

Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΜΕΤΑΞΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΚΑΙ ΠΤΩΧΕΥΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΑΙ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Επιμέλεια: Μ.-Θ. Μαρίνος

Γ. Αθηφοντίης | Δ. Αυγητίδης | Π. Βέλλας | Ι. Βενιέρης | Ν. Βερβεσός | Α. Γουγός
Α. Καραγκουνίδης | Θ. Κασός | Κ. Μαντινάκου-Λυρατζοπούλου | Μ.-Θ. Μαρίνος
Χ. Μαστροκάστας | Γ. Μπαμπέτας | Ν. Πιπιλής | Σ. Σπυράπουλος | Β. Τουντόπουλος
Γ. Τριανταφυλλόκης | Κ. Φωτεινάκη | Δ. Χατζηρασήμ

Αθήνα 2011



Δίκαιο & Οικονομία
Π. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑΣ

Η σχέση ανάμεσα στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

Νικόλαος Α. Βερβεσός
Λέκτορας Νομικής Σχολής Αθηνών
Δικηγόρος

Διάγραμμα

A. Εισαγωγή	1
B. Το οικονομικό υπόβαθρο της σχέσης του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς: Από τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς (<i>Efficient Market Hypothesis</i>) στη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (<i>Behavioral finance</i>)	3
Γ. Εταιρικό δίκαιο και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ως κλάδοι δικαίου με διαφορετική στόχευση	
I. Εταιρικό δίκαιο	8
II. Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	9
III. Οι διατυπωθείσες στην βιβλιογραφία απόψεις για τη σχέση του εταιρικού δικαίου και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς	
1. Υποκατάσταση του εταιρικού δικαίου από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	10
2. Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ως συμπλήρωμα του εταιρικού δικαίου	11
3. Η θέση του μετόχου ως μέλους ένωσης προσώπου και ως επενδυτή	12
4. Το «δίκαιο της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας»	13
Δ. Πρακτικά παραδείγματα για τη σχέση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	
I. Δημόσιες προτάσεις εξαγοράς	17
II. Υποχρέωση πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για έκτακτα γεγονότα και σύνθετες εταιρικές πράξεις	19
III. Ευθύνη της εταιρίας για ελλειμματική πληροφόρηση στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά και διατάξεις του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας για τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου	21
IV. Η οικειοθελής απαχώρηση από την οργανωμένη αγορά του ΧΑ	22
V. Ο θεσμός του squeeze out	23
E. Επίμετρο	25

Βιβλιογραφία

Ελληνική: **Αθανασίου**, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία, 2010, **Αλεξανδροπούλου**, Squeeze out και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 2008, 404, **Ανδριανέσης**, Η θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρίας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, 2008, **Αυγητίδης**, Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, 2008., **ο ίδιος**, εις: Δτ-ΚΑΕ, Εισαγωγικό μέρος και Γενικές διατάξεις, V. Ανώνυμες Εταιρίες με μετοχές εισηγμένες σε Χρηματιστήριο, **ο ίδιος**, Ειδικές ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρίες στον κ.ν.

2190/1920, ΕπισκεΔ 2008, 387, *ο ίδιος*, Υποχρεωτική δημόσια πρόταση σε περίπτωση συγχώνευσης, ΕΕμπΔ 2002, 708, *ο ίδιος*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2010, *ο ίδιος*, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, 2005, *ο ίδιος*, Η ευθύνη του αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο-Μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ με το ν. 3401/2005, ΕπισκεΔ 2007, 13, *Βενιέρης*, Εξαγορά μετοχών μειοψηφίας στην Α.Ε., 2009, *ο ίδιος*, εις ΔικΑΕ 2010, 2, Άρθρο 49γ, *Βερβεσός*, Από την τριχοτόμηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας (μικρή, μεγάλη, εισηγμένη) στη διάκριση μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης α.ε., εις Τάσεις και Προοπτικές του δικαίου της, Ανώνυμης εταιρίας, 2009, 331, *ο ίδιος*, Έξοδος από το χρηματιστήριο της εταιρίας (delisting) ή των μετόχων, εις: Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά. Η προστασία του επενδυτή, 2002, 449, *ο ίδιος*, ΕΕμπΔ 2008, 375, *ο ίδιος*, Μετοχικό κεφάλαιο: Η σημασία του και οι αρχές της πραγματικής καταβολής και διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου κατά το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εις Μαρίνο (Επιμέλεια), Ζητήματα από το νέο δίκαιο της α.ε., 2009, 1, *ο ίδιος*, Η παράλληλη εισαγωγή (*Dual ή multiple listing*) αλλοδαπών ναυτιλιακών εταιριών στο ΧΑ, εις Ναυτιλία και Χρηματιστήριο, 2009, *Γεωργακόπουλος*, Σύγχρονα κεντρικά προβλήματα του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας, Μελέται Εμπορικού Δικαίου, Τόμος Πρώτος, 1971, 160, *ο ίδιος*, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο, 1999, *Γιαλιούρης*, Το squeeze out στα πλαίσια του συνταγματικού δικαίου, ΔΕΕ 2009, 153, *Γιοβαννόπουλος*, Νεότερες εξελίξεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο, Επιμέλεια Νάσκου-Περράκη, 2005, 79, *Θωμαδάκης/Ξανθάκης*, Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, 2006, *Καραγκουνίδης*, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007, *Κασιμάτης*, Η απόφαση 40/1998 της Ολομέλειας του Αρείου Πάγου, ΝοΒ 47 (1999), 705, *Κουλιούρας*, Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με το Ν 3606/2007, ΔΕΕ 2009, 414, *Λιάπης*, Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά, εις: Δούβλη/Μπώλο, Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτών II, 2008, *Μάρκου*, Η ανώνυμη εταιρία ως βασικός θεσμός της κεφαλαιαγοράς, ΕΕμπΔ 2000, 663, *Μπεχλιβάνης*, Η απαγόρευση επιστροφής της εταιρικής περιουσίας στους μετόχους, ΕπισκεΔ 1999, 673, *Mülbert*, Η Ανώνυμη Εταιρία και η Κεφαλαιαγορά- Η προστασία του επενδυτή- Γενική Εισήγηση, εις Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά- Η Προστασία του Επενδυτή, 2002, 1, *Παγώνη*, Η υποχρέωση των εκδοτών εταιριών για διαφάνεια και πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, ΕτρΑΕΧρΔ 2005, 305, *Παπαδημόπουλος*, Τα δικαιώματα του squeeze-out και του sell-out υπό το φως της οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, ΔΕΕ 2005, 396, *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της Τράπεζας ως αναδόχου κινητών αξιών, 1998, *Περάκης*, Το «Cold Delisting» και οι προϋποθέσεις τους, ΔΕΕ 2008, 487, *Πολλίτης*, Οι προϋποθέσεις της ευθύνης του αναδόχου κατά το άρθρο 3^ο του π.δ. 350/1985, ΔΕΕ 1997, 15, *Ρόκας*, Εμπορικές Εταιρίες, 2008, *ο ίδιος*, Η διεθνοποίηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας, ΕΕμπΔ 2005, 17, *ο ίδιος*, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας στο δρόμο προς τον 21^ο αιώνα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας, 2009, 1, *Σκόρδας*, Δίκαιη ικανοποίηση κατά το άρθρο 50 ΕΣΔΑ και αποζημίωση κατά το εσωτερικό δίκαιο - Διεθνής προσβολή ενοχικών δικαιωμάτων, Γνμδ., ΝοΒ 47 (1999), 1537, *Σκούρας*, Η κωδικοποίηση του ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών με ιστορική αναδρομή, 1996, *Σωτηρόπουλος*,

εις ΔικΑΕ, Τόμος 6, Έκδοση Β, Άρθρο 44^α, αρ. 4επ., *ο ίδιος*, Η διαγραφή από το χρηματιστήριο και οι συνέπειές της, ΕΕμπΔ 2000, 182, *Τέλλης*, Το ζήτημα της αγοράς κινητών αξιών κατά τη διαδικασία αποκρατικοποίησης της υπό εξαγορά εταιρίας, ΝοΒ 2008, 2334, *ο ίδιος*, Εξαγορά των μετοχών μειοψηφίας (άρθρο 49γ ΚΝ 2190/1920), ΕπισκΕΔ 2008, 814, *ο ίδιος*, Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή – Παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, ΕπισκΕΔ 2009, 273, *Τουντόπουλης*, Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, εις Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας, 2009, 239, *ο ίδιος*, Το δικαίωμα αποζημίωσης του μετόχου για εθελωματική απόφαση της γενικής συνέλευσης. Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 35^ο παρ. 4 του ν. 2190/1920, εις Μαρίνο (επιμ.), Ζητήματα από το νέο δίκαιο της Α.Ε, 2009, 358, *ο ίδιος*, Η υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών προς πληροφόρηση του κοινού για έκτακτα γεγονότα. Ερμηνευτική προσέγγιση του άρθρου 5 παρ. 5 περ. α ΠΔ 350/1985 και των διατάξεων του Κεφαλαίου Β της Απόφασης 5/204/14-11-2000, εις: Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 2002, 299, *Τριανταφυλλιάκης*, Από την προστασία της μειοψηφίας στην προστασία του μετόχου, ΕΕμπΔ 2009, 500, *Τσιμπανούλης*, Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο – Εναρμόνιση με το κοινοτικό δίκαιο και αναμόρφωση της κυπριακής κεφαλαιαγοράς, 2001, *Τσιμπής*, Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών, 1994, *Τσίρου*, Το νομοθετικό πλαίσιο του squeeze-out και του sell-out ΔΕΕ 2008, 803.

Αθήνα: *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaften, 2007, *Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter*, Deregulierung des Aktienrechts: Das Drei Stufen Modell, 1988, *Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht*, ZIP 2003, 863-864, *Assmann*, Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationspflichten nach deutschen und US-amerikanischen Recht, 1985, *ο ίδιος*, Kapitalmarktrecht – Zur Formation eines Rechtsgebietes in der vierzigjährigen Rechtsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland, in: Nörr (Hrsg), 40 Jahre Bundesrepublik Deutschland - 40 Jahre Rechtsentwicklung, 1990, 277, *ο ίδιος*, Corporate Governance im Schnittpunkt von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht in FS Kümpel, 2003, 1, *ο ίδιος*, Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht, ZHR 172 (2008), 635, *Bachmann*, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008) , 597, *Baums* (Hrsg.), Regierungskommission Corporate Governance 2001, 47, *Bayer*, Empfehlen sich besondere Regeln für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften?, 67. Deutschen Juristentag, Erfurt 2008, *Black*, Noise, 41 Jof 529 (1986), *Brellochs*, Publizität von Aktiengesellschaften im System des Europäischen Kapitalmarktrechts, 2005, *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, *Cahn*, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZGR 1998, 1, *Claussen*, Das Aktionär – das unbekannteste Wesen, in: FS K. Schmidt, 2009, 217, *Ekkenga*, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, 1998, *ο ίδιος*, Die Ad hoc Publizität im System der Marktordnungen, ZGR 1999, 180, *Fleischer*, Das Aktiengesetz von 1965 und das neue Kapitalmarktrecht, ZIP 2006, 451, *ο ίδιος*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als wissenschaftliche Disziplin, in: Engel/Schön (Hrsg.), Das Proprium der Rechtswissenschaft,

2007, 50, *o iðios*, Zur Zukunft der Gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Forschung, ZGR 2007, 500, *o iðios*, Borseneinführung von Tochtergesellschaften, ZHR 165 (2001), 513, *o iðios*, Schnittmengen des WpÜG mit benachbarten Rechtsmaterien – eine Problemskizze, NZG 2002, 545, *o iðios*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt – und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten zum 64. Deutschen Juristentag, 2002, *o iðios*, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, **Grundmann**, Der Treuhandvertrag, 1997, **Habersack**, Wandlungen des Aktienrechts, AG 2009, 1. **Habersack/Troger**, Ihr naht Euch wieder, schwankende Gestalten ... – Zur Frage eines europarechtlichen Gleichbehandlungsgebots beim Anteilshandel, NZG 2010, 1. **Habersack/Mülbert/Schlitt** (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008. **Happ/Semler**, Ad hoc Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz – Zum Begriff der «Tatsache» bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZGR 1998, 116, v. **Hein**, Die Rezeption des US-amerikanischen Rechts in Aktienrecht, 2008, **Hellgardt**, Kapitalmarktdeliktshaftung, 2008, **Henze**, Vermögensbindungsprinzip und Anlegerschutz, NZG 2005, 115. **Hirte**, Geldausgleich statt Inhaltskontrolle – Vermögensbezogener Aktionärschutz in der börsennotierten Aktiengesellschaft, WM 1997, 1001, *o iðios*, Die aktienrechtliche Satzungsstrenge: Kapitalmarkt und sonstige Legitimation versus Gestaltungsfreiheit, in: Lutter/Wiedemann, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, ZGR-Sonderheft, 1998, 61, **Hommelhoff/Hopt/Lutter** (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht, 2001, **Hopt**, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, *o iðios*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? ZHR 140 (1977), 389, *o iðios*, Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995), 135, *o iðios*, Aktienrecht unter amerikanischen Einfluss, in: FS Canaris, Bd. II, 2007, 105, **Hopt/Voigt** (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalinformationshaftung, 2005, **Hüffer**, AktG, 2010, **Kalss**, Anlageinteressen. Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt, 2002, **Kalss/Schauer**, Die Reform des Österreichischen Kapitalgesellschaftsrechts, Gutachten für den 16. Österreichischen Juristentag, 2006, **Kleppe**, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, Köln 200, **Kölnner Kommentar zum AktG**, 2. Auflage, 1986, **Kübler**, Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung, AG 1994, 141, **Kübler/Assmann**, Gesellschaftsrecht, 6. Auflage, **Kümpe**, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, 2004, **Langenbacher**, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2008, **Lutter**, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: FS Zöllner I, 1998, 363, **Lutter/K. Schmidt** (Hrsg.), AktG, 2008, **Marsch-Barner/Schäfer** (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG. Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2005, **Merkt**, Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht in der Diskussion um die Corporate Governance, AG, 2003, 126, **Möllers**, Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigerem Recht, ZGR 1997, 334, *o iðios*, Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, AG 1999, 433, **Mülbert**, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Auflage, 1996, *o iðios*, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001) 104, *o iðios*, Abschwächung des mitgliederschafflichen Bestandschutzes im Aktienrecht, in: FS Ulmer, 2003, 433, **Oechsler**,

Der Kapitalmarkt- und börsenrechtliche Regelungsrahmen, in: Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. 2, 160, **Paefgen**, Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG, 78. **Perakis**, Rights of Minority Shareholders, General Report, XVIth. Congress of the International Academy of Comparative Law, 2004, **Psaroudakis**, Acting in concert in börsennotierten Gesellschaften, 2009, **Romano**, The Genius of American Corporate Law, 1993, **Schäfer**, Besondere Regelungen für börsennotierte und für nichtbörsennotierte Gesellschaften? NJW 2008, 2526, **Shleifer**, Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance, 2000, **Schiel**, Aktionärschutz zwischen Aktienrecht und Kapitalmarkt, 2009, **Schindler**, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften. München 1999, **Teichmann**, Kapitalmarktrechtliche Haftung des Emittenten und seiner Organe, in: Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Bachmann/Casper/Schäfer/Veil (Hrsg.), 2007, 149, **Schmidt K.**, Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, 1991, 3. Auflage, 1997, **Schwark**, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 1979, **o iδios**, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, FS Stimpel, 1985, 1087, **Siems**, Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre. Ein Beitrag zur vergleichenden Corporate Governance in Zeiten der Globalisierung, 2005, **Spindler**, Regeln für börsennotierte vs. Regeln für geschlossene Gesellschaften – Vollendung des Begonnenen?, AG 2008, 598, **Volkuhl** Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft, 2007, **de Vries**, Delisting, Köln 2002, **Weber**, Vormitgliedschaftliche Treubindungen, 1999, **Wiedemann**, Gesellschaftsrecht, Band I: Grundlagen, 1980, **o iδios**, Minderheitenschutz und Aktienhandel. Eine rechtsvergleichende zum amerikanischen und deutschen Gesellschaftsrecht, 1968, **Windbichler**, Empfehlen sich besondere Regeln für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften?, JZ 2008, 840, **Wild**, Prospekthaftung einer Aktiengesellschaft unter deutschem und europäischem Kapitalschutz, 2007.

