης τους. Αυτό μπορεί να συμβεί μέσω θέσπισης συμβατικών όρων που θα εισάγουν είτε υποχρεώσεις της εταιρείας προς τον σκοπό προάσπισης των συμφερόντων των δικαιούχων είτε περιορισμούς όσον αφορά στην λήψη αποφάσεων ή στην επιχείρηση κάποιων συγκεκριμένων ενεργειών, που είναι πιθανόν να ζημιώσουν τους δικαιούχους των τίτλων. Σε κάθε περίπτωση, απώτερος σκοπός θα είναι σίγουρα η αποφυγή μείωσης της αξίας των εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών (ίσως και η προσπάθεια αύξησης αυτής), κίνδυνο τον οποίο ενέχουν αρκετές εταιρικές αποφάσεις κι ενέργειες όταν λαμβάνονται χωρίς να ληφθούν υπ' όψιν τα συμφέροντα των δικαιούχων, όπως καταδείχθηκε ανωτέρω στο πλαίσιο ανάπτυξης των πεδίων εκδήλωσης συγκρούσεων συμφερόντων στο εσωτερικό της ανώνυμης εταιρείας.

Μέσω συμπερίληψης όρων «προστατευτικών» των δικαιούχων στη σύμβαση των τίτλων η εταιρεία δεσμεύεται πλέον ενοχικά σε τήρηση τους κι έτσι σε περίπτωση που η δράση των οργάνων της παραβιάζει τους όρους αυτούς θα φέρει αστική ευθύνη έναντι των δικαιούχων των τίτλων για παράβαση των συμβατικών της υποχρεώσεων, κατά τα προβλεπόμενα στη σύμβαση (π.χ. ευθύνη προς αποζημίωση σε περίπτωση πρόκλησης ζημίας ή/και κατάπτωση ποινικής ρήτρας, λύση της σύμβασης και καταβολή χρηματικού ανταλλάγματος κ.α.)²⁰¹. Αυτό το ενδεχόμενο, να δημιουργηθεί ευθύνη της εταιρείας απέναντι στους δικαιούχους των τίτλων κι έτσι να κινδυνεύσει να ζημιωθεί και η εταιρική περιουσία, αναγκάζει τους εταιρικούς διοικητές να συνυπολογίζουν πλέον εκτός των μετόχων και των εταιρικών δανειστών και τα συμφέροντα των δικαιούχων των τίτλων κατά τη διαχείριση της εταιρείας. Σε αυτήν ακριβώς την «εκφοβιστική» λειτουργία αναδεικνύεται κυρίως ο σημαντικός ρόλος που μπορεί να διαδραματίσει η σύμβαση των τίτλων και όχι τόσο στη λειτουργία της ως μίας νομικά δεσμευτικής συμφωνίας, την οποία θεωρητικά η εταιρεία θα εφαρμόζει με απόλυτη συνέπεια κι απαρέγκλιτα, αφού ελλείψει ειδικής νομοθετικής ρύθμισης η παρέκκλιση από τη συμφωνία είναι δυνατή έως έναν βαθμό²⁰².

Σχετικά τώρα με συγκεκριμένες προβλέψεις που θα μπορούσαν να αποτελέσουν περιεχόμενο της σύμβασης των τίτλων κτήσης μετοχών προς επιδίωξη του ανωτέρω προστατευτικού σκοπού, αυτές μπορούν να είναι ποικίλου περιεχομένου, είτε υπό τη μορφή απαγορεύσεων είτε υπό τη μορφή θετικών υποχρεώσεων. Ενδεικτικά, αναφορικά με τις «επικίνδυνες» εταιρικές αποφάσεις που σχετίζονται με την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας, είναι δυνατόν να συμφωνηθεί από τα μέρη πως απαγορεύεται μέχρι την πάροδο της αποσβεστικής προθεσμίας για την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης να προβεί η εταιρεία σε αύξηση

²⁰¹ Βλ. κατωτ. υπό Ζ.2.

²⁰² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 508.

κεφαλαίου ή σε νέα έκδοση τίτλων ή μετατρέψιμων ομολογιών, πως αν πάντως πράξει τούτο θα υποχρεούται σε αποζημίωση των δικαιούχων, λόγω της ζημίας που υφίστανται από την απίσχναση της συμμετοχής που δύνανται να έχουν μελλοντικά στην εταιρεία και από τη μείωση της αξίας των τίτλων, ενώ είναι δυνατόν να προβλεφθεί ότι θα καταπίπτει επιπλέον και ποινική ρήτρα. Επίσης, μπορεί να συνομολογηθεί όρος στη σύμβαση σύμφωνα με τον οποίο σε περίπτωση μεταβολής του κεφαλαίου κατά τα άνω οι δικαιούχοι θα έχουν το δικαίωμα «πρόωρης» άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης που ενσωματώνεται στους τίτλους, θα έχουν δηλαδή τη δυνατότητα να καταστούν μέτοχοι πριν λάβει χώρα π.χ. η αύξηση κεφαλαίου με σκοπό να ασκήσουν μετέπειτα το δικαίωμα προτίμησης τους σε αυτή κι έτσι να διατηρήσουν το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρεία, ενώ ακόμη μπορεί να συμφωνηθεί πως θα επέρχεται αυτόματη αναπροσαρμογή των οικονομικών όρων του δικαιώματος προαίρεσης βάσει ενός ορισμένου μοντέλου υπολογισμού, ώστε να εξασφαλίζεται η σταθερότητα της οικονομικής αξίας της επένδυσης που πραγματοποίησαν στους τίτλους²⁰³. Όσον αφορά δε στις αποφάσεις εταιρικών μετασχηματισμών, οι δικαιούχοι μπορούν να προστατέψουν και να ενισχύσουν τη θέση τους, ενδεικτικά, θέτοντας στη σύμβαση όρο σύμφωνα με τον οποίο θα έχουν και πάλι δικαίωμα πρόωρης, π.χ. πριν την σύνταξη του σχεδίου σύμβασης συγχώνευσης από το διοικητικό συμβούλιο, άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης ή ακόμη και δικαίωμα μετατροπής του δικαιώματος προαίρεσης σε χρηματική αξίωση κατά της εταιρείας ώστε να «απεγκλωβιστούν» από τη σύμβαση η οποία έτσι θα λύεται, αλλά να μην χάσουν την επένδυση τους, ενώ είναι δυνατόν να συμφωνηθεί και δικαίωμα εξαγοράς των τίτλων από την εταιρεία πριν την υλοποίηση του μετασχηματισμού²⁰⁴.

Κατόπιν των ανωτέρω, γίνεται εμφανές πως η σύμβαση των τίτλων μπορεί να αναχθεί σε πολύ σημαντικό εργαλείο ενίσχυσης της θέσης των δικαιούχων των μελετώμενων τίτλων και προστασίας τους από «αυθαιρεσίες» του διοικητικού οργάνου της εκδότριας εταιρείας, αρκεί όπως προαναφέρθηκε να καταστεί εφικτό να συμπεριληφθούν εξ αρχής σχετικοί όροι στη σύμβαση.

B' ΜΕΡΟΣ

Κατόπιν προσέγγισης των τίτλων στο Α' Μέρος από την οπτική της χρηματοδοτικής τους λειτουργίας κι επισήμανσης των χαρακτηριστικών και των συνεπειών της υβριδικής τους «φύσης», ακολουθεί συνοπτική εξέταση των ζητημάτων που άπτονται της διαδικασίας έκδοσης τους από την ανώνυμη εταιρεία και της άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος από τον δικαιούχο, όπως αυτά ρυθμίζονται και νομοθετικά, αλλά και μία προσέγγιση της σύμβασης των τίτλων.

²⁰³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 538 επ.

²⁰⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 591 επ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε: Βασικά ζητήματα της έκδοσης των τίτλων κτήσης μετοχών (άρθρο 56 ν. 4548/2018)

Ε.1. Γενικά περί της έκδοσης των τίτλων

Αναφέρθηκε στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας πως οι διατάξεις των άρθρων 56 έως 58 του ν. 4548/2018 αφορούν τους εταιρικούς τίτλους κτήσης μετοχών και δη τη βασική μορφή αυτών, όπου αντικείμενο του δικαιώματος προαίρεσης αποτελούν νέες μετοχές της εταιρείας, που εκδίδονται κατόπιν αύξησης κεφαλαίου²⁰⁵. Όσον αφορά, λοιπόν, στην έκδοση αυτών των τίτλων κτήσης μετοχών που είναι κατά ρητή νομοθετική επιταγή πάντα ονομαστικοί, το άρθρο 56 παρ. 1 εδ. α' ν. 4548/2018 ορίζει πως «Η γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίζει με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία την έκδοση τίτλων που παρέχουν στους δικαιούχους το διαπλαστικό δικαίωμα απόκτησης μετοχών που εκδίδονται από την εταιρεία (τίτλοι κτήσης μετοχών)», ενώ σύμφωνα με την παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου «Η γενική συνέλευση με απόφασή της, που λαμβάνεται με απλή απαρτία και πλειοψηφία, καθώς και το διοικητικό συμβούλιο μπορούν να αποφασίζουν την έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών με τις προϋποθέσεις και μέσα στα όρια των παραγράφων 1 και 2 του άρθρου 24. Η παράγραφος 5 του άρθρου 24 εφαρμόζεται αναλόγως». Εκ των ανωτέρω νομοθετικών προβλέψεων συνάγεται ότι η έκδοση των τίτλων μπορεί να είναι τακτική (παρ. 1), να αποφασίζεται δηλαδή από την καταστατική γενική συνέλευση ή έκτακτη (παρ. 2), να αποφασίζεται δηλαδή από τη συνήθη γενική συνέλευση ή το διοικητικό συμβούλιο, κατά τα ισχύοντα και για την τακτική κι έκτακτη αύξηση κεφαλαίου σύμφωνα με τα άρθρο 23 και 24 ν. 4548/2018.

Περαιτέρω, λόγω της ομοιότητας που παρουσιάζει η έκδοση των τίτλων με την αύξηση κεφαλαίου δεδομένου ότι η πρώτη αναμένεται να οδηγήσει σε μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου, λόγω των ενσωματωμένων στους τίτλους δικαιωμάτων προαίρεσης για απόκτηση νέων μετοχών, αποτελώντας έτσι η ίδια «αύξηση κεφαλαίου υπό αίρεση», προκρίνεται η αναλογική εφαρμογή των διατάξεων του ν. 4548/2018 για την αύξηση κεφαλαίου σε πολλά αρρυθμιστα εκ του νόμου ζητήματα της έκδοσης των τίτλων κτήσης μετοχών, προκειμένου να καλυφθούν τα σχετικά κενά²⁰⁶. Εν όψει δε της ομοιότητας αυτής και της αντίστοιχης με την αύξηση κεφαλαίου καίριας σημασίας που έχει η απόφαση έκδοσης των τίτλων για τους υφιστάμενους μετόχους, λόγω της πιθανής μελλοντικής μείωσης του ποσοστού συμμετοχής τους στην εταιρεία κατόπιν ασκήσεως των δικαιωμάτων προαίρεσης και των εν συνεχεία αναγκαίων αυξήσεων κεφαλαίου, προβλέπονται ρητά στον νόμο κάποιες περιπτώσεις αναλογικής εφαρμογής προστατευτικών των μετόχων διατάξεων που αφορούν στην αύξηση κεφαλαίου. Έτσι, προβλέπεται στο άρθρο 56 παρ. 4 ν. 4548/2018 ότι αν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετόχων εφαρμόζονται αναλόγως οι παράγραφοι 3 και 4 του άρθρου 25 του νόμου περί αναγκαίας έγκρισης αυτών για την τακτική ή έκτακτη έκδοση των τίτλων, ενώ ακόμη στην παρ. 5 του άρθρου 56 ορίζεται πως εφαρμόζονται αναλόγως και οι διατάξεις για τη δημοσιότητα της απόφασης για την αύξηση του κεφαλαίου, η οποία δημοσιότητα αφορά τόσο στην τακτική όσο και στην έκτακτη έκδοση τίτλων, ενώ περιλαμβάνει και τους όρους έκδοσης των τίτλων κτήσης μετοχών, ώστε να παρέχεται πλήρης

²⁰⁵ Σύμφωνα με τη διάταξη του εδ. α' της παρ. 3 του άρθρου 58 του ν. 4548/2018 «Με την άσκηση του δικαιώματος κτήσης μετοχών και την καταβολή του προβλεπόμενου στην παράγραφο 1 ποσού, σύμφωνα με τα παραπάνω, επέρχεται αύξηση του κεφαλαίου, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην απόφαση έκδοσης των τίτλων».

²⁰⁶ Σταμάτης, Η θεμελίωση των νομικών κρίσεων, 2009, 490 επ.

πληροφόρηση ως προς το ύψος της έκδοσης των τίτλων και τη μεταβολή που δύναται να υποστεί μελλοντικά το μετοχικό κεφάλαιο²⁰⁷.

Τέλος, εκτός της ανωτέρω αναλογικής εφαρμογής των διατάξεων του νόμου για την αύξηση κεφαλαίου, προβλέπεται ρητά στο άρθρο 56 παρ. 9 ν. 4548/2018 πως εφαρμόζονται επίσης αναλογικά οι διατάξεις των άρθρων 40 έως 43 του νόμου περί των ονομαστικών μετοχών και της μεταβίβασης τους. Έτσι, όσον αφορά σε περισσότερο «πρακτικά» ζητήματα που έπονται της έκδοσης των τίτλων, όταν πρόκειται για έγχαρτους τίτλους κτήσης μετοχών, παραδίδονται από την εκδότρια εταιρεία στον δικαιούχο οι τίτλοι που αυτός απέκτησε («απλοί» τίτλοι) ή ένας παραστατικός τίτλος στον οποίο όμως αναγράφεται το πόσους τίτλους κτήσης μετοχών αυτός ενσωματώνει («πολλαπλός» τίτλος). Στους τίτλους αναγράφονται επίσης τα στοιχεία του δικαιούχου τους και της εκδότριας, καθώς και πρόσθετοι όροι που αποτελούν και αντικείμενο ρύθμισης της σύμβασης των τίτλων. Επιπλέον, η εκδότρια εταιρεία τηρεί ένα «βιβλίο» (μητρώο) δικαιούχων, κατ' αντιστοιχία με το βιβλίο μετόχων του άρθρου 40 παρ. 2 ν. 4548/2018, όπου αναγράφονται τα στοιχεία όλων των δικαιούχων τίτλων κτήσης μετοχών που αυτή έχει εκδώσει καθώς και η κατηγορία και ο αριθμός των τίτλων που κατέχει ο καθένας. Βέβαια, σύμφωνα με το άρθρο 40 παρ. 4 ν. 4548/2018 το καταστατικό μπορεί να αποκλείει ή να περιορίζει την υποχρέωση της εταιρείας να εκδίδει τίτλους κτήσης μετοχών, περίπτωση κατά την οποία θα πρέπει όμως να προβλέπεται ο τρόπος απόδειξης της ιδιότητα του δικαιούχου, η οποία σε κάθε περίπτωση μπορεί να λάβει χώρα μέσω του ανωτέρω τηρούμενου βιβλίου. Αν πρόκειται δε για άυλους τίτλους κτήσης μετοχών, δεν υφίσταται μετά την έκδοσή τους παράδοση τους στον δικαιούχο παρά μόνο σχετική εγγραφή (καταχώρηση) του στο μητρώο του κεντρικού αποθετηρίου τίτλων, όπου τηρούνται λογιστικά οι τίτλοι.

E.2. Τακτική και έκτακτη έκδοση των τίτλων

E.2.1. Τακτική έκδοση

Η κατ' αρχήν αρμοδιότητα της γενικής συνέλευσης για την έκδοση των τίτλων θεμελιώνεται στην ιδιαίτερη σημασία που έχει ως εταιρική απόφαση. Όπως επισημάνθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, εν όψει της εξουσίας των δικαιούχων των τίτλων να «αυτοκαταστούν» μελλοντικά μέτοχοι της εταιρείας αποκτώντας νέες μετοχές της, αυτή αποτελεί μία «αύξηση κεφαλαίου υπό αίρεση», με αποτέλεσμα να επηρεάζει ουσιωδώς την κεφαλαιακή βάση της εταιρείας και άρα τα θεμέλια αυτής, όπως αντίστοιχα συμβαίνει και με την αύξηση κεφαλαίου. Για τον λόγο αυτό, λοιπόν, και ο νομοθέτης επέλεξε αντίστοιχη ρύθμιση όσον αφορά και στην απόφαση έκδοσης των μελετώμενων τίτλων. Στην τακτική έκδοση των τίτλων η γενική συνέλευση αποφασίζει με αυξημένα ποσοστά, σύμφωνα με τα άρθρα 119 παρ. 3, 130 παρ. 3 και 132 παρ. 2 ν. 4548/2018 (καταστατική γενική συνέλευση), ήτοι με απαρτία του ½ του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και με πλειοψηφία των 2/3 των ψήφων που εκπροσωπούνται στη συνέλευση²⁰⁸, ενώ ισχύουν κανονικά και οι λοιπές ρυθμίσεις του νόμου περί σύγκλησης, ψηφοφορίας στη συνέλευση, δυνατότητας λήψης αποφάσεων χωρίς συνεδρίαση κατά τα άρθρα 135 και 136 εφόσον η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη κ.λπ..

²⁰⁷ Βλ. κατωτ. υπό E.3. για το ύψος/μέγεθος της έκδοσης των τίτλων.

²⁰⁸ Είναι δυνατόν βάσει καταστατικής πρόβλεψης να απαιτούνται και μεγαλύτερα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας, βλ. άρθρο 130 παρ. 5 και 132 παρ. 3 του ν. 4548/2018.

