



Πανεπιστήμιο
Κύπρου

ΣΧΟΛΗ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΙΚΗΣ

ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΕΤΟΣ 2021 – 2022

Ανάλυση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ,
μετά την ενσωμάτωσή της στην Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132.

ΕΥΦΡΟΣΥΝΗ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ

Α.Τ. :

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Θ. ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ

ΑΡΙΘΜΟΣ ΛΕΞΕΩΝ ΚΥΡΙΩΣ ΚΕΙΜΕΝΟΥ: 17.318.

ΛΕΥΚΩΣΙΑ

ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2021

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|---|----|
| 1. Εισαγωγή | 3 |
| 2. Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία..... | 5 |
| 2.1. Ιστορικό | 5 |
| 2.2. Πεδίο Εφαρμογής..... | 7 |
| 2.3. Αντικείμενο και σκοπός..... | 8 |
| 2.4. Ζητήματα Εναρμόνισης..... | 9 |
| 2.5. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων..... | 10 |
| 2.6. Η ανάγκη προστασίας..... | 11 |
| 3. Το νόμιμο κεφάλαιο | 12 |
| 3.1. Συγκέντρωση Κεφαλαίου | 12 |
| 3.2. Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο | 14 |
| 3.3. Εισφορά σε είδος..... | 17 |
| 4. Διατήρηση Κεφαλαίου | 21 |
| 4.1. Διανομές στους μετόχους | 22 |
| 4.2. Απόκτηση ιδίων μετοχών | 28 |
| 4.3. Οικονομική (χρηματοδοτική) βοήθεια | 33 |
| 4.4. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. | 35 |
| 4.4.1. Εισαγωγικά..... | 35 |
| 4.4.2. Βασικές Ρυθμίσεις. | 36 |
| 4.4.3. Το δικαίωμα προτίμησης: <i>Εισφορά σε μετρητά</i> | 39 |
| 4.5. Μείωση μετοχικού κεφαλαίου | 44 |
| 4.6. Απόσβεση μετοχικού κεφαλαίου. | 47 |
| 4.7. Ανάκληση μετοχών. | 48 |
| 4.8. Εξαγορά μετοχών. | 49 |
| 5. Ενωσιακή Νομολογία..... | 50 |
| 5.1. Η ελευθερία Εγκατάστασης: <i>Θεωρίες</i> | 50 |
| 5.2. Υπόθεση <i>Centros</i> | 52 |
| 5.3. Υπόθεση <i>Inspire Art</i> | 54 |
| 6. Οι προσπάθειες εκσυγχρονισμού της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας. | 56 |
| 6.1. Η πορεία των προσπαθειών | 56 |
| 6.2. Το εναλλακτικό καθεστώς: <i>The “Solvency Test”</i> | 58 |
| 6.3. Η περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου. | 59 |
| 6.4. Η επανεξέταση του νόμιμου κεφαλαίου..... | 61 |
| 7. Συμπερασματικές παρατηρήσεις..... | 62 |
| ΠΗΓΕΣ | 64 |

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΔΕΕ: Δικαστήριο Ευρωπαϊκής Ένωσης

ΔΕΚ: Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων

ΕΕ: Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕΚ: Ευρωπαϊκή Κοινότητα

ΕΟΚ: Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα

ΣΛΕΕ: Συνθήκη Λειτουργίας Ευρωπαϊκής Ένωσης

ΣΕΚ: Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας

SLIM: Simpler Legislation for the Internal Market

1. Εισαγωγή.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής μελέτης, είναι η ανάλυση της Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13^{ης} Δεκεμβρίου 1976, περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιρειών, κατά την έννοια της παρ. 2 του άρθρου 58 της Συνθήκης για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων, με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανώνυμης εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της (η «Δεύτερη Εταιρική Οδηγία» ή η «Οδηγία»).

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, χαρακτηρίζεται και ως «Οδηγία για Κεφάλαιο» ή «Οδηγία περί Κεφαλαίου», εξαιτίας του γεγονότος ότι ένας εκ των κύριων σκοπών της είναι ο καθορισμός ενός απαραίτητου ελάχιστου εταιρικού κεφαλαίου, που θεωρείται το αναγκαίο ισοστάθμισμα για τη συμμετοχή στην αγορά, με περιορισμένη ευθύνη, δηλαδή με τη βεβαιότητα του επενδυτή ότι η ενδεχόμενη ζημία του από τη συμμετοχή του, δεν θα υπερβεί ορισμένο ποσό¹.

Για σκοπούς εκσυγχρονισμού και απλούστευσης, η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία τροποποιήθηκε με τις Οδηγίες 92/101, 2005/68, 2006/99 και 2009/109 και έχει πλέον ενσωματωθεί στην Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14ης Ιουνίου 2017, σχετικά με ορισμένες πτυχές του εταιρικού δικαίου (η «Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132»), η οποία ουσιαστικά συνέβαλε στη θέσπιση των βασικών κανόνων, στους οποίους βασίζεται, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), το δόγμα του νόμιμου κεφαλαίου.

Η βελτίωση του νόμιμου πλαισίου του εταιρικού δικαίου, αποτελεί τη βάση για μια σύγχρονη δυναμική και διεθνώς συνδεδεμένη βιομηχανική κοινωνία, με στόχο την ενσωμάτωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών². Μια ολοκληρωμένη και δυναμική αγορά κεφαλαίων, θεωρείται η βάση για το μέλλον της ευρωπαϊκής οικονομίας, κάτι που απαιτεί το σύγχρονο εταιρικό δίκαιο³.

¹ Πρόκειται για ιδέα ηπειρωτικής προέλευσης. Λ. Κοτσίρης, *Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο*, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012, 976.

² L. Maurovic, "Directive 2006/68/EC Amending the Second Company Law Directive EU as Regards the Maintenance of Public Limited Liability Companies Capital and The Acquisition of Own Shares", 2013, 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2237882, πρόσβαση στις 27/11/2021.

³ Ibid.

Οι κανόνες του νόμιμου κεφαλαίου, υπήρξαν παραδοσιακά μεταξύ των ακρογωνιαίων λίθων του εταιρικού δικαίου της ΕΕ⁴ και οδήγησαν ουσιαστικά στην έκδοση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας.

Οι εν λόγω κανόνες, αποσκοπούν στην εξασφάλιση της προστασίας τόσο των πιστωτών, όσο και των μετόχων των ανώνυμων εταιρειών⁵. Είναι γεγονός ότι η ουσιαστική εναρμόνιση της προστασίας των πιστωτών, αποτελεί, εδώ και αρκετό καιρό, σημαντικό μέλημα της ευρωπαϊκής νομοθεσίας του εταιρικού δικαίου⁶. Η προστασία των πιστωτών, αποτελεί σημαντικό τμήμα του εταιρικού δικαίου και το υποχρεωτικό ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο θεωρήθηκε ως το μόνο μέσο προστασίας αυτών. Παρά το γεγονός ότι ως μέσο προστασία έχει κριθεί από μερίδα της θεωρίας ως ανεπαρκές, έχει αναγνωριστεί ότι η προληπτική λειτουργία που αυτό ασκεί είναι σημαντική⁷.

Κύριος στόχος των προνοιών της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, ήταν η εναρμόνιση του δικαίου των ανώνυμων εταιρειών, έτσι ώστε οι εθνικές νομοθεσίες των κρατών μελών να κλίνουν προς μια ενιαία σε κοινοτικό επίπεδο προστασία των πιστωτών και των επενδυτών⁸.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, σκοπός της παρούσας διπλωματικής μελέτης είναι η εξέταση των βασικών κανόνων της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, ως αυτή έχει ενσωματωθεί στην Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132. Συγκεκριμένα, θα εξετασθούν οι κανόνες οι σχετικοί με τη σύσταση των ανώνυμων εταιρειών, τη διατήρηση των κεφαλαίων, καθώς και τη μεταβολή αυτών, οι οποίοι στοχεύουν στην προστασία τόσο των πιστωτών, όσο και των μετόχων. Ακόμη, θα παρουσιασθεί η σχετική ευρωπαϊκή νομολογία επί ζητημάτων σχετικών με το κεφάλαιο και η ανάγκη εκσυγχρονισμού της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, με σκοπό την περαιτέρω απλούστευση και βελτίωσή της. Τέλος, η παρούσα διπλωματική μελέτη καταλήγει σε μια κριτική επισκόπηση των ως άνω.

⁴ P.O. Mülbart, M. Brike, “Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?”, *European Business Organization Law Review*, 2002, 696.

⁵ Προοίμιο Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ, παρ. 2.

⁶ Στην προστασία των πιστωτών, στοχεύουν διάφοροι τομείς δικαίου, όπως το εταιρικό δίκαιο, το δίκαιο περί αφερεγγυότητας, και είναι επίσης βαθιά ριζωμένο στο λογιστικό δίκαιο και στο δίκαιο των συμβάσεων. H. Fleischer, “Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship”, *European Business Organization Law Review*, 2006, 30. L. Enriques, M. Gelter, “Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection”, *European Business Organization Law Review*, 2006, 421.

⁷ L. Maurovic, *supra* note 2, 1-2.

⁸ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 964.

2. Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία.

2.1. Ιστορικό.

Όπως έχει προαναφερθεί, η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία ρυθμίζει τον σχηματισμό ανώνυμων εταιρειών, καθώς επίσης και τη διατήρηση και μεταβολή του κεφαλαίου αυτών. Πρόκειται αναμφισβήτητα για μία Ευρωπαϊκή Οδηγία μείζονος σημασίας, καθότι αποτελεί σημαντικό βήμα προς την εναρμόνιση του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου⁹.

Η θέσπιση κανόνων που αφορούν στο εταιρικό κεφάλαιο ξεκίνησε στην Ευρώπη ήδη από το δεύτερο μισό του δέκατου ένατου αιώνα. Έκτοτε, οι κανόνες για την ύπαρξη κεφαλαίου θεωρούνται εκ των ακρογωνιαίων λίθων του ευρωπαϊκού δικαίου¹⁰. Δυνάμει του άρθρου 50 παρ. 2 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ), το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο εξέδωσαν πολλές Οδηγίες εταιρικού δικαίου, με στόχο την ευρωπαϊκή εναρμόνιση του τελευταίου¹¹.

Στις 18 Δεκεμβρίου του 1961, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ), ενέκρινε ένα γενικό πρόγραμμα για την κατάργηση των περιορισμών στην εγκατάσταση εντός της ΕΕ, το οποίο στόχευε, μεταξύ άλλων και στο συντονισμό των εγγυήσεων που απαιτούνται για τις εταιρείες και τις επιχειρήσεις¹².

Έτσι, από το 1968, άρχισε η εναρμονιστική προσέγγιση, μέσω Οδηγιών, οι οποίες υποχρέωναν τα κράτη μέλη να προσαρμόσουν την εθνική τους νομοθεσία στις απαιτήσεις των εν λόγω Οδηγιών. Τα χαρακτηριστικά των Οδηγιών αυτών ήταν αποτέλεσμα επιρροής αρχικά από το γερμανικό δίκαιο¹³ και, στη συνέχεια, και από το αγγλικό δίκαιο¹⁴ και, μετέπειτα, επηρεάστηκαν και από τις ρυθμίσεις περί κεφαλαιαγορών και επενδύσεων¹⁵.

Κατά την εκτέλεση του γενικού προγράμματος¹⁶, η Επιτροπή της ΕΟΚ υπέβαλε, στις 19 Φεβρουαρίου του 1964, πρόταση οδηγίας του Συμβουλίου, για το συντονισμό και την παροχή

⁹ V. Edwards, *EC Company Law*, Oxford EC Law Library, 1999, 51.

¹⁰ F. Kübler, “The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets”, σε J.K. Hopt, E. Wymeersch, *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, 2003, 95. A. Severi, “The minimum capital rules' evolution in Europe”, LSE Essay, LinkedIn, <https://www.linkedin.com/pulse/minimum-capital-rules-evolution-europe-alessandro-severi>, πρόσβαση στις 27/11/2021.

¹¹ N. de Luca, *European Company Law-Text, Cases and Materials*, Second Edition, Cambridge University Press, 2021, 22.

¹² *Ibid.*

¹³ Π.χ. στα ζητήματα που αφορούν στο ελάχιστο κεφάλαιο. Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 964.

¹⁴ Κυρίως σε θέματα τήρησης οικονομικών καταστάσεων και δημοσιότητας των ισολογισμών. *Ibid.*

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, «Γενικό πρόγραμμα για την κατάργηση των περιορισμών στην ελευθερία εγκαταστάσεως», 15/01/62. Προβλέπεται ότι οι εγγυήσεις που απαιτούνται από τα κράτη μέλη των εταιρειών και των επιχειρήσεων για την προστασία των συμφερόντων των μελών και άλλων θα πρέπει, στο

ισοδύναμων εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη, όπως ορίζονται στην δεύτερη παράγραφο του άρθρου 58 ΣΛΕΕ¹⁷ για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και τρίτων¹⁸. Σημειώνεται ότι εν τέλει, η Επιτροπή παρουσίασε το 1970 μια επίσημη πρόταση για τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, η οποία ωστόσο εκδόθηκε αρκετά αργότερα και συγκεκριμένα το 1976¹⁹. Έτσι, στις 13 Δεκεμβρίου του 1976, το Συμβούλιο των Υπουργών της ΕΟΚ εξέδωσε τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία 77/91/ΕΟΚ.

Στη σύνταξη της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, σε αντίθεση με την πρώτη Οδηγία, συνέβαλαν σημαντικά Βρετανοί και Ιρλανδοί νομικοί και λογιστές εταιριών. Περαιτέρω, το περιεχόμενο της Οδηγίας έτυχε επιρροής και από τις διατάξεις σχετικά με την οικονομική βοήθεια για την αγορά από μια εταιρεία των δικών της μετοχών και για τον εκ νέου διαχωρισμό των μετόχων²⁰. Ορισμένες από τις λοιπές διατάξεις της εν λόγω Οδηγίας σχετικά με τη διατήρηση του κεφαλαίου, αντικατοπτρίζουν, τουλάχιστον εν μέρει, την προϋπάρχουσα νομοθεσία του Ηνωμένου Βασιλείου και, ως προς αυτό, κρίθηκαν ως ασυμβίβαστες²¹. Ωστόσο, πολλές διατάξεις της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας απορρέουν και από ηπειρωτικά νομικά συστήματα, με διαφορετικές προσεγγίσεις όσον αφορά την προστασία των μετόχων και των πιστωτών²².

Όπως έχει επίσης αναφερθεί, η εν λόγω Οδηγία έχριζε απλούστευσης και εκσυγχρονισμού. Για το λόγο αυτό, ακολούθησαν οι τροποποιήσεις με τις Οδηγίες 92/101/ΕΟΚ, 2006/68/ΕΚ, 2006/99/ΕΚ, 2009/109/ΕΚ, 2012/30/ΕΚ (αναδιατύπωση). Η τελική μορφή και πιο απλουστευμένη μορφή της επήλθε με την ενσωμάτωση της μέσω της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

Ως εκ των ανωτέρω, δύναται κανείς να καταλήξει στο ότι η ανάγκη προστασίας των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων, ήταν αυτή που οδήγησε στη θέσπιση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας περί κεφαλαίου, η οποία, όπως προαναφέρθηκε, αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα βήματα προς την εναρμόνιση του δικαίου των ευρωπαϊκών εταιριών, σύμφωνα με το άρθρο 50 παρ. ζ της ΣΛΕΕ.

βαθμό που είναι αναγκαίο και με σκοπό την ισοδυναμία αυτών των εγγυήσεων, να συντονίζονται πριν από το τέλος του δεύτερου έτους από το δεύτερο στάδιο της μεταβατικής περιόδου, δηλαδή μέχρι τις 31/12/1963. N. de Luca, *supra* note 12, 22.

¹⁷ Πρώην αρ. 51 παρ. 2 ΣΕΚ.

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ Proposal of 9 March 1970, OJ 1970 C 48/8, COM (70) 232 final. S. Grundmann, *European Company Law*, 2nd edition, Ius Communitatis, 2012, 205.

²⁰ V. Edwards, *supra* note 10, 51.

²¹ *Ibid.*

²² *Ibid.*

2.2. Πεδίο Εφαρμογής.

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία ισχύει μόνο για τις ανώνυμες εταιρείες²³, οι οποίες και απολαμβάνουν της λεγόμενης «προστασίας των εμπορικών σημάτων», σύμφωνα με την οποία, η εταιρική επωνυμία κάθε εταιρείας, πρέπει να διακρίνεται από εκείνες που προβλέπονται για άλλες μορφές εταιρειών ή να συνοδεύεται από αυτήν²⁴. Επίσης, στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, εμπίπτουν και ορισμένοι τύποι κεφαλαιουχικών εταιρειών, που ορίζονται ρητά στην παρ. 1 του άρθρου 1 αυτής.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι το 1992 δημοσιεύθηκε έκθεση, σχετικά με τη δυνατότητα επέκτασης της Οδηγίας σε ιδιωτικές ανώνυμες εταιρείες, αλλά υπήρξαν δυσκολίες στην απλή επέκταση της Οδηγίας στις ιδιωτικές εταιρείες, λόγω του διαφορετικού χαρακτήρα των ιδιωτικών και δημόσιων εταιρειών²⁵.

Επομένως, η Οδηγία δεν αφορά όλες τις κεφαλαιουχικές εταιρείες, όπως είναι οι ετερόρρυθμες κατά μετοχές εταιρείες ή οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης²⁶. Περαιτέρω, η Οδηγία επιτρέπει στα κράτη μέλη να μην την εφαρμόζουν στις εταιρείες επενδύσεων με μεταβλητό κεφάλαιο και στους συνεταιρισμούς με μορφή ανώνυμης εταιρείας²⁷.

Σύμφωνα με το Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΔΕΚ), η Οδηγία, για την αποτελεσματικότητα των εγγυήσεων που προβλέπει, όπως είναι η εξασφάλιση των δικαιωμάτων εταίρων και τρίτων, εφαρμόζεται για όσο χρονικό διάστημα η εταιρεία εξακολουθεί να υφίσταται με τη δική της δομή, έστω και αν αυτή τεθεί υπό καθεστώς αναγκαστικής διαχείρισης²⁸.

²³ Αρ. 1(1) Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ. Ο όρος «ανώνυμες εταιρείες» συναντάται στο κυπριακό δίκαιο για τις δημόσιες εταιρείες περιορισμένης ευθύνης με μετοχές και τις δημόσιες εταιρείες περιορισμένης ευθύνης με εγγύηση, που διαθέτουν μετοχικό κεφάλαιο. Α. Αλεξανδροπούλου, *Ευρωπαϊκό Εταιρικό Δίκαιο*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2015, 39, υποσημ. 28. Ως προς το αγγλικό δίκαιο και σε σχέση με το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, ως ανώνυμες εταιρείες, νοούνται μόνο οι δημόσιες εταιρείες (public companies) και όχι οι ιδιωτικές (private companies).

²⁴ Αρ. 2(1) Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²⁵ Boden de Bandt de Brauw Jeantet & Uria, Report on Possible Extension of the Second Company Law Directive to Private Limited Companies and Limited Partnerships with Shares, 1992. Βλ. επίσης, V. Edwards, *supra* note 10, 54-55.

²⁶ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 976.

²⁷ *Ibid*, 977.

²⁸ *Ibid*. Συνεκδ. Υποθ. C-19/90 και C-20/90, Μ. Καρέλλα-Ν. Καρέλλας κ. ΟΑΕ, σκέψη 30.

2.3. Αντικείμενο και σκοπός.

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία θεσπίζει ένα σύστημα κανόνων που βασίζονται στην έννοια του νόμιμου κεφαλαίου, ήτοι το ευρωπαϊκό νομικό καθεστώς επ' αυτού²⁹, με σκοπό να αποφευχθεί ή να μειωθεί ο κίνδυνος αφερεγγυότητας της εταιρείας³⁰.

Περαιτέρω, η Οδηγία περιλαμβάνει δύο κύριες ομάδες κανόνων που εξυπηρετούν δύο σκοπούς αντίστοιχα. Πρόκειται (α) για τους κανόνες διαμόρφωσης κεφαλαίου, οι οποίοι εξυπηρετούν την προστασία των πιστωτών και την εξασφάλιση αυτών, ακόμη και αν η επιχείρηση υποστεί σημαντικές ζημιές και (β) για τους κανόνες διατήρησης κεφαλαίου, οι οποίοι καθορίζουν τα όρια για τον έλεγχο, προκειμένου να αποφευχθούν φαινόμενα καιροσκοπίας (opportunistic behaviors)³¹.

Έτσι, η Οδηγία εξασφαλίζει την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων στο σύνολο των κρατών μελών, με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες, όσον αφορά τη σύσταση της ανώνυμης εταιρείας και το συντονισμό των εθνικών νομοθεσιών σχετικά με το σχηματισμό, τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της³². Παρατηρείται πως η προστασία των πιστωτών συχνά θεωρείται πιο σημαντική από αυτή των μετόχων, καθώς οι δεύτεροι αποτελούν ενδεχομένως ένα πιο σημαντικό κομμάτι της εταιρείας³³.

Το ερώτημα γιατί ένα νομικό σύστημα να προστατεύει τους πιστωτές σε όλους τους ενδεχόμενους κινδύνους που απορρέουν από την περιορισμένη ευθύνη, είναι ένα ερώτημα στο οποίο διαφορετικά νομικά συστήματα μπορούν να δώσουν διαφορετικές απαντήσεις³⁴. Για παράδειγμα, ορισμένοι Γερμανοί, όπως ο Herbert Wiedemann, θεωρούσαν απαραίτητη την προστασία των πιστωτών ως ηθική αναγκαιότητα³⁵. Η βρετανική διεπιστημονική ομάδα (British Interdisciplinary Group), στην έκθεση της για την «Μεταρρύθμιση των Κεφαλαίων» (Rickford Report), ως λόγο προστασίας, επικαλέστηκε τις έννοιες της δικαιοσύνης και κοινής λογικής³⁶. Τέλος, ο John Armour, στην έρευνά του για αποτελεσματικούς κανόνες προστασίας των πιστωτών για ένα σύγχρονο εταιρικό δίκαιο καθώς και οι Gerard Hertig και Hideki Kanda,

²⁹ P. Santella, R. Turrini, "Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive", *European Business Organization Law Review*, 2008, 429.

³⁰ J. Armour, "Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law", *Modern Law Review*, 2000, 369.

³¹ P. Santella, R. Turrini, *supra* note 30, 30.

³² Προϊμιο Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ. Βλ. επίσης Α. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 39-40.

³³ S. Grundmann, *supra* note 20, 209.

³⁴ P.O. Mülbart, "A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection", *European Business Organization Law Review*, 2006, 364.

³⁵ *Ibid.*

³⁶ *Ibid.*

αναλύοντας ταυτόχρονα την «Ανατομία του εταιρικού δικαίου», όσον αφορά την προστασία των πιστωτών, συνηγορούν υπέρ μιας ανάλυσης κόστους-οφέλους³⁷.

Σε αυτό το σημείο, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι συχνά υποστηρίζεται πως ο σκοπός της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας δεν πληρείται στην ολότητά του, αφού, όπως θα αναλυθεί και πιο κάτω, οι κανόνες περί κεφαλαίου που αυτή θεσπίζει, παρέχουν ελάχιστο ή καθόλου όφελος στους πιστωτές και δημιουργούν επιπλέον κόστος για τους μετόχους, ορισμένους πιστωτές και την ασφάλειά τους στο σύνολό τους³⁸.

Από όσα έχουν αναφερθεί ανωτέρω, συνάγεται πως ο κύριος σκοπός της δεύτερης εταιρικής Οδηγίας είναι η προστασία τόσο των πιστωτών, όσο και των μετόχων αυτής, αλλά, όπως διαφαίνεται, αυτός δεν επιτευχθεί στην ολότητά του, αφού υπάρχουν διαφορετικές απόψεις για την πληρότητα του σκοπού της Οδηγίας.

2.4. Ζητήματα Εναρμόνισης.

Είναι σημαντικό να λεχθεί πως η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία είναι ελάχιστης εναρμόνισης, δηλαδή τα κράτη μέλη δύνανται να θεσπίζουν αυστηρότερους κανόνες στη νομοθεσία τους σε σχέση με αυτούς της Οδηγίας. Κατά συνέπεια, η παροχή προστασίας των πιστωτών εντός ΕΕ γίνεται βάσει των κανόνων που επιβάλλει τόσο η Οδηγία, όσο και οι εθνικές νομοθεσίες των κρατών μελών³⁹. Ωστόσο, υπάρχουν διατάξεις⁴⁰ που είναι εξαντλητικές από τη φύση τους και δεν επιτρέπουν τη θέσπιση αυστηρότερων μέτρων⁴¹.

Το κατά πόσο η Οδηγία θα έπρεπε να ήταν ελάχιστης ή μέγιστης εναρμόνισης έχει αμφισβητηθεί. Συγκεκριμένα, μέσω της «ελάχιστης εναρμόνισης», αφενός αφήνεται ευχέρεια ρυθμίσεων προς τα επάνω στα κράτη μέλη, αφετέρου όμως διαφαίνεται να επιτρέπεται ο ανταγωνισμός των εθνικών δικαίων ως προς το ευέλικτο νομικό σύστημα ρυθμίσεων. Εξάλλου, ο σκοπός προστασίας, όπως απορρέει από τη νομική βάση της Οδηγίας, για

³⁷ Ibid. Βλ. Επίσης R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, 72. J. Armour, *supra* note 31, 355.

³⁸ L. Enriques, J. R. Macey, "Creditors Versus Capital Formation: The case against the European Legal Capital Rules", *Cornell Law Review*, 2001, 1185.

³⁹ Προϊμιο Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ, παρ. 2.

⁴⁰ Αρ. 46, 47 και 50 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχα αρ. 7, 8 και 11 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁴¹ V. Edwards, *supra* note 10, 56.

προστασία των εταίρων και των τρίτων, βρίσκεται πιο κοντά στο χαρακτηρισμό των διατάξεων της ως «ελάχιστης εναρμόνισης»⁴².

Εξ αντιδιαστολής, οι υποστηρικτές της θέσης της «μέγιστης εναρμόνισης», υποστήριξαν ότι ορισμένες μόνο διατάξεις της Οδηγίας έχουν ρητά χαρακτήρα «ελάχιστης εναρμόνισης». Δηλαδή, ότι συντρέχει ισορροπία στην προστασία μετόχων και τρίτων, που η ευχέρεια των εθνικών νομοθεσιών θα μπορούσε ενδεχομένως να διαταράξει. Για παράδειγμα, η επιδιωκόμενη ελευθερία εγκατάστασης, θα μπορούσε να παρεμποδισθεί μέσω αυστηρότερων εθνικών ρυθμίσεων.⁴³

2.5. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων.

Βάση των κανόνων για την προστασία του κεφαλαίου στο βαθμό που αφορά τους μετόχους, αποτελεί η αρχή της ίσης μεταχείρισης, ως αυτή κατοχυρώνεται στο άρθρο 85 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, το οποίο ορίζει ότι για την εφαρμογή του παρόντος κεφαλαίου, οι νομοθεσίες των κρατών μελών εγγυώνται ίση μεταχείριση των μετόχων που ευρίσκονται στην ίδια θέση⁴⁴.

Η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων τυγχάνει γενικής εφαρμογής σε όλες τις συναλλαγές που διέπονται από την Οδηγία⁴⁵. Σκοπός της αρχής αποτελεί η αποτροπή καταχρήσεων από τους μετόχους της πλειοψηφίας⁴⁶.

Η αρχή έχει διπλό περιεχόμενο. Συγκεκριμένα, έχει περιεχόμενο «επιτακτικό», με την έννοια ότι επιβάλλει την ίση μεταχείριση των μετόχων εντός της ίδια τάξης μετοχών και τη διαφορετική μεταχείριση μετόχων διαφορετικών τάξεων μετοχών, καθώς επίσης και περιεχόμενο «απαγορευτικό», αφού απαγορεύει την αυθαιρεσία, ήτοι την άνιση μεταχείριση μετόχων, χωρίς επιτακτικό βάσιμο λόγο⁴⁷.

⁴² Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 978.

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ Αντίστοιχο αρ. 42 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ. Μ.Κ. Beek, Μ. L. Lennarts, “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders”, *European Company Law*, 2008, 175. Βλ. επίσης, J. D. Cox, “Equal Treatment for Shareholders: An Essay”, *Cardozo Law Review*, 1997, 616. Βλ. επίσης και N. de Luca, *supra* note 12, 40.

⁴⁵ Αντίστοιχο Αρ. 42 της Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ. Βλ. επίσης N. de Luca, *supra* note 12, 40.

