



Πανεπιστήμιο Κύπρου
Τμήμα Νομικής

Τμήμα: Νομικής Ευρωπαϊκού Εμπορικού Δικαίου

Ακαδημαϊκό έτος: 2023-2024

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

Επιβλέπον καθηγητής: Θωμάς Παπαδόπουλος

Φοιτητής: Ραφαήλ Ζαχαριάδης

Η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου μέσα από τη 2η εταιρική οδηγία, η ενσωμάτωση της στο Κυπριακό εταιρικό δίκαιο και τα αναφύοντα ζητήματα με βάση το Αγγλικό κοινοδίκαιο.

Αρ. Λέξεων: 17592

Πίνακας Περιεχομένων

| | |
|--|-----------|
| 1. Εισαγωγή: | 3 |
| 2. Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία | 4 |
| 2.1 Ιστορικό..... | 4 |
| 2.2 Έγνοια, πεδίο εφαρμογής και σκοπός της Οδηγίας..... | 6 |
| 2.3 Δυσκολίες σχετικά με την ελάχιστη ή μέγιστη εναρμόνιση..... | 9 |
| 2.4 Η βασική αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων | 10 |
| 2.5 Νόμιμο κεφάλαιο | 11 |
| 2.6 Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο | 12 |
| 2.7 Το αντικείμενο των εισφορών και οι εισφορές σε είδος..... | 12 |
| 3 Η αρχή της Διατήρηση Μετοχικού Κεφαλαίου | 15 |
| 3.1 Η σημασία ύπαρξης..... | 15 |
| 3.2 Ο περιορισμός των διανομών στους μετόχους | 17 |
| 3.3 Αξίωση Επιστροφής..... | 19 |
| 3.4 Τα μέτρα λόγω σημαντικής μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου | 20 |
| 3.3 Απόκτηση ιδίων μετοχών | 22 |
| 3.3.1 Επεξήγηση και πιθανές περιπτώσεις απόκτησης | 22 |
| 3.3.2 Εξαιρέσεις των κανόνων απόκτησης ιδίων μετοχών | 25 |
| 3.3.3 Οι συνέπειες των επιτρεπτών και μη επιτρεπτών αποκτήσεων | 26 |
| 3.4 Χρηματοδότηση αγοράς μετοχών της εταιρίας από τρίτους | 27 |
| 3.5 Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου | 28 |
| 3.5.1 Επεξήγηση και προϋποθέσεις..... | 28 |
| 3.5.2 Δικαστικές αποφάσεις και θέσεις για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου..... | 31 |
| 3.6 Μείωση του μετοχικού κεφαλαίου..... | 35 |
| 3.7 Απόσβεση Μετοχικού Κεφαλαίου | 37 |
| 3.8 Ανάκληση μετοχών..... | 38 |
| 3.9 Εξαγορά μετοχών | 39 |
| 4. Η ενσωμάτωση της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου στο Κυπριακό Εταιρικό Δίκαιο | 40 |
| 4.1 Κυπριακή νομολογία και σχετικές δικαστικές υποθέσεις | 40 |
| 4.2 Αναφύοντα ζητήματα με βάση το Αγγλικό κοινοδίκαιο..... | 57 |
| Συμπεράσματα | 58 |

1. Εισαγωγή:

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (77/91/ΕΟΚ), εκδόθηκε το 1977 και έκτοτε τροποποιήθηκε αρκετές φορές με απώτερο σκοπό τον εκσυγχρονισμό της σε συνάρτηση με την εξέλιξη της οικονομίας. Μέσα από την Οδηγία, καθιερώθηκαν και χρησιμοποιούνται κανόνες για την ομαλή συνύπαρξη των οικονομικών δραστηριοτήτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ένα από τα βασικά θεμέλια της Οδηγίας είναι η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου, που έχει ως στόχο την διασφάλιση των δικαιωμάτων των μετόχων και των πιστωτών.

Αναγνωρίζεται ως ένας από τους βασικούς πυλώνες της εταιρικής νομοθεσίας, καθώς στοχεύει στη διαφύλαξη της οικονομικής σταθερότητας και ακεραιότητας των εταιριών. Η σημαντικότητα του εν λόγω πυλώνα αυξάνεται με την ταυτόχρονη προστασία τόσο των πιστωτών όσο και των επενδυτών από ενδεχόμενες καταχρηστικές ενέργειες των ιδιοκτητών της εταιρίας.

Η παρούσα διπλωματική εργασία θα αναλύσει τις διατάξεις της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας και τον τρόπο που ενσωματώνεται στο Κυπριακό Εταιρικό Δίκαιο. Επίσης, θα τύχουν ανάλυσης τα νομικά κολλήματα που αναφέρονται μέσα από την εφαρμογή της οδηγίας στο Κυπριακό δίκαιο και η συνύπαρξη της με το αγγλικό κοινοδίκαιο με επίκεντρο την διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου. Με αυτό τον τρόπο θα εξετασθούν τα αντανακλαστικά της Ευρωπαϊκής νομοθεσίας και η επίδραση της στο Κυπριακό δίκαιο όπου θα εντοπισθούν αλληλεπιδράσεις, είτε ομαλές είτε σε σύγκρουση που κατά συνέπεια να επηρεάζουν τον τρόπο λειτουργίας των εταιριών στην χώρα. Η διπλωματική εργασία θα εξετάσει κανόνες οι οποίοι έχουν να κάνουν με την δημιουργία εταιριών, τη διατήρηση των μετοχικών κεφαλαίων και την αυξομείωση τους. Όλα τα πιο πάνω, κυριαρχούν στις προτεραιότητες του Εταιρικού Δικαίου εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στο οποίο η συνεισφορά της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου έχει θετικό πρόσημο.

Επιπρόσθετα, η ομαλή ενσωμάτωση και η εναρμόνιση των Ευρωπαϊκών Οδηγιών στα Εθνικά νομικά συστήματα αποτελεί έναν από τους κύριους στόχους για τα Κράτη Μέλη και την ίδια την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Μέσα από την εν πιο κάτω ανάλυση, στόχος είναι ο εντοπισμός των ζητημάτων που αναφέρονται από την επίδραση της Οδηγίας στο Κυπριακό Εταιρικό Δίκαιο και πιθανές

συστάσεις προς την εξομάλυνση τους, με απώτερο σκοπό την ενίσχυση της νομικής ασφάλειας και την επιχειρηματική ανάπτυξη.

2. Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία

2.1 Ιστορικό

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία επικεντρώνεται στην σύσταση ανωνύμων εταιριών αλλά και στην διαχείριση των μετοχικών τους κεφαλαίων. Είναι σαφέστατα μία από τις σημαντικότερες Οδηγίες που εκδόθηκαν από την ΕΕ καθώς υπήρξε ένα τεράστιο βήμα για την καθιέρωση του Ευρωπαϊκού Εταιρικού Δικαίου και την ενίσχυση της εσωτερικής αγοράς.

Στην ευρύτερη περιοχή της ΕΕ άρχισαν να υιοθετούνται κανόνες σχετικά με το εταιρικό δίκαιο από τα μέσα του προηγούμενου αιώνα προωθώντας την αρμονική συνύπαρξη μεταξύ των κρατών μελών.

Αυτό χρονολογείται από τις 18 Δεκεμβρίου του 1961, όταν το Συμβούλιο της τότε ΕΟΚ (Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα), καθιέρωσε μια γενική προσέγγιση μέσω οδηγίας για την αφαίρεση των περιορισμών που υπήρχαν σε ότι αφορά την ελευθερία εγκατάστασης στην Κοινότητα.¹

Στην διαδικασία υλοποίησης του γενικού προγράμματος, η Επιτροπή της ΕΟΚ, κατάθεσε στις 19 Φεβρουαρίου του 1964 μια εισήγηση για έκδοση Οδηγίας του Συμβουλίου η οποία επρόκειτο να συντονίσει και να καθιερώσει εντός της κοινότητας κάποιες απαραίτητες εγγυήσεις.

Το Άρθρο 58 ΣΛΕΕ δεύτερη παράγραφο,² στοχεύει στο να προστατευθούν τα συμφέροντα των τρίτων, των οποίων η ερμηνεία που οποία δόθηκε από το δικαστήριο στην υπόθεση Daihatsu Deutschland,³ ήταν γενικευμένη.

Μετάπειτα, το εν λόγω κείμενο μετονομάστηκε ως η Πρώτη Εταιρική οδηγία,⁴ κάτι το οποίο υποδείκνυε την πρόθεση της Επιτροπής να αναπτύξει και να αναβάθμιση την εν λόγω οδηγία στο μέλλον με καινούργιες.

¹ Nicola de Luca, *European Company Law* (Cambridge University Press, 2021), σελ. 22.

² Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση και της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης - Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση - Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης - Πρωτόκολλα - Παραρτήματα - Δηλώσεις οι οποίες προσαρτώνται στην Τελική Πράξη της Διακυβερνητικής Διάσκεψης η οποία υιοθέτησε τη Συνθήκη της Λισσαβώνας που υπογράφηκε στις 13 Δεκεμβρίου 2007 (Επίσημη Εφημερίδα αριθ. C 326 της 26/10/2012 σ. 0001 - 0390), άρθρο 58; Luca (n. 1), σελ. 22.

³ Υπόθεση C-97/96, Verband deutscher Daihatsu-Händler eV κατά Daihatsu Deutschland GmbH.

⁴ Luca (n. 1), σελ. 22.

Η θέσπιση της Πρώτης Εταιρικής Οδηγίας, είναι ένδειξη της αδήριτης ανάγκης που υπήρχε για την θεσμοθέτηση μιας σειράς από διατάξεις, οι οποίες να διέπουν το Εταιρικό Δίκαιο. Αυτός ήταν και ο λόγος που δεν υπήρχε η πρόθεση για μια και μοναδική, αλλά για περισσότερες.⁵ Είναι εμφανές πως η ΕΟΚ δεν ήταν έτοιμη για μια ολιστική αντιμετώπιση των ζητημάτων, έτσι επιδίωξε να κάνει την αρχή με σκοπό την βελτίωση στην πάροδο του χρόνου.

Έτσι, από το 1968 ξεκίνησαν προσπάθειες προς μία εναρμονιστική κατεύθυνση με την καθιέρωση οδηγιών, οι οποίες στην αρχή είχαν χαρακτηριστικά πηγασμένα από το γερμανικό δίκαιο, όπως για παράδειγμα το ελάχιστο κεφάλαιο και την μέγιστη δυνατή εκπροσώπηση.

Στη συνέχεια, με την ένταξη του Ηνωμένου Βασιλείου στην κοινότητα δόθηκε το στίγμα του αγγλικού δικαίου, κυρίως σε ότι αφορά την τήρηση οικονομικών καταστάσεων και την δημοσιοποίηση των ισολογισμών.⁶ Ενώ μετέπειτα προχώρησαν σε αλλαγές εμπνευσμένες από τις ρυθμίσεις περί κεφαλαιαγορών και επενδύσεων.⁷

Οι πιο πάνω ρυθμίσεις, είχαν ως βασικό μέλημα την εναρμόνιση του δικαίου που διέπει τις ανώνυμες εταιρίες στα Κράτη Μέλη, έτσι ώστε να υπάρξει μία οριζόντια προστασία σε κοινοτικό επίπεδο τόσο των πιστωτών όσο και των επενδυτών οδηγώντας στην εξομάλυνση και την διευκόλυνση των συναλλαγών εντός της κοινότητας.⁸ Τα προαναφερθέντα ξεκίνησαν με την εισαγωγή οδηγιών ελάχιστης εναρμόνισης, παρέχοντας σημαντική ευελιξία στα Κράτη Μέλη.⁹

Μετά την εφαρμογή της Πρώτης Εταιρικής Οδηγίας, η ΕΟΚ προχώρησε στην διαμόρφωση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας το 1970, η οποία προωθήθηκε σε μεταγενέστερο στάδιο.¹⁰

Σημειώνεται πως η οδηγία παρουσιάζει εκφάνσεις οι οποίες απορρέουν από το δίκαιο των χωρών της Ηπειρωτικής Ευρώπης και του Αγγλικού δικαίου, καθώς η αρχική πρόταση τροποποιήθηκε μέχρι να εκδοθεί λόγω της ένταξης συγκεκριμένων χωρών στην ΕΟΚ.¹¹

Την περίοδο διαμόρφωσης της Οδηγίας, αρκετοί Βρετανοί, Δανοί και Ιρλανδοί ειδικοί στον τομέα των εταιριών, είχαν συνεισφέρει σημαντικά στην διαδικασία.¹²

⁵ Ibid.

⁶ Λάμπρος Ε. Κοτσίρης, *Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο* (Νομική Βιβλιοθήκη, 2^η έκδοση, 2012), σελ. 976.

⁷ Ibid.

⁸ Ibid.

⁹ Ibid.

¹⁰ Andrea Vicari, *European Company Law* (De Gruyter, 2021).

¹¹ Κοτσίρης (π. 6), σελ. 976.

¹² Ibid.

Με την πάροδο του χρόνου, αναδείχθηκε η ανάγκη για αναβάθμιση της Οδηγίας, έτσι έτυχε σειράς τροποποιήσεων από 4 οδηγίες και μια φορά που έτυχε διαφοροποίηση στον τρόπο που είχε διατυπωθεί. Η τελευταία διαφοροποίηση έγινε από την οδηγία 2017/1132.¹³

Πρώτα, είναι σημαντικό να διασαφηνιστούν κάποιες βασικές έννοιες,¹⁴ όπως αυτή του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο αποτελεί το ποσό που καθορίζεται στο ιδρυτικό έγγραφο της εταιρείας.¹⁵

Το συγκεκριμένο ποσό αποτελείται από το σύνολο της αξίας των εισφορών των μετόχων στην διαδικασία ίδρυσης, ενώ η μεταβολή του είναι εφικτή μόνο με την τροποποίηση του ιδρυτικού εγγράφου καθώς ορίζεται ως σταθερό ποσό.¹⁶

Το κεφάλαιο μπορεί να ερμηνευτεί με δύο διαφορετικές έννοιες, από την μια είναι το μετοχικό κεφάλαιο και από την άλλη η εταιρική περιουσία η οποία αποτελείται από τις εταιρικές εισφορές η αξία των οποίων μεταβάλλεται συνεχώς.

Σε ότι αφορά τις μετοχές, ερμηνεύονται ως ισότιμα μερίδια στα οποία διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο είναι αποτέλεσμα πρόσθεσης της ονομαστικής αξίας των μετοχών.

Ενώ η εταιρική περιουσία ανήκει στο νομικό πρόσωπο της εταιρείας, αλλά οι μέτοχοι πιθανώς να θεωρηθούν εμμέσως ως ιδιοκτήτες της εταιρικής περιουσίας.¹⁷

2.2 Έγνοια, πεδίο εφαρμογής και σκοπός της Οδηγίας.

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία 77/91 ΕΟΚ που εκδόθηκε στις 13 Δεκεμβρίου του 1976 είχε ξεκάθαρο σκοπό και πεδίο εφαρμογής το οποίο διατυπώνεται στην ίδια την οδηγία,

“ περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιριών κατά την έννοια του άρθρου 58 δεύτερη παράγραφος της συνθήκης για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση ανωνύμου εταιρίας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της.”¹⁸

¹³ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, σχετικά με ορισμένες πτυχές του εταιρικού δίκαιου (κωδικοποίηση).

¹⁴ Palmer's Company Law (Stevens & Sons Ltd, vol. I, 23rd edition), σελ. 349.

¹⁵ Θωμάς Παπαδόπουλος, *Κυπριακό Εταιρικό Δίκαιο* (Νομική Βιβλιοθήκη, 2023), σελ. 406.

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Νικόλαος Ρόκας, *Εμπορικές εταιρίες* (Εκδόσεις Σακκούλα, 9η έκδ., 2019), σελ. 202, 203.

¹⁸ Δεύτερη Εταιρική Οδηγία 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13ης Δεκεμβρίου 1976 περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιριών, κατά την έννοια του άρθρου 58 δεύτερη παράγραφος της συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με

Τροποποιήθηκε με τις Οδηγίες 92/101/ΕΟΚ, 2005/68/ΕΚ, 2006/99/ΕΚ, 2009/09/ΕΚ και 2012/30/ΕΚ,¹⁹ με στόχο την απλούστευση και τον εκσυγχρονισμό της οδηγίας.²⁰

Η εν λόγω οδηγία χαρακτηρίστηκε ως ‘Οδηγία για κεφάλαιο’,²¹ εξαιτίας της έμπνευσης της η οποία όπως αναφέρθηκε πιο πάνω προέρχεται από την ηπειρωτική Ευρώπη.

Έχοντας ως βασικό προαπαιτούμενο την ύπαρξη ενός ελάχιστου κεφαλαίου για την επιτυχή ισοστάθμιση της ύπαρξης της εταιρείας στην αγορά με περιορισμένη ευθύνη.²²

Πιο συγκεκριμένα, διασφαλίζεται στον έκαστο επενδυτή πως οποιαδήποτε ζημιά προκύψει λόγω της εμπλοκής του στην εταιρία δεν δύναται ξεπεράσει το συγκεκριμένο ποσό.²³

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία παρουσιάστηκε για πρώτη φορά τον Μάρτιο του 1970, η έκδοση της όμως καθυστέρησε και έγινε πράξη στις 13 Δεκεμβρίου του 1976 με την είσοδο του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ιρλανδίας και της Δανίας στην ΕΟΚ.²⁴

Η πρώτη τροποποίηση προέκυψε από την Οδηγία 92/101/ΕΟΚ,²⁵ του Συμβουλίου στις 23 Νοεμβρίου του 1992, με την προσθήκη του άρθρου 24α το οποίο διευρύνει την επιρροή των κανόνων για την απόκτηση ‘ιδίων μετοχών’ και στην ιδιοκτησία από θυγατρική εταιρία.²⁶

σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της.

¹⁹ Οδηγία 92/101/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 23ης 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;

Οδηγία 2006/68/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 6ης Σεπτεμβρίου 2006 , για τροποποίηση της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου σχετικά με τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της;

Οδηγία 2006/99/ΕΚ του Συμβουλίου, της 20ής Νοεμβρίου 2006 , για την προσαρμογή ορισμένων οδηγιών στον τομέα του εταιρικού δικαίου, λόγω της προσχώρησης της Βουλγαρίας και της Ρουμανίας;

Οδηγία 2009/9/ΕΚ της Επιτροπής, της 10ης Φεβρουαρίου 2009 , για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/82/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου περί κοινοτικού κώδικος για τα φάρμακα που προορίζονται για κτηνιατρική χρήση; και

Οδηγία 2012/30/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Οκτωβρίου 2012 , περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιρειών, κατά την έννοια του άρθρου 54 δεύτερο εδάφιο της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων, με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση ανωνύμων εταιρειών και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου τους (αναδιατύπωση).

²⁰ Dirk Van Gerven, “Community rules applicable to the incorporation and capital of public limited liability companies” in Dirk Van Gerven (ed.) Capital Directive in Europe (Cambridge University Press, 2014), p. 3.

²¹ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 976.

²² Ibid.

²³ Ibid.

²⁴ Ibid.

²⁵ Οδηγία 92/101/ΕΟΚ (n. 19).

²⁶ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 976.

Επιπρόσθετες τροποποιήσεις προέκυψαν από το Σχέδιο Δράσης 2003 στις 21 Μαΐου του 2003,²⁷ ενώ με την οδηγία 2006/68/ΕΚ προχώρησαν στην ένταξη των άρθρων 10^α και 10β, και στην τροποποίηση των άρθρων 19,23,32,41. Μικρότερου βαθμού τροποποιήσεις σε σύγκριση με τις προηγούμενες έγιναν από την οδηγία 2009/109/ΕΚ, κλείνοντας με την αναδιατύπωση που υπήρξε από την Οδηγία 2012/30/εκ.

Καταλήγοντας στην οριστική και πιο απλουστευμένη διατύπωση από την Οδηγία 2017/1132. Το πεδίο εφαρμογής της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας έχει να κάνει αποκλειστικά με τις ανώνυμες εταιρίες,²⁸ όπως αναφέρεται στο άρθρο 1 της Οδηγίας,²⁹ οι οποίες στο Κυπριακό Δίκαιο εντοπίζονται ως δημόσιες εταιρίες περιορισμένης ευθύνης με μετοχές και τις δημόσιες εταιρίες περιορισμένης ευθύνης με εγγύηση, που διαθέτουν μετοχικό κεφάλαιο.³⁰

Ενώ, σε ότι αφορά το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας στο Αγγλικό Δίκαιο το αντίστοιχο της ανώνυμης εταιρίας έχει να κάνει αποκλειστικά με τις δημόσιες εταιρίες.³¹

Συνεπώς, είναι ξεκάθαρο πως δεν εμπίπτουν στην συγκεκριμένη Οδηγία με την ολότητα των κεφαλαιουχικών εταιριών. Το Δικαστήριο διατύπωσε πως για την πιο πετυχημένη εφαρμογή της Οδηγίας, δύναται να είναι σε ισχύ ανεξαρτήτως από το αν η εταιρία βρίσκεται σε καθεστώς αναγκαστικής διαχείρισης.

‘Οι αιτούντες της κυρίας δίκης θεωρούν ότι το άρθρο 25, παράγραφος 1, της δεύτερης οδηγίας πληροί τις προαναφερθείσες προϋποθέσεις του αμέσου αποτελέσματος.’³²

Τα Κράτη Μέλη έχουν την ευχέρεια να επιλέγουν εάν θα τίθεται σε ισχύ η Οδηγία στις περιπτώσεις που αφορούν εταιρίες με επενδύσεις μεταβλητού κεφαλαίου και σε συνεταιρισμούς ανωνύμων εταιριών.³³

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία έχει ως κεντρικό στοιχείο αναφοράς την ενσωμάτωση και την εναρμόνιση μεταξύ των Εθνικών νομοθεσιών σε ότι αφορά τόσο την δημιουργία ανώνυμης εταιρίας όσο και την μετέπειτα διατήρηση και μεταβολή του κεφαλαίου της. Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός πως για να ενταχθεί μία εταιρία στην αγορά με βάση την Οδηγία, προαπαιτεί την ύπαρξη ενός ελάχιστου κεφαλαίου.

²⁷ Commission Green Paper of 21 May 2003 on services of general interest [COM(2003) 270 final - Official Journal C 76 of 25.03.2004].

²⁸ Οδηγία 77/91/ΕΟΚ (n. 18), άρθρο 1.

²⁹ Ibid.

³⁰ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 976.

³¹ Οδηγία 77/91/ΕΟΚ (n. 18), άρθρο 1.

³² Συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-19/90 και C-20/90, Μαρίνα Καρέλλα και Νικόλαος Καρέλλας κατά Υπουργού Βιομηχανίας, Ενέργειας και Τεχνολογίας και Οργανισμού Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων ΑΕ.

³³ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 977.

Σημειώνεται πως κάτι τέτοιο δεν επιτυγχάνει την μέγιστη προστασία σε μία εταιρεία, εκθέτοντας την στον κίνδυνο υποκεφαλαιοποίησης.³⁴ Αυτό σημαίνει πως δεν υπάρχει ένα δίχτυ ασφαλείας σε περίπτωση που το κεφάλαιο δεν ανταποκρίνεται στην αξία των μετοχών.³⁵ Πέραν από την έντονη προσοχή που δίνει η Οδηγία στην ύπαρξη της εγγύησης του ελάχιστου κεφαλαίου, δίνει έμφαση και σε άλλα σημεία όπως στους λόγους μίας ανοδικής ή καθοδικής μεταβολής του κεφαλαίου, με τον τρόπο απόσβεσης του, την ύπαρξη εισφορών και με την αύξηση των μετοχών που είναι στην κατοχή της εταιρείας.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να σημειωθεί πως πέραν της προστασίας των τρίτων, οι διατάξεις της Οδηγίας δίνουν ιδιαίτερη έμφαση και στην προστασία των μετόχων. Αυτό αποδεικνύεται κυρίως από την απαίτηση για προκήρυξη γενικής συνέλευσης ούτως ώστε να εγκριθεί η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, αλλά και στις εξουσίες που της παρέχονται για να πάρει μέτρα σε περίπτωση μεγάλης μείωσης του κεφαλαίου, αλλά και στην διαφάνεια που απαιτείται προς τους μετόχους.³⁶

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία λειτουργεί συμπληρωματικά στην Πρώτη Οδηγία,³⁷ καθορίζοντας τις απαιτήσεις ως προς το περιεχόμενο μίας ιδρυτικής σύμβασης αλλά και στο πως θα ενημερωθεί το κοινό για σκοπούς διαφάνειας και ομαλής λειτουργίας της εταιρίας.

2.3 Δυσκολίες σχετικά με την ελάχιστη ή μέγιστη εναρμόνιση.

Ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά στοιχεία της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας αποτελεί πως είναι ελάχιστης εναρμόνισης, πράγμα που σημαίνει πως βρίσκεται στην διακριτική ευχέρεια των Κρατών Μελών να εφαρμόσουν τις δικές τους νομοθεσίες για περισσότερη ασφάλεια των μετόχων και των τρίτων. Αυτό σημαίνει, πως οι δικλίδες ασφάλειας στην κοινότητα καθορίζονται από τόσο από την οριοθέτηση που υπάρχει από την οδηγία, όσο και από τα ίδια τα Κράτη Μέλη.

