

# Εκουσία διαγραφή από το Χρηματιστήριο Αθηνών

ΤΟΥ **ΙΩΑΝΝΗ ΡΟΚΑ**

Καθηγητή Εμπορικού Δικαίου, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

## ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΗ

**Τέθηκε υπόψη μου το ακόλουθο ερώτημα:**

*Η ανώνυμη εταιρία «Α», που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) και για την οποία δεν συντρέχουν λόγοι που δίνουν την ευχέρεια στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ) να τη διαγράψει αυτεπαγγέλτως από το ΧΑ, προκειμένου να συγχωνευτεί με απορρόφησή της από τη μη εισηγμένη ανώνυμη εταιρία «Β», αρκεί να λάβει τη σχετική απόφαση από τη γενική της συνέλευση σύμφωνα με τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που προβλέπει για την περίπτωση της συγχώνευσης ο κ.ν. 2190/20 (άρθ. 72 παρ. 2, εδ. β', 29 παρ. 3, 4 και άρθ. 31 παρ. 2); ή μήπως απαιτείται η απόφαση να ληφθεί από το 95% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου που προβλέπει το άρθ. 17 παρ. 5 του ν. 3371/05, ως προϋπόθεση έγκρισης από την ΕΚ αίτησης μιας εισηγμένης εταιρίας για τη διαγραφή της από το ΧΑ, δεδομένου ότι, με την απορρόφηση, θα παύσει να υφίσταται η εισηγμένη εταιρία;*

### Απάντηση

1. Η δυνατότητα διαγραφής κινητών αξιών με αίτηση της εκδότριας εταιρίας εισάχθηκε με το άρθ. 93 του ν. 2533/1997, που τροποποίησε το άρθ. 11 παρ. 3 του π.δ. 350/1985. Ο ν. 3371/2005 επαναλαμβάνει τις διατάξεις του π.δ. 350/1985 με σκοπό, σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεσή του (ΚΝοΒ 2005, σελ. 1303) να αποκαταστήσει την πραγματική νομική φύση των ρυθμίσεων αυτών. Η **εθελούσια** διαγραφή με αίτηση της εκδότριας εταιρίας προβλέπεται πλέον στο άρθ. 17 παρ. 5 του ν. 3371/05, σύμφωνα με το οποίο, η διαγραφή μπορεί να αποφασισθεί από την ΕΚ μετά από αίτηση της εκδότριας εταιρίας, εφόσον η αίτηση υποβάλλεται μετά από σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρίας που λαμβάνεται με πλειοψηφία 95% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου ανά κατηγορία μετόχων. Η ΕΚ μπορεί με απόφασή της να θέτει και ειδικούς όρους στην εκδότρια ή και σε μετόχους της για λόγους προστασίας των μετόχων της εκδότριας.

Η οικειοθελής αυτή διαγραφή διακρίνεται από την περίπτωση της **υποχρεωτικής** διαγραφής που προβλέπεται στο άρθ. 17 παρ. 3 του ν. 3371/2005 (βλ. και άρθ. 11 παρ. 2 π.δ. 350/1985). Και στις δύο περιπτώσεις η απόφαση για τη διαγραφή λαμβάνει ως κριτήριο τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς και την ανάγκη προστασίας των επενδυτών. Εντούτοις, ενώ στην περίπτωση της υποχρεωτικής διαγραφής η ΕΚ την επιβάλλει ως μέτρο προστασίας της αγοράς όταν η εταιρία δεν είναι σε θέση να διασφαλίσει στους μελλοντικούς επενδυτές την απρόσκοπτη διαπραγμάτευση της μετοχής, η απόφαση για την έγκριση της αίτησης εθελούσιας εξόδου λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι οι μέτοχοι μετά τη διαγραφή δεν θα προστατεύονται πλέον από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία που εφαρμόζεται ειδικά (και μόνο) στις εισηγμένες εταιρίες και, κυρίως, δεν θα έχουν πλέον οι μέτοχοι τη δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές τους σε μία οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Για το λόγο αυτό, διατηρείται κατά το νόμο η διακριτική ευχέρεια της ΕΚ να αποφασίσει ή όχι την αποδοχή της αίτησης διαγραφής, ακόμα και αν πληρούται η προϋπόθεση της προηγούμενης σχετικής απόφασης της γενικής συνέλευσης με ποσοστό 95% επί του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου. Και τούτο για το σκοπό ελέγχου από την ΕΚ κατά περίπτωση των επιπτώσεων της διαγραφής στο εναπομείναν 5%.