⁴⁶ P.H. Conac, “The Shareholders’ Duty Not to Abuse Rights”, Nordic & European Company Law Working Paper No. 18-06, 2018, 364, διαθέσιμο στο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3123001, πρόσβαση στις 27/11/2021.

⁴⁷ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 978-979.

2.6. Η ανάγκη προστασίας.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία αποσκοπεί στην προστασία τόσο των πιστωτών, όσο και των μετόχων και η ανάγκη προστασίας αυτών οδήγησε και στην δημιουργία της.

Το προοίμιο της Οδηγίας απαριθμεί αρκετούς λόγους ως προς την αναγκαιότητα της θέσπισής της. Συγκεκριμένα, αναφέρει ότι ο ευρωπαϊκός συντονισμός είναι πολύ σημαντικός όσον αφορά στις ανώνυμες εταιρείες, διότι η δραστηριότητα τους παίζει κυρίαρχο ρόλο στην οικονομία των κρατών μελών και επεκτείνεται συχνά πέρα από τα όρια του εθνικού εδάφους τους⁴⁸.

Ακόμη, η προτελευταία παράγραφος της Οδηγίας, προβλέπει ρητώς δύο από τους κύριους νομικούς μηχανισμούς για τη διατήρηση του κεφαλαίου, που οδηγεί στην προστασία των πιστωτών, δηλαδή, την απαγόρευση οποιασδήποτε μείωσης του κεφαλαίου με διανομή σε μετόχους όταν οι μέτοχοι δεν δικαιούνται και την επιβολή ανώτατου ορίου στο δικαίωμα της εταιρείας να αποκτήσει δικές της μετοχές⁴⁹.

Σχετικό ερώτημα αποτελεί το κατά πόσο θα πρέπει να παρέχεται προστασία στους επενδυτές, δηλαδή τους μετόχους μειοψηφίας και στους πιστωτές. Η απάντηση που έχει δοθεί είναι ότι, εάν οι εταιρείες δε συμμορφώνονται με τους όρους της σύμβασης και δεν αντιμετωπίζουν ορθά τους επενδυτές, οι τελευταίοι δύνανται να αυξήσουν την τιμή του εξωτερικού κεφαλαίου (external capital), ή να το αποσύρουν πλήρως⁵⁰.

Παρά το σημαντικό ρόλο της αυτοπροστασίας των επενδυτών μέσω συμβατικών διαπραγματεύσεων, φαίνεται πως αυτή δεν είναι πάντοτε επαρκής και, επειδή η εκτέλεση ιδιωτικών συμβάσεων συχνά καθίσταται δαπανηρή ή μη επιτυχής, οι άλλες μορφές προστασίας, ενδέχεται να είναι πιο αποτελεσματικές⁵¹, εξ' ου και η ανάγκη προστασίας μέσω της εν λόγω Οδηγίας.

⁴⁸ Προοίμιο Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ παρ. 1.

⁴⁹ Προοίμιο Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ παρ. 4.

⁵⁰ E. Tarelli, "Protection of Creditors in Public Limited Companies: Second Council Directive and Albanian Company Law Compared: Is There a Need for Reform", 2004, 8-9, διαθέσιμο στο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1130311, πρόσβαση στις 27/11/2021.

⁵¹ Ibid.

3. Το νόμιμο κεφάλαιο.

Ως νόμιμο κεφάλαιο, χαρακτηρίζεται το συνολικό ποσό που αναφέρεται στον ισολογισμό της εταιρείας ως υποχρέωση, το οποίο αντιστοιχεί στην αξία των αρχικών συνεισφορών των μετόχων⁵².

Οι κανόνες περί νόμιμου κεφαλαίου έχουν ως κύριο σκοπό την επιβολή νομικών περιορισμών στην εταιρική δραστηριότητα, με αναφορά στις κεφαλαιουχικές επενδύσεις των μετόχων, όπως αυτές παρουσιάζονται στον ισολογισμό⁵³. Αυτό υλοποιείται με διάφορους τρόπους σε διαφορετικά συστήματα εταιρικού δικαίου, τα οποία ακολουθούν είτε τον ένα, είτε και τους δύο από τους ακόλουθους τρόπους: (α) ορίζουν το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο που δύναται να επενδυθεί σε μια εμπορική εταιρεία και/ή (β) περιορίζουν τη μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων σε μετόχους, όταν τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία είναι χαμηλότερα από την αξία του επενδυθέντος μετοχικού κεφαλαίου⁵⁴.

Το καθεστώς του νόμιμου κεφαλαίου μπορεί να χωριστεί σε τρία βασικά στοιχεία:

(α) στην αύξηση κεφαλαίου, που αφορά κυρίως την πληρωμή μετοχών και την πραγματοποίηση εισφορών,

(β) στους κανόνες συντήρησης κεφαλαίου, που επιδιώκουν να διασφαλίσουν ότι τα μερίσματα καταβάλλονται μόνο από διανεμόμενα κέρδη και ότι το κεφάλαιο δεν επιστρέφεται στους μετόχους, κατοχυρώνοντας έτσι την αρχή της προτίμησης των πιστωτών και, τέλος,

(γ) στους κανόνες για αύξηση ή μείωση κεφαλαίου, οι οποίοι παρέχουν τους μηχανισμούς για μια τυπική αλλαγή στο νόμιμο κεφάλαιο μιας εταιρείας και αποτελούν σημαντικό εργαλείο αναδιάρθρωσης⁵⁵.

3.1. Συγκέντρωση κεφαλαίου.

Το νόμιμο κεφάλαιο της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, ως αυτή έχει ενσωματωθεί στην Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132, ισχύει μόνο για τις δημόσιες εταιρείες και αντιμετωπίζει πληρωμές για μετοχές κατά τη διαμόρφωση του⁵⁶.

⁵² M. Miola, “Legal Capital and Limited Liability Companies: The European Perspective”, *European Company and Financial Law Review*, 2005, 418.

⁵³ J. Armour, “Legal Capital: An Outdated Concept?” *European Business Organization Law Review*, 2006. E. Ferran, “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”, ECGI Law Working Paper No.51, 2005, 1, 6. W. Schön, “The Future of Legal Capital” *European Business Organization Law Review*, 2004, 429.

⁵⁴ J. Armour, *supra* note 54, 2.

⁵⁵ C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *Comparative Company Law*, Oxford University Press, 2019, 736.

⁵⁶ Αρ. 44(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 1 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

Η Οδηγία περιέχει ορισμένες διατάξεις που αποσκοπούν στη διασφάλιση της πραγματικής συγκέντρωσης του εγγεγραμμένου (ή αναλυθέντος ή καλυφθέντος κεφαλαίου -raising subscribe capital-), οι οποίες θα εξετασθούν κατωτέρω.

Τα νόμιμα ζητήματα που αφορούν την πληρωμή των μετοχών ή την άντληση κεφαλαίων είναι σημαντικά τόσο για τη σύσταση μιας εταιρείας, όσο και για τη μεταγενέστερη έκδοση μετοχών, με την πρώτη περίπτωση τις περισσότερες φορές να είναι πιο σημαντική για τις ιδιωτικές εταιρείες, ενώ η δεύτερη περίπτωση κρίνεται ως πιο σημαντική όσον αφορά τις δημόσιες εταιρείες⁵⁷.

Παρά το γεγονός ότι το κεφάλαιο είναι ένα σταθερό ποσό, που καθορίζεται στο καταστατικό και μένει αμετάβλητο κατά τον βίο της εταιρείας, δύναται, εφόσον τηρηθεί διαδικασία και γίνει τροποποίηση του καταστατικού της, αυτό να μεταβληθεί, με την αύξηση ή μείωση δηλαδή του μετοχικού κεφαλαίου⁵⁸.

Το καλυφθέν κεφάλαιο μπορεί να αποτελείται μόνο από στοιχεία ενεργητικού, δεκτικά οικονομικής αποτίμησης και η παροχή εργασίας δεν μπορεί να αποτελέσει εισφορά⁵⁹. Σημειώνεται πως στα νομικά συστήματα των κρατών μελών της ΕΕ, το νόμιμο κεφάλαιο είναι υποχρεωτικό και οι μετοχές αντιπροσωπεύουν τμήματα του νόμιμου κεφαλαίου, έτσι ώστε να μετρούν το συμφέρον των μετόχων σε μια εταιρεία και αφού το νόμιμο κεφάλαιο είναι το χρηματικό ποσό που αντιστοιχεί στην αξία των εισφορών, οι μετοχές αντιπροσωπεύουν επίσης ένα χρηματικό ποσό, με αποτέλεσμα να θεωρούνται ότι έχουν ονομαστική αξία⁶⁰. Έτσι, το συνολικό ποσό των ονομαστικών αξιών όλων των μετοχών, αντιστοιχεί σε αυτό του νόμιμου κεφαλαίου⁶¹.

Δεν υπάρχει η απαίτηση από πλευράς ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου όλες οι μετοχές να έχουν την ίδια ονομαστική αξία, όμως η πλειοψηφία των κρατών μελών, πλην της Γερμανίας και της Ισπανίας, απαιτούν η ονομαστική αξία να είναι ίση. Επίσης, το ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο δεν απαιτεί οι μετοχές να έχουν εκφρασμένη ονομαστική αξία. Έτσι, στην περίπτωση αυτή, η έννοια της λογιστικής αξίας γίνεται σχετική⁶².

⁵⁷ C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 737.

⁵⁸ Ε.Δ. Αλεξανδρίδου, *Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών Προσωπικές & Κεφαλαιουχικές Εταιρείες*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012, 492.

⁵⁹ Αρ. 46 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 7 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁶⁰ N. de Luca, *supra* note 12, 188.

⁶¹ *Ibid.*

⁶² Σύμφωνα με τον N. de Luca, ως λογιστική αξία, νοείται το ποσοστό μεταξύ της τιμής που καταβάλλεται για τις μετοχές και του φόρου που καταλογίζεται στις εισφορές που καταβάλλονται στην εταιρεία και αποτελούν μέρος του νόμιμου κεφαλαίου. *Ibid.*

Ακόμη, σύμφωνα με το άρθρο 47 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132⁶³, οι εταιρείες δεν μπορούν να εκδίδουν μετοχές κάτω από την ονομαστική τους αξία και, όταν δεν υπάρχει ονομαστική αξία, κάτω από τη λογιστική τους αξία, με εξαίρεση τις εταιρείες που διαθέτουν μετοχές κατά την άσκηση της δραστηριότητάς τους⁶⁴.

Ουσιαστικά, το άρθρο 47 της Οδηγίας επιτρέπει την έκδοση δύο κατηγοριών μετοχών, εκείνων που έχουν ονομαστική αξία και εκείνων χωρίς ονομαστική αξία, στοχεύοντας στην πρόληψη της έκδοσης μετοχών που δεν έχουν οποιαδήποτε σχέση με το κεφάλαιο και αποτελούν απλώς ένα ποσοστό της εταιρείας⁶⁵.

Περαιτέρω, οι μέτοχοι υποχρεούνται να καταβάλλουν μόνο το 25% της ονομαστικής αξίας των μετοχών που έχουν εκδοθεί προς εξέταση κατά τη στιγμή της σύστασης ή της άδειας για την έναρξη των δραστηριοτήτων της εταιρείας⁶⁶.

Επιπλέον, οι μετοχές που έχουν εκδοθεί έναντι εισφορών σε είδος πρέπει να εξοφλούνται εξ ολοκλήρου εντός 5 ετών⁶⁷ και πρέπει να παρέχεται λεπτομερής έκθεση σχετικά με την επάρκεια της περίπτωσης από έναν ή περισσότερους ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες⁶⁸.

3.2. Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο.

Ως μετοχικό κεφάλαιο, ορίζεται το σταθερό ποσό, στο οποίο αντιστοιχεί το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που πρέπει να συγκεντρωθούν και να βρίσκονται στη διάθεση της ανώνυμης εταιρείας⁶⁹. Κατά την ίδρυση της εταιρείας, το ποσό του κεφαλαίου είναι ίσο με το άθροισμα της αξίας των εισφορών των μετόχων⁷⁰.

Η Οδηγία ακολουθεί το ηπειρωτικό σύστημα σε σχέση με το σταθερό κεφάλαιο⁷¹. Ως σταθερό κεφάλαιο, ορίζεται το κεφάλαιο της εταιρείας το οποίο δε δύναται να διανεμηθεί στους μετόχους, αφού είναι δεσμευμένο, αλλά μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί με τροποποίηση του καταστατικού της εταιρείας ή να αυξηθεί με αποφάσεις εταιρικών οργάνων που δεν

⁶³ Αντίστοιχο αρ. 8 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

⁶⁴ Σύμφωνα με τους C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, ως λογιστική αξία, ορίζεται η αξία ενός μεριδίου σε σχέση με το κλάσμα του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο αντιπροσωπεύει το μερίδιο, δηλαδή το συνολικό αντάλλαγμα που προκύπτει από την έκδοση μετοχών, διαιρούμενο με τον αριθμό των μετοχών. C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 738.

⁶⁵ E. Wymeersch, “Reforming the Second Company Law Directive”, *Financial Law Institute*, Working Paper No. WP2006-15, 2006, 6.

⁶⁶ Αρ. 48 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 9(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ Αρ. 49 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 10 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁶⁹ Ε.Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 287.

⁷⁰ *Ibid.*

⁷¹ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 981.

συνιστούν τροποποιήσεις⁷². Περαιτέρω, το κεφάλαιο είναι ταυτόχρονα «κεφάλαιο κινδύνου» πραγματικά καταβλητέο, εφόσον σε αυτό κυρίως, μαζί με άλλους προστατευτικούς κανόνες, αποβλέπουν οι πιστωτές ως υποκατάστατο της προσωπικής ευθύνης που εδώ λείπει⁷³.

Σύμφωνα με το άρθρο 45 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132⁷⁴, τα κράτη μέλη υποχρεούνται να ορίσουν ως προϋπόθεση για την ίδρυση μιας ανώνυμης εταιρείας ελάχιστο κεφάλαιο που να ανέρχεται τουλάχιστον στο ποσό των €25.000⁷⁵. Σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 45, κάθε πέντε χρόνια το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, λαμβάνοντας υπόψη τις οικονομικές περιστάσεις, ενδέχεται να αναπροσαρμόζουν το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο⁷⁶. Κάθε κράτος μέλος έχει τη δυνατότητα επιλογής μεγαλύτερου ελάχιστου κεφαλαίου, ενώ οι ίδιες οι εταιρείες μπορούν προαιρετικά να ορίσουν στο καταστατικό τους μεγαλύτερο μετοχικό κεφάλαιο⁷⁷.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο των €25.000 μπορεί να μειωθεί και κάτω από το προαναφερόμενο ποσό, εάν οι ζημιές πραγματοποιούνται από την εταιρεία και, σε περίπτωση σοβαρών ζημιών, οι μέτοχοι δεν υποχρεούνται να αποκαταστήσουν το κεφάλαιο απλώς και μόνο για να εξετάσουν αν η εταιρεία θα πρέπει να εκκαθαριστεί ή αν θα πρέπει να ληφθούν άλλα μέτρα⁷⁸.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το ποσό και η σημασία της προϋπόθεσης του ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου, έχει επικριθεί καθώς οι υποστηρικτές του κεφαλαιακού συστήματος δεν την θεωρούν τόσο σημαντική, αφού, όπως υποστηρίζουν, το εν λόγω ποσό δεν μπορεί να ταιριάζει σε όλες τις σχετικές επιχειρήσεις και δεν αποτελεί πλέον κατάλληλο μέσο για τη διαφύλαξη των συμφερόντων των πιστωτών⁷⁹. Το κεφάλαιο που καθορίζεται στο καταστατικό πρέπει να χρησιμεύει ως αποθεματικό για την προστασία των επιχειρήσεων, καθώς επίσης και για την κάλυψη άλλων αποτυχιών ή ενδεχόμενων κινδύνων⁸⁰.

⁷² *Ibid.*

⁷³ *Ibid.*

⁷⁴ Παλιό άρθρο 6 της Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

⁷⁵ Αρ. 45(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 6(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁷⁶ Αρ. 45(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 6(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁷⁷ Α. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 42. Για παράδειγμα, η Γερμανία έχει αυξήσει το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο σε €50.000. Επίσης, η Γαλλία έχει καθορίσει ότι το εταιρικό κεφάλαιο πρέπει να ανέρχεται στα €37.000 τουλάχιστον για την ανώνυμη εταιρεία και το ύψος αυτού πρέπει να αναφέρεται στο καταστατικό της εταιρείας και, τέλος, η Αυστρία έχει καθορίσει ότι το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο πρέπει να ανέρχεται στα €70.000. Βλ. εκτενέστερα, Η. Eidenmüller, Β. Grunewald, U. Noack, “Minimum Capital in the System of Legal Capital” σε M. Lutter., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 18 και Α. Pentz, H.J. Priester, Α. Schwanna, “Raising Cash and Contributions in Kind when forming a Company and for Capital Increases”, σε M. Lutter., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 49 υποσημείωση 7.

⁷⁸ P. Santella, R. Turrini, *supra* note 30, 436.

⁷⁹ J. Armour, *supra* note 54, 1.

⁸⁰ Η. Eidenmüller, Β. Grunewald, Ulrich Noack, *supra* note 78, 19.

Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι μέρος της θεωρίας έχει κρίνει ότι η ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας δεν παρέχει ουσιαστική προστασία στους πιστωτές και το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο έχει κριθεί ως ανούσιο, διότι, σύμφωνα και πάλι με μέρος της θεωρίας επί του ζητήματος, δεν έχει καμία σχέση με το χρέος που μπορεί να αναλάβει μια εταιρεία και το είδος των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που μπορεί να αυτή να ακολουθήσει⁸¹. Περαιτέρω, έχει ακόμη διατυπωθεί η άποψη ότι η προϋπόθεση περί νόμιμου κεφαλαίου λανθασμένα θεωρεί ότι το σταθερό πόσο του νόμιμου κεφαλαίου μιας επιχείρησης ενημερώνει τους τρέχοντες και δυνητικούς πιστωτές για τους πόρους που διαθέτει μια επιχείρηση και μπορεί να μην διανέμει ελευθέρως στους μετόχους της⁸², διότι, στην πραγματικότητα, οι πιστωτές δεν ενδιαφέρονται για τους εν λόγω πόρους, ούτε και για τους νόμιμους κανόνες κεφαλαίου που θεωρητικά αντικατοπτρίζουν τους εν λόγω πόρους⁸³. Συγκεκριμένα, έχει ειπωθεί ότι ο πρωταρχικός λόγος που οι πιστωτές δε δίνουν σημαντικό βάρος στο νόμιμο κεφάλαιο είναι γιατί μόλις αρχίσει να λειτουργεί μια επιχείρηση, αυτή μπορεί να χρησιμοποιήσει το κεφάλαιό της για να αγοράσει περιουσιακά στοιχεία που μειώνουν την αξία τους⁸⁴. Επειδή μια επιχείρηση μπορεί αμέσως να αρχίσει να υφίσταται ζημιές, είτε απλώς στη βάση της συνήθους πορείας της επιχείρησης, είτε μέσω μιας από τις πολλές μορφές αθέμιτων συναλλαγών που δεν καλύπτει το άρθρο 11 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας.

Έτσι, το αρχικό καλυφθέν κεφάλαιο θεωρείται ανούσιο από το μέρος εκείνο της θεωρίας που υποστηρίζει ότι αυτό δεν παρέχει επαρκή προστασία στους πιστωτές και στους μετόχους μιας εταιρείας⁸⁵.

Στην αντίπερα όχθη, έχει διατυπωθεί η άποψη από μερίδα θεωρητικών, σύμφωνα με την οποία ο καθορισμός ενός ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου, καθίσταται απαραίτητος. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την άποψη αυτή, εάν μια εταιρεία υποχρεούται να έχει απαραίτητως μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον €25.000, όπως ορίζει η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, αυτό καθίσταται βοηθητικό ως προς τη λειτουργία και βιωσιμότητά της⁸⁶. Δηλαδή, το ότι έχει κριθεί ότι το ελάχιστο κεφάλαιο είναι ανεπαρκής προϋπόθεση για τις μεγαλύτερες

⁸¹ L. Enriques, J. R. Macey, *supra* note 39, 1185. Βλ. επίσης και E. Ferran, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, 283.

⁸² L. Enriques, J. R. Macey, *supra* note 39, 1186. Βλ. επίσης και J. Armour, *supra* note 54, 9.

⁸³ *Ibid.* Βλ. επίσης B. Manning, J.J. Hanks, Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 1990, 92, όπου αναφέρεται ότι “*A corporation’s ‘legal capital’ is a wholly arbitrary number, unrelated in any way to any economic facts that are relevant to a creditor*”.

⁸⁴ L. Enriques, J. R. Macey, *supra* note 39, 1186.

⁸⁵ *Ibid.* Βλ. επίσης και E. Ferran, *supra* note 82, 312.

⁸⁶ H. Eidenmüller, B. Grunewald, U. Noack, *supra* note 78, 25.

επιχειρήσεις, αυτό δε σημαίνει πως αναιρείται ο σημαντικός ρόλος που η προϋπόθεση αυτή παίζει σε σχέση με τις μικρότερες επιχειρήσεις⁸⁷.

Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο δεν είναι ξεχωριστό από τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και προορίζεται μόνο για τους πιστωτές⁸⁸. Παρόλα αυτά, αυτό μπορεί και πρέπει να χρησιμοποιηθεί ως κεφάλαιο κίνησης για τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας (λειτουργικά κονδύλια - operating funds), με αποτέλεσμα αυτό να συμβάλλει στο οικονομικό εγχείρημα, αφού μόνο η επιστροφή στους μετόχους απαγορεύεται⁸⁹. Ωστόσο, το κεφάλαιο που θα αντληθεί από τους μετόχους λειτουργεί, ως ένα βαθμό, ως αποθεματικό κινδύνου, γιατί οι ζημιές είναι αυτές που καταλογίζονται πρώτα⁹⁰. Αυτό πιθανώς μειώνει την πιθανότητα αφερεγγυότητας και, συνεπώς, και το αναμενόμενο κόστος αφερεγγυότητας, με αποτέλεσμα να μην υπάρξουν ξαφνικά οικονομικά πισωγυρίσματα, που να μπορούν να πλήξουν άμεσα τους πιστωτές, αφού, με αυτό τον τρόπο, το κίνητρο κινδύνου των μετόχων μειώνεται σε περίπτωση τέτοιων ανατροπών, καθιστώντας την υποχρεωτική ρύθμιση από το καταστατικό της εταιρείας απαραίτητη⁹¹.

Από όσα έχουν λεχθεί ανωτέρω, μπορεί κανείς να οδηγηθεί στο συμπέρασμα ότι η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία καθιερώνει την εναρμόνιση της ελάχιστης κεφαλαιακής απαίτησης. Ωστόσο, το επίπεδο της εναρμόνισης είναι ελάχιστο, με αποτέλεσμα να δίδεται η δυνατότητα στα κράτη μέλη να εισάγουν αυστηρότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις, με σκοπό την προστασία των πιστωτών γενικά, ή μιας ή περισσότερων κατηγοριών πιστωτών ειδικότερα, εφόσον όμως τηρείται το δόγμα του νόμιμου κεφαλαίου (legal capital doctrine). Τέλος, όπως έχει ήδη αναλυθεί, το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο έχει υποστεί κριτικής με υποστηρικτές υπέρ και κατά της σημασίας θεσμοθέτησής του.

3.3. Εισφορά σε είδος.

Πέραν από την εισφορά σε μετρητά, η οποία θα εξετασθεί κατωτέρω, ρυθμίζεται και η εισφορά σε είδος (consideration other than in cash). Ως εισφορά σε είδος, νοείται κάθε εισφορά που δε γίνεται σε μετρητά⁹². Η εν λόγω εισφορά ρυθμίζεται αυστηρά στη Δεύτερη Εταιρική

⁸⁷ Ibid. Βλ. επίσης L. Enriques, J. R. Macey, *supra* note 39, 1185. P. O. Mülbart, M. Brike, *supra* note 4, 718.

⁸⁸ H. Eidenmüller, B. Grunewald, U. Noack, *supra* note 78, 26.

⁸⁹ Ibid.

⁹⁰ Ibid.

⁹¹ Ibid, 26-27.

⁹² A. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 43. Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 983.

Οδηγία για να διασφαλισθεί ότι κατά τη σύσταση της εταιρείας, ή αργότερα με αυξήσεις κεφαλαίου, τα περιουσιακά στοιχεία θα αντανakλούν τουλάχιστον ένα ποσό ίσο με το κεφάλαιο⁹³.

Η συνεισφορά των μετόχων μπορεί να είναι είτε σε πραγματικό χρήμα, είτε σε μη ρευστά στοιχεία, που μπορούν να αποτελούνται μόνο από περιουσιακά στοιχεία που είναι δεκτικά οικονομικής αποτίμησης⁹⁴.

Ωστόσο, μέσω της αύξησης έναντι εισφοράς σε είδος, τα δικαιώματα των μετόχων ενδέχεται να παραβιάζονται με μεγαλύτερη ευκολία, επειδή, εκτός από τον προσδιορισμό της αξίας, το είδος ανταλλάγματος πρέπει επίσης να αποτιμάται⁹⁵. Σύμφωνα με τον Γενικό Εισαγγελέα Tesouro, η εν λόγω διάκριση αποτελεί ζήτημα προσδιορισμού σε επίπεδο ΕΕ, και όχι σε επίπεδο κρατών μελών⁹⁶. Επίσης, είναι σημαντικό να σημειωθεί πως οι κανόνες που αφορούν τις εισφορές σε είδος είναι κεντρικοί στις διατάξεις που αφορούν την άντληση κεφαλαίου⁹⁷. Οι εισφορές σε είδος μπορούν είτε να αφορούν την αρχική πληρωμή του κεφαλαίου ή των μετοχών που αποκτήθηκαν σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου⁹⁸.

Προκειμένου να εξασφαλισθεί ότι το αντικείμενο, το οποίο προσφέρεται στην εταιρεία έχει πράγματι την αξία των μετοχών έναντι των οποίων γίνεται η εισφορά και όχι χαμηλότερη (κίνδυνος υπερεκτίμησης),⁹⁹ η Οδηγία περιέχει διατάξεις για την εκτίμηση της αξίας της εισφοράς σε είδος από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες καθώς και για την υποχρέωση κατάρτισης έκθεσης εκτίμησης από πλευράς των τελευταίων.

Από το άρθρο 48 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132¹⁰⁰, προκύπτει ότι οι εισφορές των μετόχων μπορούν επίσης να συνίστανται σε μη χρηματικά στοιχεία. Η πρόθεση πίσω από το άρθρο 48 της Οδηγίας θα ήταν μάταιη εάν η μη καταβολή μετρητών δεν υπόκειτο σε αντικειμενική και συνεπώς ανεξάρτητη παρακολούθηση πριν από την ενσωμάτωση ή την άδεια λειτουργίας της εταιρείας¹⁰¹.

⁹³ E. Wymeersch, *supra* note 66, 8.

⁹⁴ Αρ. 46 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 7 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁹⁵ K.R. Grechenig, “Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights? The European Infringement Proceeding against Spain (C-388/06)”, *European Company and Financial Law Review*, 2008, 581.

⁹⁶ C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 737. Βλ. επίσης και τη γνώμη Γενικού Εισαγγελέα στην υπόθεση ΔΕΚ C-83/91, *W. Meilicke κατά ADV/ORGA AG*, απόφαση ημερ. 16/07/92.

⁹⁷ P.O. Müllert, M. Brike, *supra* note 4, 702.

⁹⁸ Αντίστοιχα αρ. 49 και αρ. 70 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (και αντίστοιχα αρ. 10 και αρ. 27 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

⁹⁹ V. Edwards, *supra* note 10, 62.

¹⁰⁰ Αντίστοιχα αρ. 9 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹⁰¹ V. Edwards, *supra* note 10, 61-62. Ε.Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 291. Ως «ανεξαρτησία», νοείται η μη σύνδεση με οποιαδήποτε μορφή με την εταιρεία και απαγόρευση επιρροής των εμπειρογνομόνων από την εταιρεία ή τους διοικούντες αυτήν, Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 983.