Το δίλημμα που τίθεται προς συζήτηση στην συγκεκριμένη περίπτωση, είναι εάν θα υπήρχε αποτελεσματικότερη προστασία με την υιοθέτηση μέγιστης εναρμόνισης της οδηγίας.

Προτού προχωρήσουμε στα επιχειρήματα που τίθενται στον δημόσιο διάλογο σε αυτό το αμφιλεγόμενο θέμα, πρέπει να διασαφηνιστεί πως για να επιτευχθεί μια οριζόντια προστασία

³⁴ Ibid.

³⁵ Οδηγία 77/91/ΕΟΚ (n. 18), άρθρο 17.

³⁶ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 977.

³⁷ Πρώτη Εταιρική Οδηγία 68/151/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 9ης Μαρτίου 1968 περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιρειών, κατά την έννοια του άρθρου 58 δεύτερη παράγραφος της συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες.

των μετόχων και των πιστωτών στα Κράτη Μέλη της ΕΕ, προαπαιτείτε η ολιστική εναρμόνιση των εθνικών δικαίων, το οποίο δεν υπάρχει στην οδηγία.

Στο ένα χέρι, σε ότι αφορά τα θετικά που πηγάζουν από την ελάχιστη εναρμόνιση είναι άξιο αναφοράς πως με αυτή την προσέγγιση παρέχεται η ευκαιρία στα Κράτη Μέλη να αναπτύξουν τις δικές τους ρυθμίσεις για αποτελεσματικότερη προστασία. Από την άλλη όμως, κάτι τέτοιο δεν εμποδίζει την ύπαρξη αθέμιτου ανταγωνισμού μεταξύ των κρατών μελών, εμποδίζοντας την ύπαρξη μιας ίσης προστασίας.

Αυταπόδεικτα, ο στόχος της προστασίας που πηγάζει μέσα από την οδηγία για την προστασία των μετόχων και των τρίτων είναι πλησιέστερη προς στα χαρακτηριστικά που προσδίδει η ελάχιστη εναρμόνιση.³⁸

Στο άλλο χέρι, η υποστήριξη για αποτελεσματικότερη εφαρμογή της οδηγίας με μέγιστη εναρμόνιση, βασίζεται στο επιχείρημα πως συγκεκριμένες πρόνοιες της οδηγίας καθορίζονται εκ φύσεως τους ως ελάχιστης εναρμόνισης.

Επίσης, σε με τέτοια περίπτωση θα υπήρχε ίση προστασία σε όλη την ΕΕ σε αντίθεση με την ελαστικότητα που υπάρχει στις δυνάμεις των Κρατών Μελών, η οποία με πιθανή επιβολή αυστηρότερων ρυθμίσεων θα μπορούσε να σταθεί εμπόδιο στην αρχή της ελεύθερης εγκατάστασης.³⁹

2.4 Η βασική αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων

Μέσα από τις διατάξεις της οδηγίας διατυπώνεται ξεκάθαρα πως, 'για την εφαρμογή του παρόντος κεφαλαίου, οι νομοθεσίες των κρατών μελών εγγυώνται ίση μεταχείριση των μετόχων που ευρίσκονται στην ίδια θέση.'⁴⁰

Είναι εμφανές πως η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων αποτελεί σημαντικό παράγοντα στο Ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο και αντίβαρο στις εξουσίες που έχει η διοίκηση της εταιρίας. Υπάρχει διπλό περιεχόμενο στην συγκεκριμένη αρχή, από την μία επιτακτικό και από την άλλη απαγορευτικό. Στην πρώτη περίπτωση επιβάλλει μια ίση αντιμετώπιση προς τους μετόχους που απολαμβάνουν την ίδια θέση. Ενώ στην δεύτερη περίπτωση, δεν επιτρέπει την ύπαρξη άδικης μεταχείρισης προς τους μετόχους χωρίς σοβαρή αιτιολόγηση.

³⁸ Eddy Wymeersch, Reforming the Second Company Law Directive (Financial Law Institute Working Paper No. WP2006-15, November 2006).

³⁹ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 978.

⁴⁰ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 85.

Η αποφυγή της άνισης μεταχείρισης των μετόχων πετυχαίνεται με την ύπαρξη διάφορων κατηγοριών για μετόχους στο καταστατικό της εταιρίας, οι οποίοι κατέχουν διαφορετικά δικαιώματα. Ταυτόχρονα όμως, επιτρέπεται στους ιδίους να πάρουν μετοχές όλων των κατηγοριών.

2.5 Νόμιμο κεφάλαιο

Όπως είναι έχει ερμηνευθεί από το εταιρικό δίκαιο, το νόμιμο κεφάλαιο ορίζεται η υποχρεωτική αξία του ισολογισμού μιας εταιρίας, η οποία υπολογίζεται με βάση τα ποσά που χρησιμοποιήθηκαν από τους μετόχους στο ξεκίνημα της εταιρίας.⁴¹

Το νόμιμο κεφάλαιο αποτελεί των συνδετικό κρίκο των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών.⁴² Μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια δεσμοί καθορισμένων διατάξεων οι οποίες τίθενται σε ισχύ σε περίπτωση ύπαρξης κενού στις διατάξεις του συμβολαίου.⁴³

Δεν είναι στην ευχέρεια της εταιρείας το κατά πόσων θα εντάξει η όχι τις εν λόγω διατάξεις, αλλά το δικαίωμα που απορρέει στις εταιρίες είναι η ευελιξία στο να καθορίζουν τις προϋποθέσεις περιορισμού της διανομής του κεφαλαίου.⁴⁴

Από την άλλη, είναι αναγκαίο να σημειωθεί πως υπάρχει η πιθανότητα μέσω του νόμιμου κεφαλαίου, να παρεμποδιστεί η ελευθερία των συμβάσεων με τη οριοθέτηση του ρίσκου των πιστωτών. Καθώς είναι δεδομένο πως οι εταιρείες θα προτιμούσαν την ελευθερία και την ευελιξία των κινήσεων τους για περισσότερα κέρδη.⁴⁵

Συμπερασματικά, το κύριο μέλημα των διατάξεων του νόμιμου κεφαλαίου είναι η καθιέρωση των ορίων που δύναται μια εταιρία να ενεργεί, σε ότι έχει να κάνει με τις επενδύσεις των μετόχων.

Για να επιτευχθεί κάτι τέτοιο υπάρχουν δύο τρόποι, οι οποίοι λειτουργούν είτε ξεχωριστά είτε παράλληλα, αναλόγως των εθνικών διατάξεων του εταιρικού δικαίου που αφορά. Ο πρώτος τρόπος είναι ο καθορισμός ενός κατώτατου ορίου μετοχικού κεφαλαίου που μπορεί να επενδυθεί στην εταιρία. Ο δεύτερος τρόπος είναι η οριοθέτηση στην μεταφορά κεφαλαίου, την στιγμή που ο ισολογισμός βρίσκεται πιο κάτω από το αρχικό ποσό επένδυσης.⁴⁶

⁴¹ Paolo Santella and Riccardo Turrini, «Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?» (2008) 9(3) *European Business Organization Law Review* 427.

⁴² *Ibid*, p.429.

⁴³ *Ibid*, p. 435.

⁴⁴ *Ibid*.

⁴⁵ *Ibid*.

⁴⁶ Κοτσίρης (π. 6) σελ 979.

2.6 Ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο

Σε ότι αφορά το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο η οδηγία επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από το ηπειρωτικό δίκαιο για την ύπαρξη σταθερού κεφαλαίου.⁴⁷ Αυτό καθορίζεται ως το κεφάλαιο που παραμένει και δεν μοιράζεται στους μετόχους. Για να υπάρξει αύξηση ή μείωση του κεφαλαίου, απαιτείται να πραγματοποιηθεί αναθεώρηση των προνοιών του καταστατικού της εταιρίας, είτε με αποφάσεις που θα παρθούν από τα συλλογικά όργανα της εταιρίας. Παράλληλα, θα μπορούσε το συγκεκριμένο ποσό κεφαλαίου να χαρακτηριστεί και ως ‘κεφάλαιο κινδύνου’,⁴⁸ καθώς αποτελεί την δικλείδα ασφαλείας για τους πιστωτές. Αυτό και άλλες πρόνοιες αποτελούν τον ορισμό της προσωπικής ευθύνης που απουσιάζει.

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία σημειώνει το πιο κάτω απόσπασμα,

‘Για τη σύσταση της εταιρείας ή για τη χορήγηση της άδειας έναρξης των δραστηριοτήτων της, οι νομοθεσίες των κρατών μελών απαιτούν την κάλυψη ελαχίστου ποσού κεφαλαίου, το οποίο δεν μπορεί να είναι κατώτερο από 25 000 EUR.’⁴⁹

Επιπρόσθετα, η οδηγία σημειώνει πως ανά πενταετία το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο, με γνώμονα τις οικονομικές συγκυρίες που υπάρχουν στην ένωση μπορεί να μεταβάλει το συγκεκριμένο ποσό.⁵⁰

Τέλος, είναι ξεκάθαρο πως η εκάστοτε εθνική νομοθεσία, έχει το δικαίωμα να καθορίσει ψηλότερο όριο κεφαλαίου, μέχρι και στο να απαιτεί σχηματισμό αποθεματικών.

2.7 Το αντικείμενο των εισφορών και οι εισφορές σε είδος.

Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία προσδιορίζει πως για να πραγματοποιηθεί οποιαδήποτε εισφορά σε είδος, εννοείται δεν πρέπει να έχει να κάνει με μετρητά, αλλά σε διαφορετικά περιουσιακά αντικείμενα. Έτσι, έχει να κάνει μόνο με στοιχεία ‘ενεργητικού δεκτικά οικονομικής αποτίμησης’, τα οποία δεν ερμηνεύονται από την Οδηγία, αλλά παρέχονται από το Κοινοτικό Δίκαιο απαγορεύοντας στα Κράτη Μέλη να παρερμηνεύσουν οποιαδήποτε πρόνοια.

⁴⁷ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 981.

⁴⁸ Ibid.

⁴⁹ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 47.

⁵⁰ Peter Kindler & Jan Lieder, *European corporate law : article-by-article commentary* (C.H. Beck, Nomos, and Hart, 2021).

Σε ότι αφορά τις εισφορές σε είδος, είναι πραγματικότητα πως υπάρχει πιθανότητα υπερεκτίμησης της αξίας.

Προς την αντιμετώπιση του θέματος η Οδηγία εφαρμόζει 2 προστατευτικές μεθόδους. Η πρώτη μέθοδος, απαιτεί μία ανεξάρτητη έκθεση από εξειδικευμένους οι οποίοι δεν έχουν καμία σχέση με την εταιρία, είτε είναι νομικά είτε είναι φυσικά πρόσωπα. Κάτι τέτοιο καθορίζεται από την εκάστοτε εθνική νομοθεσία και η απόφαση είναι στην διακριτική ευχέρεια του δικαστή ή της διοικητικής αρχής.⁵¹

Με σκοπό την παροχή αυξημένης προστασίας στους μετόχους από πιθανή υπερεκτίμηση του αντικειμένου που λαμβάνει ως εισφορά η εταιρία σε ανταλλαγή για μετοχές, η Οδηγία προσάρμοσε ειδικές διατάξεις για τον υπολογισμό της αξίας της εισφοράς σε είδος. Αυτό όπως σημειώθηκε πιο πάνω γίνεται από ειδικούς που δεν έχουν οποιαδήποτε σχέση με την εταιρία. Η συγκεκριμένη έκθεση απαιτείται να παρουσιάζει τα περιουσιακά στοιχεία και τους τρόπους που πραγματοποιήθηκε η αποτίμηση. Κατά την ολοκλήρωση της έκθεσης πρέπει να σημειωθεί εάν η εκτίμηση της εισφοράς σε είδος ήταν κατ' ελάχιστο ίση με την αξία των μετοχών, σε αντίθετη περίπτωση και στην ύπαρξη ελλείματος, οφείλεται να υπάρχει ενημέρωση κατά πόσο η εταιρία προχώρησε σε σύσταση ή αν επιτρέπεται να είναι ενεργή.⁵²

Η δεύτερη μέθοδος είναι η δημοσιοποίηση της έκθεσης, και γίνεται ερμηνεία της διαδικασίας στην Πρώτη Οδηγία.⁵³

Για την πρώτη μέθοδο, καθορίζονται ορισμένες απαιτήσεις για την Έκθεση που θα εκδώσουν οι εμπειρογνώμονες καθώς οφείλει να περιέχει κατ' ελάχιστο περιεχόμενο, τις λεπτομέρειες σχετικά με την εισφορά αλλά και την μέθοδο εκτίμησης της αξίας. Επίσης, είναι αναγκαία η σύγκριση της αξίας που υπολογίζεται με τον αριθμό και την αξία των μετοχών που παρέχονται. Οι πιο πάνω προϋποθέσεις αφορούν άμεσα τους πιστωτές και τους μετόχους, στους οποίους παρέχεται προστασία σε περίπτωση ένταξης τρίτων με καταβολή εισφοράς μικρότερης εκτίμησης. Η συγκεκριμένη προϋπόθεση για ανάλυση και εκτίμηση της αξίας δεν δύναται να προσπεραστεί ακόμα και αν οι μέτοχοι το επιζητούν μετά από σχετική ενημέρωση καθώς αυτό παρέχει προστασία και σε νέους εμπλεκόμενους.⁵⁴ Υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις για την αναγκαστική να διεξαγωγή της έρευνας. Τα σημεία που διατυπώθηκαν μόλις πιο πάνω, εισήχθησαν αρχικά από την Οδηγία 2006/68/EK και την ένταξη του άρθρου 10β,⁵⁵ που είχε

⁵¹ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 983

⁵² Ibid.

⁵³ Οδηγία 68/151/ΕΟΚ (n. 36).

⁵⁴ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 983

⁵⁵ Οδηγία 2006/68/EK (n. 19) και την ένταξη του άρθρου 10β

ως σκοπό να επιτρέπεται στην εταιρία η αποδοχή εισφορών πέραν από μετρητά χωρίς την ανάγκη της συγκεκριμένης εκτίμησης.

Είναι ξεκάθαρο πως η Οδηγία,⁵⁶ έχει ως στόχο να μην επιτρέπει την οποιαδήποτε πιθανότητα οι μέτοχοι να εξαπατηθούν.

Από την άλλη, η ανάγκη για γνωμάτευση από εμπειρογνώμονες δεν τυγχάνει ολιστικής υιοθέτησης καθώς ενεργοποιείται μόνο σε περιπτώσεις που έχουν ήδη εξασφαλίσει αποτιμήσεις. Οι εν λόγω περιπτώσεις πρέπει να πληρούν σχετικές πρόνοιες.

Αξίζει να σημειωθεί πως με την αύξηση των εισφορών σε είδος, παράλληλα αυξάνεται το ρίσκο καταπάτησης των δικαιώματα των μετόχων, το οποίο υπάρχει για τον λόγο ότι πέραν από τον υπολογισμό της αξίας, πρέπει να είναι αποτιμημένη σωστά.⁵⁷

Συνοψίζοντας, τα πιο πάνω δεδομένα μας παρουσιάζουν πως ο σκοπός της ανανέωσης της Οδηγίας με την Τροποποίηση που επήλθε από την Οδηγία 2006/68/EK και την ενσωμάτωση των δύο νέων άρθρων, ήταν να δοθεί το δικαίωμα στις ανώνυμες εταιρίες να αποδέχονται εισφορές πέραν από μετρητά. Αυτό ενισχύθηκε από την μη ύπαρξη της ανάγκης για ειδική έκθεση από τρίτους, κάτι που προκαλούσε γραφειοκρατία και λειτουργούσε αποθαρρυντικά για τις εταιρίες.

Υπάρχουν παραδείγματα εισφορών που τυγχάνουν εξαίρεσης από την πιο πάνω πρόνοια, εάν και εφόσον υπάρχει απόφαση την ηγεσία της εταιρίας ή των διοικητικών της οργάνων.

Πρώτη εξαίρεση είναι οι κινητές αξίες οι οποίες καθορίζονται από την Οδηγία 2004/39/EK,⁵⁸ εκτιμημένες σε μια σταθμισμένη τιμή όπως προσδιορίζουν τα εθνικά δίκαια των Κρατών Μελών. Στην περίπτωση που υπάρξουν ιδιόμορφες συγκυρίες, τότε θα υιοθετηθεί η πρακτική αποτίμησης.

Δεύτερη περίπτωση είναι για διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία πέρασαν από την διαδικασία για αξιολόγηση της αξίας τους από κάποιο ειδικό, σε χρονικό διάστημα κάτω από έξι μήνες. Αξιολόγηση απαιτείται με βάση την Οδηγία σε περίπτωση που υπάρχουν καινούργιες συγκυρίες οι οποίες έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν την εκτιμώμενη αξία των περιουσιακών στοιχείων.⁵⁹

⁵⁶ Οδηγία 77/91/ΕΟΚ (n. 18), άρθρο 52

⁵⁷ Υπόθεση C-83/91 Wienand Meilicke κατά ADV/ORGA F. A. Meyer AG.

⁵⁸ Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου.

⁵⁹ Οδηγία 2006/68/EK (n. 19).

Τρίτη περίπτωση είναι τα περιουσιακά στοιχεία, χωρίς να περιέχουν μέσα των κινητών αξιών και μέσων χρηματαγοράς, με μικρές εξαιρέσεις.

Έτσι, με την τροποποίηση της Οδηγίας με την την ένταξη του Άρθου 10β,⁶⁰ τα Κράτη Μέλη αποκτούν την δύναμη να καθορίζουν τις εισφορές σε είδος στην βάση του άρθρου 10α,⁶¹ χωρίς να απαιτείται ο έλεγχος από ειδικούς αλλά θα πρέπει να δημοσιοποιείται η επεξήγηση του είδους της εισφοράς, η αξία της, την σύγκριση της με τις μετοχές που παρέχονται και ότι δεν υπήρξε η οποιαδήποτε συγκυρία που να προκαλούσε την ανάγκη για έρευνα από ειδικό.

Μετάπειτα, με την πάροδο του χρόνου παρουσιάστηκε η ανάγκη για αναβάθμιση του πλαισίου, έτσι η Οδηγία 2017/1132,⁶² χαρακτηρίστηκε σημαντική. Οι διατάξεις της προωθούν την ενδυνάμωση του Άρθρου 51 και την αντιμετώπιση των κινδύνων υπερεκτίμησης της αξίας των μετοχών.

Τέτοιες καταστάσεις παρουσιάζονται όταν το κεφάλαιο της εταιρείας αποτελείται πρωτίστως από μετρητά, με τα οποία επενδύονται σε πράγματα τα οποία δεν ανταποκρίνονται στην αξία των χρημάτων.

Στην βάση τούτου, η Οδηγία προσπαθεί να προστατέψει τους μετόχους από αυτό τον κίνδυνο με την αύξηση των κριτηρίων που ενεργοποιούν την ανάγκη έκθεσης από ειδικούς και της δημοσιοποίησης. Σημαντικό είναι το γεγονός πως χρειάζεται η σύμφωνος γνώμη της γενικής συνέλευσης.

Με βάση τα πιο πάνω, καταλήγουμε πως οι διατάξεις που προστέθηκαν από στην Οδηγία ενισχύουν και αναβαθμίζουν το περιεχόμενο της σε πιο απλοποιημένη μορφή. Δεν παύουν όμως να υπάρχουν οι εξαιρέσεις που χρήζουν εξέτασης από ειδικούς για την αξία των εισφορών σε είδος.

3 Η αρχή της Διατήρηση Μετοχικού Κεφαλαίου

3.1 Η σημασία ύπαρξης

Με βάση την ανάλυση που διατυπώθηκε για την Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, παρουσιάζεται ξεκάθαρα πως ένας από τους πιο σημαντικούς σκοπούς της ύπαρξης της είναι η σύμπλευση και εναρμόνιση μεταξύ των εθνικών δικαίων των Κρατών Μελών της ΕΕ.

⁶⁰ Ibid, άρθρο 10β.

⁶¹ Ibid, άρθρο 10α.

⁶² Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13).

Εστιάζει στους τρόπους δημιουργίας μίας ανώνυμης εταιρείας και στην διατήρηση και αυξομείωση του κεφαλαίου της. Κάτι τέτοιο, στοχεύει στο να διασφαλίσει πως το συγκεκριμένο αρχικό κεφάλαιο θα παραμείνει ως έχει.

Η Αρχή της Διατήρησης του Μετοχικού Κεφαλαίου αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας και συνεισφέρει στην αποτελεσματική εφαρμογή των περισσότερων αρχών και κανόνων που την απαρτίζουν.⁶³

Με την συγκεκριμένη διάταξη, η οποία καθορίζει την διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου σκοπεύει να εφαρμοσθεί ένα σκληρό πλαίσιο στις εθνικές διατάξεις των χωρών της ΕΕ. Κάτι τέτοιο προαπαιτεί την ύπαρξη ενός κεφαλαίου που δεν μπορεί να μεταβληθεί.

Ο κεντρικός προσανατολισμός της αρχής στηρίζεται στην ύπαρξη του ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου. Συνεπακόλουθο αυτής της πρόνοιας είναι να οριοθετείται η ευχέρεια μιας εταιρείας να διανέμει το κεφάλαιο που επενδύθηκε κατά την διαδικασία ίδρυσης της. Θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως δικλείδα ασφαλείας προς τους μετόχους και τους πιστωτές.⁶⁴

Κεντρικός άξονας της αρχής είναι πως τα ενδεχόμενα οικονομικά οφέλη να μπορούν να διαμοιραστούν στους μετόχους, και αυτό το αρχικό κεφάλαιο να λειτουργεί ως ασπίδα σε τυχόν καταχρήσεις που πιθανώς να προκύψουν.⁶⁵

Για να επιτραπεί η διανομή του αρχικού κεφαλαίου στους μετόχους, απαιτείται είτε η έγκριση από το δικαστήριο είτε μια ειδική εξαίρεση. Αυτό περιορίζει σημαντικά τις εξουσίες των μετόχων της εταιρείας, εφόσον δεν ικανοποιούνται κάποιες από τις αναφερόμενες προϋποθέσεις.

Ενισχύοντας την αρχή του ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου, η οποία αποτελεί μία από τις κύριες διατάξεις του εταιρικού δικαίου, επιτυγχάνεται αυξημένη προστασία για τους μετόχους και τους πιστωτές.

Κύριος άξονας που συμβάλει στη δραστική παρέμβαση της Οδηγίας στο εταιρικό δίκαιο, αποτελεί η ύπαρξη του σταθερού κεφαλαίου καθώς παρέχει την δυνατότητα στους πιστωτές να επιβλέπουν τι συμβαίνει με την επένδυση τους στην εταιρία και οριοθετεί τις δυνάμεις της εταιρίας στο να διανέμει περιουσιακά στοιχεία.⁶⁶

Τα άρθρα της Οδηγίας που καθορίζουν την αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου, ορίζουν τις μεθόδους με τις οποίες αυτή μπορεί να εφαρμοστεί μετά την ίδρυση της εταιρείας. Προηγουμένως, αναλύθηκαν οι λόγοι που υπογραμμίζουν την απόλυτη αναγκαιότητα αυτής

⁶³ Paolo Santella and Riccardo Turrini, «Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?» (2008) 9(3) *European Business Organization Law Review* 430.

⁶⁴ Παπαδόπουλος (π. 15), σελ. 410-411.

⁶⁵ Ibid

⁶⁶ Κοτσίρης (π. 6), σελ. 987.

της διάταξης και πώς συνδράμει στην εφαρμογή της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας. Εάν δεν εφαρμόζονταν οι δικλείδες ασφαλείας μετά την ίδρυση της εταιρίας για την προστασία του νόμιμου μετοχικού κεφαλαίου, τότε τα άρθρα 1-7 της Οδηγίας,⁶⁷ δεν θα παρείχαν κανένα όφελος στους πιστωτές, αφήνοντάς τους εκτεθειμένους.

Οι μηχανισμοί που εξασφαλίζουν την απαραίτητη αυτή προστασία περιλαμβάνουν τον περιορισμό των διανομών προς τους μετόχους, την υιοθέτηση μέτρων κατά των σοβαρών μειώσεων του μετοχικού κεφαλαίου, την εφαρμογή απαγορεύσεων και περιορισμών στην απόκτηση ιδίων μετοχών, ρυθμίσεις για τη χρηματοδότηση τρίτων ή διοικητικών μελών για την αγορά μετοχών υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, την ισοδυναμία της ενεχυρίασης μετοχών της εταιρείας με τις αποκτήσεις, καθώς και ρυθμίσεις για τις αναλήψεις και αποκτήσεις μετοχών από θυγατρικές εταιρείες, όπως ορίζεται στο πρώτο άρθρο της Πρώτης Οδηγίας.

3.2 Ο περιορισμός των διανομών στους μετόχους

Πρωτίστως, πρέπει να ξεκαθαριστεί πως μια εταιρεία είναι ανεξάρτητη νομική οντότητα και μπορεί να εφαρμόζει τους δικούς της όρους λειτουργίας. Χωρίς να υπάρχει παρέμβαση στην αυτονομία της εταιρείας, το εθνικό δίκαιο προσπαθεί να παρέχει ελάχιστη προστασία στους πιστωτές και στους μετόχους.