Απρωτικά Ευρετήρια

Δημόσιες προτάσεις εξαγοράς 17επ.
 Διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου 21
 Δίκαιο της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας 13επ.
 Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς
 Αγορά 9
 Θεσμική αποτελεσματικότητα 9
 Πληροφοριακή ασυμμετρία 9
 Προστασία των επενδυτών 9
 ως συμπλήρωμα του εταιρικού δικαίου 11
 Ελλειμματική πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού 21
 Εταιρικό δίκαιο
 Μέτοχος ως μέλος μίας ένωσης προσώπων 8
 Μέτοχος ως χρηματοδότης 8
 Οργανωτικό δίκαιο 8
 Μειοψηφία 8

Σκοπός της εταιρίας 8
Θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς 4-5
Θεωρία της συμπεριφορικής οικονομίας 6
Μέτοχος ως μέλος ένωσης προσώπου και ως επενδυτή 12
Οικειοθελής αποχώρηση από την οργανωμένη αγορά του ΧΑ 22
Οργανωμένη αγορά 14
Squeeze out 24επ.
Σύνθετες εταιρικές πράξεις 20επ.
Υποκατάσταση του εταιρικού δικαίου από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς 10
Υποχρέωση πίστης 10
Υποχρέωση πληροφόρησης για έκτακτα γεγονότα 19επ.

A. Εισαγωγή

Σ' αντίθεση με αλληλοδαπές έννομες τάξεις, όπου η σχέση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς έχει τύχει ενδελεχούς επιστημονικής ενασχόλησης¹, η προσέγγιση του ως άνω ζητήματος από τη σκοπιά της ημεδαπής θεωρίας ήταν και εξακολουθεί να παραμένει ισχνή². Το έλλειμμα αυτό θα πρέπει να αναζητηθεί κυρίως στο γεγονός, ότι στην Ελλάδα, καθώς επίσης και σε άλλες χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, όπως η Γερμανία, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων ήταν - και εξακολουθεί κατά κύριο λόγο να είναι - τραπεζοκεντρική, ενώ ο ρόλος της κεφαλαιαγοράς ως μηχανισμού άντλησης κεφαλαίων ήταν υποδεέστερος. Μάλιστα η διασύνδεση ανάμεσα στο παραδοσιακό εταιρικό δίκαιο και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς άργησε να αποτυπωθεί και στο πλαίσιο του κ.ν. 2190/1920³. Μέχρι την τροποποίηση του κ.ν. 2190/1920 από το Ν. 3604/2007 οι μόνες διατάξεις, οι οποίες τόνιζαν την διασύνδεση της ανώνυμης εταιρίας με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ήταν αυτές για την απόκτηση ιδίων μετοχών, όπου η γενική αρχή της απαγόρευσης ιδίων μετοχών γνώριζε εξαίρεση στην περίπτωση της ανώνυμης εταιρίας με μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο προκειμένου να στηριχθεί η χρηματιστηριακή αξία

1. Βλ. χαρακτηριστικά το διακρίβωτικό σύγγραμμα της Langenbucher, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, 2008. Από την πλούσια βιβλιογραφία βλ. ενδεικτικά με περαιτέρω παραπομπές Assmann, in FS Kümpel, 2003, 1επ., Fleischer, *Das Aktiengesetz von 1965 und das neue Kapitalmarktrecht*, ZIP 2006, 451επ., τον ίδιο *Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht als wissenschaftliche Disziplin*, in: Engel/Schön (Hrsg.), *Das Proprium der Rechtswissenschaft*, 2007, 50, τον ίδιο, NZG 2002, 545επ., Hopt, ZHR 140 (1977), 389, Merkt, AG, 2003, 126, Möllers, ZGR 1997, 334, Schwark, FS Stimpel, 1985, 1087, Lutter, in: FS Zöllner I, 1998, 363. Μονογραφική επεξεργασία από τον Schiel, *Aktionärschutz zwischen Aktienrecht und Kapitalmarkt*, 2009, παντού.

2. Βλ. Mülbart, *Η Ανώνυμη Εταιρία και η Κεφαλαιαγορά- Η προστασία του επενδυτή- Γενική Εισήγηση*, εις *Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά- Η Προστασία του Επενδυτή*, 1επ., Μάρκου, *Η ανώνυμη εταιρία ως βασικός θεσμός της κεφαλαιαγοράς*, ΕΕμπΔ 2000, 663.

3. Βλ. το αρχικό κείμενο του κ.ν. 2190/1920 εις Σκούρα, *Η κωδικοποίηση του ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών με ιστορική αναδρομή*, 1996.

της μετοχής, καθώς επίσης και αυτές για το πρόγραμμα διάθεσης μετοχών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας⁴.

- 2 Τα πράγματα όμως έχουν αλλάξει δραματικά τις τελευταίες δύο δεκαετίες, κυρίως λόγω της μεταβολής του τρόπου χρηματοδότησης των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά⁵, της παγκοσμιοποίησης των κεφαλαιαγορών⁶, κυρίως όμως λόγω της επίδρασης του αμερικάνικου δικαίου της κεφαλαιαγοράς στην εξέλιξη του ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς⁷ και κατ' επέκταση στο ελληνικό δίκαιο, αφού οι περισσότερες διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι σε μεγάλο βαθμό προϊόν εναρμόνισης⁸. Όλα τα παραπάνω ήταν φυσικό να επιταχύνουν την εξέλιξη του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ως ενός αυτόνομου κλάδου δικαίου, ο οποίος με τη σειρά του ήταν φυσικό να επηρεάσει το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας λαμβανομένου υπόψη, ότι η ανώνυμη εταιρία, η οποία απευθύνεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό, δεν αποτελεί μόνο νομική μορφή οργάνωσης, αλλά και μορφή χρηματοδότησης⁹. Ενόψει των παραπάνω, αλλά και της ομοιότητας και περισσότερο αυξανόμενης ύλης των διατάξεων που αφορούν ανώνυμες εταιρίες με μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά ή στην κεφαλαιαγορά, τίθεται το ζήτημα της σχέσης του «παραδοσιακού» δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το «νέο» δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Με την παρούσα εισήγηση επιχειρείται μία πρώτη προσέγγιση του ως άνω ζητήματος. Κατ' αρχήν αναλύεται συνοπτικά το οικονομικό υπόβαθρο της εξεταζόμενης σχέσης, στη συνέχεια περιγράφονται οι διαφορετικές στοχεύσεις του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, καθώς επίσης και οι διατυπωθείσες στη βιβλιογραφία απόψεις για την αντιμετώπιση της σχέσης μεταξύ των δύο κλάδων δικαίου. Στο τέλος και επί τη βάση συγκεκριμένων πρακτικών παραδειγμάτων φωτίζεται η σχέση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

4. Βλ. άρθρο 16 παρ. 5 του κ.ν. 2190/1920 πριν την τροποποίησή του από το άρθρο 21 του Ν. 3604/2007 και τα άρθρα 13 παρ. 5 και 16 παρ. 2 του κ.ν. 2190/1920 πριν την τροποποίησή τους από το Ν. 3604/2007. Οι τελευταίες διατάξεις, αν και δεν διέκριναν ανάμεσα σε εισηγμένη και μη εισηγμένη α.ε. είχαν μεγαλύτερη πρακτική σημασία για τις εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά α.ε. Βλ. σχετ. Γκούσου-Σελέκου, εις: *ΔικΑΕ*, τόμος 2, Β, άρθρο 13, 13α, αρ. 647.

5. Βλ. για το ζήτημα αυτό Τουντόπουλο, *Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα*, εις *Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας*, 239επ.

6. Βλ. σχετ. Siems, *Die Konvergenz der Rechtssysteme im Recht der Aktionäre, Ein Beitrag zur vergleichenden Corporate Governance in Zeiten der Globalisierung*, 2005, παντού και ιδίως 325επ.

7. Ειδικώς για την επιρροή του αμερικανικού δικαίου στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας βλ. Ρόκα, *Η διεθνοποίηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας*, *ΕΕμπΔ* 2005, 17, τον ίδιο, *Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας στο δρόμο προς τον 21^ο αιώνα*, εις *Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας*, 9-11. Βλ. επίσης Hopt, *Aktienrecht unter amerikanischen Einfluss*, in: *FS Canaris*, Bd. II, 2007, 105, v. Hein, *Die Rezeption des US-amerikanischen Rechts in Aktienrecht*, 2008.

8. Βλ. Γιοβαννόπουλο, *Νεότερες εξελίξεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς*, *Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο*, Επιμέλεια Νάκου-Γερράκη, 79επ.

9. Έτσι Γεωργακόπουλος, *Σύγχρονα κεντρικά προβλήματα του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας*, *Μελέται Εμπορικού Δικαίου*, Τόμος Πρώτος, 1971, 160.

Β. Το οικονομικό υπόβαθρο της σχέσης του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το δικαίο της κεφαλαιαγοράς: Από τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient Market Hypothesis) στη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (Behavioral finance)

Η διευθέτηση της σχέσης ανάμεσα στο εταιρικό δικαίο και το δικαίο της κεφαλαιαγοράς προϋποθέτει απάντηση στο ερώτημα, εάν μία αποτελεσματική κεφαλαιαγορά έχει ανάγκη από προστατευτικούς μηχανισμούς του εταιρικού δικαίου και από ένα αναγκαστικό δικαίο προστασίας του επενδυτή. Είναι προφανές, ότι το ζήτημα της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών, της άρνησης αυτών, καθώς και της επαρκούς προστασίας του μετόχου-επενδυτή από την οπτική της χρηματοοικονομικής επιστήμης δεν μπορεί να αντιμετωπισθεί ξεπτομερώς στην παρούσα εισήγηση. Στο επίκεντρο των διάφορων μοντέλων βρίσκεται η κρατούσα θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς και η θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής¹⁰.

Η αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς προϋποθέτει πληροφοριακή αποτελεσματικότητα (*informational efficiency, informationnelle Effizienz*) και κατανομτική αποτελεσματικότητα (*allocational efficiency, allokative Effizienz*)¹¹. Χαρακτηριστικό της πληροφοριακής αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς είναι η ικανότητά της να αντικατοπτρίζει άμεσα στην τιμή των μετοχών όλες τις νέες πληροφορίες. Στην τιμή των μετοχών ενσωματώνονται επομένως οι συνολικές πληροφορίες που αφορούν την εταιρία συμπεριλαμβανομένων και των εντελώς πιο σύγχρονων πληροφοριών από τη δημοσιοποίησή τους. Αντιθέτως δεν επικρατεί πληροφοριακή αποτελεσματικότητα, εφόσον η τιμή των μετοχών μίας μετοχής επηρεάζεται από πληροφορίες, οι οποίες δεν βρίσκονται σε καμία σχέση με τις μελλοντικές αποδόσεις της εταιρίας¹². Εφόσον η κεφαλαιαγορά είναι αποτελεσματική ο επενδυτής ενεργεί ορθολογικά αξιολογώντας την τιμή των μετοχών στην πραγματική τους τιμή. Έτσι στην περίπτωση ιδιαίτερα ευνοϊκών πληροφοριών αγοράζει, ενώ στην αντίθετη περίπτωση πωλεί. Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς βασίζεται στις ακόλουθες βασικές παραδοχές: *Πρώτον* οι επενδυτές συμπεριφέρονται ορθολογικά και επομένως αξιολογούν τις μετοχές στην πραγματική τους τιμή. *Δεύτερον* η διεξαγωγή συναλλαγών από τους επενδυτές κατά μη ορθολογικό τρόπο είναι τυχαία και δεν αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής, αφού τόσο ο αγοραστής όσο και ο πωλητής δεν συμπεριφέρονται ορθολογικά με αποτέλεσμα να δημιουργείται μία ισορροπία στην αγορά¹³. *Τρίτον* η διεξαγωγή συναλλαγών προς μία κατεύθυνση, π.χ. αγορά σε πολύ υψηλή τιμή από μη ορθολογικούς επενδυτές, εξισορροπείται από τις συναλλαγές των ορθολογικών επενδυτών¹⁴, οι οποίοι αναγνωρίζοντας τις αποκλίσεις θα

10. Για τις θεωρίες αυτές βλ. με περαιτέρω παραπομπές Schiel, *Aktionärschutz zwischen Aktienrecht und Kapitalmarkt*, 54επ. Για τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς βλ. επίσης Κουλιόριδα, *Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με το Ν 3806/2007*, ΔΕΕ 2009, 414.

11. Adolff, *Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaften*, 96, Schiel, *Aktionärsschutz zwischen Aktienmarkt und Kapitalmarkt*, 54.

12. Schiel, *Aktionärsschutz zwischen Aktienmarkt und Kapitalmarkt*, 55.

13. Θωμαδάκης/Ξανθάκης, *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, 184.

14. Θωμαδάκης/Ξανθάκης, *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, 185.

τις εκμεταλλευθούν προς ίδιον όφελος, εν προκειμένω πωλώντας υπερτιμημένα τις μετοχές ή στην ανάστροφη περίπτωση αγοράζοντας υποτιμημένες μετοχές¹⁵.

