

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ  
ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ «ΔΙΚΑΙΟ  
ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»**

**«Υβριδικές Μορφές Χρηματοδότησης Εταιρειών:  
Έννοια, Λειτουργία, Συνέπειες στις Συναλλαγές»**

**Ονοματεπώνυμο Φοιτήτριας: Αικατερίνη Δελαβίνια  
Επιβλέπων Καθηγητής: Νικόλαος Φαραντούρης**

Πειραιάς, 2022

## Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



### ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ «ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

#### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο  
.....ΥΒΡΙΔΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....  
.....ΕΝΝΟΙΑ, ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ, ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΣΤΙΣ ΣΥΝΑΦΛΑΣΕΣ.....  
έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο.....ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ ΔΕΛΑΒΙΝΙΑ.....

Ημερομηνία.....10/02/2022.....

## Κατάλογος περιεχομένων

1. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	4
1.1 Χρηματοδότηση και Κεφαλαιακή διάρθρωση επιχειρήσεων.....	4
1.2. Διάκριση κεφαλαίου - χρέους.....	7
1.2.1 Τυπική διάκριση κεφαλαίου και χρέους.....	7
1.2. 2 Ουσιαστική διάκριση κεφαλαίου και χρέους.....	8
2.ΥΒΡΙΔΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	12
2.1.Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα ενδιάμεσης χρηματοδότησης.....	16
2.3. Κατηγοριοποίηση υβριδικών μορφών χρηματοδότησης.....	18
3. ΥΒΡΙΔΙΚΑ ΜΟΡΦΩΜΑΤΑ ΕΚΤΟΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	20
3.1.Αφανής εταιρεία.....	20
3.2. Συμβάσεις δανείου.....	2
3.2.1.Συμμετοχικό δάνειο.....	23
3.2.2.Δάνεια υποκεφαλαιοδότησης ή εξυγιαντικά δάνεια.....	25
3.2.3.Δάνεια ενταγμένα σε πλαίσιο χρηματοδότησης.....	31
3.2.4. Δάνεια μειωμένης διασφάλισης.....	36
4.ΥΒΡΙΔΙΚΑ ΜΟΡΦΩΜΑΤΑ ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	40
4.1.Αιώνιες ομολογίες.....	41
4.2.Ομολογίες μειωμένης διασφάλισης.....	43
4.3.Ομολογίες υψηλού κινδύνου ή υψηλής απόδοσης.....	45
4.4.Μετατρέψιμες ομολογίες.....	46
4.5.Ομολογίες με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών.....	52
4.6.Ομολογίες με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη.....	55
4.7 Προνομιούχες μετοχές .....	57
4.8.Εξαγοράσιμες μετοχές.....	65
5.ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ.....	71
5.1.Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ).....	71
5.2.Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα.....	72
5.3.ΔΛΠ 32 Χρηματοοικονομικά μέσα: γνωστοποίηση και παρουσίαση.....	73
5.4.Υβριδικά μέσα χρηματοδότησης στο πλαίσιο του ΔΛΠ 32:.....	75
6.ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ.....	80
7.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	85



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία αφορά στην εξέταση των υβριδικών μορφών χρηματοδότησης που αποτελεί πηγή άντλησης κεφαλαίου των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους.

Οι υβριδικές μορφές χρηματοδότησης κινούνται μεταξύ ίδιας και ξένης χρηματοδότησης, γι' αυτό το λόγο θα διερευνηθούν το πρώτον, οι πηγές χρηματοδότησης μιας επιχείρησης, ήτοι το κεφάλαιο και το χρέος σε συνάρτηση με την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Εν συνεχεία, επιχειρείται η διάκριση του κεφαλαίου και του χρέους βάσει τυπικών και ουσιαστικών- λειτουργικών κριτηρίων προς οριοθέτηση των πολυσήμαντων εννοιών τους.

Κατόπιν, αναλύεται η έννοια των υβριδικών μορφών χρηματοδότησης, των γενικών χαρακτηριστικών τους, οι περιπτώσεις στις οποίες χρησιμοποιούνται καθώς και τα πλεονεκτήματα που αυτές προσφέρουν στις επιχειρήσεις και τους επενδυτές.

Στο κύριο μέρος της εργασίας, παρατίθενται τα είδη των υβριδικών μορφών χρηματοδότησης, με ανάλυση της έννοιας τους και της οικονομικής λειτουργίας τους και παράλληλη επισήμανση των στοιχείων που προσδίδουν σε αυτές υβριδικό χαρακτήρα.

Τέλος, επιχειρείται η λογιστική προσέγγιση των υβριδικών μορφωμάτων μέσω των ορισμών και των κανόνων του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 32. Στη συνέχεια γίνεται αναφορά σε ζητήματα από σκοπιάς φορολογικού δικαίου και κανόνων ευρωπαϊκού δικαίου, που ρυθμίζουν φαινόμενα ασυμφωνίας των κρατών ως προς τη μεταχείριση των υβριδικών μέσων χρηματοδότησης.

## 1. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### 1.1 Χρηματοδότηση και Κεφαλαιακή διάρθρωση επιχειρήσεων

Κάθε επιχείρηση προς επίτευξη του σκοπού της και στο πλαίσιο της λειτουργίας της προσφεύγει στην άντληση κεφαλαίων από διάφορες χρηματοδοτικές πηγές, το κεφάλαιο και το χρέος. Ειδικότερα η χρηματοδοτική πηγή του κεφαλαίου, τροφοδοτεί την επιχείρηση με κεφάλαια που προέρχονται από τις εισφορές των φορέων της και της δραστηριότητας της ενώ τη χρηματοδοτική πηγή του χρέους αποτελούν τα ξένα ή δανειακά ή πιστωτικά κεφάλαια. Με βάση τα ανωτέρω, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων διακρίνεται καταρχήν σε εσωτερική και εξωτερική. Ως εσωτερική χρηματοδότηση νοείται η χρηματοδότηση στην οποία τα κεφάλαια προέρχονται από την ίδια τη λειτουργία της επιχείρησης, ήτοι τα αποθησαυρισθέντα κέρδη, τα αποθεματικά, την παρακράτηση και την κεφαλαιοποίηση κερδών. Εξωτερική χρηματοδότηση υπάρχει όταν τα κεφάλαια προέρχονται από εξωτερικές πηγές, δηλ. από βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες δανειοδοτήσεις τραπεζών ή και άλλων πιστωτών ή από τη σύναψη ομολογιακών δανείων.<sup>1</sup>

Η επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης της επιχείρησης λαμβάνει υπόψη κάποιες παραμέτρους που βασίζονται στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εκάστοτε επιχείρησης και συγκεκριμένα αυτές είναι α) ο σκοπός της χρηματοδότησης (επιχειρηματικό σχέδιο, προβλέψεις σχετικά με την εξέλιξη της συγκεκριμένης επιχειρηματικής δραστηριότητας), β) οι δυνατότητες και ανάγκες της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης (ανάγκη άμεσης άντλησης κεφαλαίων, ευκολία δανεισμού, υπάρχουσα χρηματοοικονομική διάρθρωση της εταιρείας, ιδίως σχέση ιδίων με αλλότρια κεφάλαια, διατήρηση του status quo στο εσωτερικό της εταιρείας), γ) το κόστος του συγκεκριμένου τρόπου χρηματοδότησης (διαμόρφωση επιτοκίων, κόστος άντλησης ιδίων κεφαλαίων, επιθυμία χρησιμοποίησης εργαλείων μόχλευσης, φορολογική αντιμετώπιση των διαφορετικών μορφών χρηματοδότησης) και δ) το γενικότερο χρηματοοικονομικό περιβάλλον.<sup>2</sup>

1 Ν.Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, 2012, σελ. 222

2 Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009, σελ. 2

Όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση ή δομή (capital structure) της επιχείρησης, αυτή αποτελεί το συνδυασμό μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και επομένως δείχνει την έκταση κατά την οποία οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από τις μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Το ζήτημα της κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν έχει μόνο ενδιαφέρον από οικονομικής πλευράς αλλά και από την πλευρά του δικαίου καθώς δίνεται η δυνατότητα να επιλέγεται ελεύθερα από το νομικό πρόσωπο η κεφαλαιακή του διάρθρωση μπορώντας καταρχήν να επιλέξει αν θα λάβει χρηματοδότηση προς επίτευξη του καταστατικού του σκοπού, το είδος της χρηματοδότησης, τους όρους χρηματοδότησης, το χρόνο χρηματοδότησης καθώς και τα πρόσωπα που θα τη χρηματοδοτήσουν, συνδέοντας έτσι την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης με έννομες συνέπειες, απαντώμενες σε διάφορους κλάδους του δικαίου.

Από φορολογικής απόψεως και συγκεκριμένα βάσει του άρθρου 99 Ν 2238/1994, αντικείμενο του φόρου σε ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες είναι το συνολικό καθαρό εισόδημα ή κέρδος που προκύπτει στην ημεδαπή ή στην αλλοδαπή.<sup>3</sup> Τα διανεμόμενα κέρδη (εν προκειμένω μερίσματα) λαμβάνονται από το υπόλοιπο των κερδών που απομένει μετά την αφαίρεση του αναλογούντος φόρου εισοδήματος. Αντίθετα, δεδουλευμένοι τόκοι που καταβάλλονται προς εκπλήρωση υποχρεώσεων της εταιρείας προς τρίτους δεν αποτελούν εισόδημα της εταιρείας αλλά εκπεστέα φορολογική δαπάνη.<sup>4</sup> Καθίσταται, επομένως, σαφές ότι η εταιρεία που επιλέγει τη χρηματοδότησή της με αλλότρια κεφάλαια απολαμβάνει φορολογικό πλεονέκτημα σε σχέση με την εταιρεία που επιλέγει τη χρήση ιδίων κεφαλαίων. Το πλεονέκτημα αυτό συνίσταται αφενός στην έκπτωση του καταβαλλομένου τόκου από το φορολογητέο εισόδημα της εταιρείας αφετέρου στην αποφυγή της αυτοτελούς φορολόγησης των μερισμάτων.<sup>5</sup>

Από λογιστικής απόψεως η ταξινόμηση των χρηματοοικονομικών μέσων σε κατηγορίες, βάσει των οποίων παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις των οικονομικών οντοτήτων, η θεώρηση δηλαδή αυτών ως ίδια ή αλλότρια κεφάλαια, επηρεάζει την γενικότερη εικόνα της

---

3 Βασαλάκη, εις ΔικΑΕ, Τομ.Ι,2002,σελ.319.

4 Τσουρουφλής, Η φορολογική αντιμετώπιση της υποκεφαλαιοποίησης, ΧρΙΔ 2004, σελ.836, Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, 2002, σελ.342.

5 Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.3

επιχείρησης και συνδέεται με τη χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση των οικονομικών στοιχείων της καθώς και την τραπεζική της χρηματοδότηση.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης επηρεάζει και την τραπεζική της χρηματοδότηση καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα αξιολογούν τη φερεγγυότητα και πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων, λαμβάνοντας υπόψη τη σχέση ιδίων και αλλοτρίων κεφαλαίων . Η χρήση μορφών χρηματοδότησης που πηγάζουν από ίδια κεφάλαια βελτιώνει την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

Τέλος, από την πλευρά του πτωχευτικού δικαίου είναι σημαντικό εάν ο χρηματοδότης της επιχείρησης είναι πτωχευτικός πιστωτής, έχων τη δυνατότητα να κυρήξει σε πτώχευση την εταιρεία και η σειρά στην οποία θα καταταγεί η απαίτηση του σε σχέση με τις απαιτήσεις των λοιπών πιστωτών.

## **1.2. Διάκριση κεφαλαίου - χρέους**

Οι έννοιες του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων έχουν δημιουργηθεί στο πλαίσιο του αστικού δικαίου, ιδίως των συμβάσεων , εταιρικού και του πτωχευτικού δικαίου. Χρησιμεύουν ως κατηγορίες για συγκεκριμένους συνδυασμούς χρηματοοικονομικών κινδύνων και ανταμοιβών, δικαιωμάτων ψήφου και ελέγχου βάσει σύμβασης που παρέχει κεφάλαια για μια επιχείρηση. Αυτό αντικατοπτρίζεται στο λογιστικό δίκαιο όπου η διάκριση μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων παίζει σημαντικό ρόλο όταν η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης εμφανίζεται στο ευρύ κοινό. Η οριοθέτηση των όρων κεφαλαίου – χρέους είναι ένα ζήτημα που άπτεται τόσο της νομικής όσο και της οικονομικής επιστήμης παρουσιάζοντας ρευστότητα, λόγω της ποικιλομορφίας των τρόπων χρηματοδότησης.

### **1.2.1 Τυπική διάκριση κεφαλαίου και χρέους**

Βάσει της τυπικής διάκρισης του κεφαλαίου και του χρέους, η οποία θέτει ως κριτήριο την προέλευση της χρηματοδότησης, <sup>6</sup> η καθαρή θέση ή ίδια κεφάλαια περιέχει ποσά, τα οποία ανήκουν στους φορείς της επιχείρησης, είτε αυτά εισφέρθηκαν άμεσα από αυτούς κατά την

---

<sup>6</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.9

ίδρυση ή σε αύξηση κεφαλαίου της επιχείρησης, είτε αυτά προέρχονται από κέρδη της επιχείρησης. Ειδικότερα τα ίδια Κεφάλαια περιλαμβάνουν το μετοχικό Κεφάλαιο και τα αποθεματικά Κεφάλαια. Το μετοχικό κεφάλαιο αναφέρεται στα χρήματα που εισέφεραν οι μέτοχοι για να δημιουργηθεί η εταιρεία ενώ μπορεί επίσης να περιλαμβάνει και τα κεφάλαια που συνέχισαν να εισφέρουν οι μέτοχοι στη συνέχεια, με την μορφή αυξήσεων κεφαλαίου. Στα αποθεματικά κεφάλαια περιλαμβάνονται αυτά που κάθε έτος παρακρατεί η εταιρεία από τα κέρδη και δεν τα διανέμει στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων. Χρέος άλλως αλλότρια κεφάλαια, αποτελεί οποιαδήποτε χρηματοδότηση από εξωτερική πηγή . Τα πρόσωπα που εισφέρουν τα αλλότρια κεφάλαια στην εταιρεία καθίστανται δανειστές αυτής εν αντιθέσει με τους εταίρους/μετόχους της επιχείρησης που εισέφεραν το ποσό ( μαθηματική ποσότητα ) που αναγράφηκε στο καταστατικό ως μετοχικό κεφάλαιο. Ο μέτοχος αποτελεί ιδιοκτήτη της επιχείρησης, ο δε δανειστής χρηματοδότη.

Η παραπάνω διάκριση κατόπιν τυπικών κριτηρίων δε φαίνεται να ανταποκρίνεται στη λειτουργία των ανωνύμων εταιρειών καθώς οι μέτοχοι μιας μετοχικής εταιρείας πολλές φορές είναι παθητικοί ως προς την άσκηση διαχειριστικών καθηκόντων/ ελέγχου λογίζοντας τη περιουσιακή διάθεση τους ως μιας μορφής επένδυσης όπως και οι δανειστές, εξ' αυτού του λόγου δημιουργείται μια κοινότητα συμφερόντων μεταξύ τους. Η τυπική διακριση του χρέους και του κεφαλαίου φαίνεται να εξυπηρετεί κυρίως τη λογιστική απεικόνιση μιας επιχείρησης. Το κεφάλαιο αναγράφεται στο παθητικό του ισολογισμού της επιχείρησης και διακρίνεται σε ίδιο και ξένο κεφάλαιο.

Έχει επιχειρηθεί σε λογιστικό επίπεδο η προσέγγιση της εννοιας του κεφαλαίου μέσω του ΔΛΠ 32 .Σημαντικό κριτήριο, σύμφωνα με τα ΔΛΠ 32, για τη διαφοροποίηση ιδίων και αλλοτρίων κεφαλαίων είναι η υποχρέωση της επιχείρησης προς καταβολή. Όταν μια επιχείρηση δεν έχει υποχρέωση προς καταβολή υφίσταται ίδιο κεφάλαιο. Αντίθετα, υφίσταται χρέος και κατά τούτο αλλότριο κεφάλαιο αν μια επιχείρηση υπέχει εναλλακτικά υποχρέωση καταβολής απορρέουσα: α) από την υποχρέωση αποπληρωμής χρηματοοικονομικού μέσου, β) από το δικαίωμα καταγγελίας χρηματοπιστωτικού μέσου ή, τέλος, γ) από την υποχρέωση καταβολής αμοιβής για την παροχή χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου. Το ίδιο ισχύει και αν μια επιχείρηση έχει την



υποχρέωση να ανταλλάξει οικονομικά περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις με δυσμενείς όρους.<sup>7</sup>

### **1.2. 2 Ουσιαστική διάκριση κεφαλαίου και χρέους**

Ιδιαίτερα σημαντική αναδεικνύεται και η χρήση ουσιαστικών- λειτουργικών κριτηρίων για τη διάκριση μεταξύ κεφαλαίου και χρέους, πέραν του ανωτέρω τυπικού κριτηρίου. Στα ουσιαστικά κριτήρια ανακλώνται τα βασικά λειτουργικά στοιχεία του κεφαλαίου, όπως είναι :<sup>8</sup>

#### *α) Μακρόχρονη περιουσιακή διάθεση*

Δια του παρόντος κριτηρίου επιχειρείται η διακρίση μεταξύ κεφαλαίου και χρέους βάσει της διάρκειας της περιουσιακής διάθεσης. Το μακροχρόνιο της περιουσιακής διάθεσης συνδέεται κυρίως με το κεφάλαιο καθώς αυτό χρησιμοποιείται προς όφελος και για την επίτευξη του εταιρικού σκοπού της εκάστοτε εταιρείας. Συμπληρωματικά , γεγονός που συνυγορεί στα ανωτέρω είναι ότι ο μέτοχος δεν έχει αξίωση επιστροφής της εισφοράς του πριν τη λύση της εταιρείας.

Αντιθέτως, η βραγχύχρονη περιουσιακή διάθεση ταυτίζεται με το χρέος – υποχρέωση, το οποίο διαρκεί για περιορισμένο χρονικό διάστημα που με τη λήξη της προθεσμίας του πρέπει να αποπληρωθεί. Εντούτοις, πολλές φορές το κριτήριο αυτό δεν είναι απόλυτο καθώς είναι δυνατή η έκδοση ομολογιών ( χρέος) χωρίς ημερομηνία λήξης.