Εκτός από τα άλλα μέτρα που έχουν υιοθετηθεί, υπάρχει επίσης ο περιορισμός στη διανομή κερδών προς τους μετόχους. Η Οδηγία εξετάζει αυτό το θέμα αναλυτικά σε δύο από τα άρθρα της.⁶⁸

Στις διατάξεις της Οδηγίας, η προστασία των πιστωτών εξασφαλίζεται μέσω του περιορισμού στην επιστροφή κεφαλαίων στους μετόχους δια των διανομών. Μια εξαίρεση σε αυτόν τον κανόνα εφαρμόζεται στην περίπτωση μείωσης του κεφαλαίου. Για να εξασφαλιστεί η ικανοποιητική χρηματοδότηση των εταιρειών από τους πιστωτές, είναι απαραίτητο να καθιερωθεί ένα σημαντικό δίκτυο ασφαλείας.

Κάτι τέτοιο καταδεικνύει την σοβαρότητα της ύπαρξης προστασίας.⁶⁹ Είναι σημαντικό το γεγονός πως η οδηγία δεν καθορίζει ακριβώς τον ορισμό της διανομής προς τους μετόχους κατά την ολοκλήρωση της τελευταίας οικονομικής συναλλαγής, αλλά αντίθετα διευκρινίζει τα

⁶⁷ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρα 1-7

⁶⁸ Ibid, άρθρα 56-57.

⁶⁹ Ibid, άρθρο 56.

στοιχεία που οφείλει να περιλαμβάνει αυτή.⁷⁰ Το εν λόγω περιεχόμενο αποτελείται από την διανομή μερισμάτων και τους τόκους των μετοχών.

Αν και η Οδηγία δεν καθορίζει αναλυτικά την αρμοδιότητα και τον τρόπο διανομής μερισμάτων, εναπόκειται στις εθνικές νομοθεσίες να διασφαλίσουν ότι η κατανομή στους μετόχους θα πραγματοποιηθεί δίκαια και σωστά. Αυτό απορρέει από την αρχή της ίσης μεταχείρισης όλων των μετόχων που κατέχουν μετοχές της ίδιας κατηγορίας και ισχύος.

Ωστόσο, η Οδηγία με βάση το άρθρο 15 παρ. 1 Α και Β,⁷¹ δεν επιτρέπει στους μετόχους με την ολοκλήρωση της τελευταίας οικονομικής χρήσης από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας να καθορίζει το καθαρό ενεργητικό ή, αφότου πραγματοποιηθεί η διανομή να καταλήξει σε μικρότερο κεφάλαιο από αυτό που καθορίζει το μετοχικό κεφάλαιο. Μπορεί αυτό να έχει καλυφθεί, αλλά δεν μπορεί να κατανεμηθεί στους μετόχους.

Επιπλέον, στην περίπτωση που επιτρέπεται η διανομή, το ποσό της εκάστοτε διανομής δεν μπορεί να υπερβαίνει τα καθαρά κέρδη του προηγούμενου έτους, συν τυχόν πλεονάσματα από αποθεματικά, και μείον τα πιθανά έξοδα που έχουν προκύψει, καθώς και τα ποσά που αποτελούν το νομικό ή καταστατικό αποθεματικό της εταιρείας.⁷²

Βάσει αυτού, η εταιρεία κατά τη διαδικασία διανομής είναι υποχρεωμένη να διατηρεί ένα προκαθορισμένο ποσό από τα περιουσιακά της στοιχεία, το οποίο να είναι ισοδύναμο με την αξία του μετοχικού κεφαλαίου. Η αναφερόμενη διάταξη, αποτελεί τελικά τον κρίκο που συνδέει την ερμηνεία της διανομής αποκλειστικά με την έννοια της 'ανοιχτής' διανομής, όπως αυτή καταγράφεται στον ισολογισμό για τη διανομή των πλεονασμάτων στους μετόχους.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η αρχική διατύπωση για τον καθορισμό του καθαρού ενεργητικού μέσω των κερδών και των ζημιών ήταν περιλαμβανόμενη στις διατάξεις της Τέταρτης Οδηγίας, η οποία βρισκόταν τότε υπό διαμόρφωση.

Ήταν αναγκαίο αυτό το στοιχείο να ενσωματωθεί στη Δεύτερη Οδηγία, καθώς αποτελεί κεντρικό μέρος των κοινοτικών διατάξεων για τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου, ενισχύοντας έτσι το δίκτυο ασφαλείας για τους πιστωτές και διασφαλίζοντας τη σταθερότητα του κεφαλαίου. Κυρίως επειδή απαγορεύουν την αδικαιολόγητη μείωση του κεφαλαίου μέσω διανομών στους μετόχους και περιορίζουν τη δυνατότητα της εταιρίας να αγοράζει τις δικές της μετοχές.⁷³

⁷⁰ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 989.

⁷¹ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 56.

⁷² Ibid.

⁷³ Οδηγία 77/91/ΕΟΚ (n. 18), 4^η αιτιολογική σκέψη.

Στις διατάξεις της Οδηγίας, όσον αφορά τις ανοικτές διανομές στους μετόχους, προβλέπεται πως τα Κράτη Μέλη έχουν τη δυνατότητα να ενισχύσουν την προστασία του κεφαλαίου μέσω του περιορισμού των κεκαλυμμένων διανομών. Αυτό κυρίως δικαιολογείται από την απουσία ορισμού της διανομής και την αρχή της ίσης μεταχείρισης όλων των μετόχων.⁷⁴

Επιπλέον, η Οδηγία επιτρέπει στα Κράτη Μέλη να αποδέχονται την καταβολή προμερισμάτων ως προκαταβολές, υπό κάποιες προϋποθέσεις.

Πρώτον, απαιτείται η κατάρτιση μιας λογιστικής κατάστασης που να διασφαλίζει την επάρκεια των προτεινόμενων ποσών για διανομή. Δεύτερον, τα ποσά αυτά δεν πρέπει να υπερβαίνουν τα κέρδη που έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι την ολοκλήρωση της τελευταίας οικονομικής χρονιάς.⁷⁵

Οι πιο πάνω διατάξεις δεν επηρεάζουν τις νομοθεσίες των Κρατών μελών που αφορούν την αύξηση του καλυφθέντος κεφαλαίου με την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών.⁷⁶

Εξαιτίας της φύσης της Οδηγίας ως ελάχιστης εναρμόνισης, τα Κράτη Μέλη έχουν τη δυνατότητα να ενισχύσουν τις προδιαγραφές για την προκαταβολή μερισμάτων με αυστηρότερες απαιτήσεις ή ακόμη και να τις απαγορεύσουν πλήρως.⁷⁷

Επιπλέον, η Οδηγία επιτρέπει στα Κράτη Μέλη να εξαιρέσουν από την απαγόρευση διανομής κεφαλαίων στους μετόχους τις εταιρείες επενδύσεων με σταθερό κεφάλαιο. Αυτές ορίζονται ως εταιρείες που έχουν ως μοναδικό σκοπό την επένδυση κεφαλαίων σε αξιόγραφα ή άλλες αξίες, με στόχο την κατανομή των επενδυτικών κινδύνων και την αύξηση των κερδών των μετόχων τους μέσω της διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, και οι οποίες διενεργούν δημόσια προσκλήσεις για την τοποθέτηση των μετοχών τους.⁷⁸

Εάν τα κράτη μέλη ακολουθήσουν τις προαναφερθείσες πρακτικές, η Οδηγία προβλέπει ότι πρέπει να εφαρμόσουν τις κατάλληλες διατάξεις ενημέρωσης σχετικά με την μορφή της εταιρείας και τον περιορισμό των διανομών.⁷⁹

3.3 Αξίωση Επιστροφής

Η Οδηγία καθορίζει πως σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τους όρους διανομής, να επιστρέφεται το ποσό από τον μέτοχο διανομής.⁸⁰

⁷⁴ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 46.

⁷⁵ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 56(5).

⁷⁶ Ibid, άρθρο 56(6).

⁷⁷ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 990

⁷⁸ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 56(7).

⁷⁹ Ibid, άρθρο 56(7)(α) – (γ).

⁸⁰ Ibid, άρθρο 57.

Το δικαίωμα που παρέχεται για διεκδίκηση της επιστροφής ως κύρωση, ενδυναμώνει την πρακτική αποτελεσματικότητα της απαγόρευσης.⁸¹

Είναι κρίσιμο να σημειωθεί ότι τα μερίσματα ανακοινώνονται και πληρώνονται μόνο αφού η γενική συνέλευση της εταιρείας εγκρίνει τους ετήσιους λογαριασμούς.⁸²

Σε αυτό το σημείο, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η Οδηγία δεν προσδιορίζει τον δικαιούχο της συγκεκριμένης αξίωσης.⁸³ Λαμβάνοντας υπόψη πως ρητά επιβάλλεται στην εταιρεία η απόδειξη, τότε πρέπει να εκτιμάται ως δικονομικώς νομιμοποιούμενη για την εφαρμογή της αξίωσης.

Η οποία αξίωση εφαρμόζεται, ισχύει έναντι και των μετόχων που κέρδισαν κεκαλυμμένες διανομές παραβιάζοντας την αρχή της ίσης μεταχείρισης. Η ευθύνη για την αξίωση εναπόκειται στην εταιρεία εάν συνδέεται με υποκειμενικά στοιχεία. Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία, για να αποδώσει την αξίωση επιστροφής, υποχρεούται να αποδείξει ότι ήταν εις γνώσιν του μέτοχου πως οι εν λόγω διανομές προς όφελος του ήταν αντικανονικές. Αυτό ισχύει και στην περίπτωση που αποδειχτεί πως λαμβάνοντας υπόψη όλα τα δεδομένα, δεν μπορούσε να αγνοήσει την ύπαρξη τους.

Ο μόνος τρόπος να αιτιολογηθεί κάτι τέτοιο, είναι το στην περίπτωση που οι μέτοχοι δύναντο να περιμένουν παροχές από την εταιρεία χωρίς να έχουν αντιπαροχή.⁸⁴ Στην πιο πάνω περίπτωση, η εμπιστοσύνη των μετόχων αποκτά προβάδισμα.⁸⁵

Αξίζει να σημειωθεί πως είναι στην διακριτική ευχέρεια του εθνικού νομοθέτη να εφαρμόσει πιο σκληρές διατάξεις με στόχο είτε να υπάρξει εξάρτηση της αξίωσης επιστροφής στην γνώση των μετόχων είτε στην ύπαρξη αμέλειας ή και στην μετακίνηση του βάρους απόδειξης στον μέτοχο.

3.4 Τα μέτρα λόγω σημαντικής μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου

Το ποσό που καθορίζει εάν μία μείωση του μετοχικού κεφαλαίου είναι σημαντική δεν ορίζεται από την οδηγία. Αυτό σημαίνει πως εναπόκειται στις εθνικές διατάξεις των Κρατών Μελών να το καθορίσουν.⁸⁶ Με την ύπαρξη σημαντικής μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου, υπάρχει

⁸¹ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 990.

⁸² Luca (n. 1), σελ. 200.

⁸³ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 990.

⁸⁴ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 56.

⁸⁵ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 990.

⁸⁶ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 58(2).

η υποχρέωση να διεξαχθεί γενική συνέλευση με σκοπό την παροχή πληροφοριών και για να παρθούν άμεσα μέτρα όπως καθορίζεται από την οδηγία.

Υπάρχουν αρκετά μέτρα που μπορούν να ληφθούν και αφορούν το μέλλον της εταιρείας. Κάποια από αυτά είναι, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, ανάκληση των οργάνων, με το χερίστο πιθανό να είναι να λυθεί η εταιρεία.⁸⁷

Η συνέλευση εντέλλεται να πραγματοποιηθεί εντός του χρονικού περιθωρίου που καθορίζουν οι εθνικές διατάξεις. Το μόνο που καθορίζει η Οδηγία είναι το όριο στην βάση του καλυφθέν κεφαλαίου. Δηλαδή, το συγκεκριμένο ποσό δεν μπορεί να ξεπερνά την μισή του αξία.

Δεν παύει όμως, λόγω και της φύσης της Οδηγίας ως ελάχιστης εναρμόνισης, να δίνεται η ευχέρεια στον εθνικό νομοθέτη να ορίζει μεγαλύτερο ποσό κατά αναλογία του καλυφθέν κεφαλαίου. Σε αυτό δεν παίζει ρόλο ο ισολογισμός από τα κέρδη και τις ζημιές της εταιρείας, ούτε αν η μείωση που προκύπτει μπορεί να καλυφθεί από τα αποθεματικά. Η υποχρέωση στην εταιρεία για σύγκλιση γενικής συνέλευσης ενεργοποιείται αυτομάτως με την μείωση του κεφαλαίου κατά το ήμισυ.

Συμπερασματικά, η σημαντική μείωση του κεφαλαίου δεν στέκεται ως εμπόδιο στις κινήσεις της εταιρείας αλλά ενεργοποιεί την συνεδρίαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Αυτή η πράξη, προβλέπεται ούτως ώστε να προστατευθούν οι μέτοχοι και οι πιστωτές από οικονομικές πράξεις με υποκεφαλαιοδοτημένη εταιρία. Η συγκεκριμένη διάταξη είναι αποσπασματική.⁸⁸

Σε περίπτωση που υπάρξει καθυστέρηση στην σύγκλιση γενικής συνέλευσης με αποτέλεσμα να μην παρέχεται η κατάλληλη προστασία στους μετόχους, τότε υπάρχει το ενδεχόμενο για αξίωση των μετόχων στην των κανονισμών τις περί αδικοπραξιών διατάξεις.⁸⁹

Κλείνοντας, υπάρχουν ισχυρές αντιπαραθέσεις στο κατά πόσον η εφαρμογή της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου πετυχαίνει τον στόχο της για προστασία των πιστωτών. Η διανομή των μετοχών δεν γίνεται να βασίζεται στην χρηματική αξία και μόνο, καθώς η εξέλιξη της αγοράς και των εταιριών προκαλούν εμπόδια. Επίσης, ακόμη μία αδυναμία που παρουσιάζεται από τις πιο πάνω διατάξεις, εναπόκειται στο γεγονός πως τα κέρδη δεν αποδεικνύουν πάντοτε την οικονομική επάρκεια μιας εταιρείας.⁹⁰

⁸⁷ Ibid, άρθρο 58(1).

⁸⁸ Κοτσίρης (π. 6), σελ. 991.

⁸⁹ Ibid.

⁹⁰ Ibid

3.3 Απόκτηση ιδίων μετοχών

3.3.1 Επεξήγηση και πιθανές περιπτώσεις απόκτησης

Η απόκτηση ιδίων μετοχών από μια εταιρεία, αναφέρεται στη διαδικασία την οποία μια εταιρεία αγοράζει τις μετοχές που είχε εκδώσει προηγουμένως, έχοντας ως αποτέλεσμα τη μείωση των μετοχών που κυκλοφορούν στην αγορά.

Αυτή η πρακτική χρησιμοποιείται από εταιρείες για διάφορους σκοπούς, όπως η αύξηση της αξίας των μετοχών που παραμένουν, η αποφυγή εχθρικών εξαγορών, ή η βελτίωση των δεικτών αποδοτικότητας.

Υφίστανται δύο κατηγορίες που διαχωρίζουν την απόκτηση από την εταιρεία δικών της μετοχών. Η πρώτη κατηγορία αφορά την πρωτογενή απόκτηση μετοχών, που σημαίνει πως στην διάρκεια της σύστασης της εταιρείας ή όταν σημειώνεται αύξηση του κεφαλαίου. Η δεύτερη κατηγορία είναι η δευτερογενής απόκτηση που γίνεται με την μεταβίβαση των μετοχών είτε με άμεσο τρόπο, είτε με έμμεσο.

Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι η Οδηγία απαγορεύει ρητά στην εταιρεία την απόκτηση των μετοχών της,⁹¹ είτε με άμεσο είτε με έμμεσο τρόπο, για παράδειγμα μέσω εκπροσώπου της εταιρείας.⁹² Σε αυτό το σημείο, πρέπει να σημειωθεί πως η ισχύ του εν λόγω κανονισμού διευρύνεται και στις περιπτώσεις ανάληψης μετοχών της μητρικής εταιρείας από την θυγατρική της.⁹³ Εάν πραγματοποιηθεί κάτι τέτοιο, τότε η απόκτηση μετοχών θα θεωρηθεί ως ενέργεια που έχει εκτελεστεί από την ίδια την ανώνυμη, μητρική εταιρεία.⁹⁴

Επιπρόσθετα, η ενσωμάτωση του άρθρου 66 της Οδηγίας,⁹⁵ είχε ως στόχο να παρεμποδίσει την μέθοδο που εκδηλώθηκε ως προς την ανάληψη των μετοχών ενάντια στις αρχές που προωθεί η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία. Ο τρόπος που λειτουργούσε αυτή η μέθοδος, ήταν στην περίπτωση όπου μια προσφορά εξαγοράς δεν ολοκληρωνόταν, έτσι η εταιρεία αγνοούσε το όριο του 10%. Η τροποποίηση του ορίου, οδήγησε στην αναβάθμιση της οδηγίας.

Συνεχίζοντας, η απαγόρευση της ανάληψης των ιδίων μετοχών, που σημαίνει από την πρωτογενή κτήση των ιδίων μετοχών από την εταιρία, βελτιώνει την δυναμική της αρχής του σταθερού κεφαλαίου. Κάτι τέτοιο, συμβαίνει επειδή αν ήταν εφικτή η ανάληψη των ιδίων μετοχών από την εταιρεία, θα σήμαινε πως θα ήταν μέτοχος της ίδια, και η μετέπειτα

⁹¹ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 59(1).

⁹² Ibid, άρθρο 59(2).

⁹³ Ibid, άρθρο 67.

⁹⁴ Ibid.

⁹⁵ Ibid, άρθρο 66.

υποχρέωση της για την αντίστοιχη εισφορά θα οδηγούσε σε συσχέτιση του οφειλέτη με τον δανειστή.

Ουσιαστικά, τα ίδια περιουσιακά στοιχεία που θα πρόσφεραν στην εταιρεία, θα προκαλούσαν μια φαινομενική αύξηση η οποία στην πραγματικότητα δεν θα είχε καμία ουσιαστική αξία.

Συνεχίζοντας, η απαγόρευση της ιδιοκτησίας μετοχών από την ίδια την εταιρεία δεν υπόκειται σε οποιεσδήποτε εξαιρέσεις. Έτσι, σε περίπτωση όπου υπάρχει αντιπροσωπία κατά την πρωτογενή ανάληψη ιδίων μετοχών της εταιρείας, τότε θεωρείται ότι πήρε τις μετοχές για ιδίων όφελος.⁹⁶ Αυτό σημαίνει πως έχει την υποχρέωση να πληρώσει την αξία που αναλογεί. Επίσης, δικαιολογημένα τίθεται το επιχείρημα πως σε τέτοια περίπτωση, ο έμμεσος αντιπρόσωπος δεν έχει καμία απαίτηση έναντι της εταιρείας για να του καταβάλει το κόστος των μετοχών.⁹⁷

Είναι εξαιρετικής σημασίας η ύπαρξη διάκρισης μεταξύ της ανάληψης μετοχών κατά την ίδρυση της εταιρείας και της ανάληψης μετοχών κατά τη διαδικασία αύξησης κεφαλαίου, ειδικά όταν η ανάληψη πραγματοποιείται απευθείας.

Όσον αφορά την πρώτη περίπτωση, η ανάληψη μετοχών κατά την ίδρυση της εταιρείας, θα πρέπει να καταβληθεί αντίστοιχη εισφορά από τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που ιδρύουν την εταιρεία.

Ενώ στην περίπτωση της αύξησης των μετοχών, την αντίστοιχη εισφορά θα πρέπει να την καταβάλουν είτε οι νυν μέτοχοι που θέλουν να αυξήσουν την ισχύ τους, είτε οι νέοι μέτοχοι που θέλουν να πάρουν μετοχές.⁹⁸ Η υποχρέωση της πληρωμής επωμίζεται από τους ιδρυτές ή τους διοικούντες της εταιρείας αφού πρόκειται για αντικειμενική ευθύνη.⁹⁹

Ωστόσο, τα Κράτη Μέλη της ΕΕ έχουν τη δυνατότητα να εφαρμόσουν τα δικά τους μέτρα, ώστε να προβλέπεται απαλλαγή σε περίπτωση που αποδειχθεί ότι δεν φέρουν ευθύνη.¹⁰⁰

Η συγκεκριμένη διέξοδος καθιερώθηκε ως μια συμβιβαστική λύση μεταξύ της αντικειμενικής ευθύνης που καθορίζεται από την οδηγία, και την υποκειμενική ευθύνη που παρουσίασε η επιτροπή.

Σε ότι αφορά την δεύτερη κατηγορία η οποία είναι η απόκτηση ιδίων μετοχών ως δευτερογενής απόκτηση, υπάρχει διαφορετική προσέγγιση σε σχέση με την ανάληψη ιδίων μετοχών, καθώς η απόκτηση τους από την εταιρεία είναι εν μέρη πιθανή με υπό κάποιες προϋποθέσεις.

⁹⁶ Ibid, άρθρο 59(2).

⁹⁷ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 992.

⁹⁸ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 59(3).

⁹⁹ Ibid, άρθρο 59(3)(1).

¹⁰⁰ Ibid, άρθρο 59(3)(3).

Η οδηγία δεν παραθέτει κάποιο απόλυτο ορισμό για την απαγόρευση της απόκτησης ιδίων μετοχών από την εταιρεία, πολιτική την οποία υιοθετούν μερικά από τα Κράτη Μέλη.¹⁰¹ Υπάρχουν οι επιλογές είτε της περιορισμένης άδειας κάτω από όρους και προϋποθέσεις, είτε της ήπιας απαγόρευσης.

Τα Κράτη Μέλη έχουν την ευχέρεια να αποφασίσουν εάν θα επιτρέψουν σε μια εταιρεία να αποκτήσει τις δικές της μετοχές, είτε με άμεσο είτε με έμμεσο τρόπο, φροντίζοντας να μην παραβιάζεται η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων.

Παράλληλα, για την αποφυγή σύγκρουσης με τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ,¹⁰² είναι απαραίτητο να διασφαλίζεται η προστασία των μετόχων από την κατάχρηση εσωτερικής πληροφόρησης.¹⁰³

Συνεχίζοντας, για να καταστεί δυνατή η απόκτηση ιδίων μετοχών από τις εταιρείες, απαιτείται από τα Κράτη Μέλη να ενσωματώσουν στη νομοθεσία τους τις αναγκαίες προϋποθέσεις που καθορίζονται από την Οδηγία.¹⁰⁴

Πιο αναλυτικά, η πρώτη προϋπόθεση αφορά την απαίτηση για έγκριση της απόκτησης από την γενική συνέλευση. Η απόφαση στην οποία θα καταλήξει, καθορίζει τον ανώτατο αριθμό των μετοχών που δύναται να αποκτηθούν, τον χρόνο που θα βρίσκεται σε εφαρμογή η εν λόγω απόφαση ο οποίος είναι σε συνάρτηση με την εθνική νομοθεσία με μέγιστη πιθανή ισχύ τα πέντε χρόνια, και την μέγιστη αξία που μπορεί να αποκτηθεί από επαχθή αιτία. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας είναι υπεύθυνο για την εφαρμογή των αναφερόμενων προϋποθέσεων.¹⁰⁵

Είναι υπό την αίρεση των Κρατών Μελών η ύπαρξη παρέκκλισης από την προϋπόθεση της έγκρισης από την γενική συνέλευση με βάση το άρθρο 19 παράγραφο 2 της Οδηγίας.¹⁰⁶ Αυτό ισχύει σε περίπτωση που θεωρείται αναγκαίο μέτρο για να προστατευθεί η εταιρία από τυχόν ζημιές,¹⁰⁷ ή για διανομή των μετοχών στο προσωπικό της εταιρίας ή κάποιας συνδεδεμένης.¹⁰⁸

Η δεύτερη υποχρεωτική προϋπόθεσή απαιτεί ότι η συναλλαγή να ασχολείται με πλήρως αποπληρωθείσες μετοχές.¹⁰⁹ Ενώ η τρίτη προϋπόθεση έχει να κάνει με τις αποκτήσεις οι οποίες

¹⁰¹ Ibid, άρθρα 59 – 63, 66 και 67.

¹⁰² Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28ης Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς).

¹⁰³ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 60(1).

¹⁰⁴ Ibid, άρθρο 60(1)(α) – (γ).

¹⁰⁵ Ibid, άρθρο 60(1)(α).

¹⁰⁶ Ibid, άρθρο 60(2).

¹⁰⁷ Ibid.

¹⁰⁸ Ibid, άρθρο 60(3).

¹⁰⁹ Ibid, άρθρο 60(1)(γ).