Η διακριτική ευχέρεια που δίδει ο νόμος στην ΕΚ να αποδεχθεί ή όχι την αίτηση έχει ιδιαίτερη σημασία όταν, όπως στην προκειμένη περίπτωση, δεν συντρέχουν ούτε κατά προσέγγιση οι προϋποθέσεις υποχρεωτικής διαγραφής τις οποίες ενδεικτικά αναφέρει το άρθ. 17 παρ. 3 του ν. 3371/2005, δηλαδή η αναστολή της διαπραγμάτευσης των μετοχών για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των έξι μηνών, η κατ' επανάληψη μη δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων, η αρνητική καθαρή θέση της εταιρίας για περισσότερες της μιας οικονομικές χρήσεις, η κήρυξή της σε πτώχευση. Η ΕΚ κατά τη διαμόρφωση της κρίσης της θα σταθμίσει το σεβασμό της οικονομικής ελευθερίας του εκδότη των μετοχών και τα εύλογα δικαιώματα των επενδυτών-μετοχών και θα απορρίψει το αίτημα, όταν τούτο επιβάλλεται από λόγους δημοσίου συμφέροντος, δηλαδή έστω κι αν υπάρχει απόφαση της γενικής συνέλευσης που έχει ληφθεί σύμφωνα με τις προβλέψεις του άρθ. 17 παρ. 5 του ν. 3371/2005 (Γ. Σωτηρόπουλος, Η διαγραφή από το χρηματιστήριο και οι συνέπειές της, έκδοση του Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών, με θέμα «Το Χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο», 2000, σελ. 107).

2. Οι δυσμενείς συνέπειες που επιφέρει η διαγραφή στους μετόχους, δικαιολογούν την αυξημένη πλειοψηφία που απαιτεί ο νόμος. Στην προκειμένη περίπτωση, η εκδότρια εταιρία παρακάμπτει την ως άνω διαδικασία διαγραφής, ακολουθώντας μόνο τη διαδικασία της συγχώνευσης με απορρόφησή της από άλλη, μη εισηγμένη εταιρία, σύμφωνα με τα άρθρα 68 και επ. του ν. 2190/1920. Η εξαφάνιση της συγχωνευόμενης εισηγμένης εταιρίας από μία μη εισηγμένη, συνεπάγεται το πέρας της διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο (Σ. Μούζουλας, στο Δίκαιο ανωνύμων εταιριών, 2001 Μετασχηματισμοί Εταιριών, τόμος όγδοος, σελ. 167). Με την καταχώρηση στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών της εγκριτικής απόφασης της συγχώνευσης που προβλέπεται από το άρθρ. 74 του κ.ν. 2690/1920, η απορροφούσα εταιρία υποκαθίσταται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της ή της απορροφούμενης και η μεταβίβαση αυτή εξομοιώνεται με καθολική διαδοχή· οι μέτοχοι της απορροφούμενης γίνονται μέτοχοι της απορροφούσας και η απορροφούμενη παύει να υπάρχει (άρθρ. 75 παρ. 1 κ.ν. 2190/1920).

3. Η παράθεση των ως άνω διατάξεων δεν φανερώνει αντίθεση των προϋποθέσεων που θέτουν το δίκαιο των ανωνύμων εταιριών και το χρηματιστηριακό δίκαιο στο ζήτημα της λήψης απόφασης από τη γενική συνέλευση με σκοπό τη διαγραφή της εκδότριας εταιρίας από το Χρηματιστήριο. Τούτο γιατί ο κ.ν. 2190/1920 δεν ρυθμίζει το ζήτημα της εξόδου (ούτε της εισόδου) μιας ανώνυμης εταιρίας από το ΧΑ. Τούτο το ρυθμίζει για τους δικούς της σκοπούς μόνο η χρηματιστηριακή νομοθεσία. Το δίκαιο των ανωνύμων εταιριών αρκείται να υπάρχει καταστατική απαρτία και πλειοψηφία, η οποία (απαρτία και πλειοψηφία) απαιτείται σε περιπτώσεις λήψης αποφάσεων της γενικής συνέλευσης σχετικά με τη συγχώνευση της εταιρίας. Η μη ρύθμιση θεμάτων σχετικά με την έξοδο της εταιρίας από το ΧΑ δεν αποκλείει την εφαρμογή ενός ειδικότερου νόμου που επιβάλλει άλλα πιο υψηλά ποσοστά, για την ειδική περίπτωση που μια συγχώνευση οδηγεί στην έξοδο της εταιρίας από το ΧΑ. Συνεπώς, η χρηματιστηριακή νομοθεσία δεν επιβάλλει το υψηλό ποσοστό του 95% για την απορρόφηση της εισηγμένης. Απλά επιβάλλει, πέραν της καταστατικής απαρτίας/πλειοψηφίας που απαιτείται για τη συγχώνευση, να έχει προηγηθεί και **μία άλλη απόφαση** της γενικής συνέλευσης, ειδικά για να ικανοποιηθεί η επιταγή του άρθρ. 17 παρ. 5 ν. 3371/2005 που να έχει ληφθεί από το 95%, ειδικά για το ζήτημα της διαγραφής που συνεπάγεται η συγχώνευση. Εννοείται ότι η ως άνω διάταξη του ν. 3371/2005 ικανοποιείται και με **μία μοναδική απόφαση** για τη συγχώνευση που λαμβάνεται με το εν λόγω αυξημένο ποσοστό. Το ζήτημα αυτό είναι βέβαια τυπικό αφού πλέον η έγκριση της συγχώνευσης εκ των πραγμάτων θα εξαρτάται από τη σύμφωνη γνώμη του 95%, αλλά και της ΕΚ.