Για τον πιο πάνω λόγο, το άρθρο αρ. 49 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132¹⁰² απαιτεί έκθεση από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες που διορίστηκαν ή εγκρίθηκαν από διοικητική ή δικαστική αρχή. Η έκθεση πρέπει να περιγράφει τα περιουσιακά στοιχεία και τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν και αν η αξία που έχει επιτευχθεί είναι τουλάχιστον ίση με την ονομαστική αξία ή, σε περίπτωση έλλειψης της, με την λογιστική αξία, αναφέροντας εν τέλει εάν η εταιρεία έχει συσταθεί ή εγκριθεί για την έναρξη της δραστηριότητάς της¹⁰³. Από την διατύπωση του εν λόγω άρθρου, συνάγεται ότι θα πρέπει να υπάρχει κάποια οικονομική ισοδυναμία μεταξύ της ονομαστικής αξίας των μετοχών και της μη χρηματικής αντιπαροχής¹⁰⁴. Ακολούθως, σύμφωνα με το άρθρο 3 της πρώτης Οδηγίας 68/151/ΕΟΚ, η εν προαναφερόμενη έκθεση πρέπει να δημοσιευθεί¹⁰⁵.

Κρίνεται αναγκαίο να αναφερθεί ότι η Οδηγία περιέχει εξαιρέσεις από την υποχρέωση της έκθεσης εμπειρογνομόνων που τα κράτη μέλη μπορούν να προβλέψουν¹⁰⁶. Βάσει του άρθρου 49 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, τα κράτη μέλη, μπορούν να μην εφαρμόζουν την υποχρέωση της έκθεσης εμπειρογνομόνων όταν το 90% της ονομαστικής αξίας, ή σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, της λογιστικής αξίας όλων των μετοχών έχει εκδοθεί έναντι εισφορών σε είδος από μια ή περισσότερες εταιρείες και πληρούνται οι περαιτέρω προϋποθέσεις που το προαναφερόμενο άρθρο ορίζει¹⁰⁷.

Ωστόσο, το καθεστώς αυτό έχει χαλαρώσει περισσότερο με την Οδηγία 2006/68/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 6^{ης} Σεπτεμβρίου 2006, για τροποποίηση

¹⁰² Αντίστοιχο αρ. 10 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹⁰³ Αρ. 49(1)(2) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 10(1)(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁰⁴ E. Tarelli, *supra* note 51, 17.

¹⁰⁵ Αρ. 49(3) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 10(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ). Βλ. και V. Edwards, *supra* note 10, 62.

¹⁰⁶ Αρ. 49(4)(5) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

¹⁰⁷ Οι προϋποθέσεις που τίθενται στο αρ. 49(4) (α)-(στ) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 10(4) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ), είναι οι εξής: (α) όσον αφορά τη δικαιούχο των εισφορών αυτών εταιρεία, τα πρόσωπα ή οι εταιρείες που αναφέρονται στο άρθρο 4 στοιχείο θ), να έχουν παραιτηθεί από τη σύνταξη εκθέσεως των εμπειρογνομόνων, (β) η παραίτηση αυτή να έχει δημοσιευθεί σύμφωνα με την παράγραφο 3, (γ) οι εισφέρουσες εταιρείες να διαθέτουν αποθεματικά που ο νόμος ή το καταστατικό δεν επιτρέπουν να διανεμηθούν και των οποίων το ύψος να είναι τουλάχιστον ίσο με την ονομαστική αξία ή σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, με τη λογιστική αξία των μετοχών που εκδόθηκαν έναντι εισφορών σε είδος, (δ) οι εισφέρουσες εταιρείες να εγγυώνται, μέχρι το ποσό που προσδιορίζεται στο στοιχείο γ) για τα χρέη της δικαιούχου εταιρείας, τα οποία δημιουργήθηκαν από την έκδοση των μετοχών έναντι εισφορών σε είδος μέχρι και ένα έτος μετά τη δημοσίευση των ετησίων λογαριασμών της εταιρείας αυτής για τη χρήση στη διάρκεια της οποίας έγιναν οι εισφορές. Κατά τη διάρκεια της προθεσμίας αυτής απαγορεύεται η μεταβίβαση των εν λόγω μετοχών, (ε) η εγγύηση που προβλέπεται στο στοιχείο δ) να έχει δημοσιευθεί σύμφωνα με την παράγραφο 3 και (στ) οι εισφέρουσες εταιρείες να κεφαλαιοποιούν ποσό ίσο μ' εκείνο που προσδιορίζεται στο στοιχείο γ), εντάσσοντάς το σε αποθεματικό το οποίο να μπορεί να διανεμηθεί μόνο ύστερα από τρία έτη μετά τη δημοσίευση των ετησίων λογαριασμών της δικαιούχου εταιρείας των σχετικών με τη χρήση στη διάρκεια της οποίας έγιναν οι εισφορές ή, ενδεχομένως, μεταγενέστερα όταν θα έχουν ικανοποιηθεί όλες οι απαιτήσεις που είναι σχετικές με την εγγύηση που προβλέπεται στο στοιχείο δ) και έχουν προβληθεί εντός της προθεσμίας αυτής. Βλ. και Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 983-984.

της Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου, σχετικά με τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της. Η Οδηγία 2006/68/ΕΚ, τροποποίησε λοιπόν την Οδηγία 77/91/ΕΟΚ, ήτοι τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, προσθέτοντας το άρθρο 10α¹⁰⁸, σύμφωνα με το οποίο, τα κράτη μέλη μπορούν να παρεκκλίνουν από την απαίτηση σύνταξης έκθεσης εμπειρογνομόνων¹⁰⁹. Εάν το κράτος μέλος έχει επιλέξει να εφαρμόσει την εξαίρεση από την απαίτηση σύνταξης έκθεσης εμπειρογνώμονα, η εταιρεία θα έχει την υποχρέωση να προβεί σε ιδιαίτερη δημοσίευση δήλωσης, η οποία θα αναφέρει την περιγραφή της σχετικής εισφοράς σε είδος, την αξία της, δήλωση για το αν η αξία αντιστοιχεί στην ονομαστική ή λογιστική κατά περίπτωση αξία των μετοχών, καθώς επίσης και δήλωση ότι δεν συντρέχουν νέες περιστάσεις όσον αφορά την αρχική αποτίμηση¹¹⁰. Υπογραμμίζεται πως τα πιο πάνω ρυθμίστηκαν για πρώτη φορά με την Οδηγία 2006/68/ΕΚ, με την προσθήκη του τότε άρθρου 10β¹¹¹.

Από τα ανωτέρω προκύπτει πως ο ρητός σκοπός της απλούστευσης, μέσω της τροποποίησης με την Οδηγία 2006/68/ΕΚ και της προσθήκης των άρθρων 10α και 10β, ήταν να επιτραπεί στις δημόσιες επιχειρήσεις να λαμβάνουν υπόψη άλλες μετοχές πέραν από τις μετοχές σε μετρητά, χωρίς να απαιτούν αυτές να λάβουν ειδική πραγματογνωμοσύνη σε περιπτώσεις στις οποίες υπάρχει ένα σημείο αναφοράς για την αποτίμηση της εν λόγω αντιπαροχής¹¹².

Το άρθρο 52 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132¹¹³ κρίθηκε ως ιδιαίτερης σημασίας, αφού αποσκοπεί στην ενίσχυση των ρυθμίσεων του άρθρου 51 ως προς τις εισφορές σε είδος και αποκλείει τον κίνδυνο του «φαινομένου της μετά-ίδρυσης»¹¹⁴. Ο κίνδυνος αυτός, αφορά την περίπτωση που το κεφάλαιο καλύπτεται κυρίως από τους ιδρυτές της εταιρείας με μετρητά και που, ακολούθως, η εταιρεία χρησιμοποιήσει αυτά τα χρήματα για την αγορά από αυτούς υπερεκτιμημένων στοιχείων του ενεργητικού της¹¹⁵.

Έτσι, είναι γίνεται αντιληπτό ότι το άρθρο 52 έχει ως σκοπό την αποτροπή της πιο πάνω κατάχρησης. Η μέθοδος που ακολουθεί η εν λόγω Οδηγία είναι η επέκταση των προϋποθέσεων

¹⁰⁸ Αντίστοιχο αρ. 50 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

¹⁰⁹ Αρ. 50(3) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132. Βλ. επίσης N. de Luca, *supra* note 12, 192 και A. Cahn, D. C. Donald, *Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, second edition, 2018, 197.

¹¹⁰ Αρ. 51 (1)(α)-(δ) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

¹¹¹ Αντίστοιχο αρ. 51 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

¹¹² M. Notari, “The Appraisal Regime of Contributions in Kind in the Light of Amendments to Second EEC Directive”, *European Company and Financial Law Review*, 2010, 79-80.

¹¹³ Αντίστοιχο αρ. 11 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹¹⁴ S. Grundmann, *supra* note 20, 224.

¹¹⁵ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 985.

για την έκθεση εμπειρογνομόνων και των διατυπώσεων δημοσιότητας που προβλέπει το άρθρο 49 παρ. 1 και στις αποκτήσεις αυτές, υπό τον πρόσθετο όρο της έγκριση από πλευράς της γενικής συνέλευσης της εταιρείας¹¹⁶.

Από όσα έχουν αναλυθεί ανωτέρω, προκύπτει πως οι κανόνες που εισήχθησαν με την Οδηγία 2006/68/EK, που τροποποίησε τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία και φτάνοντας μέχρι και σήμερα στην Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132, επιχειρούν να προωθήσουν την απλούστευση και εκσυγχρονισμό της εισφοράς σε είδος. Ωστόσο, η απαίτηση για αποτίμηση των εμπειρογνομόνων δεν εξαλείφεται πλήρως, αλλά μόνο στις περιπτώσεις που έχει ήδη γίνει αποτίμηση. Για τις αναφερθείσες περιπτώσεις, πρέπει να τηρούνται ορισμένοι όροι και προϋποθέσεις.

4. Διατήρηση Κεφαλαίου.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ένας εκ των κύριων στόχων της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, ήταν η εναρμόνιση των εθνικών δικαίων ως προς τους κανόνες περί σύστασης της ανώνυμης εταιρείας και περί της διατήρησης και περί των μεταβολών του κεφαλαίου της¹¹⁷.

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, επιβάλλει ένα αυστηρό καθεστώς διατήρησης κεφαλαίου στα κράτη μέλη, το οποίο βασίζεται κυρίως σε σταθερό καλυφθέν κεφάλαιο.

Το καθεστώς διατήρησης του κεφαλαίου έχει δύο στοιχεία: (α) το ελάχιστο κεφάλαιο που ορίζει ο νόμος ως προϋπόθεση για την ενσωμάτωση μιας ανώνυμης εταιρείας και (β) την απαίτηση για τη διατήρηση του κεφαλαίου αυτού¹¹⁸.

Το δόγμα της διατήρησης κεφαλαίου έχει ως σκοπό να διασφαλίσει ότι το εκδοθέν μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας διατηρείται¹¹⁹. Επομένως, ο κανόνας της διατήρησης κεφαλαίου περιορίζει απλώς την ελευθερία μιας εταιρείας να επιστρέψει στους μετόχους της τα κεφάλαια τα οποία αρχικά είχαν εγγραφεί για τις μετοχές της¹²⁰. Σύμφωνα με τη αρχή αυτή, το εκδοθέν μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας θεωρείται ταμείο εγγυήσεων για την προστασία των πιστωτών και κάθε πιστωτής έχει δικαίωμα να εξετάσει το κεφάλαιο αυτό¹²¹.

¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹⁷ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 977.

¹¹⁸ A. Cahn, D. C. Donald, *supra* note 110, 255.

¹¹⁹ F.H.I. Cassim, "The reform of Company Law and the Capital Maintenance Concept", *South African Law Journal*, 2005, 285.

¹²⁰ *Ibid.*

¹²¹ *Ibid.*

Ο πυρήνας της θεωρίας της διατήρησης κεφαλαίου είναι ότι μόνο τα κέρδη καταβάλλονται στους μετόχους, ενώ το κεφάλαιο διατηρείται ως μέσο προστασίας των πιστωτών των εταιρειών έναντι κινδύνων που συνδέονται με την περιορισμένη ευθύνη των μετόχων¹²². Η εταιρεία δεν μπορεί χωρίς την άδεια του δικαστηρίου ή την έκδοση ειδικής διαδικασίας, να επιστρέψει το κεφάλαιό της στους μετόχους της, με αποτέλεσμα μια πράξη η οποία ισοδυναμεί με μη εξουσιοδοτημένη επιστροφή κεφαλαίων να είναι *ultra vires* και να μην μπορεί να επικυρωθεί από τους μετόχους¹²³. Επομένως, η αρχή ότι το μετοχικό κεφάλαιο πρέπει να διατηρηθεί, αποτελεί θεμελιώδη αρχή του εταιρικού δικαίου, αφού ορίζει ότι οι εταιρείες πρέπει να διατηρούν το κεφάλαιο άθικτο για την παροχή ασφάλειας των πιστωτών¹²⁴.

Μια από τις βασικές λειτουργίες της έννοιας του νόμιμου κεφαλαίου, υπό την άποψη της εταιρικής χρηματοδότησης, διασφαλίζει ότι οι πιστωτές έχουν προνομιακή πρόσβαση στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και περιορίζει την εξουσία της εταιρείας να καταβάλλει μερίσματα και να πραγματοποιεί διανομές στους μετόχους¹²⁵. Η απόκτηση ίδιων μετοχών από την εταιρεία, είναι σε οικονομικό επίπεδο παρόμοια με τη διανομή περιουσιακών στοιχείων στους μετόχους και η χρηματοδοτική βοήθεια έχει ιδιαίτερη σημασία στο πλαίσιο της εξαγοράς, όπου η απόκτηση ελέγχου μιας εταιρείας χρηματοδοτείται από τα ίδια τα περιουσιακά στοιχεία της, ως ασφάλεια¹²⁶.

Εύλογα μπορεί κάποιος να συμπεράνει πως το συγκεκριμένο καθεστώς στηρίζει τους νόμιμους κανόνες στους τομείς της διανομής στους μετόχους, της απόκτησης ίδιων μετοχών, της απαγόρευσης χρηματοδοτικής βοήθειας, της μείωσης και της αύξησης του εταιρικού κεφαλαίου, οι οποίοι θα αναλυθούν στη συνέχεια.

4.1. Διανομές στους μετόχους.

Μια εταιρεία είναι ξεχωριστή νομική οντότητα και, αν πρόκειται για εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, η ευθύνη των μετόχων της είναι επίσης περιορισμένη. Για αυτό το λόγο, υπάρχει η ανάγκη για κανόνες που προστατεύουν επαρκώς τόσο τους πιστωτές, όσο και

¹²² J. Armour, *supra* note 31, 355. Βλ. επίσης B. Hannigan, *Company Law*, 5th Edition, Oxford University Press, 2018, 621.

¹²³ Md. S. Islam, "The Doctrine of Capital Maintenance and its Statutory Developments: An Analysis, The Northern University Journal of Law, 2013, 48.

¹²⁴ *Ibid*, 47.

¹²⁵ C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 762.

¹²⁶ *Ibid*, 763.

τους μετόχους, συμπεριλαμβανομένων των μειοψηφούντων μετόχων¹²⁷, εξού και η ύπαρξη κανόνων όσον αφορά τις διανομές.

Ο κοινοτικός νομοθέτης προβλέπει μέτρα διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου μετά την ίδρυση της εταιρείας για την προστασία του, συμπεριλαμβανομένων και μέτρων σχετικά με τον περιορισμό των διανομών στους μετόχους. Ωστόσο, η αποτελεσματικότητα της διατήρησης κεφαλαίου ως καθεστώτος περιορισμού της διανομής κερδών για την προστασία των πιστωτών, μελετήθηκε και συζητήθηκε έντονα στην ΕΕ¹²⁸.

Τα άρθρα 56 και 57 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, αφορούν τις διανομές προς τους μετόχους¹²⁹.

Εκτός από τη περίπτωση της μείωσης του κεφαλαίου, η επιστροφή του κεφαλαίου μέσω διανομών στους μετόχους αποτρέπεται, με απώτερο σκοπό την προστασία των πιστωτών¹³⁰. Η προστασία των πιστωτών είναι ύψιστης σημασίας, αφού εάν οι πιστωτές δεν προστατεύονται επαρκώς, δεν θα παρέχουν ή δεν θα χορηγούν δάνεια σε μια εταιρεία¹³¹. Σημειώνεται πως η Οδηγία δε δίνει τον ορισμό της «διανομής», όμως προσδιορίζει το περιεχόμενό της, που αφορά κυρίως την καταβολή μερισμάτων και τόκων σχετικών με τις μετοχές¹³². Είναι σημαντικό ωστόσο να αναφερθεί ότι η «διανομή» θα μπορούσε δυνητικά να περιλαμβάνει οποιοδήποτε πολύτιμο περιουσιακό στοιχείο ανήκει στην εταιρεία¹³³.

Αν και η Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 δεν αναθέτει εξουσία μερισμάτων, ούτε προβλέπει συγκεκριμένη διαδικασία, το εθνικό δίκαιο πρέπει να εξασφαλίζει την ίση κατανομή μερισμάτων στους μετόχους¹³⁴, στην βάση της αρχής που αφορά την ίση μεταχείριση όλων των μετόχων που ευρίσκονται στην ίδια θέση, η οποία κατοχυρώνεται στο άρθρο 85 της Οδηγίας.

Το άρθρο 56 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, απαιτεί οι διανομές των δημόσιων εταιρειών να ικανοποιούν τόσο τα στοιχεία του ενεργητικού ισολογισμού, όσο και το καθαρό πλεόνασμα

¹²⁷ J. Seehausen, “Payment of (Extraordinary) Dividends: What if the Company Law Rules are Breached?” *European Company Law*, 2020, 2.

¹²⁸ X. S. Xiong, “Time to Revisit Capital Maintenance on Profits Distribution: Lesson from Carillion and Beyond” *European Business Law Review*, 2020. 266.

¹²⁹ Αντίστοιχα αρ. 15 και αρ. 16 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹³⁰ Αρ. 56(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 15(1)(α) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹³¹ J. Seehausen, *supra* note 128, 3.

¹³² Αρ. 56(4) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 15(1)(δ) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹³³ A. Cahn, D.C. Donald, *supra* note 110, 258.

¹³⁴ *Ibid*, 258.

εσόδων¹³⁵. Συγκεκριμένα, η Οδηγία εφαρμόζει ένα διπλά προστατευτικό καθεστώς για την υποστήριξη του κεφαλαίου μόλις ανέλθει¹³⁶.

Βάσει του άρθρου 56 παρ. 1 και 2, η διανομή στους μετόχους απαγορεύεται όταν κατά την λήξη της τελευταίας οικονομικής χρήσης, το καθαρό ενεργητικό της εταιρείας είναι ή, συνεπεία της εν λόγω διανομής, μπορεί να καταστεί μικρότερο από το καλυφθέν κεφάλαιο, μειωμένο κατά το ποσό που έχει καλυφθεί, αλλά δεν έχει καταβληθεί¹³⁷. Έτσι, δεν μπορεί να γίνει διανομή στους μετόχους, εάν τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία που προκύπτουν από τους ετήσιους λογαριασμούς της εταιρείας θα ήταν χαμηλότερα από το άθροισμα του νόμιμου κεφαλαίου και όλων των υποχρεωτικών αποθεματικών¹³⁸.

Επίσης, σε περίπτωση που η διανομή επιτρέπεται, το ποσό κάθε διανομής δεν μπορεί να υπερβαίνει τα καθαρά κέρδη του προηγούμενου οικονομικού έτους, συν τυχόν κέρδη που αποφέρουν και διανέμουν αποθεματικά, μείον όμως τις ζημιές που μπορεί να προκύπτουν, καθώς και τα ποσά που τίθενται σε αποθεματικό σύμφωνα με το νόμο ή το καταστατικό της εταιρείας¹³⁹. Ως εκ τούτου, η εταιρεία όταν πραγματοποιεί διανομές, πρέπει να διατηρεί ένα σταθερό ποσό περιουσιακών στοιχείων, το οποίο να ισούται με το μετοχικό της κεφάλαιο¹⁴⁰. Η ρύθμιση αυτή συνδέει την έννοια της διανομής (κερδών και τόκων) μόνο με την «ανοικτή», δηλαδή κατά τον ισολογισμό, διανομή των κερδών των μετόχων¹⁴¹.

Στο σημείο αυτό σημειώνεται ότι ο προσδιορισμός του καθαρού ενεργητικού των κερδών και ζημιών ήταν αρχικά αντικείμενο της τότε προσεχούς Τέταρτης Οδηγίας¹⁴² και υποστηρίχθηκε ότι οι εν λόγω διατάξεις θα έπρεπε να ενσωματωθούν στη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, καθότι αποτελούν απαραίτητες ενωσιακές διατάξεις σχετικά με τη διατήρηση του κεφαλαίου που συνιστά την εγγύηση των πιστωτών, ιδίως διότι απαγορεύουν τη μείωση του κεφαλαίου μέσω αδικαιολόγητων διανομών στους μετόχους και περιορίζουν τη δυνατότητα της εταιρείας να αποκτά δικές της μετοχές¹⁴³.

¹³⁵ J. Rickford, “Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, *European Business Law Review*, 2004, 962.

¹³⁶ H. Fleischer, “Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law” σε M. Lutter, *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 98.

¹³⁷ Αρ. 56(1)(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 15(1)(α)(β) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹³⁸ P.O. Mülbart, M. Brike, *supra* note 4, 704.

¹³⁹ Αρ. 56(3) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 15(1)(γ) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁴⁰ J. Rickford, “Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests”, *European Business Organization Law Review*, 2006, 140.

¹⁴¹ Λ. Κοσίρης, *supra* note 1, 989.

¹⁴² *Ibid.* Βλ. επίσης E. Ferran, *supra* note 54, 17-18.

¹⁴³ Σκέψη 40 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχη σκέψη 4 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

Σημειώνεται επίσης ότι οι ρυθμίσεις της Οδηγίας που αφορούν τις ανοικτές διανομές στους μετόχους, παρέχουν την δυνατότητα στα κράτη μέλη να επεκτείνουν την προστασία του κεφαλαίου με απαγορεύσεις κεκαλυμμένων διανομών, αφού αυτό δικαιολογείται τόσο από την έλλειψη ορισμού της «διανομής» και τον σκοπό της απαγόρευσης των διανομών όσο και από την αρχή της ίσης μεταχείρισης¹⁴⁴.

Ακόμη, η Οδηγία, με το άρθρο 56 παρ. 5(β), επιτρέπει την καταβολή προκαταβολών επί μερισμάτων υπό κάποιες προϋποθέσεις, ήτοι την κατάρτιση λογιστικής κατάστασης από την οποία να προκύπτει ότι τα διαθέσιμα ποσά επαρκούν για τη διανομή και τη μη υπέρβαση του ποσού των κερδών που είχαν γίνει μετά το τέλος της τελευταίας χρήσης¹⁴⁵.

Οι προαναφερθείσες διατάξεις του άρθρου 56 της Οδηγίας¹⁴⁶ δε θίγουν τις διατάξεις των κρατών μελών που αφορούν την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου με την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών¹⁴⁷.

Σύμφωνα με την Οδηγία, τα κράτη μέλη έχουν την ευχέρεια να παρεκκλίνουν από την απαγόρευση της διανομής στους μετόχους όταν πρόκειται για εταιρείες επενδύσεων με σταθερό κεφάλαιο¹⁴⁸. Ως εταιρείες επενδύσεων με σταθερό κεφάλαιο, νοούνται εκείνες που έχουν αποκλειστικό αντικείμενο την επένδυση των κεφαλαίων τους σε αξιόγραφα, ακίνητες αξίες ή άλλες αξίες, με απώτερο σκοπό την κατανομή των κινδύνων από επενδύσεις και το οικονομικό όφελος των μετόχων τους από τη διαχείριση της περιουσίας και οι οποίες προβαίνουν σε δημόσια πρόσκληση για την επένδυση των μετοχών τους¹⁴⁹.

Σε περίπτωση που τα κράτη μέλη κάνουν εφαρμόσουν την πιο πάνω δυνατότητα, οφείλουν να συμμορφωθούν σε διατυπώσεις ενημέρωσης, όπως στην αναγραφή της μορφής της εταιρείας και στον περιορισμό των διανομών¹⁵⁰.

Το άρθρο 57 απαιτεί κάθε διανομή, που γίνεται αντίθετα προς το άρθρο 56 της Οδηγίας(ΕΕ) 2017/1132, να επιστρέφεται από τον δικαιούχο, εάν η εταιρεία αποδείξει ότι γνώριζε την παρατυπία ή δεν αποδειχθεί ότι δεν γινόταν να την αγνοεί¹⁵¹. Η διάταξη αυτή σχετίζεται με περιπτώσεις κατά τις οποίες οι διανομές προς τους μετόχους γίνονται κατά παράβαση των κανόνων της Οδηγίας και σε περιπτώσεις κατά τις οποίες δεν πληρούνται οι απαιτήσεις για

¹⁴⁴ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 989. J. Rickford, *supra* note 141, 140.

¹⁴⁵ Αρ. 56(5) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 15(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁴⁶ Αντίστοιχο αρ. 15 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹⁴⁷ Αρ. 56(6) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 15(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁴⁸ Αρ. 56(7) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 15(4) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁴⁹ Αρ. 56(7)(α)-(β) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ.15(4)(α) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁵⁰ Αρ. 56 (7)(α)-(γ) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 15(4)(α)-(γ) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁵¹ Αντίστοιχο αρ. 16 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

την καταβολή μερισμάτων¹⁵². Στη βάση του άρθρου αυτού, η αξίωση επιστροφής λειτουργεί ως κύρωση, έτσι ώστε να ισχυροποιείται η πρακτική αποτελεσματικότητα της απαγόρευσης¹⁵³. Επιπλέον, τα μερίσματα δηλώνονται και καταβάλλονται, αφότου πρώτα η γενική συνέλευση της εταιρείας εγκρίνει τους ετήσιους λογαριασμούς¹⁵⁴.

Κρίνεται άξιο αναφοράς το ότι η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία δεν περιέχει διατάξεις που αφορούν ρητά την αποφυγή των περιορισμών στη διανομή, ωστόσο, ακόμη και πριν από την δημοσίευση της Οδηγίας, τα γερμανικά δικαστήρια είχαν θεμελιώσει ένα περίπλοκο σύστημα κανόνων γνωστό ως «κρυφές διανομές» (hidden distribution), όπου οι πλείστοι θεωρητικοί έκριναν ότι αυτοί αποτελούν μέρος των ευρωπαϊκών κανόνων που θεσπίζονται στα άρθρα 56 και 57 της Οδηγίας¹⁵⁵.

Για την εύρεση μιας κρυφής διανομής, είναι απαραίτητη η ανταλλαγή οικονομικών αγαθών μεταξύ της εταιρείας και ενός μετόχου, με όρους στους οποίους η εταιρεία δεν θα είχε συμφωνήσει όταν είχε σχέση με τρίτους που δεν είχαν σχέση και ως συνέπεια της εν λόγω διανομής ο μέτοχος πρέπει να επιστρέψει την κρυφή διανομή στην εταιρεία¹⁵⁶.

Είναι ακόμη σημαντικό να λεχθεί πως, σε περίπτωση σημαντικής μείωσης του καλυφθέντος κεφαλαίου, απαιτείται σύγκληση της γενικής συνέλευσης εντός προθεσμίας που προβλέπει η εθνική νομοθεσία, έτσι ώστε να εξετασθεί εάν θα πρέπει να λυθεί η εταιρεία ή να ληφθεί οποιοδήποτε άλλο μέτρο¹⁵⁷. Το άρθρο που αφορά την σημαντική μείωση του καλυφθέντος κεφαλαίου, φαίνεται να μη δίνει ορισμό για αυτήν, αφήνοντας τον εθνικό νομοθέτη να την προσδιορίσει¹⁵⁸. Επιπρόσθετα, παρατηρείται ότι στην επίσημη μετάφραση στα ελληνικά της παρ. 2 του εν λόγω, εκ παραδρομής αναγράφεται ότι ο εθνικός νομοθέτης δεν μπορεί να καθορίσει ως σημαντική τη μείωση του κεφαλαίου κατά ποσό μεγαλύτερο από το καλυφθέν κεφάλαιο, ενώ στο αντίστοιχο αγγλικό, γαλλικό και γερμανικό κείμενο της Οδηγίας, αναφέρεται ότι ο εθνικός νομοθέτης δεν μπορεί να καθορίσει ως σημαντική μείωση του κεφαλαίου κατά ποσό μεγαλύτερο του μισού του καλυφθέντος κεφαλαίου¹⁵⁹.

Ως προκύπτει από το άρθρο 58 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, ο εθνικός νομοθέτης πρέπει να προσδιορίσει ποιος πρέπει να συγκαλέσει τη γενική συνέλευση και ποια διαδικασία θα πρέπει να ακολουθηθεί, αφού κάτι τέτοιο δεν προβλέπεται στο συγκεκριμένο άρθρο.

¹⁵² J. Seehausen, *supra* note 128, 7.

¹⁵³ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 990.

¹⁵⁴ N. de Luca, *supra* note 12, 200.