Παρά το γεγονός ότι εν προκειμένω αποφασιστική αρμοδιότητα έχει η γενική συνέλευση, ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου παραμένει καίριος. Το διοικητικό συμβούλιο είναι επιφορτισμένο με τη *διοίκηση της εταιρείας, τη διαχείριση της περιουσίας της και την εν γένει επιδίωξη του σκοπού της*²⁰⁹, ενώ για κάθε ενέργεια του στο πλαίσιο των ανωτέρω οφείλει να τηρεί την υποχρέωση επιμελούς διαχείρισης, που έχει κατ' άρθρο 96 ν. 4548/2018. Συγκεκριμένα, γίνεται δεκτό ότι στην υποχρέωση διοίκησης της εταιρείας που υπέχει το διοικητικό συμβούλιο περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων η υποχρέωση για *προγραμματισμό της επιχειρηματικής πολιτικής* και για *χρηματοοικονομική διοίκηση* της εταιρείας, οι οποίες αφορούν επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις, την υποχρέωση διατήρησης της ρευστότητας της εταιρείας έως ένα σημείο αλλά και την υποχρέωση αναγνώρισης τυχόν ενδείξεων που επιβάλλουν κινήσεις «διάσωσης» της εταιρείας και δράσης προς αυτόν τον σκοπό²¹⁰. Επομένως, οι εταιρικοί διοικητές είναι αυτοί που πρωτίστως μπορούν αλλά και οφείλουν να διαγνώσουν την καλή ή κακή πορεία της εταιρείας, τις ανάγκες της και τις δυνατότητες που έχει προς εξυπηρέτηση αυτών των αναγκών, αλλά και να αξιολογήσουν ποια είναι τα κατάλληλα μέσα για την επιδίωξη ενός συγκεκριμένου στόχου σε κάθε περίπτωση ή τι πρέπει αντίστοιχα να αποφευχθεί, πάντα με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον.

Έτσι, αποφάσεις που αφορούν στη χρηματοδότηση της εταιρείας κι άρα συνδέονται άρρηκτα με την επιδίωξη του εταιρικού σκοπού ή ακόμη και με την πρόληψη της αφερεγγυότητας της, όπως η αύξηση κεφαλαίου και η έκδοση των τίτλων κτήσης μετοχών, είναι προφανές πως μπορεί να λαμβάνονται από τη γενική συνέλευση, αλλά την πρόταση για τη λήψη τους την εκάστοτε χρονική στιγμή και υπό τις συγκεκριμένες κάθε φορά συνθήκες, θα την έχει κάνει κατά κανόνα το διοικητικό συμβούλιο. Εκτός όμως της πρότασης, γίνεται δεκτό πως με βάση την υποχρέωση επιμελούς διαχείρισης το διοικητικό συμβούλιο έχει υποχρέωση να συμμετέχει ουσιαστικά στη λήψη αυτών των αποφάσεων, καθοδηγώντας και διαφωτίζοντας τους μετόχους ως προς την λήψη της ενδεδειγμένης κάθε φορά απόφασης που συμβαδίζει με το εταιρικό συμφέρον, ιδίως σε περιπτώσεις κατά τις οποίες η τρέχουσα κατάσταση της εταιρείας και οι διαφαινόμενες συνέπειες των διαθέσιμων επιλογών στην εταιρική περιουσία επιβάλλουν την υιοθέτηση ή αντίθετα την αποφυγή ορισμένων επιχειρηματικών επιλογών, κάτι που μόνο αυτό ως διαχειριστικό όργανο είναι κατά κανόνα σε θέση να γνωρίζει με πληρότητα και καλύτερα από οποιονδήποτε μέτοχο (σε εισηγμένες δε εταιρείες, το διοικητικό συμβούλιο υποχρεούται επιπλέον να υποβάλλει στη γενική συνέλευση έκθεση, κατά τα ισχύοντα για την αύξηση κεφαλαίου σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ. 1 ν. 3016/2002, αναλογικά εφαρμοζόμενου)²¹¹. Η παράβαση, λοιπόν, της κατά τα άνω υποχρέωσης «ουσιαστικής συμμετοχής» στη λήψη τέτοιων σημαντικών αποφάσεων για την εταιρεία είναι δυνατόν να οδηγήσει σε ευθύνη του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με το άρθρο 102 ν. 4548/2018, κάτι που καθιστά μεν υποχρεωτική την εκ μέρους του διοικητικού συμβουλίου «εκφορά» γνώμης, αλλά σε καμία περίπτωση δεν καθιστά την τελευταία δεσμευτική για τους μετόχους που θα λάβουν την τελική απόφαση.

Ιδίως όσον αφορά στην απόφαση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να εκφέρει αιτιολογημένη άποψη ως προς τη σκοπιμότητα ή μη της έκδοσης τους και να καταστήσει γνωστά τα πλεονεκτήματα ή τα μειονεκτήματα που η «σταδιακή» χρηματοδότηση μέσω αυτών μπορεί να έχει για την εταιρεία τη δεδομένη στιγμή, λαμβάνοντας

²⁰⁹ Βλ. άρθρο 86 παρ. 1 του ν. 4548/2018.

²¹⁰ Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 96 αρ. 31, 34.

²¹¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 214 επ.

υπ' όψιν την τρέχουσα οικονομική κατάσταση της εταιρείας και προβαίνοντας σε μία συγκριτική αξιολόγηση με τυχόν λοιπούς διαθέσιμους τρόπους χρηματοδότησης της²¹². Τυχόν συνέπειες που μπορεί να έχει η έκδοση των τίτλων στα συμφέροντα των μετόχων θα πρέπει επίσης να συνυπολογισθούν. Λόγω δε της ίδιας της λειτουργίας και των ιδιαίτερων οικονομικών χαρακτηριστικών των τίτλων χρειάζεται περισσότερη επιμέλεια κι έλεγχος εκ μέρους του διοικητικού συμβουλίου, συγκριτικά π.χ. με την αύξηση κεφαλαίου, όσον αφορά στον ορθό καθορισμό των βασικών όρων τους, έτσι ώστε αυτός να εξυπηρετεί την επίτευξη του εκάστοτε σκοπού²¹³. Οι βασικοί όροι των τίτλων, που εντάσσονται και στο ελάχιστο περιεχόμενο της εταιρικής απόφασης σύμφωνα με την παρ. 2 του άρθρου 56 ν. 4548/2018 και που θα πρέπει να καθορισθούν με ιδιαίτερη προσοχή προς αποφυγή δυσάρεστων αποτελεσμάτων και αντίστοιχα προς επιδίωξη του μέγιστου δυνατού οικονομικού οφέλους για την εταιρεία είναι ο πολλαπλασιαστής, δηλαδή το πόσες μετοχές θα μπορεί να αποκτήσει ο δικαιούχος με την άσκηση του ενσωματωμένου σε έναν τίτλο δικαιώματος, το είδος και η ονομαστική αξία των υποκείμενων αυτών μετοχών, το τίμημα για την απόκτηση των τίτλων αλλά και το τίμημα για την μεταγενέστερη απόκτηση των νέων μετοχών (τιμή άσκησης), καθώς και η αποσβεστική προθεσμία που θα οριστεί για την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης. Σημειωτέον δε ότι η αυξημένη αυτή επιμέλεια όσον αφορά στην απόφαση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών θα πρέπει να επιδεικνύεται γενικά από την εταιρεία σε κάθε περίπτωση έκδοσης τους, τακτικής ή έκτακτης, λόγω ακριβώς των ιδιαίτερων οικονομικών χαρακτηριστικών λειτουργίας τους, τα οποία απαιτούν τόσο νομική όσο και χρηματοοικονομική ανάλυση και τεκμηρίωση, ώστε να διαμορφωθούν με τον κατάλληλο τρόπο προς επίτευξη του εκάστοτε σκοπού της εταιρείας (είτε αυτός συνίσταται π.χ. στην μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της είτε στην αντιμετώπιση διαφαινόμενων οικονομικών δυσκολιών κ.α.) και προς αποφυγή ζημιών από τη λανθασμένη διαμόρφωση τους.

Επιπλέον, εκτός της σύμπραξης του διοικητικού συμβουλίου μέσω προτάσεων, επεξηγήσεων, τεκμηριωμένων κρίσεων και συμβουλών κατά τα άνω, είναι δυνατόν η καταστατική γενική συνέλευση με την απόφαση της για τακτική έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών, να αναθέσει αποκλειστικά σε αυτό τον καθορισμό της τιμής διάθεσης των τίτλων αλλά και της τιμής άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης, παρέχοντας του σχετική εξουσιοδότηση προς τούτο²¹⁴. Όσον αφορά στον καθορισμό του τυχόν ανταλλάγματος που θα καταβάλουν οι δικαιούχοι για την απόκτηση των τίτλων (τιμή διάθεσης των τίτλων), η σχετική δυνατότητα προκύπτει από την αναλογική εφαρμογή του άρθρου 25 παρ. 2 εδ. α' ν. 4548/2018 σύμφωνα με το οποίο «Στο πλαίσιο της τακτικής αύξησης κεφαλαίου, η γενική συνέλευση μπορεί με την απόφαση για την αύξηση να εξουσιοδοτήσει το διοικητικό συμβούλιο, όπως αυτό προσδιορίζει την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών, ή, επί εκδόσεως προνομιούχων μετοχών με δικαίωμα απόληψης τόκου, το επιτόκιο και τον τρόπο υπολογισμού του». Όμως, δεδομένου ότι με την έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών η εταιρεία χρηματοδοτείται σε δύο στάδια και όχι άπαξ όπως κατά κανόνα συμβαίνει στην αύξηση κεφαλαίου, πρώτον με την καταβολή του τιμήματος για την απόκτηση των τίτλων και δεύτερον, με την καταβολή του τιμήματος για την απόκτηση των νέων μετοχών κατόπιν άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, καθίσταται αναγκαία η επέκταση της αναλογικής εφαρμογής και όσον αφορά στο τίμημα που θα καταβληθεί και σε αυτό το δεύτερο στάδιο, δηλαδή στην τιμή άσκησης των τίτλων.

²¹² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 215.

²¹³ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 216.

²¹⁴ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 16 επ.

Ε.2.2. Έκτακτη έκδοση

Ο δικαιολογητικός λόγος πίσω από την πρόβλεψη της δυνατότητας έκτακτης έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών δεν είναι άλλος από αυτόν στον οποίο στηρίζεται και η έκτακτη αύξηση κεφαλαίου, ήτοι η δυνατότητα ευελιξίας όσον αφορά στην χρηματοδότηση της εταιρείας είτε προς εκμετάλλευση ευκαιριών που παρουσιάζονται δεδομένη στιγμή είτε προς έγκαιρο περιορισμό κινδύνων, μέσω αποφυγής των καθυστερήσεων που συνεπάγεται η λήψη απόφασης από την καταστατική γενική συνέλευση²¹⁵. Αυτό επιτυγχάνεται κατά κύριο λόγο με την απονομή της σχετικής δυνατότητας στο διοικητικό συμβούλιο. Σε κάθε περίπτωση, δεδομένης της ιδιαίτερης σημασίας που έχει για την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας η έκδοση των μελετώμενων τίτλων, ο ρόλος της γενικής συνέλευσης δεν παραμερίζεται τελείως, αφού και είναι δυνατή η λήψη απόφασης από τη συνήθη γενική συνέλευση, ενώ ακόμη ένας τρόπος με τον οποίο είναι δυνατόν να παρέχεται η δυνατότητα έκτακτης έκδοσης στο διοικητικό συμβούλιο είναι κατόπιν σχετικής απόφασης της καταστατικής γενικής συνέλευσης.

Η έκτακτη έκδοση των τίτλων μπορεί να αποφασίζεται τόσο από τη συνήθη γενική συνέλευση (άρθρο 56 παρ. 2 και 24 παρ. 2 ν. 4548/2018) όσο και από το διοικητικό συμβούλιο (άρθρο 56 παρ. 2 και 24 παρ. 1 ν. 4548/2018), ενώ η σχετική αρμοδιότητα τους μπορεί να συντρέχει παράλληλα. Στην πρώτη περίπτωση απαιτείται σχετική καταστατική πρόβλεψη, ενώ η έκδοση θα διέπεται και από τους περιορισμούς του άρθρου 24 παρ. 2 ν. 4548/2018, δηλαδή δεν θα μπορεί αποφασιστεί σε χρόνο που υπερβαίνει το χρονικό διάστημα των πέντε ετών από τη σύσταση της εταιρείας και δεν θα μπορεί να αφορά σε ποσό που υπερβαίνει το οκταπλάσιο του αρχικά καταβεβλημένου κεφαλαίου της εταιρείας. Όπως και στην περίπτωση έκτακτης έκδοσης από το διοικητικό συμβούλιο, είναι δυνατόν να αποφασιστούν περισσότερες εκδόσεις τίτλων εντός των πέντε ετών, οι οποίες όμως συνολικά δε θα πρέπει να ξεπερνούν το ανωτέρω ποσό. Ως προς τον τελευταίο ποσοτικό περιορισμό, ο οποίος γίνεται ευκολότερα αντιληπτός στο πλαίσιο της αύξησης κεφαλαίου, θα πρέπει να γίνει η εξής διευκρίνιση. Ο περιορισμός αυτός εν προκειμένω αφορά στο «δυνητικό μετοχικό κεφάλαιο» της ανώνυμης εταιρείας, ήτοι στο συνολικό κεφάλαιο που μπορεί να σχηματιστεί στο μέλλον κατόπιν άσκησης και όλων των δικαιωμάτων προαίρεσης²¹⁶. Έτσι, οι όροι της έκτακτης έκδοσης των τίτλων δεν επιτρέπεται να διαμορφωθούν κατά τρόπο που θα έχει ως αποτέλεσμα το δυνητικό μετοχικό κεφάλαιο να ξεπερνάει το οκταπλάσιο του αρχικού κεφαλαίου που υπήρχε κατά τη στιγμή της έκδοσης, δηλαδή κατά τρόπο που το συνολικό κεφάλαιο που δύναται να σχηματιστεί τελικά, κατόπιν άσκησης όλων των δικαιωμάτων προαίρεσης, παρουσιάζεται μεγαλύτερο του οκταπλάσιου του αρχικού κεφαλαίου.

Προκειμένου να έχει το διοικητικό συμβούλιο αρμοδιότητα για έκτακτη έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών, θα πρέπει είτε να υπάρχει σχετική καταστατική πρόβλεψη (άρθρο 56 παρ. 2 και 24 παρ. 1 περ. α' ν. 4548/2018), όπως στην περίπτωση της συνήθους γενικής συνέλευσης, είτε να του έχει χορηγηθεί η σχετική εξουσία με απόφαση της καταστατικής γενικής συνέλευσης (άρθρο 56 παρ. 2 και 24 παρ. 1 περ. β' και 130 παρ. 3 ν. 4548/2018). Σε αμφότερες τις περιπτώσεις η έκδοση υπόκειται σε περιορισμούς, καθώς μπορεί να αποφασιστεί μόνο εντός χρονικού διαστήματος πέντε ετών από τη σύσταση της εταιρείας ή από την χορήγηση της εξουσιοδότησης με απόφαση της γενικής συνέλευσης, αντίστοιχα, για την λήψη της απόφασης απαιτείται πλειοψηφία των 2/3 του συνόλου των μελών του διοικητικού συμβουλίου, ενώ η έκδοση δεν

²¹⁵ Ρόκας, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 24 αρ. 3, Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 2019, 466.

²¹⁶ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56, αρ. 24, 25.

μπορεί να αφορά ποσό που υπερβαίνει το τριπλάσιο του αρχικού καταβεβλημένου κεφαλαίου της εταιρείας, ως αυτό έχει κατά τη σύσταση της στην πρώτη περίπτωση ή κατά τον χρόνο χορήγησης της εξουσιοδότησης από τη γενική συνέλευση, στη δεύτερη²¹⁷. Για τον ποσοτικό αυτό περιορισμό ισχύουν τα ανωτέρω περί δυνητικού μετοχικού κεφαλαίου.

Η δυνατότητα έκδοσης των τίτλων από το διοικητικό συμβούλιο εξυπηρετεί τον σκοπό ευελιξίας και ταχείας προσαρμοστικότητας στις εταιρικές εξελίξεις, αλλά ενέχει και κινδύνους, αφού με αυτόν τον τρόπο το διαχειριστικό όργανο έχει εξουσία να επηρεάζει κατά την κρίση του τη μελλοντική κεφαλαιακή βάση και την κατανομή των μετοχικών δυνάμεων στο εσωτερικό της εταιρείας. Οι κίνδυνοι μετριάζονται ως έναν βαθμό με την παράλληλη δυνατότητα έκτακτης έκδοσης των τίτλων και από τη συνήθη γενική συνέλευση, όπου αποφασίζουν οι ίδιοι οι μέτοχοι, με το υφιστάμενο – εφόσον δεν αποκλεισθεί- δικαίωμα προτίμησης των μετόχων, αλλά και με τον χρονικό και ποσοτικό περιορισμό που τίθεται στην έκδοση των τίτλων με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου. Όσον αφορά συγκεκριμένα στον χρονικό περιορισμό της πενταετίας που τίθεται σε κάθε περίπτωση έκτακτης έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών από το διοικητικό συμβούλιο (ακόμη και αν προβλέπεται διαφορετική χρονική αφετηρία υπολογισμού του), γίνεται δεκτό πως αυτός αφορά τόσο το χρονικό διάστημα εντός του οποίου δύναται το διαχειριστικό όργανο να λάβει απόφαση έκδοσης των τίτλων όσο όμως και την μέγιστη αποσβεστική προθεσμία που δύναται αυτό να θέσει για την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης των τίτλων²¹⁸.