Ο κ.ν. 2190/1920 προβλέπει ότι η απόφαση της γενικής συνέλευσης που εγκρίνει τη συγχώνευση μιας ανώνυμης πρέπει να έχει ληφθεί με καταστατική απαρτία και πλειοψηφία, αφού με αυτή τροποποιείται το καταστατικό και πρόκειται για ένα από τα βασικής σημασίας

θέματα για την εταιρία. Ο κ.ν. 2190/1920 γνωρίζει μια βαθμίδα αποφάσεων της γενικής συνέλευσης (που συνήθως συνεπάγονται την τροποποίηση του καταστατικού) για την οποία ενιαία προβλέπει αυξημένο ποσοστό απαρτίας και πλειοψηφίας. Το κριτήριο είναι η σοβαρότητα των ζητημάτων αυτών (*N. Ρόκας*, Εμπορικές Εταιρίες, 2004, σελ. 183 επ.) που δικαιολογεί τη σύμφωνη γνώμη περισσότερων μετόχων από ό,τι συνήθως. Ο νόμος δεν επιτρέπει τη μείωση των αυξημένων αυτών ποσοστών (2/3 του καταβεβλημένου κεφαλαίου για την απαρτία, που επιτρέπεται με επαναληπτικές συνελεύσεις να φθάσει το 1/3 και 2/3 για τη λήψη απόφασης) με το καταστατικό, αλλά επιτρέπει την αύξηση αυτών (άρθ. 29 παρ. 6 εδ. α' και άρθ. 31 παρ. 3 κ.ν. 2190/1920), αρκεί η αύξηση να μη φθάσει το 100% (άρθ. 29 παρ. 6 εδ. β' και άρθ. 31 παρ. 4 εδ. β').

Η διάταξη του άρθρ. 17 παρ. 5 ν. 3371/05 που απαιτεί το 95% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου έχει διαφορετική δικαιολογητική βάση. Αποβλέπει στην προστασία των επενδυτών από την επικείμενη έξοδο της εταιρίας από το ΧΑ. Η έξοδος από το ΧΑ είναι γεγονός που δεν συνεπάγεται απλώς την τροποποίηση του καταστατικού, αλλά αλλοιώνει τη φύση του ιδιοκτησιακού δικαιώματος του μετόχου που τιτλοποιείται σε τίτλους που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο.

Έτσι, μόνο στις εισηγμένες εταιρίες εφαρμόζεται, μεταξύ άλλων, η χρηματιστηριακή νομοθεσία και η νομοθεσία για την εταιρική διακυβέρνηση που είναι ιδιαίτερα προστατευτικές για τα δικαιώματα των μετόχων. Με την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο δημιουργείται ρευστότητα από την οποία επωφελούνται οι μέτοχοι που μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές τους εύκολα, αλλά και η εταιρία που, διαφορετικά, θα έπρεπε να ανταμείβει περισσότερο τους μετόχους της (π.χ. με διανομή μερισμάτων) λόγω της αδυναμίας τους να τις πουλήσουν εύκολα και γρήγορα (*J.H. Farrar, B.M. Hannigan*, *Farrar's Company Law*, 4η εκδ., 1998, σελ. 546). Οι δυνάμεις της αγοράς διαμορφώνουν την τιμή της μετοχής, ενσωματώνοντας όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και αντιλήψεις σχετικά με την προοπτική και την αξία της εταιρίας (*F. Easterbrook, D. Fischel*, *The economic structure of corporate law*, 1991, σελ. 18).