#### *β) Συμμετοχή στα κέρδη και τις ζημίες*

Το κριτήριο αυτό συνδέεται με την έννοια του εισφέροντος κεφαλαίου, στις προσωπικές εταιρείες, οι εταίροι μετέχουν στα κέρδη και τις ζημίες κατά το ποσοστό συμμετοχής τους. Για να διανεμηθούν κέρδη όμως θα πρέπει να καλυφθούν πρώτα οι ζημίες από μελλοντικά κέρδη. Στις κεφαλαιουχικές εταιρείες το κριτήριο αφορά κυρίως το περιουσιακό δικαίωμα των μετόχων,

---

<sup>7</sup> ΔΛΠ 32

<sup>8</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.12

συμμετοχής στα επιτευχθέντα κέρδη στη συγκεκριμένη εταιρική χρήση και της καταβολής του μερίσματος. Εν προκειμένω και το δεύτερο αυτό κριτήριο δεν είναι καθοριστικό για τη διάκριση του κεφαλαίου και του χρέους καθώς η συμμετοχή στις ζημίες στην περίπτωση πχ αφανούς εταιρείας είναι περιορισμένη ενώ και η συμμετοχή στα κέρδη μπορεί να αποτελέσει τρόπο αμοιβής του δανειστή.

#### *γ) Συμμετοχή στη διοίκηση της επιχείρησης*

Ένα ακόμη κριτήριο διάκρισης χρέους κεφαλαίου αποτελεί και το δικαίωμα διοικήσεως που παρέχεται είτε σε εταίρους προσωπικών εταιρειών υπό τη μορφή εξουσίας διαχείρισης και εκπροσώπησης είτε σε μετόχους κεφαλαιουχικών εταιρειών υπό τη μορφή δικαιωμάτων παράστασης, συζήτησης και ψήφου στη ΓΣ, διορισμό μελών του ΔΣ, παροχής πληροφοριών και ελέγχου. Το συγκεκριμένο κριτήριο δεν μπορεί να θεωρηθεί ακριβές διότι η συμμετοχή στη διοίκηση μιας εταιρείας μπορεί να προβλεφθεί σε συμβατικούς όρους παραχωρώντας το δικαίωμα ελέγχου σε τρίτα πρόσωπα χωρίς να καθίστανται βέβαια αυτά και εταίροι.

#### *δ) Βούληση ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου.*

Τέλος ως κριτήριο διάκρισης του κεφαλαίου από το χρέος μπορεί να χρησιμοποιηθεί η ανάληψη του επιχειρηματικού κινδύνου. Επιχειρηματικός κίνδυνος αποτελεί την οικονομική προσέγγιση του ευρύτερου όρου του κινδύνου και αναφέρεται στην πιθανότητα μείωσης της αποδοτικότητας και παραγωγικότητας μιας επιχείρησης εξαιτίας λανθασμένων επιλογών και αποφάσεων της διοίκησης, που έχουν ως αποτέλεσμα την εκδήλωση ζημιών. Ως κεντρική έννοια η επιχειρηματική ανάληψη κινδύνων ορίζεται ως «ο βαθμός στον οποίο οι διαχειριστές είναι διατεθειμένοι να κάνουν μεγάλη και επικίνδυνη δέσμευση πόρων» (Miller & Friesen, 1978). Η ανάληψη επομένως του κινδύνου από το χρηματοδότη αποτελεί στοιχείο ύπαρξης κεφαλαίου. Αντίθετα όταν ο επενδυτής δεν προτίθεται να αναλάβει επενδυτικό κίνδυνο, η χρηματοδότηση του δε μπορεί να χαρακτηριστεί ως κεφάλαιο. Πιο συγκεκριμένα, η βούληση προς ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου αποτελεί κριτήριο κατά το οποίο σημαντική ένδειξη σχετικά με την υπεγγυότητα των εταιρικών δανείων αποτελεί αν η εταιρεία με βάση την

οικονομική της κατάσταση κατά το χρονικό σημείο λήψης της χρηματοδότησης και σύμφωνα με τα δεδομένα της αγοράς είχε τη δυνατότητα να λάβει

χρηματοδότηση με τους ίδιους όρους από τρίτα πρόσωπα<sup>73</sup>.<sup>9</sup> Σε θετική περίπτωση πρόκειται για χρέος σε αρνητική περίπτωση πρόκειται για κεφάλαιο. Ειδικότερα, όσο περισσότερα είναι τα αλλότρια σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια τόσο μεγαλύτερη είναι η ένδειξη ότι η περιουσιακή παροχή προς την εταιρεία αποτελεί κεφάλαιο.

Συμπερασματικά τα ανωτέρω κριτήρια οριοθετούν ως ένα βαθμό τις έννοιες του κεφαλαίου και του χρέους, συνεκτιμώνται ασφαλώς όλα, ωστόσο δεν είναι καθοριστικής σημασίας υπό την έννοια ότι κάποια μέσα χρηματοδότησης δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ως κεφάλαιο ή χρέος καθώς είτε δεν συγκεντρώνουν αθροιστικά τα χαρακτηριστικά ούτε του κεφαλαίου ούτε του χρέους είτε συγκεντρώνουν και των δυο, πρόκειται για τα λεγόμενα υβριδικά<sup>10</sup> μορφώματα χρηματοδότησης.

---

9 Γκολογκίνα- Οικονόμου, Η υπεγγυότητα των μετοχικών δανείων, εις Σύγχρονα ζητήματα εταιρικής ευθύνης, 2003, σελ.390.

10 Ο όρος υβρίδιο προέρχεται από τον λατινικό όρο *hybride*, ο οποίος σημαίνει γόνος μεικτής καταγωγής/ γόνος διασταύρωσης διαφορετικών ειδών .

## 2. ΥΒΡΙΔΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Υβριδικές μορφές χρηματοδότησης άλλως ενδιάμεση χρηματοδότηση (Mezzanine),<sup>11</sup> έννοιες ταυτόσημες στην Ελλάδα, αποτελούν μια επιλογή χρηματοδότησης που μπορεί να συνδυάζει νομικά χαρακτηριστικά χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια και οικονομικά χαρακτηριστικά χρηματοδότησης με αλλότρια κεφάλαια και το αντίστροφο.

Οι ενδιάμεσες μορφές χρηματοδότησης παρουσιάζουν μεταξύ τους κάποια κοινά χαρακτηριστικά όπως είναι η θέση τους σε σχέση με τα ίδια και τα αλλότρια κεφάλαια δηλαδή τα κεφάλαια που αντλούνται από τα υβριδικά μορφώματα ικανοποιούνται προνομιακώς σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια αλλά δε συμβαίνει το ίδιο με τα αλλότρια κεφάλαια των οποίων έπονται ως προς την ικανοποίηση.

Ένα δεύτερο κοινό γνώρισμα των υβριδικών μορφών χρηματοδότησης είναι η μειωμένη εξασφάλιση καθώς δε παρέχεται με τη χορήγηση αυτών κάποια ασφάλεια , ήτοι ενέχυρο, εγγύηση, υποθήκη, ως αποτέλεσμα της ως άνω προνομιακής ικανοποίησης των απαιτήσεων τρίτων έναντι των υβριδικών μορφωμάτων.

Ένα τρίτο χαρακτηριστικό αποτελεί ο αυξημένος κίνδυνος, που απορρέει από το γεγονός ότι η μειωμένη εξασφάλιση της επένδυσης συνεπάγεται αυξημένο κίνδυνο για τον επενδυτή.

Επίσης οι υβριδικές μορφές χρηματοδότησης συχνά συνεπάγονται υψηλότερο κόστος από τον παραδοσιακό δανεισμό. Τα επιτόκια της ενδιάμεσης χρηματοδότησης είναι πολύ υψηλότερα του μακροπρόθεσμου δανεισμού , προς αντιστάθμιση της μειωμένης εξασφάλισης που αυτή παρέχει. Επομένως κρίνεται συμφέρουσα η ενδιάμεση μορφή χρηματοδότησης όταν το κόστος υπολογίζεται με βάση το ποσοστό συμμετοχής στα κέρδη ή αν χορηγείται δικαίωμα συμμετοχής στο κεφάλαιο της επιχείρησης.

---

<sup>11</sup> Η λέξη mezzanine προέρχεται από την αρχιτεκτονική. Χαρακτηρίζει τον ημιόροφο μεταξύ δύο ορόφων. Μεταφερόμενο στον ισολογισμό μιας επιχείρησης το ενδιάμεσο κεφάλαιο καταλαμβάνει από "αρχιτεκτονική" άποψη μια ενδιάμεση( υβριδική) θέση μεταξύ ίδιων και αλλότριων κεφαλαίων.

Επιπρόσθετα παρατηρείται στην ενδιάμεση χρηματοδότηση μια ευελιξία ως προς τη διαμόρφωση των όρων της, αφορά, πιο συγκεκριμένα, το χρόνο λήξης της χρηματοδότησης, τον τρόπο καταβολής της αμοιβής και τη διαμόρφωση των προνομίων. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω στο κόστος της ενδιάμεσης χρηματοδότησης δύναται να συμφωνηθεί ότι η αμοιβή του επενδυτή για τη χορήγηση του κεφαλαίου καταβάλλεται είτε περιοδικά είτε συνολικά με τη λήξη της σύμβασης, μπορεί δε να υπολογίζεται είτε με βάση ποσοστό επί του χορηγηθέντος κεφαλαίου είτε με μεικτό σύστημα που συνδυάζει τόσο την καταβολή τόκου όσο και ποσοστού επί των κερδών της επιχείρησης, περαιτέρω, μπορεί να του αναγνωριστεί κατά τη λήξη της χρηματοδότησης το δικαίωμα συμμετοχής με προκαθορισμένους όρους στο κεφάλαιο της επιχείρησης (Equity Kicker) ή πρόσθετη αμοιβή στην περίπτωση αύξησης της αξίας της επιχείρησης (Virtual Equity Kicker / Shadow Warrant).<sup>12</sup>

Τέλος, κοινό χαρακτηριστικό των υβριδικών μορφωμάτων είναι και η περιορισμένη υποχρέωση πίστης δηλαδή όσο περισσότερο η χρηματοδότηση προσεγγίζει τα ίδια κεφάλαια τόσο αυξάνεται η υποχρέωση πίστης του χρηματοδότη. Αντίστοιχα, η υποχρέωση πίστης του χρηματοδότη μειώνεται ή και εκμηδενίζεται στο μέτρο που η χρηματοδότηση αποτελεί αλλότριο για την εταιρεία κεφάλαιο.

Οι υβριδικές μορφές χρηματοδότησης δε χρησιμοποιούνται μόνο εάν μια επιχείρηση δεν μπορεί να καλύψει τα ελλείποντα ίδια κεφάλαια ούτε μπορεί να αντικαταστήσει εξ' ολοκλήρου τον εξωτερικό δανεισμό. Οι εταιρείες μπορούν να στραφούν σε αυτού του είδους τη χρηματοδότηση αντί άλλων μορφών χρηματοδότησης για την επίτευξη των στόχων τους. Η ενδιάμεση χρηματοδότηση χρησιμεύει στις κάτωθι περιπτώσεις:

**α) Ανακεφαλαιοποιήσεις :** περιλαμβάνουν την άντληση νέων κεφαλαίων για την αναδιάρθρωση του μίγματος ιδίων κεφαλαίων και δανεισμού στον

---

<sup>12</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.22

ισολογισμό της εταιρείας, και είναι μια ιδανική περίπτωση χρήσης της ενδιάμεσης χρηματοδότησης, ειδικά όταν οι ιδιοκτήτες θέλουν τόσο την επίτευξη μερικής ρευστότητας και τη διατήρηση συγχρόνως του ελέγχου της επιχείρησής τους. Για παράδειγμα, η ενδιάμεση χρηματοδότηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε καταστάσεις όπου μια ομάδα μετόχων αναζητούν μερική ή πλήρη ρευστότητα, ενώ άλλοι μέτοχοι επιδιώκουν να παραμείνουν ενεργά συμμετέχοντες στην επιχείρηση. Είναι σύνηθες για μια ιδιωτική εταιρία μετοχών να παρέχει κεφάλαιο σε αντάλλαγμα της πλειοψηφίας ή της πλήρους ιδιοκτησίας μιας εταιρείας η ενδιάμεση χρηματοδότηση, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ειδικά εάν οι υπάρχοντες ιδιοκτήτες δεν αναζητούν πλήρη ρευστότητα και έξοδο από την επιχείρησή τους. Αντί να επιδιώκουν έναν νέο κάτοχο πλειοψηφίας και να παραιτηθούν από τον έλεγχο, οι εταιρείες μπορεί να αναζητούν μια «ανακεφαλαιοποίηση μειοψηφίας» που υποστηρίζεται από την ως άνω χρηματοδότηση ως ελκυστική εναλλακτική λύση.

#### **β) Χρηματοδοτούμενες εξαγορές επιχειρήσεων- Leveraged Buyouts**

Σε μια χρηματοδοτούμενη εξαγορά, η ενδιάμεση χρηματοδότηση χρησιμοποιείται συχνά από τους μετόχους που αγοράζουν, όπως ένα ιδιωτικό επενδυτικό κεφάλαιο ή άλλο θεσμικό όμιλο, για να μεγιστοποιήσουν τη διαθέσιμη δανειοδοτική τους ικανότητα κατά τη στιγμή της αγοράς. Οι εν λόγω εξαγορές ολοκληρώνονται συνήθως από εταιρείες που θέλουν να συγκεντρώσουν μεγάλα ποσά κεφαλαίου για να υποστηρίξουν μια μετάβαση ιδιοκτησίας ή ένα σημαντικό γεγονός ανάπτυξης.

#### **γ) Εξαγορές από την υπάρχουσα διοίκηση- Management buyouts**

Σε σχέση με τις εξαγορές από την υπάρχουσα διοίκηση της επιχείρησης, η ενδιάμεση χρηματοδότηση χρησιμοποιείται συνήθως από την τρέχουσα



ομάδα διαχείρισης μιας εταιρείας για να εξαγοράσει τους τρέχοντες ιδιοκτήτες, όπως ιδιωτικά κεφάλαια ή άλλους επενδυτές, και να αποκτήσει τον έλεγχο της επιχείρησης. Επομένως, αυτό επιτρέπει στην ομάδα διαχείρισης να καθορίσει την κατεύθυνση της εταιρείας, να αναπτύξει την επιχείρηση και να επωφεληθεί από τη μελλοντική δημιουργία αξίας μετοχών.

#### **δ) Χρηματοδότηση αναπτυξιακών προγραμμάτων**

Χρησιμοποιώντας ενδιάμεση χρηματοδότηση για αναπτυξιακό κεφάλαιο θα μπορούσε να βοηθήσει τις εταιρείες να επιτύχουν τους στόχους τους για εσωτερική ανάπτυξη, όπως σημαντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες ή να κατασκευάσουν εγκαταστάσεις. Το κεφάλαιο ανάπτυξης μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για είσοδο σε νέες αγορές αναπτύσσοντας νέα προϊόντα ή και θυγατρικές.

#### **ε) Εξαγορές**

Η υβριδική χρηματοδότηση μπορεί να χρησιμεύσει ως χρηματοδότηση για εξαγορές, όπου οι εταιρείες αγοράζουν άλλες επιχειρήσεις με στόχο την ταχύτερη ανάπτυξη και ανταπόκριση στις ανάγκες των πελατών. Μέσω εξαγορών, οι εταιρείες μπορούν επίσης να έχουν πρόσβαση σε παρακείμενες αγορές καθώς και να διαφοροποιούν την πελατειακή τους βάση.

#### **στ) Εξαγορές μετόχων (shareholders- buyouts)**

Μπορεί να είναι ιδιαίτερα ελκυστικό για οικογενειακές επιχειρήσεις που θέλουν να επαναγοράσουν μετοχές που μπορεί να μην κατέχει η οικογένεια, προκειμένου να αυξήσει το μερίδιό της ιδιοκτησίας της. Αυτές οι συναλλαγές πραγματοποιούνται συχνά χρησιμοποιώντας υβριδική μορφή χρηματοδότησης.

### **ζ) Αναχρηματοδοτήσεις**

Οι αναχρηματοδοτήσεις γίνονται συνήθως χρησιμοποιώντας ενδιάμεση χρηματοδότηση για την αποπληρωμή ή αντικατάσταση του υπάρχοντος χρέους για να επωφεληθούν από τα χαμηλότερα επιτόκια ή / και τους καλύτερους όρους. Οι αναχρηματοδοτήσεις μέσω της εν λόγω χρηματοδότησης, προσθέτουν ευελιξία στη δομή του κεφαλαίου-χρέους μιας εταιρείας και μπορεί να καλύπτουν χρηματοοικονομικές της ανάγκες για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

### **η) Αναδιάρθρωση ισολογισμού<sup>\*</sup>**

Λόγω της φύσης της η υβριδική χρηματοδότηση είναι επίσης κατάλληλη για την αναδιάρθρωση του ισολογισμού. Η προσθήκη ενδιάμεσης χρηματοδότησης στον ισολογισμό μιας εταιρείας μπορεί να βελτιστοποιήσει την κεφαλαιακή της διάρθρωση, βελτιώνοντας την εικόνα του ισολογισμού μέσω της διεύρυνσης των ιδίων κεφαλαίων, συμβάλλοντας στην εκπλήρωση των απαιτήσεων χρέους για συναλλαγές όπως εξαγορές και εξαγορές από τη διαχείριση.

#### **2.1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα ενδιάμεσης χρηματοδότησης**

Η ενδιάμεση ή υβριδική χρηματοδότηση προσφέρει μια σειρά από πλεονεκτήματα τόσο για την εταιρεία που θα την επιλέξει όσο και για τους επενδυτές.