Η θέση αυτή είναι συμβατή με τη νομοθετική επιλογή για δυνατότητα έκδοσης των μελετώμενων τίτλων από το διοικητικό συμβούλιο εντός ορισμένου πάντως χρονικού διαστήματος, η οποία καταδεικνύει ότι σκοπός είναι η απώλεια κάθε δυνατότητας επέμβασης του στην κεφαλαιακή βάση της εταιρείας μετά την πάροδο της πενταετίας, όποτε και μόνη αρμόδια καθίσταται η γενική συνέλευση. Επομένως, εάν ο χρονικός περιορισμός δεν ίσχυε και για τον προβλεπόμενο χρόνο άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης κι έτσι οι δικαιούχοι τους τα ασκούσαν και καθίσταντο μέτοχοι μετά την παρέλευση της πενταετίας, το διοικητικό συμβούλιο θα κατέληγε να επηρεάζει και τότε το κεφάλαιο της εταιρείας, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την ανωτέρω νομοθετική βούληση. Όσον αφορά στον ποσοτικό περιορισμό, λειτουργεί και αυτός «προστατευτικά» προς τους μετόχους, αφού απαγορεύεται ρητώς η έκδοση των τίτλων κτήσης μετοχών να οδηγήσει μελλοντικά σε αύξηση κεφαλαίου με τελικό, σύνολο κεφαλαίου πέραν του τριπλάσιου του αρχικού, κάτι που θέτει φραγμό και στο όριο της δυνατής μελλοντικής απίσχνασης της συμμετοχής των μετόχων στην εταιρεία. Περαιτέρω δε περιορισμοί στη δράση του διοικητικού συμβουλίου προς τον σκοπό αποφυγής καταχρηστικής ή αυθαίρετης άσκησης της εξουσίας τους, είναι δυνατόν να τεθούν με καταστατικές προβλέψεις ή με την ίδια την απόφαση της γενικής συνέλευσης που του χορηγεί την εξουσία να προβαίνει σε έκτακτη έκδοση τίτλων²¹⁹.

E.3. Περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης των τίτλων

Το άρθρο 56 παρ. 3 ν. 4548/2018 ορίζει το περιεχόμενο που πρέπει κατ' ελάχιστον να περιέχει η απόφαση για την έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών, είτε πρόκειται για απόφαση της γενικής συνέλευσης είτε πρόκειται για απόφαση του διοικητικού συμβουλίου. Το όργανο, λοιπόν, που αποφασίζει την έκδοση θα πρέπει στην απόφαση του να ορίζει οπωσδήποτε τον τρόπο και τον

²¹⁷ Ρόκας, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 24 αρ. 4 επ., Λιναρίτης εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 27 επ.

²¹⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 237.

²¹⁹ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 33 επ.

χρόνο έκδοσης, το τυχόν τίμημα για τη διάθεση των τίτλων και τον τρόπο καταβολής του, τον αριθμό, την κατηγορία και την ονομαστική αξία των μετοχών που είναι δυνατόν να εκδοθούν μελλοντικά (των υποκείμενων μετοχών), τον αριθμό των μετοχών για τις οποίες ένας τίτλος παρέχει δικαίωμα απόκτησης (πολλαπλασιαστικής), την αποσβεστική προθεσμία άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης και λοιπούς όρους άσκησης του, την αξία ή τον τρόπο υπολογισμού της αξίας των μετοχών που θα καταβληθεί σε περίπτωση άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης (τιμή άσκησης), την προσαρμογή των όρων των τίτλων και των δικαιωμάτων σε περιπτώσεις εταιρικών πράξεων και κάθε άλλη λεπτομέρεια για την εφαρμογή του άρθρου 56 παρ. 3 ν. 4548/2018. Η νομοθετική αυτή επιταγή για το κατ' ελάχιστον περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης των τίτλων κτήσης μετοχών δε θα πρέπει να ερμηνευθεί υπό την οπτική της αναγκαιότητας ρητής αναφοράς όλων των ανωτέρω στοιχείων στην απόφαση, υπό την προϋπόθεση ότι τυχόν κενό ρύθμισης ως προς ορισμένα από αυτά μπορεί να καλυφθεί μέσω «προσφυγής» στους λοιπούς όρους των τίτλων που έχουν καθορισθεί με την απόφαση και από τους οποίους μπορεί να διαγνωσθεί συνολικά το νόημα της τελευταίας²²⁰.

(α) Τρόπος και χρόνος έκδοσης: Η αναφορά στον τρόπο και στον χρόνο έκδοσης των τίτλων κτήσης μετοχών σχετίζεται με την κάλυψη της έκδοσης τους, με αποτέλεσμα η απόφαση της έκδοσης να πρέπει να αναφέρει τόσο τον τρόπο κάλυψης, ήτοι το αν οι τίτλοι πρόκειται να διατεθούν με ιδιωτική τοποθέτηση ή με δημόσια προσφορά, όσο και το αν θα διατηρηθεί ή θα αποκλεισθεί το δικαίωμα προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων για απόκτηση των εκδιδόμενων τίτλων (άρθρο 56 παρ. 6, 26 και 27 ν. 4548/2018). Ως κάλυψη της έκδοσης των μελετώμενων τίτλων με την οποία αποκτάται και η ιδιότητα του «δικαιούχου»²²¹ από όσους τους αναλαμβάνουν, νοείται η μεταξύ της εκδότριας εταιρείας και των δικαιούχων αρχική συμφωνία περί ανάληψης των εκδιδόμενων τίτλων από τους τελευταίους και καταβολής του τυχόν τιμήματος, η οποία αποτελεί και την βάση της σύμβασης των τίτλων που συνάπτεται μεταξύ των μερών²²². Η κάλυψη πραγματοποιείται χρονικά με την έκδοση απόφασης από την εταιρεία με την οποία ορίζονται οι δικαιούχοι και η διάθεση των τίτλων σε αυτούς ή αν ασκηθούν δικαιώματα προτίμησης των μετόχων στους εκδοθέντες τίτλους, με την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης²²³.

Όσον αφορά στον τρόπο κάλυψης αλλά και στην τυχόν εισαγωγή ή μη των τίτλων σε ρυθμιζόμενη αγορά²²⁴, η επιλογή εναπόκειται στην επιχειρηματική κρίση της εταιρείας κι εξαρτάται από το κατά πόσο ο επιδιωκόμενος με την έκδοση των τίτλων σκοπός εξυπηρετείται καλύτερα από την εισαγωγή τους σε ρυθμιζόμενη αγορά, από τη διάθεσή τους σε ευρύ και μη καθορισμένο κύκλο επενδυτών (δημόσια προσφορά²²⁵), όποτε θα απαιτείται και δημοσίευση

²²⁰ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 70.

²²¹ Για την απόκτηση κυριότητας επί του αξιογράφου των τίτλων απαιτούνται πρόσθετες ενέργειες της εκδότριας (έκδοση και παράδοση έγχαρτων τίτλων ή καταχώρηση του δικαιούχου στο μητρώο του κεντρικού αποθετηρίου τίτλων εφόσον οι τίτλοι είναι άυλοι).

²²² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 287.

²²³ Επιπλέον, είναι δυνατή και η μερική κάλυψη της έκδοσης, όπου σύμφωνα με το άρθρο 56 παρ. 7 του ν. 4548/2018 «Σε περίπτωση μερικής κάλυψης της έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών εφαρμόζεται αναλόγως το άρθρο 28».

²²⁴ Βλ. άρθρο 6 παρ. 7 του ν.3371/2005 απ' όπου συνάγεται πως για την εισαγωγή συγκεκριμένα στην αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, θα πρέπει και οι υποκείμενες μετοχές να είναι εισηγμένες στην ίδια ή σε άλλη αγορά.

²²⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 2 περ. δ' του Κανονισμού 2017/1129 σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά «ως «δημόσια προσφορά κινητών αξιών» νοείται ανακοίνωση, υπό οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τις προσφερόμενες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά των εν λόγω κινητών αξιών. Ο ορισμός αυτός εφαρμόζεται επίσης στην τοποθέτηση κινητών αξιών μέσω χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών».

σχετικού ενημερωτικού δελτίου ή με τη διάθεση τους σε ορισμένο κύκλο αυτών (ιδιωτική τοποθέτηση), περίπτωση κατά την οποία η εταιρεία απαλλάσσεται των εξόδων του ενημερωτικού δελτίου και επωφελείται της μεγαλύτερης ταχύτητας της διαδικασίας, κάτι που είναι περισσότερο θελκτικό και για την προσέγγιση θεσμικών επενδυτών. Η ιδιωτική τοποθέτηση επιλέγεται π.χ. όταν οι τίτλοι εκδίδονται με σκοπό να διατεθούν στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή σε συγκεκριμένο επενδυτή, όπως στην περίπτωση των venture capitals, όταν δηλαδή οι πιθανοί μελλοντικοί δικαιούχοι των τίτλων είναι συγκεκριμένοι, περίπτωση κατά την οποία έχει προηγηθεί της απόφασης έκδοσης των τίτλων διαπραγμάτευση των όρων τους μεταξύ των δικαιούχων αυτών και της εκδότριας εταιρείας, σε αντίθεση με την περίπτωση της δημόσιας προσφοράς, όπου οι δικαιούχοι φαίνεται περισσότερο να «προσχωρούν» στη σύμβαση με την εκδότρια αποδεχόμενοι τους προκαθορισμένους από την τελευταία όρους (τους οποίους βέβαια θα επέλεξε κατά κανόνα κατόπιν σχετικών συμβουλών από χρηματοοικονομικούς συμβούλους για τα δεδομένα της αγοράς), εκτός αν ακολουθήσει μεταγενέστερα περαιτέρω διαπραγμάτευση τους, πριν τη σύναψη της σύμβασης των τίτλων²²⁶.

Τέλος, απαγορεύεται να προβεί σε κάλυψη τίτλων κτήσης μετοχών εκδόσεως της η ίδια η ανώνυμη εταιρεία (ίδιοι τίτλοι κτήσης μετοχών) κατ' αντιστοιχία με τα όσα ισχύουν για τις ίδιες μετοχές (άρθρο 57 παρ. 1 ν. 4548/2018). Δυνατή είναι μόνο η δευτερογενής απόκτηση ίδιων τίτλων κτήσης μετοχών υπό τις προϋποθέσεις των παραγράφων 2, 3 και 4 του άρθρου 57 ν. 4548/2018, περίπτωση κατά την οποία δεν είναι δυνατή η άσκηση των ενσωματωμένων σε αυτούς δικαιωμάτων προαίρεσης από την εκδότρια εταιρεία (άρθρο 58 παρ. 1 εδ. β' ν. 4548/2018)²²⁷.

(β) Τίμημα απόκτησης των τίτλων: Όσον αφορά στο τίμημα που τυχόν προβλέπεται για την απόκτηση των τίτλων από τους δικαιούχους και τον τρόπο καταβολής του, αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας²²⁸ πως αυτό συμφωνείται από τα μέρη κυρίως βάσει της αναμενόμενης από αυτά μεταβολής της αξίας των υποκείμενων μετοχών κατά τη χρονική στιγμή διάθεσης των τίτλων. Το ποσό του θα κινείται κατά βάση κοντά στο αναμενόμενο κέρδος του δικαιούχου από την άσκηση του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος προαίρεσης, βάσει των δεδομένων εκείνη τη στιγμή. Η καταβολή του τιμήματος από τους δικαιούχους γίνεται όπως και η καταβολή του τιμήματος για την απόκτηση μετοχών κατά την αύξηση κεφαλαίου, αναλογικώς εφαρμοζόμενου του άρθρου 20 παρ. 2, 3 ν. 4548/2018. Έτσι, η σχετική προθεσμία για την καταβολή του ορίζεται από τη γενική συνέλευση ή το διοικητικό συμβούλιο στην απόφαση έκδοσης των τίτλων και δεν μπορεί να είναι μικρότερη των δεκατεσσάρων ημερών ούτε μεγαλύτερη των τεσσάρων μηνών από την καταχώρηση της απόφασης έκδοσης στο Γ.Ε.ΜΗ. (ή από την απόφαση του διοικητικού συμβουλίου που ορίζει το τίμημα, στην περίπτωση που του ανατέθηκε η σχετική εξουσία από τη γενική συνέλευση κατά το άρθρο 25 παρ. 2 ν. 4548/2018), ενώ η καταβολή του τιμήματος γίνεται σε ειδικό λογαριασμό της εταιρείας που τηρεί αυτή σε πιστωτικό ίδρυμα. Επιπλέον, υποστηρίζεται πως την καταβολή του τιμήματος της έκδοσης ακολουθεί η πιστοποίηση αυτής από το διοικητικό συμβούλιο (κατ' άρθρο 20 παρ. 6 ν. 4548/2018) και η δημοσιότητα της σχετικής απόφασης του, στην οποία ακόμη επιβεβαιώνεται η δημιουργία

²²⁶ Βλ. κατωτ. υπό Ε.5.1., Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 286, 299.

²²⁷ Η εταιρεία θα προβεί σε απόκτηση ίδιων τίτλων κτήσης μετοχών είτε προκειμένου να προβεί σε ακύρωση τους κι έτσι να αποδεσμευθεί από τη σύμβαση των τίτλων είτε προκειμένου να τους μεταβιβάσει μεταγενέστερα, βλ. αναλυτικά Λιναρίτη, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 57.

²²⁸ Ανωτ. υπό Β.4.1.

του ειδικού αποθεματικού και η τυχόν μερική κάλυψη, προς τον σκοπό πλήρους και ακριβούς πληροφόρησης των ενδιαφερόμενων και κυρίως των υφιστάμενων μετόχων²²⁹.

Η καταβολή του τιμήματος των τίτλων, όταν προβλέπεται τέτοιο, αποτελεί αναγκαίο όρο προκειμένου ο δικαιούχος των τίτλων να μπορεί να ασκήσει τα δικαιώματα του, όπως αυτά πηγάζουν από την σύμβαση με την εκδότρια εταιρεία, ιδίως δε το δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση των μετοχών της. Ναι μεν δηλαδή αυτός αποκτά την ιδιότητα του δικαιούχου των τίτλων ήδη από την κατάρτιση της σύμβασης των τίτλων και την κάλυψη της έκδοσης, όμως μέχρι να καταβάλει το τυχόν προβλεπόμενο τίμημα απόκτησης τους, γίνεται δεκτό πως αναστέλλεται η άσκηση των δικαιωμάτων του, καθώς διαφορετικά θα μπορούσε να επωφεληθεί από την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης χωρίς να επιβαρυνθεί παράλληλα από την καταβολή του τιμήματος των τίτλων, κάτι που όμως θα στερούσε από την εταιρεία, που προέβη σε έκδοση των τίτλων, τη χρονικά πρώτη πηγή χρηματοδότησης της²³⁰.

(γ) Στοιχεία υποκειμένων μετοχών και πολλαπλασιαστής: Η απόφαση έκδοσης των τίτλων κτήσης μετοχών θα πρέπει να ορίζει επίσης την κατηγορία, την ονομαστική αξία των υποκειμένων μετοχών και τον πολλαπλασιαστή. Όσον αφορά στην κατηγορία, οι τίτλοι μπορεί να δίνουν δικαίωμα απόκτησης τόσο κοινών όσο και προνομιούχων ή εξαγοράσιμων μετοχών, ενώ σε περίπτωση αμφιβολίας υποστηρίζεται πως οι υποκείμενες μετοχές είναι κοινές²³¹. Επιπλέον, στην απόφαση θα πρέπει να διευκρινίζεται αν δεν πρόκειται για έκδοση της βασικής μορφής των τίτλων, αν δηλαδή οι τίτλοι δίνουν δικαίωμα απόκτησης όχι νέων μετοχών, που θα προκύψουν κατόπιν αύξησης κεφαλαίου, αλλά ήδη υφιστάμενων, κατά τα όσα ειπώθηκαν στο πρώτο κεφάλαιο. Η ονομαστική αξία των υποκειμένων μετοχών μπορεί να ταυτίζεται με την ονομαστική αξία των μετοχών της εκδότριας εταιρείας τη στιγμή της έκδοσης ή και όχι. Σε κάθε περίπτωση, σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 58 παρ. 2 ν. 4548/2018 απαγορεύεται η ονομαστική αξία των υποκειμένων μετοχών να υπερβαίνει το άθροισμα της τιμής άσκησης των τίτλων και του τυχόν τιμήματος που καταβλήθηκε για την απόκτηση τους.

Ο πολλαπλασιαστής είναι ακόμη ένας όρος των τίτλων που θα πρέπει να καθορίζεται από την απόφαση της έκδοσης τους και δηλώνει το πόσες μετοχές είναι δυνατόν να αποκτήσει ο δικαιούχος με την άσκηση του ενσωματωμένου σε έναν τίτλο δικαιώματος προαίρεσης. Όσον αφορά, λοιπόν, σε αυτόν, σε περίπτωση που στην απόφαση δεν ορίζεται ρητά θεωρείται ότι ισούται με ένα (1), ότι δηλαδή ένας τίτλος ενσωματώνει δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μίας (1) μετοχής (άλλως μπορεί να είναι περισσότερες ή και λιγότερες της μίας μετοχής), ενώ είναι επιπλέον δυνατόν να οριστεί και μεταβλητός πολλαπλασιαστής, να καθορίζεται δηλαδή το εκάστοτε μέγεθος του π.χ. με την πάροδο προθεσμιών ή και την πλήρωση αιρέσεων. Συνιστά δε ιδιαίτερα ουσιώδη όρο των τίτλων, λόγω του ότι καθορίζει το μέγεθος του αναλαμβανόμενου κινδύνου από τον κάτοχο τους²³². Δηλώνοντας την «ποσότητα» των μετοχών που δύνανται να αποκτηθούν από τον δικαιούχο και λαμβανομένου υπ' όψιν του καθορισμού της αξίας των τίτλων κυρίως βάσει της αξίας των υποκειμένων μετοχών, το αποτέλεσμα είναι ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο πολλαπλασιαστής, δηλαδή όσες περισσότερες μετοχές μπορούν να αποκτηθούν με την κατοχή

²²⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 286, 293.