¹⁵⁵ P. O. Mülbart, M. Brike, *supra* note 4, 705-706.

¹⁵⁶ *Ibid.*

¹⁵⁷ Αρ. 58(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 17(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁵⁸ Αρ. 58(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 17(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁵⁹ Α. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 46.

Σκοπός της ως άνω διάταξης είναι η προστασία των πιστωτών, αλλά κυρίως των μετόχων, αφού στη βάση του άρθρου αυτού, πρέπει να γίνεται γνωστή η οικονομική κατάσταση της εταιρείας στους μετόχους της, τα συμφέροντα των οποίων θίγονται άμεσα, έτσι ώστε να αποφασισθεί η τύχη της εταιρείας¹⁶⁰.

Κρίσιμο αποτελεί το χρονικό σημείο που θα πρέπει ο εθνικός νομοθέτης να καθορίσει την ενημέρωση των μετόχων ως προς τη σημαντική μείωση του κεφαλαίου, έτσι ώστε οι μέτοχοι να έχουν χρόνο να λάβουν τα κατάλληλα μετρά¹⁶¹. Ως κρίθηκε από το ΔΕΚ στην υπόθεση *Daihatsu*¹⁶², οι κυρώσεις στην περίπτωση που το αρμόδιο όργανο δεν συγκαλέσει γενική συνέλευση, λειτουργούν ως ασφάλεια για τους μετόχους, δίνοντας σε αυτούς την δυνατότητα να συγκληθεί η προαπαιτούμενη συνέλευση¹⁶³.

Από όσα έχουν λεχθεί, συνάγεται πως ο στόχος των κανόνων διανομής είναι να περιοριστεί η διαθέσιμη απόδοση (limit the return available) στους μετόχους, σε βαθμό που να διατηρείται το κεφάλαιο της εταιρείας, με σκοπό να διατηρηθούν ανέπαφες οι αρχικές συνδρομές των μελών αφού οι πιστωτές σε αυτό ακριβώς βασίζονται για την δική τους ασφάλεια¹⁶⁴.

Παρόλα αυτά, οι διανομές μπορούν να δημιουργήσουν θέματα έλλειψης προστασίας τόσο των μετόχων, όσο και των πιστωτών. Ειδικότερα, οι εν λόγω διανομές μειώνουν το διαθέσιμο κεφάλαιο που ικανοποιεί τις ανάγκες των πιστωτών και, δεδομένου ότι περιλαμβάνουν επιστροφές περιουσιακών στοιχείων στους μετόχους κατά προτεραιότητα προς τα συμφέροντα των πιστωτών, έχουν τη δυνατότητα να παρεμβαίνουν στο σύστημα προτεραιοτήτων, το οποίο απαιτεί την ικανοποίηση των απαιτήσεων των πιστωτών από την εταιρεία πριν από τους μέτοχους¹⁶⁵. Επιπλέον, οι διανομές ενδέχεται να εγείρουν ζητήματα διάκρισης μεταξύ των μετόχων, στην περίπτωση που προτιμάται μια ομάδα μετόχων έναντι μιας άλλης¹⁶⁶.

Τέλος, έχουν υποστηριχθεί και δύο νέα επιχειρήματα, με βάση τα οποία αμφισβητείται η αποτελεσματικότητα της διατήρησης κεφαλαίου ως καθεστώς περιορισμού της διανομής των κερδών για την προστασία των πιστωτών. Συγκεκριμένα, έχει υποστηριχθεί ότι με βάση τη σημερινή οικονομική γνώση, όπου οι αριθμοί εταιρειών που κεφαλοποιούνται με τεχνολογία

¹⁶⁰ *Ibid.* Α. Κοτσίρης, *supra* note 1, 990-991.

¹⁶¹ Α. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 46-47.

¹⁶² ΔΕΚ C-97/96, *Daihatsu-Händler eV v Daihatsu Deutschland GmbH*, απόφαση ημερ. 04/12/97.

¹⁶³ S. Grundmann, *supra* note 20, 230.

¹⁶⁴ A. Sneddon, "Do the Rules on 'Capital Maintenance' Achieve Any Useful Purpose", *Edinburgh Student Law Review*, 2012, 30.

¹⁶⁵ J. Rickford, *supra* note 136, 923. Βλ επίσης, E. Ferran, *supra* note 54, 15-16., R. Veil, "The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems", σε M. Lutter, *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 75.

W. de Gruyter Recht, 2006, 91-92.

¹⁶⁶ J. Rickford, *supra* note 136, 923. Βλ επίσης, E. Ferran, *supra* note 54, 15-16., R. Veil, *supra* note 166, 91-92.

αυξάνονται αναλογικά, η λογιστική αξία που εφαρμόζεται στα πάγια στοιχεία ενεργητικού δημιουργεί επιπλοκές για τις εταιρείες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες με τη διατήρηση του κεφαλαίου τους. Περαιτέρω, έχει υποστηριχθεί ότι η αποτελεσματικότητα της συντήρησης του κεφαλαίου ως μηχανισμός ασφάλειας των πιστωτών υπομονεύεται από το γεγονός ότι, η ικανοποίηση της κεφαλαιακής απαίτησης από τη διανομή κερδών, δεν είναι ίση με τη φερεγγυότητα της επιχείρησης¹⁶⁷.

4.2. Απόκτηση ιδίων μετοχών.

Η απόκτηση από την εταιρεία δικών της μετοχών (acquisition of own shares) χωρίζεται σε δύο κατηγορίες:

(α) την πρωτογενή απόκτηση των μετοχών («ανάληψη»), όταν δηλαδή η εταιρεία, κατά το ιδρυτικό στάδιο ή σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου, αναλαμβάνει μετοχές της για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου και

(β) τη δευτερογενή απόκτηση, που πραγματοποιείται δια μεταβίβασης και μπορεί να επέλθει άμεσα ή έμμεσα¹⁶⁸.

Το άρθρο 59 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132¹⁶⁹, απαγορεύει την ανάληψη από την εταιρεία των μετοχών της, τόσο άμεσα¹⁷⁰, όσο και έμμεσα μέσω προσώπου που ενεργεί ως αντιπρόσωπος της εταιρείας¹⁷¹. Σημειώνεται πως η εν λόγω απαγόρευση επεκτείνεται και στις αναλήψεις μετοχών της μητρικής εταιρεία από θυγατρική της¹⁷². Στην περίπτωση αυτή, η ανάληψη θεωρείται ότι έγινε από την ίδια την ανώνυμη εταιρεία δηλαδή την μητρική¹⁷³.

Περαιτέρω, η προσθήκη του άρθρου 24α μέσω της Οδηγίας 92/101/ΕΚ (νυν αρ. 66 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132), είχε ως σκοπό να αποκλειστεί μια τακτική που είχε αναπτυχθεί στο πλαίσιο της εξαγοράς (in the context of takeovers), σύμφωνα με την οποία, κατά τη διάρκεια της περιόδου για την οποία μια προσφορά εξαγοράς παρέμεινε ανοικτή, η εταιρεία παρακάμπτει το όριο του 10% για την απόκτηση των ιδίων μετοχών της που της είχε επιβληθεί

¹⁶⁷ X. S. Xiong, *supra* note 129, 267.

¹⁶⁸ Α. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 47.

¹⁶⁹ Αντίστοιχο αρ. 18 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹⁷⁰ Αντίστοιχο αρ. 18(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹⁷¹ Αρ. 59(2) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 18(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁷² Αρ. 67 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 24α της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ). Το άρθρο 24α, προστέθηκε στη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία με την Οδηγία 92/101/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 23^{ης} Νοεμβρίου 1992, για την τροποποίηση της Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ όσον αφορά τη σύσταση της ανώνυμης εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της.

¹⁷³ Αρ. 67(1) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 24α (1α) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

με τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, με το να αποκτήσει η θυγατρική της μετοχές της χωρίς το εν λόγω όριο¹⁷⁴.

Έτσι, η αναθεώρηση του ορίου του 10% αποτελεί σημαντικό βήμα προς την απλούστευση του υφιστάμενου καθεστώτος.

Επομένως, η πρωτογενής απόκτηση από την εταιρεία δικών της μετοχών απαγορεύεται και δεν επιδέχεται εξαιρέσεις. Σε περίπτωση δε απόκτησης μετοχών με έμμεση αντιπροσώπευση, θεωρείται ότι ο έμμεσος αντιπρόσωπος αναλαμβάνει τις μετοχές για δικό του λογαριασμό και πρέπει να καταβάλει την αξία των μετοχών αυτών¹⁷⁵. Υποστηρίζεται ότι στην περίπτωση αυτή, ο έμμεσος αντιπρόσωπος δεν έχει καμία απαίτηση κατά της εταιρείας να του καταβάλει την δαπάνη αυτή¹⁷⁶.

Κρίνεται σκόπιμη η διάκριση της ανάληψης των μετοχών κατά το ιδρυτικό στάδιο και της ανάληψης μετοχών κατά την αύξηση του κεφαλαίου, σε περίπτωση άμεσης ανάληψης των μετοχών. Στην πρώτη περίπτωση, οι ιδρυτές της εταιρείας (φυσικά ή νομικά πρόσωπα), θα πρέπει να καταβάλουν την αξία των μετοχών, ενώ στη δεύτερη περίπτωση, η αξία των μετοχών πρέπει να καταβληθεί από τους νέους ή τυχόν νυν μέτοχους που θα αποκτήσουν μετοχές¹⁷⁷.

Σε αντίθεση με την «ανάληψη» ιδίων μετοχών, η απόκτηση ιδίων μετοχών από την εταιρεία μπορεί να υποστεί περιορισμούς¹⁷⁸. Η απόκτηση ιδίων μετοχών είναι δυνατή υπό περιορισμούς είναι γιατί ορισμένες φορές κρίνεται ως χρήσιμη και εύλογη, εφόσον τα συμφέροντα των μετόχων και των δανειστών δεν θίγονται¹⁷⁹.

Ορισμένα κράτη μέλη επέβαλαν απόλυτη απαγόρευση της απόκτησης από την εταιρεία δικών της μετοχών, ενώ άλλα το επέτρεπαν σε ορισμένες περιπτώσεις¹⁸⁰. Για τον λόγο αυτό,

¹⁷⁴ V. Edwards, *supra* note 10, 77.

¹⁷⁵ Αρ. 59(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 18(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁷⁶ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 992.

¹⁷⁷ Αρ. 59(3) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 18(3) της Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ), το οποίο, στην επίσημη ελληνική μετάφραση αυτού ορίζει κατά λέξη τα εξής «3. Τα πρόσωπα ή οι εταιρείες που αναφέρονται στο άρθρο 4 στοιχείο θ), ή σε περίπτωση αύξησης του καλυφθέντος κεφαλαίου, τα μέλη του διοικητικού οργάνου ή της διευθύνσεως υποχρεούνται να εξοφλήσουν τις μετοχές οι οποίες έχουν αναληφθεί κατά παράβαση του άρθρου αυτού. Πάντως, η νομοθεσία κράτους μέλους μπορεί να προβλέπει ότι κάθε ενδιαφερόμενος μπορεί να απαλλαγεί από την υποχρέωση αυτή, αποδεικνύοντας ότι δεν υπέχει προσωπικά υπαιτιότητα» και στην επίσημη αγγλική μετάφραση αυτού ορίζει κατά λέξη τα εξής «3. The persons or companies or firms referred to in point (i) of Article 4 or, in cases of an increase in subscribed capital, the members of the administrative or management body shall be liable to pay for shares subscribed in contra-vention of this Article. However, the laws of a Member State may provide that any such person may be released from his or her obligation if they prove that no fault is attributable to them personally»

¹⁷⁸ Αρ. 59-63, 66 και 67 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχα αρ. 19-22, αρ. 24, και αρ. 24α της Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁷⁹ Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 992.

¹⁸⁰ V. Edwards, *supra* note 10, 70. N. de Luca, *supra* note 12, 209. Md. S. Islam, *supra* note 124, 51-54. L. Enriques, J. R. Macey, *supra* note 39, 1178-1181. M. Andenas, F. Wooldridge, *European Comparative Law*, Cambridge, 2009, 230-246.

καθώς και επειδή μια τέτοια εξαγορά μπορεί ενίοτε να είναι χρήσιμη τα κράτη μέλη έχουν την δυνατότητα να επιτρέπουν σε εταιρεία να αποκτήσει δικές της μετοχές, άμεσα ή έμμεσα, από την στιγμή που δεν παραβιάζεται η ίση μεταχείριση των μετόχων και υπό την επιφύλαξη του κανονισμού για την κατάχρηση της αγοράς¹⁸¹.

Η απόκτηση ιδίων μετοχών βάσει της νομοθεσίας των κρατών μελών, πρέπει να υπόκειται στις υποχρεωτικές απαιτήσεις του άρθρου 60 παρ.1(α)-(γ) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132¹⁸². Συγκεκριμένα, θα πρέπει να υπάρχει έγκριση της απόκτησης από την γενική συνέλευση της εταιρείας, η απόφαση της οποίας θα καθορίσει τον αριθμό μετοχών που δύναται να αποκτηθούν, τη διάρκεια για την οποία χορηγείται η έγκριση σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία, που αυτή δεν δύναται να ξεπερνά τα 5 έτη, καθώς επίσης και τα όρια αξίας σε περίπτωση απόκτησης εξ επαχθούς αιτίας. Για την τήρηση των προϋποθέσεων αυτών μεριμνά το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας¹⁸³. Απόκλιση από την εν λόγω έγκριση προβλέπεται εάν είναι αναγκαία η απόκτηση ιδίων μετοχών, για να αποτραπεί επικείμενη σοβαρή ζημία στην εταιρεία¹⁸⁴, ή για να διανεμηθούν στο προσωπικό της ίδιας ή συνδεδεμένης με αυτήν εταιρείας¹⁸⁵. Ακόμη, οι αποκτήσεις συνολικά δεν πρέπει να μειώνουν το καθαρό ενεργητικό κάτω από το άθροισμα του καλυφθέντος κεφαλαίου¹⁸⁶ και η συναλλαγή πρέπει να αφορά πλήρως αποπληρωθείσες μετοχές¹⁸⁷.

Προαιρετικές προϋποθέσεις από τις οποίες τα κράτη μέλη μπορούν να εξαρτήσουν την απόκτηση, προβλέπονται στο άρθρο 60 παρ. 1 υποπαρ. 1(α)-(ε) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132¹⁸⁸. Ειδικότερα, η συνολική ονομαστική αξία των μετοχών που αποκτώνται δεν μπορεί να είναι χαμηλότερη του 10% του καλυφθέντος κεφαλαίου¹⁸⁹, η δυνατότητα απόκτησης ιδίων μετοχών πρέπει να προβλέπεται στο καταστατικό ή στην συστατική πράξη της εταιρείας¹⁹⁰, υπάρχει υποχρέωση υποβολής εκθέσεων και γνωστοποίησης¹⁹¹, δύναται να γίνει

¹⁸¹ Αρ. 60(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ). Βλ. επίσης, V. Edwards, *supra* note 10, 70.

¹⁸² Αρ. 60(1)(α)-(γ) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1)(α)-(γ) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁸³ Αρ. 60(1)(α) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1)(α) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁸⁴ Αρ. 60(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁸⁵ Αρ. 60(3) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁸⁶ Αρ. 60(1)(β) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1)(β) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁸⁷ Αρ. 60(1)(γ) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1)(γ) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁸⁸ Αρ. 60(1), υποπαρ. 1(α)-(ε) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1), υποπαρ. 1(i)-(iv) της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ).

¹⁸⁹ Αρ. 60(1), υποπαρ. 1(α) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1), υποπαρ. 1(i) της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ).

¹⁹⁰ Αρ. 60(1), υποπαρ. 1(β) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1), υποπαρ. 1(ii) της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ).

¹⁹¹ Αρ. 60(1), υποπαρ. 1(γ) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1), υποπαρ. 1(iii) της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ).

ακύρωση μετοχών για ορισμένες εταιρείες, όταν ποσό ίσο προς την ονομαστική αξία των ακυρωθεισών μετοχών περιλαμβάνεται σε μη διανεμητέο αποθεματικό, το οποίο όμως μπορεί να κεφαλαιοποιηθεί¹⁹² και τέλος, η απόκτηση δεν πρέπει να θίγει την ικανοποίηση των πιστωτών¹⁹³.

Σημειώνεται πως οι πιο πάνω κανόνες που αφορούν την επαναγορά (repurchase), έχουν κριθεί ως ευνοϊκότεροι σε σχέση με αυτούς της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας¹⁹⁴.

Το άρθρο 61 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 ρυθμίζει δυνατές αποκλίσεις από την εφαρμογή του άρθρου 60¹⁹⁵, οι οποίες είναι προαιρετικές για τα κράτη μέλη. Ειδικότερα, οι εν λόγω αποκλίσεις, τίθενται σε εφαρμογή στις περιπτώσεις μετοχών που αποκτήθηκαν σε εκτέλεση απόφασης για μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, λόγω καθολικής μεταβίβασης της περιουσίας, λόγω χαριστικής αιτίας, ή ως προμήθεια πιστωτικών οργανισμών, λόγω προστασίας μειωηφούντων μετόχων, όταν με νόμιμη υποχρέωση ή συνέπεια δικαστικής απόφασης η εταιρεία είναι υπόχρεη να εξαγοράσει τις μετοχές τους, ανάλογα με τη διαμόρφωση, κατά την εσωτερική νομοθεσία, λόγω του καθεστώτος προστασίας της μειωηφίας, λόγω μη εξόφλησης από μέτοχο μετοχών, λόγω αποζημίωσης μειωηφούντων μετόχων των συνδεδεμένων εταιρειών, λόγω αναγκαστικής εκτέλεσης επί μετοχών και, τέλος, λόγω απόκτησης, κατόπιν αιτήσεως από πλευράς επενδυτών, αποπληρωμένων μετοχών, που είχε εκδώσει εταιρεία επενδύσεως σταθερού κεφαλαίου¹⁹⁶.

Στις περιπτώσεις των κατ' εξαίρεση επιτρεπόμενων αποκλήσεων¹⁹⁷, οι μετοχές που αποκτήθηκαν πρέπει να μεταβιβαστούν εντός προθεσμίας 3 ετών το αργότερο από το χρόνο της αγοράς τους, εκτός αν η ονομαστική ή η λογιστική αξία του συνόλου των μετοχών που αποκτήθηκαν από την εταιρεία, δεν υπερβαίνει το 10% του καλυφθέντος κεφαλαίου¹⁹⁸, αλλιώς οι μετοχές ακυρώνονται μέσω μείωσης του κεφαλαίου¹⁹⁹.

¹⁹² Αρ. 60(1), υποπαρ. 1(δ) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1), υποπαρ. 1(iv) της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ).

¹⁹³ Αρ. 60(1), υποπαρ. 1(ε) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 19(1), υποπαρ. 1(v) της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ).

¹⁹⁴ A. Cahn, D. C. Donald, *supra* note 110, 289.

¹⁹⁵ Αντίστοιχο αρ. 20 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

¹⁹⁶ Αρ. 61(1)(α-η) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 20(1)(α-η) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁹⁷ Αρ. 61(1)(β-ζ) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 20(1)(β-ζ) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁹⁸ Αρ. 61(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 20(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

¹⁹⁹ Αρ. 61(3) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 20(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

Στις περιπτώσεις απόκτησης μετοχών κατά παράβαση των προαναφερθέντων άρθρων, οι μετοχές πρέπει να μεταβιβαστούν μέσα σε προθεσμία ενός έτους από τον χρόνο αποκτήσεώς τους, αλλιώς ακυρώνονται²⁰⁰.

Το άρθρο 63 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, προβλέπει ορισμένες ελάχιστες προϋποθέσεις, τις οποίες πρέπει να επιβάλουν τα κράτη μέλη, που επιτρέπουν την απόκτηση συμμετοχών με αυτό τον τρόπο²⁰¹. Όλα τα δικαιώματα ψήφου που συνδέονται με τις εκ νέου αγοραζόμενες μετοχές παραμένουν σε αναστολή και επιβάλλεται οι ίδιες μετοχές, αν εγγράφονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, να προστίθενται στο παθητικό μη διανεμητέο αποθεματικό του ίδιου ύψους²⁰². Τέλος, οι εταιρείες πρέπει να παρέχουν τους λόγους και τις λεπτομέρειες των επαναγορών στις ετήσιες εκθέσεις τους²⁰³.

Περαιτέρω, είτε άμεσα, είτε έμμεσα, η ενεχυρίαση από την εταιρεία των δικών της μετοχών, εξομοιώνεται με τις αποκτήσεις που αναφέρονται στα άρθρα 60, 61 παρ. 1, 63 και 64, με την ευχέρεια στα κράτη μέλη να μην εφαρμόζουν τις εν λόγω υποχρεώσεις στην περίπτωση των τρεχουσών συναλλαγών των πιστωτικών οργανισμών²⁰⁴.

Ως εκ των ανωτέρω, είναι γεγονός ότι η απόκτηση από μια εταιρεία δικών της μετοχών, μπορεί να έχει τόσο θετικές όσο και αρνητικές επιπτώσεις στους πιστωτές και τους μετόχους της εταιρείας.

Συγκεκριμένα, όταν μια εταιρεία επαναγοράζει πλήρως τις μετοχές της διανέμει περιουσιακά στοιχεία στους μετόχους, μειώνει τον αριθμό των εκκρεμών μετοχών και μπορεί έτσι να βελτιώσει τα κέρδη ανά μετοχή, με θετικές επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής. Περαιτέρω, η τακτική καταβολή μερισμάτων θα καταστεί ευκολότερη στο μέλλον, με τη μείωση του λογαριασμού του νόμιμου κεφαλαίου της εταιρείας²⁰⁵. Ακόμη, για τους μετόχους με χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές επί κεφαλαιακών κερδών σε σχέση με έσοδα από μερίσματα, οι επαναγορές προσφέρουν φορολογική εξοικονόμηση και, τέλος, σε μη εισηγμένες εταιρείες, οι επαναγορές προσφέρουν μια πηγή ρευστότητας για τους μετόχους που διαφορετικά δεν μπορούν να εξαργυρώσουν από τη συμμετοχή τους²⁰⁶.

Όπως και άλλες διανομές προς τους μετόχους, οι επαναγορές παρουσιάζουν κινδύνους για τους μη εξασφαλισμένους πιστωτές της εταιρείας, αφού τα περιουσιακά στοιχεία της, που είναι

²⁰⁰ Αρ. 62 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 21 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁰¹ Αντίστοιχο αρ. 22 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²⁰² Αρ. 63(1)(α-β) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 22(1)(α-β) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁰³ Αρ. 63(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 22(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁰⁴ Αρ. 66 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 24 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁰⁵ A. Cahn, D.C. Donald, *supra* note 110, 287-288. C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 773-774.

²⁰⁶ *Ibid.*

διαθέσιμα για εξόφληση χρεών, μειώνονται. Υπάρχει επίσης πιθανότητα να μειωθεί ο διαθέσιμος αριθμός μετόχων και να τίθεται θέμα ευθύνης για μη καταβληθέντα χρέη, σε περίπτωση άρσης του εταιρικού πέπλου²⁰⁷. Τέλος, η διαχείριση μιας εταιρείας θα μπορούσε να πραγματοποιήσει εκ νέου αγορές βάσει εμπιστευτικών πληροφοριών ή να τις χρησιμοποιήσει για να αύξει την τιμή της μετοχής της εταιρείας²⁰⁸.

4.3. Οικονομική (χρηματοδοτική) βοήθεια.

Πολλές δικαιοδοσίες απαγορεύουν σε μια εταιρεία να παρέχει οικονομική βοήθεια σε σχέση με την απόκτηση των μετοχών της από τρίτο μέρος. Η απαγόρευση χρηματοδοτικής συνδρομής εν γένει, αποτελεί μέρος των απαιτήσεων κεφαλαιακής συντήρησης που ισχύουν για εταιρείες σε τέτοιες δικαιοδοσίες²⁰⁹. Η απαγόρευση που θεσπιζόταν με την Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, λειτουργούσε ως ένας από τους κανόνες που αποσκοπούσαν στην προστασία του κεφαλαίου μιας εταιρείας²¹⁰.

Οι κανόνες χρηματοοικονομικής βοήθειας παρέχουν διασφάλιση ότι δεν παρακάμπτονται οι περιορισμοί ως προς την επαναγορά μετοχών. Η κύρια ιδέα πίσω από την απαγόρευση αυτή, είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας δεν χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση της αγοράς των μετοχών της²¹¹. Η προστασία των πιστωτών ήταν παραδοσιακά ο βασικός λόγος για την χρηματοοικονομική απαγόρευση και, ως ο πρόσθετος στόχος, ήταν και η προστασία των μετόχων μειοψηφίας²¹².

Η προστασία όμως των μετόχων και των πιστωτών, στην οποία στηρίζεται η απαγόρευση της οικονομικής βοήθειας, έχει επικριθεί. Είχε, συγκεκριμένα, διατυπωθεί η άποψη ότι η απαγόρευση της οικονομικής βοήθειας δε συμβαδίζει με τη σύγχρονη σκέψη σχετικά με τους στόχους του εταιρικού δικαίου. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, οι στόχοι του εταιρικού δικαίου έχουν μετατοπισθεί από την προστασία των προσώπων που ασχολούνται με εταιρείες, για τη διευκόλυνση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και για την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Επομένως, ως μηχανισμός προστασίας, η απαγόρευση χρηματοοικονομικής

²⁰⁷ *Ibid.*

²⁰⁸ *Ibid.*

²⁰⁹ K. Hooft, “The Financial Assistance Prohibition: Origins, Evolution, and Future”, *European Company Law*, 2011, 157.

²¹⁰ S.F. Hansen, “Reforming the Financial Assistance Provision in the Second Company Law Directive: A Danish Perspective”, *European Business Law Review*, 2003, 3.

²¹¹ K. Hooft, *supra* note 210, 157.

²¹² *Ibid.*

βοήθειας είναι εσφαλμένη, διότι μπορεί να παρεμποδίσει τις συναλλαγές που αυξάνουν την αξία, οι οποίες είναι προς το συμφέρον των διάφορων ενδιαφερόμενων μερών της εταιρείας²¹³.

Η απαγόρευση χρηματοδοτικής συνδρομής για την απόκτηση ιδίων μετοχών, αποτέλεσε αντικείμενο θεμελιώδους συζήτησης²¹⁴ και υπήρξαν σημαντικές εξελίξεις επ' αυτής.

Σύμφωνα με τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, ο κανόνας ήταν ότι η χρηματοδοτική συνδρομή από την εταιρεία, μέσω προκαταβολών δανείων ή εγγυήσεων σε τρίτο για την απόκτηση των μετοχών της, απαγορεύεται²¹⁵.

Συγκεκριμένα, στο πλαίσιο “Simpler Legislation For the Internal Market”, γνωστό ως “SLIM”²¹⁶ (απλούστευση της νομοθεσίας για την εσωτερική αγορά), η ομάδα εργασίας για το εταιρικό δίκαιο για την απλούστευση των κανόνων αυτού και της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, τον Οκτώβριο του 1999, πρότεινε ότι η απαγόρευση παροχής χρηματοοικονομικής βοήθειας θα έπρεπε να περιοριστεί στο ελάχιστο και να χαλαρώσει με δύο τρόπους, ήτοι μέσω του περιορισμού της χρηματοδοτικής βοήθειας στο ποσό των διανεμητών καθαρών περιουσιακών στοιχείων και μέσω του περιορισμού της απαγόρευσης βάσει του άρθρου 23 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας στη βοήθεια για εγγραφή νέων μετοχών²¹⁷.

Για να καταστεί πιο ευέλικτη η χρηματοδοτική συνδρομή, κρίθηκε αναγκαία η αναθεώρηση του περιορισμού και, έτσι, το πιο πάνω καθεστώς πλέον έχει αλλάξει με την τροποποίηση που επήλθε με την Οδηγία 2006/68/EK, η οποία πλέον έχει ενσωματωθεί στην Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132, με την οποία τα κράτη μέλη δύνανται να επιτρέψουν την παροχή οικονομικής βοήθειας από μια δημόσια εταιρεία, εάν πληρούνται ορισμένες απαιτήσεις. Σύμφωνα με τις εν λόγω προϋποθέσεις (α) οι συναλλαγές πρέπει να γίνονται σε δίκαιες συνθήκες αγοράς, (β) θα πρέπει να διερευνηθεί η αξιοπιστία του αποδέκτη της οικονομικής βοήθειας, (γ) οι συναλλαγές πρέπει να υποβάλλονται στους μετόχους για προηγούμενη έγκριση, (δ) οι διευθυντές πρέπει να υποβάλουν γραπτή έκθεση στους μετόχους, η οποία να προσδιορίζει, μεταξύ άλλων, το ιστορικό της συναλλαγής, το συμφέρον της εταιρείας και τους κινδύνους ρευστότητας και φερεγγυότητας της παροχής οικονομικής βοήθειας, (ε) το ποσό της χρηματοδοτικής

²¹³ E. Ferran, “Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law” *Cambridge Law Journal*, 2004, 225.