στο σύνολο τους δεν πρέπει να μειώνουν το καθαρό ενεργητικό σε χαμηλότερο επίπεδο από την αξία του του καλυφθέντος κεφαλαίου.¹¹⁰

Πέραν από τις υποχρεωτικές προϋποθέσεις, η Οδηγία παρέχει στα Κράτη Μέλη την επιλογή κάποιων προαιρετικών προϋποθέσεων. Οι οποίες δίνουν την επιλογή στα Κράτη Μέλη να εξαρτήσουν την απόκτηση όπως καθορίζεται στην οδηγία.¹¹¹ Η πρώτη προαιρετική προϋπόθεση αφορά την συνολική ονομαστική αξία των μετοχών που θα αποκτηθούν, η οποία δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από το 10% του καλυφθέντος κεφαλαίου. Δεύτερη, είναι η δυνατότητα απόκτησης ιδίων μετοχών να προνοείται στο καταστατικό ή στην συστατική πράξη της εταιρίας, τρίτη αποτελεί η υποχρέωση υποβολής εκθέσεων και γνωστοποιήσεων, τέταρτη είναι η ευχέρεια ακύρωσης μετοχών για συγκεκριμένες εταιρίες, όταν ποσό ίσης ονομαστικής αξίας των ακυρούμενων μετοχών περιλαμβάνεται σε μη διανεμητέο αποθεματικό, το οποίο όμως δύναται κεφαλαιοποιηθεί. Τελευταία προϋπόθεση είναι πως σε ενδεχόμενη απόκτηση μετοχών, να μην θίγεται η ικανοποίηση των αξιώσεων των πιστωτών.¹¹²

3.3.2 Εξαιρέσεις των κανόνων απόκτησης ιδίων μετοχών

Εν συνεχεία, η Οδηγία περιέχει ορισμένες περιπτώσεις οι οποίες δύναται να παρεκκλίνουν από τις προϋποθέσεις της Οδηγίας που έχουν αναφερθεί προηγουμένως. Τα Κράτη Μέλη θα καθορίσουν εάν θα ενσωματώσουν τις ακόλουθες περιπτώσεις.

Συγκεκριμένα, η πρώτη περίπτωση αφορά την ανάγκη απόκτησης μετοχών για την αποτροπή σοβαρής ζημίας στην εταιρεία. Σε αυτό το ενδεχόμενο, η μόνη υποχρέωση της εταιρίας είναι να γίνει ενημέρωση της γενικής συνέλευσης από το διοικητικό συμβούλιο. Πιο συγκεκριμένα, η περίπτωση τίθεται σε εφαρμογή με στόχο την προστασία της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής της εταιρίας ή για την αποφυγή των ενοχλητικών μειοψηφιών.¹¹³ Επίσης, λειτουργεί και ως δίχτυ ασφαλείας σε δημόσιες προτάσεις εξαγοράς, για την καλύτερη επιλογή που προτιμά η πλειοψηφία.

Η δεύτερη παρέκκλιση επιτρέπεται στο ενδεχόμενο που οι αποκτώμενες μετοχές τίθενται προς διανομή στο προσωπικό της εταιρίας, με στόχο την διασφάλιση της ίσης αντιμετώπισης τους.

¹¹⁰ Ibid, άρθρο 60(1)(β).

¹¹¹ Ibid, άρθρο 60(1)(α) – (ε).

¹¹² Ibid, άρθρο 60(1)(ε).

¹¹³ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 993-994.

Συνοπτικά, σημαντικές παρεκκλίσεις από τις διατάξεις για απόκτηση ιδίων μετοχών που δίνει η Οδηγία, είναι σε περίπτωση εκτέλεσης αποφάσεως για μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, στις μετοχές οι οποίες αποκτήθηκαν λόγω καθολικής διαδοχής.

Επίσης, η οδηγία αναφέρεται στις αγορές μετοχών λόγω χαριστικής αιτίας ή να έχουν αποκτηθεί από πιστωτικούς οργανισμούς ως προμήθεια για αγορά μετοχών, με σκοπό να δοθούν στους πελάτες τους, σε περιπτώσεις που έγιναν μετά από δικαστική απόφαση με στόχο την προστασία των μειωηφούντων μετόχων, από μη εξοφλημένες μετοχές από τον μέτοχο.

Τέλος, λόγω αποζημίωσης προς μειωηφούντων μετόχων συνδεδεμένων εταιριών, εξαιτίας αναγκαστικής εκτέλεσης και λόγω μετοχών που αποκτήθηκαν μετά από αίτημα των επενδυτών οι οποίες είναι εξοφλημένες και εκδόθηκαν από εταιρία επενδύσεων σταθερού κεφαλαίου. Καταληκτικά, είναι στην ευχέρεια των Κρατών Μελών εάν θα υιοθετήσουν τις εν λόγω αποκλίσεις.

3.3.3 Οι συνέπειες των επιτρεπτών και μη επιτρεπτών αποκλήσεων

Υπάρχουν οι περιπτώσεις στις οποίες οι μετοχές αποκτήθηκαν μετά από παρέκκλιση. Όπως καθορίζει η Οδηγία, αυτές οι μετοχές απαιτείται να μεταβιβαστούν το αργότερο με την συμπλήρωση τριών ετών, από τον χρόνο που πραγματοποιήθηκε η αγορά τους.¹¹⁴

Κάτι τέτοιο δεν θα ισχύσει στην περίπτωση που η ονομαστική αξία ή η λογιστική αξία του συνόλου των μετοχών που αγοράστηκαν από την εταιρία, δεν ξεπερνούν το 10% του καλυφθέντος κεφαλαίου. Σε αντίθετη περίπτωση οι μετοχές ακυρώνονται και εναπόκειται στα Κράτη Μέλη αν αυτό θα πραγματοποιηθεί με την μείωση του καλυφθέντος κεφαλαίου.

Σε περιπτώσεις όπου η απόκτηση των μετοχών γίνεται κατά την παράβαση των διατάξεων 60 και 61 της Οδηγίας,¹¹⁵ οι εν λόγω μετοχές απαιτείται να μεταβιβαστούν εντός ενός έτος από την στιγμή που αγοράστηκαν. Σε αντίθετη περίπτωση θα πρέπει να ακυρωθούν.

Συνεχίζοντας, στο άρθρο 63 της Οδηγίας 2017/1132,¹¹⁶ σημειώνεται πως τα Κράτη Μέλη οφείλουν να εφαρμόσουν μερικές προϋποθέσεις που να επιτρέπουν στην εταιρία να αποκτά τις δικές της μετοχές. Αρχικά αναφέρεται στο δικαίωμα της ψήφου που απορρέει από τις μετοχές το οποίο πρέπει να αναστέλλεται.

¹¹⁴ Ibid.

¹¹⁵ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (π. 13), άρθρα 60 και 61.

¹¹⁶ Ibid, άρθρο 63.

Αν οι συγκεκριμένες μετοχές συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, οφείλουν να προστεθούν και στο διανεμητέο αποθεματικό σε αντίστοιχη αξία.¹¹⁷

Επίσης, απαιτείται σε περίπτωση αγοράς των δικών της μετοχών να παρέχουν πληροφορίες αιτιολόγησης αυτής της πράξης στην ετήσια έκθεση διαχειρίσεως.

Σε περιπτώσεις ενεχυρίασης από την εταιρία δικών της μετοχών, υπάρχει εξομοίωση με τις αποκτήσεις που αναφέρονται στα άρθρα 60,61 παράγραφο 1, 63 και 64,¹¹⁸ τα οποία προνοούν πως εναπόκειται στα Κράτη Μέλη εάν θα υιοθετήσουν τις συγκεκριμένες υποχρεώσεις για τρέχουσες συναλλαγές των πιστωτικών οργάνων.

Καταληκτικά, με βάση την πιο πάνω ανάλυση για την απόκτηση ιδίων μετοχών από την εταιρία, είναι ξεκάθαρο πως οι συνέπειες προς τους πιστωτές και τους μετόχους της εταιρίας αναλόγως των συγκυριών μπορούν να είναι είτε θετικές είτε αρνητικές.

3.4 Χρηματοδότηση αγοράς μετοχών της εταιρίας από τρίτους

Στις διατάξεις της οδηγίας σημειώνεται πως δεν επιτρέπεται η χρηματοδότηση από την εταιρία μέσω προκαταβολών δανείων ή εγγυήσεων, της αγοράς μετοχών από τρίτους. Με την πάροδο του χρόνου και με την ανάγκη προσαρμογής των διατάξεων της Οδηγίας στις σύγχρονες απαιτήσεις του εταιρικού δικαίου, δρομολογήθηκε η τροποποίηση μέσω της Οδηγίας 2006/68/EK.¹¹⁹

Πιο συγκεκριμένα, δόθηκε η δυνατότητα στα Κράτη Μέλη να αποδέχονται την χρηματοδότηση υπό προϋποθέσεις. Πρώτη προϋπόθεση, είναι ότι η ευθύνη των εν λόγω συναλλαγών έχει η διεύθυνση της εταιρίας ή το διοικητικό όργανο κάτω από θεμιτούς όρους αγοράς, κυρίως όταν έχει να κάνει με τόκους που εισπράττει η εταιρία και μέσω των εγγυήσεων που της προσφέρονται για τα δάνεια και τις προκαταβολές. Δεύτερη, προαπαιτείται έλεγχος της φερεγγυότητας του τρίτου ο οποίος θα λάβει τις μετοχές. Τρίτη, οι συγκεκριμένες συναλλαγές πρέπει να τυγχάνουν έγκρισης από την γενική συνέλευση της εταιρίας, η οποία πρέπει να ακολουθεί τις διατάξεις του Άρθρου 83 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ.¹²⁰ Τέταρτη, το διοικητικό όργανο της εταιρίας οφείλει να υποβάλλει γραπτή έκθεση στη γενική συνέλευση με συγκεκριμένο περιεχόμενο, τους λόγους της συναλλαγής, το κέρδος που θα αποφέρει στην εταιρία η συναλλαγή, τους όρους της συναλλαγής, τους πιθανούς κινδύνους που μπορεί να

¹¹⁷ Ibid.

¹¹⁸ Ibid, άρθρα 60, 61 (1), 63 και 64.

¹¹⁹ Οδηγία 2006/68/EK (n. 19).

¹²⁰ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 83.

προκύψουν από αυτή την πράξη ως προς την ρευστότητα και τη φερεγγυότητα της εταιρίας και την αξία στην οποία ο τρίτος θα λάβει τις μετοχές. Πέμπτη, η συναλλαγή απαγορεύεται να προκαλέσει κόστος και μείωση του καθαρού ενεργητικού ποσού. Τέλος, το κόστος που καθορίζεται για τις μετοχές πρέπει να είναι λογικό.

Άξιο αναφοράς είναι πως στο Άρθρο 65 της Οδηγίας,¹²¹ γίνεται ξεκάθαρο πως σε περίπτωση που λαμβάνει μέρος στην συναλλαγή ένα μέλος ή εκπρόσωπος μέλους του διοικητικού οργάνου ή της διεύθυνσης της εταιρείας είτε της μητρικής, πρέπει να διασφαλιστεί η μη ύπαρξη σύγκρουσης συμφέροντος. Για να αποφευχθεί κάτι τέτοιο, τα Κράτη Μέλη οφείλουν να προνοήσουν και να νομοθετήσουν για την ύπαρξη δικλίδων ασφαλείας.

Καταληκτικά, οι πιο πάνω πρόνοιες προέκυψαν με στόχο την αναβάθμιση και εξέλιξη της Οδηγίας προς το καλύτερο.

3.5 Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου

3.5.1 Επεξήγηση και προϋποθέσεις

Όταν μια ανώνυμη εταιρία προσπαθεί να διευρύνει είτε την δυναμική της στην αγορά, είτε να επεκταθεί σε άλλου είδους εργασίες, είναι φυσικό επακόλουθο να πρέπει να εντοπίσει τρόπους αύξησης της κεφαλαιακής της ισχύς.

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είναι μια από τις πιο κύριες πηγές εσόδων για επίτευξη των στόχων της εταιρίας. Κάτι τέτοιο για να είναι εφικτό πρέπει να τηρούνται κάποιες προϋποθέσεις που ορίζει η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία.¹²²

Συγκεκριμένα, η οποιαδήποτε απόφαση για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας πρέπει να λαμβάνεται από την γενική συνέλευση η οποία έχει την αποκλειστική ευθύνη.

Η Οδηγία τονίζει πως είναι στην ευχέρεια της γενικής συνέλευσης να αποφασίσει κατά πόσο θα υπάρξει μεταβολή του κεφαλαίου, αλλά και η εφαρμογή της απόφασης πρέπει να δημοσιεύεται όπως ορίζουν οι εθνικές διατάξεις των Κρατών Μελών.¹²³

Άξιο αναφοράς είναι πως η οδηγία αναφέρει ρητά ότι το ποσό δεν μπορεί να υπερβαίνει το όριο που προβλέπει η εθνική νομοθεσία. Επίσης, μέσω πρόνοιας στις ιδρυτικές τις διατάξεις της εταιρείας ή μετά από απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, μπορεί να προστεθεί πρόνοια η οποία θα της επιτρέπει την παροχή εξουσιοδότησης σε άλλο όργανο για αύξηση του

¹²¹ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 65.

¹²² Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132.

¹²³ Paolo Santella and Riccardo Turrini, «Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?» (2008) 9(3) *European Business Organization Law Review* 436.

κεφαλαίου. Τέτοια απόφαση θα έχει ισχύ μέχρι και πέντε χρόνια και μπορεί να ανανεώνεται μέχρι να φτάσει στο ανώτατο επιτρεπτό ποσό.

Σε περίπτωση ύπαρξης περισσότερων κατηγοριών μετόχων, όπως κοινές και προνομιούχες,¹²⁴ για να παρθεί η απόφαση της αύξησης του κεφαλαίου πρέπει να πραγματοποιηθεί ξεχωριστή ψηφοφορία στις κατηγορίες που επηρεάζει μια τέτοια απόφαση.

Οι πιο πάνω διατάξεις, ισχύουν και στις περιπτώσεις έκδοσης μετόχων ή όταν εκδίδουν τίτλους που μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές ή να έχουν σύνδεση με το δικαίωμα αναλήψεως των μετοχών.

Η Οδηγία προνοεί και για την καταβολή του καλυφθέντος κεφαλαίου, τις εισφορές σε είδος αλλά και για τον έλεγχο που πραγματοποιείται σε αυτές τις περιπτώσεις.¹²⁵

Σε ότι αφορά την μερική εξόφληση των μετοχών του καλυφθέντος κεφαλαίου, μετά την αύξηση του κεφαλαίου, πρέπει να εξοφλείται το 25% της ονομαστικής τους αξίας το λιγότερο.¹²⁶

Εάν διαφανεί έλλειψη στην ονομαστική αξία, τότε ισχύει ως προς την λογιστική τους αξία. Ενώ αν υπάρχει η δέσμευση για την πληρωμή πρόσθετου ποσού, τότε αυτό το ποσό πρέπει να καταβάλλεται ολόκληρο.¹²⁷

Σχετικά με τις εισφορές σε είδος μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, η Οδηγία καθορίζει πως πρέπει να εξοφλούνται τουλάχιστον μέχρι την πάροδο πέντε ετών μετά την απόφαση για αύξηση. Επίσης, απαιτείται οι εισφορές σε είδος να ελέγχονται και να πραγματοποιείται έκθεση ως προς την αξία τους από ειδικούς οι οποίοι θα επιλέγονται από διοικητική ή δικαστική αρχή.¹²⁸

Μετά την τροποποίηση από την Οδηγία 2009/109, τα Κράτη Μέλη μπορούν να μην πραγματοποιούν έλεγχο της αξίας των εισφορών σε είδος, στην περίπτωση που η αύξηση κεφαλαίου εγκρίνεται για σκοπούς συγχώνευσης, διάσπασης ή δημόσιας προσφοράς αγοράς η ανταλλαγής μετοχών.¹²⁹

Προκύπτουν όμως ειδικές διαδικασίες αποτίμησης, οι οποίες πραγματοποιούνται από ειδικούς εμπειρογνώμονες.

¹²⁴ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 996.

¹²⁵ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13).

¹²⁶ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 48.

¹²⁷ Ibid

¹²⁸ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 49.

¹²⁹ Οδηγία 2009/9/ΕΚ της Επιτροπής, της 10ης Φεβρουαρίου 2009.

Η Οδηγία παρέχει την δυνατότητα στα Κράτη Μέλη να μην απαιτούν τους πιο πάνω ελέγχους και εκθέσεις, σε περιπτώσεις εισφορών σε είδος από μία ή και περισσότερες εταιρίες, μετά από συγχώνευση ή διάσπαση.

Εάν τα Κράτη Μέλη σε αυτές τις περιπτώσεις επιλέξουν να απαιτούν έκθεση από ειδικούς για τις εισφορές με είδος, τότε μπορούν να πραγματοποιούνται από το ίδιο άτομο, παράλληλα με την έκθεση για συγχώνευση και διάσπαση.

Επίσης, τα Κράτη Μέλη έχουν την επιλογή να μην ζητούν έκθεση εκτίμησης της αξίας σε περίπτωση εισφορών σε είδος που πραγματοποιήθηκαν από μία ή περισσότερες εταιρίες, εάν όλοι οι μέτοχοι της εταιρίας που έχουν δικαιώματα στις εισφορές, έχουν παραιτηθεί με ομόφωνη παραίτηση από τη σύνταξη της έκθεσης.¹³⁰

Σε ότι αφορά τις περιπτώσεις που πραγματοποιείται μερική κάλυψη της αύξησης του κεφαλαίου, το μετοχικό κεφάλαιο θα αυξηθεί κατ' αντιστοιχία σε μερικό βαθμό, μέχρι να καλυφθεί ολόκληρο το ποσό και να ισχύσει κανονικά.

Προχωρώντας στην Οδηγία 2017/1132, στο άρθρο 72 γίνεται ξεκάθαρη αναφορά για το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων σε οποιαδήποτε αύξηση κεφαλαίου με βάση της αριθμητικής τους ισχύς σε μετοχές.¹³¹

Παρέχεται το δικαίωμα στα Κράτη Μέλη να μην εφαρμόσουν το δικαίωμα της προτίμησης σε περιπτώσεις όπου εντοπίζεται περιορισμένο δικαίωμα συμμετοχής στις διανομές και στις περιπτώσεις εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας.¹³²

Επίσης, το δικαίωμα αυτό παρέχεται όταν το καλυφθέν κεφάλαιο της εταιρείας απαρτίζεται από διαφορετικές κατηγορίες μετοχών, όπου το δικαίωμα ψήφου ή το δικαίωμα συμμετοχής στις διανομές όπως ορίζεται στην Οδηγία, να αυξάνεται μονομερώς σε μία από αυτές τις κατηγορίες.¹³³

Η πρόσκληση για την εφαρμογή του δικαιώματος προτίμησης και το χρονικό περιθώριο δημοσιοποίησης της καθορίζονται από τις εθνικές διατάξεις.¹³⁴ Η συγκεκριμένη πρόνοια για δημοσίευση, είναι υπό την αίρεση του εκάστοτε Κράτους Μέλους, όταν οι μετοχές εξ ολοκλήρου είναι ονομαστικές. Σε αυτή την περίπτωση όλοι οι μέτοχοι θα τύχουν ενημέρωσης γραπτώς.

¹³⁰ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13).

¹³¹ Ibid, άρθρο 72(1).

¹³² Ibid, άρθρο 72(2)(α).

¹³³ Ibid, άρθρο 72(2)(β).

¹³⁴ Ibid, άρθρο 72(3).

Το δικαίωμα προτίμησης θα πρέπει να εφαρμοστεί εντός χρονικού περιθωρίου, όχι μικρότερου των 14 ημερών από την στιγμή της δημοσίευσης της προσφοράς ή της γραπτής ενημέρωσης των μετόχων.

Η Οδηγία ορίζει πως το δικαίωμα προτίμησης δεν μπορεί να περιορίζεται ή να αποκλείεται από καταστατικό ή την συστατική πράξη της εταιρίας, κάτι τέτοιο μπορεί να υλοποιηθεί μόνο με απόφαση της γενικής συνέλευσης.¹³⁵

Σε αυτή την περίπτωση, η διεύθυνση της εταιρίας έχει την υποχρέωση να παρουσιάζει έκθεση στην οποία να περιλαμβάνει τα αίτια αυτής της πράξης και να δικαιολογεί την τιμή εκδόσεως που προτείνει στους μετόχους.¹³⁶ Ωστόσο, για να παρθεί η τελική απόφαση πρέπει να υπάρχει απαρτία στην γενική συνέλευση και στο τέλος να δημοσιευθεί.¹³⁷

Σε περίπτωση που οριστεί υπεύθυνο όργανο της εταιρίας να λάβει την απόφαση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, τότε η εθνική νομοθεσία δικαιούται να καθορίσει κατά πόσο θα υπάρχει η δυνατότητα στην συνέλευση για περιορισμού ή αποκλεισμού του δικαιώματος προτίμησης. Αυτή η απόφαση μπορεί να βρίσκεται σε ισχύ μέχρι και πέντε χρόνια.¹³⁸

Αποκλεισμός από το δικαίωμα προτίμησης όπως έχει επεξηγηθεί πιο πάνω, δεν υφίσταται όταν πρόκειται για απόφαση αύξησης των μετοχών προς τράπεζες ή άλλα πιστωτικά ιδρύματα για να προσφερθούν στους μετόχους της εταιρίας.¹³⁹

3.5.2 Δικαστικές αποφάσεις και θέσεις για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Οι ρυθμίσεις για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έχουν καθοριστεί μέσω της Οδηγίας αλλά έχουν τύχει επεξήγησης και από αποφάσεις δικαστηρίων.

Σε ότι αφορά την απαγόρευση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με διοικητική πράξη και το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, σημαντική είναι η αναφορά του Δικαστηρίου Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΔΕΚ) στις αποφάσεις των υποθέσεων C-19/90 και C-20/90, Marina Karella and Nicola Karella v Minister Of Industry Energy and Technology and Organismos Anasygkrotiseos Epicheiriseon AE,¹⁴⁰ και της υπόθεσης C-134/91 και C-135/91, Kerafina-Keramische und Finanz-Holding AG κατά Ελληνικού Δημοσίου.¹⁴¹

¹³⁵ Ibid, άρθρο 72(4).

¹³⁶ Ibid, άρθρο 72(4).

¹³⁷ Ibid.

¹³⁸ Ibid, άρθρο 72(5).

¹³⁹ Ibid, άρθρο 72(7).

¹⁴⁰ Συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-19/90 και C-20/90 (n. 31).

¹⁴¹ Συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-134/91 και C-135/91 Kerafina-Keramische-und Finanz Holding AG και Βιοκτηματική ΑΕΒΕ κατά Ελληνικής Δημοκρατίας και Οργανισμού Οικονομικής Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων ΑΕ.

Στην πιο πάνω υπόθεση ο Οργανισμός Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων (ΟΑΕ), ως ο δημόσιος διαχειριστής, προχώρησε σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με διοικητική απόφαση και εξάσκησε το δικαίωμα προτίμησης στους παλιούς μετόχους. Από τα διάφορα ερωτήματα που χρειάστηκε να απαντήσει το Δικαστήριο, το ένα αφορούσε το άρθρο 68 1 της Οδηγίας,¹⁴² για το οποίο σημειώθηκε πως, ‘οι ιδιώτες μπορούν να επικαλούνται το άρθρο 25, παράγραφος 1, ενώπιον των εθνικών δικαστηρίων έναντι των δημοσίων αρχών.’¹⁴³

Επίσης, στις σκέψεις 31,33 και 36 σημειώθηκε πως η συγκεκριμένη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με διοικητική πράξη δεν εμπίπτει στις εξαιρετικές περιπτώσεις και εξακολουθεί να παραβιάζει τις αρχές της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας καθώς υπάρχει το ενδεχόμενο να θιχτεί ο δεσμευτικός της χαρακτήρας.¹⁴⁴

Σε ότι αφορά το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 68 1 της Οδηγίας, σημειώνετε πως ‘... να διασφαλιστεί η προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων.’¹⁴⁵

Σχετικά με την ερμηνεία του άρθρου, είναι ξεκάθαρο πως ο σκοπός της Δεύτερης εταιρικής οδηγίας είναι η εξασφάλιση ενός κατώτατου επιπέδου προστασίας των μετόχων οριζόντια σε ολόκληρη την ΕΕ. Δεν πρόκειται για εκτίμηση του κατά πόσον η Οδηγία έχει χαρακτήρα ελάχιστης ή μέγιστης εναρμόνισης, τουναντίον, ξεκαθαρίζεται πως πρόκειται για μία ελάχιστη ρύθμιση.¹⁴⁶

Σχετικά με το δικαίωμα προτίμησης σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, στην υπόθεση C-42/95 Siemens AG κατά Henry Nold,¹⁴⁷ ζητήθηκε από το ΔΕΚ να διευκρινιστεί αν οι διατάξεις του άρθρου 70, το οποίο εγγυάται το δικαίωμα προτίμησης των μετόχων για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά, επιτρέπουν επίσης τις εισφορές σε είδος και πώς ελέγχετε η νομιμότητα στις αποφάσεις που αποκλείουν αυτή την επιλογή. Αρχικά να επισημανθεί πως το συγκεκριμένο δικαίωμα μπορεί να περιορισθεί εάν υπάρχει σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης.

Το δικαστήριο στις αποφάσεις του επισήμανε πως το άρθρο 70 παρ. 1 της Οδηγίας ορίζει πως το δικαίωμα προτίμησης που προβλέπει αφορά αποκλειστικά την αύξηση του με εισφορές σε χρήμα.¹⁴⁸ Ωστόσο, το Δικαστήριο ξεκαθαρίζει πως το άρθρο δεν απαγορεύει στα Κράτη Μέλη να επιτρέπουν την επέκταση αυτού του δικαιώματος και στις αυξήσεις με εισφορές σε είδος.¹⁴⁹

¹⁴² Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 68(1).

¹⁴³ Συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-19/90 και C-20/90 (n. 31), σκέψη 23.

¹⁴⁴ Ibid, σκέψεις 31, 33, 36.

¹⁴⁵ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 68(1).

¹⁴⁶ Κοτσίρης (n. 6), σελ. 998.