²³⁰ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 439.

²³¹ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 39.

²³² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 312 επ.

ενός τίτλου, τόσο μεγαλύτερος θα είναι και ο αντίκτυπος που θα έχουν οι μεταβολές της αξίας των υποκείμενων αυτών μετοχών στην αξία του ίδιου του τίτλου και αντίστροφα.

Οι ανωτέρω όροι παίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση ενός κρίσιμου μεγέθους, του *μεγέθους (ή ύψους) της έκδοσης των τίτλων*. Τα στοιχεία που το καθορίζουν είναι συγκεκριμένα ο αριθμός των εκδιδόμενων τίτλων, η ονομαστική αξία των υποκείμενων μετοχών και ο πολλαπλασιαστής. Έτσι, το «μέγεθος της έκδοσης» των τίτλων ισούται με το γινόμενο του αριθμού των τίτλων που εκδίδονται, του πολλαπλασιαστή τους και της ονομαστικής αξίας των υποκείμενων μετοχών, το οποίο αντιστοιχεί στον αριθμό των μετοχών που είναι δυνατόν να αποκτηθούν κατόπιν άσκησης όλων των ενσωματωμένων στους τίτλους δικαιωμάτων προαίρεσης²³³. Επιπλέον, επισημάνθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο²³⁴ πως το γινόμενο αυτών των στοιχείων (λαμβανομένου εν προκειμένω υπ' όψιν του αριθμού των τίτλων που έχει ένας δικαιούχος και όχι του συνόλου των τίτλων που εκδόθηκαν) εάν τοποθετηθεί ως αριθμητής σε κλάσμα με παρονομαστή το δυνητικό μετοχικό κεφάλαιο, υποδηλώνει το ποσοστό συμμετοχής του κάθε δικαιούχου τίτλων σε αυτό, το ποσοστό δηλαδή της μελλοντικής συμμετοχής που δύναται να έχει στο κεφάλαιο της εταιρείας, όπως αυτό θα διαμορφωθεί κατόπιν άσκησης του συνόλου των δικαιωμάτων προαίρεσης. Παράλληλα, γίνεται αντιληπτό και το ποσοστό κατά το οποίο δύναται να αποδυναμωθεί αντίστοιχα η συμμετοχή των λοιπών μετόχων. Επομένως, καθίσταται φανερό το πόσο σημαντικό ρόλο παίζει ο αριθμός των τίτλων που θα εκδοθούν και από τους όρους αυτών, ο καθορισμός της ονομαστικής αξίας των υποκείμενων μετοχών και του πολλαπλασιαστή, αφού με την επιλογή τους η εταιρεία αποφασίζει μέχρι ποιο ποσό θα μπορεί να γίνει μελλοντικά η αύξηση κεφαλαίου και πως θα ανακατανεμηθούν οι μετοχικές δυνάμεις στο εσωτερικό της.

(δ) Περίοδος άσκησης του δικαιώματος: Το επόμενο στοιχείο του αναγκαίου κατά τον νόμο περιεχομένου της απόφασης έκδοσης των τίτλων είναι η αποσβεστική προθεσμία άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης για απόκτηση μετοχών, που ενσωματώνουν οι τίτλοι (χρόνος/περίοδος άσκησης). Μετά την παρέλευση της προθεσμίας αυτής ο δικαιούχος χάνει οριστικά τη δυνατότητα να ασκήσει το ενσωματωμένο στους τίτλους δικαίωμα κι έτσι να αποκτήσει μετοχές της εταιρείας, ήτοι επέρχεται απόσβεση του δικαιώματος προαίρεσης. Όπως αναφέρθηκε και στο πρώτο κεφάλαιο, όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος άσκησης τόσο αυξάνεται η αξία χρόνου του ενσωματωμένου δικαιώματος και άρα η αξία των τίτλων, ενώ μπορεί να προβλέπεται ότι η άσκηση του δικαιώματος είναι δυνατή μόνο κατά τη λήξη της περιόδου άσκησης ή οποιαδήποτε χρονική στιγμή καθ' όλο το χρονικό διάστημα από την απόκτηση των τίτλων μέχρι την λήξη της περιόδου άσκησης ή ακόμα ότι είναι δυνατή σε συγκεκριμένες ημερομηνίες ή χρονικά διαστήματα μέχρι την λήξη της αποσβεστικής προθεσμίας. Πάντως, από τη μία πλευρά τυχόν πρόβλεψη ιδιαίτερα μεγάλης αποσβεστικής προθεσμίας λειτουργεί θετικά για την προσέλκυση επενδυτών, αφού μεγιστοποιεί την οικονομική αξία των τίτλων, ενώ ταυτόχρονα οι επενδυτές θα μπορούν να επωφεληθούν των πιθανών μεταβολών της τιμής των μετοχών σε μακρύ χρονικό διάστημα, μέσα στο οποίο θα έχουν τη δυνατότητα να κρίνουν πότε τους συμφέρει η άσκηση ή η διάθεση των τίτλων περισσότερο, ώστε να πράξουν ανάλογα. Από την άλλη όμως ενδέχεται να καθιστά μη «θελκτικές» τις μετοχές της εταιρείας, υπό την έννοια ότι δεν θα είναι οι επενδυτές πρόθυμοι να τις αναλάβουν σε τυχόν επόμενες αυξήσεις κεφαλαίου, αφού αν αντί γι' αυτές αναλάβουν τίτλους κτήσης μετοχών θα έχουν και πάλι το δικαίωμα να

²³³ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 6.

²³⁴ υπό Δ.1.

καταστούν μελλοντικά μέτοχοι εφόσον καταστεί συμφέρουσα η άσκηση του δικαιώματος μέσα σε αυτό το μεγάλο χρονικό διάστημα και μάλιστα καταβάλλοντας μικρότερο τίμημα για την απόκτηση τους, σε σχέση με το τίμημα που απαιτείται για την ανάληψη μετοχών κατά την αύξηση κεφαλαίου²³⁵. Τέλος, είναι δυνατόν να προβλέπεται και δυνατότητα παράτασης της αποσβεστικής προθεσμίας εκ μέρους της εκδότριας εταιρείας, προκειμένου να χρηματοδοτηθεί από την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης και σε μεταγενέστερα χρονικά σημεία, παρατείνοντας έτσι την άντληση κεφαλαίων μέσω των τίτλων.

Εκτός της περιόδου άσκησης, η απόφαση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών μπορεί να περιλαμβάνει και πρόσθετους όρους που σχετίζονται με την άσκηση του ενσωματωμένου σε αυτούς δικαιώματος προαίρεσης. Έτσι, μπορεί να προβλέπεται π.χ. δικαίωμα πρόωρης άσκησης του δικαιώματος σε περίπτωση που πρόκειται να αποφασιστεί κάποιος μετασχηματισμός, δικαίωμα εξαγοράς των τίτλων από την εκδότρια εταιρεία, ενώ μπορεί να τίθενται όροι που πρέπει να πληρωθούν ώστε να ασκηθεί το δικαίωμα από τον δικαιούχο ή και ειδικός τρόπος με τον οποίο θα πρέπει να γίνει η δήλωση άσκησης του από τον δικαιούχο κ.α..

(ε) Τιμή άσκησης: Όσον αφορά στο τίμημα που πρέπει να καταβάλει ο δικαιούχος για την απόκτηση των υποκείμενων μετοχών (τιμή άσκησης) όταν προβεί σε άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, για τον καθορισμό του λαμβάνονται υπ' όψιν η τρέχουσα εκείνη τη στιγμή τιμή των υποκείμενων μετοχών, η τρέχουσα και αναμενόμενη πορεία της εκδότριας εταιρείας, αλλά και οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά²³⁶. Αυτό δε σημαίνει ότι η τιμή άσκησης ταυτίζεται με την τρέχουσα αξία των μετοχών, καθώς μπορεί να καθορισθεί και σε ανώτερα αυτής επίπεδα, κάτι που παρίσταται συμφέρον για την εκδότρια εταιρεία αφού έτσι εξασφαλίζει μεγαλύτερο ποσό άντλησης κεφαλαίων κατά την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης. Από την άλλη ο δικαιούχος των τίτλων είναι λογικό να επιθυμεί τον ορισμό ενός χαμηλού ποσού τιμήματος (χαμηλότερου της τιμής των μετοχών) προκειμένου να αποκτήσει τις υποκείμενες μετοχές καταβάλλοντας λιγότερα απ' ότι κάποιος τρίτος στη δευτερογενή αγορά, που καλείται να καταβάλει κατ' ελάχιστον την αξία τους προκειμένου να τις αποκτήσει. Περαιτέρω, είναι δυνατόν να μην οριστεί εξ αρχής ένα συγκεκριμένο ποσό τιμήματος, αλλά να προβλεφθεί ότι αυτό θα διαμορφώνεται ανάλογα με κάποια οικονομικά μεγέθη ή/και αναλόγως της παρόδου συγκεκριμένων προθεσμιών (π.χ. ότι θα ανέρχεται σε ένα ποσοστό της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών όπως αυτή έχει δεδομένη χρονική στιγμή) ή ότι το ύψος του θα εξαρτάται από την επέλευση ορισμένου γεγονότος, καθώς ακόμη και ότι θα αυξάνεται ή θα μειώνεται με την πάροδο ορισμένων χρονικών διαστημάτων, μέχρι τη λήξη της περιόδου άσκησης. Ο δυνητικός αυτός προσδιορισμός του τιμήματος με βάση διάφορες άλλες παραμέτρους και όχι με ένα απόλυτο αριθμητικό ποσό θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να καθιστά σαφές το ποιο είναι τελικά το ποσό του τιμήματος κατά τη στιγμή που ο δικαιούχος θα ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης²³⁷.

Σε κάθε περίπτωση, ισχύει κι εν προκειμένω ο περιορισμός του άρθρου 58 παρ. 2 ν. 4548/2018, που αναφέρθηκε ανωτέρω σχετικά με την ονομαστική αξία των υποκείμενων μετοχών, σύμφωνα με τον οποίο η τιμή άσκησης για απόκτηση μίας μετοχής δεν μπορεί να οριστεί κατώτερη της διαφοράς που προκύπτει μετά την αφαίρεση του τυχόν τιμήματος απόκτησης ενός τίτλου από την ονομαστική αξία της υποκείμενης μετοχής. Ο περιορισμός αυτός τόσο στη διαμόρφωση της ονομαστικής αξίας όσο και της τιμής άσκησης τίθεται σε συμμόρφωση με την

²³⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 319.

²³⁶ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 324 επ.

²³⁷ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 54.

αρχή της καταβολής και διατήρησης της εταιρικής περιουσίας που αντιστοιχεί στο μετοχικό κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρείας (στη βάση της οποίας και η απαγόρευση έκδοσης μετοχών υπό το άρθρο)²³⁸, καθώς έτσι διασφαλίζεται ότι με την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης οι δικαιούχοι θα καταβάλουν στην εταιρεία τίμημα τουλάχιστον ίσο με την ονομαστική αξία των μετοχών που θα αποκτήσουν, όπως αντίστοιχα συμβαίνει και με την καταβολή των εισφορών κατά την αύξηση κεφαλαίου. Αν δεν προβλεπόταν ο περιορισμός αυτός, θα υπήρχε ο κίνδυνος να γίνει μελλοντικά, κατόπιν άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης, αύξηση κεφαλαίου μέχρι του ποσού της ονομαστικής αξίας των νεοεκδιδόμενων μετοχών, αλλά τα έσοδα της εταιρείας από τις καταβολές των δικαιούχων να υπολείπονταν αυτού κι έτσι να μην επερχόταν αντίστοιχη αύξηση της εταιρικής περιουσίας. Κατόπιν των ανωτέρω καταδεικνύεται και πως η καταβολή του τιμήματος απόκτησης των νέων μετοχών μαζί με το τυχόν τίμημα απόκτησης των τίτλων που είχε καταβληθεί αρχικά, συνιστά την εισφορά του πλέον μετόχου (πρώην δικαιούχου των τίτλων) στην εταιρεία για την απόκτηση τους. Γι' αυτό και ως προς τον τρόπο καταβολής του τιμήματος προκρίνεται και πάλι η αναλογική εφαρμογή του άρθρου 20 παρ. 2 εδ. α' ν. 4548/2018, που αφορά στην καταβολή της εισφοράς κατά την ίδρυση ή την αύξηση κεφαλαίου²³⁹.

(στ) Προσαρμογή όρων των τίτλων: Τέλος, η απόφαση έκδοσης των τίτλων θα πρέπει να ορίζει και την προσαρμογή των όρων των τίτλων και των ενσωματωμένων σε αυτούς δικαιωμάτων σε περιπτώσεις εταιρικών πράξεων. Η πρόβλεψη αυτή καλύπτει περιπτώσεις π.χ. αυξήσεων και μειώσεων κεφαλαίου, εταιρικών μετασχηματισμών, λύσης της εταιρείας κ.α., οι οποίες δύνανται να επηρεάσουν τη θέση των δικαιούχων των τίτλων και να θέσουν υπό αμφισβήτηση την διατήρηση των δικαιωμάτων τους. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο σχετικά με τη διαμόρφωση σχετικών προβλέψεων στη σύμβαση των τίτλων προκειμένου να προστατευθούν οι δικαιούχοι των τίτλων, αντίστοιχα και η απόφαση έκδοσης τους μπορεί να ορίζει ποια θα είναι η τύχη των δικαιωμάτων των δικαιούχων σε τέτοιες περιπτώσεις προβλέποντας π.χ. ότι απαγορεύεται συγκεκριμένη εταιρική πράξη πριν την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης, ότι χορηγείται δικαίωμα πρόωρης άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, ότι λύεται η σύμβαση των τίτλων και η εκδότρια οφείλει χρηματικό αντάλλαγμα στους δικαιούχους, ότι υπάρχει δικαίωμα εξαγοράς της εκδότριας πριν την επίμαχη εταιρική πράξη κ.α.

Ε.4. Το δικαίωμα προτίμησης των υφιστάμενων μετόχων

Σύμφωνα με το άρθρο 56 παρ. 6 ν. 4548/2018 σε κάθε περίπτωση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών οι μέτοχοι έχουν δικαίωμα προτίμησης στην ανάληψη τους ανάλογα με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο κεφάλαιο, ενώ τα άρθρα 26 και 27 του νόμου που αφορούν το δικαίωμα προτίμησης τους στις νεοεκδιδόμενες μετοχές κατά την αύξηση κεφαλαίου και στις μετατρέψιμες ομολογίες κατά την έκδοση ομολογιακού δανείου εφαρμόζονται αναλόγως. Το δικαίωμα προτίμησης προστατεύει τους μετόχους από τη μείωση της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της εταιρείας, καθώς τους δίνεται η δυνατότητα να διατηρήσουν το ποσοστό τους σε αυτή αναλαμβάνοντας προνομιακά τόσες νέες μετοχές από το σύνολο των νεοεκδιδόμενων όσες αντιστοιχούν στο ποσοστό τους στο υπάρχον πριν την αύξηση μετοχικό κεφάλαιο. Έτσι, μπορούν

²³⁸ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 204.

²³⁹ Σύμφωνα με το άρθρο 20 παρ. 3 εδ. α' του ν. 4548/2018 «Η καταβολή σε μετρητά του αρχικού κεφαλαίου ή των τυχόν αυξήσεων αυτού, καθώς και οι καταθέσεις μετόχων με προορισμό τη μελλοντική αύξηση του κεφαλαίου, πραγματοποιούνται υποχρεωτικά με κατάθεση σε ειδικό λογαριασμό της εταιρείας, που τηρείται σε πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα ή σε χώρα του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ)».

να εξασφαλίσουν ότι δε θα αποδυναμωθούν ούτε τα διοικητικά αλλά ούτε και τα περιουσιακά δικαιώματα που απολάμβαναν μέχρι εκείνη τη στιγμή, κάτι που συμβαδίζει απόλυτα με το γεγονός ότι αποτελούν τους οικονομικούς φορείς της εταιρείας.

Την ίδια ακριβώς λειτουργία επιτελεί το δικαίωμα προτίμησης που αναγνωρίζεται στους μετόχους και όσον αφορά στην έκδοση των τίτλων κτήσης μετοχών, καθώς και σε αυτήν την περίπτωση έρχονται αντιμέτωποι με την ενδεχόμενη μελλοντική αποδυνάμωση του ποσοστού συμμετοχής τους στην εταιρεία, όντας σε μία θέση «αναμονής» για το αν θα επέλθει ή όχι. Επισημάνθηκε πολλές φορές πως οι μελετώμενοι τίτλοι επηρεάζουν ουσιαστικά την κεφαλαιακή βάση της εταιρείας καθώς στη βασική τους μορφή ενδέχεται να οδηγήσουν σε αύξηση κεφαλαίου και άρα έκδοση νέων μετοχών τις οποίες θα αναλάβουν οι δικαιούχοι των τίτλων, κάτι που θέτει σε κίνδυνο τα ποσοστά συμμετοχής των λοιπών υφιστάμενων μετόχων. Ακόμη, στην περίπτωση που ενσωματώνουν δικαίωμα απόκτησης υφιστάμενων μετοχών, θα οδηγήσουν μεν μόνο σε αλλαγή των προσώπων των μετόχων αλλά ενδεχομένως, εφόσον πρόκειται για ίδιες μετοχές, και σε απώλεια δικαιωμάτων που έως τότε απολάμβαναν οι μέτοχοι κατά «προσαύξηση». Επομένως, με την αναγνώριση δικαιώματος προτίμησης στους υφιστάμενους μετόχους για να αναλάβουν εκδιδόμενους τίτλους κτήσης μετοχών τους δίνεται η δυνατότητα να προστατέψουν το μετοχικό τους δικαίωμα, εξασφαλίζοντας τη διατήρηση του ποσοστού συμμετοχής τους στην εταιρεία κατά τις μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου που θα ακολουθήσουν και άρα τη διατήρηση της έκτασης των διοικητικών και περιουσιακών τους δικαιωμάτων, αφού θα έχουν και αυτοί το δικαίωμα να αποκτήσουν τις νέες μετοχές ασκώντας το ενσωματωμένο στους τίτλους που θα αποκτήσουν δικαίωμα.