²¹⁴ E. Ferran, “Simplification of European Company Law on Financial Assistance” *European Business Organization Law Review*, 2005, 93.

²¹⁵ Αρ. 23 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/EOK. Η απαγόρευση της χρηματοδότησης αναπτύχθηκε τον 18^ο αιώνα και ήταν πρόταση του Ηνωμένου Βασιλείου. K. Hooft, *supra* note 210, 157. B. King, “Past Its Prime. Financial Assistance Is an Old Idea Whose Time Has Passed”, *International Law Review*, 2007, 28. V. Edwards, *supra* note 10, 74-76. S. Grundmann, *supra* note 20, 234.

²¹⁶ Simpler Legislation for the Internal Market, Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives, Brussels, October 1999.

²¹⁷ S.F. Hansen, *supra* note 211, 3-4. N. de Luca, *supra* note 12, 209.

συνδρομής περιορίζεται στα ελεύθερα διανεμόμενα αποθέματα της εταιρείας και, τέλος, (στ) πρέπει να διατηρηθεί μη διανεμόμενο αποθεματικό στο ύψος της οικονομικής βοήθειας²¹⁸.

Σε περιπτώσεις όπου ο έτερος στη συμφωνία είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, ή της διεύθυνσης της μητρικής επιχείρησης, ή είναι η ίδια η μητρική επιχείρηση, δηλαδή σε περιπτώσεις επικείμενων συγκρούσεων συμφερόντων, τα κράτη μέλη υποχρεούνται να παρέχουν επαρκείς πρόσθετες εγγυήσεις²¹⁹.

Διάφορες δικαιοδοσίες της ΕΕ έχουν τροποποιήσει τους κανόνες οικονομικής βοήθειας ενόψει της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ²²⁰. Υπάρχουν ωστόσο χώρες²²¹, που έχουν εφαρμόσει την απαγόρευση της χρηματοδοτικής συνδρομής, όπως προβλέπεται στο άρθρο 23 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, χωρίς δηλαδή τη χαλάρωση που εισήγαγε η Οδηγία 2006/68/ΕΚ²²².

Από την προηγηθείσα ανάλυση, προκύπτει πως όχι μόνο η απαγόρευση δεν ήταν αναγκαία, αλλά έχει κριθεί και ως επιβλαβής²²³, αφού οι κανόνες οικονομικής βοήθειας έχουν κριθεί ως αναποτελεσματικοί, δαπανηροί και ανεπιθύμητοι. Έτσι, θετικό αποτέλεσμα μπορεί να θεωρηθεί το γεγονός πως η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει απλουστεύσει το δίκαιο της χρηματοοικονομικής βοήθειας, αφού ευνοεί τα κράτη μέλη σε επίπεδο ΕΕ στον τομέα του νόμιμου κεφαλαίου, εντός των ορίων πάντοτε που θέτει η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία.

4.4. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

4.4.1. Εισαγωγικά.

Κατά τη λειτουργία της ανώνυμης εταιρείας, υπάρχει η πιθανότητα να δημιουργηθεί ανάγκη για εισροή νέων περιουσιακών στοιχείων σε αυτήν (πραγματική αύξηση), είτε για να επεκτείνει η εταιρεία τις εργασίες της, είτε για άλλους λόγους και, σε τέτοιες περιπτώσεις, κύριο τρόπο χρηματοδότησης της εταιρείας αποτελεί η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου²²⁴. Η αύξηση δύναται όμως να πραγματοποιηθεί και με τη χρησιμοποίηση από την εταιρεία δικών της περιουσιακών στοιχείων, χωρίς εισροή νέων, δηλαδή με αυτοχρηματοδότηση (ονομαστική

²¹⁸ Αρ. 64 (1-6) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

²¹⁹ Αρ. 65 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 23α της Οδηγίας 2006/68/ΕΚ).

²²⁰ Κράτη μέλη που υιοθέτησαν αυτή την τροποποίηση, έτσι ώστε να επιτρέπεται η παροχή οικονομικής βοήθειας υπό τους συγκεκριμένους όρους, είναι, μεταξύ άλλων, η Ιταλία, η Πολωνία και η Δανία. Κ. Hoof, *supra* note 210, 159.

²²¹ Π.χ. Γαλλία και Γερμανία.

²²² C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 777.

²²³ E. Ferran, *supra* note 215, 94.

²²⁴ E. Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 492.

αύξηση)²²⁵. Μόλις μια εταιρεία αποφασίσει σχετικά τη πηγή της χρηματοδότησής της, πρέπει να προωθήσει τη συναλλαγή σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία που ισχύει για την εταιρεία και τις κεφαλαιαγορές²²⁶.

4.4.2. Βασικές Ρυθμίσεις.

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ρυθμίζεται από τα άρθρα 68-72 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132²²⁷. Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να γίνεται έναντι εισφορών, τόσο σε είδος, όσο και σε μετρητά²²⁸. Η γενική συνέλευση της εταιρείας έχει την αποφασιστική εξουσία σε συναλλαγές που σχετίζονται με την αύξηση ή τη μείωση του κεφαλαίου. Ως ορίζει το άρθρο 68(1) της Οδηγίας²²⁹, οποιαδήποτε αύξηση του κεφαλαίου πρέπει να εγκριθεί από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το πεδίο εφαρμογής και η αρχή που κατοχυρώνεται στο άρθρο 25 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας²³⁰, εξετάστηκαν από το ΔΕΚ σε μια σειρά υποθέσεων που παραπέμφθηκαν σε αυτό από την Ελλάδα.

Αρχικά, η ΔΕΚ C-19/90 και C-20/90, *Marina Karella and Nicolas Karellas v Minister of Industry, Energy and Technology and Organismos Anasygkrotiseos Epicheiriseon AE*²³¹ κατέληξε στο Δικαστήριο για την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων, μιας δημόσιας εταιρείας που ελέγχεται από το κράτος, σκοπός της οποίας ήταν να συμβάλει στην οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη της χώρας και, μεταξύ άλλων στη οικονομική εξυγίανση επιχειρήσεων²³². Ένα από τα ερωτήματα που υποβλήθηκαν στο ΔΕΚ ήταν αν το άρθρο 25 παρ. 1 (νυν αρ.68(1)), σε συνδυασμό με το άρθρο 41 παρ. 1 (νυν αρ.84(1)), έχει εφαρμογή στην αντιμετώπιση της εξαιρετικής καταστάσεως στην οποία, λόγω της υπερχρεώσεώς τους, έχουν περιέλθει επιχειρήσεις που είναι ιδιαίτερας από οικονομικής και κοινωνικής απόψεως²³³. Το ΔΕΚ έκρινε καταφατικά, αφού διαφορετικά, ο στόχος της Οδηγίας για την παροχή ενός ελάχιστου επιπέδου προστασίας των μετόχων, θα διακυβεύονταν σοβαρά²³⁴. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η Οδηγία δεν

²²⁵ Ibid.

²²⁶ A. Cahn, D. C. Donald, *supra* note 110,227.

²²⁷ Αντίστοιχα αρ. 25-29 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²²⁸ A. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 53.

²²⁹ Αντίστοιχο αρ. 25(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²³⁰ Νυν άρθρο 68 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132/ΕΕ.

²³¹ ΔΕΚ C-19/90 και C-20/90, *Marina Karella and Nicolas Karellas v Minister of Industry, Energy and Technology and Organismos Anasygkrotiseos Epicheiriseon AE*, απόφαση ημερ. 30/05/91.

²³² Οργανισμός Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων (ΟΑΕ). Ibid, σκέψη 7.

²³³ Ibid, σκέψη 22.

²³⁴ Ibid, σκέψεις 17-23.

αποκλείει το να τεθεί μια εταιρείας υπό αναγκαστική διαχείριση, προς το συμφέρον των πιστωτών της, εξακολουθεί αυτή να εφαρμόζεται, εφόσον οι μέτοχοι και οι φορείς (normal bodies) της εταιρείας δεν έχουν εκποιηθεί από τις εξουσίες τους²³⁵.

Ακολούθως, ΔΕΚ C-381/89, *Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklisias and others v Greek State and others*²³⁶, της οποίας τα πραγματικά περιστατικά ήταν παρόμοια με την ως άνω υπόθεση, προβλήθηκε ο ισχυρισμός ότι οι μέτοχοι, ζητώντας από την εταιρεία να υπαχθεί στον νόμο, είχαν συναινέσει σιωπηρά στην πλήρη εφαρμογή του νόμου και, επομένως, στην αύξηση του κεφαλαίου με διοικητικό μέτρο²³⁷. Σημειώνεται πως ο Γενικός Εισαγγελέας Tesouro απέρριψε το εν λόγω επιχείρημα, το οποίο δεν εξετάστηκε από το Δικαστήριο²³⁸.

Με την ΔΕΚ C-83/91, *Panagis Pafitis and other v Trapeza Kentrikis Ellados A.E. and others*²³⁹, η ίδια αρχή επεκτάθηκε και στα πιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες. Παρόλο που ένας μέτοχος μπορεί να εμποδίζεται να επικαλεστεί τα δικαιώματα του που πηγάζουν από το άρθρο 25 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας (νυν άρθρο 68 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132), βάσει εθνικής νομοθεσίας περί κατάχρησης δικαιώματος, απλώς ασκώντας αυτά τα δικαιώματα σε μια κατάσταση όπου ο μέτοχος επωφελήθηκε από την αύξηση κεφαλαίου και δεν άσκησε τα δικαιώματα προτίμησης του, δεν μπορεί να ισοδυναμεί με κατάχρηση δικαιωμάτων, ακόμη και όταν η αύξηση ήταν ουσιαστική για την διάσωση της εταιρείας και ως προς το συμφέρον της εθνικής οικονομίας²⁴⁰.

Με τις προαναφερθείσες αποφάσεις, η αρχή, σύμφωνα με την οποία η απόφαση για την αύξηση του κεφαλαίου πρέπει τελικά να στηρίζεται στη γενική συνέλευση, κατέστη σχεδόν ως ανίκητο καθεστώς στο δίκαιο της ΕΕ²⁴¹.

Ακολούθως, δίδεται η δυνατότητα αντί να εγκρίνει η γενική συνέλευση της εταιρείας, αντί να εγκρίνει αύξηση κεφαλαίου κατά τη στιγμή της πραγματοποίησής της, να επιτραπεί μέσω του καταστατικού ή μέσω απόφασης της γενικής συνέλευσης η διαχείριση για περίοδο έως πέντε ετών για την αύξηση του κεφαλαίου της εταιρείας μέχρι ανώτατου ποσού²⁴².

²³⁵ C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 790-791.

²³⁶ ΔΕΚ C-381/89, *Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklisias and others v Greek State and others*, απόφαση ημερ. 30/05/91.

²³⁷ *Ibid*, σκέψη 37.

²³⁸ Προτάσεις του Γενικού Εισαγγελέα Tesouro της 16^{ης} Ιανουαρίου 1992, στην υπόθεση ΔΕΚ C-381/89, *Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklisias and others*, παράγραφος 6.

²³⁹ ΔΕΚ C-83/91, *Panagis Pafitis and other v Trapeza Kentrikis Ellados A.E. and others*, απόφαση ημερ. 12/03/96.

²⁴⁰ *Ibid*, σκέψεις 67-70.

²⁴¹ C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 791.

²⁴² Αρ. 68(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 25(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

Ουσιαστικά, το άρθρο 68 παρ. 1 και 2 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, αντικατοπτρίζει την ιστορική διαφορά μεταξύ των κρατών μελών, που παραδοσιακά δεν έκαναν διάκριση μεταξύ εγκεκριμένου και εκδοθέντος μετοχικού κεφαλαίου²⁴³.

Στην περίπτωση πολλών κατηγοριών μετοχών, η απόφαση της γενικής συνέλευσης για την αύξηση του κεφαλαίου πρέπει να υπόκειται σε χωριστή ψηφοφορία, τουλάχιστον για κάθε κατηγορία μετόχων, των οποίων τα δικαιώματα επηρεάζονται από την εν λόγω αύξηση²⁴⁴. Οι κανόνες αυτοί ισχύουν επίσης για τις επιλογές μετοχών ή για την έκδοση τίτλων που μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές²⁴⁵.

Σύμφωνα με το άρθρο 69 της Οδηγίας, κατά την αρχική πληρωμή του κεφαλαίου, οι μετοχές που εκδίδονται για αντάλλαγμα, πρέπει να καταβάλλονται για τουλάχιστον το 25% της ονομαστικής ή λογιστικής τους αξίας²⁴⁶.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, στην περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου, οι εισφορές σε είδος ρυθμίζονται από το άρθρο 70 παρ. 1 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, σύμφωνα με το οποίο, οι μετοχές που εκδόθηκαν έναντι εισφορών σε είδος, πρέπει να εξοφληθούν πλήρως εντός πέντε ετών από την απόφαση για την αύξηση του κεφαλαίου. Απαιτείται, επίσης, η ανεξάρτητη πραγματογνωμοσύνη πριν από την αύξηση του κεφαλαίου²⁴⁷. Εξαιρέσεις ισχύουν όσον αφορά στην αύξηση του κεφαλαίου μετά από συγχώνευση, διάσπαση ή δημόσια προσφορά για την αγορά ή την ανταλλαγή μετοχών, προκειμένου να πληρωθούν οι μέτοχοι της εταιρείας²⁴⁸. Τέλος, η έκθεση εμπειρογνομόνων δεν είναι αναγκαία όταν όλες οι μετοχές εκδίδονται για αντάλλαγμα εκτός από μετρητά σε μία ή περισσότερες εταιρείες, εάν όλοι οι μέτοχοι συμφωνήσουν και πληρούνται οι απαιτήσεις του άρθρου 49 παρ. 4(β)-(στ)²⁴⁹.

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι στην υπόθεση ΔΕΚ C-83/91, *W. Meilicke*²⁵⁰, τέθηκαν προδικαστικά ερωτήματα σχετικά με την ερμηνεία των άρθρων 7, 10, 11 και 27 παρ. 2 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας²⁵¹, προκειμένου να ερευνηθεί αν οι διατάξεις αυτές απαγορεύουν την εφαρμογή «κεκαλυμμένων εισφορών» σε είδος²⁵², σύμφωνα με την γερμανική νομολογία.

²⁴³ C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 790.

²⁴⁴ Αρ. 68(3) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 25(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁴⁵ Αρ. 68(4) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 25(4) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁴⁶ Αρ. 69 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 26 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁴⁷ Αρ. 70(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 27(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁴⁸ Αρ. 70(3) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 27(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁴⁹ Αρ. 70(4) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 27(4) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁵⁰ ΔΕΚ C-83/91, *W. Meilicke κατά ADI/ORGA AG*, απόφαση ημερ. 16/07/1992.

²⁵¹ Βλ. νυν αρ. 46, 52 και 70(2) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

²⁵² Κεκαλυμμένη εισφορά σε είδος, θεωρείται κάθε εισφορά σε μετρητά η οποία, ενώ είναι σύμφωνη προς τις τυπικές διατάξεις του δικαίου των εταιρειών, εμφανίζει μια σχέση συνακολουθίας και ένα ουσιαστικό δεσμό με μια συναλλαγή, μέσω της οποίας τα μετρητά που έλαβε η εταιρεία, ως εισφορά, επιστρέφονται στο εγγραφόμενο. Λ. Κοτσίρης, *supra* note 1, 987.

Όμως το ΔΕΚ έκρινε ότι τα υποβληθέντα προδικαστικά ερωτήματα αφορούσαν υποθετικά προβλήματα, εφόσον δεν διευκρινίζονται τα πραγματικά και νομικά στοιχεία σχετικά με το πλαίσιο μέσα στο οποίο πραγματοποιήθηκε η σχετική αύξηση κεφαλαίου²⁵³.

Σύμφωνα με το άρθρο 71 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132²⁵⁴, σε περίπτωση που η αύξηση κεφαλαίου δεν καλύπτεται πλήρως, το κεφάλαιο θα αυξηθεί μέχρι το ποσό που έχει καλυφθεί, μόνον εφόσον οι προϋποθέσεις έκδοσης το προβλέπουν.

4.4.3. Το δικαίωμα προτίμησης: Εισφορά σε μετρητά.

Πρέπει να αναφερθεί ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να οδηγήσει στη χειροτέρευση της νομικής θέσης που έχουν οι μέτοχοι της μειοψηφίας, αφού, αν αυτοί δεν αυξήσουν ανάλογα την συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο, αποτέλεσμα της εν λόγω αύξησης θα είναι η μείωση του ποσοστού συμμετοχής τους σε αυτό²⁵⁵. Εξαιτίας αυτού και προς αποτροπή αυτού του κινδύνου, η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, παρέχει δικαίωμα προτίμησης στους υπάρχοντες μετόχους, υπό ορισμένες προϋποθέσεις.

Οι εισφορές των μετόχων δεν μπορούν να είναι σε οποιαδήποτε μορφή, αλλά καταρχήν πρέπει να συνίστανται σε χρήμα και απαιτείται δικαίωμα προτιμήσεως όταν εκδίδονται μετοχές για χρηματική πληρωμή. Το εν λόγω δικαίωμα είναι ένα βασικό μέσο που αποσκοπεί στην αποτελεσματική διασφάλιση της ίσης μεταχείρισης²⁵⁶.

Το άρθρο 72 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132²⁵⁷ κατοχυρώνει το δικαίωμα προτίμησης, το οποίο προέρχεται, κυρίως, από το γερμανικό δίκαιο, με τη διαφορά ότι ο γερμανικός νόμος ήταν ευρύτερος από το εν λόγω άρθρο, αφού δεν περιόριζε το δικαίωμα προτίμησης έναντι των εισφορών σε μετρητά²⁵⁸.

Ως δικαίωμα προτίμησης, νοείται το δικαίωμα που δίνεται στους παλαιούς μετόχους, δηλαδή τους υφιστάμενους μετόχους, κατά την λήψη απόφασης για την αύξηση του κεφαλαίου, να προτιμηθούν για την απόκτηση μετοχών σε σχέση με οποιοδήποτε τρίτο²⁵⁹. Επομένως, σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου έναντι εισφορών σε μετρητά, οι νέες μετοχές πρέπει να προσφέρονται κατά προτίμηση στους παλαιούς μετόχους, ανάλογα με το τμήμα του

²⁵³ ΔΕΚ C-83/91, *W. Meilicke*, *supra* note 251, σκέψη 32-33.

²⁵⁴ Αντίστοιχο αρ. 28 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²⁵⁵ Ε.Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 492.

²⁵⁶ S. Grundmann, *supra* note 20, 237.

²⁵⁷ Αντίστοιχο αρ. 29 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²⁵⁸ V. Edwards, *supra* note 10, 85.

²⁵⁹ Β.Γ. Αντωνόπουλος, *Δίκαιο Α.Ε. & Ε.Π.Ε.*, Δ' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012, 196-197.

κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν οι ήδη υπάρχουσες μετοχές στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας²⁶⁰. Αυτό γίνεται γιατί η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών αρχικά ζημιώνει τους παλαιούς μετόχους, αφού, αν αυτοί δεν αυξήσουν ανάλογα τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο, συνέπεια της αύξησης θα είναι η μείωση της συμμετοχής τους στην εταιρεία²⁶¹. Προς το σκοπό αυτό και για αποφυγή του ως άνω κινδύνου, ο νόμος παρέχει στους μετόχους το δικαίωμα προτίμησης στους υπάρχοντες μετόχους.

Σημειώνεται πως η παραχώρηση δικαιωμάτων προτίμησης στους μετόχους είναι χρονοβόρα. Τούτο διότι, οι μετοχές πρέπει πρώτα να προσφερθούν στους υφιστάμενους μετόχους και αυτό μπορεί να εμποδίσει τη δυνατότητα της εταιρείας να αποκτήσει γρήγορα νέους οικονομικούς πόρους όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι ευνοϊκές²⁶². Συνεπώς, πρέπει να επιτευχθεί μια λεπτή ισορροπία μεταξύ της προστασίας των υφιστάμενων μετόχων, αφενός, και της βέλτιστης χρηματοοικονομικής διάρθρωσης της εταιρείας, αφετέρου.

Εν συνεχεία, τα κράτη μέλη μπορούν να απαλλάσσουν μετοχές που έχουν περιορισμένο δικαίωμα συμμετοχής σε διανομές ή περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας σε περίπτωση εκκαθάρισης²⁶³ και, όταν υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών που φέρουν διαφορετικά δικαιώματα ψήφου ή συμμετοχής, μπορούν να προβλέπουν την προσφορά νέων μετοχών μιας κατηγορίας και την άσκηση δικαιώματος προτίμησης από τους μετόχους των άλλων κατηγοριών²⁶⁴.

Πρέπει να προστεθεί ότι οι εταιρείες εκδίδουν συχνά μετατρέψιμα ομόλογα (convertible bonds), των οποίων η αντιπαροχή μπορεί να είναι συμβολή για την έκδοση νέων μετοχών σε αντάλλαγμα για τα ομόλογα και, σε αυτή την περίπτωση, ο κάτοχος ομολόγου γίνεται μέτοχος²⁶⁵. Ακόμη, οι εταιρείες μπορούν να εκδίδουν ομόλογα που έχουν το δικαίωμα εγγραφής για νέες μετοχές και στις δύο προαναφερθείσες περιπτώσεις, οι υφιστάμενοι μέτοχοι, κατά τη στιγμή της έκδοσης, θα πρέπει να απολαμβάνουν το δικαίωμα προτίμησης ώστε να μην αποδυναμωθούν (diluted) αργότερα²⁶⁶.

Το άρθρο 72 παρ. 3 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, καθορίζει τις απαιτήσεις δημοσίευσης και διαδικασίας. Ειδικότερα, όταν όλες οι μετοχές μιας εταιρείας είναι ονομαστικές, όλοι οι μέτοχοι πρέπει να ενημερώνονται εγγράφως ή να δημοσιεύεται αυτό στο εθνικό δελτίο,

²⁶⁰ Αρ. 72(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 29(1) της Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ. Βλ. επίσης και K.R. Grechenig, *supra* note 96, 581.

²⁶¹ Ε.Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 492.

²⁶² M. Ventoruzzo, "Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis", *Penn State Law*, 2013, 517.

²⁶³ Αρ. 72(2)(α) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 29(2)(α) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁶⁴ Αρ. 72(2)(β) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 29(2)(β) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁶⁵ N. de Luca, *supra* note 12, 388.

²⁶⁶ *Ibid.*

σύμφωνα με την Πρώτη Οδηγία (68/151/ΕΟΚ)²⁶⁷. Σχετική με το άρθρο 72 παρ. 3, είναι η υπόθεση *Pafitis*²⁶⁸, στην απόφαση επί της οποίας το ΔΕΚ έκρινε ότι η δημοσίευση της προσφοράς προτιμησιακής αναλήψεως στις ημερήσιες εφημερίδες, δε συνιστά έγγραφη ενημέρωση των κατόχων ονομαστικών μετοχών κατά την έννοια του άρθρου 29, παράγραφος 3²⁶⁹.

Ακόμη, το δικαίωμα προτιμήσεως των μετόχων κατά την αύξηση του κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά, μπορεί να αποκλειστεί με απόφαση της γενικής συνέλευσης, σύμφωνα με καθορισμένες περιστάσεις²⁷⁰, ήτοι με γραπτή έκθεση διοίκησης, καταστατική απαρτία και πλειοψηφία και, τέλος, με δημοσιότητα²⁷¹.

Το Δικαστήριο στη ΔΕΚ C-42/95, *Siemens AG v Henry Nold*²⁷², κλήθηκε να κρίνει αν οι διατάξεις του άρθρου 29 παρ. 1 και 4 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας (νυν άρθρο 70 παρ. 1 και 4 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132), επιτρέπουν στο εσωτερικό δίκαιο να ισχύει το δικαίωμα προτιμήσεως και επί αυξήσεως του κεφαλαίου με εισφορές σε είδος. Το ΔΕΚ κλήθηκε επίσης να καθορίσει τη νομιμότητα της απόφασης περί αποκλεισμού του δικαιώματος προτιμήσεως. Το ΔΕΚ αποφάσισε το άρθρο 29 παρ. 1 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας αφορά μόνο την αύξηση με εισφορές σε χρήμα²⁷³, ότι η εν λόγω διάταξη ωστόσο δεν απαγορεύει στα κράτη μέλη να επεκτείνουν το δικαίωμα αυτό και στις αυξήσεις του κεφαλαίου που πραγματοποιούνται με εισφορές σε είδος²⁷⁴ και ότι η επέκταση του δικαιώματος προτίμησης με πρόβλεψη αποκλεισμού ή περιορισμού υπό προϋποθέσεις εμπίπτει στα πλαίσια των σκοπών της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, δηλαδή της αποτελεσματικής προστασίας των μετόχων²⁷⁵. Τέλος, το ΔΕΚ αποφάσισε πως οι έλεγχοι του περιεχομένου του δικαιώματος προτίμησης σε αύξηση με εισφορές σε είδος, δεν αντίκειται στους σκοπούς της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, έστω και αν μπορούν να επιφέρουν καθυστερήσεις στην πραγματοποίηση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου²⁷⁶. Η απόφαση αυτή είναι η πρώτη που έκρινε όσον αφορά τη δυνατότητα επέκτασης των ρυθμίσεων της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας από τον εθνικό νομοθέτη²⁷⁷.

²⁶⁷ Αρ. 72(3) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 29(3) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁶⁸ ΔΕΚ C-83/91, *Panagis Pafitis and other v. Trapeza Kentrikis Ellados A.E. and others*, supra note 240.

²⁶⁹ Ibid, σκέψη 66.

²⁷⁰ Αρ. 72(4) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 29(4) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁷¹ Αρ. 72(4) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 29(4) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

²⁷² ΔΕΚ C-42/95, *Siemens AG v Henry Nold*, απόφαση ημερ. 19/11/96.

²⁷³ Ibid, σκέψη 15.

²⁷⁴ Ibid, σκέψεις 16, 18.

²⁷⁵ Ibid, σκέψη 19.

²⁷⁶ Ibid, σκέψη 21.

²⁷⁷ Λ. Κοτσίρης, supra note 1, 999.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 72 παρ. 5 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132²⁷⁸, η νομοθεσία κράτους μέλους μπορεί να προβλέπει ότι το καταστατικό, η συστατική πράξη ή η γενική συνέλευση, που αποφαινεται σύμφωνα με τους κανόνες απαρτίας, πλειοψηφίας και δημοσιότητας, μπορούν να παρέχουν την εξουσία περιορισμού ή αποκλεισμού του δικαιώματος προτιμήσεως στο όργανο της εταιρείας το οποίο είναι εξουσιοδοτημένο να αποφασίζει την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου εντός του ορίου του εγκεκριμένου κεφαλαίου. Η εξουσία αυτή του οργάνου έχει ανώτατη διάρκεια πέντε ετών και μπορεί να ανανεώνεται μία ή περισσότερες φορές από τη γενική συνέλευση για χρονικό διάστημα που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα πέντε έτη για κάθε ανανέωση²⁷⁹.

Περαιτέρω, το άρθρο 72 παρ. 6 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132²⁸⁰, ορίζει πως οι παράγραφοι 1 έως 5, ως αυτές έχουν αναλυθεί ανωτέρω, ισχύουν για την έκδοση όλων των τίτλων που είναι μετατρέψιμοι σε μετοχές ή συνοδεύονται από το δικαίωμα αναλήψεως μετοχών, όχι όμως για τη μετατροπή των τίτλων και την άσκηση του δικαιώματος αναλήψεως. Σημειώνεται πως το εν λόγω άρθρο δεν αναφέρεται ρητά στη δυνατότητα χορήγησης δικαιώματος προτίμησης και σε μετατρέψιμους αλλά όχι ακόμη «μετατρέπόμενους ομολογιούχους» (convertible bondholders)²⁸¹.