Η χρηματιστηριακή νομοθεσία αποβλέπει στην άμεση, έγκυρη και αληθή γνωστοποίηση στο επενδυτικό κοινό όλων των σημαντικών εταιρικών γεγονότων. Οι διατάξεις για την κατάχρηση της αγοράς αποθαρρύνουν την κερδοσκοπία σε βάρος των επενδυτών, συντελούν στην ανακάλυψη τυχόν παραπλανητικών πρακτικών και ενθαρρύνουν το θεμιτό ανταγωνισμό μεταξύ των εταιριών (*J.H. Farrar, B.M. Hannigan*, οπ. παρ., σελ. 547). Οι διατάξεις για την αποτροπή της παραπλανητικής πληροφόρησης και κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών μέσω συναλλαγών διασφαλίζουν την τήρηση της αρχής της ισότητας μεταξύ των επενδυτών, αφού διασφαλίζουν ότι όλοι έχουν πρόσβαση στην ίδια πληροφόρηση (*J.-M. Moulin*, *Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier*, *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, 2000, σελ. 117).

Έτσι, στις εισηγμένες εταιρίες η μειοψηφία προστατεύεται με ειδικότερες διατάξεις που αποβλέπουν στη διαφάνεια και στην απρόσκοπτη λειτουργία της αγοράς ως μέσο εξασφάλισης του επενδυτή, στόχοι που δεν υλοποιούνται σε θετικές νομοθετικές διατάξεις για τις μη εισηγμένες εταιρίες.

4. Η χρηματιστηριακή νομοθεσία τελεί σε σχέση ειδικού προς γενικό έναντι του κ.ν. 2190/1920 λόγω της ειδικότερης προστασίας που παρέχει στους επενδυτές, διαχωρίζοντάς τους από τους μετόχους μη εισηγμένων εταιριών. Το δίκαιο της κοινής ανώνυμης εταιρίας αντιλαμβάνεται τα μέλη μιας μετοχικής μειοψηφίας ως μετόχους και με αυτή την ιδιότητα τους προστατεύει μέσω των διατάξεών του. Οι μέτοχοι έχουν δικαιώματα, τα οποία ασκούν στη γενική συνέλευση της εταιρίας με σκοπό να ελέγξουν γενικότερα το διοικητικό συμβούλιο, να αντλήσουν πληροφορίες σχετικά με την εταιρική λειτουργία, να ελέγξουν τις αποφάσεις του και να εγκρίνουν τις εταιρικές οικονομικές καταστάσεις. Η παροχή των ως άνω δικαιωμάτων στους μετόχους της μειοψηφίας κρίνεται, κατά το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, ικανή να διασφαλίσει ότι τα περιουσιακά τους δικαιώματα θα γίνουν σεβαστά από την πλειοψηφία. Όμως η διασπορά των μετοχών μιας εισηγμένης εταιρίας στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό καθιστά σαφές αφενός ότι το εταιρικό δίκαιο δεν είναι πλέον ικανό να προσφέρει επαρκή προστασία στους επενδυτές-μετόχους αυτής (*P. Bezar, Des problèmes de gestion de portefeuille, Banque et Droit 1990, αριθ. 8*) και αφετέρου ότι νέοι κανόνες, προσαρμοσμένοι στις ανάγκες αυτής της νέας τάξης επενδυτών-μετόχων, πρέπει να θεσπισθούν. Ο επενδυτής-μέτοχος αποκτά μια διαφορετική διάσταση που χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι δεν ασκεί στην πράξη τα δικαιώματά του, δεν έχει ή δεν μπορεί να αξιολογήσει την ενημέρωση που χρειάζεται για την εταιρία, στις μετοχές της οποίας έχει επενδύσει και, κατά συνέπεια, βρίσκεται σε αδυναμία να ελέγξει τη διοίκηση της εταιρίας. Η κατάσταση αυτή έχει χαρακτηριστεί ως (πλήρης) διάσπαση μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου της εταιρίας, έκφραση που σκοπεύει να περιγράψει το γεγονός της αδυναμίας πληροφόρησης και ελέγχου της διοίκησης από τους επενδυτές (*G. Ripert, Les aspects juridiques du capitalisme moderne, 1951, παντού*). Ο ή οι πλειοψηφούντες μέτοχοι διατηρούν τον απόλυτο έλεγχο της εταιρίας, στον οποίο οι επενδυτές αδυνατούν να συμμετάσχουν.

Η ιδιαιτερότητα αυτή της θέσης του επενδυτή-μικρομετόχου εισηγμένης εταιρίας έναντι του μετόχου της μειοψηφίας μιας μη εισηγμένης εταιρίας υπαγορεύει την ανάγκη για ειδικότερους κανόνες προστασίας. Τους κανόνες αυτούς ενσωματώνει η χρηματιστηριακή νομοθεσία, η οποία σκοπό έχει και την προστασία του επενδυτή και τη διασφάλιση της ίσης μεταχείρισής του (*C. Danglehant, Le nouveau statut des minoritaires dans les sociétés anonymes cotées, l'application du principe de l'équité, Rev. Sociétés 1996, σελ. 217*).