Επιπλέον, κατά τα ισχύοντα στην αύξηση κεφαλαίου, είναι δυνατός και ο περιορισμός ή ο αποκλεισμός του δικαιώματος προτίμησης των μετόχων υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 27 ν. 4548/2018, εφόσον αυτός καθίσταται αναγκαίος για την βέλτιστη εξυπηρέτηση του επιδιωκόμενου με την αύξηση κεφαλαίου/έκδοση των τίτλων σκοπού κι έτσι ουσιαστικά *τον επιβάλλει το εταιρικό συμφέρον*²⁴⁰. Η θεμελίωση αυτή του περιορισμού ή του αποκλεισμού θα πρέπει να αποτυπωθεί οπωσδήποτε στην εκ του νόμου απαιτούμενη έκθεση του διοικητικού συμβουλίου, ενώ συντρέχει κυρίως σε περιπτώσεις όπου επιβάλλεται η χρηματοδότηση από συγκεκριμένο πρόσωπο για διάφορους σκοπούς (π.χ. στο παράδειγμα της κρατικής ενίσχυσης της «Αεροπορία Αιγαίου Α.Ε.» αποκλείστηκε το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων καθώς επιβλήθηκε νομοθετικά η έκδοση τίτλων κτήσης μετοχών από την εταιρεία και η διάθεση τους στο Ελληνικό Δημόσιο). Η απόφαση για τον περιορισμό ή τον αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης των μετόχων λαμβάνεται από την καταστατική γενική συνέλευση κατόπιν υποβολής σε αυτήν της ανωτέρω έκθεσης του διοικητικού συμβουλίου ή σε περιπτώσεις έκτακτης έκδοσης τίτλων, από τη συνήθη γενική συνέλευση ή το διοικητικό συμβούλιο, εφόσον όμως υφίσταται εξουσιοδότηση προς τους τελευταίους και όσον αφορά στην απόφαση για τον περιορισμό/αποκλεισμό του δικαιώματος προτίμησης. Επιπλέον, η έκθεση του διοικητικού συμβουλίου εκτός της επιβαλλόμενης από το εταιρικό συμφέρον αναγκαιότητας του λαμβανόμενου μέτρου θα πρέπει να αναφέρει και την τιμή διάθεσης των τίτλων, καθώς και την προβλεπόμενη τιμή άσκησης (κατ' αναλογία με τη νομοθετική ρύθμιση του άρθρου 27 ν. 4548/2018, όπου προβλέπεται ότι κατά την αύξηση κεφαλαίου η έκθεση θα πρέπει να αναφέρει την τιμή έκδοσης των νέων μετοχών), κάτι που σε συνδυασμό με το μέγεθος της έκδοσης θα

²⁴⁰ Ρόκας, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 27 αρ. 8.

καταστήσει γνωστό στους υφιστάμενους μετόχους το ποσοστό κατά το οποίο ενδέχεται να μειωθεί μελλοντικά η συμμετοχή τους στην εταιρεία, εφόσον ασκηθούν όλα τα δικαιώματα προαίρεσης των τίτλων²⁴¹.

Τέλος, το κατ' αρχήν υπάρχον δικαίωμα προτίμησης των μετόχων κατά την έκδοση των τίτλων κτήσης μετοχών δε θα πρέπει να συγχέεται με την ύπαρξη στο πρόσωπο τους δικαιώματος προτίμησης κατά τις μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου, που θα λάβουν χώρα κατόπιν άσκησης των ενσωματωμένων στους τίτλους δικαιωμάτων προαίρεσης. Στις συγκεκριμένες αυξήσεις κεφαλαίου τις νέες μετοχές αναλαμβάνουν αποκλειστικά οι δικαιούχοι των τίτλων, που ασκούν το σχετικό δικαίωμα τους, κατά τους ειδικότερους όρους των τελευταίων, ενώ οι υφιστάμενοι μέτοχοι της εταιρείας που δεν κατέχουν τίτλους κι έτσι δεν ασκούν κάποιο δικαίωμα προαίρεσης, δεν έχουν δικαίωμα απόκτησης των νέων αυτών μετοχών²⁴². Διαφορετική εκδοχή θα ερχόταν σε αντίθεση με την ίδια τη λειτουργία των τίτλων και την απόλυτη ευχέρεια των δικαιούχων να «αυτοκαταστούν» μέτοχοι, καθιστώντας έτσι άνευ ουσίας τους τίτλους και τα ενσωματωμένα σε αυτούς δικαιώματα, ενώ γι' αυτό άλλωστε η αναγνώριση του δικαιώματος προτίμησης προβλέπεται ήδη στο στάδιο της έκδοσης των τίτλων²⁴³.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ζ: Βασικά στοιχεία της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης (άρθρο 58 ν. 4548/2018) και της σύμβασης των τίτλων

Z.1. Βασικά στοιχεία της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης (άρθρο 58 ν. 4548/2018)

Z.1.1. Τρόπος και διαδικασία άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης

Όπως αναφέρθηκε στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας, ο δικαιούχος των τίτλων έχοντας την απόλυτη διακριτική ευχέρεια να προβεί σε άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος, θα προκρίνει την τελευταία όταν η τιμή των υποκείμενων μετοχών θα είναι υψηλότερη της τιμής άσκησης των τίτλων προκειμένου να βγει κερδισμένος από αυτήν, καθώς στην αντίθεση περίπτωση (που η τιμή των υποκείμενων μετοχών είναι χαμηλότερη της τιμής άσκησης) μπορεί να αποκτήσει τις μετοχές στη δευτερογενή αγορά καταβάλλοντας χαμηλότερο τίμημα από το προβλεπόμενο για την άσκηση των τίτλων.

Οι τίτλοι ενσωματώνουν δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση μετοχών. Ως δικαίωμα προαιρέσεως ορίζεται *το δικαίωμα κάποιου προσώπου να επιφέρει την κατάρτιση σύμβασης ή την παράταση ήδη υφιστάμενης με μονομερή δήλωση του προς το άλλο μέρος*²⁴⁴. Επομένως, το ενσωματωμένο στους τίτλους δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση μετοχών της εκδότριας των τίτλων εταιρείας είναι δικαίωμα διαπλαστικό, ήτοι δίνει στον δικαιούχο του τη δυνατότητα να διαπλάσει μονομερώς μία νέα έννομη σχέση δίχως τη σύμπραξη του προσώπου κατά του οποίου στρέφεται, εν προκειμένω δε να διαπλάσει τη μετοχική σχέση μεταξύ αυτού και της εκδότριας

²⁴¹ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 92.

²⁴² Σύμφωνα με το άρθρο 58 παρ. 4 του ν. 4548/2018 «Κατά την άσκηση του δικαιώματος κτήσης μετοχών δεν ισχύουν οι διατάξεις για το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου».

²⁴³ Βλ. Λιναρίτη, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 261, σύμφωνα με τον οποίο αν και συνάγεται από τη φύση και τη λειτουργία των τίτλων, νομοθετική θεμελίωση για την έλλειψη δικαιώματος προτίμησης στο στάδιο έκδοσης μετοχών κατόπιν άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης μπορεί να παρέχει το άρθρο 33 παρ. 6 της Οδηγίας 2021/30/ΕΕ (ήδη άρθρ. 72 της κωδ. Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ).

²⁴⁴ Γεωργιάδης, Σύμφωνον προαιρέσεως και δικαίωμα προαιρέσεως (Option), 1970, 1.

των τίτλων εταιρείας. Ασκείται δε με δήλωση του δικαιούχου. Αυτή είναι μονομερής, απευθυντέα προς την εταιρεία δήλωση βούλησης, η οποία έχει ως σκοπό την απόκτηση από αυτόν των υποκείμενων μετοχών και άρα την ίδρυση της μετοχικής σχέσης μεταξύ αυτού και της εκδότριας των τίτλων εταιρείας²⁴⁵. Λόγω της ουσιώδους μεταβολής που συνεπάγεται η άσκηση των δικαιωμάτων στο μετοχικό κεφάλαιο και της καίριας σημασίας του τελευταίου στη «ζωή» της ανώνυμης εταιρείας, η δήλωση δεν μπορεί να είναι σιωπηρή, να συνάγεται δηλαδή από τις περιστάσεις η βούληση του δικαιούχου για άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, αλλά ρητή ώστε να προκύπτει με βεβαιότητα η επερχόμενη μεταβολή, ενώ όσον αφορά στον τύπο της είναι δυνατόν στη σύμβαση των τίτλων να συμφωνηθούν από τα μέρη ειδικότεροι όροι για την δήλωση άσκησης του δικαιώματος, όπως π.χ. ότι θα πρέπει να είναι έγγραφη. Επιπλέον, ενώ κατ' αρχήν η δήλωση είναι ανέκκλητη, όπως ισχύει γενικά για τις δηλώσεις άσκησης δικαιωμάτων προαίρεσης²⁴⁶, γίνεται δεκτό πως είναι δυνατόν τα μέρη να συμφωνήσουν με σχετικό όρο στη σύμβαση τη δυνατότητα ανάκλησης της από τον δικαιούχο εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος, κάτι που του δίνει τη δυνατότητα να εμποδίσει την επέλευση των αποτελεσμάτων σε περίπτωση που το «μετανιώσει», κρίνοντας τελικά πως δεν τον συμφέρει η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης. Σύμφωνα με μία άποψη, σε αυτήν την περίπτωση η δήλωση δεν αναπτύσσει αποτελέσματα, δηλαδή ο δικαιούχος δεν καθίσταται μέτοχος, μέχρι την πάροδο της σχετικής προθεσμίας για την ανάκληση, με την πάροδο της οποίας τα αποτελέσματα επέρχονται αναδρομικά από τη στιγμή περιέλευσης της δήλωσης του δικαιούχου στην εταιρεία²⁴⁷. Σημειωτέον δε ότι σε περίπτωση που προβλέπεται στους τίτλους πολλαπλασιαστικής μεγαλύτερης μονάδας, ο δικαιούχος τους μπορεί να προβεί σε σταδιακή, μερική άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, προβαίνοντας δηλαδή στη σχετική δήλωση για μέρος των μετοχών κάθε φορά.

Παρά το ότι η μονομερής δήλωση του δικαιούχου για την άσκηση του ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος προαίρεσης κατατείνει στην ίδρυση της μετοχικής σχέσης, δεν αρκεί μόνο αυτή για να καταστεί πράγματι μέτοχος. Τη δήλωση του, λοιπόν, ακολουθεί μία ακόμη ενέργεια, που αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση προκειμένου να καταστεί ο δικαιούχος μέτοχος. Αυτή είναι η εκ μέρους του δικαιούχου καταβολή του συμφωνημένου τιμήματος για την απόκτηση των νεοεκδιδόμενων μετοχών («τιμή άσκησης») στην εταιρεία, κάτι που αποτυπώνεται ρητά και στο άρθρο 58 παρ. 1 εδ. α' ν. 4548/2018, ενώ σύμφωνα με το εδ. α' της παρ. 3 αυτού «Με την άσκηση του δικαιώματος κτήσης μετοχών και την καταβολή του προβλεπόμενου στην παράγραφο 1 ποσού, σύμφωνα με τα παραπάνω, επέρχεται αύξηση του κεφαλαίου, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην απόφαση έκδοσης των τίτλων». Η καταβολή δε του τιμήματος απόκτησης των νέων μετοχών θα πρέπει να γίνει εξίσου εντός του χρόνου άσκησης του δικαιώματος, σύμφωνα με τα όσα αναφέρθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, κατά την εξέταση της τιμής άσκησης ως όρου του ελάχιστου περιεχομένου της απόφασης έκδοσης των τίτλων, ενώ θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να είναι ολοσχερής κι όχι μερική²⁴⁸. Κατόπιν των ανωτέρω, γίνεται φανερό πως ο δικαιούχος οφείλει πρώτα να καταβάλει ο ίδιος το τίμημα, προκειμένου να αξιώσει εν συνεχεία την απόκτηση των νεοεκδιδόμενων μετοχών από την εταιρεία.

²⁴⁵ Γεωργιάδης, Σύμφωνον προαιρέσεως και δικαίωμα προαιρέσεως (Option), 1970, 209.

²⁴⁶ Γεωργιάδης, Σύμφωνον προαιρέσεως και δικαίωμα προαιρέσεως (Option), 1970, 210, όπου και επισήμανση ότι κατά το άρθρο 168 ΑΚ ανάκληση είναι δυνατή μόνο αν περιήλθε στο άλλο μέρος πριν ή ταυτόχρονα με τη δήλωση άσκησης του δικαιώματος και όχι μετά από αυτήν.

²⁴⁷ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 365.

²⁴⁸ Σύμφωνα με την Αιτ. Έκθεση του ν. 4548/2018 επί του άρθρου 58 «Επιπρόσθετα, δεν επιτρέπεται μερική καταβολή του ποσού για την απόκτηση των μετοχών που εκδίδονται κατά την άσκηση του δικαιώματος».

Σημειωτέον ότι μπορεί ο δικαιούχος να μην καθίσταται μέτοχος με μόνη τη δήλωση του, αλλά σίγουρα η απεύθυνση της στην εταιρεία ενισχύει τη θέση του²⁴⁹. Από απλώς δικαιούχος των τίτλων που μπορεί κάποια στιγμή στο μέλλον να καταστεί ή και όχι μέτοχος της, μετατρέπεται σε δικαιούχο που σίγουρα θα καταστεί μέτοχος της στο άμεσο μέλλον, κάτι που τον καθιστά φορέα ακόμη μεγαλύτερης προσδοκίας δικαιώματος για την απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας. Όντας πλέον εγγύτερα στον μέτοχο παρά στον δικαιούχο των τίτλων, ενισχύεται και η προστασία που είναι σε θέση να αξιώσει έναντι της εταιρείας και των μελών της σε σχέση με τον «εν δυνάμει μέτοχο», σύμφωνα με τα όσα αναφέρθηκαν σχετικά σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας²⁵⁰.

Z.1.2. Συνέπειες της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης και περαιτέρω ενέργειες

Εκ των ανωτέρω συνάγεται πως στη βασική μορφή των τίτλων κτήσης μετοχών, ο δικαιούχος καθίσταται μέτοχος με την απεύθυνση της σχετικής μονομερούς δήλωσης του και την καταβολή του τιμήματος στην εκδότρια των τίτλων εταιρεία. Αυτό προκύπτει και από το γράμμα του νόμου, καθώς σύμφωνα με το άρθρο 58 παρ. 3 εδ. α' ν. 4548/2018, η αύξηση κεφαλαίου επέρχεται κατόπιν των ανωτέρω δύο ενεργειών. Εν προκειμένω, λοιπόν, ο δικαιούχος καθίσταται μέτοχος με πρωτότυπο τρόπο και φέρει τα μετοχικά δικαιώματα ήδη από την καταβολή του τιμήματος, ενώ η εν συνεχεία αύξηση κεφαλαίου, αλλά και οι κατόπιν αυτής ενέργειες (παράδοση μετοχών, εγγραφή του στο βιβλίο μετόχων, τήρηση εταιρικών διατυπώσεων), επέρχονται ως «αναγκαία συνέπεια» του ότι αυτός έχει ήδη επιφέρει μονομερώς την εκ μέρους του απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας, αποτελώντας έτσι πράξεις «βεβαιωτικές».

Ακολουθούν, λοιπόν, την ίδρυση της μετοχικής σχέσης κι άλλες ενέργειες τόσο από τη μεριά του μετόχου (πλέον), όσο και από τη μεριά της εταιρείας. Αφού γίνει και η καταβολή του τιμήματος, ακολουθεί η παράδοση εκ μέρους του μετόχου - πρώην δικαιούχου των έγχαρτων τίτλων στην εταιρεία προκειμένου αυτοί να ακυρωθούν ή στην περίπτωση άυλων τίτλων, η δέσμευση και η ακύρωση τους σύμφωνα με την ειδική διαδικασία που προβλέπεται στον κανονισμό του κεντρικού αποθετηρίου τίτλων, όπου αυτοί τηρούνται λογιστικά. Ακόμη και αν δεν έχει συμφωνηθεί ρητώς από τα μέρη στη σύμβαση των τίτλων, η ανωτέρω υποχρέωση του δικαιούχου – πλέον μετόχου πηγάζει από την καλή πίστη, η οποία επιβάλλει εν προκειμένω την ασφάλεια των συναλλαγών κι έτσι την αποτροπή της περαιτέρω κυκλοφορίας και μεταβίβασης των τίτλων, τα ενσωματωμένα δικαιώματα των οποίων ήδη ασκήθηκαν²⁵¹.