Συγκεκριμένα, η επιχείρηση που θα επιλέξει την ενδιάμεση χρηματοδότηση αποκτά πρόσβαση σε κεφάλαια που θα της χρησιμεύσουν για κάποια πιθανή αγορά ή επέκταση, βελτιώνεται η εικόνα του ισολογισμού

της επιχείρησης καθώς η ενδιάμεση χρηματοδότηση εμφανίζεται στον ισολογισμό ως ίδια κεφάλαια με συνέπεια να αυξάνει και η πιστοληπτική ικανότητα της, εμφανίζει δηλαδή χαμηλότερα επίπεδα χρέους και πιο εύκολα πληρεί τις προϋποθέσεις για άλλα είδη χρηματοδότησης και συναρτά την εκπλήρωση της υποχρέωσης με την ύπαρξη κερδών.<sup>13</sup> Επιπρόσθετα οι τόκοι που οφείλει από την έκδοση υβριδικών δανειακών τίτλων αποτελούν εκπιπτόμενη δαπάνη ΠΟΛ 1106/2008,ΥΑ 108/2008. Τέλος, δε μεταβάλεται το status quo της επιχείρησης, δύσκολα οι ιδιοκτήτες χάνουν τον έλεγχο της, υπό την προϋπόθεση ότι η επιχείρηση ευημερεί και αποτρέπεται με αυτό τον τρόπο οποιαδήποτε παρέμβαση του δανειστή της.

Υφίστανται και κάποια μειονεκτήματα με την επιλογή χρηματοδότησης με υβριδικά μορφώματα που επιφέρουν οικονομικές συνέπειες στην επιχείρηση, διότι λόγω του αυξημένου κόστους της, εάν η επιχείρηση δεν παρουσιάζει κερδοφορία είναι πιθανό να μην δύναται να αποπληρώσει τους δανειστές της με αποτέλεσμα αυτοί να προσπαθήσουν προς ενίσχυση των αποδόσεων τους να διαπραγματευτούν συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης (equity kicker). Επιπλέον, λόγω της μειωμένης εξασφάλισης των υβριδικών μορφωμάτων συνηθίζεται η συνομολόγηση όρων( Covenants) μεταξύ του δανειστή και της εκδότριας εταιρείας με τους οποίους οι τελευταία αναλαμβάνει την υποχρέωση να ενημερώνει τους επενδυτές για τη λειτουργία και την πορεία των εργασιών της.

Οι επενδυτές παράλληλα απολαμβάνουν τα εξής προνόμια από την ενδιάμεση χρηματοδότηση:

- Λόγω του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν μέσω των μειωμένης εξασφάλισης υβριδικών μορφωμάτων, απολαμβάνουν αυξημένη απόδοση από το συγκεκριμένο είδος επένδυσης.

---

<sup>13</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.18

- Δεύτερον, επειδή αποτελεί μια εναλλακτική μέθοδο επένδυσης κεφαλαίων, η οποία συμβάλει στη διαφοροποίηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου (diversification) και κατά τούτο στη μείωση του συνολικά αναλαμβανόμενου επενδυτικού κινδύνου.<sup>14</sup>
- Όπως και ανωτέρω επισημάνθηκε, έχουν τη δυνατότητα μέσω, π.χ warrants, να συμμετάσχουν στο κεφάλαιο της επιχείρησης.

Όμως υπάρχει ο κίνδυνος να απωλέσουν τα κεφάλαια που επένδυσαν λόγω της προνομιακής ικανοποίησης αλλοτρίων κεφαλαίων έναντι των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την ενδιάμεση χρηματοδότηση σε συνδυασμό με τη μειωμένη εξασφάλιση αυτών.

### **2.3. Κατηγοριοποίηση υβριδικών μορφών χρηματοδότησης**

Όλα αυτά τα χρηματοδοτικά μέσα έχουν ως κύριο αντικείμενο τη χρηματοδότηση αγοράς επιχειρήσεων (seller's notes, vendor loans), επενδύσεις σε νέα προϊόντα ή υπηρεσίες και την ενδιάμεση χρηματοδότηση (bridge loan) καθώς και την εξυγίανση επιχειρήσεων (λ.χ debt equity swap). Κοινό χαρακτηριστικό τους είναι ότι από οικονομική/λογιστική προσέγγιση κινούνται μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων [υβριδικά κεφάλαια πλησίον των ιδίων κεφαλαίων (Equity-Mezzanine)] και πλησίον των ξένων κεφαλαίων (Debt-Mezzanine). Στα πρώτα κατατάσσονται, εκτός από τα εταιρικά δάνεια, προνομιούχες μετοχές, εξαγοράσιμες μετοχές κλπ. Στην δεύτερη κατηγορία εντάσσεται συνήθως η αφανής εταιρία, το συμμετοχικό δάνειο και τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Τούτο έχει ως αποτέλεσμα ότι η νομική ένταξη αυτών των χρηματοδοτικών τρόπων στα ίδια ή ξένα κεφάλαια και παράλληλα στο ζεύγος εταίρου ή τρίτου εξωεταιρικού δανειστή συχνά να είναι δυσχερής.

---

<sup>14</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.18, *Stamm / Ries*, Mezzanine Finanzierungen, εις Habersack / Mülbet / Schlitt, Unternehmens- finanzierung am Kapitalmarkt, 2008, σελ. 554.

Στην παρούσα διπλωματική ο διαχωρισμός τους θα γίνει με βάση το εάν τα βασικά υβριδικά μορφώματα προβλέπονται ή όχι στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας.

### **3. ΥΒΡΙΔΙΚΑ ΜΟΡΦΩΜΑΤΑ ΕΚΤΟΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ**

#### **3.1. Αφανής εταιρεία**

##### **α) Έννοια**

Αφανής( ή συμμετοχική ) είναι η προσωπική εταιρεία, στην οποία ένας ή περισσότεροι έταιροι (αφανείς) μετέχουν με την καταβολή εισφοράς στην εμπορική επιχείρηση άλλου (εμφανής έταιρος) έναντι συμμετοχής στα κέρδη. Σε περίπτωση δε που τα περισσότερα πρόσωπα επιθυμούν να συμμετάσχουν στην εταιρεία ως αφανείς συνίσταται συνήθως ένα νομικό πρόσωπο(αφανής έταιρος) στο οποίο συμμετέχουν οι ενδιαφερόμενοι ανάλογα με το ποσοστό της συμμετοχής τους.<sup>15</sup>

Ο αφανής εταίρος μετέχει υποχρεωτικά στα κέρδη κατά το ποσοστό ή το ποσό που έχει συμφωνηθεί στην εταιρική σύμβαση, διαφορετικά εφαρμόζεται η ΑΚ 763 δηλαδή αν το ποσοστό συμμετοχής του αφανούς στις ζημίες δεν καθοριστεί στην εταιρική σύμβαση συμμετέχει κατά το ίδιο ποσοστό σε αυτές με τα κέρδη.

Στην αφανή εταιρεία ισχύει πλήρως η αρχή της ελεύθερης διαμόρφωσης των προς τα έξω σχέσεων των εταίρων με αποτέλεσμα τη δυνατότητα δημιουργίας άτυπων εταιρικών μορφωμάτων. Η εταιρική σύμβαση δηλαδή μπορεί να διαμορφωθεί κατά τέτοιο τρόπο ώστε στην πραγματικότητα την ουσιαστική διοίκηση της εταιρείας να έχει ο αφανής έταιρος. Στην περίπτωση αυτή μπορεί ο εμφανής έταιρος να επιτελεί τον ρόλο του παρένθετου προσώπου.

##### **β) Οικονομική λειτουργία**

Η διάδοση του τύπου της αφανούς εταιρείας και γενικότερα της εσωτερικής εταιρείας είναι μεγάλη, παρά το γεγονός ότι λόγω της μη καταχωρήσεώς της στο ΓΕ.ΜΗ, ελλείπουν στατιστικά στοιχεία. Η μεγάλη συχνότητα της στις συναλλαγές οφείλεται

---

<sup>15</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.25



στα πλεονεκτήματά της, τα οποία απορρέουν από τον εσωτερικό χαρακτήρα της (μυστικότητα, έλλειψη ευθύνης αφανούς εταίρου έναντι τρίτων) και την μεγάλη ευελιξία που διακρίνει τον εταιρικό αυτόν τύπο.

Η αφανής εταιρία μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέσο εξασφάλισης δανειακής συμβάσεως, μυστικής χρηματοδότησεως μιας επιχειρήσεως με την μορφή αε ή επε, η οποία την απαλλάσσει από την αύξηση κεφαλαίου μπορεί δε να επιτελέσει προστάδιο εισόδου ενός επενδυτή σε μια εταιρία, πριν γίνει πλήρες εταιρικό μέλος της, π.χ όπου ο δανειστής μετατρέπει την απαίτησή του από την σύμβαση δανείου σε αφανή συμμετοχή του στην επιχείρηση του εμφανούς εταίρου/οφειλέτη-ανώνυμη εταιρία και στην συνέχεια σε μετοχές. Τούτο ισοδυναμεί με αποφυγή περαιτέρω τόκων που δυσχεραίνουν ακόμα περισσότερο τον οφειλέτη.

Η αφανής εταιρία μπορεί επίσης να συνυπάρξει παράλληλα προς την εταιρική ιδιότητα, π.χ εταίρος ΕΠΕ ή ΙΚΕ ή και μέτοχος μιας ΑΕ. Στην περίπτωση αυτή ο συμμετέχων ως αφανής εταίρος στην εμπορική εταιρία επιδιώκει μια δεύτερη παράλληλη συμμετοχή στα κέρδη της επιχειρήσεως ή χρηματοδοτική στήριξή της. Επιπλέον τυχόν αποχωρήσας από μια εταιρία εταίρος ή μέτοχος μπορεί να εξακολουθήσει να συμμετέχει οικονομικά σε αυτήν με την μορφή αφανούς εταιρίας μεταξύ αυτού και της πρώην «εταιρίας του». Μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί ως μέσο επιχειρηματικής συμμετοχής σε κλειστές, οικογενειακές επιχειρήσεις και ως μέσο χρηματοδότησεως περισσότερων δραστηριοτήτων, ιδίως κοινοπραξιών. Μπορεί τέλος να ενυπάρχει σε «υπεργολαβίες» τεχνικών έργων και ενδέχεται να υποκρύπτεται και σε συμβάσεις δικαιοχρήσεως (franchising).<sup>16</sup>

### **γ)Υβριδικός χαρακτήρας**

Συμπερασματικά, η νομική θέση του αφανούς εταίρου έναντι της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης βάσει της καταστατικής πρόβλεψης δύναται να διαφοροποιηθεί και συγκεκριμένα η συμβολή αφανούς εταίρου που περιορίζεται στη χρηματοδότηση της

<sup>16</sup> Δ. Μαρίνος, Η αφανής εταιρεία, 2020, σελ.29-30

επιχείρησης με περιορισμένη ή και καθόλου συμμετοχή στις ζημίες , αποτελεί αλλότριο κεφάλαιο ενώ εάν συμμετέχουν στις ζημίες της επιχείρησης και τους έχουν παραχωρηθεί ευρύτατες εξουσίες, που εξασφαλίζουν την επιρροή τους στην διαχείριση της επιχειρήσεως του εμφανούς εταίρου-εμπορικής εταιρίας και στην λήψη των επιχειρηματικών αποφάσεων τότε η εισφορά τους προσομοιάζει με δάνειο που υποκαθιστά ίδια κεφάλαια.<sup>17</sup>

Με βάση τα ανωτέρω, η εισφορά του αφανούς εταίρου-υβριδικού επενδυτή (mezzanine investor), η οποία εντάσσεται στην περιουσία του, μπορεί να θεωρηθεί ως υβριδικό μέσο χρηματοδότησεως του εμφανούς εταίρου, υπό την έννοια ότι αντί να δανειοδοτηθεί η επιχείρηση, ο δανειοδότης καταβάλλει την εισφορά του και συμμετέχει στην υπεραξία της επιχειρήσεως-εμφανούς εταίρου και στο προϊόν εκκαθαρίσεως της. Η υβριδική φύση της αφανούς εταιρίας (άρθρα 285 επ.) φαίνεται από την μεταχείριση της εισφοράς του αφανούς εταίρου στην πτώχευση, κατά την οποία ο αφανής έταίρος έχει τη δυνατότητα να αναγγελθεί ως πτωχευτικός πιστωτής για την καταβληθείσα εισφορά του και το υπόλοιπο των κερδών που προκύπτουν από τη διαχείριση της αφανούς εταιρείας.

Από λογιστικής απόψεως οι εισφορές των αφανών εταίρων αντιμετωπίζονται στα ΔΛΠ ως ίδια κεφάλαια εφόσον δεν υπάρχει δικαίωμα του εταίρου να αναζητήσει την εισφορά του<sup>18</sup>

### **3.2. Συμβάσεις δανείου**

Αρχικώς πρέπει να σημειωθεί ότι κύριο χαρακτηριστικό του δανείου είναι η εκ μέρους δανειστή μεταβίβαση προς τον οφειλέτη της κυριότητα χρημάτων ή άλλων αντικαταστατών πραγμάτων με σκοπό επιστροφής άλλων της αυτής ποσότητας και ποιότητας. Η συνομολόγηση τόκων ή άλλων ωφελειών για το

---

<sup>17</sup> Kiethe, DStR 2006, 1764

<sup>18</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.24, με παραπομπές στη γερμανική βιβλιογραφία

δανειστή είναι παρεπόμενο δικαίωμα από τη σύμβαση του δανείου. Η σύμβαση δανείου ρυθμίζεται στον ΑΚ και δεδομένου ότι οι σχετικές διατάξεις είναι ενδοτικού δικαίου, δύναται να διαμορφωθούν οι όροι του έτσι ώστε η χρηματοδότηση να λάβει υβριδική μορφή.

### **3.2.1. Συμμετοχικό δάνειο**

#### **α) Έννοια και οικονομική λειτουργία**

Συμμετοχικό ή μεριστικό, είναι το δάνειο όπου ο δανειστής συμφωνείται ότι θα συμμετέχει με ορισμένο ποσοστό στα κέρδη που θα επιτευχθούν από τη χρήση του δανείου από τον δανειολήπτη.<sup>19</sup> Η κερδοφορία υπολογίζεται συνήθως με βάση τον ισολογισμό της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, η δε αμοιβή περιορίζεται με βάση ποσοστό επί του συνολικού οφειλόμενου κεφαλαίου. Εάν οφειλέτης του εν λόγω δανείου τυγχάνει ανώνυμη εταιρεία το συμμετοχικό δάνειο λαμβάνει τη μορφή σύμβασης μερικής απόληψης κερδών.<sup>20</sup>

Δύναται η συνομολόγηση διαφόρων όρων ή μέτρων εξασφαλιστικών της επιστροφής του κεφαλαίου και των συνομολογηθέντων τόκων ή άλλων κερδών χωρίς να αλλοιώνεται ο χαρακτήρας του. Ολοι αυτοί οι όροι, εφόσον δεν θυσιάζουν το όλο ή μέρος του κεφαλαίου, επιδιώκοντας κοινό οικονομικό σκοπό δανειστή και οφειλέτη, είναι νόμιμοι και θεμιτοί επί συμμετοχικών δανείων, δια των οποίων χρηματοδοτούνται από κεφαλαιούχους σοβαρά έργα φυσικών ή νομικών προσώπων<sup>21</sup>. Ενόψει όλων αυτών, η συμφωνία, κατά την οποία εκείνος που καταβάλλει χρήματα σε εταιρία, δεν θα λάβει μέρος στις

---

19 Ν.Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, 2012, σελ. 47

20 Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009, σελ. 28

21 Κ. Καυκάς, Ενοχ., έκδ. 2α, κάτω από το άρθρο 806 παρ. 4 στοιχ. α' και παραπομπές εκεί, Αποστολίδης, Ενοχ., κάτω από το άρθρο 806 αριθ. 1-5, 807 αριθ. 3, Α.Π. 275/61 ΕΕΝ 28, 724, Εφ.Αθ. 646/65 Ελλ. Δνη, 264

ζημίες της, τα χρήματα δε θα αποδοθούν ακέραια σ' αυτόν, κατά τον συμφωνηθέντα χρόνο, είναι σύμβαση δανείου, παρά την ύπαρξη πρόσθετης συμφωνίας, κατά την οποία ο δανειστής θα λαμβάνει μέρος των κερδών γιατί αυτά θα λαμβάνει αντί καταβολής εις αυτόν ετέρου ποσού ως τόκου, εφόσον όμως αυτά δεν υπερβαίνουν το νόμιμο ποσοστό του<sup>22</sup>

### **β) Διάκριση συμμετοχικού δανείου και αφανούς εταιρείας**

Το συμμετοχικό δάνειο και η αφανής εταιρεία πολύ συχνά είναι δύσκολο να διακριθούν μεταξύ τους λόγω πληθώρας κοινών χαρακτηριστικών και ειδικότερα: Από τις διατάξεις των άρθρ. 741 επ.ΑΚ και των περί δανείου 806 επ.ΑΚ και από τα άρθρα 741, 748, 763, 764, 806, 807 και 808 ΑΚ, με σαφήνεια προκύπτει ότι επί εταιρίας κύριο στοιχείο που τη χαρακτηρίζει είναι ο με κοινές εισφορές επιδιωκόμενος σκοπός, ο οποίος πρέπει να είναι κοινός των συνεταίρων και ο οποίος ιδίως πρέπει να είναι οικονομικός. Ο κοινός σκοπός αποτελεί ένα κριτήριο διάκρισης μεταξύ αφανούς εταιρείας και συμμετοχικού δανείου, κατά το οποίο η επιδίωξη κοινού σκοπού εκλείπει από το συμμετοχικό δάνειο. Ωστόσο το εν λόγω κριτήριο είναι υποκειμενικό και δεν μπορεί να αποδειχθεί ευχερώς καθώς ζητούμενο και στα δυο μορφώματα αποτελεί η επίτευξη κερδών.

Περαιτέρω, στην αφανή εταιρεία οι αφανείς εταίροι έχουν τη νομική θέση εταίρου, όχι μόνο χρηματοδοτών, με δικαιώματα και υποχρεώσεις εταίρου προσωπικής εταιρείας( εκτός από την εξουσία εκπροσώπησης), ήτοι συμμετοχή στις ζημίες και η ύπαρξη δικαιωμάτων διαχείρισης και ελέγχου, ενώ επιπλέον η αφανής εταιρεία λύεται όταν συντρέχουν λόγοι λύσης στο πρόσωπο του αφανούς εταίρου, κάτι τέτοιο δεν ισχύει στο συμμετοχικό δάνειο.