5. Η επιστήμη αντιμετωπίζει τον επενδυτή-μέτοχο ως έναν **καταναλωτή** κινητών αξιών (*H. de Vauplane J.-P. Bornet, Droit des Marchés Financiers, Litec 1998, σελ. 292, H. Causse, La notion d'épargnant, MTF 05, 1994, σελ. 60*) και απαιτεί με αυτή την προσέγγιση την εφαρμογή ενός ανάλογου πλέγματος προστασίας (*E. Αλεξανδρίδου, Ο επενδυτής ως καταναλωτής, Κέντρο Διεθνούς και Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου, Χρηματιστήριο και Προστασία των Επενδυτών, 2001, σελ. 17, M. Κορδή-Αντωνοπούλου, Εισαγωγή στο χρηματιστηριακό δίκαιο, 2001, σελ. 18*). Πράγματι, η ιδιότητα του επενδυτή ως καταναλωτή είναι εμφανής, αν λάβουμε υπόψη την αδυναμία του να προστατεύσει τα δικαιώματά του τόσο έναντι του πλειοψηφούντα μετόχου που διοικεί την εταιρία, αλλά και σε σχέση με τους θεσμικούς ή επαγγελματίες επενδυτές, που είναι σε θέση να διαπραγματευτούν με τη διοίκηση της εταιρίας και να λάβουν την πληροφόρηση και τις εγγυήσεις που επιθυμούν σχετικά με την επένδυσή τους.

Υποστηρίζεται μάλιστα ότι μεταξύ εταιρίας και επενδυτών έχει συναφθεί μια σύμβαση επένδυσης (*investment contract, contrat d'investissement*), η οποία διαφέρει από τη σύμβαση εταιρίας, που ενώνει το σύνολο των μετόχων και την οποία συμπληρώνει σε περιεχόμενο, όταν η εταιρία είναι εισηγμένη σε χρηματιστηριακή αγορά (*Cox, Hillman, Langevoort, Securities Regulation, 3d edition, 2001, Aspen Law & Business, σελ. 1 και επ., D. Schmidt, Cl. Baj, Réflexions sur les effets de l'action de concert, RDBB 1992, σελ. 182, M.-A. Frison – Roche, L'hypothèse d'un droit général de retrait des minoritaires, JCP ed E n spec. 1996, σελ. 19*). Η σύμβαση επένδυσης είναι πιο ισχυρή και πιο προστατευμένη από τη σύμβαση της εταιρίας, αφού προβλέπει ότι τα οικονομικά δικαιώματα δεν μπορούν να θιγούν από τη διοίκηση της εταιρίας γιατί ο επενδυτής βρίσκεται σε αδυναμία να προστατευθεί. Ο επενδυτής πρέπει να έχει διαρκώς την πεποίθηση ότι τα οικονομικά του δικαιώματα είναι κατοχυρωμένα.

Λόγω της (πλήρους) διάσπασης μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, ο επενδυτής δεν μπορεί να προστατευθεί έναντι της διοίκησης της εταιρίας από τις αποφάσεις που αυτή θα υιοθετήσει ασκώντας τα δικαιώματα που του παρέχει το κοινό δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας. Η αναφορά σε αλλοδαπά δίκαια στην αρχή της επιείκειας (*equitable considerations, fairness*), που είναι ισχυρότερη από την αρχή της ίσης μεταχείρισης, φανερώνει την ανάγκη νέων μορφών προστασίας του επενδυτή και υποδηλώνει τη σχέση εμπιστοσύνης που συνδέει τους επενδυτές με την εταιρία (*equitable relationship of confidence, broadening equitable basis*, βλ. *Farrar's Company Law, ο.π., σελ. 571*). Αυτή η διαμόρφωση του χρηματιστηριακού δικαίου στοχεύει όχι μόνο στην προστασία των επενδυτών, αλλά και στην αποτελεσματικότητα του Χρηματιστηρίου που δεν μπορεί να λειτουργήσει χωρίς να εξασφαλίζεται η ισότητα των επενδυτών.