Επιπλέον, από τη μεριά της εταιρείας ακολουθεί η διενέργεια όλων εκείνων των πράξεων προκειμένου να «βεβαιωθεί» η απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας από τον δικαιούχο, ο οποίος έχει αντίστοιχα σχετικές αξιώσεις προς διενέργεια τους, αφού καταβάλλει το τίμημα απόκτησης των μετοχών. Ακολουθεί δηλαδή η έκδοση των υποκειμένων μετοχών κι εφόσον πρόκειται για έγχαρτους μετοχικούς τίτλους η παράδοση του (ή τους) στον δικαιούχο και η εγγραφή του στο βιβλίο μετόχων κατ' άρθρο 40 παρ. 2 ν. 4548/2018 ή εφόσον πρόκειται για άυλες μετοχές, στο μητρώο του κεντρικού αποθετηρίου τίτλων κατ' άρθρο 40 παρ. 6 ν. 4548/2018. Επιπλέον αυτών, σύμφωνα με το άρθρο 58 παρ. 3 εδ. β' ν. 4548/2018 το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας θα πρέπει εντός δύο μηνών από τη λήξη της προθεσμίας άσκησης του δικαιώματος κτήσης μετοχών να αναπροσαρμόσει το περί κεφαλαίου άρθρο του καταστατικού, τηρώντας τις διατυπώσεις

²⁴⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 365.

²⁵⁰ Βλ. ανωτ. υπό Δ.4.

²⁵¹ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 58 αρ. 12.

δημοσιότητας, εν όψει της αύξησης κεφαλαίου που πραγματοποιήθηκε κατόπιν άσκησης των δικαιωμάτων των τίτλων, ενώ υποστηρίζεται πως θα πρέπει να προβεί και σε πιστοποίηση καταβολής του κατ' άρθρο 20 παρ. 6 ν. 4548/2018²⁵². Όπως αναφέρθηκε δε και σε προηγούμενα κεφάλαια, αναλόγως της εκάστοτε ενέργειας που λαμβάνει χώρα πραγματοποιούνται και οι αντίστοιχες λογιστικές εγγραφές, εν προκειμένω δε θα πρόκειται για πίστωση του μετοχικού κεφαλαίου και χρέωση του ειδικού αποθεματικού που σχηματίστηκε με την καταβολή του τιμήματος για την απόκτηση των τίτλων κατ' άρθρο 58 παρ. 5 ν.4548/2018.

Ωστόσο, αναφορικά με την ανωτέρω αυτή «ακολουθία» ενεργειών, θα πρέπει να γίνει μία διευκρίνιση. Στην περίπτωση που δεν πρόκειται για τη βασική μορφή των εταιρικών τίτλων κτήσης μετοχών, αλλά για τίτλους που δίνουν το δικαίωμα απόκτησης ήδη υφιστάμενων μετοχών (ή και για καλυμμένους τίτλους κτήσης μετοχών), παρεμβάλλεται αναγκαστικά ένα ακόμη «στάδιο», καθώς δεν αρκεί για την απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας μόνη η δήλωση και η καταβολή του τιμήματος εκ μέρους του δικαιούχου. Όπως αναφέρθηκε στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας²⁵³, σε αυτήν την περίπτωση η απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας δε γίνεται με τρόπο πρωτότυπο αλλά παράγωγο, καθώς χωρεί μεταβίβαση υφιστάμενων μετοχών στον δικαιούχο κι όχι έκδοση νέων μετοχών κατόπιν αύξησης κεφαλαίου. Επομένως, παρίσταται αναγκαία και η κατάρτιση της σχετικής εκπονητικής δικαιοπραξίας προκειμένου να συντελεστεί η μεταβίβαση αυτή, κατόπιν της οποίας και μόνο ο δικαιούχος αποκτά τη μετοχική ιδιότητα.

Τέλος, έχει επισημανθεί αρκετές φορές πως στο πλαίσιο της ελευθερίας των συμβάσεων, εκδότρια εταιρεία και δικαιούχος μπορούν να συμπεριλάβουν στη σύμβαση των τίτλων οποιονδήποτε πρόσθετο, ειδικότερο των νόμιμων όρο επιθυμούν να διέπει τη λειτουργία των τίτλων κτήσης μετοχών. Το ίδιο ισχύει και όσον αφορά στην άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, επομένως η κατά τα άνω βασική διαδικασία της άσκησης των δικαιωμάτων των τίτλων είναι δυνατόν να παρουσιάζει πολλές και διαφορετικές παραλλαγές. Συγκεκριμένα, εκτός των βασικών όρων της άσκησης του δικαιώματος (π.χ. προθεσμία άσκησης), που αποτελούν ταυτόχρονα το κατ' ελάχιστον περιεχόμενο της απόφασης έκδοσης και τα ουσιώδη στοιχεία της σύμβασης των τίτλων, μπορεί να συμφωνηθεί δυνατότητα ανάκλησης της δήλωσης, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, «αυτόματη» άσκηση των τίτλων, ήτοι διάθεση των υποκείμενων μετοχών στον δικαιούχο με τη λήξη της περιόδου άσκησης ακόμη και χωρίς σχετική δήλωση του εφόσον η εταιρεία το κρίνει συμφέρον γι' αυτόν κ.α.²⁵⁴.

Z.1.3. Η εναλλακτική της μεταβίβασης των τίτλων και η άπρακτη παρέλευση του χρόνου άσκησης

Στο πρώτο κεφάλαιο επισημάνθηκε πως πολύ συχνά όσοι επενδύουν σε τίτλους κτήσης μετοχών δεν προβαίνουν σε άσκηση του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης για απόκτηση μετοχών της εκδότριας των τίτλων εταιρείας, αλλά αντίθετα προβαίνουν σε περαιτέρω μεταβίβαση τους στη δευτερογενή αγορά, έτσι ώστε να επωφεληθούν τόσο από την εσωτερική αξία όσο και από την αξία χρόνου του δικαιώματος, οι οποίες απαρτίζουν την αγοραία αξία των τίτλων. Με τη μεταβίβαση λοιπόν των τίτλων ως αξιογράφων, μεταβιβάζεται το εμπράγματο

²⁵² Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 388.

²⁵³ Βλ. ανωτ. υπό Α.3.

²⁵⁴ Βλ. αναλ. Λιναρίτη, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 370 επ.

δικαίωμα επί των ενσώματων ή ασώματων τίτλων²⁵⁵ («δικαίωμα επί του εγγράφου») και το ενσωματωμένο σε αυτούς ενοχικό δικαίωμα προαίρεσης για την απόκτηση των υποκείμενων μετοχών («δικαίωμα εκ του εγγράφου»).

Η μεταβίβαση των τίτλων είναι αναϊτιώδης, ήτοι αν η αιτία της, οποιαδήποτε κι αν είναι αυτή (σύμβαση πώλησης, δωρεά, σύμβαση παροχής εξαρτημένης εργασίας κ.α.), πάσχει από κάποιο ελάττωμα, αυτό δεν θίγει αναγκαστικά την εγκυρότητα της μεταβίβασης²⁵⁶. Επιπλέον, η μεταβίβαση των τίτλων ακολουθεί τους κανόνες των άρθρων 41 και 42 ν. 4548/2018 για τη μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών, καθώς σύμφωνα με το άρθρο 56 παρ. 9 ν. 4548/2018 «Οι διατάξεις των άρθρων 40 έως 43 εφαρμόζονται αναλόγως επί τίτλων κτήσης μετοχών, εκτός αν οι όροι των τελευταίων προβλέπουν διαφορετικά». Επομένως, είναι κατ' αρχήν ελεύθερη, αλλά μπορούν να τεθούν και περιορισμοί σε αυτήν (κατ' αντιστοιχία με την πρόβλεψη δεσμευμένων μετοχών) σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία θέλει να ελέγξει τη μετοχική σύνθεση που θα μπορεί να έχει στο μέλλον, περιορισμοί οι οποίοι τίθενται τόσο στην σχετική απόφαση έκδοσης των τίτλων όσο και στη σύμβαση αυτών.

Πιο συγκεκριμένα, σε περίπτωση μεταβίβασης με ειδική διαδοχή έγχαρτων τίτλων απαιτείται συμφωνία και παράδοση των τίτλων στον αποκτώντα κατά τα άρθρα 513 και 1034 ΑΚ, με τις οποίες ολοκληρώνεται η μεταβίβαση μεταξύ των δύο μερών. Επιπλέον όμως, απαιτείται και εγγραφή του αποκτώντος ως νέου δικαιούχου στο μητρώο δικαιούχων που τηρεί η εκδότρια εταιρεία, σύμφωνα με τα ειδικότερα οριζόμενα στο άρθρο 41 παρ. 2 ν. 4548/2018, προκειμένου ο τελευταίος να «νομιμοποιηθεί» ως δικαιούχος των τίτλων απέναντι της²⁵⁷. Εάν πρόκειται δε για άυλους τίτλους κτήσης μετοχών, η μεταβίβαση τους συντελείται κατόπιν σχετικής συμφωνίας των μερών και μέσω σχετικής καταχώρισης σε λογαριασμούς αξιών που τηρούνται σε κεντρικό αποθετήριο τίτλων ή διαμεσολαβητή, η οποία κι έχει συστατικό χαρακτήρα²⁵⁸, σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις (άρθρο 41 παρ. 3 ν. 4548/2018). Τέλος, μεταβίβαση είναι δυνατόν να χωρέσει και λόγω καθολικής διαδοχής, περίπτωση κατά την οποία σύμφωνα με το άρθρο 42 ν. 4548/2018 ο διάδοχος του αρχικού δικαιούχου εγγράφεται στο βιβλίο δικαιούχων των τίτλων που τηρεί η εταιρεία «.. ή στο μητρώο του κεντρικού αποθετηρίου ή στο λογαριασμό αξιών του εγγεγραμμένου διαμεσολαβητή κατά περίπτωση, μόλις προσκομιστούν με την επιμέλεια όποιου έχει έννομο συμφέρον στην εταιρεία ή, κατά περίπτωση, στο πρόσωπο που τηρεί το βιβλίο ή το μητρώο ή το λογαριασμό αξιών, τα έγγραφα που αποδεικνύουν τη διαδοχή».

Σημειωτέον ότι σε περίπτωση που ο προβλεπόμενος πολλαπλασιαστής των τίτλων είναι μεγαλύτερος της μονάδας, είναι δυνατόν να χωρέσει μερική μεταβίβαση, για μέρος δηλαδή των ενσωματωμένων δικαιωμάτων προαίρεσης απόκτησης των υποκείμενων μετοχών. Σε αυτήν την περίπτωση η εκδότρια εταιρεία θα πρέπει να προβεί σε έκδοση νέου τίτλου τόσο για τον μεταβιβάζοντα, που θα ενσωματώνει τα μη μεταβιβασθέντα δικαιώματα προαίρεσης των μετοχών,

²⁵⁵ Βλ. Χασάπη, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 41 αρ. 25 για «επικράτηση» της θεώρησης των άυλων μετοχών ως αξιογράφων επί των οποίων υφίστανται εμπράγματα δικαιώματα, αντί της θεώρησης τους ως ενοχικά δικαιώματα.

²⁵⁶ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 56 αρ. 107.

²⁵⁷ Χασάπης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 41 αρ. 8, 17.

²⁵⁸ Χασάπης, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 41 αρ. 27, 30, 31, όπου και λόγος για αναλογική εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 1034 επ. ΑΚ για τη μεταβίβαση άυλων μετοχών, με συνέπεια «η εκποιητική σύμβαση της μεταβίβασης της κυριότητας συντίθεται από τη συμφωνία μετάθεσης της κυριότητας και την παράδοση της νομής, φέρει τον τύπο της ηλεκτρονικής καταχώρισης (σύστημα τυπικής δημοσιότητας), η έλλειψη του οποίου την καθιστά απολύτως άκυρη...».

όσο και για τον αποκτώντα, που θα ενσωματώνει τα μεταβιβασθέντα δικαιώματα προαίρεσης ή να προβεί στις αντίστοιχες λογιστικές καταχωρήσεις²⁵⁹.

Τέλος, ο δικαιούχος μπορεί να επιλέξει να μην προβεί σε καμία από τις ανωτέρω ενέργειες, δηλαδή ούτε σε άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, ούτε σε μεταβίβαση των τίτλων, αφήνοντας την αποσβεστική προθεσμία άσκησης των τίτλων να παρέλθει άπρακτη. Σε αυτήν την περίπτωση τα ενσωματωμένα στους τίτλους δικαιώματα προαίρεσης αποσβένονται και οι τίτλοι ακυρώνονται από την εταιρεία, όπως συμβαίνει και στην περίπτωση που ασκηθούν τελικά τα δικαιώματα, ενώ παύει να υφίσταται κι ενοχική δέσμευση των μερών από τη σύμβαση των τίτλων.

Z.2. Βασικά στοιχεία της σύμβασης των τίτλων κτήσης μετοχών

Z.2.1. Χρόνος και διαδικασία κατάρτισης της σύμβασης

Ήδη από το πρώτο κεφάλαιο της παρούσας, στο πλαίσιο παρουσίασης της «βασικής εικόνας» και της λειτουργίας των μελετώμενων τίτλων, επισημάνθηκε πως ο δικαιούχος τους συνδέεται με την εκδότρια τους ανώνυμη εταιρεία με μία σύμβαση, στην οποία καθορίζονται οι βασικές υποχρεώσεις και τα δικαιώματα εκάστου των μερών, συμπεριλαμβανομένων όλων εκείνων των βασικών στοιχείων των τίτλων που αποτελούν και το αναγκαίο κατά νόμο περιεχόμενο της εταιρικής απόφασης έκδοσης τους²⁶⁰, καθώς και πρόσθετοι όροι στους οποίους συμφωνούν τα μέρη. Με αυτόν τον τρόπο η λειτουργία των τίτλων κτήσης μετοχών και συνάμα η σχέση δικαιούχου – εκδότριας, σε αντίθεση με τα ισχύοντα αναφορικά με τις μετοχές που εκδίδει η ανώνυμη εταιρεία, ρυθμίζεται τόσο από το εταιρικό δίκαιο και τους κανόνες που αφορούν στην απόφαση έκδοσης των τίτλων κ.λπ. όσο και από ιδιαίτερη σύμβαση που καταρτίζεται μεταξύ δικαιούχου και εκδότριας, τη σύμβαση των τίτλων.

Η σύμβαση αυτή μεταξύ αρχικού δικαιούχου των τίτλων και εκδότριας εταιρείας συνάπτεται μετά την απόφαση της τελευταίας περί έκδοσης των τίτλων. Συγκεκριμένα, η εταιρική απόφαση για την έκδοση των τίτλων αποτελεί πρόσκληση προς τους ενδιαφερόμενους – μελλοντικούς δικαιούχους για υποβολή εκ μέρους τους πρότασης για την ανάληψη των εκδιδόμενων τίτλων και άρα για τη σύναψη της σύμβασης των τίτλων²⁶¹. Το γεγονός ότι έχει προηγηθεί η εταιρική απόφαση στην οποία περιλαμβάνονται όλα τα ουσιώδη στοιχεία που σχετίζονται με την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης και αποτελούν το αναγκαίο κατά νόμο περιεχόμενο της (άρθρο 56 παρ. 3 ν. 4548/2018) δε σημαίνει ότι η αρχική αυτή διαμόρφωση τους έγινε αποκλειστικά από την εκδότρια, χωρίς τη συμμετοχή των μελλοντικών δικαιούχων. Κατά κανόνα έχει προηγηθεί ενός είδους διαπραγμάτευση γύρω από τους βασικούς όρους των τίτλων μεταξύ της εταιρείας και των μελλοντικών δικαιούχων, οι οποίοι δικαιούχοι θα είναι και ως ένα βαθμό ορισμένοι ή και απολύτως ορισμένοι, εφόσον πρόκειται να λάβει χώρα ιδιωτική τοποθέτηση των τίτλων, σύμφωνα με τα όσα αναφέρθηκαν ανωτέρω για τον τρόπο διάθεσης τους²⁶². Εάν αντιθέτως πρόκειται να διατεθούν οι τίτλοι με δημόσια προσφορά, η σχετική επαφή της εταιρείας για τη διαμόρφωση όρων που θα γίνουν αποδεκτοί από το επενδυτικό κοινό, γίνεται όχι με τους ίδιους τους μελλοντικούς δικαιούχους, αφού αυτοί τη δεδομένη χρονική στιγμή είναι άγνωστοι, αλλά με άλλα πρόσωπα π.χ. με χρηματοοικονομικούς συμβούλους, που έχουν γνώση

²⁵⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 393.

²⁶⁰ Βλ. ανωτ. υπό Ε.3.

²⁶¹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 299.

²⁶² υπό Ε.3.

των δεδομένων της αγοράς. Η πρόμη αυτή «συμμετοχή» των μελλοντικών δικαιούχων στη διαμόρφωση των βασικών όρων των τίτλων, οι οποίοι θα αποτυπωθούν στην εταιρική απόφαση έκδοσης, εξυπηρετεί αμφότερες τις πλευρές: αφενός η εκδότρια εταιρεία μπορεί να εξασφαλίσει ότι θα υπάρξει κάλυψη της έκδοσης των τίτλων κι έτσι θα επιτευχθεί ο σκοπός χρηματοδότησης της μέσω αυτής, αφού στην αντίθετη περίπτωση που οι όροι των τίτλων καθορίζονταν αποκλειστικά από αυτήν θα υπήρχε το ενδεχόμενο να μην «προσελκύσουν» επενδυτές για την απόκτηση των τίτλων. Αφετέρου, οι μελλοντικοί δικαιούχοι μπορούν να εξασφαλίσουν συμφέροντες και γι' αυτούς όρους άσκησης του ενσωματωμένου δικαιώματος προκειμένου να λάβουν τελικά την απόφαση για ανάληψη των τίτλων.