Εντούτοις και τα ανωτέρω κριτήρια δεν είναι απόλυτα, αφού με την προσθήκη διάφορων συμφωνιών στη σύμβαση συμμετοχικού δανείου, όπως ανωτέρω

---

<sup>22</sup> Αναστασιάδης, Εμπορικό, εκδ.1949 σ.ΕΦΕΤΑΘ5559/1989,1175/2006 ΕΦ ΘΕΣΣΑΛ,103/2018 ΜΠΠειραιά

προελέχθη, μπορούν να περιορισθούν σημαντικά οι διαφορές αυτές, οπότε η υπαγωγή μπορεί να είναι δύσκολη σε οριακές περιπτώσεις. Ενδεικτικά στοιχεία υπέρ της αφανούς εταιρείας είναι ιδίως η πρόθεση εταιρικής συνεργασίας και η ύπαρξη δικαιώματος ελέγχου (ΑΚ755), ενώ η συμφωνία για τη χορήγηση σταθερού τόκου και αποκλεισμό από τις ζημίες συνηγορεί υπέρ του συμμετοχικού δανείου.<sup>23</sup>

### **γ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Εν κατακλείδι, το συμμετοχικό δάνειο αποτελεί υβριδική μορφή χρηματοδότησης καθώς ενώ κατηγοριοποιείται τυπικώς στην έννοια του χρέους φέρει ουσιαστικά χαρακτηριστικά κεφαλαίου όπως είναι η ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου ως απόρροια της συμμετοχής του δανειστή στα κέρδη της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

## **3.2.2. Δάνεια υποκεφαλαιοδότησης ή εξυγιαντικά δάνεια**

### **α) Έννοια και οικονομική λειτουργία**

Σε περίπτωση ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης μιας εταιρείας, δηλαδή σε περίοδο κεφαλαιακής ανεπάρκειας, οι μέτοχοι παρέχουν χρηματοδότηση στην εταιρία, που πραγματοποιείται μέσω χορηγούμενων δανείων στην εταιρία και όχι με την καταβολή εισφορών, ήτοι με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Η κατά τον τρόπο αυτό χρηματοδότηση της εταιρείας έχει ασφαλώς ορισμένα πλεονεκτήματα, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγεται α) η ευελιξία της χρηματοδότησης, που δεν χρειάζεται να διέλθει από την πιο σύνθετη και χρονοβόρα διαδικασία της αύξησης κεφαλαίου, οι όροι δε του δανείου που μπορεί να αφορούν τη διάρκεια, το ύψος του δανεισμού και το επιτόκιο είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμοι β) η διατήρηση του status quo

---

<sup>23</sup> Ν.Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, 2012, σελ. 170.

στην εταιρία, που σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου δεν είναι δεδομένη, αν ορισμένοι εκ των μετόχων δεν είναι κατά την κρίσιμη χρονική στιγμή σε θέση να ασκήσουν το δικαίωμα προτίμησης, γ) οικονομικού χαρακτήρα πλεονεκτήματα, λόγω της αποφυγής σύναψης δανειακής σύμβασης με χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο θα ζητά σε περίοδο οικονομικής ύφεσης της εταιρείας υψηλούς τόκους και εξασφαλίσεις σε αντίθεση με τον δανειοδότη μέτοχο η απόληψη τόκων υπέρ του οποίου δεν δύναται να είναι υψηλή και φορολογικά πλεονεκτήματα σε σύγκριση με την αύξηση κεφαλαίου καθώς οι τόκοι που καταβάλλονται από την εταιρεία εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα <sup>24δ</sup>) μόχλευση κεφαλαίων (financial leverage) η οποία ορίζεται ως η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Έτσι λοιπόν ο όρος συσχετίζει το ενεργητικό με το παθητικό τμήμα στον ισολογισμό. Γενικά η ύπαρξη ξένου κεφαλαίου φέρνει μεγαλύτερες αποδόσεις και εφόσον η απόδοση του ενεργητικού είναι μεγαλύτερη του κόστους των δανειακών κεφαλαίων επιτυγχάνεται υψηλότερη κεφαλαιακή απόδοση και δεν επηρεάζονται τα ίδια κεφάλαια της.

Στον αντίποδα, η χρηματοδότηση με δάνεια εταιρών κατά το φαινόμενο της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης παρουσιάζουν ορισμένα μειονεκτήματα όπως το πληροφοριακό προβάδισμα που διαθέτουν οι εταίροι- δανειστές σχετικά με τις εταιρικές υποθέσεις σε αντίθεση με τους λοιπούς δανειστές της εταιρείας, το οποίο εκδηλώνεται όταν σε χρόνο προγενέστερο π.χ της κήρυξης της σε πτώχευση επιδιώκουν την ικανοποίηση των απαιτήσεων τους. Επιπλέον το γεγονός ότι τα δάνεια δεν υπόκεινται στον επιχειρηματικό κίνδυνο, καθώς αυτός μετακυλίεται στους δανειστές της εταιρείας, αφού ο μέτοχος που παρέχει το δάνειο, ικανοποιείται, σε περίπτωση αφερεγγυότητας της

---

24 Τρουλινός, Πρόσφατες εξελίξεις στη φορολογική αντιμετώπιση της υποκεφαλαιοδότησης, ΔΕΕ 2006, 605 επ., Τσουρουφλή, Η φορολογική αντιμετώπιση της υποκεφαλαιοδότησης, ΧρΙΔ 2004, 835.



εταιρίας, με αποτέλεσμα όταν η εταιρεία βρίσκεται σε κατάσταση πτώχευσης να αυξάνεται ο κίνδυνος ανεπαρκούς ικανοποίησης των λοιπών πιστωτών.

Οι χρηματοδοτήσεις, ο αληθής χαρακτήρας των οποίων ενδέχεται να προσιδιάζει σε αυτόν της κεφαλαιακής εισφοράς, παρά τον φαινομενικό τους χαρακτήρα ως δανείων ή πιστώσεων, είναι πιθανό κατά τον τρόπο αυτό να εκφεύγουν της τήρησης των κανόνων που διέπουν τη διατήρηση του κεφαλαίου και τον τρόπο νομικής μεταχείρισης των μετόχων, ο οποίος διαφέρει ουσιωδώς αυτού των τρίτων δανειστών της εταιρίας. Στο δίκαιο σχετική είναι η διάταξη του αρ. 32 ν. 3190/1955, που αφορά στις Ε.Π.Ε. Συγκεκριμένα, η διάταξη του αρ. 32 ν. 3190/1955 ορίζει ότι απαγορεύεται και καθίσταται άκυρη η παροχή εμπράγματης ασφάλειας επί αγαθών της εταιρικής περιουσίας για την εξασφάλιση δανείου, που χορηγεί εταίρος στην εταιρία, θεσπίζεται δε ο κανόνας ότι η εξόφληση δανείου εταίρου προς την εταιρία λογίζεται ως μη γενόμενη, εφόσον με την εξόφληση ματαιώνεται εν όλω ή εν μέρει η ικανοποίηση των, κατά τον χρόνο της εξόφλησης, απαιτήσεων τρίτων δανειστών και ότι επί λύσης της εταιρίας οι απαιτήσεις των εταίρων από παροχή δανείων ικανοποιούνται μετά την ικανοποίηση των λοιπών δανειστών, κατά δε τα λοιπά, η διάταξη δεν εφαρμόζεται σε περίπτωση πτώχευσης, με επάνοδο στον κανόνα της σύμμετρης ικανοποίησης του δανειοδότη εταίρου, στην ίδια σειρά με τις απαιτήσεις των λοιπών τρίτων δανειστών<sup>25</sup>. Υποστηρίζεται, ότι η επάνοδος στον κανόνα της ίσης μεταχείρισης απάντων των δανειστών, συμπεριλαμβανομένου και του εταίρου - δανειοδότη της Ε.Π.Ε., δεν πρέπει να ισχύσει σε περίπτωση πτώχευσης, όταν ο εταίρος δανειστής επιδιώκει τη μετακύλιση του

---

25Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες., σ. 558, Αλεξανδρίδου, Δίκαιο εμπορικών εταιριών, σ. 571-572, Κορδή - Αντωνοπούλου, Η εταιρική δανειοδότηση στην ΕΠΕ, 2006, *passim*, Κωνσταντούλα, Εταιρικά δάνεια στην πτώχευση και εταιρία περιορισμένης ευθύνης, ΕΕμπΔ 1986, 589 επ., Βερβεσός, εις ΔικΑΕ,2010, σ. 286

επιχειρηματικού κινδύνου στους εταιρικούς δανειστές, οπότε και η σύμμετρη ικανοποίηση απάντων των δανειστών, μεταξύ των οποίων και του εταίρου - χρηματοδότη της Ε.Π.Ε., θα ακύρωνε τον πραγματικό σκοπό θέσπισης της διάταξης<sup>26</sup> Η ως άνω διάταξη δεν είναι, δυνατό να εφαρμοσθεί αναλογικά στην ανώνυμη εταιρία λόγω των διαφορών μεταξύ των δύο εταιρικών τύπων<sup>27</sup>. Προτείνεται, αντιθέτως, η επίλυση των οικείων θεμάτων στην ανώνυμη εταιρία, προεχόντως με χρήση της νομικής βάσης του αρ. 281 ΑΚ, ήτοι με τη θεώρηση της άσκησης της δανειακής αξίωσης από μέρος του μετόχου και ιδίως της επιδίωξης ικανοποίησης του εν λόγω μετόχου, κατ' όμοιο τρόπο, όπως και οι λοιποί τρίτοι δανειστές, ως καταχρηστικής, σε ορισμένες περιπτώσεις<sup>28</sup> όταν δηλαδή ο μέτοχος επιδιώκει να χορηγήσει ένα κεφάλαιο στην εταιρία, υπό τη μορφή δανείου, που καταλήγει στη μετακύλιση του επιχειρηματικού κινδύνου από τον ίδιο στους λοιπούς δανειστές, με τη διατήρηση από μέρος του χρηματικής αξίωσης έναντι της εταιρίας, σε περίπτωση αφερεγγυότητάς της, όμοια όπως και οι λοιποί δανειστές<sup>29</sup>.

Για να τύχουν εφαρμογής οι κανόνες της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης στην α.ε , πρέπει να συντρέχουν και οι ακόλουθες προϋποθέσεις, ήτοι α) ο μέτοχος έχει αυξημένο βαθμό επιρροής στις εταιρικές υποθέσεις και β) η παροχή του δανείου (ή της εγγύησης) από την πλευρά του μετόχου λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης της εταιρίας και ιδίως όταν συντρέχει περίπτωση πιστοληπτικής αφερεγγυότητας αυτής<sup>30</sup>.

---

26 Τζουγανάτος, Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση κεφαλαιουχικών εταιριών.Μορφές εμφάνισης και έννομες συνέπειες,1994,σ. 169, Βερβεσό, ό.π., σ. 284.

27 Γκολογκίνα - Οικονόμου, Η υπεγγυότητα των μετοχικών δανείων, ΕπισκΕμπΔ 2002, 940 επ., και ίδια 953, Βερβεσό, ό.π., σ. 285

28 Βερβεσός, ο.π,σ. 287 επ., Τζουγανάτο, ό.π, σ. 187 επ..

29Βερβεσός, εις ΔικΑΕ,2010, σ. 282

30Βερβεσό, ό.π., σ. 287-289, Γιοβαννόπουλος, Η προστασία των πιστωτών στο εταιρικό και το

Αναφορικά με την πρώτη προϋπόθεση, πρέπει να σημειωθεί ότι, σε αντίθεση με τη ρητά ρυθμισμένη στο νόμο περίπτωση των δανείων εταιρών Ε.Π.Ε. προς την εταιρία, όπου η διάταξη του αρ. 32 ν. 3190/1955 εφαρμόζεται ανεξαρτήτως του ύψους συμμετοχής του εταίρου στην εταιρία, στην ανώνυμη εταιρία, λόγω της δομής αυτής, υποκείμενο των κανόνων της ονομαστικής υποκεφαλαιοδότησης δεν είναι κάθε μέτοχος, αλλά μόνο ο μέτοχος εκείνος, που συμμετέχει επιχειρηματικά στην εταιρία, ασκώντας αυξημένο βαθμό επιρροής σε αυτήν. Για να προσδιοριστεί ο βαθμός επιρροής δύναται να εφαρμοστεί μια σειρά υποκειμενικών κριτηρίων, ήτοι το αριθμητικό κριτήριο της κατοχής μετοχών, που αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου, το κριτήριο της άσκησης ελέγχου στην χρηματοδοτούμενη εταιρία, όπως αυτό διαμορφώνεται στο δίκαιο των συνδεδεμένων επιχειρήσεων και, άλλοτε, το κριτήριο του μετόχου, που ανεξαρτήτως ποσοστού συμμετοχής του στην εταιρία, έχει προνομιακή πληροφόρηση για την εταιρία ή του μετόχου, που εγγυάται για λογαριασμό της εταιρίας την εκπλήρωση από την τελευταία των υποχρεώσεων που τη βαρύνουν <sup>31</sup>. Βασική προϋπόθεση και αντικειμενικό κριτήριο, είναι και η χορήγηση του δανείου από μέρος του μετόχου κατά το στάδιο της οικονομικής κρίσης της εταιρίας, ιδίως όταν αυτή είναι πιστοληπτικά αφερέγγυα. Πιστοληπτική αφερεγγυότητα της εταιρίας συντρέχει, όταν κατά το χρονικό σημείο παροχής του δανείου η χρηματοδοτούμενη εταιρία δεν θα μπορούσε να λάβει δάνειο από κάποιον τρίτο υπό τους συνήθεις όρους της αγοράς, χωρίς δε το δάνειο του μετόχου, η εταιρία θα οδηγείτο στην πτώχευση. Πιστοληπτικά αφερέγγυα είναι, συνεπώς, η εταιρία προεχόντως, όταν είναι υπερχρεωμένη ή ευρίσκεται σε καθεστώς παύσης πληρωμών, αλλά και όταν έχει απολεσθεί το ήμισυ του

---

πτώχευτικό δίκαιο, Συγκριτικές παρατηρήσεις, σε : Τάσεις και προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης εταιρείας, Πρακτικά 18ου Πανελληνίου Συνεδρίου Εμπορικού Δικαίου, 2009,σ. 214 - 219

31Βερβεσός, εις ΔικΑΕ,2010, σ. 289-290

μετοχικού κεφαλαίου και δεν υπάρχουν επαρκείς εγγυήσεις ή όταν η εταιρία δεν έχει αποθεματικά ή άλλα περιουσιακά αντικείμενα και η παροχή της πίστωσης είναι αναγκαία για τη συνέχιση της δραστηριότητάς της<sup>32</sup>. Ακόμα και οι ιδιαίτερα ευνοϊκοί όροι ενός δανείου, που παρέχει ένας μέτοχος προς την εταιρία, δύνανται να ενδεικνύουν πιστοληπτική αφερεγγυότητα της εταιρίας (π.χ. ένα άτοκο δάνειο ή ένα δάνειο με ασυνήθιστα μικρό επιτόκιο για τα δεδομένα της αγοράς). Η οικονομική κρίση της χρηματοδοτούμενης εταιρίας, άλλωστε, είναι δυνατό να προκύπτει όχι μόνο από την πιστοληπτική της αφερεγγυότητα, αλλά και από την κεφαλαιουχική της δομή, με αποφασιστικό κριτήριο στην περίπτωση αυτή τη σχέση του ύψους των ιδίων κεφαλαίων προς το ύψος της χρηματοδότησης που παρέχουν οι μέτοχοι (inside ratio). Στις περιπτώσεις αυτές, που, ενώ ο ασκών αυξημένη επιρροή στην τελούσα υπό οικονομική κρίση εταιρία μέτοχος θα έπρεπε να αιτηθεί την κήρυξη της εταιρίας σε πτώχευση ή να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου (ενδεχομένως κατόπιν προηγούμενης μείωσης αυτού), προκειμένου να την ενισχύσει οικονομικά και αυτή να αντεπεξέλθει στην κρίση, επιλέγει την παροχή σε αυτή κεφαλαίου υπό μορφή δανείου, διατηρώντας τη συμμετρία κινδύνων και ωφελειών και επιτρέποντας στον εαυτό του, που έχει προνομιακή πληροφόρηση για τα τεκταινόμενα στην εταιρία, να διασφαλίζει έγκαιρα τις απαιτήσεις του και να ικανοποιείται συμμετρως μαζί με τους λοιπούς δανειστές σε περίπτωση αφερεγγυότητας της εταιρίας, η άσκηση της δανειακής αξίωσης και η απαίτηση του μετόχου αυτού για ισότιμη μεταχείρισή του με τους υπόλοιπους δανειστές της εταιρίας στο στάδιο της αφερεγγυότητάς της προσκρούει στη διάταξη του αρ. 281 ΑΚ και αποκρούεται ως καταχρηστική<sup>33</sup>. Για τον λόγο αυτό, η αξίωση από το εν λόγω δάνειο ικανοποιείται μεν ως γνήσια χρηματική αξίωση έναντι της εταιρίας, που επιβαρύνει την

---

32Βερβεσός, ο.π., σ. 289-290

33Τζουγανάτος, Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση κεφαλαιουχικών εταιριών.Μορφές εμφάνισης και έννομες συνέπειες,1994,σελ169, Βερβεσό, εις ΔικΑΕ,2010, σ. 284.

πτωχευτική περιουσία (σε περίπτωση κήρυξης πτώχευσης), και δη πριν από την ικανοποίηση της μη γνήσιας αξίωσης των μετόχων για τις εισφορές τους και τη συμμετοχή τους στο προϊόν της τυχόν εκκαθάρισης, αφού, όμως, πρώτα ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις των λοιπών ανέγγυων πιστωτών. Ικανοποιούνται, δηλαδή, οι ως άνω χρηματοδότες μέτοχοι ως πιστωτές τελευταίας σειράς.

## **β) Υβριδικός χαρακτήρας**

Τα συγκεκριμένα εταιρικά δάνεια αποτελούν υβριδικό μάρφωμα χρηματοδότησης καθώς ενώ τυπικώς αποτελούν χρέος αντιμετωπίζονται από το νόμο ως ίδια κεφάλαια, παρουσιάζουν ουσιαστικά χαρακτηριστικά ιδίων κεφαλαίων όπως είναι η επιχειρηματική συμμετοχή του δανειοδότη μετόχου. Αυτή τους όμως η αντιμετώπιση διαρκεί όσο διαρκεί η περίοδος πιστοληπτικής αφερεγγυότητας ( αρ.22 ν. 4548/2018). Εάν δε ξεπεραστεί η οικονομική κρίση της εταιρείας, υπάρχει υποχρέωση επιστροφής του δανείου με τους αναλογούντες τόκους, και δεν τυγχάνει εφαρμογής η διάταξη 22 του ν. 4548/2018 η οποία εξομοιώνει τα εν λόγω δάνεια με εταιρικές εισφορές.