- 5 Η κριτική στη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς εντοπίζεται στο γεγονός, ότι στην ιδανική περίπτωση της πληροφοριακής και κατανεμτικής αποτελεσματικότητας, όπου όλες συνολικά οι πληροφορίες αντικατοπτρίζονται στην τιμή της μετοχής, ελλείπει από τους επενδυτές το κίνητρο να αναζητήσουν και να αναλύσουν πληροφορίες, αφού η διαδικασία αυτή κοστίζει, ενώ μπορεί να τις συνάγουν χωρίς έξοδα από την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής¹⁶. Εξαιτίας όμως της ως άνω έλλειψης αναζήτησης και αξιολόγησης εξωγενών πληροφοριών η τιμή χάνει την αποδεικτική της δύναμη¹⁷. Από την άγλη μεριά αντιπνείται, ότι οι επενδυτές δεν επεξεργάζονται όλες τις αναγκαίες πληροφορίες σε ορθολογική βάση, αλλήλ η επενδυτική τους συμπεριφορά και η λήψη απόφασης συνδέεται αναπόδραστα με την εκάστοτε κατάσταση του χρηματιστηρίου, ενώ λαθεμένες μελλοντικές προγνώσεις έχουν ως βάση φήμες (noise) και όχι την εκτίμηση πληροφοριών. Μάλιστα η συμπεριφορά αυτή των μη ορθολογικών επενδυτών, η οποία χαρακτηρίζεται ως noise trading, δεν μπορεί να εξισορροπηθεί απόλυτα με τη δράση των ορθολογικών-κερδοσκοπών αντισταθμιστών¹⁸. Περαιτέρω επισημαίνεται, ότι η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς έχει θεμελιωθεί σε στοιχεία από χρηματιστήρια ανεπτυγμένων οικονομιών, κυρίως των ΗΠΑ και δη μέχρι τη δεκαετία του 1970. Αντιθέτως εμπειρικές μελέτες με στοιχεία από χρηματιστήρια, όπου παρουσιάζεται ισχνότητα συναλλαγών, είναι λιγοστές και εμφανίζουν παρεκκλίσεις από την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς. Επιπλέον η εμφάνιση στις τελευταίες δεκαετίες θεσμικών επενδυτών σε συνδυασμό με την ταχύτερη διάχυση των πληροφοριών λόγω της τεχνολογικής πρόοδου οδηγούν στη διεύρυνση της αστάθειας των χρηματοπιστωτικών τιμών και στην ενίσχυση των τάσεων για κρίσεις στα χρηματιστήρια¹⁹. Έτσι η κρίση τον Οκτώβριο του 1987²⁰ και το παράδειγμα των εταιριών υψηλής τεχνολογίας στις αρχές αυτής της δεκαετίας δεν μπορούν να εξηγηθούν υπό το πρίσμα της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς²¹.

- 6 Ενόψει των παραπάνω η θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής θέτει την αποδοχή ορθολογικής συμπεριφοράς ως βάση για την διαμόρφωση της τιμής των μετο-

15. Πρόκειται για το λεγόμενο *Arbitrage*, το οποίο εμφανίζεται συνήθως στην περίπτωση της διπλής διαπραγμάτευσης ενός τίτλου. Βλ. σχετ. Βερβεσό, Η παράρτητη εισαγωγή (*Dual ή multiple listing*) αλλοδαπών ναυτιλιακών εταιριών στο ΧΑ, εις *Ναυτιλία και Χρηματιστήριο*, 71 (υποσ. 19).

16. Θωμαδάκης/Ξανθάκης, *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, 201.

17. Adolff, *Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaften*, 2007, 140-141, Schiel, *Aktionärsschutz zwischen Aktienmarkt und Kapitalmarkt*, 56.

18. Black, 41 *Jof* 529 (1986), Shleifer, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, 28, Adolff, *Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaften*, 137, Schiel, *Aktionärsschutz zwischen Aktienmarkt und Kapitalmarkt*, 57.

19. Θωμαδάκης/Ξανθάκης, *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, 200.

20. Στις 19 Οκτωβρίου 1987 επήλθε πτώση στον *Dow Jones Industrial Average* πλέον του 1/5 της αξίας του, χωρίς τούτο να μπορεί να αποδοθεί σε κάποιο συγκεκριμένο γεγονός. Βλ. σχετ. Shleifer, *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, 20.

21. Θωμαδάκης/Ξανθάκης, *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, 205επ.

κών υπό αμφισβήτηση²². Συνεπώς μη ορθολογικές συναλλαγές στις κεφαλαιαγορές είναι αρκετά διαδεδομένες και επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την ανάπτυξη του δικαίου της κεφαλαιαγοράς²³. Σημείο εκκίνησης της θεωρίας αυτής είναι η περιορισμένη ικανότητα των επενδυτών να αναλύσουν τις πληροφορίες, χωρίς να αποκλείεται η επιρροή συναισθημάτων κατά την λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Έτσι οι επενδυτές δίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις εύκολα αποκτηθείσες μετοχές και σε εκείνες τις πληροφορίες, οι οποίες επηρεάζουν τις ληφθείσες από αυτούς αποφάσεις. Επιπλέον οι επενδυτές είναι έτοιμοι να αναλάβουν μεγαλύτερους επενδυτικούς κινδύνους προκειμένου να αποφύγουν απώλειες παρά να επιτύχουν κέρδη²⁴. Επίσης δείχνουν μία προτίμηση σε κινητές αξίες της ημεδαπής, παρόλο που η διασπορά του κινδύνου και σε κινητές αξίες της αλλοδαπής μπορεί να έχει προφανώς μεγαλύτερες αποδόσεις.

Στο πλαίσιο αυτό τίθεται από την οπτική της νομικής επιστήμης το ζήτημα²⁵, εάν για την 7
ατομική προστασία του επενδυτή-μετόχου αρκεί μόνο η διασφάλιση της λειτουργικότητας της κεφαλαιαγοράς και όχι η θέσπιση αναγκαστικών κανόνων του εταιρικού δικαίου²⁶. Η απάντηση στο παραπάνω ζήτημα προϋποθέτει κατ' αρχήν ανάλυση των στόχων που ακολουθεί το εταιρικό δίκαιο και το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς προκειμένου να απαντηθούν στη συνέχεια τα ζητήματα που ανακύπτουν από τη συνύπαρξη των δύο κλάδων του δικαίου.

Γ. Εταιρικό δίκαιο και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ως κλάδοι δικαίου με διαφορετική στόχευση

Γ. Εταιρικό δίκαιο

Το εταιρικό δίκαιο είναι κλάδος του ιδιωτικού δικαίου με μακρά παράδοση²⁷. Αποτε- 8
λεί οργανωτικό δίκαιο²⁸, στο πλαίσιο του οποίου ρυθμίζονται οι σχέσεις των μετόχων με την εταιρία, προβλέπονται τα διάφορα όργανα της εταιρίας και ρυθμίζονται οι αρμοδιότητες αυτών μεταξύ τους, ενώ περιέχει και κανόνες για την προστασία της μειοψηφίας, των πιστωτών και σε ορισμένες έννομες τάξεις αντιμετωπίζεται επίσης και η προστασία των εργαζο-

22. Βλ. διεξοδικά Θωμάδου/Ξανθάκη, *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, 202εν.

23. Schiel, *Aktionärsschutz zwischen Aktienmarkt und Kapitalmarkt*, 57.

24. Black, 41 *Jof* 529, 535 (1986), Schiel, *Aktionärsschutz zwischen Aktienmarkt und Kapitalmarkt*, 58.

25. Βλ. στο παράδειγμα της εισαγωγής στο χρηματιστήριο της θυγατρικής εταιρίας βλ. Schied, 65εν.

26. Βλ. σχετ. Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht, ZIP 2003, 863-864, Baums (Hrsg.), *Regierungskommission Corporate Governance 2001*, 47, Bayer, *Gutachten 67.DJT*, 2008, 83.

27. Για το μέλλον της επιστημονικής έρευνας στο εταιρικό δίκαιο και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς βλ. Fleischer, *Zur Zukunft der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Forschung*, *ZGR* 2007, 500εν.

28. Ρόκας, *Εμπορικές Εταιρίες*, 485, Mülbart, εις *Ανώτατην Εταιρία και Κεφαλαιαγορά. Η προστασία του επενδυτή*, 6, Hopt, *ZHR* 1977, 390, Schwark, in: *FS Stimpel*, 1985, 1090, Τριανταφυλλιάκης, *ΕΕμπΔ* 2009, 499-500.

μένων στο πλαίσιο του δικαίου της α.ε.²⁹. Στο επίκεντρο του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας βρίσκεται ο μέτοχος ως μέλος μίας ένωσης προσώπων (*Verbandsmitglied*), η οποία ακολουθεί την πραγμάτωση ενός αυτόνομου από τα μέλη της σκοπού³⁰. Ο σκοπός της εταιρίας αποτελεί επομένως το σημείο αναφοράς για τη δραστηριότητα κάθε μέλους της ένωσης προσώπων³¹. Οι τελευταίοι συμβάλλουν στην επιδίωξη του σκοπού μέσω της άσκησης των δικαιωμάτων συνδιαχείρισης, κυρίως αυτό του δικαιώματος ψήφου. Αντιθέτως το δικαίωμα απόληψης κερδών, αλλιά και γενικότερα η θέση του μετόχου ως κεφαλαιοδότη μίας ένωσης προσώπων, η οποία δραστηριοποιείται στην κεφαλαιαγορά, βρισκόταν παραδοσιακά σε δεύτερη μοίρα στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου³². Τούτο δε αντικατοπτριζόταν στην αντιμετώπιση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ως ενός περιφερειακού ζητήματος του εταιρικού δικαίου³³. Στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου βασική επιδίωξη αποτελεί η προστασία των μετόχων, ιδίως των μετόχων μειοψηφίας, από καταχρηστικές συμπεριφορές της διοίκησης και των μετόχων πλειοψηφίας, όχι όμως η προστασία του ατομικού συμφέροντος του επενδυτή³⁴. Το τελευταίο αποτελεί κατά την παραδοσιακή αντίληψη, που κυριαρχούσε στο εταιρικό δίκαιο, μέλημα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς³⁵.

II. Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

- 9 Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, το οποίο εξελίχθηκε στην ελληνική έννομη τάξη ως αυτόνομος κλάδος δικαίου κυρίως τις τελευταίες δύο δεκαετίες, εν μέρει βάσει ευρωπαϊκών προτύπων³⁶, εν μέρει βάσει εξελίξεων σε εθνικό επίπεδο³⁷, έχει έναν τελείως δι-

29. Έτσι στο γερμανικό δίκαιο οι διατάξεις για τη συμμετοχή εργαζόμενων στη διοίκηση των επιχειρήσεων (*Mitbestimmung*). Βλ. σχετ. Kübler/Assmann, *Gesellschaftsrecht*, 6. Auflage, 519.

30. Βλ. Μάρκου, ΕΕμπΔ 2000, 667.

31. Τέλλης, ΕπισκΕΔ 2009, 275.

32. Βλ. επίσης Τριανταφυλλιάκη, ΕΕμπΔ 2009, 500.

33. Έτσι Κ. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, 2. Auflage, 1991, 10: «*Marginalie des Aktienrechts*».

34. Τέλλης, ΕπισκΕΔ 2009, 275.

35. Για την άποψη αυτή βλ. Baums, (Hrsg.), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, 2001, 78επ., 186επ. και Mülberr, εις *Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά*. Η προστασία του επενδυτή, 6.

36. Βλ. σχετ. Γιοβαννόπουλο, *Νεότερες εξελίξεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο, Επιμέλεια Νάκου-Περράκη, 2005, 79επ. και τις συμβολές στο συλλογικό έργο *Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς*, Πρακτικά του 22^{ου} επίσιου Συνεδρίου 2006 της ελληνικής εταιρίας τραπεζικού δικαίου και δικαίου της κεφαλαιαγοράς, 2009

37. Βλ. σχετ. Γκόρτσο/Σταϊκούρα/Λιβαδά, *Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς*, 2007, Κορδή-Αντωνοπούλου, *Εισαγωγή στο Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, 2001, την ίδια *Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων*, 2008, *Τσιμπαναούλη*, *ΔΕΕ 2007*, σελ. 35επ. Βλ. επίσης τις εισηγήσεις στο συλλογικό τόμο *Χρηματιστήριο στο Ελληνικό Δίκαιο*, 9^ο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικόλογων, Δελφοί 12-14 Νοεμβρίου 1999 καθώς επίσης και στο συλλογικό τόμο *Χρηματιστήριο και Προστασία επενδυτών*, Πρακτικά Διημερίδας 9-10 Ιουνίου 2000, Κέντρο Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, 2001.

αφορετικό προσανατολισμό από το εταιρικό δίκαιο³⁸. Στο επίκεντρο αυτού δεν βρίσκεται η ρύθμιση των ενδοεταιρικών σχέσεων, αλλά η αγορά ως χώρος στον οποίο διεξάγονται συναλλαγές (προσφορά και ζήτηση) σε κινητές αξίες (μετοχές και ομολογίες), τόσο η πρωτογενής όσο και η δευτερογενής αγορά³⁹. Στο πλαίσιο αυτό το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς θέτει εκείνους τους όρους, οι οποίοι καθιστούν δυνατή την κατά τον αποδοτικότερο τρόπο άντληση κεφαλαίων (μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση) για τις επιχειρήσεις, υπό την έννοια, ότι οι κανόνες που διέπουν την πρόσβαση σ' αυτήν, αλλά και την εύρυθμη λειτουργία αυτής, ενισχύουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών⁴⁰. Η προστασία επομένως της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού ανάγεται σε πρωταρχικό στόχο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Ειδικότερα προστατεύεται η θεσμική αποτελεσματικότητα (*institutional efficiency, institutionelle Funktionfähigkeit*), η λειτουργική αποτελεσματικότητα (*operational efficiency, operationelle Funktionfähigkeit*) και η κατανομτική αποτελεσματικότητα (*allocational efficiency, Allokationelle Funktionfähigkeit*) της κεφαλαιαγοράς⁴¹. Πέρα όμως από την θεσμική προστασία της κεφαλαιαγοράς εξίσου βασικής σημασίας για το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς είναι συγχρόνως και η προστασία των επενδυτών (*Anlegerschutz*), τόσο στο σύνολό τους, όσο και ατομικά, κατά τη διενέργεια συναλλαγών επί κινητών αξιών⁴². Και οι δύο αυτοί στόχοι του δικαίου της κεφαλαιαγοράς συνδέονται αμοιβαία, αφού η θεσμική προστασία συμβάλλει αναμφίβολα στην ατομική προστασία του επενδυτή και το αντίθετο⁴³. Η αλληλεξάρτηση μεταξύ των δύο αυτών στόχων είναι πλέον κυρίαρχη και στο κοινοτικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, όπου βασικό μέλημα του κοινοτικού νομοθέτη, όπως αυτός άρθρωσε αποτυπώνεται στο προοίμιο διάφορων κοινοτικών οδηγιών⁴⁴, είναι πέρα από την αποτελεσματικότητα της αγοράς και η προστασία του επενδυτή⁴⁵. Προστατεύεται μάλιστα από τους κανόνες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ο μέτο-

38. Τούτο τονίζεται επίσης από τον Τριανταφυλλάκη, ΕΕμπΔ 2009, 500.

39. Schwark, in: FS Stimpel, 1985, 1090, Assmann, in: GrobkommAktG, 1992, Einl. Rz. 354, Kümpfel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1245, Spindler, in: MünchKommAktG, Vor § 76 Rz. 59.

40. Schwark, in: FS Stimpel, 1985, 1092.

41. Βλ. Τσιμπανούδη, Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο – Εναρμόνιση με το κοινοτικό δίκαιο και αναμόρφωση της κυπριακής κεφαλαιαγοράς, 2001, 18επ, Καραγκουνίδη, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007, 222επ., Τσιμηρή, Η δημόσια πρόταση αγοράς μετοχών, 1994, 33, Τέλλη, ΕπισκΕΔ 2009, 283, Schwark, in: FS Stimpel, 1985, 1091, Assmann, in: GrobkommAktG, 1992, Einl. Rz. 356.