Μετά λοιπόν από την πρόσκληση της εκδότριας για υποβολή πρότασης, ήτοι αφού λάβουν οι ενδιαφερόμενοι γνώση της εταιρικής απόφασης για έκδοση των τίτλων, ακολουθεί η εκ μέρους τους πρόταση για ανάληψη των τίτλων και κατάρτιση της σύμβασης. Σε αυτό το στάδιο μπορεί να υπάρξει ακόμη μεγαλύτερη επαφή μεταξύ εκδότριας και μελλοντικών δικαιούχων γύρω από τους όρους των τίτλων, εξειδίκευση αυτών και προσθήκη ακόμη περισσότερων ειδικών όρων και ρητρών που τυχόν επιθυμεί ο μελλοντικός δικαιούχος προς εξασφάλιση των δικαιωμάτων του και προστασία της θέσης του π.χ. σε περίπτωση που λάβουν χώρα γεγονότα που θέτουν αυτόν σε κίνδυνο, όπως εταιρικοί μετασχηματισμοί και μεταγενέστερες αυξήσεις κεφαλαίου. Με αυτόν τον τρόπο, η σύμβαση των τίτλων παύει να αποτελεί σε μεγάλο βαθμό *σύμβαση προσχώρησης*²⁶³, της οποίας τους όρους διαμορφώνει η εκδότρια και απλώς αποδέχονται οι δικαιούχοι, κάτι που μπορεί να ισχύει σε αρκετές περιπτώσεις όπου τόσο η προηγούμενη της έκδοσης επαφή των μερών όσο και η ανωτέρω, μεταγενέστερη επαφή είναι ανύπαρκτη ή όχι τόσο ουσιαστική ώστε να οδηγεί στη συμπερίληψη όρων που πράγματι επέλεξε ο μελλοντικός δικαιούχος.

Κατόπιν των ανωτέρω και αφού εκδότρια και μελλοντικοί δικαιούχοι συμφωνήσουν στους όρους που θα διέπουν την μεταξύ τους σχέση και αναφέρονται στη λειτουργία των τίτλων, η εκδότρια εταιρεία προβαίνει σε έκδοση απόφασης με την οποία ορίζονται οι δικαιούχοι και η διάθεση των τίτλων σε αυτούς, χρονική στιγμή κατά την οποία επέρχεται και η κατάρτιση της, κατά κανόνα έγγραφης, σύμβασης των τίτλων (αν ασκηθούν δικαιώματα προτίμησης των μετόχων στους εκδοθέντες τίτλους, η σύμβαση καταρτίζεται με την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης). Οι όροι δε της σύμβασης, όπως επισημάνθηκε ανωτέρω, συχνά αποτυπώνονται και στους ίδιους τους (έγχαρτους) τίτλους που αποδίδονται στους δικαιούχους. Με το χρονικό αυτό σημείο κατάρτισης της σύμβασης ταυτίζεται και η κάλυψη της έκδοσης των τίτλων, χρονική στιγμή κατά την οποία αποκτάται η ιδιότητα του «δικαιούχου των τίτλων», χωρίς να απαιτείται η εκ μέρους του καταβολή του τυχόν προβλεπόμενου τιμήματος.

Z.2.2. Το αντικείμενο και η νομική φύση της σύμβασης

Με τη σύμβαση των τίτλων αμφότερα τα συμβαλλόμενα μέρη αναλαμβάνουν υποχρεώσεις, δεσμευόμενα ενοχικά σε εκπλήρωση τους. Όσον αφορά στις κύριες υποχρεώσεις των μερών, οι οποίες και αποτελούν το διακριτικό γνώρισμα της σύμβασης των τίτλων σε σχέση με άλλες συμβάσεις, η εκδότρια εταιρεία αναλαμβάνει την υποχρέωση α) να καταστήσει το έτερο

²⁶³ Σύμφωνα με την ΑΠ 2212/2013 «Σύμβαση προσχώρησης είναι εκείνη, κατά την οποία ο συμβαλλόμενος έχει το δικαίωμα ή μη της σύμβασης, αλλά σε περίπτωση που αποφασίσει να συμβληθεί με συγκεκριμένο αντισυμβαλλόμενο, προσχωρεί σε, εκ των προτέρων διατυπωμένους από τον αντισυμβαλλόμενο του συμβατικούς όρους», [APEIOS ΠΑΓΟΣ - ΑΠΟΦΑΣΗ 2212/2013 \(ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ - Α2\) \(areiospagos.gr\)](http://www.apeiospagos.gr).

συμβαλλόμενο μέρος δικαιούχο των τίτλων (να τον καταστήσει κύριο των αξιογράφων των τίτλων, έγχαρτων ή άυλων) και να του παραδώσει τους αντίστοιχους τίτλους, εφόσον δεν είναι άυλοι και β) να αναγνωρίσει/δεσμευτεί ότι στο μέλλον αυτός ενδέχεται να «αυτοκαταστεί» μέτοχος της (με την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης και αφού πάντως καταβάλει και το τίμημα), όποτε και θα οφείλει να του παραδώσει, αντίστοιχα, νεοεκδιδόμενες ή υφιστάμενες μετοχές, εφόσον δεν είναι άυλες. Ο δικαιούχος των τίτλων αναλαμβάνει την υποχρέωση α) να καταβάλει το τίμημα απόκτησης των τίτλων κτήσης μετοχών, υποχρέωση που όμως μπορεί να μην υφίσταται πάντα αφού η διάθεση των τίτλων μπορεί να είναι δωρεάν και β) να καταβάλει το τίμημα απόκτησης των υποκείμενων μετοχών όταν ασκήσει το ενσωματωμένο στους τίτλους δικαίωμα προαίρεσης, υποχρέωση που αναλαμβάνεται σε κάθε περίπτωση²⁶⁴. Πρόκειται έτσι για μία ενοχική, υποσχετική, αμφοτεροβαρή σύμβαση όπου η εκδότρια αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταστήσει τον αντισυμβαλλόμενο της δικαιούχο αξιογράφου έκδοσης της, το οποίο ενσωματώνει δικαίωμα προαίρεσης του τελευταίου για μελλοντική απόκτηση μετοχών της έναντι ανταλλάγματος. Είναι δε ορισμένης χρονικής διάρκειας, καθώς το εν λόγω δικαίωμα μπορεί να ασκηθεί μόνο εντός ορισμένου χρονικού ορίου, μετά την άπρακτη παρέλευση του οποίου αποσβένεται, οι τίτλοι ακυρώνονται κι έτσι παύουν να υφίστανται οι ενοχικές δεσμεύσεις των μερών από τη σύμβαση. Και στην περίπτωση βέβαια που ασκηθεί το δικαίωμα προαίρεσης και ακολουθηθεί όλη η διαδικασία που αναφέρθηκε ανωτέρω, ακυρώνονται οι τίτλοι και παύει να υφίσταται η σχέση δικαιούχου τίτλων – εκδότριας εταιρείας αφού ο πρώτος αποτελεί πλέον μέτοχο της, με αποτέλεσμα και η σύμβαση των τίτλων να καθίσταται άνευ αντικειμένου, αυτή τη φορά λόγω «πλήρους εκπληρώσεως» της.

Προκύπτει ότι βασικό αντικείμενο, αλλά και συνέπεια της σύμβασης, είναι η σύσταση του δικαιώματος προαίρεσης του δικαιούχου για απόκτηση νεοεκδιδόμενων ή υφιστάμενων μετοχών της εταιρείας. Η δε δεύτερη ως άνω υποχρέωση της εταιρείας και η πάντα υφιστάμενη υποχρέωση του δικαιούχου για την καταβολή του τιμήματος των μετοχών, ενεργοποιούνται μόνο εφόσον αυτός αποφασίσει τελικά να ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης, τελούν δηλαδή υπό την αίρεση ασκήσεως του. Έχει έτσι η σύμβαση τη μορφή συμφώνου προαιρέσεως²⁶⁵, καθώς έχει ως συνέπεια τη σύσταση του διαπλαστικού δικαιώματος προαίρεσης για απόκτηση των μετοχών ενώ παράλληλα το κύριο μέρος αυτής (η κύρια υποχρέωση του δικαιούχου και η δεύτερη χρονικά υποχρέωση της εταιρείας) τελεί υπό την αίρεση ασκήσεως αυτού.

Κατόπιν των ανωτέρω παραδοχών, θα μπορούσε να υποστηριχθεί πως η σύμβαση των τίτλων αποτελεί μία *μεικτή σύμβαση*, καθώς συνδυάζει χαρακτηριστικά της σύμβασης πώλησης (στην οποία «κλίνει» περισσότερο) αλλά και της σύμβασης έργου²⁶⁶. Σύμβαση πώλησης ως προς το σκέλος της «πώλησης» των τίτλων και των μετοχών της εκδότριας στον δικαιούχο, αφού αυτός ασκήσει το ενσωματωμένο στους τίτλους δικαίωμα προαίρεσης και σύμβαση έργου (στην οποία ο εργολάβος οφείλει ορισμένο αποτέλεσμα) επειδή και η αρχική διάθεση των τίτλων της εταιρείας στον δικαιούχο και η μετέπειτα αναγνώριση της ιδιότητας του μετόχου σε αυτόν εκ μέρους της εταιρείας, επιβάλουν στην τελευταία υποχρεώσεις προς την επιδίωξη συγκεκριμένου

²⁶⁴ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 302.

²⁶⁵ Γεωργιάδης, Συμφωνον προαιρέσεως και δικαίωμα προαιρέσεως (Option), 1970, 117, όπου και επισήμανση ότι το περιεχόμενο του συμφώνου προαιρέσεως δεν εξαντλείται στη θεμελίωση του διαπλαστικού δικαιώματος προαίρεσης αλλά με αυτό καθορίζονται επιπλέον τόσο οι όροι άσκησης του δικαιώματος όσο και το περιεχόμενο της κύριας σύμβασης.

²⁶⁶ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 356, 357.

αποτελέσματος²⁶⁷. Έτσι, σε ζητήματα που δεν ρυθμίζονται ρητώς από τη σύμβαση των τίτλων μπορούν να τύχουν εφαρμογής οι διατάξεις του γενικού ενοχικού δικαίου του αστικού κώδικα αλλά και οι διατάξεις που διέπουν τις παραπάνω δύο ρυθμισμένες συμβάσεις, ήτοι τα άρθρα 513 επ. ΑΚ και 681 επ. ΑΚ (π.χ. εάν η εκδότρια δεν προβαίνει σε διάθεση των τίτλων στον δικαιούχο, παραβιάζοντας έτσι την πρώτη κύρια της υποχρέωση, τυγχάνει εφαρμογής το άρθρο 516 ΑΚ και ο δικαιούχος μπορεί να ασκήσει τα δικαιώματα που θα είχε σε περίπτωση υπερημερίας ή υπαίτιας αδυναμίας παροχής), μόνο όμως στον βαθμό που δεν έρχονται σε αντίθεση με την ιδιαίτερη φύση των τίτλων και του ενσωματωμένου σε αυτούς δικαιώματος²⁶⁸.

Η σύμβαση των τίτλων με το ανωτέρω περιεχόμενο και μεν αποτελεί μία αυτοτελή ενοχική σύμβαση, θα λειτουργεί όμως συνήθως ως «τμήμα» άλλων συμφωνιών της εκδότριας εταιρείας με τον αρχικό δικαιούχο των τίτλων, οι οποίες συμφωνίες θα υποδηλώνουν και την αιτία έκδοσης των τίτλων π.χ. όταν οι τίτλοι διατίθενται παράλληλα με μετοχές ή ομολογίες ή όταν αποτελούν αντάλλαγμα ή τίμημα για παροχή υπηρεσιών στην εκδότρια εταιρεία²⁶⁹. Σημειωτέον δε πως και μεν η σύμβαση συνάπτεται μεταξύ εκδότριας εταιρείας και αρχικού δικαιούχου, αλλά σε περίπτωση μεταβίβασης των τίτλων από τον τελευταίο πριν την πάροδο της αποσβεστικής προθεσμίας άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, ο αποκτών υπεισέρχεται σε αυτήν, δεσμευόμενος από τους όρους της.

Z.2.3. Περιεχόμενο της σύμβασης

Αναφέρθηκαν ανωτέρω οι κύριες υποχρεώσεις των μερών, εκδότριας εταιρείας και δικαιούχου, οι οποίες αποτελούν τα ουσιώδη στοιχεία της σύμβασης των τίτλων (*essentialia negotii*). Οι υποχρεώσεις της εκδότριας συνδέονται άρρηκτα με εκείνα τα ουσιώδη στοιχεία, τους βασικούς όρους των τίτλων που επισημάνθηκε στο πρώτο κεφάλαιο ότι αποτελούν τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα τους ως κατηγορίας τίτλων²⁷⁰, αλλά και στοιχεία του αναγκαίου κατά νόμο περιεχόμενου της εταιρικής απόφασης έκδοσης των τίτλων²⁷¹. Αυτό καθώς η εκδότρια δεσμεύεται να καταστήσει τον αντισυμβαλλόμενο της κύριο τίτλων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά και δεσμεύεται επίσης να τον αναγνωρίσει μετέπειτα ως μέτοχο της βάσει συγκεκριμένων όρων (π.χ. ο πολλαπλασιαστής ορίζει το πόσες μετοχές οφείλει να του «παραδώσει»). Αυτά τα στοιχεία ως προς τα οποία δεσμεύεται η εκδότρια αναλαμβάνοντας τις ανωτέρω δύο υποχρεώσεις αφορούν στις υποκείμενες μετοχές, στον χρόνο άσκησης του δικαιώματος, στον πολλαπλασιαστή, στην τιμή άσκησης του δικαιώματος και στη δέσμευση της στο να επέρχονται τα αποτελέσματα της άσκησης του δικαιώματος με μόνη τη δήλωση του δικαιούχου (και την καταβολή του τιμήματος), όπως αυτά αναλύθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο²⁷².

Εκτός αυτών βέβαια η σύμβαση των τίτλων (είναι δυνατόν να) περιέχει και λοιπούς όρους, τα λεγόμενα επουσιώδη στοιχεία (*accidentalia negotii*). Τα μέρη στο πλαίσιο της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361) μπορούν να συμπεριλάβουν οποιαδήποτε ειδικότερη συμφωνία και ρήτρα επιθυμούν στην σύμβαση, όπως ρήτρες προς εξασφάλιση υψηλότερης προστασίας του δικαιούχου

²⁶⁷ Βλ. και κατωτ. υπό Z.2.3. για τις παρεπόμενες υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρείας.

²⁶⁸ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 435, 449.

²⁶⁹ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 294.

²⁷⁰ Βλ. ανωτ. υπό Α.1.

²⁷¹ Βλ. ανωτ. υπό Ε.3.

²⁷² Βλ. ανωτ. υπό Ε.3.

κατά τη διενέργεια συγκεκριμένων εταιρικών πράξεων, ειδικότερους όρους σχετικά με την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης π.χ. πρόβλεψη πρόωρης άσκησης του δικαιώματος ή δικαιώματος εξαγοράς των τίτλων από την ίδια την εκδότρια, ρήτρες που αφορούν στα οικονομικά χαρακτηριστικά των τίτλων π.χ. αυξανόμενη με τον χρόνο τιμή άσκησης κ.α.²⁷³.

Τέλος, σε κάθε αμφοτεροβαρή σύμβαση, εκτός των κύριων υποχρεώσεων, ήτοι των κύριων παροχών των μερών, οι οποίες είναι αυτές που αποτελούν και το χαρακτηριστικό γνώρισμα της κάθε μίας σύμβασης που τη διαφοροποιεί από τις υπόλοιπες, γίνεται δεκτό πως τα μέρη μπορούν συμφωνήσουν πρόσθετες υποχρεώσεις, οι οποίες καλούνται «παρεπόμενες». Τέτοιες δε υποχρεώσεις πηγάζουν και από την αρχή της καλής πίστης (ΑΚ 288), που επιβάλλει στα μέρη την *επίδειξη συμπεριφοράς που ευνοεί την εκπλήρωση των κύριων ενοχών και λαμβάνει υπ' όψιν τα συμφέροντα του αντισυμβαλλόμενου τους*²⁷⁴. Αυτές οι απορρέουσες από την καλή πίστη υποχρεώσεις υφίστανται ανεξαρτήτως του αν τα μέρη τις έχουν ή δεν τις έχουν συνομολογήσει ρητά. Εν προκειμένω, η ιδιαίτερα σχέση που ιδρύεται μεταξύ δικαιούχου και εκδότριας εταιρείας δεδομένου ότι η τελευταία του αναγνωρίζει δικαίωμα να «αυτοκαταστεί» μέτοχος της στο μέλλον όντας για μία χρονική διάρκεια «εν δυνάμει μέτοχος» της, κάτι που όπως επισημάνθηκε πολλακίς επηρεάζει ιδιαίτερα τα θεμέλια της αφού επηρεάζεται το ίδιο το μετοχικό της κεφάλαιο, συνηγορεί υπέρ της αναγνώρισης τέτοιων παρεπόμενων υποχρεώσεων στο «πρόσωπο» της εκδότριας εταιρείας, βάσει της καλής πίστης (ΑΚ 288). Έτσι, γίνεται δεκτό πως η εταιρεία υποχρεούται να είναι *διαθέσιμη και συνεργάσιμη*, παρέχοντας την απαραίτητη βοήθεια της όσον αφορά τόσο στην άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης από τον δικαιούχο και την εκ μέρους του απόκτηση της μετοχικής ιδιότητας (π.χ. υποχρεούται να τον εγγράψει στο βιβλίο μετόχων ή να διαβιβάσει τη δήλωση σε κεντρικό αποθετήριο τίτλων χωρίς υπαίτια καθυστέρηση) όσο και στην απόφαση του για την άσκηση ή μη του δικαιώματος (π.χ. υποχρεούται να του παρέχει πληροφορίες που θα ζητήσει ώστε να αποφασίσει αν τον συμφέρει να ασκήσει το δικαίωμα ή όχι)²⁷⁵, ενώ ακόμη οφείλει να μην προβαίνει σε ενέργειες βλαπτικές των συμφερόντων των δικαιούχων, που επηρεάζουν δηλαδή αρνητικά την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης.