### **3.2.3.Δάνεια ενταγμένα σε πλαίσιο χρηματοδότησης**

#### **α) Έννοια και οικονομική λειτουργία**

Διάφορη, είναι η περίπτωση των δανείων που εντάσσονται στον σχεδιασμό χρηματοδότησης της εταιρίας. Εγείρεται, δηλαδή, και σε αυτήν την περίπτωση ζήτημα υποκρυπτόμενης χρηματοδότησης, που έχει ή αποκτά χαρακτηριστικά ιδίων κεφαλαίων και έχει μόνο τεχνητά λάβει τη μορφή ξένων κεφαλαίων. Η ειδοποιός, όμως, διαφορά των εν λόγω δανείων σε σχέση με τα εξυγιαντικά δάνεια, για τα οποία εγένετο ανωτέρω λόγος και στα οποία ομοίως εγείρεται ζήτημα υποκρυπτόμενης χρηματοδότησης με χαρακτηριστικά ιδίων κεφαλαίων, είναι ότι το δάνειο δεν παρέχεται στο στάδιο της οικονομικής κρίσης της εταιρίας, αλλά κατά την ίδρυσή της ή ενίοτε κατά την αύξηση του

όγκου των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων, τη διείσδυσή της σε διαφορετικούς κλάδους ή την έναρξη εκμετάλλευσης ορισμένων καινοτομιών στην παραγωγή της<sup>34</sup>.

Η εκ μέρους των μετόχων παροχή δανείων σε τέτοια χρονικά σημεία υποδεικνύει την ένταξή τους στον γενικότερο σχεδιασμό χρηματοδότησης της εταιρίας, υπό την έννοια ότι η επιτυχία των επιδιωκόμενων σκοπών της είναι άμεσα εξαρτημένη από τα δάνεια αυτά<sup>35</sup>. Για τα εν λόγω δάνεια προτάθηκε αρχικώς η εξομοίωση της μεταχείρισής τους με τα εισφερόμενα στην εταιρία ίδια κεφάλαια, υπό την προϋπόθεση ότι η υποχρέωση των μετόχων για τη χρηματοδότηση της εταιρίας προβλέπεται στο ίδιο το καταστατικό και ότι οι μέτοχοι αντιμετωπίζουν τα δάνεια αυτά ως εισφορά κεφαλαίου<sup>36</sup>. Η θέση αυτή στηρίχτηκε στο γεγονός ότι οι μέτοχοι διαθέτουν κατ' αρχάς ελευθερία επιλογής του τρόπου χρηματοδότησης της εταιρίας τους, ήτοι τόσο μέσω εισφοράς κεφαλαίων όσο και μέσω χορήγησης δανείων. Για τον λόγο αυτό, η εξομοίωση των δανείων που παρέχουν οι μέτοχοι στην εταιρία με τα ίδια κεφάλαια αποτελεί την εξαίρεση και όχι τον κανόνα και λαμβάνει χώρα, μόνο όταν συντρέχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Η πρόβλεψη της σχετικής υποχρέωσης στο καταστατικό αποτελεί ένα τυπικό κριτήριο, η εμμονή στο οποίο θα κατέλειπε ακάλυπτες τις περισσότερες των περιπτώσεων, κατά τις οποίες οι μέτοχοι αποφεύγουν μεν να περιλάβουν τέτοιες δεσμεύσεις στο καταστατικό, είναι, όμως, κατά τα λοιπά πρόθυμοι να χορηγήσουν στην εταιρία δάνεια, που ουσιαστικά υποκαθιστούν το μετοχικό κεφάλαιο<sup>37</sup>.

---

34 Τζουγανάτος, Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση κεφαλαιουχικών εταιριών. Μορφές εμφάνισης και έννομες συνέπειες, 1994, σ. 182-183, Βερβεσό, εις ΔικΑΕ, 2010, σ. 294.

35 Τζουγανάτος, ο.π., σελ. 183

36 Τζουγανάτος, ο.π., σελ. 183

37 Τζουγανάτος, Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση κεφαλαιουχικών εταιριών, Μορφές εμφάνισης και έννομες συνέπειες, 1994, σελ. 184.

τήρηση του κριτηρίου αυτού θα έθετε εν τέλει σε δυσμενέστερη θέση τους έχοντες την απρονοησία της πραγματοποίησης μίας ειλικρινούς δήλωσης στο καταστατικό ως προς την ανάληψη της σχετικής υποχρέωσης δανειοδότησης της εταιρίας από τους ίδιους. Ούτε, όμως, και η δεύτερη προϋπόθεση φέρει χαρακτήρα αναγκαίας προϋπόθεσης, αφού η στάση των μετόχων έναντι της χρηματοδότησης αυτής, δεν είναι εν τέλει αναγκαίο να αποδειχθεί ως πρόσθετη προϋπόθεση για την εξομοίωση των δανείων αυτών με ίδια κεφάλαια, όταν αυτή ούτως ή άλλως προκύπτει ήδη από τον εσωτερικό σχεδιασμό της χρηματοδότησης, βάσει του οποίου αναλήφθηκε η υποχρέωση των μετόχων για χορήγηση δανείων προς την εταιρία. Η διερεύνηση της στάσης των εταίρων καθίσταται, αντιθέτως, αναγκαία, όταν η σχετική διάταξη περί υποχρέωσης δανειοδότησης δεν περιλαμβάνεται στο καταστατικό ούτε η λειτουργία των δανείων προκύπτει σαφώς από σχετική απόφαση των μετόχων<sup>38</sup>. Η λειτουργία και νομική μεταχείριση των χρηματοδοτήσεων αυτών ως ιδίων κεφαλαίων βασίζεται στη βούληση των μερών<sup>39</sup> (*lex contractus*). Υπό το πρίσμα αυτό, η εξομοίωση αποτελεί ζήτημα ερμηνείας της τυχόν ασαφούς βούλησης, ενώ υποστηρίζεται ότι στις ως άνω περιπτώσεις πρόκειται για χρηματοδοτήσεις που αποτελούν ίδια κεφάλαια<sup>40</sup>.

Κρίσιμη, άλλωστε, δύναται να είναι και η δημιουργούμενη στους τρίτους εντύπωση, αλλά και η ίδια η φύση των παρεχόμενων κεφαλαίων ως ιδίων κεφαλαίων υπό αντικειμενικά κριτήρια, χωρίς να παραγνωρίζεται και η σε κάθε περίπτωση συνεκτιμώμενη στάση των μετόχων έναντι των δανείων αυτών. Τα δάνεια αυτά έχουν χαρακτήρά σωματειακής φύσεως, ήτοι χορηγούνται συχνά *causa societatis* για την πραγματοποίηση του εταιρικού

---

38 Τζουγανάτος, ο.π., σελ184-185.

39 Βερβεσό, εις ΔικΑΕ,2010, σ. 294,

40 Βερβεσό, εις ΔικΑΕ,2010, σ. 294.

σκοπού και υπό την έννοια αυτή η απαίτηση του μετόχου, που χορήγησε στην εταιρία δάνεια, στα οποία και ο ίδιος σιωπηρά ή ρητά, έμμεσα ή άμεσα, αναγνώρισε την επιτέλεση λειτουργίας κεφαλαίου, να καταταγεί στην ίδια σειρά με τους τρίτους δανειστές σε περίπτωση της πτώχευσης της εταιρίας, συνιστά αντιφατική και δη καταχρηστική συμπεριφορά,<sup>41</sup>. Τα κριτήρια με τα οποία αποσαφηνίζεται είτε η βούληση των μετόχων να χορηγήσουν στην εταιρία κεφάλαια υπό τη μορφή δανείων, είτε ο αντικειμενικός χαρακτήρας των τελευταίων ως κεφαλαίων και όχι ως χρέους, είναι τα εξής:

Κατ' αρχάς η χορήγηση των δανείων *causa societatis* αποτελεί προϋπόθεση με ιδιαίτερη σημασία. Η ανίχνευση του ως άνω κριτηρίου δεν προϋποθέτει διατύπωση στο καταστατικό, αλλά δύναται να περιέχεται και σε εξωεταιρική συμφωνία ή να προκύπτει από τις λοιπές περιστάσεις. Τη σχετική βούληση των μερών για παροχή κεφαλαίου υπό τη μορφή δανείου προδίδουν συχνά οι ιδιαίτερα ευνοϊκοί όροι της χρηματοδότησης. Στο πλαίσιο αυτό, ρήτρες στη σχετική δανειακή σύμβαση, που προβλέπουν αποκλεισμό της δυνατότητας καταγγελίας του δανείου από μέρους του χρηματοδότη μετόχου ή συμψηφισμό του ποσού του δανείου με ζημίες της εταιρίας, υποδηλώνουν την ουσιαστική ύπαρξη ιδίων κεφαλαίων <sup>42</sup>. Ανάλογες εκτιμήσεις εκφράζονται και για την περίπτωση που στη δανειακή σύμβαση προβλέπεται α) ιδιαίτερα χαμηλό (ή καθόλου) επιτόκιο, αφού στην περίπτωση αυτή ο μέτοχος ενδιαφέρεται περισσότερο για το αποτέλεσμα της εταιρικής λειτουργίας και λιγότερο (ή καθόλου) για την απόληψη τόκου, β) έλλειψη εξασφαλίσεων, αλλά και γ) χορήγηση του δανείου για μακρό χρονικό διάστημα <sup>43</sup>. Αντιθέτως,

---

41 Τζουγανάτος, Ανεπαρκής κεφαλαιοδότηση κεφαλαιουχικών εταιριών.Μορφές εμφάνισης και έννομες συνέπειες,1994, σελ186

42 Τζουγανάτος/Βερβεσός, Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού και ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση, γνμδ., ΧρΙΔ 2017, 304 επ

43 Τζουγανάτο/Βερβεσό, ο.π., σελ 304 επ



προσφορότερο κριτήριο φαίνεται εν προκειμένω, αυτό που αφορά στον κίνδυνο της κεφαλαιουχικής δομής, ήτοι στη σχέση ιδίων κεφαλαίων προς τα δάνεια των μετόχων (inside ratio), όπου όσο το ποσοστό κλίνει υπέρ των δανείων των μετόχων, τόσο οι ενδείξεις πληθαίνουν ως προς την ύπαρξη λειτουργικώς ιδίων κεφαλαίων. Κρίσιμο, τυγχάνει και το κριτήριο του πραγματικού χειρισμού των εταιρικών δανείων, ήτοι ο τρόπος που αντιδρά ο δανειστής μέτοχος στο φαινόμενο της μη πληρωμής ληξιπρόθεσμων οφειλών από μέρος της δανειοδοτηθείσας επιχείρησης. Η μη άσκηση ενός προβλεπόμενου δικαιώματος καταγγελίας, παρά τη συνδρομή των λόγων, που θα τη δικαιολογούσαν, και δη επί μακράν, υποδεικνύει και αυτή την ύπαρξη λειτουργικώς ιδίων κεφαλαίων.

Τέλος, η επιστροφή των δανείων χρηματοδοτικού σχεδιασμού δεν μπορεί να συμβεί σε περίπτωση πτώχευσης, εάν όμως όμως δεν υφίσταται οικονομική αφερεγγυότητα της εταιρείας η απαλλαγή του εταίρου από την εκπλήρωση της υποχρέωσης του καθώς και η επιστροφή του δανείου είναι να δυνατό να επιτευχθεί μέσω αντίθετης συμφωνίας των μερών (actus contrarius).

## **β) Υβριδικός χαρακτήρας**

Συμπερασματικά, η ανωτέρω μορφή χρηματοδότησης εντάσσεται στις υβριδικές μορφές καθώς τα δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού δε παύουν να αποτελούν δανειακές συμβάσεις που εξομοιώνονται όμως λειτουργικώς με ίδια κεφάλαια στην πλειονότητα τους, μέσω σχετικής πρόβλεψης ανάληψης υποχρέωσης σύναψης σύμβασης και συμφωνίας του δανειοδότη εταίρου στο καταστατικό, μακρόχρονης διάρκειας των παρεχόμενων πιστώσεων, τυχόν χαμηλών επιτοκίων και περιορισμού

δικαιώματος καταγγελίας αλλά και υπεγγυότητας αυτών έναντι των εταιρικών δανειστών.

### **3.2.4. Δάνεια μειωμένης διασφάλισης**

#### **α) Έννοια**

Ως δάνειο μειωμένης εξασφάλισης ή διασφάλισης («subordinated loan») νοείται το δάνειο το οποίο έχει συμφωνηθεί να αποπληρώνεται υπό τον όρο της ολικής ικανοποίησης άλλου πιστωτή του δανειολήπτη. Ο δανειακός αυτός όρος ενσωματώνει μια ιδιαίτερη συμφωνία, η οποία μπορεί να χαρακτηριστεί ως παραχώρηση προτεραιότητας υπέρ άλλου δανειστή. Πρόκειται για μια ετεροβαρή υποσχετική σύμβαση με την οποία ο δανειοδότης συνιστά υπέρ ενός ή περισσότερων άλλων δανειστών του δανειολήπτη ενοχικό δικαίωμα κάρπωσης των δανειακών απαιτήσεών του, αναλαμβάνοντας την υποχρέωση να παραλείπει την είσπραξή τους για ίδιο όφελος κάθε φορά που η περιουσία του δεν επαρκεί για την προσήκουσα ικανοποίηση των ως άνω προτιμώμενων πιστωτών του.

Ως δανειακή απαίτηση μειωμένης εξασφάλισης θεωρείται, όχι απαραίτητα η απαίτηση η οποία έχει προνόμιο κατώτερης τάξης, αλλά εκείνη η από δάνειο παραγόμενη χρηματική αξίωση η οποία είναι λιγότερο εξασφαλισμένη («junior debt») έναντι του κινδύνου αφερεγγυότητας του δανειολήπτη με βάση τη σειρά κατάταξής της σε σχέση με άλλη απαίτηση («senior debt»), προνομιούχα ή μη, γεννώμενη από δανειακή ή άλλη νόμιμη αιτία. Στο ενδεχόμενο που το ενεργητικό της περιουσίας του δανειολήπτη δεν επαρκεί για την ολική εκπλήρωση των χρηματικών υποχρεώσεών του εν γένει, το δανειακό χρέος μειωμένης εξασφάλισης κινδυνεύει να μην εξοφληθεί σε σχέση με τα χρέη τα οποία δεν εμπίπτουν στην ίδια κατηγορία με αυτό. Επομένως, η δανειακή απαίτηση μειωμένης εξασφάλισης θεωρείται από νομικής απόψεως ως ένα

χρέος ήσσονος εξοφλητικής προτεραιότητας και υπ' αυτήν την έννοια αποκαλείται στη διεθνή συναλλακτική πρακτική ως «subordinated debt». Είναι ευνόητο ότι, εν όψει της ανάληψης υψηλού πιστωτικού κινδύνου, ο δανειοδότης μειωμένης εξασφάλισης ( «δανειστής ήσσονος εξασφάλισης») είθισται να θέτει ως όρο χρηματοδότησης τη χρέωση τόκων με ανάλογα αυξημένο επιτόκιο, το οποίο είναι μεγαλύτερο σε σχέση με το παρεχόμενο από έναν δανειστή πλήρους ή αυξημένης εξασφάλισης («δανειστής μείζονος εξασφάλισης»).

Η παραχώρηση προτεραιότητας δυνάμει του δανείου μειωμένης εξασφάλισης πάντοτε τελεί υπό αίρεση και ενεργοποιείται είτε όταν ο δανειολήπτης αντιμετωπίζει δυσχέρεια ομαλής εξυπηρέτησης των χρεών του, με συνέπεια την αποκατάσταση της επελθούσας ζημίας του δανειστή μείζονος εξασφάλισης σε βάρος της απαίτησης ήσσονος εξασφάλισης, είτε όταν ο κοινός οφειλέτης εξακολουθεί να είναι ενήμερος έναντι όλων των δανειστών του, όπου εδώ η συμφωνία παραχώρησης προτεραιότητας λειτουργεί υπέρ της απαίτησης μείζονος εξασφάλισης προτού επέλθει ο κίνδυνος αφερεγγυότητας. Επιπλέον αυτών, η απαίτηση του δανειοδότη μειωμένης εξασφάλισης τελεί υπό την αναβλητική αίρεση της ολικής ικανοποίησης του προτιμώμενου πιστωτή, όχι μόνο από την περιουσία του τυχόν αφερεγγυού δανειολήπτη, αλλά και από την υπέγγυα περιουσία οποιουδήποτε άλλου ενοχικού ή/και εμπράγματος οφειλέτη της δανειακής απαίτησης μειωμένης εξασφάλισης. Με την εν λόγω χρηματοπιστωτική συναλλαγή ο προτιμώμενος πιστωτής αποκτά το δικαίωμα κάρπωσης του μερίσματος το οποίο αναλογεί στη δανειακή απαίτηση μειωμένης εξασφάλισης και αναμένεται να προκύψει από τη διανομή του προϊόντος οποιασδήποτε διαδικασίας ικανοποίησης της.

## **β) Οικονομική λειτουργία**

Με το δάνειο μειωμένης εξασφάλισης η δυνατότητα δικαστικής επιδίωξης είσπραξης των οφειλόμενων τόκων και ανάκτησης του κεφαλαίου συναρτάται ε με την εκάστοτε τρέχουσα ταμειακή και κεφαλαιακή επάρκεια του δανειολήπτη, ούτως ώστε όταν τούτος επιτυγχάνει πλεονάζουσες ταμειακές ροές και τηρεί τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις του νόμου και του καταστατικού του, να υποχρεούται στην τακτική εξυπηρέτηση του ως άνω δανείου ενώ, όταν βρίσκεται σε ταμειακό έλλειμμα ή δεν διατηρεί τα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια, να μην έχει τέτοια υποχρέωση. Με την ως άνω ρύθμιση ο δανειστής ήσσοнос εξασφάλισης, ο οποίος συνήθως είναι είτε μητρική προς τον δανειολήπτη επιχείρηση είτε ένας μη συνδεδεμένος με αυτόν αλλά μακροπρόθεσμος επενδυτής με βούληση ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου, επέχει κατ' ουσίαν θέση μάλλον εταίρου παρά δανειστή, καθώς παρέχει ένα κεφαλαιακό απόθεμα υπέρ όλων των άλλων δανειστών οι οποίοι δεν εμπίπτουν στον νομικό χαρακτηρισμό του πτωχευτικού πιστωτή τελευταίας σειράς, ενώ η εκδότρια με το οιονεί εταιρικό κεφάλαιο, το οποίο συγκεντρώνει δυνάμει της απόλυτης παραχώρησης προτεραιότητας από τον δανειστή ήσσοнос εξασφάλισης, ενισχύει την πιστοληπτική ικανότητά της και, συνεπώς, διευκολύνεται στη λήψη χρηματικών πιστωμάτων από τους δανειστές μείζονος διασφάλισης έναντι οικονομικά συμφέροντος επιτοκίου.