42. Για τους στόχους του δικαίου της κεφαλαιαγοράς βλ. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 3επ.

43. Βλ. χαρακτηριστικά Τριανταφυλλάκη, ΕΕμπΔ 2009, 500: «Οι δύο διαστάσεις αυτές (θεσμική και ατομική διάσταση) λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία στο δίκαιο αυτό», Γιουβαννόπουλος, Νεότερες εξελίξεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, 86: «Πρόκειται στην ουσία για δύο όψεις του ίδιου νομίσματος». Βλ. επίσης Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 51-52, τον ίδιο, ZHR 159 (1995), 159, Möllers, ZGR 1997, 337, Fuchs, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, Einl. Rz. 13.

44. Βλ. σκέψη 12 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ, σκέψη 10 του Προοιμίου της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ, σκέψη 1 του Προοιμίου της Οδηγίας 2004/19/ΕΚ, σκέψη 25 του Προοιμίου της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ.

45. Βλ. επίσης Τέλλη, ΕπισκΕΔ 2009, 284.

χος-επενδυτής στη δυναμική του διάσπαση, όχι μόνο δηλαδή κατά το χρονικό διάστημα, κατά το οποίο είναι μέλος μίας ανώνυμης εταιρίας, αλλά ήδη και από τη στιγμή, κατά την οποία σκέφτεται να αγοράσει μετοχές μίας ανώνυμης εταιρίας μέχρι και τη χρονική στιγμή της αποεπένδυσης⁴⁶. Σ' όλο αυτό το χρονικό αυτό διάστημα επιβάλλεται από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς η δημοσίευση μίας σειράς πληροφοριών, οι οποίες έχουν ως σκοπό την άρση της πληροφοριακής ασυμμετρίας στην κεφαλαιαγορά (*Informationsasymmetrien*) και την λήψη απόφασης από τον μέτοχο-επενδυτή υπό συνθήκες πλήρους, ορθής και έγκαιρης ενημέρωσης⁴⁷.

III. Οι διατυπώσεις στην βιβλιογραφία απόψεις για τη σχέση του εταιρικού δικαίου και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς

1. Υποκατάσταση του εταιρικού δικαίου από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

- 10 Με την αυτονόμηση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς από το παραδοσιακό εταιρικό δίκαιο⁴⁸, αλλά κυρίως, επειδή το τελευταίο από μόνο του δεν μπορούσε να αντιμετωπίσει τόσο τα σύνθετα ζητήματα που αφορούν την ίδια την κεφαλαιαγορά και τη διάρθρωσή της, όσο και τους κινδύνους που ανακύπτουν για τον επενδυτή από τη συμμετοχή σ' αυτή⁴⁹, διατυπώθηκε η άποψη, ότι ο επενδυτής-μέτοχος, ο οποίος δεν αποκτά την μετοχή για να ασκήσει επιρροή στα εταιρικά δρώμενα, χρειάζεται μία ειδική προστασία πέρα από αυτήν που παρέχεται στην μειοψηφία κατά το παραδοσιακό εταιρικό δίκαιο. Η προστασία αυτή θα πρέπει να αναζητηθεί στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και όχι στο εταιρικό δίκαιο, οι κανόνες του οποίου διεκδικούν εφαρμογή με αρκετή καθυστέρηση και όχι κατά τη στιγμή λήψης της επενδυτικής απόφασης⁵⁰. Σε συνέχεια της άποψης αυτής προτάθηκε η μετεξέλιξη του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας και του χρηματιστηριακού δικαίου σε ένα δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, όπου στο επίκεντρο βρίσκεται ο τύπος του μετόχου-επενδυτή⁵¹.

46. Αυγητίδης, Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, 72, Τέληνης, ΕπισκΕΔ 2009, 284-285.

47. Τέληνης, ΕπισκΕΔ 2009, 285, Schiel, Aktionärschutz zwischen Aktienrecht und Kapitalmarkt, 38.

48. Τα δογματικά θεμέλια του δικαίου της κεφαλαιαγοράς επεξεργάστηκαν κυρίως από τους *Hopt* και *Schwark*. Βλ. οχετ. *Hopt*, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, τον ίδιο, Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, 1976, *Schwark*, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 1979, FS Stimpel, 1985, 1087.

49. Βλ. Καραγκουνίδη, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 164-165, ο οποίος ορθά τονίζει, ότι το φαινόμενο της κεφαλαιαγοράς δεν μπορούσε να αντιμετωπιστεί και από το χρηματιστηριακό δίκαιο.

50. Βλ. *Hopt*, ZHR 141 (1977), 428, σύμφωνα με τον οποίο η ισχύς των κανόνων του εταιρικού δικαίου θα πρέπει να προταθεί χρονικά στο σημείο λήψης της επενδυτικής απόφασης. Βλ. ειδικά για την προενέργεια της υποχρέωσης πίστωσης, πριν δηλαδή την απόκτηση της εταιρικής συμμετοχής, *Weber*, Vormitgliedschaftliche Treubindungen, 1999, 178en.

51. *Assmann*, Kapitalmarktrecht – Zur Formation eines Rechtsgebietes in der vierzigjährigen Rechtsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland, in: *Nörr* (Hrsg), 40 Jahre Bundesrepublik Deutschland - 40 Jahre Rechtsentwicklung, 1990, 277, σύμφωνα με τον οποίο θα πρέπει να αναγνωρίσουμε στο εταιρικό δίκαιο απλώς μία βοηθητική λειτουργία του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Κατ' αντιστοιχία δε εξελίχων στο αμερικάνικο δίκαιο, όπου η προστασία του μετόχου παρέχεται κυρίως με μέσα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και όχι του εταιρικού δικαίου⁵², το αναγκαστικό δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας θα πρέπει να αντικατασταθεί από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς⁵³. Σύμφωνα με την άποψη αυτή η προστασία του επενδυτή παρέχεται τόσο από την ίδια την αγορά, κυρίως από αποφάσεις των ίδιων των επενδυτών (*Abstimmung mit den Füßen*), αλλιά κυρίως μέσω της ευθύνης του μάντζμεντ, η οποία έχει ως βάση την υποχρέωση πίστης⁵⁴. Δικαιολογητικός λόγος για μία τέτοια εξέλιξη είναι ο ανταγωνισμός των εννόμων τάξεων σε διεθνές επίπεδο, στο πλαίσιο του οποίου έννομες τάξεις, όπως η γερμανική, όπου το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας διακρίνεται από υπερρύθμιση, ιδίως με κανόνες αναγκαστικού δικαίου, έχουν ανταγωνιστικό έλλειμμα έναντι εννόμων τάξεων με περισσότερο ευέλικτες ρυθμίσεις⁵⁵.

2. Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ως συμπλήρωμα του εταιρικού δικαίου

Παρά τις αντίθετες στοχεύσεις του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς δεν έλειψαν φωνές στην βιβλιογραφία του εταιρικού δικαίου, οι οποίες ανέδειξαν τον ρόλο του μετόχου ως επενδυτή και αναγνώρισαν τη θεσμική προστασία που παρέχει το εταιρικό δίκαιο όσον αφορά την προστασία του επενδυτή⁵⁶. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι διατάξεις για τον ισολογισμό της ανώνυμης εταιρίας, οι οποίες αναμφίβολα επιτελούν ρόλο προστατευτικό του επενδυτή⁵⁷. Η προστασία του επενδυτή ανάγεται σύμφωνα με την άποψη αυτή σε μία αξιολογική αρχή και του εταιρικού δικαίου⁵⁸. Σύμφωνα με την άποψη αυτή η προστασία του επενδυτή δεν παρέχεται μόνο από το συναήλεκτικά δομημένο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, αλλιά και από το δίκαιο της ένωσης προσώπων, το οποίο εν προκειμένω θα πρέπει να προσανατολίζεται στις λειτουργίες της κεφαλαιαγοράς. Συγχρόνως μετατοπίζεται και το ρυθμιστικό αντικείμενο: από την μετοχική σχέση στην περιουσιακή επένδυση και από την ατομική στη θεσμική προστασία. Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας υπηρετεί επομένως και αυτό την προστασία του επενδυτή, αφού η

52. Romano, *The Genius of American Corporate Law*, 1993, 85ελ. και 112.

53. Βλ. Merkt, AG 2003, 129, ο οποίος κάνει λόγο για μοντέλο αντικατάστασης (*Ersetzungsmodell*). Möllers, ZGR 1997, 335. Βλ. επίσης Τριανταφυλλιάκη, ΕΕμΠΔ 2009, 500, σύμφωνα με τον οποίο το δίκαιο της ΑΕ έχει υποστεί μετάλλαξη από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.

54. Assmann, in: FS Kümpel, 2003, 10, Grundmann, *Treuhandvertrag*, 1997, 421, Romano, *The Genius of American Corporate Law*, 113.

55. Kübler, AG 1994, 146.

56. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η από τον Wiedemann, *Gesellschaftsrecht*, 1980, 358 προσπάθεια θεμελίωσης της προστασίας της έννομης θέσης του εταίρου σε τρεις αξιολογικές αρχές, οι οποίες ισχύουν ανεξάρτητα από τη συγκεκριμένη εταιρική μορφή: πρώτον την ατομική προστασία αυτού (*Individualschutz*), δεύτερον την προστασία αυτού ως μειοψηφία (*Minderheitsschutz*) και τρίτον την προστασία αυτού ως επενδυτή στην κεφαλαιαγορά (*Kapitalanlegerschutz*). Για την τελευταία αξιολογική αρχή βλ. ήδη Wiedemann, BB 1975, 1593.

57. Βλ. σ' ένα γενικότερο επίπεδο Ekkenga, *Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt*, 1998.

58. Wiedemann, *Gesellschaftsrecht I*, 418.

εμπιστοσύνη που επέδειξε αυτός στην επένδυσή του με τη χρηματοδότηση της ανώνυμης εταιρίας, δεν θα πρέπει να διαψευσθεί⁵⁹. Στο πλαίσιο αυτό οι κανόνες και οι θεσμοί του δικαίου της κεφαλαιαγοράς εξετάζονται ως συμπλήρωμα ή ως εμπλουτισμός ή ακόμη ως επικάλυψη του ισχύοντος δικαίου της ανώνυμης εταιρίας⁶⁰.

3. Η θέση του μετόχου ως μέλους ένωσης προσώπων και ως επενδυτή

- 12 Μετά την επεξεργασία των δογματικών θεμελίων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς το ζήτημα της σχέσης του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς βρέθηκε στο επίκεντρο μίας σειράς εργασιών, γερμανικής κυρίως προέλευσης⁶¹. Βασικό μέλημα των εργασιών αυτών ήταν να αναδειχθεί ο διπλός ρόλος του μετόχου, τόσο ως μέλους της εταιρίας (*Verbandsmitglied*), όσο και ως χρηματοδότη αυτής (*Unternehmensfinancier*)⁶². Ο μέτοχος δεν αποτελεί απλά μέλος μία ένωσης προσώπων, αλλά είναι και επενδυτής. Στο πλαίσιο της θεώρησης αυτής, η οποία πρέπει να θεωρηθεί πλέον ως η απολύτως κρατούσα, επιχειρήθηκε να οικοδομηθεί ένα μοντέλο συνολικής περιουσιακής προστασίας του μετόχου, σύμφωνα με το οποίο ο νόμος δίδει προτεραιότητα στην προστασία των περιουσιακών δικαιωμάτων του μετόχου έναντι των δικαιωμάτων διαχείρισης αυτού⁶³. Ειδικότερα η θέση του μετόχου ως μέλους της ένωσης προσώπων και τα δικαιώματα συνδιαχείρισης αυτού αποτελούν την αφετηρία, η αξιοθλόγηση αυτή όμως αφήλαζει όσο περισσότερο κερδίζει έδαφος ο ρόλος του ως επενδυτή. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στην προστασία των περιουσιακών δικαιωμάτων τόσο έναντι δυσμενών επιθέσεων της διοίκησης όσο και έναντι δυσμενών για τα συμφέροντά του μετόχου-επενδυτή αποφάσεων της γενικής συνέλευσης. Ειδικώς στην τελευταία περίπτωση η προστασία της περιουσιακής θέσης του μετόχου, υπό την μορφή της χορήγησης αξιώσεων περιουσιακής φύσης, καθιστά μη αναγκαίο τον ουσιαστικό έλεγχο των αποφάσεων της γενικής συνέλευσης⁶⁴. Η τάση αυτή υπέρ δηλαδή της περιουσιακής προστασίας του μετόχου-επενδυτή είναι εμφανής επίσης και στην πρόσφατη τροποποίηση του κ.ν. 2190/1920 με το Ν. 3604/2007: πρώτον με την μετατόπιση της ελληνω-

59. Hirte, ZGR-SH 13, 1998, 82.

60. Bayer, Gutachten 67 DJT, 2008, 9, 58, Hommelhoff, ZGR 2000, 769-770, Lutter, in: FS Zöllner I, 1998, 363.

61. Βλ. κυρίως Mülberr, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*, 2. Auflage, 1996, 66, Assmann, *Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationspflichten nach deutschen und US-amerikanischen Recht*, 1985, Kalss, *Anlageinteressen. Der Anleger im Handlungs-dreieck von Vertrag, Verband und Markt*, 2002.

62. Mülberr, in: FS Ulmer, 2003, 450 ο οποίος ομιλεί για υβριδικό μέτοχο « *hybrider Aktionär* ».

63. Βλ. Mülberr, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*, 97επ. και 154επ., τον ίδιο, in: FS Ulmer, 433επ., Fleischer, ZIP 2006, 454, Teichmann, AG 2004, 75, Paefgen, *Unternehmerische Entscheidungen und Rechtsbindung der Organe in der AG*, 78, Hirte, WM 1997, 1003, Möllers, ZGR 1997, 336, Oechsler, *Der Kapitalmarkt- und börsenrechtliche Regelungsrahmen*, in: *Aktienrecht im Wandel*, 2007, Bd. 2, 160.

64. Mülberr, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*, 310επ.

ματικότητας μίας απόφασης λόγω αντίθεσης στο άρθρο 281ΑΚ στους λόγους ακυρώσεως (άρθρο 35^ο παρ. 2 περ. β), και δεύτερον με την χορήγηση δικαιώματος αποζημίωσης κατά το άρθρο 35^ο παρ. 4 ανεξαρτήτως ποσοστού⁶⁵.