¹⁴⁷ Υπόθεση C-42/95 Siemens AG κατά Henry Nold.

¹⁴⁸ Ibid, σκέψη 15.

¹⁴⁹ Ibid, σκέψεις 16, 18.

Συνεχίζοντας, η εσωτερική αυτή δυνατότητα με την επέκταση του δικαιώματος αποκλεισμού ή περιορισμού υπό ορισμένες προϋποθέσεις, συμβαδίζει με τον σκοπό της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας που είναι η αποτελεσματικότερη προστασία των μετόχων.¹⁵⁰

Σε ότι αφορά τον έλεγχο του περιεχομένου της απόφασης αποκλεισμού ή περιορισμού του δικαιώματος προτίμησης σε αυξήσεις με εισφορές σε είδος, δεν αντίκειται στους σκοπούς της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας, έστω και αν προκαλέσει καθυστέρηση στην εφαρμογή της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.

Οι εν λόγω καθυστερήσεις τυγχάνουν ελέγχου από τα εθνικά δικαστήρια.¹⁵¹ Η πιο πάνω απόφαση της Siemens/Nold, είναι η πρώτη σχετικά με την συμβατότητα της επέκτασης των ρυθμίσεων από τον εθνικό νομοθέτη σε ότι αφορά τις διατάξεις της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας.¹⁵²

Σε ότι αφορά την απαγόρευση της κατανομής νέων μετοχών χωρίς κατά προτίμηση προσφοράς στους μετόχους μέσω διοικητικής πράξης, το Δικαστήριο τοποθετήθηκε στην υπόθεση C-381/89, Σύνδεσμος Μελών της Ελευθέρως Ευαγγελικής Εκκλησίας κλπ κατά του Ελληνικού Δημοσίου.¹⁵³ Πρώτα, σε ότι αφορά το ιστορικό της υπόθεσης, έχει να κάνει με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με διοικητική πράξη με κεφαλαιοποίηση χρεών, αλλά και καινούργιας εισφοράς κεφαλαίων από τον Οργανισμό Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων. Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός πως το καινούργιο εταιρικό κεφάλαιο διαμοιράστηκε στις τράπεζες και τον ΟΑΕ.

Το Δικαστήριο διατύπωσε πως η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με διοικητική απόφαση, αλλά και η διανομή των μετοχών, παρακάμπτοντας το δικαίωμα της προτίμησης στους μετόχους, αντιβαίνει τις διατάξεις της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας. Οι θέσεις που εκφράστηκαν από το ΔΕΚ, ενισχύουν τα σημεία που ανέδειξε η υπόθεση Siemens AG v Henry Nold.

Μια σημαντική υπόθεση στην οποία υπήρξαν αναφορές για την Αύξηση του κεφαλαίου σε ανώνυμες τραπεζικές εταιρίες και στην εφαρμογή της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας ήταν η Παναγής Παφίτης και άλλοι κατά Τράπεζας Κεντρικής Ελλάδος ΑΕ.¹⁵⁴

¹⁵⁰ Ibid, σκέψη 19.

¹⁵¹ Ibid, σκέψη 21.

¹⁵² Κοτσίρης (n. 6), σελ. 999.

¹⁵³ Υπόθεση C-381/89 Σύνδεσμος μελών της Ελευθέρως Ευαγγελικής Εκκλησίας και λοιποί κατά Ελληνικού Δημοσίου και λοιπών.

¹⁵⁴ Υπόθεση C-441/93 Παναγής Παφίτης και λοιποί κατά Τράπεζας Κεντρικής Ελλάδος Α.Ε. και λοιπών.

Το δικαστήριο μετά από την ξεκάθαρη του θέση πως η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με διοικητική πράξη απαγορεύεται, συμπεριέλαβε στις διατάξεις της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας και τις ανώνυμες εμπορικές τράπεζες.

Το πρώτο επιχείρημα που χρησιμοποιήθηκε για να υποστηριχτεί η εν λόγω σκέψη ήταν πως οι τράπεζες δεν εντάσσονται στις εξαιρέσεις του Άρθρου 1 παρ.2 της Οδηγίας. Το δεύτερο είναι πως το κριτήριο που ορίζει ο νομοθέτης για το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας ήταν ως προς την ‘νομική μορφή της εταιρίας’, χωρίς να υπάρχει συσχέτιση με το πεδίο δράσης της εταιρίας. Σε ότι αφορά το τρίτο επιχείρημα, αφορά την εφαρμογή της Οδηγίας στα μέτρα εξυγίανσης τραπεζικής εταιρίας.

Ασχέτως πως υπάρχει η ανάγκη για προστασία των συμφερόντων των καταθετών και του συστήματος αποταμιεύσεως, τα Κράτη Μέλη έχει την δυνατότητα να λάβει τα αναγκαία μέτρα για την εφαρμογή αυστηρής εποπτείας που να διασφαλίζει την ομαλή λειτουργία του συστήματος.¹⁵⁵

Επίσης, η θέση του Δικαστηρίου σε αυτή την υπόθεση σχετικά με το άρθρο 72 παρ. 3. της Οδηγίας, είναι πως όλοι οι κάτοχοι ονομαστικών μετοχών πρέπει να τυγχάνουν ονομαστικός και ατομικώς γραπτής ενημέρωσης για το πως μπορούν να εφαρμόσουν το δικαίωμα προτίμησης σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με εισφορές σε μετρητά.¹⁵⁶

Η συγκεκριμένη ενημέρωση ωστόσο, δεν μπορεί να θεωρηθεί πως υφίσταται με δημοσίευση της προσφοράς σε εφημερίδες.¹⁵⁷ Εξαίρεση σε κάτι τέτοιο με βάση την Πρώτη Εταιρική Οδηγία 68/151/ΟΕΚ, αποτελεί η δημοσίευση της προσφοράς σε εθνικό δελτίο.

Στην απόφαση αυτή, το δικαστήριο υπερθεμάτισε την σκέψη που εκφράστηκε και στην υπόθεση Καρελλα,¹⁵⁸ πως ο σκοπός της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας είναι η εξασφάλιση του σεβασμού των δικαιωμάτων των εταίρων και των τρίτων στις περιπτώσεις αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και κατά την ίδρυση τους.¹⁵⁹

Συνεχίζοντας, άξιο αναφοράς είναι πως στις υποθέσεις C-83/91 Παναγής Παφίτης και άλλοι κατά Τράπεζας Κεντρικής Ελλάδος ΑΕ,¹⁶⁰ C-367/96 Κεφάλας κατά Ελληνικού Δημοσίου και

¹⁵⁵ Ibid, σκέψεις 49, 52.

¹⁵⁶ Ibid, σκέψεις 65, 66.

¹⁵⁷ Ibid, σκέψη 56.

¹⁵⁸ Συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-19/90 και C-20/90 (n. 31).

¹⁵⁹ Υπόθεση C-441/93 (n. 140), σκέψη 57;

Συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-19/90 και C-20/90 (n. 31) σκέψη 30;

Υπόθεση C-381/89 (n. 139), σκέψη 27

¹⁶⁰ Υπόθεση C-441/93 (n. 140).

ΟΑΕ,¹⁶¹ και C-373/97 Διαμαντής κατά Ελληνικού Δημοσίου και ΟΑΕ,¹⁶² το Δικαστήριο απάντησε το ερώτημα για την εφαρμογή των εθνικών διατάξεων που απαγορεύουν την κατάχρηση σε αντίθεση με τις κοινοτικές διατάξεις.

Σε ότι αφορά την υπόθεση Παφίτη,¹⁶³ το Δικαστήριο διατύπωσε πως δεν είναι αποδεκτή η εφαρμογή των εθνικών διατάξεων για καταχρηστική άσκηση δικαιώματος. Κάτι τέτοιο, θα εμπόδιζε ένα από τους βασικούς στόχους της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας που είναι η εναρμόνιση μεταξύ των Κρατών Μελών καθιστώντας την αναποτελεσματική.¹⁶⁴

Είναι ξεκάθαρο στην απόφαση της υπόθεσης Κεφάλας, όπου τονίστηκε πως οι πολίτες δεν μπορούν να χρησιμοποιούν το κοινοτικό δίκαιο καταχρηστικά, και ότι τα εθνικά δικαστήρια μπορούν να εφαρμόσουν κανονισμούς για να ελέγξουν αν κάποιο κοινοτικό δικαίωμα ασκείται καταχρηστικά.¹⁶⁵

3.6 Μείωση του μετοχικού κεφαλαίου

Η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου ορίζεται ως ένας νόμιμος τρόπος επιστροφής του κεφαλαίου στους μετόχους και αποτελεί μια νόμιμη παρέκκλιση και εξαίρεση από την αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου.¹⁶⁶

Τα αίτια που μπορούν να οδηγήσουν μία εταιρεία να εφαρμόσει μείωση του μετοχικού κεφαλαίου ποικίλουν, για παράδειγμα σε περίπτωση πολύ υψηλού μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας.

Κάτι τέτοιο μπορεί να προκύψει από επιχειρηματικές πράξεις της εταιρείας οι οποίες θα προκαλέσουν ζημιές, οδηγώντας σε πιθανή προσπάθεια μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου. Η πιο πάνω πράξη, θα έχει ως αποτέλεσμα να είναι να υπάρχει ανάλογο μετοχικό κεφάλαιο με τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία. Με αυτό τον τρόπο η εταιρεία θα μπορέσει να λειτουργήσει ομαλά με στόχο την επαναφορά της σε κατάσταση διανομής μερισμάτων.¹⁶⁷

Επίσης, μια άλλη αιτία μείωσης μετοχικού κεφαλαίου θα ήταν σε περίπτωση που η εταιρεία έχει σκοπό να διανέμει νόμιμα κάποια χρήματα στους μετόχους. Αυτό θα είναι συνέπεια της

¹⁶¹ Υπόθεση C-367/96 Αλέξανδρος Κεφάλας κ.λπ. κατά Ελληνικού Δημοσίου και Οργανισμού Οικονομικής Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων ΑΕ (ΟΑΕ).

¹⁶² Υπόθεση C-373/97 Διονυσίου Διαμαντή κατά Ελληνικού Δημοσίου και Οργανισμού Οικονομικής Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων ΑΕ (ΟΑΕ).

¹⁶³ Υπόθεση C-441/93 (n. 140).

¹⁶⁴ Ibid, σκέψη 68.

¹⁶⁵ Υπόθεση C-367/96 (n. 147), σκέψη 21.

¹⁶⁶ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 434.

¹⁶⁷ Ibid.

ύπαρξης μεγαλύτερων ποσών από αυτά που μπορεί να ξοδέψει παραδείγματος χάρη μετά από μία πώληση τμήματος ή κάποια περιουσίας της εταιρείας.¹⁶⁸

Σχετικά με τις ιδιωτικές εταιρείες, η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου και η επιστροφή των ποσών στου μετόχους μπορεί να είναι αναγκαία, σε περίπτωση που η εταιρεία μεταβιβαστεί σε άλλα πρόσωπα. Η υπόθεση Carruth v Imperial Chemical Industries Ltd, στην οποία υπήρξε απόφαση για μείωση της ονομαστικής αξίας συγκεκριμένων μετοχών για να είναι αντίστοιχη με την αξία που υπήρχε στο χρηματιστήριο.

Το άρθρο 73 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ,¹⁶⁹ αναφέρει πως πέραν από την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου που επιβάλλεται από το δικαστήριο, μπορεί να αποφασιστεί και μέσω γενικής συνέλευσης. Η συγκεκριμένη απόφαση οφείλει να δημοσιευθεί όπως ορίζει η εθνική νομοθεσία.

Επίσης, στην διαδικασία πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης, θα πρέπει να υπάρχει κατάλληλη ενημέρωση των μετόχων για τον σκοπού και τον τρόπο εφαρμογής της μείωσης.¹⁷⁰

Σε ότι αφορά τις περιπτώσεις που υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών, με βάση το άρθρο 74 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ,¹⁷¹ η σχετική απόφαση από την γενική συνέλευση θα πρέπει να περάσει από ξεχωριστή ψηφοφορία τουλάχιστον για κάθε κατηγορία μετόχων που επηρεάζονται από την εν λόγω πράξη.

Στις διατάξεις της Οδηγίας υπάρχουν δικλείδες ασφαλείας προς τους πιστωτές σε περίπτωση μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου. Το άρθρο 75 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ,¹⁷² ορίζει πως οι απαιτήσεις των πιστωτών που προέκυψαν πριν την δημοσίευση της απόφασης για μείωση του κεφαλαίου της εταιρείας, δικαιούνται να απαιτήσουν εγγύηση για τις μη ληξιπρόθεσμες κατά τον χρόνο της δημοσίευσης της.¹⁷³

Η Οδηγία παρέχει την δυνατότητα στα Κράτη Μέλη να παρεκκλίνουν από αυτό το δικαίωμα, μόνο όταν ο πιστωτής κατέχει επαρκείς εγγυήσεις ή όταν οι συγκεκριμένες ρυθμίσεις δεν είναι αναγκαίες σε σχέση με την εταιρική περιουσία.¹⁷⁴

Επίσης, η οδηγία ορίζει πως τα Κράτη Μέλη οφείλουν να προσδιορίσουν τις προϋποθέσεις για την άσκηση των δικαιώματος των εγγυήσεων, και πως είναι εφικτό να απευθυνθούν στην αρμόδια διοικητική ή δικαστική αρχή για να λάβουν τις εγγυήσεις.¹⁷⁵

¹⁶⁸ Ibid.

¹⁶⁹ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (n. 13), άρθρο 73.

¹⁷⁰ Ibid.

¹⁷¹ Ibid, άρθρο 74.

¹⁷² Ibid, άρθρο 75.

¹⁷³ Ibid, άρθρο 75(1).

¹⁷⁴ Ibid.

¹⁷⁵ Ibid.

Αυτό είναι εφικτό εάν οι πιστωτές αποδείξουν με αξιόπιστο τρόπο ότι η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου αποφέρει κίνδυνο στην ικανοποίηση των απαιτήσεων τους και ότι δεν έχουν πάρει τις απαραίτητες εγγυήσεις από την εταιρεία.¹⁷⁶

Στην περίπτωση που δεν δοθούν οι συγκεκριμένες εγγυήσεις, το άρθρο 75 παράγραφο 2,¹⁷⁷ της οδηγίας ορίζει πως η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου είναι ανίσχυρη και η οποιαδήποτε πληρωμή στους μετόχους είναι ανέφικτη. Εξαιρέση αποτελεί η περίπτωση στην οποία οι πιστωτές έχουν ικανοποιηθεί ή το αίτημα τους έτυχε απόρριψης από το Δικαστήριο.¹⁷⁸

Άξιο αναφοράς είναι πως η Οδηγία δεν ξεκαθαρίζει το είδος των εγγυήσεων που οφείλουν να παρέχουν οι εταιρείες. Από την άλλη, στο άρθρο 76 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ,¹⁷⁹ ορίζει τις εξαιρέσεις από τις εγγυήσεις για τους πιστωτές σε περίπτωση μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου.

Αρχικά, εάν μετά από την πράξη αυτή, το ποσό του αποθεματικού ποσού δεν ξεπεράσει το 10% της μείωσης, το συγκεκριμένο αποθεματικό δεν μπορεί να διανέμεται στους μετόχους, πέραν από την περίπτωση της μείωσης. Είναι εφικτό να χρησιμοποιηθεί για να καλυφτούν οι ζημιές που προέκυψαν ή για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών στα όρια που καθορίζουν τα Κράτη Μέλη.¹⁸⁰

Επίσης, το μετοχικό κεφάλαιο δεν είναι δυνατό να μειωθεί σε αξία κατώτερη από το ελάχιστο κεφάλαιο που καθορίστηκε στην Οδηγία στο ποσό των 25 000 ευρώ.¹⁸¹

3.7 Απόσβεση Μετοχικού Κεφαλαίου

Αρχικά πρέπει να σημειωθεί πως η απόσβεση μετοχικού κεφαλαίου δεν θεωρείται ως μείωση μετοχικού κεφαλαίου.¹⁸² Με την πράξη αυτή η εταιρεία αποδίδει στους μετόχους είτε ολόκληρο είτε μερικό τμήμα της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους, τις οποίες εισπράττουν έτσι πρόωρα την ονομαστική των μετοχών τους.¹⁸³ Σε αυτή την περίπτωση, η μείωση μεταβάλλει την αριθμητική ποσότητα του κεφαλαίου.

¹⁷⁶ Ibid.

¹⁷⁷ Ibid, άρθρο 75(2).

¹⁷⁸ Ibid.

¹⁷⁹ Ibid, άρθρο 76.

¹⁸⁰ Ibid.

¹⁸¹ Ibid, άρθρο 77.

¹⁸² Κοτσίρης (n. 6), σελ. 1003.

¹⁸³ Ibid.

Με βάση το άρθρο 78 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ,¹⁸⁴ σε περίπτωση που τα Κράτη Μέλη επιτρέπουν την ολική ή μερική απόσβεση του καλυφθέντος κεφαλαίου χωρίς μείωση, προβλέπεται να καλύπτονται ορισμένες προϋποθέσεις.¹⁸⁵

Η πρώτη προϋπόθεση είναι η πρόβλεψη της απόσβεσης από το καταστατικό ή την ιδρυτική πράξη της εταιρείας και η απόφαση θα παρθεί από την γενική συνέλευση με τους κανόνες απαρτίας και πλειοψηφίας που απαιτούνται. Σε αντίθετη περίπτωση, στην οποία το καταστατικό ή η συστατική πράξη της εταιρείας δεν προνοούν για την απόσβεση μετοχικού κεφαλαίου, η απόφαση εναπόκειται στην γενική συνέλευση η οποία θα πρέπει να ακολουθεί τους κανονισμούς του άρθρου 83 της Οδηγίας.¹⁸⁶ Επίσης, η απόφαση της συνέλευσης πρέπει να δημοσιευθεί όπως προβλέπεται στις εθνικές διατάξεις των Κρατών Μελών,¹⁸⁷ σύμφωνα με το άρθρο 16 της Οδηγίας.¹⁸⁸

Η δεύτερη προϋπόθεση της Οδηγίας, αναφέρει πως η απόσβεση είναι εφικτή να πραγματοποιηθεί χρησιμοποιώντας μόνο τα ποσά που μπορούν να διανεμηθούν, όπως ορίζει το άρθρο 56 παράγραφοι 1 έως 4.¹⁸⁹

Η τρίτη προϋπόθεση τονίζει πως οι μετοχές των μετόχων που έχουν αποσβεσθεί, διατηρούν τα δικαιώματα τους στην εταιρεία, πλην του δικαιώματος επιστροφής της εισφοράς και του δικαιώματος συμμετοχής στη διανομή του πρώτου μερίσματος το οποίο εισπράττεται επί των μετοχών που δεν αποσβέστηκαν.

3.8 Ανάκληση μετοχών

Η Οδηγία παρέχει το δικαίωμα και τις δυνατότητες στα Κράτη Μέλη να προβλέψουν το θεσμό της αναγκαστικής ανάκλησης των μετοχών. Με αυτή την πράξη, σημαίνει μείωση του κεφαλαίου το οποίο μεταφέρεται από την εταιρεία στους μετόχους.¹⁹⁰

Συνέπεια της ανάκλησης μετοχών, είναι να τίθεται σε κίνδυνο η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου, μιας βασικής αρχής της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας.¹⁹¹

Σε οποιαδήποτε περίπτωση μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου με αναγκαστική ανάκληση μετοχών, οι προϋποθέσεις της Οδηγίας πρέπει να εφαρμόζονται αυστηρά. Στο άρθρο 79 της

¹⁸⁴ Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (ν. 13), άρθρο 78.

¹⁸⁵ Ibid.

¹⁸⁶ Ibid, άρθρο 83.

¹⁸⁷ Ibid, άρθρο 78(α).

¹⁸⁸ Ibid, άρθρο 16.

¹⁸⁹ Ibid, άρθρο 56(1)-(4).

¹⁹⁰ Ibid, άρθρο 79(1).

¹⁹¹ Κοτσίρης (ν. 6), σελ. 1004.

Οδηγίας 2017/1132 παράγραφος 1 το πρώτο σημείο ορίζει πως πρέπει να επιβάλλεται ή να επιτρέπεται από το καταστατικό ή την συστατική πράξη της εταιρείας, πριν από την ανάληψη των μετοχών που αποτελούν αντικείμενο ανάκλησης.

Εάν τίθεται σε ισχύ μόνο από το πρώτο σημείο, τότε πρέπει να αποφασίζεται από την γενική συνέλευση, εκτός εάν έχει εγκριθεί με ομόφωνη απόφαση από τους ενδιαφερόμενους μετόχους. Επίσης, το όργανο το οποίο θα λάβει την απόφαση για ανάκληση θα πρέπει να καθορίσει τους τρόπους και τις προϋποθέσεις με τους οποίους μπορεί να πραγματοποιηθεί εάν δεν υπάρχουν ήδη στο καταστατικό ή την συστατική πράξη της εταιρείας.

Είναι ξεκάθαρο στην Οδηγία πως το άρθρο 75 εφαρμόζεται, πλην από τις περιπτώσεις που αφορούν μετοχές πλήρως εξοφλημένες και τίθενται εκ χαριστικής αιτίας στη διάθεση της εταιρείας ή ανακαλούνται χρησιμοποιώντας ποσά που μπορούν να διανεμηθούν. Σε αυτές τις περιπτώσεις ένα ποσό αντίστοιχο με την ονομαστική αξία ή σε περίπτωση ελλείψεως ονομαστικής αξία, με τη λογιστική αξία στο σύνολο των μετοχών που ανακλήθηκαν, απαιτείται να διατηρείται ως αποθεματικό, το οποίο δεν μπορεί να διανέμεται στους μετόχους παρά μόνο σε περίπτωση μείωσης του καλυφθέντος κεφαλαίου.

Το συγκεκριμένο αποθεματικό μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο για κάλυψη ζημιών ή για αύξηση του καλυφθέν κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, στον βαθμό που το επιτρέπουν τα Κράτη μέλη.¹⁹²

Το τελευταίο σημείο αφορά την διαδικασία δημοσίευσης της αναγκαστικής ανάκλησης, όπως προβλέπουν οι διατάξεις του άρθρου 16 της Οδηγίας.¹⁹³

Στην περίπτωση που υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών, σύμφωνα με το άρθρο 81 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ,¹⁹⁴ η απόφαση της γενικής συνέλευσης για ανάκληση του μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να διεξαχθεί με χωριστή ψηφοφορία τουλάχιστον στις κατηγορίες των μετοχών των οποίων τα δικαιώματα επηρεάζονται.

3.9 Εξαγορά μετοχών

Τα Κράτη Μέλη σύμφωνα με το άρθρο 82 της Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ,¹⁹⁵ έχουν την δυνατότητα να επιτρέψουν στις εταιρείες να εκδίδουν μετοχές οι οποίες επιτρέπεται να εξαγοραστούν υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Σκοπός των συγκεκριμένων προϋποθέσεων είναι να προστατέψουν το μετοχικό κεφάλαιο.

¹⁹² Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 (π. 13), άρθρο 78(δ).

¹⁹³ Ibid, άρθρο 16.

¹⁹⁴ Ibid, άρθρο 81.

¹⁹⁵ Ibid, άρθρο 82.

Απαιτείται να προνοείται η εξαγορά των μετοχών από το καταστατικό ή την ιδρυτική πράξη της εταιρείας, το ίδιο ισχύει για τις διαδικασίες και τις προϋποθέσεις.¹⁹⁶

Επιπρόσθετα, οι μετοχές αυτές πρέπει να είναι πλήρως εξοφλημένες, το ποσό της εξαγοράς να μπορεί να διανεμηθεί όπως ορίζεται στο άρθρο 56 παρ. 1 έως 4,¹⁹⁷ της Οδηγίας ή το προϊόν που εκδίδεται να προορίζεται για εξαγορά.¹⁹⁸

Συνεχίζοντας, στην Οδηγία αναφέρεται πως ποσό αντίστοιχο της ονομαστικής αξίας ή σε περίπτωση έλλειψης ονομαστικής αξίας, με τη λογιστική αξία του συνόλου των μετοχών που εξαγοράσθηκαν, πρέπει να εμπίπτει ως αποθεματικό, όπου απαγορεύεται πλην της περίπτωσης μείωσης του καλυφθέντος κεφαλαίου να διανέμεται στους μετόχους.¹⁹⁹

Το συγκεκριμένο αποθεματικό δύναται να χρησιμοποιηθεί μόνο σε περίπτωση αύξησης του καλυφθέντος κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών.

4. Η ενσωμάτωση της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου στο Κυπριακό Εταιρικό Δίκαιο

4.1 Κυπριακή νομολογία και σχετικές δικαστικές υποθέσεις

Πιο κάτω θα ακολουθήσει ανάλυση σχετικά με την εναρμόνιση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου στο Κυπριακό Εταιρικό Δίκαιο. Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, που θεσπίστηκε με σκοπό τη διασφάλιση της προστασίας των πιστωτών και την ενίσχυση της διαφάνειας στις εταιρικές δραστηριότητες, εισάγει σημαντικούς κανόνες περί διατήρησης και χειρισμού του μετοχικού κεφαλαίου.