Εκ των ανωτέρω προκύπτει ότι ο οικονομικός σκοπός της εν λόγω σύμβασης είναι εξασφαλιστικός υπέρ όλων των άλλων δανειστών οι οποίοι δεν είναι συνδεδεμένοι εταιρικός με τον δανειολήπτη, κατ' επέκταση χρηματοδοτικός προς ικανοποίηση κεφαλαιακών αναγκών του δανειολήπτη και απορρόφηση μελλοντικών ζημιών του, χωρίς, ωστόσο, να σπανίζει η μέσω του δανείου αυτού χορήγηση κεφαλαίου κίνησης σε εξυπηρέτηση ταμειακών αναγκών του τελευταίου.<sup>44</sup>

---

44 Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού

Το εν λόγω δάνειο, συνήθως εκδηλώνεται μέσω της εκδοσης ομολογιών από διάφορους φορείς του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα, με συνέπεια να προβλέπεται τόσο στην τραπεζική όσο και στην ασφαλιστική νομοθεσία. (Κανονισμός 575/2013- CRR, ΝΔ 400/1970 ).<sup>45</sup>

### **γ) Διάκριση εταιρικών δανείων και δανείων μειωμένης εξασφάλισης**

Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης παρουσιάζουν διαφορές με τα εταιρικά δάνεια αφού τα πρώτα δεν προέρχονται μόνο από εταίρους αλλά και από τρίτους σε σχέση με την εταιρεία χρηματοδότες. Τα εταιρικά δάνεια επιπλέον, εξομοιώνονται με ίδια κεφάλαια βάσει νομοθετικών διατάξεων ή καταστατικής πρόβλεψης και αντιμετωπίζονται ως τέτοια για όσο διάστημα δεν είναι επαρκώς χρηματοδοτημένη η εταιρεία εν αντιθέσει με τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης που αντιμετωπίζονται ως ίδια κεφάλαια για όσο διαρκεί η σύμβαση μειωμένης εξασφάλισης. Τέλος, τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης θεμελιώνονται σε ενοχική σχέση των συμβαλλομένων μερών ενώ τα εταιρικά δάνεια που εντάσσονται σε πλαίσιο χρηματοδότησης έχουν σωματειακής φύσεως χαρακτήρα.<sup>46</sup>

### **δ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Ο υβριδικός χαρακτήρας των ανωτέρω δανείων μειωμένης εξασφάλισης συντίθεται στο γεγονός ότι τυπικώς αποτελούν δάνεια και άρα χρέος εντούτοις παρουσιάζουν λειτουργικά χαρακτηριστικά κεφαλαίου όπως είναι η ανάληψη αυξημένου επιχειρηματικού κινδύνου, η μειωμένη εξασφάλιση και κατ' επέκταση υπεγγυότητα έναντι όλων ή συγκεκριμένων πιστωτών.

---

Δικαίου, 2009,σελ.31

45 Βέλλας, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης, Εφαρμογές αστικού δικαίου και Πολιτικής Δικονομίας,7-2018.

46 Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.32

## 4.ΥΒΡΙΔΙΚΑ ΜΟΡΦΩΜΑΤΑ ΕΝΤΟΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

### Ι. Ομολογίες

Κατ'αρχάς δέον όπως επισημανθεί ότι ο όρος ομολογία είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με τον όρο δάνειο. Το εν λόγω δάνειο κατά κανόνα χωρίζεται σε επιμέρους τμήματα, η δε απαίτηση από κάθε τμήμα ενσωματώνεται σε ομολογία. Οι αξιώσεις που ενσωματώνονται στις ομολογίες έχουν ως αντικείμενο την επιστροφή του κεφαλαίου και την καταβολή τόκου, η τελευταία μπορεί να ενσωματώνεται σε τοκομερίδια, με δυνατότητα αποχωρισμού τους από τον κύριο τίτλο και αυτοτελούς κυκλοφορίας τους. Με την ανάληψη της υποχρέωσης των ομολογιούχων προς καταβολή του ποσού, ήτοι την κάλυψη, μπορεί να θεωρηθεί ότι συνάπτεται δανειακή σύμβαση. Τα ομολογιακά δάνεια εκδίδονται υπό ποικίλες μορφές, κάποιες εξ' αυτών παρουσιάζουν υβριδικά χαρακτηριστικά και αποτελούν μορφώματα ενδιάμεσης χρηματοδότησης.

#### **4.1.Αιώνιες ομολογίες**

##### **α) Έννοια**

Η αιώνια ή διηνεκής ή ατελεύτητης διάρκειας ομολογία (perpetual bond), ορίζεται στο άρθρο 60 παρ. 2 περ. Β' του ν.4548/2018 , πρόκειται για ομολογία χωρίς ρητή λήξη, οπότε η εκδότρια μπορεί να την εξοφλήσει στο χρόνο που η ίδια επιλέγει, καταβάλλοντας στο μεταξύ τόκο, ή και να μην προκαλέσει ποτέ τη λήξη τους. Δεν αποκλείεται με αυτό τον τρόπο οι ομολογιούχοι να μην αποκτούν ποτέ αξίωση επιστροφής του κεφαλαίου του τίτλου, ή να αποκτούν τέτοια αξίωση μετά την πάροδο εξαιρετικά μακρού χρόνου, π.χ. 99 ή 100 ετών, οπότε μπορεί να γίνει λόγος για καταχρηστική αιώνια ομολογία, παρά μόνο αξίωση στον τόκο.<sup>47</sup> . Η διάρκεια τους συμπίπτει στην ουσία , με τη διάρκεια ύπαρξης και λειτουργίας της εκδότριας, για το λόγο αυτό αναγνωρίζεται στον ομολογιούχο να ζητήσει την επιστροφή του κεφαλαίου όταν η εκδότρια αποφασίσει τη λύση της ή τεθεί σε εκκαθάριση.

Το δικαίωμα της τακτικής καταγγελίας αντίκειται στη βασική σύλληψη της αιώνιας ομολογίας, πολλώ δε μάλλον δεδομένης της αναγνώρισης της

---

<sup>47</sup> Τουντόπουλος, ΕπισκΕΔ 2009,σελ.299

συγκεκριμένης μορφής ομολογίας από τον νόμο. Το δικαίωμα της έκτακτης καταγγελίας αντιθέτως, δεν μπορεί να αποκλειστεί στις ενοχές αόριστης διάρκειας εν γένει και δη σε αυτή την περίπτωση<sup>48</sup>. Η έκτακτη καταγγελία προϋποθέτει σπουδαίο λόγο που υπερβαίνει τα εγγενή χαρακτηριστικά της ήτοι δεν αρκεί να προβάλλεται η μεγάλη διάρκεια ή η αβεβαιότητα της επιστροφής του κεφαλαίου, αλλά πρέπει να εκτίθενται οψιγενείς περιστάσεις, πέρα του συνήθους επενδυτικού κινδύνου, που καθιστούν αφόρητη τη συνέχιση της σύμβασης. Το πρόγραμμα των ομολογιών είναι δυνατό να προβλέπει σπουδαίους λόγους οι οποίοι μπορεί να αφορούν στη παράβαση συμβατικών δεσμεύσεων (covenants) ή στη μη καταβολή οφειλόμενων τόκων.

### **β) Οικονομική λειτουργία**

Απο οικονομικής σκοπιάς, με τον αποκλεισμό του δικαιώματος της τακτικής καταγγελίας του συγκεκριμένου είδους ομολογιακού δανείου από την πλευρά του κατόχου και παροχής της δυνατότητας καταγγελίας μόνο στην εκδότρια εταιρεία, κρίνεται ιδιαίτερα επωφελές το γεγονός αυτό για την τελευταία καθώς σε περίπτωση καταβολής ιδιαίτερα υψηλού επιτοκίου, αυτή θα μπορεί να καταγγείλει τη σύμβαση, κάτι το οποίο δε μπορεί να πράξει ο ομολογιούχος στην περίπτωση χαμηλού επιτοκίου κατώτερου δηλαδή από τη μέση τιμή επιτοκίων.

Οι αιώνιες ομολογίες παρουσιάζουν ενδιαφέρον για τους επενδυτές, επειδή προσφέρουν σταθερές, προβλέψιμες πηγές εσόδων, με πληρωμές που γίνονται σε καθορισμένο χρονοδιάγραμμα. Επιπλέον, ορισμένα διαρκή ομόλογα μπορούν επίσης να προσφέρουν περιοδικές αυξήσεις επιτοκίων εάν έχει συμφωνηθεί κυμαινόμενο επιτόκιο. Εν συνεχεία, οι τόκοι που καταβάλλονται από την εκδότρια προς τους ομολογιούχους εκπίπτουν ως δαπάνη από το φορολογητέο της εισόδημα.

Το γεγονός δε ότι η έκδοση αιώνιων ομολογιών οδηγεί στην ουσία στην άντληση

---

<sup>48</sup>Τουντόπουλος, ΕπισκΕΔ 2009, σ.303-304, Ψυχομάνης, ΔΕΕ 2010, σ.684

ιδίων κεφαλαίων, χωρίς όμως αυτό να επιφέρει ανατροπές στη μετοχική σύνθεση της εκδότριας εταιρείας, καθιστά τη μορφή αυτή χρηματοδότησης ελκυστική για τις επιχειρήσεις του δημοσίου τομέα, για τις οποίες κρίσιμη θεωρείται η διατήρηση του κρατικού ελέγχου. Τέλος, οι αιώνιες ομολογίες από λογιστική άποψη θεωρούνται ίδια κεφάλαια με αυτό τον τρόπο βελτιώνεται η εικόνα του ισολογισμού της επιχείρησης και καθίστανται έτσι μια συχνή επιλογή χρηματοδότησης πιστωτικών ιδρυμάτων αφού με αυτό τον τρόπο διευρύνουν τα εποπτικά τους κεφάλαια.<sup>49</sup>

### **γ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Ο υβριδικός χαρακτήρας της αιώνιας ομολογίας σχετίζεται αρχικά με την αόριστη διάρκεια της, υφίσταται δηλαδή μακρόχρονη περιουσιακή διάθεση που αποτελεί χαρακτηριστικό γνώρισμα των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, ο χρόνος απόδοσης του επενδεδυμένου κεφαλαίου προσδιορίζεται μονομερώς από τον εκδότη μετά την έκδοση του τίτλου και συναρτάται ευθέως με τη φερεγγυότητα του, οι οφειλόμενοι τόκοι, όπως και τα μερίσματα, είναι εισπρακτέοι υπό την αίρεση της κερδοφορίας του και επίσης η έλλειψη απαίτησης προς επιστροφή των αρχικώς καταβληθέντων θυμίζει τη μη επιστροφή εισφορών στους μετόχους.

## **4.2. Ομολογίες μειωμένης διασφάλισης**

### **α) Έννοια**

Οι ομολογίες μειωμένης διασφάλισης ή τελευταίας σειράς (junior or subordinated bonds), προβλέπονται με τη διάταξη του αρθρ. 60 παρ.2 εδ. Δ', Χαρακτηριστικό αυτών των ομολογιών είναι ότι στη σύμβαση έκδοσης περιλαμβάνεται όρος (subordination clause) βάσει του οποίου ικανοποιούνται σε περίπτωση πτώχευσης ή αντίστοιχης συλλογικής διαδικασίας μετά την ικανοποίηση

---

<sup>49</sup> Στοϊκος, σε Ανώνυμες εταιρείες, Επιστημονική διεύθυνση Αντωνόπουλος και Μούζουλας, Τόμος Ι, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2013, σ.359.



των κοινών πιστωτών. Επιπρόσθετα, οι ομολογίες αυτές δε διασφαλίζονται με εμπράγματη εξασφάλιση με αποτέλεσμα να παρέχουν ως αντιστάθμισμα αυξημένη απόδοση (τόκο).<sup>50</sup>.Μπορούν, βέβαια, να προκύπτουν ανάλογα με τους σχετικούς όρους των δανείων , ομολογίες περισσότερο και λιγότερο μειωμένης εξασφάλισης. Οι λιγότερο μειωμένης εξασφάλισης δεν είναι βέβαια τελευταίας σειράς αλλά πρότελευταίας.

### **β)Οικονομική λειτουργία**

Η εταιρεία με αυτήν κατηγορία ομολογιών, ανευρίσκει χρηματοδότηση προς ενίσχυση του ενεργητικού της, το οποίο όμως θα χρησιμοποιηθεί πρώτα για την ικανοποίηση των προνομιούχων και των κοινών πιστωτών της. Συνήθως, οι ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης χρησιμοποιούνται ως στοιχεία εποπτικών ιδίων κεφαλαίων της εκδότριας σε επιχειρήσεις χρηματοοικονομικού χώρου δηλαδή τα πιστωτικά ιδρύματα (αρθρ. 62-63 του Κανονισμού (ΕΕ) 575/2013 (Capital Requirements Regulation- CRR), τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις (αρθρ.67 ν.4364/2016).

### **γ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Ο υβριδικός τους χαρακτήρας συντίθεται στο γεγονός ότι οι ομολογίες μειωμένης διασφάλισης εξακολουθούν να είναι ξένα κεφάλαια, καθώς κατατάσσονται, ως ανωτέρω προελέχθη, πάνω από τις μετοχές και καθώς οι αξιώσεις των ομολογιούχων δεν εξαρτώνται καταρχήν από τα οικονομικά αποτελέσματα της εκδότριας, αλλά αποκτούν και μια λειτουργία ιδίων κεφαλαίων, αυτή της υπεγγυότητας έναντι των λοιπών απαιτήσεων.

---

50 Κουλουριάνος, Η έκδοση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο , 2012, σελ.58

### **4.3.Ομολογίες υψηλού κινδύνου ή υψηλής απόδοσης**

#### **α)Έννοια**

Μια ειδικότερη κατηγορία ομολογιών είναι και οι ομολογίες υψηλού κινδύνου (junk bonds) ή υψηλής απόδοσης (high yield bonds), η οποία βασίζεται στην αρχή ότι ο δανειστής χορηγεί δάνειο σε μια εταιρεία που θεωρείται αφερέγγυα ή χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, γνωρίζει ότι οι πιθανότητες αθέτησης της αποπληρωμής του δανείου από την τελευταία είναι μεγαλύτερες. Για το λόγο αυτό, η απόδοση που λαμβάνει (εν προκειμένω ο τόκος των ομολογιών) πρέπει να είναι αρκετά υψηλή, έτσι ώστε να αντισταθμίζεται ο κίνδυνος που αναλαμβάνει.

Ο καθορισμός της απόδοσης των ομολογιών υψηλού κινδύνου συνίσταται στην επιλογή του επιτοκίου που εφαρμόζεται στην αγορά των ομολογιών εταιριών υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας, προσαυξημένου με ένα ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο λαμβάνει υπόψη τους αυξημένους κινδύνους που συνεπάγεται η χορήγηση δανείου στη χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας εκδότρια εταιρεία. Κατά τον υπολογισμό του εν λόγω ασφάλιστρου λαμβάνεται υπόψη η διάρκεια του δανείου, το συγκριτικό επιτόκιο που μπορεί να καταβάλει μια φερέγγυα εταιρεία, η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων από την πλευρά της εκδότριας σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο και η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων από την πλευρά μιας φερέγγυας εταιρείας κατά την ίδια χρονική περίοδο.

Και σε αυτή την κατηγορία ομολογιών περιλαμβάνεται στη σύμβαση έκδοσης τους και όρος μειωμένης εξασφάλισης (subordination clause), ο οποίος προβλέπει ότι σε περίπτωση εκκαθάρισης της εκδότριας οι απαιτήσεις από τις συγκεκριμένες ομολογίες εξοφλούνται μετά τις απαιτήσεις των λοιπών πιστωτών.

#### **β)Οικονομική λειτουργία**

Οι ομολογίες που συνήθως αξιολογούνται ως υψηλού κινδύνου εκδίδονται κυρίως

από εταιρίες που είτε βρίσκονται σε πρόωρο στάδιο ανάπτυξης, είτε εμφανίζουν δυσμενείς χρηματοοικονομικούς δείκτες ή ακόμη είναι στα πρόθυρα της χρεωκοπίας. Η έκδοση ομολογιών υψηλού κινδύνου αποτελεί ένα ιδιαίτερα συνηθισμένο μέσο χρηματοδότησης μοχλευμένων και εσωτερικών εξαγορών (leveraged takeovers και buyouts), δηλ. εξαγορών επιχειρήσεων οι οποίες χρηματοδοτούνται ολικά ή μερικά με δανεισμό από τρίτους, χαρακτηρίζονται δε από την υψηλή δανειακή επιβάρυνση της εξαγορασθείσας επιχείρησης μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς. Ειδικότερα το δάνειο για τη χρηματοδότηση της εξαγοράς μετακυλιέται στην εξαγοραζόμενη επιχείρηση και συχνά εξασφαλίζεται με περιουσιακά της στοιχεία, η δε εξόφληση του δανείου γίνεται συνήθως μέσω της εξαγοραζόμενης επιχείρησης με διάθεση των κερδών προς το σκοπό αυτό, με εκποίηση σημαντικών περιουσιακών στοιχείων, με λύση αφανών αποθεματικών<sup>51</sup>. Ο αγοραστής θα προσφύγει σε έκδοση ομολογιών υψηλής απόδοσης σε περίπτωση που το κόστος δανεισμού (επιτόκιο) είναι κατώτερο από την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης (δηλ. της εξαγοράς).<sup>52</sup>

#### **γ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Ο υβριδικός χαρακτήρας προκύπτει από το στοιχείο της υψηλής απόδοσης (χαρακτηριστικό χρέους) και του αυξημένου επιχειρηματικού κινδύνου σε συνδυασμό με ύπαρξη ρήτρας μειωμένης εξασφάλισης που προσδίδουν στο συγκεκριμένο είδος ομολογίας στοιχεία κεφαλαίου και συγκεκριμένα προνομιούχων μετοχών.