4. Το «δίκαιο της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας»

Η στενή διασύνδεση μεταξύ του θεσμικού δικαίου της ανώνυμης εταιρίας και του συναθη- 13
τακτικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς αποτυπώνεται με τον εναργέστερο τρόπο στην ανώνυμη εταιρία, οι μετοχές της οποίας διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά ή γενικώς στη κεφαλαιαγορά⁶⁶. Δεν είναι άρρηκτα τυχαίο το ενδιαφέρον τόσο της ημεδαπής όσο και της αλλοδαπής βιβλιογραφίας για το -έτσι αποκαλούμενο- «δίκαιο της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας»⁶⁷. Το δίκαιο της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας αποτελεί στην πραγματικότητα τμήμα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και περιλαμβάνει επιταγές και απαγορεύσεις για την ανώνυμη εταιρία ως εκδότρια κινητών αξιών, καθώς επίσης και για τα όργανα αυτής⁶⁸. Ειδικότερα οι κανόνες δικαίου που έχουν ως σημείο αναφοράς την α.ε. με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά θα μπορούσαν να τριχοτομηθούν ως ακολούθως: Σ' ένα πρώτο επίπεδο σε ρυθμίσεις που αφορούν την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση στην κεφαλαιαγορά τίτλων της εκδότριας εταιρίας. Οι ρυθμίσεις αυτές αποτελούν το αποκαλούμενο δίκαιο της πρωτογενούς αγοράς και ρυθμίζουν τους όρους εισαγωγής και την έκδοση ενημερωτικού δελτίου. Σ' ένα δεύτερο επίπεδο σε ρυθμίσεις που έχουν να κάνουν με τη συμπεριφορά της εκδότριας εταιρίας και των οργάνων αυτής, καθώς επίσης και με δικαιώματα των επενδυτών κατά το χρόνο, όπου οι τίτλοι αυτής διαπραγματεύονται στην κεφαλαιαγορά. Στην περίπτωση αυτή γίνεται λόγος για δίκαιο της δευτερογενούς αγοράς. Σ' ένα τρίτο επίπεδο ρυθμίζεται το δίκαιο της εξόδου της εισηγμένης εταιρίας από την οργανωμένη αγορά.

Με την τροποποίηση του κ.ν. 2190/1920 με το Ν. 3604/2007 η πρόσβαση σε οργα- 14

65. Βλ. σχετ. Τουτόπουλο, Το δικαίωμα αποζημίωσης του μετόχου για ελλειμματική απόφαση της γενικής συνέλευσης. Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 35^ο παρ. 4 του ν. 2190/1920, εις Μαρίνο (επιμ.), Ζητήματα από το νέο δίκαιο της Α.Ε., 2009, 358επ.

66. Για τη σημασία τη διάκρισης μεταξύ οργανωμένης αγοράς και κεφαλαιαγοράς κατά το ισχύον δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας βλ. Βερβεσό, Από την τριχοτόμηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας (μικρή, μεγάλη, εισηγμένη) στη διάκριση μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης α.ε., εις Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της, Ανώνυμης εταιρίας, 370-371.

67. Πρβλ. την ιδιαίτερη μεταχείριση της εισηγμένης εταιρίας από Ρόκα, Εμπορικές Εταιρίες, 448επ., Αυγητίδη, Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, 2008, τον ίδιο, εις: ΔικΑΕ, Εισαγωγικό μέρος και Γενικές διατάξεις, V, Ανώνυμες Εταιρίες με μετοχές εισηγμένες σε Χρηματιστήριο, 191επ., Μίτσο, Η άσκηση του δικαιώματος ψήφου στις εισηγμένες εταιρίες, 9επ. και ήδη από τον Γεωργακόπουλο, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο, 87: Το ειδικό δίκαιο των «εισηγμένων» εταιριών». Στο γερμανικό δίκαιο γίνεται λόγος για Börsengesellschaftsrecht. Βλ. Fleischer, ZHR 165 (2001), 514-515. Την έννοια αυτή είχε ήδη χρησιμοποιήσει ο Nobel. in: FS Bär, 1998, 301. Πρβλ. επίσης Marsch-Barnier/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG. Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2005, Fleischer, ZHR 165 (2001), 513-515, Habersack, NZG 2004, 1, Bayer, Gutachten 67. DJT, 2008, 9, 58 66, Möllers, AG 1999, 434.

68. Fleischer, ZIP 2006, 456.

νωμένη αγορά χρησιμοποιήθηκε από τον εταιρικό νομοθέτη σε μία σειρά διατάξεων ως βασικό κριτήριο διάκρισης⁶⁹ μεταξύ της εισηγμένης και της μη εισηγμένης σε οργανωμένη αγορά ανώνυμης εταιρίας⁷⁰. Πέρα όμως από τις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 η ανώνυμη εταιρία με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά βρίσκεται στο επίκεντρο ειδικών νομοθετημάτων, όπως ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση, ο Ν. 3461/2006 για τις δημόσιες προτάσεις αγοράς κινητών αξιών, ο Ν. 3656/2007 για τη διαφάνεια πληροφόρησης σχετικά με εκδόσεις των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, ο Ν. 3401/2005 για το ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση, ο Ν. 3371/2005 για τις ελάχιστες προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά και ο Ν. 3340/2005 για την προστασία της κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και από πράξεις προσώπων που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς. Η διάκριση αυτή μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας αντανακλάται επίσης και στο δίπολο μέτοχος-επιχειρηματίας και μέτοχος-επενδυτής⁷¹, αλλά και στην έννομη προστασία που επιφυλάσσει η έννομη τάξη σε καθέναν από τους δύο τύπους μετόχου⁷².

69. Συγκεκριμένα το κριτήριο της εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά χρησιμοποιήθηκε από τον αναθεωρητικό νομοθέτη τόσο θετικά, υπό την έννοια, ότι από τις διατάξεις αυτές του κ.ν. 2190/1920 καταλαμβάνονται μόνο εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες (για τις εταιρίες αυτές χρησιμοποιείται ο όρος εισηγμένη εταιρία), όσο και αρνητικά, υπό την έννοια, ότι οι διατάξεις αυτές απευθύνονται σε ανώνυμες εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εκτός οργανωμένης αγοράς (για τις εταιρίες αυτές χρησιμοποιείται ο όρος μη εισηγμένη ανώνυμη εταιρία). Βλ. σχετ. Αυγητίδη, Ειδικές ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρίες στον κ.ν. 2190/1920, ΕπισκεΔ 2008, 387.

70. Το ζήτημα της διάκρισης μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης α.ε. βρίσκεται στο επίκεντρο της επιστημονικής συζήτησης στην αλλοδαπή. Βλ. σχετ. Bayer, Empfehlen sich besondere Regeln für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften?, 67. Deutschen Juristentag, Erfurt 2008. Για τη γνωμοδότηση του Bayer βλ. Schäfer, Besondere Regelungen für börsennotierte und für nichtbörsennotierte Gesellschaften? NJW 2008, 2526en., Spindler, Regeln für börsennotierte vs. Regeln für geschlossene Gesellschaften – Vollendung des Begonnenen?, AG 2008, 598en., Windbichler, Empfehlen sich besondere Regeln für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften?, JZ 2008, 840en., Habersack, Wandlungen des Aktienrechts, AG 2009, 1en., Richter, Der Kapitalmarkt und sein Gesellschaftsrecht, ZHR 172 (2008), 419en. Για το αυστριακό δίκαιο Kalss/Schauer, Die Reform des Österreichischen Kapitalgesellschaftsrechts, Gutachten für den 16. Österreichischen Juristentag, 2006. Kalss/Schauer, Die Reform des Österreichischen Kapitalgesellschaftsrechts, Gutachten für den 16. Österreichischen Juristentag, 69. Στη βιβλιογραφία το ζήτημα είχε επισημανθεί για πρώτη φορά από τους Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter, Deregulierung des Aktienrechts: Das Drei Stufen Modell, 1988. Για τη διάκριση από την σκοπιά του ελληνικού δικαίου. Βλ Βερβεσό, Από την τριχοτόμηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας (μικρή, μεγάλη, εισηγμένη) στη διάκριση μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης α.ε., εις Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της, Ανώνυμης εταιρίας, 2009, 331en..

71. Για τους δύο αυτούς τύπους μετόχων βλ. Fleischer, ZIP 2006, 454. Γενικά για τους διάφορους τύπους μετόχων βλ. Claussen, in: FS K. Schmidt, 217en.

72. Για τις έννομες συνέπειες της διάκρισης αυτής (*de lege lata* και *de lege ferenda*) βλ. Βερβεσό, Από την τριχοτόμηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας (μικρή, μεγάλη, εισηγμένη) στη

15 Παρά όμως την πληθώρα των διατάξεων οι οποίες εξαρτούν την επιβολή ορισμένων εννόμων συνεπειών από την πρόσβαση μίας ανώνυμης εταιρίας σε οργανωμένη αγορά και παρά το γεγονός, ότι όλες αυτές οι διατάξεις έχουν επιφέρει ένα βαθύ ρήγμα στο δόγμα της ενότητας του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας, δεν μπορεί ακόμη να γίνει λόγος για πλήρη αυτονομία του δικαίου της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας (δημόσια ανώνυμη εταιρία) από το δίκαιο της α.ε. με μετοχές εκτός οργανωμένης αγοράς (ιδιωτική ανώνυμη εταιρία). Και οι δύο τύποι της ανώνυμης εταιρίας βρίσκονται υπό την κοινή σκέπη του κ.ν. 2190/1920 με την ιδιαιτερότητα, ότι για την μορφή της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας, η οποία μας ενδιαφέρει εν προκειμένω, ισχύουν επιπλέον ρυθμίσεις και αρχές⁷³. Η τυχόν αναγνώριση της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας ως μίας ξεχωριστής εταιρικής μορφής απευθύνεται στο νομοθέτη με αποτέλεσμα οι όποιες έννομες συνέπειες από την πρόσβαση μίας ανώνυμης εταιρίας στην κεφαλαιαγορά να εξετάζονται περισσότερο από δικαιολογητική σκοπιά, εφόσον βεβαίως δεν προβλέπεται κάτι διαφορετικό στο νόμο⁷⁴.

16 Τα ζητήματα επομένως που ανακύπτουν από την συνύπαρξη του εταιρικού δικαίου με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς απευθύνονται στη νομική θεωρία και πράξη, η οποία επίσης θα πρέπει να φρονίσει και για την επίλυσή τους. Σύμφωνα με την κλασική πλέον διάκριση του *Fleischer* από τη σχέση του δικαίου της α.ε. με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς δημιουργούνται, όπως σ' όλες τις περιπτώσεις επικάλυψης δύο κλάδων δικαίου, δύο ειδών ζητήματα: *πρώτον* ζητήματα συντονισμού (*Abstimmungstragen*), αφού μεταξύ των διατάξεων του δικαίου της α.ε. και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς μπορούν να υπάρξουν π.χ. διαφορές στους ακολουθούμενους στόχους (*Zieldivergenzen*), λειτουργικές αντιστοιχίες (*Funktionsäquivalenzen*), και *δεύτερον* ζητήματα υπαγωγής (*Zuordnungsfragen*) ορισμένων κανόνων στον ένα ή στον άλλο κλάδο δικαίου⁷⁵. Στην παρούσα εργασία είναι όμως φυσικό, ότι δεν μπορούν να αντιμετωπισθούν συνολητικά όλα τα ζητήματα, που ανακύπτουν από την συνύπαρξη του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Πολλώ δε μάλλον, όταν η συστηματική αντιμετώπιση αυτών εκκρεμεί τόσο στην ημεδαπή όσο και στην αλλοδαπή βιβλιογραφία⁷⁶. Αντιθέτως αρκεί μόνο η ανάδειξη ορισμένων εξ αυτών, προκειμένου να καταδειχθούν οι γενικές γραμμές κατά την αντιμετώπισή τους. Στο πλαίσιο αυτό και για την επίλυση των ζητημάτων συντονισμού από την συνύπαρξη των δύο κλάδων δικαίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν παραδοσιακά μεθοδολογικά εργαλεία, όπως η αρχή της ειδικότητας ή η αρχή, ότι ο νεότερος νόμος κατασχύει του παλαιότερου, καθώς επίσης και η ερμηνευτική προσαρμογή πολλών από τις διατάξεις του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας στο πλαίσιο των αξιολογικών αρχών του δικαίου της κεφαλαι-

διάκριση μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης α.ε., εις Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της, Ανώνυμης εταιρίας, 2009, 370επ.

73. Βλ. επίσης Lutter, in: FS Zöllner, Bd 1, 372: «Für Börsengesellschaften gelten zusätzliche Regeln und Grundsätze...».

74. Βλ. με παραπομπές στην αλλοδαπή βιβλιογραφία Βερβεσό, Από την τριχοτόμηση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας (μικρή, μεγάλη, εισηγμένη) στη διάκριση μεταξύ εισηγμένης και μη εισηγμένης α.ε., εις Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της, Ανώνυμης εταιρίας, 2009, 373επ.

75. Βλ. *Fleischer*, ZIP 2006, 457επ.

76. Βλ. επίσης για το γερμανικό δίκαιο Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 14.

αγοράς, εφόσον πρόκειται για εταιρία, οι μετοχές της οποίας διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά ή γενικώς στην κεφαλαιαγορά⁷⁷.

Δ. Πρακτικό παραδείγματα για τη σχέση του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας με το δικαιο της κεφαλαιαγοράς

Ι. Διόρθωση προτάσεις εξαγοράς

17 Το δικαιο των εξαγορών ανήκει συστηματικά στο δικαιο της κεφαλαιαγοράς, εμφανίζει όμως ιδιαίτερες συνάψεις με άλλους κλάδους του δικαίου, όπως το δικαιο της ανώνυμης εταιρίας, το δικαιο των μετατροπών⁷⁸, το δικαιο των συνδεδεμένων επιχειρήσεων⁷⁹, και το δικαιο κατά των περιορισμών του ανταγωνισμού⁸⁰. Ειδικώς όσον αφορά τη σχέση του δικαίου των εξαγορών με το δικαιο της α.ε. πρέπει να επισημανθεί, ότι στο δικαιο των εξαγορών περιέχονται μία σειρά διαδικαστικών διατάξεων, αλλά και διατάξεων που επιβάλλουν συγκεκριμένες συμπεριφορές στις ανώνυμες εταιρίες με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά και στα όργανα αυτής⁸¹. Οι διατάξεις αυτές του δικαίου των εξαγορών επιτελούν μία σειρά προστατευτικών για τα συμφέροντα των μετόχων λειτουργιών, οι οποίες παραδοσιακά ανήκαν στο δικαιο της ανώνυμης εταιρίας, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει, ότι τις θέτουν αποκλειστικά εκποδών, αφού αυτές εξακολουθούν να βρίσκουν εφαρμογή σε όλες εκείνες τις περιπτώσεις, όπου το δικαιο των εξαγορών δεν περιέχει κάποια ειδική διάταξη⁸².

18 Ειδικότερα το δικαιο των εξαγορών συμπληρώνει το δικαιο της ανώνυμης εταιρίας ως προς τρεις κατευθύνσεις:

18α *Πρώτον* προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης των δικαιωμάτων της μειοψηφίας⁸³. Στο πλαίσιο αυτό αναφέρουμε χαρακτηριστικά τις διατάξεις για την υποχρεωτική δημόσια πρό-

77. Βλ. επίσης Lutter, in: FS Zöllner, Bd 1, 363.

78. Για τη σχέση του δικαίου των εξαγορών με το δικαιο της α.ε. και το δικαιο των μετατροπών βλ. Fleischer, Schnittmengen des WpÜG mit benachbarten Rechtsmaterien – eine Problemskizze, NZG 2002, 545. Βλ. επίσης Αυγιθίδη, Υποχρεωτική δημόσια πρόταση σε περίπτωση συγχώνευσης, ΕΕμηΔ 2002, 708. Ειδικά για το δικαιο των εξαγορών κατά τη διαδικασία αποκρατικοποίησης βλ. Τέλλης, Το ζήτημα της αγοράς κινητών αξιών κατά τη διαδικασία αποκρατικοποίησης της υπό εξαγορά εταιρίας, ΝοΒ 2008, 2334.