Είναι θέμα προς εξέταση οι κανονισμοί με τους οποίους το Κυπριακό νομικό πλαίσιο έχει ενισχυθεί. Ενώ θα δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στις προκλήσεις αλλά και τις πρακτικές που ακολουθούνται για την αποτελεσματική εφαρμογή τους. Η διερεύνηση αυτή αποκαλύπτει τη σύνθεση μεταξύ της Ευρωπαϊκής ενοποίησης και της Εθνικής νομοθετικής προσαρμογής, καθώς και τον αντίκτυπο αυτής της εναρμόνισης στον επιχειρηματικό κόσμο της Κύπρου.

Η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου αναφέρεται στα μέτρα και τα εργαλεία που χρησιμοποιεί το εταιρικό δίκαιο για να εξασφαλίσει ότι το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας

¹⁹⁶ Ibid.

¹⁹⁷ Ibid, άρθρο 56(1)-(4).

¹⁹⁸ Ibid, άρθρο 82.

¹⁹⁹ Ibid.

διατηρείται στην κατοχή της. Το συγκεκριμένο ποσό απεικονίζει με ακρίβεια την οικονομική κατάσταση της εταιρείας.²⁰⁰

Ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα που εστιάζει το εταιρικό δίκαιο είναι το γεγονός πως οι μέτοχοι οφείλουν καταβάλουν το ποσό που αντιστοιχεί στην αξία των μετοχών είτε με μετρητά είτε με είδος. Επίσης το συγκεκριμένο ποσό δεν μπορεί να επιστραφεί άμεσα η έμμεσα,²⁰¹ εκτός από τις εξαιρέσεις που καθορίζει ο περί Εταιριών Νόμος.²⁰²

Ένα από τους κύριους στόχους της αρχής αυτής είναι η εξασφάλιση προστασίας των πιστωτών της εταιρείας καθώς με βάση το δόγμα της χωριστής νομικής προσωπικότητας όπως παρουσιάστηκε στην υπόθεση *Salomon v Salomon*,²⁰³ και της αρχής της περιορισμένης ευθύνης των μετοχών, δεν είναι εφικτή η προσπάθεια για ικανοποίηση των απαιτήσεων τους από τους μετόχους.²⁰⁴

Το μετοχικό κεφάλαιο χρησιμοποιείται για τον προγραμματισμό και υλοποίηση των στόχων της εταιρείας και σε αυτό το πλαίσιο πιθανώς να προκύψουν αρνητικά αποτελέσματα με συνεπακόλουθη μείωση.

Όπως διατυπώθηκε θεμελιωδώς στην υπόθεση *Trevor v Whitworth*,²⁰⁵ η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου δεν επιτρέπει την επιστροφή του μετοχικού κεφαλαίου στους μετόχους, πλην των θεσμοθετημένων περιπτώσεων μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου. Για να είναι κάτι τέτοιο εφικτό, πρέπει να λάβει έγκριση από το Δικαστήριο.²⁰⁶ Στην εν λόγω υπόθεση, το δικαστήριο με την απόφαση του Lord Watson, εστίασε κυρίως στην προστασία των πιστωτών, η οποία θεωρείται η βασική αιτία για την αρχή διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου. Όπως σημειώνει,

“Persons who deal with and give credit to a limited company already paid, as well as upon the responsibility of its members for the capital remaining at the call; and they are entitled to assume that no part of the capital which has been paid into the coffers has been subsequently paid out, except in the legitimate course of its business ”

²⁰⁰ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 410-411.

²⁰¹ Ibid.

²⁰² Ο περί Εταιρειών Νόμος (Κεφ. 113).

²⁰³ *Salomon v A Salomon & Co Ltd* [1896] UKHL 1.

²⁰⁴ *Guinness v Land Corporation of Ireland* (1882) 22 Ch D 349.

²⁰⁵ *Trevor v Whitworth* (1887) 12 App Cas 409.

²⁰⁶ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 411.

Σε μία άλλη σημαντική υπόθεση, στην *Hill v Permanent Trustee Company of New South Wales*,²⁰⁷ ο Lord Russell καθόρισε δύο θεμελιώδη στοιχεία της αρχής διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου. Σύμφωνα με αυτά, μια εταιρεία περιορισμένης ευθύνης η οποία δεν βρίσκεται σε διαδικασία εκκαθάρισης, δεν της επιτρέπεται να επιστρέψει κεφάλαια στους μετόχους της μέσω πληρωμών, εκτός αν έχει προηγηθεί μια εξουσιοδοτημένη διαδικασία μείωσης του κεφαλαίου.

Συνεχίζοντας, σημειώνεται πως οποιαδήποτε άλλη πληρωμή που πραγματοποιείται από την εταιρεία, με την οποία παραχωρεί χρήματα προς τους μετόχους της πρέπει, και μπορεί μόνο να γίνεται μέσω της διανομής κερδών. Είτε πρόκειται για πληρωμή με μέρισμα είτε με μόνους, απαιτείται ακόμη να αφορά κέρδη της εταιρείας.

Επίσης, σχετικά με την αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου σημειώνεται πως,

«The principle of capital maintenance is at least as old as the limited liability company. The law gave the shareholder the privilege of limiting his liability, so that once he had paid, or promised to pay on call (in the case of partly paid shares), an amount equal to the nominal value of the shares he took up he had no further responsibility for the debts of the company. In order to protect members and creditors, however, a body of rules was erected; such rules were designed to prevent the capital so provided from being extracted or otherwise eroded, save as a result of trading or other business events.»²⁰⁸

Επίσης, αυτό αποτελεί νόμιμο ρίσκο για τους πιστωτές και τους μέτοχους.

Σε ότι αφορά την θέση των πιστωτών, το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας αντικατοπτρίζει το επίπεδο φερεγγυότητας της. Όσοι πιστωτές είναι ανασφάλιστοι, έχουν την δυνατότητα να εξετάσουν το μετοχικό κεφάλαιο και τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας τα οποία είναι χωρίς δικλείδες ασφαλείας ή επιβαρύνσεων, που να λειτουργούν ως μοχλός πίεσης για την ικανοποίηση των απαιτήσεων τους σε περίπτωση που η εταιρεία οδηγηθεί σε εκκαθάριση. Δεν υπάρχουν εξαιρέσεις ως προς αυτό για εξασφάλιση τους επί τη βάση του κεφαλαίου της εταιρείας.²⁰⁹

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις μεγάλων εταιρειών που έχουν μικρό μετοχικό κεφάλαιο σε αντίθεση με τα περιουσιακά τους στοιχεία που μπορεί να έχουν μεγάλη αξία, παραδείγματος χάρη ακίνητη ιδιοκτησία.

²⁰⁷ *Hill v Permanent Trustee Company of New South Wales* [1930] AC 720.

²⁰⁸ CLRSF στο *The Strategic Framework, consultation document* (London, DTI, 1999) (para 5.42).

²⁰⁹ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 411.

Εν συνεχεία, θα εξετασθεί η ενσωμάτωση των διατάξεων της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις εθνικές διατάξεις του Κυπριακού Εταιρικού Δικαίου ως ορίζει ο περί Εταιρειών Νόμος.

Αρχικά, στην περίπτωση εταιρείας περιορισμένης ευθύνης με μετοχές, απαιτείται στο ιδρυτικό της έγγραφο να συμπεριλαμβάνει το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου με το οποίο θα εγγραφεί και τη διαίρεση του στις μετοχές που έχουν καθορισμένη αξία.²¹⁰ Κανένα πρόσωπο δεν δύναται να πάρει λιγότερο από μια μετοχή.

Ο εθνικός νομοθέτης προχώρησε στην ένταξη συγκεκριμένων απαιτήσεων σχετικά με το μετοχικό κεφάλαιο των δημοσίων εταιρειών. Όπως αναφέρεται στο 4^A του περί Εταιρειών Νόμο,²¹¹ το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο το οποίο απαιτείται για εγγραφή είναι στις 15 000 λίρες Κύπρου, λίγο περισσότερο 25 000 ευρώ, όπως αναφέρεται και στην Δεύτερη Εταιρική Οδηγία.²¹²

Επιπρόσθετα, στο άρθρο 47 3, δεν είναι δυνατή η παραχώρηση μετοχών δημόσιας εταιρείας, πλην των περιπτώσεων 'το ποσό το πληρωτέο με αίτηση για κάθε μετοχή δεν είναι λιγότερο από εικοσιπέντε τοις εκατό πάνω στην ονομαστική αξία της μετοχής.'²¹³

Εν συνεχεία, το άρθρο 47^A αναφέρει πως η παραχώρηση μετοχών δημοσίων εταιρειών, πέραν από την εισφορά μετρητών, μπορεί να πραγματοποιηθεί και με καταβολή εισφορών σε είδος,²¹⁴ όπως αναφέρονται στο άρθρο 47 β.²¹⁵

Σε ότι αφορά την έννοια της περιορισμένης ευθύνης, η συνεισφορά του μετόχου στο μετοχικό κεφάλαιο καταδεικνύει το μέγεθος της ευθύνης του, όταν η εταιρεία απωλέσει την φερεγγυότητα της.

Εάν ένας μέτοχος έχει πληρώσει πλήρως το ποσό της αξίας των μετοχών που ανέλαβε, δεν επιβαρύνεται με καμία επιπλέον ευθύνη για περαιτέρω συνεισφορά στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας.²¹⁶ Σε αντίθετη περίπτωση, στην οποία ο μέτοχος έχει καταβάλει σε μερικό βαθμό το ποσό της αξίας των μετοχών που ανέλαβε, επιβαρύνεται με την ευθύνη καταβολής ολόκληρου του ποσού.

Που σημαίνει, την διαφορά μεταξύ του ποσού που καταβλήθηκε και της ονομαστικής αξίας των μετοχών, συν τυχόν άλλες υφιστάμενες συμφωνίες. Σε περίπτωση που η εταιρεία τεθεί σε

²¹⁰ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 4(4)(α),

²¹¹ Ibid, άρθρο 4A.

²¹² ibid

²¹³ Ibid, άρθρο 47(3).

²¹⁴ Κύπρος Ιωαννίδης, *Διαλέξεις Εταιρικού Δικαίου για τις εξετάσεις του Νομικού Συμβουλίου 2014-15*, σελ. 65.

²¹⁵ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 47B.

²¹⁶ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 411.

διαδικασία εκκαθάρισης, οι μέτοχοι δεν μπορούν να συμμετέχουν στην διαδικασία διανομής μέχρι να ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις των πιστωτών.

Σε αντίθετη περίπτωση στην οποία υπάρχει ομαλή λειτουργίας της εταιρείας, οι μέτοχοι απολαμβάνουν τα κέρδη της εταιρείας μέσω της λήψης μερισμάτων. Εάν παρατηρηθούν ζημιές, τότε απαγορεύεται η διανομή των μερισμάτων μέχρι την πλήρη εξόφληση τους.²¹⁷

Όσον αφορά τη διαδικασία διανομής μερισμάτων στους μετόχους, αυτή είναι εφικτή μόνο εάν υπάρχουν κέρδη, δηλαδή, απαιτείται η εταιρική περιουσία να υπερβαίνει το μετοχικό κεφάλαιο.²¹⁸

Συνοψίζοντας, με την πιο πάνω ανάλυση αναδεικνύεται πως το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου δύναται να λειτουργεί ως σημείο μέτρησης της κερδοφορίας της εταιρείας.²¹⁹

Ενώ η εταιρεία λειτουργεί ως προς το οικονομικό όφελος της, παρουσιάζονται διάφορες διακυμάνσεις στην εταιρική της περιουσία σε σχέση με το μετοχικό της κεφάλαιο. Αυτό καταδεικνύει την δυσκολία της ακριβούς και αυστηρής διάκρισης μεταξύ του μετοχικού κεφαλαίου και των κερδών τα οποία δύναται να διανεμηθούν στους μετόχους. Αυτό το ζήτημα συνήθως εμφανίζεται στις μικρές και οικογενειακές επιχειρήσεις, όπου όλα τα μέλη έχουν ρόλους είτε ως σύμβουλοι είτε ως εργαζόμενοι.²²⁰

Σχετικά με την απαγόρευση της επιστροφής του μετοχικού κεφαλαίου και την αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου υπήρξε τοποθέτηση στην υπόθεση *In Progress Property Co v Moorgarth Group Ltd CO*.²²¹ Σε αυτή την υπόθεση η ενάγουσα εταιρεία πούλησε το σύνολο των μετοχών της σε μια θυγατρική της εταιρεία την οποία έλεγχε το ίδιο άτομο.²²²

Πραγματοποιήθηκε εκτίμηση της αξίας των μετοχών από μία ανεξάρτητη αρχή, την οποία κατανόησαν λάθος τα εμπλεκόμενα μέρη και ισχυρίστηκαν πως η αξία των μετοχών ήταν 4 εκατομμύρια αγγλικές λίρες περισσότερο.

Το Δικαστήριο αποφάσισε πως η εμπορική πράξη ήταν νόμιμη, ασχέτως πώς ήταν λανθασμένη η εκτίμηση. Άρα, δεν υπήρξε παράνομη επιστροφή κεφαλαίου στους μετόχους.

Από την άλλη, υιοθετήθηκε η άποψη πως οι αδικαιολόγητες πληρωμές όπως στην πιο πάνω περίπτωση, μπορούν να συνυπολογίζονται ως κλοπή της εταιρικής περιουσίας της εταιρείας.²²³

²¹⁷ Ibid, σελ. 412.

²¹⁸ Ibid, σελ. 413

²¹⁹ Ibid.

²²⁰ *Re Halt Garage (1964) Ltd* [1982] 3 All ER 1016.

²²¹ *Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd* [2010] UKSC 55.

²²² Ibid.

²²³ *R v Gomez* [1993] AC 442.

Παρά την ύπαρξη της αρχής διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου, οι εταιρείες υιοθετούν διάφορες μεθόδους για τη νόμιμη διανομή κεφαλαίων στους μετόχους.

Είναι κοινή πρακτική οι μέτοχοι να επενδύουν χρήματα σε εταιρείες με την προσδοκία να αποκομίσουν κέρδη από την πιθανή οικονομική ευημερία της εταιρείας, πέραν αυτού, προσδοκούν να πετύχουν επιπλέον έσοδα από την λήψη μερισμάτων.²²⁴

Επιπλέον, μία εξαίρεση στην αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου είναι η δυνατότητα καταβολής ορισμένων προμηθειών για την αγορά μετοχών της ίδιας της εταιρείας. Όπως αναφέρει το άρθρο 52 1 του περί Εταιριών νόμου,

“είναι νόμιμο για εταιρεία να πληρώνει προμήθεια σε οποιοδήποτε πρόσωπο σε αντάλλαγμα εγγραφής του ή συμφωνίας εγγραφής του με ή χωρίς όρους, για μετοχές της εταιρείας ή εξεύρεσης ή συμφωνίας για εξεύρεση με ή χωρίς όρους, εγγραφών για οποιοδήποτε μετοχές της εταιρείας.”²²⁵

Ωστόσο, περιέχονται συγκεκριμένες προϋποθέσεις για να είναι εφικτό. Χρειάζεται να υπάρχει εντός του καταστατικού, η προμήθεια που πληρώθηκε ή συμφωνήθηκε να πληρωθεί, να μην ξεπερνά το 10% της αξίας των μετοχών που εκδόθηκαν ή το ποσό ή το συντελεστή που εξουσιοδοτείται από το καταστατικό οποιοδήποτε είναι λιγότερο.²²⁶

Επίσης, αναφέρεται πως το ποσό ή ο συντελεστής σε ποσοστό επί τοις εκατό της προμήθειας που έχει πληρωθεί ή συμφωνήθηκε να πληρωθεί είναι από την μία σε περίπτωση μετοχών που έχουν προσφερθεί στο κοινό για εγγραφή, πρέπει να παρουσιάζεται στην εγγραφή.

Από την άλλη, σε ότι αφορά μετοχές που δεν προσφέρθηκαν στο κοινό για εγγραφή, αποκαλύπτεται στη δήλωση αντί πρόσκλησης για εγγραφή.²²⁷ Πέραν του ότι ο αριθμός των μετοχών για τον οποίο πρόσωπα συμφώνησαν για προμήθεια, να εγγράφονται χωρίς όρους και ότι αποκαλύπτεται κατά τον τρόπο που αναφέρθηκε πιο πάνω,²²⁸ το άρθρο 52 περιέχει περισσότερες διατάξεις σχετικά με την πληρωμή προμηθειών για την απόκτηση μετοχών.²²⁹

Σε ότι αφορά τις εισφορές σε είδος, όταν η καταβολή της ονομαστικής αξίας των μετοχών δεν υλοποιείται σε χρήμα αλλά με είδος, παραδείγματος χάρη με υλικά αγαθά, ακίνητη η κινητή ιδιοκτησία, είναι πιθανό να υπάρξει ανακολουθία με τον κανόνα της απαγόρευσης διάθεσης

²²⁴ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 413.

²²⁵ Ο περί Εταιριών Νόμος (n. 188), άρθρο 52(1).

²²⁶ Ibid, άρθρο 52(1)(α)-(β).

²²⁷ Ibid, άρθρο 52(1)(γ).

²²⁸ Ibid, άρθρο 52(1)(δ).

²²⁹ Ibid, άρθρο 52(2) – (5).

μετοχών με έκπτωση ή μείωση στην αξία τους. Αυτό θα έχει ως συνεπακόλουθο την ύπαρξη κινδύνου μικρότερης εκτίμησης στην αξία των μετοχών από την ονομαστική τους αξία.

Σημαντική είναι η απόφαση του Δικαστηρίου στην υπόθεση *Re Wragg Ltd*,²³⁰ στην οποία ο εκκαθαριστής επικαλέστηκε τις πιο πάνω σκέψεις. Οι εμπλεκόμενοι, *Wragg* και *Martin* πούλησαν την επιχείρησή τους σε εταιρεία την οποία ίδρυσαν οι ίδιοι για το ποσό των 46 300 λιρών Αγγλίας, τις οποίες πλήρωσαν με έκδοση ομολόγων και την ολιστική αποπληρωμή μετοχών.²³¹ Ο εκκαθαριστής, ισχυριζόμενος πως η αξία των μετοχών υπερεκτιμήθηκε 18 000 λίρες έθεσε το επιχείρημα ότι οι μετοχές που αντιστοιχούν στο συγκεκριμένο ποσό ως μη πλήρως αποπληρωμένες.

Το δικαστήριο εξέφρασε αντίθετη άποψη, ισχυριζόμενο ότι οι σύμβουλοι ενήργησαν καλόπιστα, κρίνοντας ότι το αντάλλαγμα που ελήφθη για τις μετοχές ισοδυναμούσε με την ονομαστική τους αξία, και συνεπώς δεν ήταν δυνατή η αμφισβήτησή του.

Όπως ανέφερε ο δικαστής *Lindley LJ*, εφόσον μια εταιρεία περιορισμένης ευθύνης δρα ειλικρινά και όχι με ψευδή τρόπο, και υπό την προϋπόθεση ότι δεν έχει υποπέσει σε παραπλάνηση σε τέτοιο βαθμό ώστε να δικαιούται απαλλαγή από τη συμφωνία της, φαίνεται να είναι κατοχυρωμένο, ότι οι συμφωνίες από εταιρείες περιορισμένης ευθύνης για αγορά περιουσίας ή υπηρεσιών με κεφάλαιο που έχει ήδη καταβληθεί σε μετοχές είναι έγκυρες και δεσμευτικές για τις εταιρείες και τους πιστωτές τους.²³²

Αυτό το συμπέρασμα ισχύει επίσης για τις ιδιωτικές εταιρείες. Ωστόσο, στην περίπτωση των δημόσιων εταιρειών, έχουν καθιερωθεί ειδικές νομοθετικές διατάξεις σε ότι αφορά τις εισφορές σε είδος στον περί Εταιρειών νόμο.²³³

Αρχικά, το άρθρο 47 Α 1,²³⁴ ορίζει ότι δεν επιτρέπεται σε δημόσια εταιρεία να αποδέχεται εισφορές ως πληρωμή για τις μετοχές της που σχετίζονται με την ανάληψη υποχρεώσεων για την εκτέλεση εργασιών ή την παροχή υπηρεσιών.²³⁵

Επιπρόσθετα, το άρθρο 47 σημείο Α.5,²³⁶ διατυπώνει πως οι μετοχές πρέπει να εκδοθούν στο ύψος του ποσού που θα διαπιστωθεί με βάση τις διατάξεις του άρθρου 47Β, το οποίο ορίζει πως σε περίπτωση αύξησης του κεφαλαίου πρέπει να πραγματοποιείται έκθεση από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα ή δημόσια προσφοράς αγοράς ή ανταλλαγής μετοχών για να

²³⁰ *In re Wragg Ltd* [1897] 1 Ch 796.

²³¹ *Ibid.*

²³² *Ibid.*

²³³ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 413.

²³⁴ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 47Α(1).

²³⁵ *Ibid.*

²³⁶ *Ibid.*, άρθρο 47Α(5).

αμειφθούν οι μέτοχοι της εταιρείας που διασπάται ή απορροφάται ή η οποία αποτελεί το αντικείμενο της δημόσιας προσφοράς για αγορά ή ανταλλαγή μετοχών των οποίων η εκτίμηση της αξίας των εισφορών σε είδος δεν απαιτείται να διαπιστωθεί.²³⁷

Επίσης, σημειώνεται πως απαιτείται η εξόφληση των μετοχών πρέπει να ολοκληρωθεί εντός του χρονικού περιθωρίου των 5 ετών από την ημερομηνία έκδοσης.

Το ίδιο άρθρο 47B του περί Εταιρειών νόμο ρυθμίζει τον τρόπο εκτιμήσεως των εισφορών σε είδος, αλλά και τις περιπτώσεις τις οποίες εξαιρούνται από την ανάγκη για εκτίμηση.²³⁸

Προχωρώντας, υπάρχουν και άλλες διατάξεις στον περί Εταιρειών νόμο οι οποίες σχετίζονται με τις εισφορές σε είδος, όπως το άρθρο 47Γ,²³⁹ το οποίο αναφέρεται σχετικά με την απόκτηση στοιχείων ενεργητικού με την ολοκλήρωση της εγγραφής.

Στο άρθρο 47Δ,²⁴⁰ αναφέρονται οι προϋποθέσεις που απαιτείται να πληρούνται ούτως ώστε να μην τίθεται σε εφαρμογή το άρθρο 47 Β,²⁴¹ και τον τρόπο εκτιμήσεως των εισφορών σε είδος. Τέλος, στο άρθρο 47 Ε,²⁴² αναφέρεται η ανάγκη για δημοσιοποίηση σε περίπτωση που τεθεί σε ισχύ το άρθρο 47 Δ.²⁴³

Όπως έχει ήδη επισημανθεί, υφίσταται απαγόρευση για τις δημόσιες εταιρείες να δέχονται εισφορές σε είδος για την απόκτηση μετοχών τους, οι οποίες περιλαμβάνουν την ανάληψη υποχρεώσεων για την εκτέλεση εργασιών ή την παροχή υπηρεσιών.

Από την άλλη, μια ιδιωτική εταιρεία έχει την δυνατότητα να επιτρέψει τέτοιου είδους ανάληψη υποχρέωσης που σχετίζεται με εκτέλεση εργασιών ή την παροχή υπηρεσιών.

Όπως έγινε στην υπόθεση *Re Theatrical Trust Ltd, Chapman's case 1895*,²⁴⁴ στην οποία η πληρωμή των μετοχών διεκπεραιώθηκε με την ανάληψη καθηκόντων διευθυντή για την χρονική περίοδο των 5 ετών.

Επιπρόσθετα, εάν δεν τηρηθούν οι διατάξεις που σχετίζονται με τις εισφορές σε είδος, είναι υποχρεωτική η πληρωμή της αξίας των μετοχών από τον μέτοχο.²⁴⁵

Σε αυτό σημείο χρειάζεται να γίνει αναφορά στα μερίσματα, τα οποία αποτελούν τις πληρωμές που πραγματοποιούνται από τα διανεμόμενα κέρδη της εταιρείας στους μετόχους σε αντιστοιχία με τις μετοχές τους και κατά τη διακριτική ευχέρεια των συμβούλων.

²³⁷ Ibid, άρθρο 47B(α).

²³⁸ Ibid, άρθρο 47B(β).

²³⁹ Ibid, άρθρο 47Γ.

²⁴⁰ Ibid, άρθρο 47Δ.

²⁴¹ Ibid, άρθρο 47B.

²⁴² Ibid, άρθρο 47Ε.

²⁴³ Ibid, άρθρο 47Δ.

²⁴⁴ *Re The Theatrical Trust Limited; Chapman's case* (72 L. T. Rep. 461; (1895) 1 Ch. 771).

²⁴⁵ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 421;

Re Bradford Investments (No.2) [1991] BCLC 224.