Το άρθρο 72 εφαρμόζεται επίσης και στην έκδοση μετατρέψιμων τίτλων, αλλά όχι στην πραγματική μετατροπή²⁸². Συγκεκριμένα, στην υπόθεση ΔΕΕ C-338/06, *Commission of the European Communities v. Kingdom of Spain*²⁸³, η ισπανική νομοθεσία παρείχε δικαίωμα προτίμησης κατά την έκδοση μετοχών και ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές, όχι μόνο στους μετόχους αλλά και στους κατόχους ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ισχυρίστηκε ότι η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία περιλαμβάνει μια ελάχιστη προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων σε σχέση με ορισμένες συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένης της έκδοσης νέων μετοχών. Η εν λόγω προστασία εκφράζεται με μια «ρήτρα ίσης μεταχείρισης», η οποία διατυπώνεται ρητά στο άρθρο 42 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας (νυν άρθρο 85 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132). Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή²⁸⁴, η ρήτρα αυτή ορίζει ότι οι εταιρείες δεν μπορούν να εκδίδουν μετοχές κάτω από την «εύλογη αξία», που νοείται ως η αγοραία αξία, όταν αποκλείεται το δικαίωμα προτίμησης²⁸⁵. Αντίθετα, το ισπανικό εταιρικό

²⁷⁸ Αντίστοιχο αρ. 29(5) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²⁷⁹ Αρ. 68(2) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

²⁸⁰ Αντίστοιχο αρ. 29(6) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²⁸¹ N. de Luca, *supra* note 12, 389.

²⁸² C. Gerner-Beuerle, M. A. Schilling, *supra* note 56, 792.

²⁸³ ΔΕΕ C-338/06, *Commission of the European Communities v. Kingdom of Spain*, απόφαση ημερ.18/12/08.

²⁸⁴ *Ibid*, σκέψη 4.

²⁸⁵ K.R. Grechenig, *supra* note 96, 573-574.

δίκαιο θέτει ως ελάχιστο όριο για τις νεοεκδιδόμενες μετοχές των εισηγμένων εταιρειών την «καθαρή αξία του ενεργητικού» της εταιρείας και η διάταξη αυτή αποκλίνει από τον γενικό ισπανικό κανόνα που ισχύει για τις μη εισηγμένες εταιρείες, ο οποίος θέτει το ελάχιστο όριο σε εύλογη αξία²⁸⁶. Με βάση την ερμηνεία της Επιτροπής, η συνέπεια είναι ότι οι εισηγμένες εταιρείες μπορούν να εκδίδουν μετοχές με (μεγάλη) έκπτωση²⁸⁷.

Σύμφωνα με το Δικαστήριο, το άρθρο 29 παρ.1 και 6 (νυν άρθρο 70 παρ. 1 και 6 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132), δεν προβλέπει ότι τόσο οι νέες μετοχές όσο και οι ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές πρέπει να προσφέρονται αποκλειστικά στους μετόχους²⁸⁸. Κατά συνέπεια, τα μέσα αυτά μπορούν επίσης να προσφερθούν στους κατόχους προηγούμενων εκδόσεων μετατρέψιμων ομολογιών²⁸⁹. Ωστόσο, η προσφορά δεν πρέπει να γίνεται ταυτόχρονα και στις δύο κατηγορίες, αλλά με «δικαίωμα προτίμησης» στους μετόχους²⁹⁰. Έτσι, μόνο εφόσον οι μέτοχοι δεν έχουν ασκήσει το δικαίωμα προτίμησης μπορούν να προσφερθούν οι μετοχές και οι ομολογίες αυτές στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών ή σε άλλους αγοραστές²⁹¹.

Συνεπώς, ιδίως λόγω του μεγάλου αριθμού προσώπων που κατέχουν δικαιώματα προτίμησης, τα δικαιώματα των υφιστάμενων μετόχων δεν περιλαμβάνουν δικαίωμα αγοράς μετοχών ανάλογα με την συμμετοχή τους, αλλά μόνο σε ένα ποσό κάπως χαμηλότερο²⁹². Η Επιτροπή υπονοούσε ότι οι κάτοχοι ομολογιών ευνοούνται παρόλο που υπάρχουν άλλοι μηχανισμοί που είναι καταλληλότεροι για την προστασία τους (π.χ. μέσω συμβάσεων και μηχανισμών της αγοράς)²⁹³.

Επιπλέον, η ισπανική νομοθεσία προέβλεπε ότι το δικαίωμα προτίμησης μπορεί να ανακληθεί υπό ορισμένες προϋποθέσεις μόνο κατά την έκδοση ομολογιών μετατρέψιμων σε μετοχές. Το Δικαστήριο έκρινε ότι, μολονότι η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία επέτρεπε στα κράτη μέλη να θεσπίζουν πιο περιοριστικούς όρους για την ανάκληση του δικαιώματος προτίμησης, το άρθρο 29 παρ. 6 και 4²⁹⁴ απαιτούσε ότι, υπό ορισμένες συνθήκες, η γενική συνέλευση των

²⁸⁶ ΔΕΕ C-338/06, *Commission of the European Communities*, supra note 284, σκέψη 14.

²⁸⁷ K.R. Grechenig, supra note 96, 574.

²⁸⁸ Θ. Κουλουριάνος, «ΔΕΚ υπόθ. C-338/2006, απόφ. της 18.12.2008 [Ανώνυμη εταιρία] (σημ. Θ. Κουλουριάνος)», *Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών*, 2009, 1349-1353.

²⁸⁹ ΔΕΕ C-338/06, *Commission of the European Communities*, supra note 284, σκέψη 38. Βλ. επίσης Θ. Κουλουριάνος, supra note 289.

²⁹⁰ Ibid, σκέψη 39. Βλ. επίσης και Θ. Κουλουριάνος, supra note 289.

²⁹¹ Ibid, σκέψη 40. Βλ. επίσης και Θ. Κουλουριάνος, supra note 289.

²⁹² K. R. Grechenig, supra note 96, 574.

²⁹³ Ibid.

²⁹⁴ Αντίστοιχο αρ. 72(6)(4) της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

μετόχων θα έπρεπε να μπορεί να αποφασίζει την ανάκληση του δικαιώματος προτίμησης για όλες τις κινητές αξίες που είναι μετατρέψιμες σε μετοχές²⁹⁵.

Κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί πως, όταν εκδίδονται νέες μετοχές και δεν προσφέρονται στους πρώην μετόχους, οι μέτοχοι μπορεί να υποστούν δύο είδη ζημιών²⁹⁶. Αφενός, η δύναμη ψήφου των μετόχων εντός της εταιρείας αμβλύνεται, ενώ, από την άλλη πλευρά, η αξία της επένδυσης τους μπορεί να μειωθεί εάν η τιμή πώλησης είναι χαμηλότερη από την πραγματική αξία των μετοχών²⁹⁷.

Τέλος, το άρθρο 72 παρ. 7 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132²⁹⁸, καθιστά σαφές ότι το δικαίωμα προτίμησης δεν θεωρείται ότι αποκλείεται όταν εκδίδονται μετοχές κεφαλαίου σε τράπεζες ή άλλους πιστωτικούς οργανισμούς για την κατά προτίμηση προσφορά στους μετόχους.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί πως παρόλο που το εν λόγω άρθρο, που ενσωματώνει το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων, είναι μια σημαντική εγγύηση για τους μετόχους, η εν λόγω Οδηγία επικρίθηκε, επειδή δεν προχώρησε περαιτέρω προς την προστασία των μετόχων απαιτώντας την αύξηση των μετοχών κεφαλαίου στην καλύτερη τιμή²⁹⁹, καθώς οι μετοχές εκδίδονται συχνά στην αγορά σε χαμηλή τιμή, και σε αμφότερες περιπτώσεις δεν υπάρχει περιθώριο για το δικαίωμα προτίμησης³⁰⁰.

Έτσι το δικαίωμα προτιμήσεως, φαίνεται να είναι απαραίτητο για την προστασία των υφιστάμενων μετόχων, ώστε να αποφευχθεί η αποδυνάμωση της συμμετοχής τους στην εταιρεία³⁰¹.

4.5. Μείωση μετοχικού κεφαλαίου.

Ως μείωση κεφαλαίου, νοείται είτε η επιστροφή στους μετόχους του πραγματικού κεφαλαίου, εφόσον καταβληθεί ή συνεισφέρει από αυτούς στην κοινή μετοχή (common stock), είτε η απαλλαγή των μετόχων από υποχρέωση που προέκυψε για την πραγματοποίηση αυτής της συνεισφοράς, εάν και όταν αυτοί κληθούν να το πράξουν, ή μείωση του ονομαστικού

²⁹⁵ ΔΕΕ C-338/06, *Commission of the European Communities*, supra note 284, σκέψη 50.

²⁹⁶ M. Ventrizzo, supra note 263, 517.

²⁹⁷ Ibid.

²⁹⁸ Αντίστοιχο αρ. 29(7) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

²⁹⁹ V. Edwards, supra note 10, 84-85. Βλ. επίσης J. E. Hurst, "Harmonization of Company Law in the EEC", *Legal Issues of European Integration*, 1974, 63, 71.

³⁰⁰ E. Wymeersch, supra note 66, 9.

³⁰¹ J. Ekkenga, W. Bayer, Fixed Capital under German Stock Corporation Law and its Significance for the Protection of Investors and Minority Shareholders" σε M. Lutter., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 300.

ποσού του κεφαλαίου, με ακύρωση ορισμένων μετοχών ή με μείωση της ονομαστικής αξίας μερικών ή όλων των υφιστάμενων μετοχών³⁰².

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους μια εταιρεία μπορεί να αποφασίσει να μειώσει το κεφάλαιό της. Στην περίπτωση που μια εταιρεία δεν χρειάζεται μέρος του κεφαλαίου της, επειδή δεν είναι πλέον απαραίτητο, το επιστρέφει στους μετόχους και σε αυτή την πολύ σπάνια περίπτωση, πραγματοποιείται η πραγματική μείωση κεφαλαίου³⁰³. Ωστόσο, όταν προκύψουν ζημιές και τα συνολικά εταιρικά περιουσιακά στοιχεία μειωθούν κάτω από το μετοχικό κεφάλαιο, η εταιρεία ενδέχεται να υποχρεωθεί να μειώσει το κεφάλαιό της, προκειμένου να αποφύγει το έλλειμμα στον ισολογισμό της, έτσι ώστε να είναι σε θέση να κάνει διανομές στους μετόχους και να εξασφαλίσει συμφέροντα των πιστωτών. Σε αυτή την περίπτωση, ενδέχεται να πραγματοποιηθεί ονομαστική μείωση του κεφαλαίου, προκειμένου να προσαρμοστεί το κεφάλαιο στα νέα μειωμένα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία³⁰⁴.

Η ονομαστική μείωση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί ταυτόχρονα να συνδυαστεί με μια πραγματική αύξηση, που θα οδηγήσει στην εισροή νέων κεφαλαίων στην εταιρεία, έτσι ώστε η κατανομή των κερδών στους μετόχους να είναι δυνατή το επόμενο οικονομικό έτος³⁰⁵.

Σημειώνεται πως τέθηκε το ερώτημα κατά πόσο είναι αρμόδιο για μια εταιρεία να μειώσει το κεφάλαιό της, υπό το πρίσμα ότι τα χρήματα που επιστρέφονται στους μετόχους ως υπεράνω των επιθυμιών της εταιρείας μπορούν να ανακληθούν ξανά³⁰⁶. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτή η μορφή μείωσης θεωρήθηκε δυνατή, ενώ σε άλλες περιπτώσεις εκφράστηκαν αμφιβολίες εάν μια τέτοια διαδικασία θα μπορούσε σωστά να θεωρηθεί μείωση του κεφαλαίου, αφού σε αυτή την περίπτωση μείωσης, είναι προφανές πως το καταβεβλημένο κεφάλαιο μειώνεται, ενώ το ονομαστικό κεφάλαιο παραμένει ανέπαφο³⁰⁷.

Ως εκ των ανωτέρω, η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κάλυψη ζημιών ή για ενίσχυση αποθεματικού ή να συνδυασθεί με αύξηση κεφαλαίου, έτσι ώστε να υπάρξει εισροή νέων κεφαλαίων, με κύριο σκοπό την προστασία ιδίως των πιστωτών³⁰⁸. Ενδιαφέρον κρίνεται να αναφερθεί πως πριν ακόμη εκδοθεί η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, είχε υποστηριχθεί πως η προστασία που παρέχεται στους πιστωτές, εξαιρούμενων

³⁰² A.W. Machen, Jr., *A treatise on the modern law of corporations with reference to formation and operation under general laws*, 1908, 511.

³⁰³ Ε.Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 510.

³⁰⁴ *Ibid*, 510-511. Βλ. επίσης και P.O. Mülberr, M. Brike, *supra* note 4, 707.

³⁰⁵ Ε.Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 511.

³⁰⁶ E.M. Burhcell, "The Estate Agent's Commission" *South Africa Law Journal*, 1952, 86.

³⁰⁷ *Ibid*.

³⁰⁸ Α. Κοτσίρης, *supra* note 1, 1002. Ε. Δ. Αλεξανδρίδου, *supra* note 59, 510-511.

ορισμένων περιπτώσεων, ήταν ανεπαρκής λόγω της αδυναμίας κατανόησης της θέσης του πιστωτή και των λογιστικών προβλημάτων που προκύπταν με τη μείωση³⁰⁹.

Τα άρθρα 73 έως 82 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132/ΕΕ³¹⁰, περιέχουν διατάξεις που διέπουν τις περιστάσεις υπό τις οποίες μια εταιρεία μπορεί να μειώσει το κεφάλαιο της, καθώς και τους περιορισμούς και τους κανόνες που πρέπει να τηρεί μια εταιρεία κατά την πραγματοποίησή της εν λόγω μείωσης.

Η μείωση του κεφαλαίου, πραγματοποιείται κατόπιν έκδοσης σχετικού διατάγματος του αρμόδιου Δικαστηρίου. Το άρθρο 73 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132³¹¹, δίδει τη δυνατότητα, πέραν της μείωσης κεφαλαίου κατόπιν σχετικού διατάγματος του Δικαστηρίου, η μείωση του κεφαλαίου να αποφασίζεται τουλάχιστον και με απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας. Η πρόσκληση για γενική συνέλευση πρέπει να αναφέρει τόσο τον σκοπό όσο και τον τρόπο διεξαγωγής της μείωσης.

Επιπλέον, σε περίπτωση που υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών, σύμφωνα με το άρθρο 74 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132³¹², η απόφαση για μείωση του κεφαλαίου της εταιρείας, προϋποθέτει χωριστή ψηφοφορία για κάθε κατηγορία μετοχών, τα δικαιώματα εκ των οποίων επηρεάζονται από την εν λόγω μείωση. Η εν λόγω προϋπόθεση κρίθηκε ως απαραίτητη από πλευράς της θεωρίας³¹³, καθότι θεωρήθηκε ότι η εν λόγω πρόνοια χωρίς την προϋπόθεση αυτή, δεν παρείχε επαρκή προστασία σε σχέση με τα δικαιώματα μετόχων που κατείχαν μετοχές διαφορετικής τάξης (class rights)³¹⁴.

Το δικαίωμα των πιστωτών στην ασφάλεια (creditor's entitlement to security) είναι επίσης τυπικό³¹⁵. Το άρθρο 75 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132³¹⁶, περιέχει πρόνοιες για την προστασία των πιστωτών ως προς τη μείωση του κεφαλαίου. Οι πιστωτές των οποίων οι απαιτήσεις γεννήθηκαν πριν από τη δημοσίευση της απόφασης για μείωση του κεφαλαίου της εταιρείας, έχουν δικαίωμα να ζητήσουν εγγύηση για τις μη ληξιπρόθεσμες απαιτήσεις τους κατά το χρόνο της δημοσίευσής της³¹⁷. Το εν λόγω δικαίωμα δύναται να αποκλείεται από τα κράτη μέλη, μόνον εάν ο πιστωτής έχει επαρκείς εγγυήσεις ή δεν προκύπτει κίνδυνος για αυτές λόγω του

³⁰⁹ C.C. Callahan, "Statutory Protection of Creditors in Reduction of Capital Stock", *Law Journal of the Student Bar Association Ohio State University*, 1936, 220.

³¹⁰ Αντίστοιχα άρθρα 30-39 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

³¹¹ Αντίστοιχο αρ. 30 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

³¹² Αντίστοιχο αρ. 31 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

³¹³ Προερχόμενη από το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιρλανδία. V. Edwards, *supra* note 10, 88.

³¹⁴ *Ibid.*

³¹⁵ S. Grundmann, *supra* note 20, 241-242.

³¹⁶ Αντίστοιχο αρ. 32 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

³¹⁷ Αρ. 75(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 32(1) της Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

ύπους της εταιρικής περιουσίας³¹⁸. Η Οδηγία προβλέπει ότι τα κράτη μέλη πρέπει να καθορίζουν τη διαδικασία και ιδίως τη διοικητική ή δικαστική αρχή, στην οποία οι πιστωτές μπορούν να απευθυνθούν για να λάβουν τις εγγυήσεις³¹⁹. Εάν δε δοθούν οι εν λόγω εγγυήσεις, σύμφωνα με το άρθρο 75 παρ. 2 της Οδηγίας, η μείωση θεωρείται ανίσχυρη και καμία πληρωμή δεν μπορεί να γίνει στους μετόχους, εκτός εάν οι πιστωτές ικανοποιήθηκαν ή εκτός εάν το Δικαστήριο απέρριψε το αίτημά τους³²⁰.

Σημειώνεται ότι η Οδηγία δεν προσδιορίζει τη μορφή των εγγυήσεων που θα πρέπει να δοθούν, ούτε τα κριτήρια για τον προσδιορισμό της επάρκειας αυτών, αφήνοντας έτσι τις σχετικές ρυθμίσεις στον εθνικό νομοθέτη³²¹.

Σημειώνεται περαιτέρω ότι το δικαίωμα των πιστωτών για εγγυήσεις, υπόκειται σε ορισμένες εξαιρέσεις σύμφωνα με το άρθρο 76 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132³²². Συγκεκριμένα, εάν η μείωση του κεφαλαίου ακολουθεί μόνο τις ζημιές που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί ή σε κάποιο βαθμό εάν τα μη διανεμηθέντα αποθεματικά μειώνονται. Επιπρόσθετα, το μετοχικό κεφάλαιο δεν μπορεί να μειωθεί κάτω από το ελάχιστο προβλεπόμενο κεφάλαιο του άρθρου 45 της Οδηγίας, ήτοι κάτω από το ποσό των €25.000³²³.

4.6. Απόσβεση μετοχικού κεφαλαίου.

Με την απόσβεση κεφαλαίου, η εταιρεία αποδίδει στους μετόχους ολόκληρη ή τμήμα της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους, που εισπράττουν έτσι πρόωρα την ονομαστική αξία των μετοχών τους³²⁴. Στην απόσβεση η μαθηματική ποσότητα του κεφαλαίου παραμένει αναλλοίωτη, κάτι που δε συμβαίνει στη μείωση του κεφαλαίου, αφού στη μείωση κεφαλαίου υπάρχει μεταβολή³²⁵. Είναι ακόμη σημαντικό να αναφερθεί πως η απόσβεση δεν είναι μείωση μετοχικού κεφαλαίου και δεν αποτελεί επιστροφή κεφαλαίου³²⁶.

Η Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 στο άρθρο 78 αυτής³²⁷, δίδει τη δυνατότητα, αντί της μείωσης, να υπάρξει απόσβεση του κεφαλαίου (μερική ή ολική), υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ήτοι, (α)

³¹⁸ Ibid.

³¹⁹ Ibid.

³²⁰ Αντίστοιχο αρ. 32(2) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

³²¹ Α. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 63.

³²² Αντίστοιχο αρ. 33 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

³²³ Αρ. 77 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 34 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

³²⁴ Ibid.

³²⁵ Λ. Κοσίρης, *supra* note 1, 1003.

³²⁶ Α. Αλεξανδροπούλου, *supra* note 24, 64.

³²⁷ Αντίστοιχο αρ. 35 της Δεύτερης Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

αν το καταστατικό ή η συστατική πράξη της εταιρείας προβλέπουν την απόσβεση, τότε η απόσβεση αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση της εταιρείας, σύμφωνα με τις κανονικές τουλάχιστον προϋποθέσεις απαρτίας και πλειοψηφίας. Εάν το καταστατικό ή η συστατική πράξη της εταιρείας δεν προβλέπουν την απόσβεση, η απόσβεση αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση, σύμφωνα τουλάχιστον με τις προϋποθέσεις απαρτίας και πλειοψηφίας που προβλέπονται στο άρθρο 83 της Οδηγίας. Περαιτέρω, η απόφαση περί απόσβεσης δημοσιεύεται με τους τρόπους που προβλέπονται από τη νομοθεσία των κρατών μελών. (β) η απόσβεση μπορεί να γίνεται χρησιμοποιώντας μόνον τα ποσά που μπορούν να διανεμηθούν³²⁸, (γ) οι μέτοχοι, οι μετοχές των οποίων έχουν αποσβεσθεί, διατηρούν τα δικαιώματά τους στην εταιρεία, εκτός από το δικαίωμα επιστροφής της εισφοράς και το δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή πρώτου μερίσματος το οποίο εισπράττεται επί των μετοχών που δεν αποσβέστηκαν.

4.7. Ανάκληση μετοχών.

Η Οδηγία δίδει την δυνατότητα στα κράτη μέλη της, να προβλέψουν μείωση του κεφαλαίου με αναγκαστική ανάκληση μετοχών³²⁹. Με την ανάκληση, το μετοχικό κεφάλαιο μεταφέρεται από την εταιρεία στους μετόχους. Με αυτό τον τρόπο, ωστόσο, τίθεται σε κίνδυνο η αρχή διατήρησης του κεφαλαίου, η οποία αποτελεί κεντρικό μέλημα της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας³³⁰.

Η μείωση του κεφαλαίου με αναγκαστική ανάκληση μετοχών, είναι δυνατό μόνο υπό αυστηρές προϋποθέσεις. Συγκεκριμένα, πρέπει να προβλέπεται η δυνατότητα αυτή στο καταστατικό ή στη συστατική πράξη της εταιρείας πριν από την ανάληψη των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο ανάκλησης, να αποφασίζεται αυτή από τη γενική συνέλευση και οι προϋποθέσεις και ο τρόπος ανάκλησης να καθορίζονται από το όργανο που αποφασίζει την ανάκληση, εκτός αν αυτές ήδη ορίζονται στο καταστατικό της εταιρείας³³¹.

Σε περίπτωση που η μείωση του κεφαλαίου γίνεται με ανάκληση μετοχών, τις οποίες είχε αποκτήσει η ίδια η εταιρεία ή πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό της, η ανάκληση αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση³³² και, σε περίπτωση ύπαρξης περισσότερων

³²⁸ Βλ. άρθρο 56 παρ. 1- 4 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132.

³²⁹ Αρ.79(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 36(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

³³⁰ Λ. Κοσίρης, *supra* note 1, 1004.

³³¹ Αρ. 79(1)(α-γ) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 36(1)(α-γ) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

³³² Αρ. 80(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 37(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

κατηγοριών μετοχών, εφαρμόζεται πάλι χωριστή ψηφοφορία κάθε κατηγορίας μετόχων, τα δικαιώματα των οποίων επηρεάζονται από την εν λόγω πράξη³³³. Αυτοί οι δύο τύποι διαδικασιών περιγράφονται με όρους που μπορούν να μεταφερθούν σε άλλους νόμους και εμπίπτουν στο δίκτυο της Οδηγίας, προκειμένου να αποτρέψουν άλλες χώρες από το να αποφύγουν τους κανόνες για τη μείωση του κεφαλαίου, προβλέποντας τροποποιήσεις στις εν λόγω διαδικασίες³³⁴.

Επίσης, κατόπιν των προτάσεων που υπέβαλε η ομάδα υψηλού επιπέδου εμπειρογνομόνων του εταιρικού δικαίου, τις οποίες ακολούθησε στη συνέχεια το πρόγραμμα για την επίτευξη πρόοδου, με σκοπό την απλούστευση και τον εκσυγχρονισμό της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας³³⁵, η Επιτροπή προέβλεψε την εισαγωγή σχετικών διατάξεων για τα κεφάλαια (προτεινόμενα άρθρα 39α, 39β). Ωστόσο, αυτές οι διατάξεις δεν συμφωνήθηκαν και, επομένως, δεν αποτελούν μέρος της τροποποιημένης Οδηγίας.

4.8. Εξαγορά μετοχών.

Το άρθρο 82 της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132³³⁶ ρυθμίζει τα της εξαγοράς μετοχών και εφαρμόζεται όταν τα κράτη μέλη επιτρέπουν στις εταιρείες να εκδίδουν εξαγοράσιμες μετοχές. Η εξαγορά μετοχών υπόκειται σε προϋποθέσεις, με σκοπό την προστασία του μετοχικού κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, το άρθρο 82 παρ. ε προβλέπει ότι ποσό ίσο με την ονομαστική αξία ή, σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, με τη λογιστική αξία όλων των μετοχών που εξαγοράστηκαν, πρέπει να αποτελέσει μέρος αποθεματικού, το οποίο δεν μπορεί, εκτός από την περίπτωση μείωσης του καλυφθέντος κεφαλαίου, να διανέμεται στους μετόχους. Το αποθεματικό αυτό μπορεί να χρησιμοποιείται μόνο για την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών³³⁷.

³³³ Αρ. 81 Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, (αντίστοιχο αρ. 38 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

³³⁴ V. Edwards, *supra* note 10, 89.

³³⁵ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, November 2002.

³³⁶ Αντίστοιχο άρθρο 39 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ,

³³⁷ Αρ. 82(ε) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 39(ε) Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

5. Ενωσιακή Νομολογία.

5.1. Η ελευθερία Εγκατάστασης: Θεωρίες.

Προτού ακολουθήσει η αναφορά στην ενωσιακή νομολογία που άπτεται και του ζητήματος του νόμιμου κεφαλαίου, κρίνεται σκόπιμη η αναφορά στην ελευθερία εγκατάστασης των εταιρειών, ως αυτή προβλέπεται στα άρθρα 49 και 54 της ΣΛΕΕ, η αποτελεί μια από τις σημαντικότερες αρχές του δικαίου της ΕΕ³³⁸. Τούτο διότι, μέσα από τις αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου που έκριναν επί ζητημάτων ελευθερίας εγκατάστασης εταιρειών εντός της ΕΕ, υπήρξαν και σημαντικές κρίσεις του Δικαστηρίου και ως προς το νόμιμο κεφάλαιο.

Εν προκειμένω σε σχέση με την ελευθερία εγκατάστασης, σημειώνεται ότι το άρθρο 49 εφαρμόζεται σε σχέση με τα φυσικά πρόσωπα και το άρθρο 54 σε σχέση με τα νομικά πρόσωπα.

Ως κρίθηκε από το ΔΕΚ στην απόφασή του ΔΕΚ C-81/87, *The Queen v H. M. Treasury and Commissioners of Inland Revenue, ex parte Daily Mail and General Trust plc*³³⁹ (*Daily Mail*), οι εν λόγω διατάξεις έχουν άμεσο αποτέλεσμα και, ως εκ τούτου, τα κράτη μέλη πρέπει να τροποποιήσουν τους εθνικούς τους νόμους που περιορίζουν την ελευθερία εγκατάστασης³⁴⁰.

Δύο είναι οι βασικές θεωρίες που διέπουν το δίκαιο της σύστασης και λειτουργίας των εταιρειών στα κράτη μέλη της ΕΕ, η θεωρία της καταστατικής έδρας (θεωρία της ενσωμάτωσης) και η θεωρία της πραγματικής έδρας³⁴¹.

Καταστατική έδρα, είναι αυτή, η οποία συμπίπτει με το κράτος όπου συστάθηκε η εταιρεία, με αποτέλεσμα την καταγραφή της έδρας της στο καταστατικό της εταιρείας και, συνακολούθως, στο σχετικό μητρώο εταιρειών του κράτους, στο οποίο ιδρύθηκε. Σύμφωνα με τη θεωρία της καταστατικής έδρας, ο κρίκος σύνδεσης μιας εταιρείας με το δίκαιο του κράτους που τη διέπει είναι η καταστατική της έδρα. Οι εταιρείες σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, έχουν τη δυνατότητα να ασκούν την οικονομική τους δραστηριότητα ή να ορίζουν την

³³⁸ D. Fabris, “European Companies’ ‘Mutilated Freedom’. From the Freedom of Establishment to the Right of Cross – Border Conversion”, *European Company Law*, 2019, 106-107. Βλ. επίσης, F. Bejan, “Freedom of Establishment and Cross-Border Merging”, *AGORA International Journal of Juridicial Sciences*, 2012, 2-3. S. Hemels and others, “Freedom of Establishment or Free Movement of Capital: Is There an Order of Priority? Conflicting Visions of National Courts and the ECJ” *EC Tax Review*, 2010, 19.

³³⁹ ΔΕΚ C-81/87, *The Queen v H. M. Treasury and Commissioners of Inland Revenue, ex parte Daily Mail and General Trust plc*, απόφαση ημερ. 07/09/88.

³⁴⁰ *Ibid*, σκέψη 15.