79. Hommelhoff/Hopt/Lutter (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht, 2001.

80. Για τη σχέση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς με το δικαιο του ανταγωνισμού βλ. Psaroudakis, Acting in concert in börsennotierten Gesellschaften, 37en., καθώς και τις μελέτες των Bachmann, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008), 597, Assmann, Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht, ZHR 172 (2008), 635.

81. Fleischer, NZG 2002, 545.

82. Fleischer, NZG 2002, 547.

83. Γενικά για τα δικαιώματα μειοψηφίας βλ. Perakis, Rights of Minority Shareholders, 15en.

ταση εξαγοράς⁸⁴, τις διατάξεις για το εύλογο και το δίκαιο ανάλληγμα⁸⁵, με τις οποίες επιδικώκεται η συμμετοχή των μετόχων μειοψηφίας στο υπερτίμημα το οποίο τυχόν καταβλήθηκε σε έναν μεγαλομέτοχο της υπό εξαγορά εταιρίας στο προστάδιο της δημόσιας πρότασης εξαγοράς, καθώς επίσης και τις διατάξεις, με τις οποίες επιβάλλεται η υποχρέωση στον προτείνοντα να αποκτήσει όλες τις μετοχές που του προσφέρονται, εκτός και εάν έχει ορίσει μέγιστο αριθμό κινητών αξιών που δεσμεύεται να αποδεχτεί⁸⁶. Οι διατάξεις αυτές αναμφισβήτητα βελτιώνουν την προσφερόμενη από το εταιρικό δίκαιο προστασία της μειοψηφίας, η οποία πλέον συνδέεται με την πρόσβαση της εταιρίας σε οργανωμένη αγορά. Συγχρόνως όμως δημιουργούν ρήγματα σε παραδοσιακά δόγματα του εταιρικού δικαίου⁸⁷: Έτσι η υποχρεωτική δημόσια πρόταση εξαγοράς αντιμετωπίζεται ως ένα είδος δικαίωματος εξόδου του μετόχου μίας ανώνυμης εταιρίας, το οποίο στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας μέχρι πρόσφατα ταυτιζόταν με την μεταβίβαση των μετοχών⁸⁸. Περαιτέρω η υποχρέωση υποβολής δημόσιας πρότασης εξαγοράς διαρρηγνύει μία από τις θεμελιώδεις αρχές του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας, ήτοι αυτή της μη επιβάρυνσης του μετόχου με επιπλέον υποχρεώσεις πέραν της υποχρέωσης της εισφοράς⁸⁹. Τέλος οι διατάξεις για το ύψος του ανάλληγματος διασφαλίζουν, ότι όλοι οι μέτοχοι μειοψηφίας συμμετέχουν στην καταβολή του υπερτιμήματος⁹⁰, ενώ καθιστά άνευ αντικειμένου θεωρητικά εγχειρήματα θεμελίωσης του ως άνω δικαιώματος στο θεσμό της καταπίστευσης⁹¹. Από τα παραπάνω προκύπτει κατ' αρχήν, ότι οι υποχρεώσεις του προτείνοντα, οι οποίες βρίσκουν έρεισμα στο δίκαιο των εξαγορών, δημιουργούν άμεσες σχέσεις μεταξύ των μετόχων και ομοιάζουν επομένως στην υποχρέωση πίστωσης και τις εξ αυτής αρύόμενες συνέπειες για τις σχέσεις των μετόχων⁹². Επιπλέον οι υποχρεώσεις αυτές ισχύουν ειδικώς για τις εταιρίες με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά και αναλαμβάνουν λειτουργίες τις οποί-

84. Άρθρο 7 του Ν. 3461/2006. Βλ. σχετ. Αυγητίδη, ΔΕΕ 2001, 580επ., τον ίδιο, Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, 158-159.

85. Βλ. άρθρο 9 του Ν. 3461/2006. Το δίκαιο και το εύλογο του ανάλληγματος προσδιορίζεται μόνο για την υποχρεωτική δημόσια πρόταση εξαγοράς στην παρ. 4 του άρθρου 7 του Ν. 3461/2009. Βλ. σχετ. Αυγητίδη, Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, 170επ.

86. Άρθρο 6 παρ. 1 του Ν. 3461/2006.

87. Fleischer, NZG 2002, 546: «.....gehen freilich tiefe Einbrüche in das aktienrechtliche Dogmengebäude».

88. Για την άποψη αυτή βλ. Wiedemann, Gesellschaftsrecht, Bd. 1, 400, Schindler, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, München, 19 επ.

89. K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 1997, 807.

90. Για τη σχέση του ζητήματος της απόκτησης του ελέγχου και της καταβολής του υπερτιμήματος στους μετόχους μειοψηφίας με την αρχή της ίσης μεταχείρισης, εάν δηλαδή η τελευταία αποτελεί γενική αρχή του κοινοτικού δικαίου βλ. την απόφαση του ΔΕΚ, C-101/08, 15.10.2009, Audiolox, ΕΕμπΔ 2010, 64 με παρατηρήσεις Ψαρουδάκη. Για την απόφαση αυτή βλ. επίσης Habersack/Troger, Ihr naht Euch wieder, schwankende Gestalten ... – Zur Frage eines europarechtlichen Gleichbehandlungsgebots beim Anteilshandel, NZG 2010, 1 επ.

91. Βλ. σχετ. Grundmann, Der Treuhandvertrag, 465-481.

92. Για το ζήτημα αυτό βλ. ήδη Wiedemann, Gesellschaftsrecht, 450-453, Minderheitenschutz und Aktienhandel, 1968, Nobel, in: FS Bär, 1998, 310, Fleischer, NZG 2002, 546.

ες μέχρι πρόσφατα επιτελούσε το παραδοσιακό εταιρικό δίκαιο. Τούτο όμως δεν θα πρέπει να μας οδηγήσει, όπως ήδη αναφέρθηκε, στο γενικότερο συμπέρασμα ότι η εταιρικού δικαίου προστασία της μειοψηφίας στο δίκαιο της εισηγμένης α.ε. καταργείται, αλλά ότι στην ειδική περίπτωση της εξαγοράς εισηγμένων α.ε. συμπληρώνεται από ειδικούς κανόνες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς⁹³.

18β Δεύτερον προς την κατεύθυνση της προστασίας των επενδυτών μέσω της θέσπισης διαδικαστικών κανόνων, όπως της δημοσιοποίησης της δημόσιας πρότασης εξαγοράς και της ενημέρωσης της ΕΚ⁹⁴, καθώς και της δημοσίευσης πληροφοριακού δελτίου στο οποίο περιέχονται όλα τα στοιχεία σχετικά με τη δημόσια πρόταση. Με τον τρόπο αυτό οι επενδυτές στους οποίους απευθύνεται η πρόταση, μπορεί να λάβουν υπό καθεστώς πλήρους πληροφόρησης την τυχόν απόφασή τους περί αποσπένδυσης. Διαδικαστικούς κανόνες θεσπίζουν επίσης και οι διατάξεις σχετικά με το χρονικό διάστημα αποδοχής της δημόσιας πρότασης εξαγοράς από τους αποδέκτες αυτής⁹⁵, ενώ στην προστασία των πιστωτών μέσω διαδικαστικών στοχεύει επίσης και ο καθορισμός του ευλόγου και δικαίου αντιπληγματος σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ. 4 του Ν. 3461/2006 για την υποχρεωτική δημόσια πρόταση⁹⁶.

18γ Τρίτον προς την κατεύθυνση αλληλεγγύης των υφιστάμενων ή της δημιουργίας νέων αρμοδιοτήτων στο οικοδόμημα της ανώνυμης εταιρίας κατά την υποβολή δημόσιας πρότασης εξαγορών, όπως δείχνει το παράδειγμα της κατάρτισης και δημοσιοποίησης αιτιολογημένης γνώμης από το διοικητικό συμβούλιο σχετικά με τη δημόσια πρόταση εξαγοράς, και της υποχρέωσης ουδετερότητας του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρίας⁹⁷, με την οποία περιορίζονται οι αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου της υπό εξαγορά εταιρίας προκειμένου να αποτραπεί ο κίνδυνος ματαίωσης της δημόσιας πρότασης εξαγοράς⁹⁸.

II. Υποχρέωση πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για έκτακτα γεγονότα και σύνθετες εταιρικές πράξεις

19 Η υποχρέωση έκτακτης ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού ρυθμίζεται στο άρθρο 10 παρ. 1 του Ν. 3340/2005⁹⁹ το οποίο ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη το άρθρο 6

93. Fleischer, NZG 2002, 546. Πρβλ. επίσης Weber, Vormitgliedschaftliche Treubindungen, 1999, 328επ., 357επ.

94. Άρθρο 10 του Ν. 3461/2006.

95. Άρθρο 18 του Ν. 3461/2006.

96. Βλ. επίσης για το γερμανικό δίκαιο Fleischer, NZG 2002, 547.

97. Βλ. με περαιτέρω παραπομπές Ανδριανέση, Η θέση του ΔΣ Ανώνυμης Εταιρίας στις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Μετοχών, 2008.

98. Fleischer, NZG 2002, 546.

99. Πριν την ρύθμιση του άρθρου 10 παρ. 1 του Ν. 3340/2005 η υποχρέωση πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για έκτακτα γεγονότα ρυθμιζόταν στο 5 παρ. 5 στοιχ. α του π.δ. 350/1985, το οποίο ενσωμάτωσε την οδηγία 79/279/ΕΚ της 5.3.1979 για την εναρμόνιση των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε οργανωμένες αγορές. Η ως άνω υποχρέωση εξειδικεύτηκε με την απόφαση 5/204/14/11/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Στη συνέχεια το άρθρο 5 παρ. 5 στοιχ. α του π.δ. 350/1985 καταργήθηκε με το άρθρο 32 του ν. 3340/2005, ενώ από την απόφαση 5/204/14/11/2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διατηρήθηκε σε ισχύ η υποχρέωση της εκδό-

της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιανουαρίου 2003 για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση της αγοράς)¹⁰⁰. Σύμφωνα με το άρθρο 10 του Ν. 3340/2005 οι εκδότες υποχρεούνται να δημοσιοποιούν χωρίς υπαίτια βραδύτητα τις προνομιακές πληροφορίες που τους αφορούν άμεσα. Προς εξειδίκευση της υποχρέωσης του άρθρου 10 εκδόθηκε η υπ' αριθμ. 3/347/12.7.2005 απόφαση της ΕΚ η οποία αναφέρει ενδεικτικώς μία σειρά γεγονότων ή καταστάσεων οι οποίες μπορούν να εκληφθούν, ότι συνιστούν προνομιακές πληροφορίες κατά το άρθρο 6 παρ. 1 του Ν. 3340/2005 και τις οποίες ο εκδότης υποχρεούται να δημοσιοποιήσει χωρίς υπαίτια βραδύτητα¹⁰¹.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει όμως η εφαρμογή της ως άνω από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς επιβαλλόμενης υποχρέωσης στην περίπτωση των λεγόμενων σύνθετων εταιρικών πράξεων, όπως η συγχώνευση, η διάσπαση, η αποχώρηση από την οργανωμένη αγορά. Χαρακτηριστικό όλων αυτών των εταιρικών πράξεων είναι, ότι η ολοκλήρωσή τους δεν λαμβάνει χώρα *intra actu*, αλλά προϋποθέτει την πραγμάτωση επιμέρους σταδίων (αποφάσεων από αρμόδια εταιρικά όργανα) που προβλέπονται στο νόμο¹⁰². Σ' όλες αυτές τις περιπτώσεις ερωτάται το ακριβές χρονικό σημείο της κατά το άρθρο 10 του Ν. 3340/2005 επιβαλλόμενης δημοσιοποίησης. Σύμφωνα με μία περισσότερο στη συστηματική του εταιρικού δικαίου προσηλωμένη άποψη θα μπορούσε να υποστηριχθεί, ότι ένα τέτοιο γεγονός χρήζει δημοσίευσης με την πραγμάτωση του τελευταίου σταδίου και την υποχρεωτική λήψη απόφασης περί συγχώνευσης, διάσπασης ή αποχώρησης από την οργανωμένη αγορά κ.λπ.¹⁰³. Ένα τέτοιο θα μπορούσε αναμφίβολα να θεωρηθεί η απόφαση της γενικής συνέλευσης. Η άποψη όμως αυτή δεν μπορεί να γίνει δεκτή για τους ακόλουθους λόγους: Κατ' αρχήν επιβραδύνεται η δημοσίευση του μέτρου και έτσι δεν παρέχεται

.....
 τριας εταιρίας να προβαίνει σε ενημέρωση του επενδυτικού κοινού στην περίπτωση δημοσιοποίησης ανεπιβεβαίωτων πληροφορικών ή φημών ή διαρροής πληροφοριών για επικείμενες εξελίξεις που ανάγονται στη σφαίρα της δραστηριότητάς της και θα μπορούσαν να προκαλέσουν σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών της. Αναλυτικά για το παραπάνω καθεστώς Τουρντόπουλις, Η υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών προς πληροφόρηση του κοινού για έκτακτα γεγονότα. Ερμηνευτική προσέγγιση του άρθρου 5 παρ. 5 περ. α ΠΔ 350/1985 και των διατάξεων του Κεφαλαίου Β της Απόφασης 5/204/14-11-2000, εις: *Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή*, 2002, 299επ.

100. Για το νόμο 3340/2005 με περαιτέρω παραπομπές στη σχετική βιβλιογραφία και νομολογία βλ. σχετ. Αυγινίδη, *Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς*, 2010, 314επ.

101. Βλ. Πατώνη, *Η υποχρέωση των εκδοτών εταιριών για διαφάνεια και πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού*, *ΕτρΑΕΧρΔ* 2005, 305, Αυγινίδη, *Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς*, 334, ο οποίος παραπέμπει στην αδημοσίευτη απόφαση του ΔΕΦΑΘ 2737/2008 (επιβολή προστίμου σε εισηγμένη εταιρία για μη επιβεβαίωση ή διάψευση δημοσιευμάτων σχετικά με επικείμενη συνεργασία με άλλη εισηγμένη εταιρία).

102. Βλ. σχετικά Cahn, *Grenzen des des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG*, *ZGR* 1998, 1 επ., Happ/Semler, *Ad hoc Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz- Zum Begriff der «Tatsache» bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen*, *ZGR* 1998, 116 επ., Hopt, *Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz*, *ZHR* 1995, 135 επ.