Μια εταιρεία που καταγράφει κέρδη έχει τη δυνατότητα είτε να διανέμει μερίσματα στους μετόχους της είτε να επενδύσει αυτά τα κέρδη στις επιχειρηματικές της δραστηριότητες, όπως στη διεύρυνση του κύκλου εργασιών της.²⁴⁶

Όπως έχει αναφερθεί προηγουμένως, η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου απαιτεί μια περιεκτική ανάλυση του χρονοδιαγράμματος διανομής των μερισμάτων, πέρα από την απλή ύπαρξη κερδών σε μια συγκεκριμένη χρονιά. Αυτό είναι σημαντικό επειδή μπορεί να υπάρχουν ζημιές σε προηγούμενα έτη που ίσως μείωσαν την αξία της εταιρικής περιουσίας κάτω από το επίπεδο του μετοχικού κεφαλαίου.²⁴⁷

Η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να διανέμει μερίσματα μόνο από τα διαθέσιμα κέρδη της, δηλαδή από τα συσσωρευμένα καθαρά κέρδη της. Στην περίπτωση μιας δημόσιας εταιρείας, δεν επιτρέπεται η διανομή μερισμάτων αν αυτή οδηγεί σε μείωση της συνολικής εταιρικής περιουσίας κάτω από την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της.²⁴⁸

Σημειώνεται ότι οι σύμβουλοι έχουν την υποχρέωση να εξασφαλίσουν ότι οι ζημιές των προηγούμενων ετών έχουν καλυφθεί, προτού προβούν στη διανομή μερισμάτων για το τρέχον έτος.

Είναι ξεκάθαρο ότι ο βασικός σκοπός μιας εταιρείας είναι η διανομή κερδών στους μετόχους της, μια διαδικασία που καθορίζεται από συγκεκριμένους κανονισμούς.

Το εταιρικό δίκαιο επιτρέπει τη διανομή μόνο των κερδών, διασφαλίζοντας ότι τα περιουσιακά στοιχεία που απαρτίζουν το μετοχικό κεφάλαιο δεν επηρεάζονται. Το μετοχικό κεφάλαιο παραμένει στην εταιρεία ως εγγύηση για την ικανοποίηση των απαιτήσεων των πιστωτών σε περίπτωση εκκαθάρισης.

Για να επιτραπεί η διανομή μερισμάτων, απαιτείται να υπάρχει σχετική πρόνοια στο καταστατικό της εταιρείας. Ο γενικός κανόνας ορίζει ότι τα ποσά των διανεμηθέντων μερισμάτων δεν μπορούν να υπερβαίνουν τα κέρδη της εταιρείας.

Αξία αναφοράς είναι η υπόθεση *Bank of Cyprus (Holdings) v Republic*, στην οποία το Ανώτατο Δικαστήριο προχώρησε στην ανάλυση της έννοιας και μερικών βασικών χαρακτηριστικών των μερισμάτων. Συγκεκριμένα αναφέρθηκε πως, ‘The ordinary meaning of dividend is a share of profits, whether at a fixed rate or otherwise, allocated to the holders of shares in a company.’²⁴⁹

²⁴⁶ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 421.

²⁴⁷ Ibid.

²⁴⁸ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 421-422.

²⁴⁹ *BANK OF CYPRUS (HOLDINGS) v. REPUBLIC* (1985) 3 CLR 1883.

Επιπλέον, αναφέρθηκε ότι οι μέτοχοι δεν διαθέτουν την εξουσία να απαιτήσουν τη διανομή των κερδών, καθώς αυτό αποτελεί εσωτερική απόφαση της εταιρείας και απόλυτη ευθύνη των μετόχων να αποφασίσουν με πλειοψηφία. Τέλος, σημειώθηκε στην απόφαση πως ο τρόπος που απαιτούνται και διανέμονται τα μερίσματα συμπεριλαμβάνονται στο καταστατικό της εταιρείας.²⁵⁰

Ακόμη μία σημαντική υπόθεση, είναι η *Lordos Demetrios v The Republic of Cyprus through the Commissioner of Income Tax*,²⁵¹ το δικαστήριο υιοθέτησε το πιο πάνω σκεπτικό και ανέφερε πως τα μερίσματα πληρώνονται από τα κέρδη αλλά δεν υποχρεούται να διανέμει το σύνολο των κερδών.

Η διοίκηση της εταιρείας δεν υποχρεούται να διανείμει μερίσματα εκτός αν το επιθυμεί, και οι μέτοχοι δεν έχουν το δικαίωμα να απαιτήσουν την πληρωμή των κερδών της εταιρείας πριν από την επίσημη διανομή των μερισμάτων.

Επίσης σημειώνεται πως η δήλωση διανομής μερίσματος από μια εταιρεία δημιουργεί ένα χρέος που τίθεται σε ισχύ είτε άμεσα είτε στο μέλλον, ανάλογα με το αν το μερίσμα εκφράζεται ως πληρωτέο σε μελλοντική ημερομηνία ή όχι.

Αναφέρεται πως οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να μηνύσουν την εταιρεία για τα μερίσματα.

Το άρθρο 169Α του περί Εταιρειών νόμου,²⁵² ορίζει τις συνθήκες υπό τις οποίες επιτρέπεται η διανομή μερισμάτων από τις εταιρείες. Συγκεκριμένα, το άρθρο αναφέρει ότι εξαίρεση αποτελεί η περίπτωση της μείωσης του εκδοθέντος κεφαλαίου. Στις υπόλοιπες περιπτώσεις, μια δημόσια εταιρεία δεν επιτρέπεται να διανέμει ποσά στους μετόχους, εάν αυτό οδηγεί σε μείωση του καθαρού ενεργητικού κάτω από το επίπεδο του καλυφθέντος κεφαλαίου.²⁵³

Στο δεύτερο σημείο, αναφέρεται ότι το ποσό των μερισμάτων που διανέμεται στους μετόχους δεν πρέπει να υπερβαίνει τα καθαρά αποτελέσματα του πρόσφατου οικονομικού έτους, αυξημένα με τα μεταφερόμενα κέρδη και τις διαθέσιμες κρατήσεις από τα αποθεματικά για αυτόν τον σκοπό. Εκτός από την αύξηση του ποσού διανομής, πραγματοποιείται και μείωση με βάση το ποσό των ζημιών που έχουν μεταφερθεί από προηγούμενα οικονομικά έτη, καθώς και τα ποσά που έχουν δεσμευτεί σύμφωνα με τον νόμο ή το καταστατικό της εταιρείας.²⁵⁴

²⁵⁰ Ibid.

²⁵¹ *Lordos Demetrios v. The Republic of Cyprus through the Commissioner of Income Tax* (1987) 3 CLR 462.

²⁵² Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 169Α.

²⁵³ Ibid, άρθρο 169Α(1).

²⁵⁴ Ibid, άρθρο 169Α(2).

Τέλος, η διανομή που περιγράφεται στα εν λόγω άρθρα περιλαμβάνει την καταβολή μερισμάτων και τόκων που σχετίζονται με τις μετοχές, αλλά δεν περιορίζεται αποκλειστικά σε αυτά.

Συνεχίζοντας, η παραβίαση αυτών των κανόνων καθιστά την πληρωμή παράνομη και εκτός των εξουσιών της εταιρείας.

Επισημαίνεται ότι ένας σύμβουλος, ο οποίος γνώριζε ή θα έπρεπε να γνωρίζει ότι η διανομή μερίσματος αποτελούσε παραβίαση των εφαρμοστέων κανόνων, έχει την ευθύνη να επιστρέψει το ποσό του παράνομα διανεμηθέντος μερίσματος πίσω στην εταιρεία.²⁵⁵

Μια σημαντική υπόθεση είναι η *Re Exchange Banking Co, Flitcroft's Case* του 1882,²⁵⁶ όπου ο εκκαθαριστής της Τράπεζας κινήθηκε εναντίον πέντε πρώην συμβούλων της εταιρείας. Κατά την περίοδο μεταξύ 1873 και 1878, οι σύμβουλοι της Τράπεζας αποφάσισαν τη διανομή μερισμάτων παρά το γεγονός ότι γνώριζαν πως ορισμένες από τις απαιτήσεις της εταιρείας ήταν μη εξυπηρετούμενες και ανεπίδεκτες είσπραξης, με αποτέλεσμα η εταιρεία να μην διαθέτει πραγματικά διανεμόμενα κέρδη. Το δικαστήριο έκρινε πως οι σύμβουλοι είχαν την πλήρη ευθύνη για την παράνομη διανομή μερισμάτων και στην απόφαση σημείωσε ότι οφείλουν να επιστρέψουν στην εταιρεία ολόκληρο το ποσό των μερισμάτων. Κάτι τέτοιο ισχύει μόνο στην περίπτωση που ο σύμβουλος είχε εις γνώσιν του τις πραγματικές περιστάσεις της παράνομης πράξης.

Άλλη μία υπόθεση που αξίζει να αναφερθεί είναι η *Bairstow v Queens Moat Houses plc*,²⁵⁷ κατά την οποία οι σύμβουλοι βασίστηκαν σε πληροφορίες από τους λογαριασμούς της εταιρείας για το έτος 1991, οι οποίοι παρουσίαζαν εσφαλμένα υπερβολικά κέρδη, και προχώρησαν παράνομα σε διανομές μερισμάτων.

Το Αγγλικό Εφετείο κατέληξε στην απόφαση ότι η ευθύνη των συμβούλων δεν περιοριζόταν απλώς στη διαφορά μεταξύ του ποσού του παρανόμως διανεμηθέντος μερίσματος και του μερίσματος που θα μπορούσε να έχει διανεμηθεί νόμιμα.

Παρόλο που οι σύμβουλοι δεν θεωρούνταν εμπιστευματοδόχοι στην αυστηρή έννοια του όρου, η αιτιολόγηση της απόφασης βασίστηκε στο ότι ήταν σε θέση παρόμοια με αυτήν των εμπιστευματοδόχων, λόγω των καθηκόντων φροντίδας που είχαν έναντι της εταιρείας. Αυτά τα καθήκοντα και οι ευθύνες οιονεί εμπιστευματοδόχου προκύπτουν από την εξουσία και την υποχρέωση τους να διαχειρίζονται τις εταιρικές υποθέσεις προς το συμφέρον όλων των μετόχων.

²⁵⁵ *Bairstow v Queens Moat Houses Plc* [2001] EWCA Civ 712.

²⁵⁶ *In re Exchange Banking Company or Flitcroft's case* (1882) LR 21 Ch D 519.

²⁵⁷ *Bairstow* (n. 240).

Με βάση τα παραπάνω, οι σύμβουλοι της εταιρείας καταδικάστηκαν ως υπεύθυνοι για την παράνομη διανομή μερισμάτων από την εταιρική περιουσία και αναγκάστηκαν να επιστρέψουν το ποσό των 78 εκατομμυρίων αγγλικών λιρών στην εταιρεία.

Κατά συνέπεια, όπως αποδείχθηκε στις αναφερόμενες υποθέσεις, οι σύμβουλοι υφίστανται κυρώσεις σε περίπτωση που προβούν σε παράνομες διανομές μερισμάτων.

Όπως αναφέρεται στο άρθρο 169Δ του περί Εταιρειών νόμου,²⁵⁸ σχετικά με την παραβίαση των άρθρων 169Α έως 169Γ,²⁵⁹ κάθε πληρωμή κατά παράβαση των άρθρων πρέπει να επιστραφεί από τους μετόχους που την εισέπραξαν.

Αυτό ισχύει στην περίπτωση που αποδειχθεί πως οι εν λόγω μέτοχοι γνώριζαν ή θα έπρεπε λογικά να γνωρίζουν την παρανομία των πληρωμών που δέχτηκαν, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις συνθήκες.

Εάν μόνο ένα μέρος του διανεμηθέντος μερίσματος παραβιάζει τις ισχύουσες διατάξεις, η ευθύνη του μετόχου θα αφορά ακριβώς το ποσοστό αυτού του μερίσματος.

Ενώ αν ένας μέτοχος γνωρίζει τα πραγματικά γεγονότα και αποδέχεται να λάβει τα παράνομα μερίσματα, πιθανώς να θεωρηθεί εμπιστευματοδόχος, όπως σημειώνεται στην υπόθεση *Precision Dippings Ltd v Precision Dippings Marketing Ltd*.²⁶⁰ Υπάρχει όμως πιθανή ανατροπή της πιο πάνω νομολογίας από την απόφαση του House of Lords στην υπόθεση *Westdeutsche Landesbank Girozentrale v Islington LBC*.²⁶¹

Πολύ σημαντική ήταν η υπόθεση *It's a Wrap (UK) Ltd v Gula*,²⁶² στην οποία ο εκκαθαριστής της εταιρείας απαίτησε την επιστροφή των μερισμάτων που είχαν διανεμηθεί στους εναγομένους, οι οποίοι ήταν ταυτόχρονα οι μοναδικοί μέτοχοι και σύμβουλοι της εταιρείας.

Σε διάστημα δύο ετών, η εταιρεία δεν είχε διαθέσιμα κέρδη για τη διανομή μερισμάτων, αλλά παρόλα αυτά αναφέρεται ότι προχώρησε στη διανομή μερισμάτων προς τους εναγόμενους.

Την στιγμή που η εταιρεία προχώρησε σε εκκαθάριση για λόγους αφερεγγυότητας, ο εκκαθαριστής ισχυρίστηκε ότι τα εν λόγω μερίσματα είχαν διανεμηθεί παράνομα. Αυτή η ενέργεια αποτελούσε παραβίαση των ισχυόντων διατάξεων, για αυτό θα έπρεπε τα μερίσματα να επιστραφούν στην εταιρεία.

²⁵⁸ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 169Δ.

²⁵⁹ *ibid*, άρθρο 169Α – 169Γ.

²⁶⁰ *Precision Dippings Ltd v Precision Dippings Marketing Ltd* [1986] 1 Ch. 447.

²⁶¹ *Westdeutsche Landesbank Girozentrale v Islington LBC* [1996] UKHL 12.

²⁶² *It's a Wrap (UK) Ltd (In Liquidation) v (1) Barbara Gula and (2) Anthony Gula* [2005] EWHC 2015 (Ch).

Οι εναγόμενοι υποστήριξαν ότι τα εν λόγω ποσά τους διανεμήθηκαν ως αμοιβή, αλλά καταγράφηκαν στους λογαριασμούς ως μερίσματα, καθώς είχαν λάβει συμβουλή ότι αυτό θα ήταν πιο ευνοϊκό από φορολογική άποψη.

Το πρωτόδικο δικαστήριο απέρριψε το αίτημα του εκκαθαριστή, καθώς ήταν σαφές ότι οι εναγόμενοι αποσκοπούσαν στο να αποκομίσουν φορολογικό όφελος και δεν είχαν την πρόθεση να παραβιάσουν σκόπιμα τις σχετικές διατάξεις του νόμου.

Ο δικαστής ερμήνευσε τη φράση «δεν ήταν δυνατόν να την αγνοούν» ως ενδεικτική του ότι οι εναγόμενοι γνώριζαν ή είχαν σοβαρούς λόγους να πιστεύουν, όχι μόνο τα γεγονότα από τα οποία προέκυψε η παραβίαση, αλλά και τις συνέπειες αυτής της παραβίασης.

Ήταν αναμενόμενο ότι το Εφετείο θα ακύρωνε την προηγούμενη απόφαση του πρωτόδικου δικαστηρίου, καθώς κατέληξε ότι η άγνοια των εναγόμενων για τους κανόνες δεν αποτελούσε έγκυρη δικαιολογία για την αμυντική τους στάση έναντι αυτών των ενεργειών.

Το δικαστήριο σημείωσε πως η συγκεκριμένη διάταξη θα έπρεπε να ερμηνευτεί αντίστοιχα όπως στο άρθρο 16 της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας η οποία ενσωματώνεται στις εθνικές διατάξεις των Κρατών Μελών.

Όσον αφορά την πληρωμή μερισμάτων με τρόπο άλλο από μετρητά, αυτή μπορεί να γίνει μόνο με την ενσωμάτωση αντίστοιχων διατάξεων στο καταστατικό της εταιρείας.²⁶³

Σχετικά με την καλυμμένη επιστροφή κεφαλαίου, αυτή αναφέρεται σε συναλλαγές της εταιρείας με τους μετόχους όταν ενεργούν υπό διαφορετική ιδιότητα από αυτή του μετόχου.

Είναι παράνομο για την εταιρεία να υποκύπτει στην πίεση του ελεγχόμενου μετόχου και να συνάπτει συμβάσεις που είναι ευνοϊκές είτε για τον ίδιο τον μέτοχο είτε για κοντινά του τρίτα πρόσωπα, όπως συγγενείς, όταν τέτοιες συμβάσεις είναι ζημιογόνες για την ίδια την εταιρεία. Κάποια παραδείγματα περιλαμβάνουν την παροχή εγγυήσεων υπέρ του μετόχου, για δανεισμό με εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια και ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής, καθώς και την πληρωμή υπερβολικά υψηλών αμοιβών στους μετόχους ή την καταβολή υπερβολικά υψηλού τιμήματος σε συναλλαγές με τον ίδιο μέτοχο.²⁶⁴

Αυτές οι συναλλαγές μπορεί να τύχουν αξιολόγησης για να καθοριστεί εάν αποτελούν καλυμμένες επιστροφές κεφαλαίου, οι οποίες παραβιάζουν την αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου. Υπάρχουν ορισμένες κατηγορίες τέτοιων συναλλαγών που δεν είναι επιτρεπτές, στον βαθμό που το καθαρό όφελος για τον μέτοχο προέρχεται από το κεφάλαιο

²⁶³ Wood v Odessa Waterworks Co (1889) 42 Ch D 636.

²⁶⁴ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 431.

της εταιρείας. Η εταιρεία δεν έχει την εξουσία να πραγματοποιεί καλυμμένες δωρεές στους μετόχους της.²⁶⁵

Σε ότι αφορά την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, ορίζεται ως ο νόμιμος τρόπος της επιστροφής κεφαλαίου και η εξαίρεση από την αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου. Υπάρχει ταύτιση με την Δεύτερη Εταιρική Οδηγία, καθώς υπάρχουν συγκεκριμένοι λόγοι μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, για παράδειγμα όταν βρίσκεται σε πολύ μεγαλύτερα επίπεδα από τα πραγματικά καθαρά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Ακόμη ένα παράδειγμα αποτελεί η επιθυμία της εταιρείας να μειώσει το μετοχικό κεφάλαιο και παράλληλα να διανέμει ποσά στο μετόχους.

Με βάση τις διατάξεις του περί Εταιρειών νόμου οι διαδικασίες που πρέπει να ακολουθούνται για την μείωση είναι οι εξής, θα πρέπει να υπάρξει έγκριση με ειδικό ψήφισμα για μείωση του μετοχικού κεφαλαίου,²⁶⁶ και μετά να ληφθεί η έγκριση του Δικαστηρίου.²⁶⁷

Στο άρθρο 64 παρ. 3,²⁶⁸ τονίζεται πως δεν γίνεται να μειωθεί το μετοχικό κεφάλαιο κάτω από το όριο που σημειώνεται στο άρθρο 4^A,²⁶⁹ δηλαδή τις 15 000 λίρες που αντιστοιχούν σε 25 629 ευρώ.²⁷⁰

Επίσης, η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου απαιτείται όπως περιλαμβάνεται στο καταστατικό της εταιρείας.²⁷¹ Σε περίπτωση που κάτι τέτοιο δεν ισχύει, τότε θα πρέπει να τροποποιηθεί το καταστατικό της εταιρείας και να ενσωματώσει αυτή την εξουσία όπως ορίζει το άρθρο 12 μαζί με το ειδικό ψήφισμα.

Υπάρχει όμως και η αντίθετη άποψη, η οποία αναφέρει πως σε περίπτωση που δεν υπάρχει σχετική πρόνοια στο καταστατικό, δεν χρειάζεται τροποποίηση του καθώς το ειδικό ψήφισμα αποτελεί ad hoc τροποποίηση του καταστατικού.²⁷²

Συνεχίζοντας, το άρθρο 65 περιλαμβάνει την αίτηση προς το Δικαστήριο για διάταγμα επικύρωσης, τις ενστάσεις από πιστωτές και τις διευθετήσεις καταλόγου ενιστάμενων πιστωτών.²⁷³

Υπάρχουν περισσότερες πρόνοιες σχετικά με την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου όπως το άρθρο 66, το οποίο ρυθμίζει το διάταγμα που επικυρώνει τη μείωση του κεφαλαίου και τις

²⁶⁵ Ibid.

²⁶⁶ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 64.

²⁶⁷ Ibid, άρθρο 64(1).

²⁶⁸ Ibid, άρθρο 64(3).

²⁶⁹ Ibid, άρθρο 4A.

²⁷⁰ Ibid.

²⁷¹ Re Dexine Packing Co 1903 88 LT 791.

²⁷² Palmer's Company Law (n. 14), σελ. 269.

²⁷³ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 65.

εξουσίες του Δικαστηρίου κατά την έκδοση τέτοιου διατάγματος, το άρθρο 67 αναφέρεται στην εγγραφή διατάγματος και πρακτικών για τη μείωση, το άρθρο 68 για ευθύνη των μελών και το άρθρο 69 για τις ποινές σε περίπτωση απόκρυψης του ονόματος του πιστωτή.²⁷⁴

Όταν υπάρξει μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, κάποιες μετοχές θα ακυρωθούν ή θα σμικρυνθεί η ονομαστική τους αξία.²⁷⁵ Σε αυτή την περίπτωση, όταν το Δικαστήριο κληθεί να αποφασίσει, θα εξετάσει εάν θα εφαρμόσει την διακριτική του ευχέρεια για να επικυρώσουν την μείωση κεφαλαίου με κριτήριο την πρόθεση για δίκαιη εξισορρόπηση των συμφερόντων μεταξύ των διαφορετικών τάξεων μετοχών.²⁷⁶

Πέραν από την μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, η εταιρεία έχει την ευχέρεια να προχωρήσει και σε αύξηση κεφαλαίου της. Με κοινό τρόπο ο νομοθέτης αντιμετωπίζει τις δύο περιπτώσεις, καθώς απαιτείται να προβλέπεται στο καταστατικό της εταιρείας, σε αντίθετη περίπτωση θα πρέπει να γίνει τροποποίηση του.²⁷⁷ Επίσης, σημειώνεται πως η απόφαση για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να λαμβάνεται από την γενική συνέλευση,²⁷⁸ στην οποία απαιτείται πλειοψηφία δύο τρίτων των ψήφων.²⁷⁹

Άξια αναφοράς αποτελεί η υπόθεση Παναγιώτη Αβάνη κ.α. v Χρυσοφιλλιώτισσα Δημόσια Λίμιτεδ κ.α.,²⁸⁰ στην οποία το Επαρχιακό Δικαστήριο Λευκωσίας σημείωσε για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου πως, ‘‘ ψήφισμα της πλειοψηφίας των μετόχων δεόντως ληφθέν σε σχέση με οποιοδήποτε ζήτημα καλείται να ασχοληθεί νόμιμα η εταιρεία, είναι δεσμευτικό για τη μειοψηφία, και, συνακόλουθα, για την εταιρεία.’’²⁸¹

Κατά συνέπεια, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί την πιο συχνή μέθοδο για την άντληση κεφαλαίων από τους μετόχους, με σκοπό την ενίσχυση της εταιρείας ώστε να επιτύχει τους στόχους της.²⁸² Σημειώνεται πως οι εν λόγω αποφάσεις αποτελούν πάγια τακτική της πλειοψηφίας, με απώτερο σκοπό την άσκηση πίεσης στη μειοψηφία που έχει ως αποτέλεσμα τον περιορισμό της μετοχικής συμμετοχής.²⁸³

²⁷⁴ Ibid, άρθρα 66 – 69.

²⁷⁵ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 441.

²⁷⁶ Ibid.

²⁷⁷ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 60(1)(α).

²⁷⁸ Ibid, άρθρο 60(2).

²⁷⁹ Ibid, άρθρο 59A(1)(β).

²⁸⁰ Παναγιώτη Αβάνη κ.α. v. Χρυσοφιλλιώτισσα Δημόσια Λίμιτεδ κ.α., Αρ. Αγωγής: 693/2012, 12 Απριλίου, 2012.

²⁸¹ Ibid.

²⁸² Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 443.

²⁸³ Robin Hillington, *Shareholders Rights* (Sweet & Maxwell, 4^η έκδοση, 2012) σελ. 58.

Ακόμη και αν ληφθεί απόφαση για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και προσφερθούν μετοχές σε όλους τους μετόχους υπό τους ίδιους όρους με καλή πίστη, υπάρχει ο κίνδυνος για ανισότητα στην αντιμετώπιση των συμφερόντων των μειοψηφούντων μετόχων.²⁸⁴

Εάν η πλειοψηφία των μετόχων γνωρίζει ότι ένας μειοψηφικός μέτοχος δεν διαθέτει τους οικονομικούς πόρους για να συμμετάσχει στην αγορά μετοχών και οι μετοχές εκδίδονται σε τυχαία τιμή χωρίς καμία αιτιολόγηση, τότε αυτή η ενέργεια μπορεί να θεωρηθεί άδικη και καταπιεστική. Εν τοιαύτη περιπτώσει, η εφαρμογή της πλειοψηφίας μπορεί να διασφαλιστεί.