³⁴¹ M.V. de Looverbosch, “Real Seat Theory v. Incorporation Theory the Belgian Case for Reform”, *International Company and Commercial Law Review*, 2017, 5-9.

κεντρική διοίκηση τους σε διαφορετικό κράτος μέλος από το κράτος, όπου έχουν συσταθεί. Μπορούν δηλαδή να μεταφέρουν την πραγματική τους έδρα σε άλλο κράτος μέλος, χωρίς αυτό να συνεπάγεται η λύση τους και η αλλαγή στο δίκαιο που τις διέπει. Οι εταιρείες, λοιπόν, έχουν τη δυνατότητα να εγκαταστήσουν την πραγματική τους έδρα στο κράτος με το πιο κερδοφόρο περιβάλλον και την καταστατική τους έδρα στο κράτος με το ευνοϊκότερο δίκαιο³⁴².

Πραγματική έδρα, είναι ο τόπος που λαμβάνονται οι αποφάσεις των οργάνων, γίνεται η πραγματική διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων και λειτουργιών της εταιρείας. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, προκειμένου να καθορισθεί το δίκαιο που διέπει μια εταιρεία, είναι απαραίτητο να εντοπισθεί ο τόπος που ασκείται η κεντρική διοίκησή της, δηλαδή ο τόπος της πραγματικής έδρας. Τα κράτη που ακολουθούν τη θεωρία της πραγματικής έδρας, θεωρούν ότι το δίκαιο που εφαρμόζεται για την ίδρυση, τη λειτουργία και την αναγνώριση μιας εταιρείας, είναι το δίκαιο του κράτους όπου ασκείται η κεντρική της διοίκηση. Στα κράτη αυτά, για να είναι έγκυρη η σύσταση μιας εταιρείας, πρέπει αυτή να εγκαθιστά την καταστατική και την πραγματική έδρα εντός των συνόρων τους³⁴³.

Η ισχυρή προστασία των πιστωτών ή των μετόχων δύναται και να περιοριστεί. Ωστόσο, η εν λόγω εξαίρεση από την ισχυρή προστασία των πιστωτών ή των μετόχων πρέπει να γίνεται μόνο για σκοπούς ελευθερίας εγκατάστασης³⁴⁴.

Το ΔΕΚ εξέδωσε ορισμένες πολύ σημαντικές αποφάσεις σχετικά με την ελευθερία εγκατάστασης, η οποίες αποτελούν πλέον σημαντικό νομολογιακό προηγούμενο στο ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο. Μεταξύ άλλων, σημαντικές αποφάσεις είναι η ΔΕΚ C-79/85, *D. H. M. Segers v Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor Bank- en Verzekeringswezen, Groothandel en Vrije Beroepen (Segers)*³⁴⁵, η ΔΕΚ C-212/97, *Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (Centros)*³⁴⁶, η ΔΕΚ C-208/00, *Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC) (Überseering)*³⁴⁷ και η ΔΕΚ C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd (Inspire Art)*³⁴⁸. Η *Centros* και η

³⁴² Α. Μάλλιου, «Η θεωρία της πραγματικής έδρας και η θεωρία της ίδρυσης για τον καθορισμό της εθνικότητας των νομικών προσώπων, σε σχέση με την αρχή της ελεύθερης εγκατάστασης», *Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας*, 2003, 1526 επ.

³⁴³ Βλ. επίσης και Α. Κοτσίρης, *supra* note 1, 951-952.

³⁴⁴ S. Grundmann, *supra* note 20, 207.

³⁴⁵ ΔΕΚ C-79/85, *D. H. M. Segers v Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor Bank- en Verzekeringswezen, Groothandel en Vrije Beroepen*, απόφαση ημερ. 10/07/86.

³⁴⁶ ΔΕΚ C-212/97, *Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, αποφ. ημερ. 09/03/99.

³⁴⁷ ΔΕΚ C-208/00, *Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*, απόφαση ημερ. 05/11/02.

³⁴⁸ ΔΕΚ C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd*, απόφαση ημερ. 30/09/03.

Inspire Art θα εξετασθούν αμέσως κατωτέρω στην παρούσα διπλωματική μελέτη, καθότι αφορούν στενά και την έννοια του νόμιμου κεφαλαίου.

5.2. Υπόθεση *Centros*.

Στην *Centros* προέκυψε διαφορά μεταξύ της εταιρείας *Centros Ltd*, που είχε καταχωρηθεί στην Αγγλία και Ουαλία και της Γενικής Διευθύνσεως Εμπορίου και Εταιρειών, που υπάγεται στο Υπουργείο Εμπορίου της Δανίας, σχετικά με την άρνηση της εν λόγω αρχής να καταχωρήσει στο μητρώο εταιρειών της Δανίας υποκατάστημα της *Centros*, με το αιτιολογικό ότι η *Centros* δεν ασκεί καμία εμπορική δραστηριότητα στο Ηνωμένο Βασίλειο και επιδίωκε στην πραγματικότητα να συστήσει στη Δανία κύρια εγκατάσταση και όχι υποκατάστημα, καταστρατηγώντας έτσι τους εθνικούς κανόνες και κυρίως την υποχρέωση καταβολής στη Δανία ενός κατώτατου κεφαλαίου (200.000 κορώνες), εκμεταλλευόμενη το γεγονός ότι σύμφωνα με το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου, το ελάχιστο εταιρικό κεφάλαιο ανερχόταν μόνο σε 100 λίρες στερλίνες.

Στο ΔΕΚ παραπέμφθηκε το ερώτημα κατά πόσο τα άρθρα 52 και 58 της Συνθήκης εμποδίζουν τα κράτη μέλη να αρνούνται την καταχώρηση υποκαταστήματος εταιρείας, συσταθείσας σύμφωνα με τη νομοθεσία άλλου κράτους μέλους, στο οποίο η εταιρεία αυτή εδρεύει χωρίς να ασκεί εκεί εμπορικές δραστηριότητες, όταν με το υποκατάστημα αποσκοπείται να παρασχεθεί η δυνατότητα στην εν λόγω εταιρεία να ασκήσει το σύνολο των δραστηριοτήτων της εντός του κράτους στο οποίο θα ιδρυθεί το εν λόγω υποκατάστημα, αποφεύγοντας την εκεί σύσταση εταιρείας και καταστρατηγώντας με τον τρόπο αυτό την εφαρμογή των εθνικών κανόνων περί συστάσεως εταιρειών, οι οποίοι είναι αυστηρότεροι όσον αφορά την καταβολή ενός ελαχίστου εταιρικού κεφαλαίου.

Το Δικαστήριο, χωρίς αναφορά σε προηγούμενη νομολογία, έκρινε ότι μια εταιρεία που έχει συσταθεί κατά το δίκαιο ενός κράτους μέλους, αποφασίζει να ιδρύσει υποκατάστημα εντός άλλου κράτους μέλους, εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του κοινοτικού δικαίου ανεξάρτητα αν συστάθηκε στο πρώτο κράτος μέλος προκειμένου να εγκαταστήσει στο δεύτερο το κύριο μέρος ή το σύνολο των οικονομικών δραστηριοτήτων της³⁴⁹.

³⁴⁹ Ibid, σκέψη 17.

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με το ΔΕΚ, οι εταιρείες δύνανται να ασκούν τη δραστηριότητα τους εντός άλλου κράτους μέλους, μέσω υποκαταστήματος, πρακτορείου ή θυγατρικής³⁵⁰ και η άρνηση σύστασης υποκαταστήματος αποτελεί εμπόδιο στην άσκηση των ελευθεριών που εγγυώνται οι διατάξεις των άρθρων 52 και 58 της Συνθήκης³⁵¹.

Ακόμη, το Δικαστήριο τόνισε ότι οι διατάξεις που επιχείρησαν να αποφύγουν οι ενδιαφερόμενοι είναι κανόνες που διέπουν τη σύσταση των εταιρειών και όχι κανόνες περί ελεύθερης άσκησης των επαγγελματικών τους δραστηριοτήτων³⁵².

Όσον αφορά το νομολογιακό προηγούμενο, το ΔΕΚ διέλαβε ότι πρέπει να πληρούνται τέσσερις προϋποθέσεις ώστε οι εθνικοί κανόνες να εμποδίζουν ή να περιορίζουν την άσκηση των θεμελιωδών ελευθεριών. Συγκεκριμένα, θα πρέπει οι εθνικοί κανόνες να εφαρμόζονται κατά τρόπο μη δημιουργούντα διακρίσεις, να δικαιολογούνται από επιτακτικούς λόγους γενικού συμφέροντος, να είναι κατάλληλα για την επίτευξη του επιδιωκόμενου σκοπού και να μην είναι δεσμευτικά πέραν του βαθμού που είναι αναγκαίος για την επίτευξη του σκοπού αυτού³⁵³. Το Δικαστήριο έκρινε ότι οι προαναφερθέντες προϋποθέσεις δεν πληρούνται εν προκειμένω³⁵⁴.

Επιπλέον, το Δικαστήριο έκρινε ότι είναι δυνατό να ληφθούν μέτρα λιγότερο δεσμευτικά ή πλήττοντα λιγότερο τις θεμελιώδεις ελευθερίες, παρέχοντας, για παράδειγμα, δια νόμου τη δυνατότητα στους ανήκοντες στον δημόσιο τομέα πιστωτές να μπορούν να εξασφαλίζονται με τις αναγκαίες εγγυήσεις³⁵⁵.

Τα κράτη δεν στερούνται του δικαιώματός τους να λαμβάνουν μέτρα για την πρόληψη ή την επιβολή κυρώσεων σε περιπτώσεις απάτης της εταιρείας, εάν αυτό επιχειρηθεί μέσω σχηματισμού της για την αποφυγή υποχρεώσεων έναντι ιδιωτών ή δημόσιων πιστωτών στο έδαφος του κράτους υποδοχής³⁵⁶. Ωστόσο, η καταπολέμηση της απάτης δεν μπορεί να δικαιολογήσει την άρνηση καταχώρισης υποκαταστήματος σε εταιρεία, η οποία έχει την καταστατική της έδρα σε άλλο κράτος μέλος³⁵⁷.

Η *Centros* προκάλεσε «αναταραχή», καθότι θεωρήθηκε ότι προωθεί το “forum shopping”³⁵⁸, δηλαδή προτίμηση του πιο ευνοϊκού δικαίου από τους ενδιαφερομένους, το

³⁵⁰ Ibid, σκέψη 17.

³⁵¹ Ibid, σκέψη 21-22.

³⁵² Ibid, σκέψη 26.

³⁵³ Ibid, σκέψη 34.

³⁵⁴ Ibid, σκέψη 35.

³⁵⁵ Ibid, σκέψη 37.

³⁵⁶ Ibid, σκέψη 38.

³⁵⁷ Ibid.

³⁵⁸ E. Wymeersch, “Centros: A landmark decision in European Company Law”, *Financial Law Institute Working Paper* 99-15, 1999, 1.

οποίο με τη σειρά του μπορεί να οδηγήσει στο «φαινόμενο *Delaware*» («*race to the bottom*»)³⁵⁹, αφού είναι πολύ πιθανό να υπάρχει ανταγωνισμός μεταξύ των κρατών μελών για το ποιο κράτος μέλος θα έχει το απλούστερο δίκαιο³⁶⁰.

Τέλος, σημειώνεται ότι στη θεωρία έχει διατυπωθεί η άποψη ότι η εν λόγω απόφαση υποστηρίζει το επιχείρημα ότι η απαίτηση ελάχιστου κεφαλαίου πρέπει να αντικατασταθεί από άλλα αποτελεσματικά μέσα προστασίας των πιστωτών, που πρέπει να εφαρμόζονται με “deprecage” σε μια εταιρεία που διέπεται από αλλοδαπό δίκαιο³⁶¹. Η θεωρία υποστηρίζει περαιτέρω ότι *Centros* δεν απαιτεί τίποτα λιγότερο από το να αντικαταστήσει η Δανία τους κανονισμούς της για το ελάχιστο κεφάλαιο που ισχύει για τις αλλοδαπές εταιρείες με μέσα όπως εγγυήσεις ή κανονισμούς που αποτρέπουν ή τιμωρούν την απάτη³⁶².

Συμπερασματικά, η αναφερθείσα απόφαση αμφισβητεί την ύπαρξη και τον σκοπό των κανόνων περί νόμιμου κεφαλαίου.

5.3. Υπόθεση *Inspire Art*.

Μετά την *Centros*, τα κράτη μέλη θέσπισαν σειρά μέτρων για την προστασία των εθνικών συμφερόντων. Η νομιμότητα των μέτρων αυτών κρίθηκε στην υπόθεση *Inspire Art*.

Η *Inspire Art* δεν αφορούσε τη σύσταση υποκαταστήματος, αλλά το παραδεκτό ειδικών εθνικών απαιτήσεων για τις λεγόμενες «τύποις αλλοδαπές» εταιρείες³⁶³. Μια αλλοδαπή εταιρεία δεν πρέπει να τηρείται μόνο ως νομική οντότητα που έχει το δικαίωμα να παρίσταται ενώπιον Δικαστηρίου, αλλά πρέπει να τηρείται ως αλλοδαπή εταιρεία η οποία υπόκειται στο

³⁵⁹ Όταν εταιρείες μπορούν να επιλέγουν για την καταστατική τους έδρα κράτη-μέλη, στα οποία το εθνικό δίκαιο είναι λιγότερο αυστηρό. W.G. Ringe, “The European Company Statute in the context of freedom of establishment”, University of Oxford, Legal Research Paper Series, 2008, 25. Στην Αμερική, το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε “Delaware effect”. Ο όρος αυτός έχει χρησιμοποιηθεί για να περιγράψει την ελκυστικότητα ενός κράτους που έχει πιο ευνοϊκή νομοθεσία, για νεοϊδρυθεί. Α. Τζούνη, «Η Ευρωπαϊκή Εταιρεία», *Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας*, 2012, 196.

³⁶⁰ Ε. Περάκης, «Ο Κανονισμός 2157/2001 για την Ευρωπαϊκή Εταιρεία (Societas Europaea) – Η αμφίβολη λύση ενός παλιού προβλήματος», *Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών*, 2003, 16.

³⁶¹ W.H. Roth, “From Centros to Ueberseering: Free Movement of Companies, Private International Law, and Community Law”, *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 200-201.

³⁶² Ibid.

³⁶³ Σύμφωνα με το άρθρο 1 του Wet op de formeel buitenlandse vennootschappen, ήτοι του ολλανδικού νόμου περί τύποις αλλοδαπών εταιρειών, ως τύποις αλλοδαπή εταιρεία, νοείται η έχουσα νομική προσωπικότητα κεφαλαιουχική εταιρεία, η οποία έχει συσταθεί σύμφωνα με νομοθεσία διαφορετική από την ολλανδική νομοθεσία, η οποία ασκεί τις δραστηριότητές της πλήρως ή σχεδόν πλήρως στις Κάτω Χώρες και η οποία, επιπροσθέτως, δεν έχει πραγματικό σύνδεσμο με το κράτος εντός του οποίου εφαρμόζεται η νομοθεσία σύμφωνα με την οποία έχει συσταθεί. ΔΕΚ C-167/01, *Inspire Art*, supra note 349, σκέψη 2.

εταιρικό δίκαιο της καταστατικής της έδρας³⁶⁴. Ως εκ τούτου, οποιαδήποτε προσαρμογή του εταιρικού δικαίου του κράτους υποδοχής δεν συμβαδίζει με το ευρωπαϊκό δίκαιο³⁶⁵.

Συγκεκριμένα, η Inspire Art Ltd είχε συσταθεί κατά το αγγλικό δίκαιο με έδρα στο Ηνωμένο Βασίλειο, με μοναδικό διευθύνοντα σύμβουλο με κατοικία στη Χάγη. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην πώληση έργων τέχνης και διατηρούσε υποκαταστήματα στο Άμστερνταμ και ήταν καταχωρισμένη στο εμπορικό μητρώο του Εμπορικού Επιμελητηρίου του Άμστερνταμ, χωρίς όμως μνεία, ότι πρόκειται για τύποις αλλοδαπή εταιρεία, όπως απαιτεί ο οικείος ολλανδικός νόμος³⁶⁶. Περαιτέρω, ο ολλανδικός νόμος ορίζει ότι το κεφάλαιο τύποις αλλοδαπής εταιρείας πρέπει να ανέρχεται σε συγκεκριμένο ελάχιστο ποσό και εάν δεν ικανοποιούνται οι σχετικές περί κεφαλαίου προϋποθέσεις, δημιουργείται εξ ολοκλήρου ευθύνη των μελών του διευθυντικού οργάνου. Η διαφορά προέκυψε λόγω άρνησης της Inspire Art να συμπληρώσει την καταχώρηση αυτή.

Για την εφαρμογή των κανόνων περί ελεύθερης εγκατάστασης, οι λόγοι για τους οποίους μια εταιρεία επιλέγει να συσταθεί σε ένα κράτος μέλος και να ασκήσει τη δραστηριότητα της σε άλλο, είναι άνευ σημασίας, με εξαίρεση την περίπτωση της απάτης³⁶⁷. Αυτό ισχύει όταν μια εταιρεία επωφελείται από άποψη καταβολής ελάχιστου κεφαλαίου³⁶⁸.

Εν κατακλείδι, το Δικαστήριο έκρινε ότι οι προϋποθέσεις του εθνικού δικαίου σχετικά με τη σύσταση της εταιρείας, οι οποίες περιλαμβάνουν κεφαλαιακές απαιτήσεις και την ευθύνη των διοικητικών στελεχών, ήταν αντίθετες προς τα άρθρα 43 ΣΕΚ και 48 ΣΕΚ (νυν άρθρα 49 και 54 ΣΛΕΕ).

Συγκεκριμένα, το ΔΕΚ έκρινε ότι τα άρθρα 43 ΣΕΚ και 48 ΣΕΚ, αποκλείουν εθνική νομοθετική ρύθμιση όπως αυτή του προαναφερθέντος ολλανδικού νόμου, η οποία εξαρτά την άσκηση της ελευθερίας για δευτερεύουσα εγκατάσταση εντός αυτού του κράτους, εκ μέρους εταιρείας η οποία έχει συσταθεί σύμφωνα με τη νομοθεσία άλλου κράτους μέλους, από ορισμένες προϋποθέσεις που προβλέπει η εσωτερική νομοθεσία για τη σύσταση εταιρειών και οι οποίες αφορούν το ελάχιστο όριο κεφαλαίου και την ευθύνη των μελών του διευθυντικού οργάνου³⁶⁹. Σύμφωνα με το ΔΕΚ, οι λόγοι για τους οποίους η εταιρεία έχει συσταθεί στο πρώτο κράτος μέλος, καθώς και το ότι αυτή ασκεί τις δραστηριότητές της αποκλειστικώς ή σχεδόν αποκλειστικώς στο κράτος μέλος εγκαταστάσεως δεν αναιρούν το δικαίωμα της να

³⁶⁴ C. Kersting, C.P. Schindler, "The ECJ's Inspire Art Decision of 30 September 2003 and its Effects on Practice", *German Law Journal*, 2003, 1277.

³⁶⁵ Ibid.

³⁶⁶ ΔΕΚ C-167/01, *Inspire Art*, supra note 349, σκέψεις 34-35.

³⁶⁷ Ibid, σκέψη 95. Βλ. επίσης ΔΕΚ C-212/97, *Centros*, supra note 347, σκέψη 18.

³⁶⁸ ΔΕΚ C-167/01, *Inspire Art*, supra note 349, σκέψη 98.

³⁶⁹ Ibid, σκέψη 143.

επικαλεστεί την ελευθερία εγκαταστάσεως που διασφάλιζε η τότε ΣΕΚ (νυν ΣΛΕΕ), εκτός αν σε μια συγκεκριμένη περίπτωση αποδειχθεί ότι συντρέχει περίπτωση καταχρήσεως αυτού του δικαιώματος³⁷⁰.

Η αποτελεσματικότητα της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας σχετικά με τη ρύθμιση του μετοχικού κεφαλαίου αμφισβητήθηκε. Υποστηρίχθηκε πως η ύπαρξη ενός ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου δεν αποτελεί πάντοτε επαρκή προστασία των πιστωτών³⁷¹, δεδομένου ότι τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας μπορεί να αποδειχθούν ανεπαρκή ενώ ταυτόχρονα υπάρχει υψηλό διοικητικό κόστος για τη συμμόρφωση με τους κανόνες.

6. Οι προσπάθειες εκσυγχρονισμού της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας.

6.1. Η πορεία των προσπαθειών.

Στην πορεία του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου, υπήρξαν προσπάθειες για τροποποίηση του καθεστώτος κεφαλαίου που θεσπίστηκε με την Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, με σκοπό τόσο την προστασία των μετόχων, όσο και την προστασία των πιστωτών.

Η αποτελεσματικότητα της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, όσον αφορά την ρύθμιση του εταιρικού κεφαλαίου, όπως έχει ήδη αναφερθεί, αμφισβητήθηκε. Υποστηρίχθηκε, συγκεκριμένα, ότι η ύπαρξη ελάχιστου κεφαλαίου, δεν παρέχει πάντοτε επαρκή προστασία των πιστωτών, δεδομένου ότι τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας μπορούν να αποδειχθούν ανεπαρκή, ενώ ταυτόχρονα υπάρχουν υψηλές διοικητικές δαπάνες προς συμμόρφωση με τους κανόνες³⁷².

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επεδίωξε να μεταρρυθμίσει τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, ασκώντας κριτική στους κανόνες περί νόμιμων κεφαλαίων. Η ιδέα αυτή διατυπώθηκε στο πλαίσιο της έκθεσης “SLIM”³⁷³, το οποίο αντανακλά τον σκεπτικισμό της Επιτροπής ως προς την έννοια του νόμιμου κεφαλαίου³⁷⁴.

Η προαναφερθείσα έκθεση, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το καθεστώς διατήρησης κεφαλαίου που έχει θεσπιστεί με τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, θα μπορούσε να απλοποιηθεί σε ορισμένα σημεία και παρουσίασε ορισμένες προτάσεις για το σκοπό αυτό. Ορισμένα από

³⁷⁰ Ibid.

³⁷¹ Ibid, σκέψη 130.

³⁷² S. Rammelo, “Legal Periodicals: A Selection”, *European Company Law*, 2014,45.

³⁷³ Simpler Legislation for the Internal Market, Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives, Brussels, October 1999. Βλ. επίσης, J. Armour, *supra* note 54, 7.

³⁷⁴ P.O. Mülbart, M. Brike, *supra* note 4, 697.

τα εν λόγω σημεία ήταν θέματα που αφορούσαν την κατάργηση της απαίτησης γνωμοδότησης από εμπειρογνώμονα όσον αφορά την εισφορά σε είδος σε καθορισμένες συνθήκες, την εισαγωγή μη προνομιούχων μετοχών, την απλούστευση των κανόνων που εφαρμόζονται στην ανάκληση μετοχών και απόκτηση ιδίων μετοχών από την εταιρεία καθώς και τη μείωση του πεδίου εφαρμογής της απαγόρευσης της οικονομικής συνδρομής για την απόκτηση μετοχών³⁷⁵.

Τρία χρόνια αργότερα, στις 4 Νοεμβρίου 2002, μια ομάδα υψηλού επιπέδου εμπειρογνώμων εταιρικού δικαίου, υπέβαλε την τελική έκθεση σχετικά με το σύγχρονο κανονιστικό πλαίσιο για το εταιρικό δίκαιο στην Ευρώπη. Η έκθεση επικεντρώθηκε σε θέματα που αφορούσαν την εταιρική διακυβέρνηση στην ΕΕ και τον εκσυγχρονισμό του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου³⁷⁶.

Η ομάδα υψηλού επιπέδου εμπειρογνώμων εταιρικού δικαίου, επιβεβαίωσε ότι οι περισσότερες από τις προτάσεις της ομάδας “SLIM” έρχονταν πράγματι εφαρμογής και ήταν καθοδηγητικές. Επιπλέον, αυτή η ομάδα διατύπωσε ορισμένες συμπληρωματικές προτάσεις με στόχο τον εκσυγχρονισμό της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας.

Συγκεκριμένα, μια από τις βασικές συστάσεις της ομάδας υψηλού επιπέδου εμπειρογνώμων, ήταν η δημιουργία ενός εναλλακτικού καθεστώτος, το οποίο θα αποκλίνει από την έννοια του νόμιμου κεφαλαίου³⁷⁷. Η εν λόγω ομάδα, εισηγήθηκε ότι το εναλλακτικό καθεστώς, το οποίο έχει ως βάση την απαίτηση για δοκιμή φερεγγυότητας (“*Solvency Test*”) πριν από οποιαδήποτε καταβολή μερίσματος ή άλλη διανομή, μπορεί να προσφέρει επαρκή προστασία των πιστωτών και των μετόχων³⁷⁸.

Μετέπειτα, τον Μάιο του 2003, η Επιτροπή απάντησε στις προτάσεις της προαναφερθείσας ομάδας, ανακοινώνοντας προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ένα πρόγραμμα για την επίτευξη προόδου με σκοπό την απλούστευση και τον εκσυγχρονισμό της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, το οποίο θα συνέβαλε ουσιαστικά στην προώθηση της αποτελεσματικότητας και της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, χωρίς να περιοριστεί η προστασία των μετόχων και των πιστωτών³⁷⁹.

³⁷⁵ Simpler Legislation for the Internal Market, Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives, Brussels, October 1999, 5-8.

³⁷⁶ J. Winter, Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, November 2002.

³⁷⁷ Ibid, 86.

³⁷⁸ Ibid, 87.

³⁷⁹ Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση – ένα πρόγραμμα για την επίτευξη προόδου, COM (2003) 284.

6.2. Το εναλλακτικό καθεστώς: *The “Solvency Test”*.

Θεωρητικά, οι πιστωτές προστατεύονται από το καθεστώς του νόμιμου κεφαλαίου, αλλά το νόμιμο κεφάλαιο μπορεί να αντιπροσωπεύει ένα μικρό μόνο μέρος των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Περαιτέρω, το νόμιμο κεφάλαιο προσφέρει ελάχιστη προστασία στους πιστωτές, δεδομένου ότι η επιχείρηση διαθέτει σημαντική ελευθερία διανομής των περιουσιακών στοιχείων στους μετόχους, ανεξαρτήτως της φερεγγυότητάς της³⁸⁰. Έτσι, μια από τις τυπικές απαιτήσεις του εταιρικού δικαίου είναι ο περιορισμός της διανομής στους μετόχους, προκειμένου να προστατεύονται τα έννομα συμφέροντα των πιστωτών της εταιρείας³⁸¹.

Παρά το γεγονός ότι η δημιουργία κανόνων που καθιστούν αδύνατη την ύπαρξη κινδύνου φερεγγυότητας μιας εταιρείας είναι μάλλον μη ρεαλιστική, η δημιουργία ενός μηχανισμού προστασίας είναι απαραίτητος, δεδομένου ότι η μεταβίβαση κεφαλαίου καθιστά την αρχή της περιορισμένης ευθύνης που μπορεί να χρησιμοποιηθεί εις βάρος των πιστωτών της εταιρείας³⁸².

Για τον πιο πάνω λόγο, οι προτάσεις της ομάδας υψηλού επιπέδου εμπειρογνομόνων περιλάμβαναν ένα εναλλακτικό καθεστώς με βάση μια δοκιμή φερεγγυότητας. Έχει διατυπωθεί ότι το σύστημα δοκιμής φερεγγυότητας φαίνεται να είναι θεωρητικά ο καλύτερος τρόπος για τη δημιουργία αποτελεσματικής προστασίας του πιστωτή, δεδομένου ότι απαιτεί η μεταβίβαση κεφαλαίου να μην επηρεάζει τη φερεγγυότητα της εταιρείας, επιτρέποντας ταυτόχρονα κάθε εύλογη μεταβίβαση κεφαλαίου για την απόκτηση του βέλτιστου κεφαλαίου και την κατανομή των πόρων³⁸³.

Υπό την ως άνω έννοια, ένα σύστημα που βασίζεται σε μια ορθή δοκιμή φερεγγυότητας, είναι ανώτερο όσον αφορά την προστασία των πιστωτών, καθώς επίσης και τα συμφέροντα των μετόχων και τις προοπτικές χρηματοδότησης της εταιρείας.

Η ομάδα υψηλού επιπέδου εμπειρογνομόνων, πρότεινε να απαιτείται κατάλληλη δοκιμή φερεγγυότητας για κάθε πληρωμή μερίσματος ή άλλης διανομής, συμπεριλαμβανομένης της εξαγοράς μετοχών και της μείωσης κεφαλαίου και η εν λόγω δοκιμή πρέπει να διενεργείται πριν από τη διενέργεια της διανομής με δύο διαφορετικές δοκιμές.