103. Cahn, *ZGR* 1998,, 26, Happ/Semler, *ZGR* 1998, 129, Hopt, *ZHR* 1995, 152.

έγκαιρη προστασία στους μετόχους-επενδυτές. Επιπλέον δεν λαμβάνεται υπόψη το γεγονός, ότι η πρόσκληση στη γενική συνέλευση συνεπάγεται τη δημοσίευση της ημερήσιας διάταξης (26 παρ. 2 του Ν. 2190/1920) και επομένως αυτό της επικείμενης συγχώνευσης, αποχώρησης από την οργανωμένη αγορά κλπ., με αποτέλεσμα στο παράδειγμα των σύνθετων εταιρικών πράξεων, όπου η απόφαση της γενικής συνέλευσης είναι υποχρεωτική, η υποχρέωση για έκτατη πληροφόρηση να αποτελεί στην ουσία κενό γράμμα¹⁰⁴. Αντιθέτως είναι αναγκαίο να ληφθούν υπόψη οι ανάγκες της κεφαλαιαγοράς για έγκαιρη και ορθή ενημέρωση των επενδυτών και για τον λόγο αυτό θα πρέπει να προταχθεί το χρονικό σημείο δημοσίευσης. Έτσι στην περίπτωση της συγχώνευσης ή της διάσπασης η γνωστοποίηση πρέπει να γίνεται τη στιγμή που λαμβάνεται η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου περί καταρτίσεως σχεδίου συμβάσεως συγχώνευσης ή διάσπασης ή ταυτόχρονα με την υποβολή του σχεδίου συμβάσεως συγχώνευσης ή διάσπασης στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του ν. 2190/1920, σύμφωνα με το άρθρο 69 παρ. 3 ή 82 παρ. 4 του ίδιου νόμου¹⁰⁵. Το παραπάνω χρονικό σημείο θα πρέπει επίσης να θεωρηθεί και το αποφασιστικό σημείο ανακοίνωσης της απόφασης για αποχώρηση από το χρηματιστήριο, αφού συνήθως ο μεγαλομέτοχος διαθέτει το αναγκαίο ποσοστό για την αποχώρηση από το Χ.Α. και επομένως μπορεί να ασκεί επιρροή στο διοικητικό συμβούλιο¹⁰⁶.

III. Ευθύνη της εταιρίας για ελλατωματική πληροφόρηση στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά και διατάξεις του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας για τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου

- 21 Η δημιουργία ενός νέου κλάδου δικαίου με νέους κανόνες και νέους στόχους, όπως το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς είναι φυσικό να δημιουργεί επικαλύψεις ή συγκρούσεις με κανόνες ενός παραδοσιακού κλάδου δικαίου, όπως το εταιρικό δίκαιο. Κλασικό παράδειγμα σύγκρουσης κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και κανόνων του εταιρικού δικαίου αποτελεί το ζήτημα της σύγκρουσης μεταξύ των διατάξεων για την αστική ευθύνη της εκδότριας εταιρίας λόγω ελλατωματικής πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά και των διατάξεων για την διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου¹⁰⁷. Έτσι η αποκατάσταση της ζημίας του μετόχου-επενδυτή για

104. Βλ. επίσης Happ/Semler, ό.π., 129, Ekkenga, Die Ad hoc Publizität im System der Marktordnungen, ZGR 1999, 180.

105. Χρυσάνθης, εις, ΔικΑΕ, τόμος 8, Εισαγ. 66-89, σπ. 121, Τουντόπουλος, εις: Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 2002, 315. Πρβλ. επίσης άρθρο 4 παρ. 1 (β) της υπ' αριθμ. 3/347/12.7.2005 απόφαση της ΕΚ.

106. Βλ. με περαιτέρω παραπομπές, Βερβεσό, Έξοδος από το χρηματιστήριο της εταιρίας (delisting) ή των μετόχων, εις: Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά. Η προστασία του επενδυτή, 449-450.

107. Βλ. Fleischer, ZIP 2006, 456, ο οποίος διαπραγματεύεται τη διαμόρφωση αυτή υπό τον τίτλο διαφορές στους ακολουθούμενους στόχους, *Zieldivergenzen*. Müllert, εις: Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 2002, 36-37. Μονογραφική επεξεργασία του ζητήματος από Volkuhl, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft, 2007, Wild, Prospekthaftung einer Aktiengesellschaft unter deutschem und europäischem Kapitalschutz, 2007.

εσφαλισμένη πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού στην πρωτογενή¹⁰⁸ ή στη δευτερογενή αγορά¹⁰⁹ μπορεί να συνιστά απαγορευμένη επιστροφή του μετοχικού κεφαλαίου¹¹⁰. Τούτο μάλιστα έγινε δεκτό από μέρος της θεωρίας του εταιρικού δικαίου, ιδίως όταν ο ζημιωθείς επενδυτής απέκτησε τις μετοχές πρωτότυπα¹¹¹. Από την άλλη μεριά τόσο η κρατούσα άποψη στη βιβλιογραφία, όσο και το γερμανικό ακυρωτικό¹¹² έκαναν δεκτό, ότι οι διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς υπερισχύουν ως ειδικοί κανόνες έναντι των γενικών διατάξεων του εταιρικού δικαίου. Υπέρ της τελευταίας άποψης συνηγορεί επίσης το γεγονός, ότι η τυχόν εφαρμογή των διατάξεων για τη διατήρηση του κεφαλαίου θα εξασθενούσε το ενδιαφέρον των επενδυτών να προβούν στη χρηματοδότηση της επιχείρησης¹¹³. Τέλος εγείρονται ενστάσεις κατά πόσον η εμπιστοσύνη των πιστωτών της εταιρίας όσον αφορά τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να βασίζεται σε εσφαλισμένα στοιχεία του ενημερωτικού δελτίου¹¹⁴.

108. Βλ. σχετ. Παπανικολάου, Η ευθύνη της Τράπεζας ως αναδόχου κινητών αξιών, 1998, Αυγυπτιδης, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, 2005, τον ίδιο, Η ευθύνη του αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο-Μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ με το ν. 3401/2005, ΕπισκΕΔ 2007, 13. Λιάπη, Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά, εις: Δούβλη/Μώλο, Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτών II, 2008, Πολίτη, Οι προϋποθέσεις της ευθύνης του αναδόχου κατά το άρθρο 3^ο του π.δ. 350/1985, ΔΕΕ 1997, 15.

109. Για την αστική ευθύνη λόγω ελλειμματικής πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού στη δευτερογενή αγορά βλ. Βερβεσό, ΕΕμπΔ 2008, 375. Για την αστική ευθύνη λόγω ελλειμματικής πληροφόρησης στην κεφαλαιαγορά με σκέψεις de lege ferenda βλ. Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalinformationshaftung, 2005, 9-141, Fleischer, Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung, ZIP 2005, 1805, Brellocks, Publizität von Aktiengesellschaften im System des Europäischen Kapitalmarktrechts, 2005, Hellgardt, Kapitalmarktdeliktshaftung, 2008, Teichmann, Kapitalmarktrechtliche Haftung des Emittenten und seiner Organe, in: Steuerungsfunktionen des Haftungsrechts im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Bachmann/Casper/Schäfer/Veil (Hrsg.), 2007, 149. Πρβλ. επίσης Habersack/Mülbart/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2008, 573-803 (Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation).

110. Για την απαγόρευση επιστροφής του μετοχικού κεφαλαίου βλ. Μπεχλιβάνη, Η απαγόρευση επιστροφής της εταιρικής περιουσίας στους μετόχους, ΕπισκΕΔ 1999, 673. Για το θεσμό της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου βλ. Σωτηρόπουλο, εις ΔικΑΕ, Τόμος 6, Έκδοση Β, Άρθρο 44^ο, αρ. 4επ., Βερβεσό, Μετοχικό κεφάλαιο: Η σημασία του και οι αρχές της πραγματικής καταβολής και διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου κατά το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εις Μορίνο (Επιμέλεια), Ζητήματα από το νέο δίκαιο της α.ε., 2009, 14.

111. Lutter, in: Kölner Kommentar zum AktG, 2. Auflage, 1986, § 71 Rz. 69. RGZ 54, 128, RGZ 62, 29. Henze, Vermögensbindungsprinzip und Anlegerschutz, NZG 2005, 115, σύμφωνα με τον οποίο ευθύνη προς αποζημίωση μπορεί να ανακύψει μόνο στην παράγωγη κτήση μετοχών και μόνο εφόσον η αξίωση αποζημίωσης δεν θίγει το μετοχικό κεφάλαιο και τα νόμιμα αποθεματικά. Αντιθέτως στην περίπτωση της πρωτότυπης κτήσης δεν αναγνωρίζονται αξιώσεις αποζημίωσης.

112. BGH ZIP 2005, 1270, mit Bespr. Fleischer=Bayer/Weinmann, EWIR 2005, 689.

113. Βλ. σχετικά Fleischer, Gutachten zum 64. Deutschen Juristentag, 2002, F 73-74 με επιχειρήματα και από άλλες έννομες τάξεις.

114. Kalss, Anlageinteressen. Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und

IV. Η οικειοθελής αποχώρηση από την οργανωμένη αγορά του ΧΑ

- 22 Η οικειοθελής αποχώρηση από την οργανωμένη αγορά του ΧΑ αποτελεί ένα από τα κλασικά παραδείγματα συνεργασίας του παραδοσιακού εταιρικού δικαίου με το σύγχρονο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς¹¹⁵, αφού με την αποχώρηση μίας εταιρίας από την οργανωμένη αγορά του ΧΑ τίθενται τα ακόλουθα ζητήματα: *πρώτον* αυτό της προστασίας των μετόχων-επενδυτών, αλλιά και της ίδιας της οργανωμένης αγοράς του ΧΑ από τους κινδύνους που συνεπάγεται η αποχώρηση μίας εισηγμένης εταιρίας¹¹⁶ και *δεύτερον* κατανομής αρμοδιοτήτων στα διάφορα όργανα της εταιρίας¹¹⁷. Πρωταρχικό μέλημα κατά την αποχώρηση μίας εταιρίας από την οργανωμένη αγορά θα πρέπει να είναι η λήψη των κατάλληλων μέτρων ως αντιστάθμισμα των κινδύνων που συνεπάγεται η αποχώρηση από την οργανωμένη αγορά για τους επενδυτές. Σύμφωνα με την κρατούσα και ορθότερη αντίληψη η επαρκής προστασία του επενδυτή στην περίπτωση του *delisting* θα πρέπει να αναζητηθεί τόσο στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς όσο και στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας¹¹⁸. Όπως ήδη αναφέρθηκε το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς αποσκοπεί στην προστασία της (εύρυθμης) λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και στην προστασία των επενδυτών, ενώ το εταιρικό δίκαιο ως το δίκαιο των ενώσεων προσώπων ιδιωτικού δικαίου που έχουν ιδρυθεί με δικαιοπραξία και επιδιώκουν ορισμένο σκοπό στοχεύει στην ανάπτυξη ισόρρωνων και κατάλληλων κανόνων συμπεριφοράς για τα μέλη της ενώσεως προσώπων¹¹⁹. Η αποχώρηση από το χρηματιστήριο επιφέρει από επιχειρηματική σκοπιά μία *de facto* αλλαγή στην επιχειρηματική δομή και επηρεάζει άμεσα τις σχέσεις μεταξύ των μετόχων, χωρίς αυτό να σημαίνει, ότι από νομική σκοπιά η αποχώρηση από το ΧΑ ταυτίζεται με τη συγχώνευση ή

Markt, 220-221.

115. Βλ. την ξεκάθαρη διατύπωση του γερμανικού ακυρωτικού στην υπόθεση *Macroton-Urteil*, BGHZ 153, 47, 57= ZIP 2003, 390: «*Das Kapitalmarktrecht schließt demnach nicht aus, dass den Minderheitsaktionären ein vermögensrechtlicher Nachteil entsteht. Daher muss somit durch Gewährung eines gesellschaftlichen Minderheitenschutzes ausgeschlossen werden*».

116. Ο κίνδυνος αυτός για την ίδια την αγορά του ΧΑ επιβεβαιώνεται και από μία ματιά στους αριθμούς: Από το 1999 μέχρι και σήμερα έχουν αποχωρήσει από το ΧΑ για διάφορους λόγους 149 εισηγμένες εταιρίες. Από αυτές 42 διεγράφησαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 37 αποσύρθηκαν από το ΧΑ λόγω συγχώνευσης (το λεγόμενο *cold delisting*), ενώ 15 εταιρίες λόγω δημόσιας πρότασης. Το κύμα φυγής από το ΧΑ ξεκίνησε ως γνωστόν στις αρχές της δεκαετίας του 2000 με τις εταιρίες *Interamerican*, την οσλοϊτανοποιία *Jacobs Suchard Παυλίδου*, την *Χάψυψ* και την *Παπαστράτος*, χωρίς όμως να αντισταθμίζεται από εισαγωγές. Βλ. Α. Ντόκα, *Η Μεγάλη έξοδος των εισηγμένων από το ελληνικό Χρηματιστήριο*, Καθημερινή, 29 Ιουνίου, σελ. 24.

117. Για το ζήτημα της συμμετοχής της γενικής συνέλευσης στη λήψη διαχειριστικών αποφάσεων, ιδίως του προβλήματος των αρρυθμίσεων αρμοδιοτήτων από την σκοπιά του ελληνικού δικαίου με συγκριτικές παρατηρήσεις βλ. Αθανασίου, *Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία*, 2010, 111 επ.

118. Έτσι επίσης de Vries, *Delisting*, Köln 2002, 82, Kleppe, *Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse*, Köln 2002, 80 επ. Διαφορετικά Müllert, *Rechtsprobleme des Delisting*, ZHR 165 (2001) 139, ο οποίος τάσσεται υπέρ της αποκλειστικής ρυθμίσεως του *delisting* από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.

119. Βλ. Assmann, *eis Großkomm zum AktG Einl.*, op. 352, Schwark, *Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht*, FS Stimpel, 1092.

τη διάσπαση¹²⁰. Από την άλλη μεριά με την αποχώρηση της εισηγμένης εταιρίας από το ΧΑ διαψεύδεται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στη συνέχεια της οργανωμένης αγοράς, αφού αποστερούνται της δυνατότητας άμεσης ρευστοποίησης των τίτλων τους¹²¹. Το *delisting* «θίγει» επομένως συμφέροντα που προστατεύονται τόσο από το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας όσο και από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και για τον λόγο αυτό δεν θα πρέπει να αναγνωρισθεί αποκλειστικότητα στο πεδίο εφαρμογής σε κάποιον από τους δύο κλάδους δικαίου¹²². Έναν τέτοιο δρόμο χάραξε και ο έλληνας νομοθέτης ο οποίος εξάρτα τη διαγραφή μίας μετοχής: αφενός από την απόφαση της γενικής συνέλευσης της εκδότριας εταιρίας, η οποία θα πρέπει να ληφθεί με την ιδιαίτερα αυξημένη πλειοψηφία του 95%¹²³, αφετέρου από την απόφαση της αρμόδιας εποπτικής αρχής, η οποία ακόμη και αν πληρούνται οι προϋποθέσεις της διαγραφής, διαθέτει διακριτική ευχέρεια να δεχθεί τη διαγραφή συνεκτιμώντας στο πλαίσιο της αρχής της αναλογικότητας δεδομένα, όπως το συμφέρον των επενδυτών να διατηρήσουν την επένδυσή τους, το συμφέρον της κεφαλαιαγοράς, αλλά και της εκδότριας εταιρίας που επιθυμεί την έξοδό της από την οργανωμένη αγορά¹²⁴. Ιδίως θα πρέπει να τονισθεί η υποχρέωση της εκδότριας εταιρίας να υποβάλει δημόσια πρόταση εξαγοράς για την αγορά των μετοχών της μειοψηφίας στην περίπτωση του λεγόμενου *cold delisting*, όπου η αποχώρηση πραγματοποιείται με μέσα του εταιρικού δικαίου (συγχώνευση, μετατροπή)¹²⁵. Τέτοια υποχρέωση δεν υφίσταται στην περίπτωση της οικειοθελούς διαγραφής από το χρηματιστήριο, αφού η προστασία της εναπομείνουσας μειοψηφίας (5%) επιτυγχάνεται με τη θέσπιση του δικαιώματος αυτής να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο ή από την ίδια την εταιρία στην περίπτωση κατά την οποία η δυνατότητα αυτή προβλέπεται στο καταστατικό της.