285

Με βάση το άρθρο 62 παρ.1 του περί εταιρειών νόμο, σε περίπτωση που εφαρμοστεί η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, οφείλει να ειδοποιήσει τον Έφορο Εταιρειών.²⁸⁶ Στην συνέχεια του άρθρου,²⁸⁷ σημειώνονται οι λεπτομέρειες και τους όρους με τις τάξεις των επηρεαζόμενων μετοχών. Εάν υπάρξει παράληψη της εφαρμογής των διατάξεων, ο παραβάτης που έχει την ευθύνη υπόκειται σε πρόστιμο παράλειψης.²⁸⁸

Περισσότερες διατάξεις για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου σημειώνονται στον περί εταιρειών νόμο, σχετικά με τον τρόπο λήψης απόφασης,²⁸⁹ τους κανόνες εξοφλήσεως των μετοχών οι οποίες εκδόθηκαν με την εφαρμογή της αύξησης,²⁹⁰ και το δικαίωμα της προτίμησης των παλαιών μετόχων σε περίπτωση αύξησης σε μετρητά.²⁹¹

Σε αυτό το σημείο, είναι χρήσιμη η αναφορά στην Κυπριακή νομολογία και πιο συγκεκριμένα στην υπόθεση Ιωάννας Ηλιάδη – Λοΐζου v ZI Mediterranean Leisure Investments Limited κ.α.,²⁹² στην οποία το Επαρχιακό Δικαστήριο ανατρέχει σε νομολογία κοινοδικαιικού δικαίου σχετικά με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Όπως σημειώνει η απόφαση του δικαστηρίου, υπήρξε ανακολουθία ως προς τα άρθρα 60 και 62 των περί Εταιρειών Νόμου και προχώρησαν σε παράνομη μεταβολή του μετοχικού κεφαλαίου και του ποσοστού συμμετοχής της ενάγουσας στην εναγόμενη. Το πιο πάνω συμπέρασμα οδήγησε στην ανάγκη για διερεύνηση της θεραπείας που πρέπει να αποδοθεί, για αυτό τον λόγο χρησιμοποιήθηκε υποστηρικτικά η υπόθεση Howard Smith Ltd v Ampol

²⁸⁴ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 443.

²⁸⁵ Ibid.

²⁸⁶ Ο περί Εταιρειών Νόμος (n. 188), άρθρο 62(1).

²⁸⁷ Ibid, άρθρο 62(2).

²⁸⁸ Ibid, άρθρο 62(3).

²⁸⁹ Ibid, άρθρο 59A(1).

²⁹⁰ Ibid, άρθρο 60A.

²⁹¹ Ibid, άρθρο 60B.

²⁹² Ιωάννας Ηλιάδη-Λοΐζου v. ZI Mediterranean Leisure Investments Limited κ.α., Αρ. Αγωγής: 1769/2005, 20 Σεπτεμβρίου, 2011.

Petroleum Ltd and others.²⁹³ Στην πιο πάνω υπόθεση το δικαστήριο κατέληξε ότι με βάση τις συνθήκες της υπόθεσης, η θεραπεία με ακύρωση των μετοχών που έχουν εκδοθεί είναι απαραίτητη.²⁹⁴

Συνεχίζοντας, σημαντική ορολογία που χρήζει ανάλυσης είναι η παροχή οικονομικής βοήθεια από εταιρεία για απόκτηση των μετοχών της ίδιας. Κάτι τέτοιο εφαρμόζεται μέσω χρηματοδοτικής δωρεάς σε τρίτο πρόσωπο για την απόκτηση μετοχών της εταιρείας. Η απαγόρευση τέτοιων πράξεων στηρίζεται σε διάφορους λόγους, όπως ο πιθανός κίνδυνος για χειραγώγηση της αγοράς και η χρήση των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας που έχει εξαγοραστεί από άλλη, με σκοπό την αποπληρωμή των χρεών που δημιουργήθηκαν από την εξαγορά αυτής της εταιρικής εξουσίας.²⁹⁵

Παρόλα αυτά, δεν είναι σαφές ότι η οικονομική βοήθεια που παρέχεται από την εταιρεία για την απόκτηση των ιδίων μετοχών της συνιστά παραβίαση της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον, η οικονομική βοήθεια από μια εταιρεία για την απόκτηση των ιδίων της μετοχών μπορεί να θεωρηθεί ως μέθοδος για την παράκαμψη των κανονισμών που απαγορεύουν την απόκτηση ιδίων μετοχών, δεδομένου ότι η εταιρεία θα μπορούσε να παρέχει χρηματοδότηση σε τρίτο πρόσωπο για την αγορά των μετοχών της. Αυτό οδήγησε στην ένταξη της ρύθμισης για απαγόρευση παροχής οικονομικής βοήθειας από εταιρεία για απόκτηση δικών της μετοχών.

Σε ότι αφορά τις διατάξεις στον περί Εταιριών νόμο, η συγκεκριμένη πρόνοια αντιμετωπίζει πιο αυστηρά τις δημόσιες εταιρείες και πιο χαλαρά τις ιδιωτικές εταιρείες. Πρέπει να τονιστεί ότι υπάρχουν εξαιρέσεις από αυτή την απαγόρευση που ισχύουν για τις ιδιωτικές εταιρείες.

Ο θεσμός της απαγόρευσης της παροχής οικονομικής βοήθειας από εταιρεία για απόκτηση δικών της μετοχών προήλθε από συστάσεις της επιτροπής Greene²⁹⁶

Σημαντική είναι και η αναφορά της επιτροπής Jenkins,²⁹⁷ παρατηρήθηκε ότι το θεωρητικό θεμέλιο της απαγόρευσης δεν ήταν η ανάγκη διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου, αλλά η αποφυγή πιθανών κινδύνων για τους αγοραστές των μετοχών, οι οποίοι είναι ταυτόχρονα οφειλέτες, δημιουργώντας έτσι πιθανά προβλήματα στους πιστωτές της εταιρείας. Το πρόβλημα αυτό αναλύει εκτενέστερα η νομολογία από τον Arden LJ στην υπόθεση Chaston v

²⁹³ Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd [1974] UKPC 3.

²⁹⁴ Ibid.

²⁹⁵ Παπαδόπουλος (n. 15), σελ. 461.

²⁹⁶ The Report of the Company Law Amendment Committee (1926) Cmnd 2657.

²⁹⁷ Working Party on the Company Law Committee Report: (Cmmd 1749, 1962) (Jenkins Report).

SWP Group plc (2002).²⁹⁸ Σε μια ακόμη σημαντική υπόθεση, η Anglo-Petroleum Ltd εναντίον TFB (Mortgages) Ltd, ο δικαστής Toulson LJ προχώρησε σε μια εκτενή ανάλυση της συγκεκριμένης απαγόρευσης.²⁹⁹ Επισημαίνεται ότι η απαγόρευση στοχεύει να αποτρέψει την άμεση ή έμμεση χρήση των πόρων της εταιρείας και των θυγατρικών της για οικονομική υποστήριξη προς τον αγοραστή στην απόκτηση των μετοχών αυτών των εταιρειών.

Υπάρχει η άποψη ότι η δανειοδότηση από την εταιρεία προς τρίτο πρόσωπο για την αγορά των μετοχών της δεν σημαίνει απαραίτητα ότι αυτά τα δάνεια θα αποδυναμώνουν την εταιρική περιουσία της εταιρείας.³⁰⁰

Συμπερασματικά, η απαγόρευση παροχής οικονομικής βοήθειας έχει πιο διευρυμένη επιρροή σε σχέση με αυτή που απαιτεί η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου.

4.2 Αναφύοντα ζητήματα με βάση το Αγγλικό κοινοδίκαιο

Στην πιο πάνω ανάλυση επεξηγήθηκε ο τρόπος ενσωμάτωσης των διατάξεων της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας και της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου στο κυπριακό εταιρικό δίκαιο. Μέσα από τις διατάξεις περί Εταιρειών νόμου και τις νομολογίες έχουν διαφανεί μερικά ζητήματα τα οποία αναφύονται κατά την εφαρμογή των διατάξεων με βάση το Αγγλικό κοινοδίκαιο.

Ξεκινώντας, η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου ορίζει ότι η εταιρεία οφείλει να εισπράττει το πλήρες ποσό της ονομαστικής αξίας των εκδιδόμενων μετοχών και ότι τα κεφάλαια αυτά πρέπει να διατηρούνται εντός της εταιρείας ως μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου.

Με τον έλεγχο που ασκούν οι μέτοχοι στην εταιρεία, δημιουργείται ο κίνδυνος να ληφθεί απόφαση με την οποία η εταιρεία να μεταβιβάσει εξολοκλήρου τα περιουσιακά της στοιχεία στους ίδιους. Αυτή η αρχή περιλαμβάνει τον κανόνα ότι δεν επιτρέπεται η διανομή του μετοχικού κεφαλαίου στους μετόχους, το οποίο έχει συγκεκριμένη χρηματική αξία, καθιστώντας την εταιρεία ένα κενό κέλυφος απαλλαγμένο από περιουσιακά στοιχεία που να αποτελούν το μετοχικό κεφάλαιο. Επομένως, οι πιστωτές δεν θα έχουν την δυνατότητα να προχωρήσουν στην εξασφάλιση των ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων τους.

²⁹⁸ Chaston v SWP Group Plc [2002] EWCA Civ 1999 (20 December 2002).

²⁹⁹ Anglo Petroleum v TFB (Mortgages) Ltd [2008] 1 BCLC 185.

³⁰⁰ John Armour, "Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law" [2000] Modern Law Review 355.

Επιπρόσθετα, ένα ζήτημα που προκύπτει είναι πως η αρχή επιβάλλει ότι το κεφάλαιο μιας εταιρείας δεν δύναται να επιστραφεί στους μετόχους παρά μόνο υπό προϋποθέσεις και με συγκεκριμένες διαδικασίες. Κάτι τέτοιο μπορεί να λειτουργήσει ως βραχνάς και να περιορίσει την ευελιξία της εταιρείας σε περιόδους που θα ήταν αναγκαία η διανομή του κεφαλαίου στους μετόχους με σκοπό την αγορά ή την επένδυση.

Συνεχίζοντας, η απαγόρευση στις εταιρείες για την παροχή οικονομικής βοήθειας για την αγορά των του μετοχών πιθανός να περιορίζει τις στρατηγικές αναδιάρθρωσης και εξαγοράς, καθώς η εταιρεία δεν έχει την δυνατότητα να διευκολύνει τις συγκεκριμένες διαδικασίες με την παροχή δανεισμού ή με άλλες μορφές οικονομικής στήριξης. Ένα ζήτημα που τα δικαστήρια κλήθηκαν να αντιμετωπίσουν ήταν η εμπλοκή της εταιρείας σε μια παράνομη συναλλαγή, στην οποία χορηγήθηκε οικονομική βοήθεια αντίθετα με τις διατάξεις του νόμου. Σε μία τέτοια περίπτωση, η εταιρεία ως νομικό πρόσωπο εμπλέκεται νομικά σε αυτή τη συναλλαγή, καθώς είναι η ίδια που παρείχε την οικονομική βοήθεια. Ως εκ τούτου, η αναφορά σε αυτό τον κανόνα θα μπορούσε να οδηγήσει στην διαπίστωση ότι η εταιρεία, παρόλο που στην ουσία είναι θύμα της παράνομης αυτής συναλλαγής, δεν θα είχε το δικαίωμα να αξιώσει αποζημίωση, καθώς νομικά συμμετείχε στην παράνομη συναλλαγή όπου χορηγήθηκε οικονομική βοήθεια.

Όπως σημειώθηκε στην απόφαση της υπόθεσης *Re Halt Garage*, υπάρχουν περιπτώσεις όπου η διάκριση μεταξύ του μετοχικού κεφαλαίου και των διαθέσιμων κερδών της εταιρείας για διανομή είναι περίπλοκη. Κατά συνέπεια, η διάκριση αυτή είναι προβληματική και άδικη προς τις μικρές και οικογενειακές ιδιωτικές εταιρείες.

Επιπρόσθετα, η διαδικασία για τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου είναι αυστηρά ρυθμισμένη, απαιτώντας έγκριση από τους μετόχους ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις απαιτείται και από το δικαστήριο. Αυτές οι διαδικασίες προσθέτουν χρόνο και πολυπλοκότητα σε περιόδους αναδιάρθρωσης.

5. Συμπεράσματα

Σύμφωνα με την πιο πάνω ανάλυση διαφαίνεται ξεκάθαρα πως ο στόχος της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας 2017/1132/ΕΕ αποτελεί η προστασία των μετόχων και των πιστωτών. Εφόσον οι εταιρείες συνεχίζουν να διαδραματίζουν ένα κεντρικό ρόλο στο οικονομικό γίγνεσθαι της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου

παραμένει καθοριστικό στοιχείο της εταιρικής νομοθεσίας. Η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία καθοδηγεί αυτή την αρχή, επιβάλλοντας σαφείς και αυστηρούς κανόνες για την προστασία των κεφαλαίων των εταιρειών, ώστε να εξασφαλίζεται η δίκαιη μεταχείριση των πιστωτών και η συνέπεια στις επιχειρηματικές λειτουργίες. Η ενσωμάτωση αυτής της οδηγίας στα εθνικά νομικά συστήματα των κρατών-μελών έχει συμβάλλει στην εναρμόνιση των προτύπων και στην αύξηση της διαφάνειας, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών και την ομαλή λειτουργία της ενιαίας αγοράς.

Είναι γεγονός πως η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα για την εναρμόνιση του Ευρωπαϊκού δικαίου.

Όσον αφορά την προστασία των πιστωτών και την εξόφληση των υποχρεώσεων, η αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου αποδεικνύεται ένα σημαντικό εργαλείο.

Η εφαρμογή της άρχισε από τα δικαστήρια και αργότερα έγινε θεμελιώδες μέρος των νόμων που σχετίζονται με το Εταιρικό Δίκαιο και την Πρακτική, όχι μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά και σε άλλα μέρη του κόσμου όπου η εξέλιξη του εταιρικού δικαίου και πρακτικής λαμβάνεται σοβαρά υπόψη. Η διατήρηση του κεφαλαίου δεν πρέπει ποτέ να θεωρείται ως εχθρός του μετόχου, αλλά πρέπει να θεωρηθεί ως ένα εργαλείο που εξασφαλίζει ότι οι δραστηριότητες που απειλούν το ενδιαφέρον των πιστωτών αποφεύγονται όσο το δυνατόν περισσότερο. Επίσης, θα πρέπει να θεωρείται ως μέσο για την εξασφάλιση ότι οι υποχρεώσεις μιας εταιρείας εκπληρώνονται. Η καθιέρωση της αρχής της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου έχει βοηθήσει να δημιουργηθεί μια διαδικασία μέσω της οποίας οι δραστηριότητες εξισορροπούνται, είτε πρόκειται για διανομές, οικονομική βοήθεια, απόκτηση μετοχών ή μείωση κεφαλαίων.

Μπροστά στις εξελισσόμενες χρηματοοικονομικές τεχνολογίες και τις παγκοσμίως ενοποιημένες αγορές, αρχές όπως η διατήρηση του κεφαλαίου πιθανότατα θα υποστούν περαιτέρω βελτιώσεις. Η εναρμόνιση αυτών των νόμων με το δυναμικό επιχειρηματικό περιβάλλον γίνεται απαραίτητη για μελλοντικές νομοθετικές προσεγγίσεις.

Ωστόσο, παρά την σημαντική αυτής της αρχής, τα ζητήματα και οι προκλήσεις στη διαχείριση του μετοχικού κεφαλαίου συνεχίζουν να υπάρχουν. Οι συνεχιζόμενες οικονομικές μεταβολές και η εξέλιξη των αγορών ίσως απαιτούν περαιτέρω αναβάθμιση της εταιρικής νομοθεσίας για να αντικατοπτρίζει τις σύγχρονες πρακτικές και να εξασφαλιστεί η ανταγωνιστικότητα των εταιρειών. Συνεπώς, η επανεξέταση και η πιθανή ενημέρωση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας θα μπορούσε να προσφέρει τις απαραίτητες ρυθμιστικές βελτιώσεις που θα στηρίξουν τη δυναμική και τη διαφάνεια της ευρωπαϊκής εταιρικής κοινότητας. Η συνεχής προσήλωση στην

αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου διασφαλίζει ότι οι ευρωπαϊκές εταιρείες παραμένουν ισχυρές και ανθεκτικές στις προκλήσεις που εγείρονται στο μέλλον.

Παρά την υποστήριξη που προσφέρει η Δεύτερη Εταιρική Οδηγία στην αρχή της διατήρησης του μετοχικού κεφαλαίου, η ταχύτατη τεχνολογική εξέλιξη και η μεταβολή των διεθνών αγορών οδήγησαν σε νέες προκλήσεις. Οι εταιρείες αντιμετωπίζουν πιέσεις να προσαρμοστούν σε ένα περιβάλλον όπου η ψηφιακή οικονομία και οι ανάγκες για βιώσιμη ανάπτυξη αλλάζουν τους κανόνες της οικονομίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η βελτιστοποίηση της Οδηγίας για να περιλαμβάνει πρόνοιες της ψηφιακής εποχής και των βιώσιμων επενδύσεων θα μπορούσε να συνδράμει στην ανταπόκριση των εταιρειών απέναντι στις νέες προκλήσεις. Επιπρόσθετα, ένα ακόμη μείζον ζήτημα είναι η ενίσχυση της διαφάνειας και των μέτρων εποπτείας για την εφαρμογή της οδηγίας. Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να διαθέτουν τα απαραίτητα εργαλεία για να διασφαλίσουν ότι οι εταιρείες συμμορφώνονται πλήρως με τις απαιτήσεις της Οδηγίας, ενώ η παροχή επαρκούς πληροφόρησης και καθοδήγησης στις εταιρείες θα βοηθήσει στην καλύτερη εφαρμογή των κανόνων.

Η ευελιξία στη διαχείριση του κεφαλαίου πρέπει να ισορροπείται με την ανάγκη διατήρησης της εταιρικής σταθερότητας και προστασίας των πιστωτών. Η πιθανή αναθεώρηση της οδηγίας θα πρέπει να λάβει υπόψη την ανάγκη για μια πιο δυναμική και προσαρμοστική προσέγγιση, που θα επιτρέπει στις εταιρείες να αναπτύσσονται και να ανταποκρίνονται αποτελεσματικά στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες, χωρίς να υπάρχει έκπτωση στην ασφάλεια του επενδυμένου κεφαλαίου.

Τέλος, αναφορικά με την ενσωμάτωση της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας στο κυπριακό εταιρικό δίκαιο, ο βαθμός εναρμόνισης είναι σημαντικός. Οι κυπριακές νομοθεσίες έχουν αντλήσει στοιχεία από την Οδηγία για να ενισχύσουν τη διαφάνεια, τη δικαιοσύνη και την οικονομική ασφάλεια στη διαχείριση εταιρικών θεμάτων, επιδιώκοντας έτσι να προστατεύσουν τα συμφέροντα τόσο των πιστωτών όσο και των μετόχων. Παράλληλα, οι εταιρείες στην Κύπρο καλούνται να συμμορφώνονται με αυστηρές προδιαγραφές σε σχέση με τη διαχείριση και τη διατήρηση του μετοχικού κεφαλαίου, διασφαλίζοντας έτσι ότι δεν εκτίθενται σε υπερβολικούς κινδύνους οι οικονομικοί πόροι της εταιρείας.

Αυτή η προσέγγιση υπογραμμίζει τη σημασία της σταθερότητας και της υπευθυνότητας στην εταιρική διακυβέρνηση και είναι κρίσιμη για την επιτυχή ενσωμάτωση των αρχών της Οδηγίας στο εθνικό κανονιστικό πλαίσιο.

Νομοθεσίες:

Ευρωπαϊκές:

Δεύτερη Εταιρική Οδηγία 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13ης Δεκεμβρίου 1976
Οδηγία (ΕΕ) 2017/1132 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017,
Οδηγία 2006/68/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 6ης Σεπτεμβρίου 2006
Οδηγία 2006/99/ΕΚ του Συμβουλίου, της 20ής Νοεμβρίου 2006
Οδηγία 2009/9/ΕΚ της Επιτροπής, της 10ης Φεβρουαρίου 2009
Οδηγία 2012/30/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 25ης Οκτωβρίου 2012
Οδηγία 77/91
Οδηγία 92/101/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 23ης Νοεμβρίου 1992
Πρώτη Εταιρική οδηγία 68/151/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 9ης Μαρτίου 1968
Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση και της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004
Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28ης Ιανουαρίου 2003
Οδηγία 2009/9/ΕΚ της Επιτροπής, της 10ης Φεβρουαρίου 2009.

Κυπριακή:

Ο περί Εταιρειών Νόμος (Κεφ. 113).

Νομολογίες Δικαστηρίων

Anglo Petroleum v TFB (Mortgages) Ltd [2008] 1 BCLC 185.
Anthony Gula [2005] EWHC 2015 (Ch).
Bairstow v Queens Moat Houses Plc [2001] EWCA Civ 712.
Chaston v SWP Group Plc [2002] EWCA Civ 1999 (20 December 2002).
Guinness v Land Corporation of Ireland (1882) 22 Ch D 349.

Hill v Permanent Trustee Company of New South Wales [1930] AC 720.
Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd [1974] UKPC 3.
In re Exchange Banking Company or Flitcroft's case (1882) LR 21 Ch D 519.
Precision Dippings Ltd v Precision Dippings Marketing Ltd [1986] 1 Ch. 447.
Progress Property Co Ltd v Moorgarth Group Ltd [2010] UKSC 55
R v Gomez [1993] AC 442.
Re Bradford Investments (No.2) [1991] BCLC 224.
Re Dexine Packing Co 1903 88 LT 791.
Re Halt Garage (1964) Ltd [1982] 3 All ER 1016.
Re The Theatrical Trust Limited; Chapman's case (72 L. T. Rep. 461; (1895) 1 Ch. 771).
re Wragg Ltd [1897] 1 Ch 796.
Salomon v A Salomon & Co Ltd [1896] UKHL 1.
Trevor v Whitworth (1887) 12 App Cas 409.
Verband deutscher Daihatsu-Händler eV κατά Daihatsu Deutschland GmbH
Westdeutsche Landesbank Girozentrale v Islington LBC [1996] UKHL 12.
Wood v Odessa Waterworks Co (1889) 42 Ch D 636.

Νομολογίες Δικαστηρίου Ευρωπαϊκής Ένωσης

C-134/91 και C-135/91 Kerafina-Keramische-und Finanz Holding AG και Βιοκτηματική ΑΕΒΕ κατά Ελληνικής Δημοκρατίας και Οργανισμού Οικονομικής Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων ΑΕ.
C-19/90 και C-20/90, Μαρίνα Καρέλλα και Νικόλαος Καρέλλας κατά Υπουργού Βιομηχανίας, Ενέργειας και Τεχνολογίας και Οργανισμού Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων ΑΕ.
C-367/96 Αλέξανδρος Κεφάλας κ.λπ. κατά Ελληνικού Δημοσίου και Οργανισμού Οικονομικής Ανασυγκροτήσεως Επιχειρήσεων ΑΕ (ΟΑΕ).
C-373/97 Διονυσίου Διαμαντή κατά Ελληνικού Δημοσίου και Οργανισμού Οικονομικής Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων ΑΕ (ΟΑΕ).
C-381/89 Σύνδεσμος μελών της Ελευθέρας Ευαγγελικής Εκκλησίας και λοιποί κατά Ελληνικού Δημοσίου και λοιπών.
C-42/95 Siemens AG κατά Henry Nold.
C-441/93 Παναγής Παφίτης και λοιποί κατά Τράπεζας Κεντρικής Ελλάδος Α.Ε. και λοιπών.
C-83/91 Wienand Meilicke κατά ADV/ORG A. Meyer AG

Νομολογίες Κυπριακών Δικαστηρίων

BANK OF CYPRUS (HOLDINGS) v. REPUBLIC (1985) 3 CLR 1883

Lordos Demetrios v. The Republic of Cyprus through the Commissioner of Income Tax (1987) 3 CLR 462.

Ιωάννας Ηλιάδη-Λοΐζου v. ZI Mediterranean Leisure Investments Limited κ.α., Αρ. Αγωγής: Παναγιώτη Αβάνη κ.α. v. Χρυσοφιλιώτισσα Δημόσια Λίμιτεδ κ.α., Αρ. Αγωγής: 693/2012, 12 Απριλίου, 2012.

Βιβλιογραφία

Βιβλία:

De Luca N, European Company Law (Cambridge University Press, 2021),

Hillington R, Shareholders Rights (Sweet & Maxwell, 4η έκδοση, 2012)

Kindler P & Lieder J, European corporate law : article-by-article commentary (C.H. Beck, Nomos, and Hart, 2021).

Palmer's Company Law (n. 14),

Van Gerven D, “Community rules applicable to the incorporation and capital of public limited liability companies” in Dirk Van Gerven (ed.) Capital Directive in Europe (Cambridge University Press, 2014)

Vicari A, European Company Law (De Gruyter, 2021).

Ιωαννίδης Κ, Διαλέξεις Εταιρικού Δικαίου για τις εξετάσεις του Νομικού Συμβουλίου 2014

Κοτσίρης Λ, Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο (Νομική Βιβλιοθήκη, 2η έκδοση, 2012)

Παπαδόπουλος Θ, Κυπριακό Εταιρικό Δίκαιο (Νομική Βιβλιοθήκη, 2023

Ρόκας Ν, Εμπορικές εταιρίες (Εκδόσεις Σακκούλα, 9η έκδ., 2019),

Αρθρογραφία

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

CLRSG στο The Strategic Framework, consultation document (London, DTI, 1999) (para 5.42).

Commission Green Paper of 21 May 2003 on services of general interest [COM(2003) 270 final -Official Journal C 76 of 25.03.2004].

Santella P and Turrini R, «Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?» (2008) 9(3) European Business Organization Law Review.

The Report of the Company Law Amendment Committee (1926) Cmnd 2657.

Working Party on the Company Law Committee Report: (Cmmd 1749, 1962) (Jenkins Report

Wymeersch E, Reforming the Second Company Law Directive (Financial Law Institute Working Paper No. WP2006-15, November 2006).