³⁸⁰ S. Rammelo, *supra* note 373, 45.

³⁸¹ W. Schön, “Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or Both? *European Business Organization Law Review*, 181.

³⁸² S. Rammelo, *supra* note 373, 45.

³⁸³ J. Winter, *supra* note 377, 87. S. Rammelo, *supra* note 373, 45. Βλ. επίσης J. Rickford, *supra* note 141, 144.

Συγκεκριμένα, η πρώτη δοκιμή είναι η δοκιμή ισολογισμού, (ή *καθαρή δοκιμή περιουσιακών στοιχείων*). Σύμφωνα με τη δοκιμή αυτή, τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να καλύπτουν πλήρως ή να υπερβαίνουν τις υποχρεώσεις, εξαιρουμένων των ίδιων κεφαλαίων, μετά την προτεινόμενη καταβολή μερισμάτων ή διανομή και η μέθοδος αποτίμησης που εφαρμόζεται στην παρούσα δοκιμή να αιτιολογείται από τη θέση της εταιρείας³⁸⁴.

Η δεύτερη δοκιμή είναι η δοκιμή ρευστότητας (ή *τρέχουσα δοκιμή ενεργητικού/παθητικού*), σύμφωνα με την οποία, η εταιρεία πρέπει να διαθέτει επαρκή ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία για την καταβολή των υποχρεώσεων, δεδομένου ότι καθίστανται απαιτητές κατά την επόμενη περίοδο (η περίοδος αυτή ορίζεται κατά μέσο όρο σε 12 μήνες)³⁸⁵.

Η δοκιμή φερεγγυότητας δημιουργεί τεράστια ευθύνη για τις διανομές στους διευθυντές της εταιρείας³⁸⁶, οι οποίοι, υποχρεούνται να εκδίδουν πιστοποιητικό φερεγγυότητας, με το οποίο να επιβεβαιώνουν ότι η προτεινόμενη κατανομή πληροί το κριτήριο φερεγγυότητας. Μια έγκυρη διανομή, μπορεί να γίνει μόνο όταν οι διευθυντές έχουν εκδώσει το εν λόγω πιστοποιητικό³⁸⁷. Η έκδοση του πιστοποιητικού φερεγγυότητας δεν είναι στην διακριτική ευχέρεια των διοικητικών στελεχών, διότι όταν οι ελεγμένοι λογαριασμοί της εταιρείας δείχνουν ότι η προτεινόμενη διανομή δεν μπορεί να ικανοποιήσει τη δοκιμή φερεγγυότητας, δεν πρέπει να επιτρέπεται στους διευθυντές να εκδίδουν το πιστοποιητικό³⁸⁸.

6.3. Η περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου.

Στη λευκή βίβλο που εξέδωσε παλαιότερα η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου³⁸⁹ (πριν το Brexit και όσο αυτό ήταν εντός της ΕΕ), η αντικατάσταση της διατήρησης κεφαλαίου από ένα καθεστώς που βασίζεται στη φερεγγυότητα αυξήθηκε εκ νέου με ισχυρότερο μήνυμα από ότι είχε παρουσιαστεί από την διεπιστημονική ομάδα (*interdisciplinary group*) το 2004³⁹⁰. Στην έκθεση που εξέδωσε η διεπιστημονική ομάδα, η διατήρηση του κεφαλαίου δεν θεωρήθηκε ως

³⁸⁴ J. Winter, *supra* note 377, 87.

³⁸⁵ J. Winter, *supra* note 377, 88.

³⁸⁶ S. Klass, N. Adensamer, J. Oelkers, "Director's Duties in the Vicinity of Insolvency – a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden" σε M.Lutter, *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 114., J. Rickford, *supra* note 136, 971.

³⁸⁷ J. Winter, *supra* note 377, 88.

³⁸⁸ *Ibid.*

³⁸⁹ X.S. Xiong, *supra* note 129, 281.

³⁹⁰ J. Rickford, *supra* note 136, 971.

όχι ένα αναλογικό ή καλά στοχευμένο καθεστώς για την προστασία των πιστωτών³⁹¹. Θεωρήθηκε ως καθεστώς το οποίο οι πιστωτές δεν δύναται να βασισθούν για προστασία³⁹², αφού το βασικό συμφέρον των πιστωτών είναι η φερεγγυότητα³⁹³. Στη λευκή βίβλο του Ηνωμένου Βασιλείου, οι λόγοι που προέβαλαν οι ερωτηθέντες κατά της διατήρησης κεφαλαίου, περιλάμβαναν την πολυπλοκότητα και την ιδιοτυπία, καθιστώντας την προστασία των πιστωτών αναποτελεσματική³⁹⁴. Ακόμη, υποστηρίχθηκε πως οι λόγοι για τη μετάβαση σε ένα καθεστώς που βασίζεται στη φερεγγυότητα, είναι η απλότητα και η καλύτερη προστασία³⁹⁵.

Ειδικότερα, έχει υποστηριχθεί ότι οι περιπλοκές που προκαλούνται από την εύλογη αξία που οφείλεται στη συμμόρφωση με τη συντήρηση του κεφαλαίου, καταδεικνύουν την πολυπλοκότητα του καθεστώτος. Η περιπτωσιολογική μελέτη του Carillion³⁹⁶, αποδεικνύει την αναποτελεσματικότητα της διατήρησης κεφαλαίου ως καθεστώς προστασίας των πιστωτών³⁹⁷.

Ο περιορισμός της διανομής κερδών από το καθεστώς που βασίζεται στη φερεγγυότητα, μπορεί να δικαιολογηθεί από απλές βάσεις, δεδομένου ότι η διανομή κερδών είναι επιζήμια για τους πιστωτές, και η συνολική αξία μπορεί να δημιουργήσει επιπλοκές για τη συμμόρφωση. Τα κέρδη που διατίθενται για διανομή μπορούν να υπολογιστούν με βάση υποθετικά κέρδη (paper profits), που αναφέρει η εταιρεία και, από αυτή την άποψη, οι δημόσιες εταιρείες, αλλά και οι ιδιωτικές, θα πρέπει να συμμορφώνονται με τους περιορισμούς βάσει της φερεγγυότητας, προσφέροντας μια καλύτερη ευκαιρία από τη διατήρηση του κεφαλαίου³⁹⁸.

Με αφορμή το Brexit συνίσταται στο Ηνωμένο Βασίλειο να επανεξετάσει το νόμιμο κεφάλαιο (διατήρηση κεφαλαίου), καθώς η αποχώρηση από την ΕΕ θα μπορούσε να

³⁹¹ Ibid, 933.

³⁹² Ibid, 932.

³⁹³ Ibid, 967.

³⁹⁴ Department for Business, Energy & Industrial Strategy, Insolvency and Corporate Governance, Government response, 2018, 19, <https://www.gov.uk/government/consultations/insolvency-and-corporate-governance>, πρόσβαση στις 27/11/2021.

³⁹⁵ Ibid.

³⁹⁶ Ήταν μια από τις ηγετικές εταιρείες υπηρεσιών ολοκληρωμένης υποστήριξης του Ηνωμένου Βασιλείου, με σημαντικό χαρτοφυλάκιο έργων δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, εκτεταμένες κατασκευαστικές ικανότητες και ικανότητα του κλάδου να παρέχει βιώσιμες λύσεις. Η εν λόγω εταιρεία αντιμετώπισε σημαντικές δυσκολίες και τελικά απέτυχε. Παρά την αποτυχία της επισήμανε πολλά θέματα που σχετίζονται με τους διευθυντές και τα ανώτερα στελέχη του Ηνωμένου Βασιλείου. A. Joseph, Jr. Smith, "Carillion Plc: A Governance Case Study from the UK", *The FinReg Blog Global Financial Markets Center Duke University School of Law*, <https://sites.law.duke.edu/thefinregblog/2018/07/18/carillion-plc-a-governance-case-study-from-the-uk/>, πρόσβαση στις 29/09/21.

³⁹⁷ X.S. Xiong, supra note 129, 282.

³⁹⁸ Ibid, 282-283.

προσφέρει μια ευκαιρία, αλλά να μεταρρυθμίσει το νόμιμο κεφάλαιο ακριβώς επειδή το Brexit μπορεί να το κάνει αυτό θα είχε ελάχιστη αξία³⁹⁹.

6.4. Η επανεξέταση του νόμιμου κεφαλαίου.

Ακόμη, έχουν αναπτυχθεί άλλοι τρεις ουσιαστικοί λόγοι για την επανεξέταση του νόμιμου κεφαλαίου.

Συγκεκριμένα, το νόμιμο κεφάλαιο συνδέεται κυρίως με την προστασία των πιστωτών και επιδιώκει την προστασία αυτών, ορίζοντας ότι μόνο το τμήμα των καθαρών περιουσιακών στοιχείων, που υπερβαίνει τα αποθεματικά κεφάλαια και τα μη διανεμηθέντα αποθεματικά, μπορεί να καταβληθεί στους μετόχους⁴⁰⁰. Οι επικριτές υποστηρίζουν ότι η επιπρόσθετη προστασία που δημιουργείται από τα κεφάλαια (*extra layer constituted by capital*) και τα μη διανεμηθέντα αποθεματικά, είναι ασήμαντη, δεδομένου ότι το δόγμα του νόμιμου κεφαλαίου λείπει θεμελιωδώς, διότι αυτό που πραγματικά ενδιαφέρει τους πιστωτές είναι η ικανότητα εκπλήρωσης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, ήτοι η φερεγγυότητα και οι δαπανηρές χρονοβόρες διαδικασίες για τη συμμόρφωση με τις λεπτομερείς απαιτήσεις παροχής νόμιμων κεφαλαίων⁴⁰¹.

Το δόγμα του νόμιμου κεφαλαίου προστατεύει τους μετόχους κυρίως από την έγκριση των μετόχων με συνήθη ή ειδική πλειοψηφία ορισμένων εταιρικών πράξεων που αφορούν το κεφάλαιο⁴⁰². Η ειδική χειραφέτηση των μετόχων αποτελεί σημαντικό στοιχείο της σύγχρονης εταιρικής διακυβέρνησης και αποσκοπεί στη αντιμετώπιση των ανησυχιών των οργανισμών μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων⁴⁰³.

Επιπρόσθετα, το δόγμα του νόμιμου κεφαλαίου δεν προστατεύει άμεσα τους εργαζόμενους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία ή άλλους ενδιαφερόμενους, αν και οι εργαζόμενοι μπορεί επίσης να είναι πιστωτές ή να έχουν κοινωνικό όφελος ως άμεσο σκοπό του, και τα ευρύτερα αυτά συμφέροντα αντιμετωπίζονται μόνο στο βαθμό που ευθυγραμμίζονται με τα συμφέροντα των πιστωτών και των μετόχων⁴⁰⁴.

³⁹⁹ E. Ferran, "Revisiting Legal Capital", *European Business Organization Law Review*, 2019, 521.

⁴⁰⁰ Ibid, 528-529.

⁴⁰¹ Ibid.

⁴⁰² Ibid, 529.

⁴⁰³ Ibid.

⁴⁰⁴ Ibid.

Από τα όσα έχουν αναπτυχθεί, προκύπτει η ανάγκη επανεξέτασης του νόμιμου κεφαλαίου για ένα σύστημα αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης και ρύθμισης που υποστηρίζει οικονομικά αξιόλογες και βιώσιμες επιχειρηματικές δραστηριότητες.

7. Συμπερασματικές παρατηρήσεις.

Από όσα έχουν αναλυθεί στα πλαίσια της παρούσας, προκύπτει ότι ο σκοπός της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας και της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132, στην οποία αυτή ενσωματώθηκε, είναι η προστασία των συμφερόντων τόσο των εταίρων όσο και των τρίτων στο σύνολο των κρατών μελών, ήτοι τόσο των μετοχών όσο και των πιστωτών. Στόχο είναι να καταστούν οι εγγυήσεις της Οδηγίας ισοδύναμες, όσον αφορά τη σύσταση της ανώνυμης εταιρείας και το συντονισμό των εθνικών νομοθεσιών σχετικά με το σχηματισμό, τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της εταιρείας.

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία αποτέλεσε πράγματι ένα πολύ σημαντικό βήμα, προς την εναρμόνιση του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου και προς την επίτευξη μιας οικονομικής ένωσης.

Το παραδοσιακό νόμιμο καθεστώς, που θεσπίστηκε με τη Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, αποτέλεσε αντικείμενο έντονης κριτικής ως προς το εάν αυτό εκπληρώνει τους σκοπούς του και κατά πόσο το ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο θα πρέπει να συνεχίσει να βασίζεται σε αυτό ή σε ένα εναλλακτικό καθεστώς, στη βάση της δοκιμής φερεγγυότητας, που θα αποφέρει μια ανώτερη προστασία τόσο των πιστωτών, όσο και των μετόχων, καθώς επίσης και στις προοπτικές χρηματοδότησης μιας εταιρείας.

Αρχικά, όπως έχει ήδη αναφερθεί, το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας περιλαμβάνει μόνο τις ανώνυμες εταιρείες περιορισμένης ευθύνης⁴⁰⁵, οι οποίες θεωρήθηκαν οι σημαντικότερες επιχειρήσεις κατά τον χρόνο της θέσπισης της Οδηγίας. Σε ορισμένες δικαιοδοσίες, ωστόσο, ισχύουν και οι ίδιοι κανόνες για τις ιδιωτικές εταιρείες περιορισμένης ευθύνης⁴⁰⁶. Ως εκ τούτου, υπάρχουν χώρες εντός της ΕΕ, στις οποίες οι εν λόγω κανόνες ισχύουν τόσο για τις δημόσιες εταιρείες, όσο και για τις ιδιωτικές εταιρείες περιορισμένης ευθύνης⁴⁰⁷, δίνοντας εναλλακτική λύση για την εφαρμογή των υποχρεωτικών κανόνων, με αποτέλεσμα αυτό να επηρεάζει τον βαθμό εναρμόνισης που επιτυγχάνεται με την Οδηγία.

⁴⁰⁵ Αρ. 1(1) Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

⁴⁰⁶ V. Edwards, *supra* note 10, 54-55.

⁴⁰⁷ *Ibid.*

Επιπλέον, η Οδηγία περιλαμβάνει κανόνες ελάχιστης εναρμόνισης⁴⁰⁸ και, ως εκ τούτου, τα κράτη μέλη μπορούν να λάβουν πρόσθετα μέτρα προστασίας στα πλαίσια των νόμιμων διαταγών τους. Έτσι, εύλογα μπορεί κάποιος να συμπεράνει πως η αξιολόγηση της προστασίας που προσφέρει η Οδηγία, στηρίζεται σε συνδυασμό των κανόνων που επιβάλλει τόσο η Οδηγία, όσο και οι εθνικές νομοθεσίες των κρατών μελών.

Ακόμη, η ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση⁴⁰⁹, που ανέρχεται στο ποσό των 25.000 ευρώ, εφαρμόζεται σε όλες τις εταιρείες μετοχών, χωρίς εκτιμήσεις μεγέθους και κινδύνων που εμπλέκονται στην εν λόγω επιχειρηματική δραστηριότητα και οι εθνικοί νομοθέτες έχουν την ευχέρεια, εφόσον τηρούν το δόγμα του νόμιμου κεφαλαίου, να αποφασίζουν το ποσό του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου για όλους τους τύπους εταιρειών, ανεξαρτήτως του γεγονότος ότι κάθε εταιρεία μπορεί να έχει διαφορετικές απαιτήσεις στο κεφάλαιο.

Σκοπός της εν λόγω ελάχιστης κεφαλαιακής απαίτησης, είναι η προστασία των πιστωτών αλλά η σημαντικότητα της, όπως έχει ήδη αναφερθεί στην παρούσα μελέτη, έχει υποστεί κριτική τόσο θετική, όσο και αρνητική.

Τέλος, οι διατάξεις της Οδηγίας έχουν επικριθεί και λόγω έλλειψης ευελιξίας και εξού και ο λόγος ύπαρξης των τροποποιήσεων που έχει υποστεί, με απώτερο σκοπό την απλούστευση και εκσυγχρονισμό της, αλλά και η περαιτέρω ανάγκη απλούστευσης και, κυρίως, εκσυγχρονισμού αυτής.

⁴⁰⁸ Προοίμιο Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ, παρ. 2.

⁴⁰⁹ Αρ. 45(1) Οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (αντίστοιχο αρ. 6(1) της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 77/91/ΕΟΚ).

ΠΗΓΕΣ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αλεξανδρίδου Ε. Δ., *Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών Προσωπικές & Κεφαλαιουχικές Εταιρείες*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012.

Αλεξανδροπούλου Α., *Ευρωπαϊκό Εταιρικό Δίκαιο*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2015.

Αντωνόπουλος Β. Γ., *Δίκαιο Α.Ε. & Ε.Π.Ε.*, Δ' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012, 196.

Κοτσίρης Λ., *Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο*, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Andenas M., Wooldridge F., *European Comparative Law*, Cambridge, 2009.

Cahn A., Donald D. C., *Comparative Company Law, Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA*, second edition, 2018.

De Luca N., *European Company Law-Text, Cases and Materials*, Second Edition, Cambridge University Press, 2021.

Edwards V., *EC Company Law*, Oxford Ec Law Library, 1999.

Ferran E., *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999.

Grundmann S., *European Company Law*, 2nd edition, Ius Communitatis, 2012.

Gerner-Beuerle C., Schilling M., *Comparative Company Law*, Oxford University Press, 2019.

Hannigan B., *Company Law*, 5th edition, Oxford University Press, 2018.

Hopt J K., Wymeersch E., *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, 2003.

Kraakman R., Davies P., Hansmann H., Hertig G., Hopt K., Kanda H., Rock E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004.

Machen A. W., *A treatise on the modern law of corporations with reference to formation and operation under general laws*, 1908, 511.

Manning B., Hanks. J.J. Jr., *Legal Capital*, Foundation Press, 1990.

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Γιοβαννόπουλος Ρ., «Κατά χρόνο και κατά περιεχόμενο αρμοδιότητα του Δ.Σ. να πιστοποιήσει την κάλυψη και την καταβολή μετοχικού κεφαλαίου της τακτικής αύξησης» *Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών*, 2020, 1116.

Κουλουριάνος Θ., «ΔΕΚ υπόθ. C-338/2006, αποφ. της 18.12.2008 [Ανώνυμη εταιρία] (σημ. Θ. Κουλουριάνος)», *Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών*, 2009, 1.

Μάλλιου Α., «Η θεωρία της πραγματικής έδρας και η θεωρία της ίδρυσης για τον καθορισμό της εθνικότητας των νομικών προσώπων, σε σχέση με την αρχή της ελεύθερης εγκατάστασης», *Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας*, 2003, 1526 επ.

Περάκης Ε., «Ο Κανονισμός 2157/2001 για την Ευρωπαϊκή Εταιρεία (Societas Europaea) – Η αμφίβολη λύση ενός παλιού προβλήματος», *Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιρειών*, 2003, 493.

Τζούνη Α., «Η Ευρωπαϊκή Εταιρεία», *Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας*, 2012, 196.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Armour J., “Legal Capital: An Outdated Concept?” *European Business Organization Law Review*, 2006, 1.

Armour J., “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”, *Modern Law Review*, 2000, 355.

Bejan F., “Freedom of Establishment and Cross-Border Merging”, *AGORA International Journal of Juridicial Sciences*, 2012, 1.

Burhcell E. M., “The Estate Agent’s Commission”, *South Africa Law Journal*, 1952, 86.

Beek M.K., Lennarts M.L., “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders” *European Company Law*, 2008, 173.

Cox J. D., “Equal Treatment for Shareholders: An Essay”, *Cardozo Law Review*, 1997, 615.

Conac P. H., “The Shareholders’ Duty Not to Abuse Rights”, *Nordic & European Company Law Working Paper No. 18-06*, 2018, 363,

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3123001 πρόσβαση στις 27/11/2021.

Cassim F.H.I., “The reform of Company Law and the Capital Maintenance Concept” *South African Law Journal*, 2005, 283.

Callahan C. C., “Statutory Protection of Creditors in Reduction of Capital Stock” *Law Journal of the Student Bar Association Ohio State University*, 1936, 220.

De Looverbosch M. V., “Real Seat Theory v. Incorporation Theory the Belgian Case For Reform” *International Company and Commercial Law Review*, 2017, 1.

Eidenmüller H., Grunewald B., Noack U., “Minimum Capital in the System of Legal Capital” σε Lutter M., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht , 2006, 17.

Ekkenga J., Bayer W., Fixed Capital under German Stock Corporation Law and its Significance for the Protection of Investors and Minority Shareholders” σε Lutter M., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 281.

Enriques L., Macey J. R., “Creditors Versus Capital Formation: The case against the European Legal Capital Rules”, *Cornell Law Review*, 2001, 1165.

Fabris D., “European Companies’ ‘Mutilated Freedom’. From the Freedom of Establishment to the Right of Cross – Border Conversion”, *European Company Law*, 2019, 106.

Ferran E., “Simplification of European Company Law on Financial Assistance” *European Business Organization Law Review*, 2005, 93.

Ferran E., “Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law” *Cambridge Law Journal*, 2004, 225.

Ferran E., “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”, *ECGI Law Working Paper No.51*, 2005, 1.

Ferran E., “Revisiting Legal Capital”, *European Business Organization Law Review*, 2019, 521.

Fleischer H., “Disguised Distributions and Capital Maintenance in European Company Law” σε Lutter M., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 94.

Fleischer H., “Legal Capital: A Navigation System for Corporate Law Scholarship”, *European Business Organization Law Review*, 2006, 29.

Grechenig K. R., “Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights? The European Infringement Proceeding against Spain (C-388/06)”, *European Company and Financial Law Review*, 2008, 571.

Hemels S. and others, “Freedom of Establishment or Free Movement of Capital: Is There an Order of Priority? Conflicting Visions of National Courts and the ECJ”, *EC Tax Review*, 2010, 19.

Hooft K., “The Financial Assistance Prohibition: Origins, Evolution, and Future”, *European Company Law*, 2011, 157.

Hansen S. F., “Reforming the Financial Assistance Provision in the Second Company Law Directive: A Danish Perspective”, *European Business Law Review*, 2003, 3.

Hurst J. E., “Harmonization of Company Law in the EEC”, *Legal Issues of European Integration*, 1974, 63.

Islam Md. S., “The Doctrine of Capital Maintenance and its Statutory Developments: An Analysis”, *The Northern University Journal of Law*, 2013, 47.

Kübler F., "The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets", σε Hopt J. K., Wymeersch E., *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, 2003, 95.

King B., “Past Its Prime. Financial Assistance Is an Old Idea Whose Time Has Passed” *International Law Review*, 2007, 28.

Kersting C., Schindler C.P., “The ECJ’s Inspire Art Decision of 30 September 2003 and its Effects on Practice” *German Law Journal*, 2003, 1277.

Klass S., Adensamer N., Oelkers J., “Director’s Duties in the Vicinity of Insolvency – a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden” σε Lutter M., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 113.

L. Enriques, M. Gelter, “Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection” *European Business Organization Law Review*, 2006, 417.

Maurovic L., “Directive 2006/68/EC Amending the Second Company Law Directive EU as Regards the Maintenance of Public Limited Liability Companies Capital and The Acquisition of Own Shares”, 2013, 1, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2237882, πρόσβαση στις 27/11/2021.

Miola M., “Legal Capital and Limited Liability Companies: The European Perspective” *European Company and Financial Law Review*, 2005, 413.

Mülbert P. O., Brike M., “Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?” *European Business Organization Law Review*, 2002, 695.

Mülbert P. O., “A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection” *European Business Organization Law Review*, 2006, 357.

Notari M., “The Appraisal Regime of Contributions in Kind in the Light of Amendments to Second EEC Directive”, *European Company and Financial Law Review*, 2010, 63.

Pentz A., Priester H.J., Schwanna A., “Raising Cash and Contributions in Kind when forming a Company and for Capital Increases”, σε Lutter M., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 43.

Veil R., “The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems” σε Lutter M., *Legal Capital in Europe*, W. de Gruyter Recht, 2006, 75.

Ventoruzzo M., “Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis” *Penn State Law*, 2013, 517.

Rickford J., “Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance”, *European Business Law Review*, 2004, 920.

Rickford J., “Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests”, *European Business Organization Law Review*, 2006, 135.

Roth W.H., “From Centros to Ueberseering: Free Movement of Companies, Private International Law, and Community Law” *International and Comparative Law Quarterly*, 2003, 177.

Rammelo S., “Legal Periodicals: A Selection” *European Company Law*, 2014, 45.

Schön W., “The Future of Legal Capital” *European Business Organization Law Review*, 2004, 429.

Severi A., “The minimum capital rules' evolution in Europe”, LSE Essay, LinkedIn, <https://www.linkedin.com/pulse/minimum-capital-rules-evolution-europe-alessandro-severi>, πρόσβαση στις 21/07/2021.

Santella P., Turrini R., “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive”, *European Business Organization Law Review*, 2008, 427.

Sneddon A., “Do the Rules on ‘Capital Maintenance’ Achieve Any Useful Purpose”, *Edinburgh Student Law Review*, 2012, 24.

Seehausen J., “Payment of (Extraordinary) Dividends: What if the Company Law Rules are Breached?”, *European Company Law*, 2020, 230.

Schön W., “Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or Both? *European Business Organization Law Review*, 181.

Tarelli E., “Protection of Creditors in Public Limited Companies: Second Council Directive and Albanian Company Law Compared: Is There a Need for Reform”, 2004, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1130311, πρόσβαση στις 27/11/2021.

Wymeersch E., “Centros: A landmark decision in European Company Law” *Financial Law Institute Working Paper 99-15*, 1999, 1.

Wymeersch E., “Reforming the Second Company Law Directive”, *Financial Law Institute, Working Paper No. WP2006-15*, 2006, 1.

Xiong X. S., “Time to Revisit Capital Maintenance on Profits Distribution: Lesson from Carillion and Beyond”, *European Business Law Review*, 2020. 265.

NΟΜΟΛΟΓΙΑ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

ΔΕΚ C-79/85, *D. H. M. Segers v Bestuur van de Bedrijfsvereniging voor Bank- en Verzekeringswezen, Groothandel en Vrije Beroepen*.

ΔΕΚ C-81/87, *The Queen v H. M. Treasury and Commissioners of Inland Revenue, ex parte Daily Mail and General Trust plc*.

ΔΕΚ C-19/90 και C-20/90, *Marina Karella and Nicolas Karellas v Minister of Industry, Energy and Technology and Organismos Anasygkrotiseos Epicheiriseon AE*.

ΔΕΚ C-381/89, *Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklisias and others v Greek State and others*.

ΔΕΚ C-83/91, *W. Meilicke κατά ADV/ORG A.G.*

ΔΕΚ C-83/91, *Panagis Pafitis and other v Trapeza Kentrikis Ellados A.E. and others*.

ΔΕΚ C-42/95, *Siemens AG v Henry Nold*.

ΔΕΚ C-97/96, *Daihatsu-Händler eV v Daihatsu Deutschland GmbH*.

ΔΕΚ C-212/97, *Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*.

ΔΕΚ C-208/00, *Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*.

ΔΕΚ C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd*.

ΔΕΕ C-338/06, *Commission of the European Communities v Kingdom of Spain*.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ – ΙΣΤΟΤΟΠΟΙ

Joseph A., Smith Jr., “Carillion Plc: A Governance Case Study from the UK” *The FinReg Blog Global Financial Markets Center Duke University School of Law*, <https://sites.law.duke.edu/thefinregblog/2018/07/18/carillion-plc-a-governance-case-study-from-the-uk/>, πρόσβαση στις 27/11/2021.

ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ

Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, «Γενικό πρόγραμμα για την κατάργηση των περιορισμών στην ελευθερία εγκαταστάσεως», 15/01/62.

Proposal of 9 March 1970, OJ 1970 C 48/8, COM (70) 232, final.

Προτάσεις του Γενικού Εισαγγελέα Tesouro της 16^{ης} Ιανουαρίου 1992, στην υπόθεση ΔΕΚ C-381/89, *Syndesmos Melon tis Eleftheras Evangelikis Ekklesias and others v Greek State and others*, απόφαση ημερ. 30/05/91.

Simpler Legislation for the Internal Market, Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives, Brussels, October 1999.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, November 2002.

Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση – ένα πρόγραμμα για την επίτευξη προόδου, COM (2003) 284.

Boden de Bandt de Brauw Jeantet & Uria, Report on Possible Extension of the Second Company Law Directive to Private Limited Companies and Limited Partnerships with Shares (1992).

Department for Business, Energy & Industrial Strategy, Insolvency and Corporate Governance, Government response, 2018, 1.