V. Ο θεσμός του squeeze out

Ο θεσμός του squeeze out¹²⁶ αποτελεί κλασσικό παράδειγμα επιλογής του ορθού επι- 23

120. Βλ. Schäfer/Hamman, BörsG § 43 Rz. 29, ο οποίος κάνει λόγο για *faktischen Strukturänderungen*, Βλ. de Vries, 97 (*Faktische Veränderungen*).

121. Οι επενδυτές στερούνται της λεγόμενης Wall Street Option. Βλ. σχετ. Περάκη, ΔΕΕ 2008, 487, Σωτηρόπουλο, ΕΕμπΔ 2000, 200.

122. Βλ. Fleischer, ZIP 2006, 455 και 456, ο οποίος επιδοκίμαζε την απόφαση Macroton του γερμανικού ακυρωτικού, BGH 153, 45, 57=ZIP 2003, 310 να καλύψει κενά στην προστασία του επενδυτή με δικαστική δικαιοπλοία θεσμών του εταιρικού δικαίου.

123. Πρβλ. άρθρο 17 παρ. 5 του Ν. 3371/2005: «*Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να αποφασίσει τη διαγραφή μετοχών από το χρηματιστήριο μετά από αίτηση της εκδότριας εταιρίας, εφόσον η αίτηση υποβάλλεται μετά από απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της εκδότριας εταιρίας που λαμβάνεται με πλειοψηφία 95% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου στην εκδότρια εταιρία ανά κατηγορία μετοχών για τις οποίες υποβάλλεται η αίτηση διαγραφής. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί με απόφασή της να θέτει ειδικούς όρους στην εκδότρια ή και σε μετόχους της για λόγους προστασίας των μετόχων της εκδότριας.*»

124. Βλ. Αυγητίδη, Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, 190, Βερβεσό εις: Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά. Η προστασία του επενδυτή, 474, Σωτηρόπουλο, ΕΕμπΔ 2000, 202.

125. Άρθρο 30 του Ν. 3461/2006. Βλ. σχετ. Περάκη, ΔΕΕ 2008, 802.

126. Για το squeeze out στην ελληνική έννομη τάξη βλ. από την πλούσια πλέον ελληνική

πέδου ρύθμισης, εάν δηλαδή ένας θεσμός, όπως αυτός του squeeze out, θα πρέπει να ισχύει μόνο για τις εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες ή γενικώς για όλες τις ανώνυμες εταιρίες¹²⁷. Ως γνωστόν ο θεσμός του squeeze out, ο οποίος εισήχθη στην ελληνική έννομη τάξη για πρώτη φορά με το άρθρο 27 του Ν. 3461/2007¹²⁸, καταλάμβανε μόνο τις ανώνυμες εταιρίες με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά¹²⁹. Ο έλληνας όμως νομοθέτης με το άρθρο 49γ του κ.ν. 2190/1920 επεξέτεινε τη δυνατότητα αυτή και στις μη εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρίες εξαρτώντας την άσκησή του από τη συγκέντρωση στο πρόσωπο ενός μετόχου του 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Αν και από δικαιολογητικής άποψης η μεταφορά ενός θεσμού του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στο δίκαιο των ανωνύμων εταιριών δεν είναι δίχως ενστάσεις¹³⁰, έχει κριθεί, ότι ο αποκλεισμός της μειοψηφίας από την πλειοψηφία είναι από συνταγματικής απόψεως (εννοείται σε σχέση με το δικαίωμα της ιδιοκτησίας) επιτρεπτός, εφόσον οι αποκλεισμένοι μέτοχοι μειοψηφίας αποζημιώνονται πλήρως¹³¹.

- 24 Η επιλογή αυτή όμως του έλληνα νομοθέτη έχει ως συνέπεια τη δημιουργία δύο επιπέδων ρύθμισης του squeeze out στην ελληνική έννομη τάξη: αφενός το εταιρικού δικαίου squeeze out (άρθρο 49γ του κ.ν. 2190/1920), αφετέρου το squeeze out κατά το δίκαιο της εξαγοράς (άρθρο 27 του Ν 3461/2006). Οι ρυθμίσεις παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ τους, τόσο ως προς το πεδίο, (από την μία μεριά καταλαμβάνο-

βιβλιογραφία Βενιέρη, Εξαγορά μετοχών μειοψηφίας στην Α.Ε., 2009, τον ίδιο, εις ΔικΑΕ 2010, 2, Άρθρο 49γ αρ. 1 επ., Αλεξανδροπούλου, Squeeze out και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 2008, 404, Τέλλη, Εξαγορά των μετοχών μειοψηφίας (άρθρο 49γ ΚΝ 2190/1920), ΕπισκΕΔ 2008, 814, Τσίρου, ΔΕΕ 2008, 803 επ.

127. Fleischer, ZIP 2006, 458.

128. Σύμφωνα με το άρθρο 27 ο προτείνων ο οποίος μετά την υποβολή δημόσιας πρότασης εξαγοράς απέκτησε το 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρίας, μπορεί να απαιτήσει την μεταβίβαση σε αυτόν όλων των υπολοίπων κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας

129. Παπαδημόπουλος, ΔΕΕ 2005, 396 επ.

130. Για τη σχετική επιχειρηματολογία βλ. με περαιτέρω παραπομπές Βερβεσό, Έξοδος από το χρηματιστήριο της εταιρίας (delisting) ή των μετόχων, εις: Ανώνυμη Εταιρία και Κεφαλαιαγορά. Η προστασία του επενδυτή, 2002, 458. Βλ. επίσης τις ενστάσεις και στο γερμανικό δίκαιο από Hüffer, AktG, § 327 Rz. 4.

131. Βλ. Βενιέρη, εις ΔικΑΕ 2010, 2, Εισαγωγικές Παρατηρήσεις άρθρων 49^α-49γ αρ. 12. Διαφορετικά Γιαλούρης, ΔΕΕ 2009, 153, 156, εφόσον γίνει δεκτό, ότι ο νομοθετικός περιορισμός του δικαιώματος ιδιοκτησίας δεν θα πρέπει να εκτείνεται μέχρι του βαθμού της εξανεμίσεως ή αποψίλωσής του, ακόμη και αν συνοδεύεται από αποζημίωση. Για την προστασία της ιδιοκτησίας του μετόχου κατά το άρθρο 17 του Συντάγματος και την ΕΣΔΑ βλ. ΑΠ (Ολομ) 14/1999, ΔΕΕ 5, 1017 και ΑΠ 1400/2000, ΕλλΔ 42, 414. Πρβλ. Γ Κασμάτη, Η απόφαση 40/1998 της Ολομέλειας του Αρείου Πάγου, ΝοΒ 47 (1999), 705 επ., Α. Σκόρδα, Δίκαιη ικανοποίηση κατά το άρθρο 50 ΕΣΔΑ και αποζημίωση κατά το εσωτερικό δίκαιο - Διεθνής προσβολή ενοχικών δικαιωμάτων, Γνμδ., ΝοΒ 47 (1999), 1537 επ. Από την πλούσια γερμανική νομολογία βλ. την πολυκροτη απόφαση του γερμανικού συνταγματικού δικαστηρίου *Fehltdmühle*, BVerfGE 14, 263, 280 επ., καθώς και την απόφαση του ίδιου δικαστηρίου, *Moto Meter/Bosch*, BVerfG, ZIP 2000, 1670, 1671 επ.. Ειδικώς για το επιτρεπτό του squeeze out βλ. BVerfG, AG, 2008, 27, BVerfG, AG 2007, 544.

νται εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες με την καταστατική τους έδρα στην Ελλάδα, από την άλλη μεριά τόσο εισηγμένες όσο και μη εισηγμένες στο ΧΑ εταιρίες), όσο και ως προς τους όρους εφαρμογής τους (ποσοστό 90%, άσκηση του δικαιώματος αποκλεισμού εντός 3 μηνών από την υποβολή δημόσιας πρότασης εξαγοράς σύμφωνα με το άρθρο 27 του Ν. 3461/2005, ποσοστό 95%, άσκηση του δικαιώματος αποκλεισμού εντός 5 ετών από τη συγκέντρωση του ως άνω ποσοστού σύμφωνα με το άρθρο 49γ του κ.ν.2190/1920), ιδίως όσον αφορά τον προσδιορισμό του τιμήματος εξαγοράς (στην περίπτωση του άρθρου 27 του Ν 3461/2006 το τίμημα ισούται τουλάχιστον με το ανάληγμα της πρότασης, ενώ στην περίπτωση του άρθρου 49γ προσδιορίζεται από το Πολυμελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρίας, το οποίο δικάζει με τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας και αφού έχει υποβληθεί από τον αιτούντα αίτηση πραγματογνωμοσύνης συντασσόμενη από την επιτροπή της παρ. 1 ή τα πρόσωπα της παρ. 4 του άρθρου 9). Αν και πρόκειται για δύο μεταξύ τους ανεξάρτητες ρυθμίσεις θα πρέπει να γίνει δεκτό, ότι εντός τριμήνου από την υποβολή δημόσιας πρότασης εξαγοράς απαγορεύεται η άσκηση του προβλεπόμενου στο άρθρο 49γ του κ.ν. 2190/1920 δικαιώματος¹³². Τούτο μπορεί να ασκηθεί μετά την παρέλευση του τριμήνου¹³³, όπου πλέον δεν είναι δυνατή η άσκηση του δικαιώματος αποκλεισμού κατά το άρθρο 27 του Ν. 3461/2006¹³⁴. Ως εκ τούτου τυχόν υποβολή αίτησης από την πλευρά του πλειοψηφούντος μετόχου σύμφωνα με το άρθρο 49γ του κ.ν. 2190/1920 εντός του τριμήνου από την υποβολή της δημόσιας πρότασης εξαγοράς πάσχει και θα πρέπει να απορριφθεί από το Πολυμελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρίας ενώπιον της οποίας υποβλήθηκε η αίτηση¹³⁵. Αντιθέτως μετά την παρέλευση του τριμήνου είναι δυνατή η εφαρμογή του άρθρου 49γ του κ.ν. 2190/1920 ακόμη και στην εισηγμένη στην οργανωμένη αγορά του ΧΑ εταιρία¹³⁶.

Ε. Επίμετρο

Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς αποτελούν, όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στη βιβλιογραφία, δίδυμους κλάδους δικαίου¹³⁷. Μπορεί μεν να μην ταυτίζονται τόσο στη δομή των κανόνων δικαίου που εμπεριέχει ο καθένας εξ αυτών, όσο και στους ακολουθούμενους στόχους, εμφανίζουν όμως ένα σημείο τομής μεταξύ

132. Τέλλη, ΕπισκΕΔ 2008, 429, Παπαδημόπουλο, ΔΕΕ 2005, 407.

133. Βλ. και τη διατύπωση του άρθρου 49γ του κ.ν. 2190/1920: «με την επιφύλαξη των διατάξεων για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών».

134. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 21, U.H. Schneider, DB 2000, 2314.

135. Έτσι και στο γερμανικό δίκαιο Schnorbus, in: Lutter/K. Schmidt (Hrsg.), Vor §§ 327a-327f Rz. 7.

136. Τέλλη, ΕπισκΕΔ 2008, 429.

137. Wymeersch, RabelsZ 69 (2005), 790: «*Company Law and securities Regulation - or capital market law as this is called in some continental countries- are twin brothers. They do not always speak the same language, nor does their relationship show plenty of love or esteem...*», Fleischer, ZIP 2006, 459: «*Über das Verhältnis dieses ungleichen Brüderpaares...*». Από την ελληνική βιβλιογραφία βλ. Τέλλη, ΕπισκΕΔ 2009, 274.

τους, αυτό της προστασίας του μετόχου-επενδυτή¹³⁸, το οποίο με την αυτονόμηση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς έναντι του εταιρικού δικαίου καθιστά αναπόφευκτη την επιρροή του ενός κλάδου δικαίου στον άλλο¹³⁹. Ενόψει της εξέλιξης αυτής αντιλήψεως, οι οποίες αντιμετώπιζαν το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ως ένα περιθωριακό ζήτημα του δικαίου των ανωνύμων εταιριών, θα πρέπει να θεωρούνται πλέον ως ξεπερασμένες· από την άλλη μεριά όμως δεν θα πρέπει να οδηγηθούμε στο άλλο άκρο και να κάνουμε λόγο για περιθωριοποίηση του δικαίου των ανωνύμων εταιριών από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς¹⁴⁰, αφού το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας εξακολουθεί να επιτελεί αυτόνομη λειτουργία ακόμη και στην περίπτωση εταιριών που βρίσκονται στην κεφαλαιαγορά, ιδίως όσον αφορά την εσωτερική οργάνωση, τις σχέσεις μεταξύ εταιρίας και μετόχων και των μετόχων μεταξύ τους¹⁴¹. Το ζητούμενο όσον αφορά τη σχέση των δύο κλάδων δικαίου είναι η εξεύρεση της αρμονικής σύνθεσης ανάμεσα στο «παραδοσιακό εταιρικό δίκαιο» και στο «μοντέρνο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς»¹⁴². Στο πλαίσιο αυτό θα πρέπει κατά την ερμηνεία και την εφαρμογή των διάφορων κανόνων του εταιρικού δικαίου να προσδίδεται πρωτεύουσα σημασία στην λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, και στην με αυτή συνδεόμενη διάκριση μεταξύ εισηγμένης ή δημόσιας ανώνυμης εταιρίας και μη εισηγμένης, μικρής και οικογενειακής ανώνυμης εταιρίας¹⁴³, ενώ το ίδιο σημαντική όσον αφορά την έκταση προστασίας του μετόχου εισηγμένης σε οργανωμένη αγορά εταιρίας είναι και η διάκριση μεταξύ μετόχου επενδυτή και μετόχου επιχειρηματία¹⁴⁴.

138. Βλ. Τέλλης, ΕπιστΚΕΔ 2009, 274.

139. Lutter, in: FS Zöllner, Band I, 382.

140. Fleischer, ZIP 2006, 459: «Weder ist das Kapitalmarktrecht nur eine Marginalie des Aktienrechtsnoch droht umgekehrt eine Marginalisierung des Aktienrechts durch das Kapitalmarktrecht».

141. Richter, ZHR 172 (2008), 430.

142. Fleischer, ZIP 2006, 459: «Es kommt vielmehr auf die richtige Mischung an...», Müllbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 105, Assmann, in: GroßKomm zum AktG, Einl. Rz. 365-366.

143. Αυτό το τονίζεται ιδιαίτερα από τον Lutter, in: FS Zöllner, Band I, 382.

144. Βλ. ενίων Richter, ZHR 172 (2008), 457.