6. Έτσι οι διατάξεις του χρηματιστηριακού δικαίου είναι δυνατόν είτε απλά να συμπληρώσουν το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας σε θέματα που δεν ρυθμίζει τούτο είτε ακόμα και να υπερισχύουν αντιθέτων διατάξεων του εταιρικού δικαίου. Είναι πιθανόν, εκείνο που το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας επιτρέπει, το χρηματιστηριακό δίκαιο να το απαγορεύει, προτάσσοντας την προστασία του επενδυτή ως κριτήριο για την παράκαμψη ρυθμίσεων του εταιρικού δικαίου που αφορούν λ.χ. τις σχέσεις πλειοψηφίας-μειοψηφίας. Έτσι διαμορφώνεται αυτό που από τη γαλλική θεωρία ονομάστηκε ως η «δημόσια χρηματιστηριακή τάξη» (*ordre public boursier*) η οποία χαρακτηρίζει την τάση επιβολής των ρυθμίσεων του χρηματιστηριακού δικαίου σε κείμενες διατάξεις του εταιρικού δικαίου (*D. Schmidt*, Rapport de synthèse, στο “La stabilité du rouvoir et du capital”, RJcom 1990 ειδ. εκδ., σελ. 175, *N. Rontchevsky*, La liberté contractuelle et la transaction à l’épreuve de la réglementation boursière, Bull. Joly Bourse et produits financiers 1994, σελ. 62, *M. Jeantin*, Droit des Obligations et Droit des Sociétés, Melanges Boyer, 1996, σελ. 317). Η επικράτηση των ειδικών ρυθμίσεων γίνεται μεν στο όνομα της προστασίας του επενδυτικού κοινού, βασίζεται όμως στη γενικότερη αρχή της προστασίας του θεσμού του Χρηματιστηρίου και της απρόσκοπτης λειτουργίας της οικονομίας της αγοράς. Πράγματι, μόνο η αυξημένη προστασία των επενδυτών και η συναφής επιβάρυνση των εισηγμένων ανωνύμων εταιριών με πρόσθετες ρυθμίσεις μπορεί να διασφαλίσει την εισροή κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο προς χρηματοδότηση των εκδοτριών εταιριών και τη συνεπακόλουθη τόνωση της οικονομίας.

7. Στην προκειμένη περίπτωση η εκδότρια εταιρία κατ’ αποτέλεσμα διαγράφεται από το ΧΑ με άλλη οδό, πέραν αυτής που κατ’ αποκλειστικότητα επιτάσσει να ακολουθηθεί ο εθνικός νόμος. Κατά τον *Marcus Lenerbach* (“Kapitalmarkt-und Börsenrecht”, 2002, σελ. 380 επ.), η απορρόφηση μιας εισηγμένης εταιρίας από μια μη εισηγμένη, που έτσι οδηγεί την πρώτη εκτός Χρηματιστηρίου (η λεγόμενη “going private merger”), δεν μπορεί να χαρακτηριστεί παράκαμψη της χρηματιστηριακής νομοθεσίας (παρ. 38, εδ. iv και παρ. 43 εδ. iv, BörsG, που προστέθηκε στον εν λόγω νόμο με το 3ο Finanzmarktförderungsgesetz της 24.03.1998), γιατί οι μέτοχοι της απορροφούμενης προστατεύονται επαρκώς από τις διατάξεις για τις συγχωνεύσεις που ρυθμίζει ο νόμος περί ανωνύμων εταιριών (έτσι και *Tobias Kinse*, Das Kalte Delisting Börsennotierter AG, 2002, σελ. 83 *Land/Hasselbach*, DB 2000, σελ. 557 επ., αλλά και το Ακυρωτικό, BGH 83, σελ. 122 διαφορετικά, *Daniel Schlössler*, Delisting auf Initiative des Ermittlenten, 2002, σελ. 291). Όμως, το γερμανικό δίκαιο δεν γνωρίζει τη διάταξη του άρθ. 17 παρ. 5 του ν. 3351/2005, η δε ως άνω διάταξη της παρ. 43, εδ. iv BörsG προβλέπει ότι το Χρηματιστήριο προβαίνει στη διαγραφή, αν η περί διαγραφής απόφαση δεν είναι αντίθετη προς τα συμφέροντα των επενδυτών. Πάντως σήμερα στη Γερμανία, μετά την απόφαση του Ακυρωτικού (BGH ZGR 2003 σελ. 280 επ.) γνωστή ως απόφαση Macroton (βλ. και σχόλιο επ’ αυτής *Marcus Lutter* στο JZ 2003 τεύχος 13) για το έγκυρο της απορρόφησης που συνεπάγεται διαγραφή από το Χρηματιστήριο απαιτείται δεσμευτική

προσφορά της εταιρίας ή του μεγαλομετόχου για την αγορά των μετοχών των μικρομετόχων. Η δε ορθή προστασία των μετόχων της μειοψηφίας προϋποθέτει «το περιεχόμενο της δεσμευτικής προσφοράς να υπερκαλύπτει την πλήρη τρέχουσα αξία των μετοχών και οι μέτοχοι της μειοψηφίας να έχουν δικαίωμα δικαστικής διαπίστωσης τούτου».