Καταληκτικά, γίνεται εμφανές πως αναλόγως των όρων και των εκατέρωθεν υποχρεώσεων που θα συμπεριλάβουν τα μέρη στη σύμβαση των τίτλων, αυτή είναι δυνατόν να προσλαμβάνει διαφορετικό κάθε φορά περιεχόμενο. Μπορεί έτσι να διαδραματίζει πολύ ουσιαστικό ρόλο στην δημιουργούμενη μεταξύ δικαιούχου του τίτλου και εκδότριας εταιρείας έννομης σχέσης, αποτελώντας καθοριστικό παράγοντα ιδίως για την εξασφάλιση των δικαιωμάτων του πρώτου, υπό την προϋπόθεση βεβαίως ότι επήλθε σύμπτωση των δηλώσεων βουλήσεως των μερών ως προς τη συμπερίληψη σχετικών όρων στην σύμβαση.

²⁷³ Βλ. αναλ. Λιναρίτη, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 347 επ.

²⁷⁴ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 2018, 137.

²⁷⁵ Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, 354.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Κατόπιν όλων των ανωτέρω, μπορούν συμπερασματικά να ειπωθούν για τους μελετώμενους τίτλους τα εξής: Οι εταιρικοί τίτλοι κτήσης μετοχών αποτελούν κινητές αξίες που δίνουν στον κάτοχο τους το δικαίωμα να αποκτήσει άλλες κινητές αξίες, μετοχές, έναντι ορισμένου τιμήματος (τιμή άσκησης) και εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος. Στη βασική μορφή των τίτλων, μία ανώνυμη εταιρεία προβαίνει σε έκδοση και διάθεση τους και οι αποκτώντες αυτούς, δικαιούχοι των τίτλων, δύνανται να αποκτήσουν μελλοντικά νεοεκδιδόμενες μετοχές της εταιρείας κατόπιν άσκησης του σχετικού ενσωματωμένου στους τίτλους δικαιώματος προαίρεσης με μονομερή δήλωση τους προς την εταιρεία. Έχουν δε οι τίτλοι κτήσης μετοχών «διπλή θεμελίωση», καθώς εκτός της εταιρικής απόφασης έκδοσης τους και της έως έναν βαθμό νομοθετικής ρύθμισης τους στα άρθρα 56 έως 58 του ν. 4548/2018, ο δικαιούχος τους καταρτίζει ιδιαίτερη σύμβαση με την εκδότρια εταιρεία, η οποία και ανάγεται σε βασικό ρυθμιστή της μεταξύ τους δημιουργούμενης έννομης σχέσης, ενώ τα μέρη μπορούν να διαμορφώσουν το περιεχόμενο της κατά βούληση.

Η άσκηση ή μη του ενσωματωμένου δικαιώματος προαίρεσης για απόκτηση μετοχών εναπόκειται στην απόλυτη διακριτική ευχέρεια των δικαιούχων, ενώ εάν και όταν την αποφασίσουν, αυτή επιφέρει μονομερώς αποτελέσματα, ήτοι με μόνη τη δήλωση του δικαιούχου και την καταβολή εκ μέρους του του τιμήματος απόκτησης των υποκείμενων μετοχών αυτός καθίσταται μέτοχος της εταιρείας αποκτώντας μετοχές της, που θα εκδοθούν κατόπιν αύξησης κεφαλαίου. Το αν ο δικαιούχος θα αποφασίσει να ασκήσει το ενσωματωμένο δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση μετοχών της εκδότριας εταιρείας εξαρτάται από το κατά πόσο αρχικά τον ενδιαφέρει να καταστεί μέτοχος της ή όχι αλλά και από το κατά πόσο αυτό τον συμφέρει δεδομένη χρονική στιγμή, αναλόγως της διαμόρφωσης της τιμής των υποκείμενων μετοχών και της διαφοράς που προκύπτει σε σχέση με την ορισμένη τιμή άσκησης των τίτλων. Έτσι, κατά κανόνα η άσκηση του δικαιώματος παρίσταται συμφέρουσα όταν η τιμή των υποκείμενων μετοχών είναι υψηλότερη της τιμής άσκησης, καθώς ο δικαιούχος μπορεί με αυτόν τον τρόπο να αποκτήσει υψηλής αξίας μετοχές καταβάλλοντας χαμηλότερο τίμημα απόκτησης τους σε σχέση με αυτό που θα κατέβαλε όντας ένας οποιοσδήποτε τρίτος, μη δικαιούχος των τίτλων. Βέβαια, ο δικαιούχος των τίτλων μπορεί να επιλέξει να μην ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης των τίτλων επειδή δεν τον ενδιαφέρει να καταστεί μέτοχος της εκδότριας των τίτλων εταιρείας, αλλά αντιθέτως επένδυσε εξ αρχής στους τίτλους με σκοπό την περαιτέρω μεταβίβαση τους πριν την λήξη της αποσβεστικής προθεσμίας άσκησης του ενσωματωμένου σε αυτούς δικαιώματος προαίρεσης, περίπτωση κατά την οποία επωφελείται της πρόσθετης αξίας χρόνου του δικαιώματος. Συγκεκριμένα, η επιλογή αυτή συναρτάται με την αποτίμηση της «εύλογης» αξίας των τίτλων, η οποία εξαρτάται τόσο από την εσωτερική αξία του δικαιώματος, ήτοι από την διαφορά μεταξύ τιμής των υποκείμενων μετοχών και τιμής άσκησης, όσο όμως και από την αξία χρόνου του δικαιώματος, δηλαδή από την αξία που έχουν επιπρόσθετα οι τίτλοι βάσει των πιθανοτήτων να αυξηθεί η τιμή των υποκείμενων μετοχών μέχρι την λήξη του χρόνου άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης.

Όσον αφορά στη χρηματοδοτική λειτουργία των τίτλων κτήσης μετοχών, αυτή επιτυγχάνεται είτε μέσω συνδυαστικής, δωρεάν διάθεσης τους με λοιπές κινητές αξίες, όποτε και λειτουργούν ως «sweetener» για τους επενδυτές προκειμένου αυτοί να παρέχουν ευνοϊκότερους όρους χρηματοδότησης στην εκδότρια εταιρεία, είτε μέσω μεμονωμένης διάθεσης τους, συνήθως έναντι τιμήματος. Ιδιαίτερα συμφέρουσα για την εκδότρια εταιρεία παρίσταται η σταδιακή

χρηματοδότηση που επιτυγχάνεται με την έκδοση των τίτλων, αφού αυτή μπορεί να «εισπράττει» σε ένα αρχικό στάδιο το τίμημα απόκτησης των τίτλων από τους δικαιούχους και σε μεταγενέστερα, διακριτά - αναλόγως του χρόνου άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης από τον κάθε δικαιούχο - στάδια, το τίμημα απόκτησης των υποκειμένων μετοχών. Αυτή η λειτουργία εξυπηρετεί ιδίως την μακροπρόθεσμη κεφαλαιοδότηση της εταιρείας που δεν μπορεί να επιτευχθεί με την συνήθη αύξηση κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, η συνδρομή των τίτλων κτήσης μετοχών ως χρηματοδοτικού εργαλείου καθίσταται ιδιαίτερα σημαντική σε εταιρείες με προβλήματα άντλησης είτε ιδίων είτε ξένων κεφαλαίων, όπως είναι οι νεοφυείς επιχειρήσεις και οι εταιρείες που βρίσκονται σε πρώιμο ή ώριμο στάδιο αφερεγγυότητας.

Το χαρακτηριστικό δε των τίτλων κτήσης μετοχών είναι ότι ο δικαιούχος τους δεν είναι ούτε μέτοχος της εκδότριας εταιρείας, καθώς δεν «κατέχει» μετοχές της αλλά ούτε και δανειστής της, καθώς δεν «κατέχει» χρεωστικούς τίτλους, κάτι που τους προσδίδει τον χαρακτήρα του υβριδικού μέσου χρηματοδότησης. Η φύση τους αυτή ως υβριδικό μέσο χρηματοδότησης «επιβεβαιώνεται» από επιμέρους χαρακτηριστικά τους, αλλά και από τα αποτελέσματα που επιφέρουν. Ενδεικτικά, η επένδυση στους τίτλους φέρει αυξημένο κίνδυνο αλλά και αναμενόμενη αυξημένη απόδοση, υπάρχει μεγάλη ελευθερία διαμόρφωσης των όρων επίτευξης της χρηματοδότησης της εταιρείας μέσω της σύμβασης των τίτλων, ενώ η έκδοση τους έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της, κάτι που οδηγεί και σε βέλτιστη διάρθρωση του ισολογισμού της.

Το γεγονός δε πως ο δικαιούχος των τίτλων δεν αποτελεί ούτε μέτοχο ούτε δανειστή της εταιρείας, φέρει τη δική του εξέχουσα σημασία, με ιδιαίτερες επιπτώσεις στα θεμέλια της εταιρείας. Όντας δικαιούχος του δικαιώματος να «αυτοκαταστεί» μέτοχος της στο μέλλον με μόνη τη δήλωση του περί τούτου και την καταβολή του τιμήματος απόκτησης των μετοχών, αποτελεί έναν «εν δυνάμει μέτοχο» που καθόλου δεν αφήνει ανεπηρέαστους τους λοιπούς μετόχους. Με την έκδοση τίτλων μετοχών σχηματίζεται μία νέα έννοια, αυτή του «δυνητικού μετοχικού κεφαλαίου» το οποίο αποτελείται από το ήδη υπάρχον μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας προσαυξημένο με αυτό που ενδέχεται να προκύψει από τις μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου κατόπιν άσκησης όλων των δικαιωμάτων προαίρεσης των δικαιούχων των τίτλων. Δεδομένων λοιπών των ανωτέρω, οι υφιστάμενοι μέτοχοι έρχονται αντιμέτωποι με μελλοντική απίσχναση της συμμετοχής τους στην εταιρεία. Εκτός αυτού όμως, η ιδιάζουσα αυτή θέση του δικαιούχου των τίτλων φέρνει και τον ίδιο αντιμέτωπο με καταστάσεις απειλητικές για τα συμφέροντα του, καθώς μη όντας μέτοχος δεν απολαμβάνει και των μετοχικών δικαιωμάτων ώστε να αξιώσει αντίστοιχη προστασία. Έτσι, η τελευταία επιτυγχάνεται κυρίως μέσω της πρόβλεψης ειδικών ρητρών στη σύμβαση των τίτλων που «εξασφαλίζουν» τη θέση και τα δικαιώματα του δικαιούχου όταν αυτά τίθενται εν αμφιβολία, όπως π.χ. σε περίπτωση μεταγενέστερων αυξήσεων κεφαλαίου ή εταιρικών μετασχηματισμών, ενώ σημαντικό ρόλο στην αναγνώριση ορισμένης ενδεδειγμένης συμπεριφοράς λοιπών μετόχων και μελών του διοικητικού συμβουλίου έναντι του δικαιούχου μπορεί να διαδραματίσει και η αξιοποίηση της αρχής της καλής πίστης και η απορρέουσα από αυτήν γενική υποχρέωση προστασίας των συμφερόντων των τρίτων.

Τέλος, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η πολύ πρόσφατη περίπτωση έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών που προβλέφθηκε στον ν. 4772/2021 στο πλαίσιο κρατικής ενίσχυσης, με δικαιούχο αυτών το Ελληνικό Δημόσιο. Δεδομένων των προβλεπόμενων προθεσμιών για την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης και των λοιπών δυνατοτήτων για μεταβίβαση ή εξαγορά τους, αναμένεται οι εξελίξεις σχετικά με την αξιοποίηση τους τα επόμενα έτη να προσφέρουν

σημαντικά «δείγματα» για τη λειτουργία των ιδιαίτερων αυτών τίτλων και στη χώρα μας, συμβάλλοντας έτσι στην εξοικείωση του νομικού και όχι μόνο κόσμου με αυτούς.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Ανδριανέσης, Η θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρείας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, 2008, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Βερβεσός, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Σωτηρόπουλος), 2020, Νομική Βιβλιοθήκη, άρθρο 77, άρθρο 96 και άρθρο 102.
- Γεωργιάδης, Σύμφωνον προαιρέσεως και δικαίωμα προαιρέσεως (Option), 1970, Αντ. Ν. Σάκκουλας.
- Καραμανάκου, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Σωτηρόπουλος), 2020, Νομική Βιβλιοθήκη, άρθρο 168.
- Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2013, Π. Ν. Σάκκουλας.
- Κουμάνης, Η μη εκπλήρωση της ενοχικής σύμβασης κατά τον ΑΚ, 2002, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- Λιάππα, Ο έλεγχος και η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων ως μέσα διαπίστωσης της επικείμενης αφερεγγυότητας - Το ζήτημα της συνεχιζόμενης δραστηριότητας της επιχείρησης, εις Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας, 23^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2014, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Λιναρίτης, Τίτλοι Κτήσης Μετοχών (Warrants), Εταιρικοί και Καλυμμένοι, 2018, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Λιναρίτης, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Σωτηρόπουλος), 2020, Νομική Βιβλιοθήκη, Εισαγωγικές παρατηρήσεις στα άρθρα 56-58, άρθρο 56, άρθρο 57 και άρθρο 58.
- Μούζουλας, Το Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital), Η Κατάρτιση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης, 1997, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Περάκης, Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο της ανώνυμης εταιρείας: Νέο δίκαιο ή νέος «2190»;, εις Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2019, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Περάκης/Σωτηρόπουλος/Λιβαδά/Δρίτσας, Το δίκαιο της λογιστικής, 2017, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2019, 9^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- Ρόκας, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Σωτηρόπουλος), 2020, Νομική Βιβλιοθήκη, άρθρο 24, άρθρο 27 και άρθρο 34.
- Ρόκας/Γκόρτσος/Μικρουλέα/Λιβαδά, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2016, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 2018, 5^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- Σταμάτης, Η θεμελίωση των νομικών κρίσεων, 2009, 8^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- Σωτηρόπουλος, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Σωτηρόπουλος), 2020, Νομική Βιβλιοθήκη, άρθρο 20.
- Ταρνανίδου, Συμβάσεις Παραγωγών του Χρηματοπιστωτικού Τομέα, Δογματική και πρακτική θεώρηση, 2006, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.

- Τζάκου-Λαμπροπούλου, Η αντίχρεωση της αφερεγγυότητας, εις Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας, 23^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2014, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2021, 2^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- Τουντόπουλος, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 18^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Τριανταφυλλάκης, Ευθύνη μετόχου ασκούντος επιρροή στη διοίκηση ανωνύμου εταιρίας, εις Σύγχρονα ζητήματα εταιρικής ευθύνης, 12^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2003, Νομική Βιβλιοθήκη.
- Τσιμπής, Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών, 1994, Αντ. Ν. Σάκκουλας.
- Χασάπης, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Σωτηρόπουλος), 2020, Νομική Βιβλιοθήκη, άρθρο 41.
- Ψαρουδάκης, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας (επιμ. Σωτηρόπουλος), 2020, Νομική Βιβλιοθήκη, άρθρο 59 και άρθρο 71.

Ξενόγλωσση

- Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 2020, 13th Edition, McGraw Hill.
- Nijs, Mezzanine financing, Tools, Applications and Total Performance, 2014, Wiley.
- Van Horne/Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2008, 13th Edition, Pearson Education Limited.

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Κινητή, Ο κανόνας εξουδετέρωσης των αμυντικών μέτρων στις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών εις [ΣΥΝΔΕΣΜΟΣ ΕΛΛΗΝΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΟΛΟΓΩΝ \(syneemp.gr\)](http://syneemp.gr).

Ξενόγλωσση

- Abreu, How biased is the behavior of the individual investor in warrants?, Research in International Business and Finance, Vol. 47, 2019.
- Ang/Kole/Lin, Agency Costs and Ownership Structure, The Journal of Finance, Vol. 55, 2000.
- Berle, Convertible Bonds and Stock Purchase Warrants, The Yale Law Journal, Vol. 36, 1927.
- Black/Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy, Vol. 81, 1973.
- Cassar, The financing of business start-ups, Journal of Business Venturing, Vol. 19, 2004.
- Gajewski/Ginglinger/Lasfer, Why do companies include warrants in seasoned equity offerings?, Journal of Corporate Finance, Vol. 13, 2007.

- Jensen/Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976.
- Klein, The convertible bond: a peculiar package, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 123, 1975.
- McKoan/Ning, Seeking Asymmetric Returns, 2011 εις www.alliancebernstein.com
- Schulz, Unit initial public offerings: a form of staged financing, Journal of Financial Economics, Vol. 34, 1993.
- Stock Warrants in Corporate Reorganization, Stanford Law Review, Vol. 3, 1951.
- Van Hulle/Geens, The Poison Warrant: A Powerful Poison Pill, European Management Journal, Vol. 11, 1993.

ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ

- [ΑΡΕΙΟΣ ΠΑΓΟΣ - ΑΠΟΦΑΣΗ 2212/2013 \(ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ - Α2\) \(areiospagos.gr\)](http://areiospagos.gr).
- [Black-Scholes Model Definition \(investopedia.com\)](http://investopedia.com)
- [Pecking Order Theory - Overview, Illustration, Example \(corporatefinanceinstitute.com\)](http://corporatefinanceinstitute.com).
- [Volatility \(investopedia.com\)](http://investopedia.com)