### **4.4. Μετατρέψιμες ομολογίες**

#### **α) Έννοια**

---

<sup>51</sup> Σωτηρόπουλος, Νομικά ζητήματα της τραπεζικής χρηματοδότησης των εξαγορών επιχειρήσεων, εις Εξαγορά επιχειρήσεων, 10ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, 2001, σ.255 επ.

<sup>52</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου, σελ.61

Οι μετατρέψιμες ομολογίες ρυθμίζονται στη διάταξη του άρθρου 71 του ν. 4548/2018, ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτών είναι ότι είτε με δήλωση του ομολογιούχου είτε αν έτσι προβλέπεται, υποχρεωτικά υπό ορισμένες προϋποθέσεις αυτές μετατρέπονται σε μετοχές της εκδότριας, και δη μετοχές που δημιουργούνται δια της μετατροπής και αποκτώνται πρωτοτύπως από τον ομολογιούχο<sup>53</sup>.

Ο αριθμός και η ονομαστική αξία των μετοχών, που αποκτά ο ομολογιούχος δια της μετατροπής, προκύπτει βάσει της τιμής ή του λόγου μετατροπής. Λόγος μετατροπής αναφέρεται στην αναλογία μετοχών ορισμένης ονομαστικής αξίας προς έκαστη μετατρέψιμη ομολογία, ενώ η τιμή μετατροπής φαίνεται απλώς να εννοείται αντίστροφα και να αναφέρεται στον αριθμό των ομολογιών, που απαιτούνται για την απόκτηση μετοχής ορισμένης ονομαστικής αξίας<sup>54</sup>. Αυτό το δικαίωμα μετατροπής προστίθεται στα πιο κλασσικά χαρακτηριστικά τους ως ομολογιών, ήτοι στην αξίωση καταβολής της ονομαστικής αξίας της ομολογίας κατά τη λήξη και στην αξίωση στον τόκο.

Με την μετατροπή δημιουργούνται νέες μετοχές, συνεπώς βασικό χαρακτηριστικό της έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου είναι ότι πρόκειται για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου υπό αίρεση, δηλαδή την αίρεση της άσκησης του δικαιώματος ή της επέλευσης της περίπτωσης μετατροπής<sup>55</sup>. Η αίρεση αυτή μπορεί να είναι εξουσιαστική, αν πρόκειται μόνο για δικαίωμα του ομολογιούχου, ασκούμενο με δήλωση του προς την εκδότρια εταιρεία, ή και τυχαία, αν προβλέπεται και η υποχρεωτική μετατροπή βάσει αντικειμενικής περίπτωσης. Ο ομολογιούχος έχει εδώ ευχέρεια να διατηρήσει τις δανειακές του

---

53Κουλουριάνος, Η έκδοση ομολογιακού δανείου, σελ.96-98

54Κουλουριάνος, ο.π, σελ.85-88, Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ.3α αρ.102

55 Πασσιάς, Δίκαιο ΑΕ, ΙΙ, σελ.125-126, Στοικός, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3Α αρ.3, Τουρνανίδου, ΕπισκεΔ 1999,σελ420, 425

αξιώσεις ή να τροποποιήσει το περιεχόμενο της έννομης σχέσης, ώστε, αντί αυτών των αξιώσεων, να αποκτήσει μετοχές.<sup>56</sup> . Επειδή δεν πρόκειται για πρόταση του κατόχου των ομολογιών, που θα έχρηζε αποδοχής από την εταιρεία, αλλά για μονομερές διαπλαστικό δικαίωμα, που του έχει ήδη χορηγηθεί με την άσκηση του, δημιουργείται άνευ άλλου τινός η μετοχική σχέση.<sup>57</sup>

Όπως ανωτέρω σημειώθηκε, υφίσταται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου υπό την αίρεση της μετατροπής έκαστης ομολογίας. Ως εισφορά στο πλαίσιο αυτής της αύξησης λαμβάνεται υπόψη το ποσό που καταβλήθηκε για την απόκτηση των μετατρέψιμων ομολογιών<sup>58</sup>

Λόγω της νομικής φύσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, η έκδοση του ακολουθεί, κατά την αρμοδιότητα και τη διαδικασία, τα της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, με τις διακρίσεις μεταξύ τακτικής ( παρ. 1 περ.α) και έκτακτης ( παρ.1 περ.β) έκδοσης. Κατά την παρ. 2 εδ.γ του άρθρου 71, το ΔΣ έχει σε κάθε περίπτωση αρμοδιότητα να ορίσει την τελική τιμή ή λόγο μετατροπής πριν από την έκδοση του δανείου, ώστε να ληφθούν υπόψη οι ακριβείς περιστάσεις κατά το χρόνο έκδοσης. Αυτό αντιστοιχεί γενικά με τη δυνατότητα εξουσιοδότησης προς το ΔΣ, ακόμη και στο πλαίσιο της τακτικής αύξησης, προς καθορισμό της τιμής διάθεσης των μετοχών, σύμφωνα με το άρθρο 25 παρ.2. Από τη διατύπωση προκύπτει ότι ο τελικός καθορισμός γίνεται από το ΔΣ. Έτσι ακόμα και αν η ΓΣ καθορίσει πλήρως την τιμή ή το λόγο μετατροπής στην απόφασή της, πρέπει να γίνει δεκτό ότι τυχόν απόκλιση με απόφαση του ΔΣ είναι έγκυρη και οι ομολογιούχοι μπορούν να στηριχθούν σε αυτήν.

---

56 Στοϊκός, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3Α αρ.26, Λέκκας, Εμπράγματη εξασφάλιση..., σελ.27

57 Βερβεσός, εις ΔικΑΕ, αρθ.3α αρ.17,21, ο ίδιος, εις ΔικΑΕ, άρθρο 8 ν.3156/2003 αρ.19 ,Πασσιάς, Δίκαιο ΑΕ, ΙΙ, σελ.123,Στοϊκός, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3Α αρ.27, Κουλουριάνος Η έκδοση ομολογιακού δανείου, σελ.139.

58 Ταρνανίδου, ΕπισκΕΔ 1999, σ.422

Επειδή η αύξηση κεφαλαίου επέρχεται με τη μετατροπή, η δε μετατροπή προφανώς μπορεί να πραγματοποιείται σε διαφορετικό χρόνο από κάθε ομολογιούχο, είναι πολύ πιθανόν να προκύπτουν σχετικά μικρές και συχνές αυξήσεις κεφαλαίου, για τις οποίες δεν απαιτείται απόφαση εταιρικού οργάνου, αλλά πάντως πρέπει να αναπροσαρμόζεται το καταστατικό της εταιρείας, ώστε να προκύπτει με ακρίβεια το κεφάλαιο της.

### **β) Έκδοση**

Λόγω του ότι δεν αποφασίζεται αύξηση κεφαλαίου κατά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής, η παρ. 4 εδ. γ του αρθρ. 71 ορίζει ότι δεν υφίσταται δικαίωμα προτίμησης των μετόχων σε αυτό τα στάδιο. Οι ήδη δε υφιστάμενοι κάτοχοι μετατρέψιμων ομολογιών δεν μπορούν να έχουν δικαίωμα προτίμησης συντρέχον με αυτό των μετόχων στην τυχόν έκδοση νέου μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου από την ίδια εκδότρια. Στην περίπτωση που οι κατόχοι μετατρέψιμων ομολογιών ασκήσουν το δικαίωμα μετατροπής πριν από τη νέα έκδοση τότε είναι πλέον μέτοχοι και αποκτούν το δικαίωμα προτίμησης όπως και οι λοιποί μέτοχοι. Εάν δεν έχουν ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής σε πρότερο της νέας έκδοσης χρόνο, τότε παραμένουν δανειστές της εταιρείας, δεν τίθεται δε θέμα ίσης προστασίας τους με τους μετόχους.

Η εισφορά κατά την παρ.2 εδ.δ' του αρθρου 71, στην αύξηση κεφαλαίου υπό αίρεση είναι το καταβληθέν για την απόκτηση των ομολογιών ποσό, που αντιστοιχεί στην τιμή έκδοσης τους. Σύμφωνα με την ανωτέρω διάταξη όπως και αν οριστεί ή αναπροσαρμοστεί η τιμή ή ο λόγος μετατροπής, ισχύει πάντως ότι η αθροιστική ονομαστική αξία των μετοχών που λαμβάνει με τη μετατροπή ο μέτοχος( πλέον), δεν μπορεί να υπερβαίνει την αθροιστική τιμή έκδοσης των μετατρέψιμων ομολογιών του, δηλαδή το αρχικά καταβληθέν ποσό.

Προβλέπεται από τη ρύθμιση της παρ.2 εδ. Β, δυνατότητας αναπροσαρμογής της τιμής ή του λόγου μετατροπής, αν η αξία ή η εμπορευσιμότητα των μετοχών

επηρεαστούν από οψιγενείς περιστάσεις. Η αναπροσαρμογή μπορεί να είναι αποτέλεσμα κακής επιχειρηματικής πορείας της εταιρίας, που επιφέρει ζημίες, αντικατοπτριζόμενες στην αξία των μετοχών, με συνέπεια να φέρουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο οι κάτοχοι των μετατρέψιμων ομολογιών, ευλόγως δεδομένου ότι εκτός από το δικαίωμα μετατροπής έχουν και την επιλογή να διατηρήσουν αμείωτη τη δανειακή αξίωση τους. Ετσι ο νόμος δεν καθιερώνει μηχανισμό αναπροσαρμογής υπέρ των κατόχων μετατρέψιμων ομολογιών αλλά από την άλλη επιτρέπεται να προβλεφθεί αναπροσαρμογή από το πρόγραμμα που να επιτρέπει την εισαγωγή προστασίας μέσω σχετικών ρητρών, γνωστές ως anti-dilution clauses, των οποίων η συγκεκριμένη διαμόρφωση ανάγεται ιδίως στη σχέση μεταξύ της τιμής μετατροπής και της τρέχουσας τιμής των νέων μετοχών.<sup>59</sup>

#### **γ) Οικονομική λειτουργία**

Με τον θεσμό των μετατρέψιμων ομολογιών επιδιώκεται ο συνδυασμός των πλεονεκτημάτων τόσο των μετοχών όσο και των ομολογιών. Οι ομολογίες πλεονεκτούν σε σύγκριση με τις μετοχές ως προς το ότι παρέχουν τόκο ανεξάρτητα από την ύπαρξη κερδών, αντιθέτως όταν η εταιρεία έχει καλή πορεία οι μετοχές μπορούν να προσφέρουν υψηλό μέρισμα και υψηλή χρηματιστηριακή τιμή.

Ένας θεμελιώδης ρόλος που διαδραματίζουν αυτά τα χρεόγραφα είναι να παρέχουν χρηματοδότηση σε εταιρείες με χαμηλότερο κόστος σε σχέση με άλλες χρηματοοικονομικές συμβάσεις, όπως τα κοινά ομόλογα, κυρίως επειδή φέρουν χαμηλότερο τόκο πληρωμής. Ωστόσο, τέτοια πλεονεκτήματα αντισταθμίζονται από το δικαίωμα, που παραχωρείται στον κάτοχο μετατρέψιμων ομολογιών, να τροποποιήσει το «καθεστώς» του, αλλάζοντας από πιστωτή σε μέτοχο. Επιπλέον, μπορεί να παρατηρηθεί ότι τα μετατρέψιμα υιοθετούνται συνήθως από τη

---

<sup>59</sup> Λιναρίτης, Τίτλοι κτήσης μετοχών σελ.548-550, 558-560.

διοίκηση για την ενίσχυση της κεφαλαιακής δομής της εταιρείας. Αυτό συμβαίνει επειδή η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής καθιστά δυνατή τη ταυτόχρονη μείωση του χρέους και την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων του εκδότη. Όταν οι τιμές των μετοχών αυξάνονται, οι εταιρείες προτιμούν την έκδοση μετατρέψιμων τίτλων σε μια προσπάθεια να μειώσουν το κόστος απόκτησης κεφαλαίων. Οι περισσότεροι εκδότες ελπίζουν ότι αν αυξηθεί η τιμή των μετοχών τους, τα ομόλογα θα μετατραπούν σε κοινό απόθεμα σε τιμή υψηλότερη από την τρέχουσα κοινή τιμή των μετοχών. Με αυτή τη λογική, το μετατρέψιμο ομόλογο επιτρέπει στον εκδότη να πωλεί κοινό μετοχικό κεφάλαιο έμμεσα σε τιμή υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή.

Επιπλέον, οι τόκοι των ομολόγων είναι εκπεστέα δαπάνη για την εκδότρια εταιρεία. Έτσι, τα ομόλογα έχουν πλεονεκτήματα έναντι των κοινών και προνομιούχων μετοχών σε μια εταιρεία που σχεδιάζει να αντλήσει νέα κεφάλαια.

Τέλος, μια μορφή των μετατρέψιμων ομολογιών είναι οι υποχρεωτικά μετατρέψιμες ομολογίες (contingent convertible bonds- CoCos), που εκδίδονται ιδίως από πιστωτικά ιδρύματα. Το χαρακτηριστικό των CoCos είναι ότι μετατρέπονται υποχρεωτικά σε μετοχές μόλις μειωθούν τα ίδια κεφάλαια της Τράπεζας κάτω από το όριο, που απαιτεί η εποπτική νομοθεσία (και εφόσον πρόκειται για τράπεζα, ο Κανονισμός 575/2013- CRR)<sup>60</sup>. Με την μετατροπή των CoCos σε μετοχές η κεφαλαιακή κατάσταση της τράπεζας επανορθώνεται αμέσως.

---

<sup>60</sup> αποσκοπεί στην ομοιόμορφη εφαρμογή των παγκόσμιων προτύπων για το τραπεζικό κεφάλαιο ([Βασιλεία III](#)) σε όλες τις χώρες της ΕΕ., στοχεύει στην ενίσχυση των απαιτήσεων προληπτικής εποπτείας για τις τράπεζες και τις υποχρεώνει να διατηρούν επαρκή αποθεματικά κεφαλαίων και ρευστότητα. Ο γενικός στόχος είναι να καταστούν οι τράπεζες πιο εύρωστες και ανθεκτικές σε περιόδους ακραίων οικονομικών καταστάσεων. Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών κατά τον υπολογισμό των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων, τα οποία καλούνται «ελάχιστα» (“minimum capital”), θα αποτελείται από το άθροισμα: των βασικών ιδίων κεφαλαίων τους (Tier 1 Capital), τα οποία, κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες, α) τα κύρια στοιχεία (common equity Tier 1 capital) και β) τα πρόσθετα στοιχεία (additional Tier 1 capital) και των συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαίων τους (Tier 2 Capital).



#### **δ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Ο υβριδικός χαρακτήρας των μετατρέψιμων ομολογιών έγκειται στο ότι ενσωματώνει το δικαίωμα μετατροπής της σε μετοχές της εκδότριας εταιρείας, η οποία επιφέρει ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και μεταβολή της έννομης θέσης του κατόχου της από δανειστή σε μέτοχο της εταιρείας.<sup>61</sup>

Επίσης, η μετατρέψιμη ομολογία έχει μαζί με την ομολογιακή της αξία (debt value ή bond value) η οποία ισούται με την αξία της κοινής ομολογίας με τα χαρακτηριστικά του κινδύνου, της απόδοσης και της διάρκειας, και μια αξία μετατροπής (conversion value) η οποία εξαρτάται από την αξία των υποκείμενων μετοχών που θα χορηγηθούν στον ομολογιούχο με τη μετατροπή των ομολογιών. Η μετατρέψιμη ομολογία περαιτέρω, συντίθεται από το στοιχείο της υποχρέωσης που αντιπροσωπεύει το δικαίωμα είσπραξης τόκου και επιστροφής του κεφαλαίου κατά τη λήξη της ομολογίας, και από το στοιχείο των ιδίων κεφαλαίων, το οποίο συναρτάται προς το δικαίωμα μετατροπής. Όπως ανωτέρω επισημάνθηκε, η έκδοση μετατρέψιμης ομολογίας αντιμετωπίζεται ως ετεροχρονισμένη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, τα αντλούμενα από την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου κεφάλαια χαρακτηρίζονται ως εν δυνάμει μετοχικό κεφάλαιο ή οιονεί ίδια κεφάλαια.<sup>62</sup>

#### **4.5.Ομολογίες με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών**

##### **α) Έννοια**

Η κατηγορία αυτή των ομολογιών διαφέρει από τις μετατρέψιμες ομολογίες

---

61 Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ β εκδ, τ.1, 2002 αρθρ.3α, αριθμ.82, Βερβεσός εις ΔικΑΕ, τ.10, αρθρ.8 αριθμ. 1

62 Κουλουριάνος, Η έκδοση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2012, σελ.87,89

καθώς οι πρώτες αποτελούν 'μικτούς 'τίτλους, στους οποίους συντρέχει το στοιχείο της κοινής ομολογίας και του δικαιώματος προαίρεσης απόκτησης μετοχών της εκδότριας (warrant). Στην συγκεκριμένη περίπτωση οι ομολογίες δε μετατρέπονται σε μετοχές, ο ομολογιούχος παραμένει τέτοιος και επιπλέον αποκτά μετοχές. Πρόκειται εν τέλει για συνδυασμό warrant του άρθρου 56 και ομολογίας, πράγμα που σημαίνει αφενός ότι επιτρέπεται, καθώς προβλέπεται στο νόμο και επίσης η σώρευση αυτών των δυο στοιχείων δε μεταβάλλει τη νομική φύση εκάστου εξ'αυτών.

Το αρθρ.33 παρ.3 ν.4548/2018 ορίζει ότι:Σε περίπτωση που εκδίδονται ταυτόχρονα περισσότερα είδη ή κατηγορίες τίτλων, είναι δυνατόν να προβλέπεται κατά τους όρους έκδοσής τους ότι η κτήση τίτλου ενός είδους ή μιας κατηγορίας επιτρέπεται μόνο με την προϋπόθεση ταυτόχρονης κτήσης ορισμένου αριθμού εκδιδόμενων τίτλων άλλου είδους ή άλλης κατηγορίας. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να προβλέπεται στο καταστατικό, σε σχέση με μετοχές ή ιδρυτικούς τίτλους, ή στους όρους έκδοσης τίτλων κτήσης μετοχών ή στο πρόγραμμα έκδοσης ομολογιών, ότι μέχρι την επέλευση ορισμένης προθεσμίας ή μέχρι την πλήρωση ορισμένης αίρεσης ή για όλη τη διάρκεια της εταιρείας ή των οικείων τίτλων, οι ανωτέρω τίτλοι μπορούν να διατεθούν (μεταβιβασθούν ή επιβαρυνθούν) μόνο από κοινού.