Όμως, κατά το ελληνικό δίκαιο, η διάταξη του άρθ. 17 παρ. 5 ως άνω δεν μπορεί να παρακαμφθεί και ισχύει και όταν η διαγραφή είναι συνέπεια νόμιμης απόφασης για απορρόφηση και όχι απλής αίτησης διαγραφής. Άλλωστε, ένα ποσοστό πλειοψηφίας της τάξεως του 95% επιτρέπεται, όπως είπαμε, να προβλεφθεί και στο καταστατικό μιας ανώνυμης εταιρίας για θέματα που απαιτείται καταστατική πλειοψηφία και ορθό είναι να μη γίνεται δεκτή αίτηση εταιρίας για εισαγωγή της στο ΧΑ, αν δεν προβλέπεται αυτό το ποσοστό (95%) για την περίπτωση μελλοντικής της απορρόφησης από μια μη εισηγμένη, χωρίς αυτό να αλλάζει κάτι στα συμπεράσματά μας στην προκειμένη περίπτωση, που ακριβώς δεν υπάρχει αυτή η καταστατική πρόβλεψη. Εννοείται ότι αν ακολουθηθεί και παρ' ημίν η αγορά των μετοχών της μειοψηφίας με τους όρους που έθεσε το γερμανικό Ακυρωτικό, εκ των πραγμάτων δεν θα απαιτείται πλέον η τήρηση του άρθ. 17 παρ. 5 του ν. 3371/2005.

Σύμφωνα με τη χρηματοπιστωτική νομοθεσία των ΗΠΑ, μια εταιρία μπορεί να ζητήσει τη διαγραφή της από το Χρηματιστήριο (*delisting or deregistration*) εφόσον ο αριθμός των μετόχων της είναι μικρότερος από 300, μετά από έγκριση της Ε.Κ. των ΗΠΑ δηλ. της SEC (Exchange Act Rules 12d2-2, d και e). Όταν η αριθμητική αυτή προϋπόθεση δεν βρίσκει εφαρμογή, η εκδότρια εταιρία μπορεί να καταφύγει σε διαδικασίες που επιφέρουν αλλαγές στον έλεγχο ή τη σύνθεση του μετοχικού της κεφαλαίου (*going private transactions*). Αν και οι διαδικασίες αυτές είναι καταρχήν νόμιμες και αποδεκτές (*M. Morgenstern, P. Nealis, Going private: a reasoned response to Sarbanes-Oxley, www.sec.org*), υποβάλλονται, εντούτοις, στον αυστηρό έλεγχο της υποχρέωσης πίστης (*fiduciary duties – duty of loyalty*). Το διοικητικό συμβούλιο και οι διευθύνοντες πρέπει να αποδείξουν ότι η απόφασή τους δεν υπαγορεύτηκε από προσωπικά συμφέροντα που βρίσκονταν σε αντίθεση με το εταιρικό συμφέρον, νοούμενο ως το συμφέρον του **συνόλου των μετοχών** και των κατόχων τους να επωφεληθούν από τη μέγιστη αξία της επένδυσής τους. Το τεκμήριο του μέσου συνετού επιχειρηματία, το οποίο έχει διαμορφωθεί από τα δικαστήρια προς υπεράσπισή τους (*business judgment rule*) δεν τους προστατεύει αν αυτοί διατηρούν και προσωπικά συμφέροντα, τα δε δικαστήρια συνήθως εφαρμόζουν την πιο αυστηρή εκδοχή της υποχρέωσης πίστης (*entire fairness standard of review*). Μια τέτοια μορφή προστασίας δεν είναι ακόμα γνωστή στην ελληνική πρακτική. Οι μέτοχοι της μειοψηφίας σπάνια καταφεύγουν στα δικαστήρια για να προσβάλλουν μια απόφαση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η θέσπιση επομένως από το νόμο αυστηρών προϋποθέσεων διαγραφής παρουσιάζεται ως ικανή ασφαλιστική δικλείδα προστασίας της μειοψηφίας.



Επιπλέον, οι ως άνω διαδικασίες που γνωρίζουν η Γερμανία και οι ΗΠΑ οδηγούν σε υποχρέωση εξαγοράς και, άρα, «αποχώρησης από την εταιρία» των μετόχων (*appraisal rights*). Το ίδιο δικαίωμα εξαγοράς και αποχώρησης συναντάται και στο γαλλικό δίκαιο (*droit de sortie*). Για το ελληνικό δίκαιο, βλ. την *de lege ferenda* πρόταση συμπλήρωσης της προστασίας της μειοψηφίας με πρόβλεψη υποχρέωσης της εκδότριας εταιρίας να εξαγοράσει τις μετοχές των μειοψηφούντων εταίρων (Γ. Σωτηρόπουλος, ο.π., σελ. 131, υποσημ. 49). Στη Γαλλία γίνεται επίκληση της θεωρίας της «σύμβασης επένδυσης» που αναφέραμε πιο πάνω, η οποία ενώνει την εταιρία με τους επενδυτές και η παράβαση της οποίας επιφέρει το δικαίωμα του επενδυτή να αποχωρήσει. Περιπτώσεις οι οποίες αφορούν σε συγχώνευση ή άλλες αλλαγές στη δομή της εταιρίας, ορίζονται από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία (άρθ. 234-3, 236-5, 236-6 Règlement Général AMF, [www.amf-france](http://www.amf-france)). Πέρα από αυτές, η θεωρία αιτείται την προέκταση του δικαιώματος εξόδου σε κάθε περίπτωση αλλαγής των όρων με τους οποίους οι επενδυτές προσχώρησαν στην εταιρία μετά από απόφαση της πλειοψηφίας που δεν είναι σύμφωνη προς τα οικονομικά συμφέροντα των επενδυτών (M.-A. Frison – Roche, ο.π.).

8. Από τα ως άνω συμπεραίνουμε ότι η διάταξη του άρθρου 17 παρ. 5 του ν. 3371/05 για την αίτηση εξόδου από το ΧΑ υπερισχύει αυτών που προβλέπει ο κ.ν. 2190/1920 για τη συγχώνευση μιας ανώνυμης εταιρίας με άλλη. Η εκδότρια εταιρία πρέπει να υποχρεωθεί να υποβάλει την πρόταση για συγχώνευσή της στη διαδικασία λήψης απόφασης με την πλειοψηφία του 95% που προβλέπει ο ν. 3371/05 και που επιτρέπει την έξοδο από το Χρηματιστήριο ύστερα από έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή (πράγμα που κατ' αποτέλεσμα είναι το ίδιο) με την απόφαση μεν που απαιτείται για τη συγχώνευση, η οποία όμως θα συνοδεύεται από άλλη, με τα ποσοστά που απαιτούνται για τη διαγραφή. Η ΕΚ έχει ευχέρεια να μην εφαρμόσει την προϋπόθεση του άρθ. 17 παρ. 5 ν. 3371/2005 είτε αν συντρέχουν οι προϋποθέσεις της παρ. 3 του ίδιου άρθρου ή αν η εταιρία ή κάποιος μεγαλομέτοχος αγόρασε τις μετοχές της μειοψηφίας, οπότε κατ' αποτέλεσμα θα πληρούται το πραγματικό του άρθ. 17 παρ. 5 ν. 3371/2005. Η παράθεση των συνεπειών που επιφέρει η εφαρμογή των δύο αυτών κλάδων δικαίου στους μετόχους δεικνύει ότι, ενώ το δίκαιο της α.ε. είναι προσανατολισμένο στην προστασία της μειοψηφίας μέσω παροχής σε αυτήν ειδικών δικαιωμάτων, το χρηματιστηριακό δίκαιο αναζητά πιο αποτελεσματικές λύσεις, λαμβάνοντας υπόψη την ανάγκη ενισχυμένης προστασίας του επενδυτικού κοινού, η οποία επιβάλλει την υιοθέτηση αυστηρότερων και ειδικότερων ρυθμίσεων, όταν απειλούνται τα δικαιώματά του.

Είναι, επομένως, σαφές ότι η εφαρμογή των διατάξεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας δεν μπορεί να αποκλεισθεί από την εκδότρια εταιρία δια της οδού της συγχώνευσης, αφού η απόφαση διαγραφής της από το Χρηματιστήριο επιφέρει αλλαγή όχι μόνο της νομικής φύσης της εκδότριας εταιρίας αλλά και της νομικής θέσης των μετόχων της, οι οποίοι, στερούμενοι του πλαισίου προστασίας της χρηματιστηριακής αγοράς, μεταβάλλονται από επενδυτές-μέτοχοι σε μια εγκλωβισμένη μειοψηφία μη εισηγμένης εταιρίας. Οι αγοραστές μετοχών εισηγμένης εταιρίας ως επενδυτές έχουν εύλογη προσδοκία ότι οι μετοχές τους θα βρίσκονται σε διαπραγμάτευση στη χρηματιστηριακή αγορά και δεν είναι δυνατόν να ματαιώνεται αυτή η προσδοκία τους, επειδή ακριβώς η εκδότρια αποφάσισε να συγχωνευτεί με μία μη εισηγμένη εταιρία.