Η εν λόγω ρύθμιση εισάγει μια πρακτική γνωστή στις διεθνείς αγορές, τη σύνδεση (starling) περισσότερων τίτλων που εκδίδει η εταιρεία, ώστε να μπορούν να αποκτώνται ή και να διατίθενται μόνο από κοινού. Οι όροι της σύνδεσης δύνανται να προβλέπονται στους όρους έκδοσης των τίτλων κτήσης, και συγκεκριμένα στο πρόγραμμα έκδοσης επί ομολογιών μπορεί να προβλέπεται ότι όποιος ενδιαφέρεται να αποκτήσει τους τίτλους αυτούς, θα πρέπει ταυτόχρονα να αποκτήσει ορισμένο αριθμό τίτλων άλλου είδους ή κατηγορίας. Ακόμα μπορεί να προβλέπεται ότι οι τίτλοι που αποκτώνται με αυτό

τον τρόπο μπορούν να μεταβιβαστούν μόνο ταυτόχρονα. Η τυχόν πρόβλεψη αποκλεισμού χωριστής διάθεσης των τίτλων κτήσης μετοχών ή ότι η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης των τίτλων κτήσης μετοχών, προς απόκτηση νέων μετοχών είναι εφικτή υπό την προϋπόθεση διακράτησης έως εκείνο το χρονικό σημείο των συνδεδεμένων αξιών εντείνει ακόμα περισσότερο τη σύζευξη.

Επισημαίνεται ότι η σύνδεση τίτλων καταλήγει σε αισθητή χαλάρωση του κλειστού αριθμού των κινητών αξιών. Αυτό συμβαίνει διότι η εκάστοτε μακρόχρονη σύζευξη τίτλων οδηγεί στην πραγματικότητα σε διαφορετικά μείγματα δικαιωμάτων των κατόχων της.

Αναφορικά με τους τίτλους κτήσης μετοχών δέον όπως αναφερθεί ότι ενσωματώνουν ή αναπαριστούν ένα δικαίωμα προαίρεσης<sup>63</sup> του κυρίου τους (δικαιούχου τίτλου κτήσης μετοχών) με αντικείμενο την απόκτηση μετοχών ορισμένης εταιρίας. Οι τίτλοι κτήσης μετοχών στην τυπική μορφή τους καθιερώνουν δικαίωμα για την απόκτηση νεοεκδιδόμενων μετοχών της εκδότριας ΑΕ. Οι μετοχές αυτές αποκτώνται στο πλαίσιο της αύξησης κεφαλαίου της εκδότριας, την οποία καλύπτει ο δικαιούχος, όταν ασκεί το δικαίωμα προαίρεσης, πρόκειται ουσιαστικά για δικαίωμα αυτόβουλης εισαγωγής του κατόχου των τίτλων στο συμμετοχικό εγχείρημα της εταιρείας.<sup>64</sup>

## **β) Οικονομική λειτουργία**

Η οικονομική λειτουργία των εν λόγω ομολογιών με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών συνίσταται στο γεγονός ότι παρέχουν στον εκάστοτε επενδυτή μια σταθερή απόδοση μέσω της απόληψης τόκου και ταυτοχρόνως παρέχεται η δυνατότητα του κατόχου τους για συμμετοχή στο κεφάλαιο της εταιρείας και κατ'επέκταση στα κέρδη αυτής.

---

<sup>63</sup> Γεωργιάδης, Σύμφωνον προαιρέσεως, 1 επ., 105 επ., 117 επ., Καραμπατζός, ΔΕΕ 2009, 142 επ

<sup>64</sup> Λιναρίτης, Τίτλοι κτήσης μετοχών, σ.129 επ.

Το warrant διαθέτει ιδιαίτερη οικονομική σημασία καθώς η αξία του δικαιώματος προαίρεσης του warrant εξαρτάται από την τιμή της υποκείμενης μετοχής. Επομένως εάν η τιμή της υποκείμενης μετοχής τείνει να υπερβεί την τιμή άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, ήτοι το προκαθορισμένο τίμημα απόκτησης μετοχών, τότε παρίσταται συμφέρουσα για τον δικαιούχο η άμεση άσκηση του διαπλαστικού δικαιώματος.

Τα warrants χάρη στην οικονομική λειτουργία τους χρησιμοποιούνται ιδίως για την ενίσχυση παραδοσιακών και νεοφυών επιχειρήσεων, ακόμα και υπό συνθήκες αφερεγγυότητας ή ραγδαίας ανάπτυξης. Ειδικότερα προσελκύουν κεφάλαια που επιδιώκουν υψηλές αποδόσεις με την ανάληψη αντίστοιχα υψηλού κινδύνου.

#### **γ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Ο υβριδικός χαρακτήρας του συγκεκριμένου είδους τίτλου, δηλαδή της ομολογίας με δικαίωμα προαίρεσης για απόκτηση μετοχών αφορά τα χαρακτηριστικά του χρέους που διαθέτει μεν ως ομολογία, ήτοι την επιστροφή κεφαλαίου και τον τόκο ενώ παρέχει τη δυνατότητα στον ομολογιούχο δανειστή να συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας εταιρείας μέσω της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης, στοιχείο που προσιδιάζει σε ουσιαστικό στοιχείο του κεφαλαίου.

### **4.6.Ομολογίες με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη**

#### **α) Έννοια**

Το άρθρο 72 του ν.4548/2018, προβλέπει την κατηγορία των κερδοφόρων ομολογιών, οι οποίες χορηγούν στους ομολογιούχους το δικαίωμα λήψης πέραν του τόκου, ορισμένου ποσοστού επί των κερδών που απομένει πριν ή μετά την καταβολή του πρώτου μερίσματος είτε πρόσθετων παροχών που εξαρτώνται από τα αποτελέσματα της εταιρείας. Η παρούσα διατύπωση του νόμου συνδέει τα

αποτελέσματα της εταιρείας με την έννοια των κερδών.

Το ποσοστό επί των κερδών μπορεί να αποδίδεται στους ομολογιούχους μετά, αλλά ακόμη και πριν από το ελάχιστο μέρισμα. Η δεύτερη περίπτωση αποτελεί καινοτομία σε σύγκριση με το προηγούμενο δίκαιο και συνδέεται με τη δανειακή φύση και αυτών των ομολογιών. Επίσης, το ποσοστό αυτό μπορεί να καταβάλλεται επιπλέον του τόκου ή αντί του τόκου. Στην τελευταία αυτή περίπτωση το καταβληθέν ποσό αφαιρείται από τον οφειλόμενο τόκο, ο οποίος ενδέχεται ακόμη και να μηδενίζεται. Εν πάσει περιπτώσει, η διατύπωση αντί του τόκου δε σημαίνει ότι μπορεί να μην υφίσταται εξαρχής τοκοφορία, παρά μόνο αξίωση συνδεδεμένη με τα αποτελέσματα της εκδότριας. Η συγκεκριμένη αξίωση στον τόκο για ορισμένη χρήση αναλώνεται επειδή καταλογίστηκε στο ποσό της ό,τι καταβλήθηκε ως συμμετοχή στα κέρδη.

Σχετικά με την αρμοδιότητα προς έκδοση των ομολογιών με συμμετοχή στα κέρδη, επειδή δεν πρόκειται για αύξηση κεφαλαίου δεν χρειάζεται απόφαση από την καταστατική ΓΣ αλλά επειδή επηρεάζεται το δικαίωμα των μετόχων στα κέρδη, καθώς μειώνεται το προς διανομή κέρδος και επομένως οι τελευταίοι πρέπει να έχουν λόγο, τίθεται ως κανόνας η απόφαση (απλής)ΓΣ με δυνατότητα εξουσιοδότησης προς ΔΣ προς έκτακτη έκδοση κερδοφόρων ομολογιών.

## **β) Οικονομική λειτουργία**

Από οικονομικής απόψεως οι κερδοφόρες ομολογίες παρουσιάζουν πλεονέκτημα, για τη μεν εκδότρια της χρηματοδότησης με χαμηλό επιτόκιο, για τους δε ομολογιούχους της μείωσης του κινδύνου μειωμένης απόδοσης του κεφαλαίου, αφού σε περιόδους κερδοφόρων επενδυτικών χρήσεων οι ομολογιούχοι απολαμβάνουν ένα επιπλέον επενδυτικό όφελός. Το ύψος της απόδοσης μπορεί υπολογίζεται με βάση τα κέρδη έτσι υφίσταται ένα εξασφαλισμένο ποσό τόκου, στοιχείο που παρέχει κάποια ασφάλεια απόδοσης

στον ομολογιούχο<sup>65</sup>

### **γ)Υβριδικός χαρακτήρας**

Οι κερδοφόρες ομολογίες έχουν υβριδικό χαρακτήρα, καθόσον οι ομολογιούχοι έχουν και αξιώσεις που εξαρτώνται από τα αποτελέσματα της εκδότριας εταιρείας<sup>66</sup> χωρίς πάντως να δημιουργείται μετοχική σχέση. Η αξίωση προς καταβολή τόκου και συμμετοχής στα κέρδη συνυπάρχουν εν προκειμένω και προσιδιάζουν στις προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου, που παρέχουν και δικαίωμα στην απόληψη ορισμένου τόκου<sup>67</sup> η διαφοροποίηση μεταξύ τους εξαρτάται από την κατάταξη των τίτλων και ιδίως από το αν επικρατεί στη σύμβαση το στοιχείο του τόκου ή της συμμετοχής στα κέρδη.

#### **4.7 Προνομιούχες μετοχές**

##### **α) Έννοια**

Στο άρθρο 38 του ν.4548/2018 ρυθμίζεται μια από τις κατηγορίες μετοχών οι προνομιούχες μετοχές. Η αρχή της ισότητας των εκδιδόμενων μετοχών του αρ.36 παρ.1 εδ. Β, δε βρίσκει εφαρμογή επί της έκδοσης προνομιούχων μετοχών. Τα προνόμια των εν λόγω μετοχών δεν αφορούν τα διοικητικά αλλά τα περιουσιακά δικαιώματα του μετόχου. Άλλωστε και στο αρθ. 38 παρ.2 εδ.β αναφέρεται ότι τα προνόμια που μπορεί να χορηγούνται πέραν των ενδεικτικά απαριθμούμενων στη διάταξη αυτή, είναι περιουσιακής φύσης. Επομένως, προνόμια είναι τα ιδιαίτερα περιουσιακά δικαιώματα τα οποία χορηγούνται στους προνομιούχους μετόχους,

---

<sup>65</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο , 2012, σελ.62

<sup>66</sup> Στοιός, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3Β αρ.1, Ψαρουδάκης. Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, σ. 978

<sup>67</sup> Βερβεσός εις ΔικΑΕ, αρθρ.3β αριθμ. 1, ο ίδιος εις ΔικΑΕ αρθ.9 ν.3156/2003 αρ. 1, Κουλουριάνος, Η έκδοση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο , 2012, σελ.72

διαφοροποιώντας τους από τους από τους κοινούς μετόχους<sup>68</sup>. Κατά τα λοιπά, οι προνομιούχες μετοχές έχουν όλα τα χαρακτηριστικά των μετοχών, δηλαδή αποτελούν τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου και οι αποκτώντες αυτές συνδέονται με την εταιρεία με τη μετοχική έννομη σχέση<sup>69</sup>.

Οι προνομιούχες μετοχές καθιστούν την επένδυση στην εταιρεία ελκυστικότερη για κάθε ενδιαφερόμενο. Ειδικότερα, ο τύπος της προνομιούχου μετοχής χωρίς δικαίωμα ψήφου, με δικαίωμα απόληψης τόκου ταιριάζει σε επενδυτές, που δεν επιθυμούν εμπλοκή στην εταιρική ζωή, αλλά απλώς την είσπραξη σταθερού ποσού. Αυτό ισχύει και για τους μικροεπενδυτές, οι οποίοι ούτως ή άλλως δε θα μπορούσαν να επηρεάσουν με την ψήφο τους κατά τρόπο αξιόλογο τα εταιρικά δρώμενα<sup>70</sup>. Ταυτόχρονα με την έκδοση προνομιούχων μετοχών χωρίς ψήφο επέρχεται αύξηση κεφαλαίου, έτσι η εταιρεία αυξάνει τα κεφάλαια της χωρίς να δίνεται η δυνατότητα στους νέους μετόχους να εμπλέκονται στη διοίκηση και στον έλεγχο της εταιρείας με αποτέλεσμα η τελευταία να μην κινδυνεύει από κίνδυνο επιθετικών εξαγορών<sup>71</sup>.

Οι μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές εφόσον έχουν ως προνόμιο την απόληψη τόκου ή μερίσματος απολαμβάνει μεν την σταθερή οικονομική απόδοση αλλά δίνει τη δυνατότητα με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής να συμμετέχει ως κοινός μέτοχος πλέον στα κέρδη της επιχείρησης.

Τέλος, ο τόκος που αποδίδεται στο πλαίσιο του προνομίου απόληψης τόκου εκπιπτει από τα φορολογητέα εισοδήματα.

## **β) Είδη προνομιούχων μετοχών**

---

68 Ν.Ρόκας, Εταιρείες σελ.409

69 Βερβεσός εις ΔικΑΕ, αρθρ.3 αριθμ. 5, Αλ. Ρόκας, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.527

70 Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ. 3 αρ.12Αλ. Ρόκας, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.528

71 Σωτηρόπουλος, ο.π, αρθ. 3 αρ.15, Αλ. Ρόκας, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.527

### **β.1.)Προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου**

Στη διάταξη του αρθ. 38 παρ.4 εδ. Α, προβλέπεται η δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου. Οι χωρίς ψήφο μετοχές μπορούν να φέρουν οιοδήποτε από τα προνόμια του αρθ.38 παρ. 1 και 2. Οι μετοχές δε αυτές συμμετέχουν κανονικά στο μετοχικό κεφάλαιο, όμως δεν προσμετρώνται κατά τον υπολογισμό της απαρτίας και τηςπλειοψηφίας στις ΓΣ <sup>72</sup>. Οι προνομιούχοι μέτοχοι χωρίς ψήφο δικαιούνται να συμμετάσχουν στη ΓΣ και γίνεται δεκτό ότι έχουν δικαίωμα προτίμησης, όπως και ότι υπολογίζονται κατά την προσμέτρηση ποσοστών για την άσκηση δικαιωμάτων μειοψηφίας<sup>73</sup>. Επιπλέον οι προνομιούχοι μέτοχοι συμμετέχουν με ψήφο στις συνελεύσεις, που προβλέπεται η συμμετοχή τους, ειδικότερα στην ιδιαίτερη συνέλευση για την κατάργηση προνομίων ή στις συνελεύσεις των θιγόμενων κατηγοριών μετόχων<sup>74</sup>

### **β.2) Προνομιούχες μετοχές μετατρέψιμες σε κοινές**

Οι προνομιούχες μετοχές μπορούν να εκδίδονται ως μετατρέψιμες σε κοινές ή σε προνομιούχες άλλης κατηγορίας. Από την διατύπωση του νόμου προκύπτει ότι η δυνατότητα μετατροπής πρέπει να προβλέπεται στο καταστατικό.Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται από το γεγονός ότι το προνόμιο προβλέπεται στο καταστατικό, δεδομένου ότι η δυνατότητα μετατροπής είναι κύριο χαρακτηριστικό που μπορούν να έχουν οι προνομιούχες μετοχές. Επομένως, το καταστατικό είτε αρχικό είτε μετά την τροποποίηση του θα πρέπει να προβλέπει ότι οι

---

<sup>72</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ. 3 αρ.61, Βερβεσός εις ΔικΑΕ, αρθρ.3 αριθμ. 6, Αποστολόπουλος, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3 αρ.62, Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.535

<sup>73</sup> Καλλιαρέκου, Προνομιούχες μετοχές, σελ.127, Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ. 3 αρ.60

<sup>74</sup> Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ. 3 αρ.62, Αποστολόπουλος, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3 αρ.64, σελ.109, Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.536



προνομιούχες μετοχές που θα εκδοθούν θα είναι μετατρέψιμες, εάν δεν διευκρινίζεται ότι οι μετοχές που θα εκδοθούν θα είναι μετατρέψιμες και εκδοθούν μετοχές, δεν μπορεί να προβλεφθεί μετατρεψιμότητα εκ των υστέρων με τροποποίηση του καταστατικού.

Περαιτέρω, οι μετατρέψιμες μετοχές μπορούν να έχουν ή να μην έχουν δικαίωμα ψήφου. Η δυνατότητα μετατροπής δεν συνιστά προνόμιο αλλά ιδιαίτερη δυνατότητα που προκύπτει από τη μετοχική σχέση<sup>75</sup>. Στην περίπτωση της υποχρεωτικής μετατροπής οι όροι υπό τους οποίους θα επέρχεται η μετατροπή θα προκύπτουν από το καταστατικό (αρθρ.38 παρ.3 εδ.γ). όταν συντρέχουν αυτοί οι όροι, η μετατροπή λαμβάνει χώρα υποχρεωτικά, ανεξαρτήτως δηλαδή της βουλήσεως του μετόχου. Αν αντιθέτως προβλέφθηκε μετατροπή με άσκηση δικαιώματος του μετόχου (αρθρ.38 παρ.3 εδ. δ) , το δικαίωμα αυτό ασκείται από τον προνομιούχο μέτοχο ατομικά με δήλωση του προς την εταιρεία και η μετατροπή ισχύει από τη λήψη της δήλωσης αυτής, εκτός αν το καταστατικό προβλέπει άλλο χρονικό σημείο. Πάντως η μετατροπή ολοκληρώνεται χωρίς περαιτέρω διατυπώσεις, δεν απαιτείται δηλαδή απόφαση κάποιου οργάνου<sup>76</sup>.

Ύστερα από την μετατροπή , οι προνομιούχες μετοχές καθίστανται κοινές και επομένως καταργούνται όλα τα προνόμια( και αποδίδεται δικαίωμα ψήφου, σε περίπτωση που οι προνομιούχες ήταν χωρίς ψήφο).

#### **γ) Διαδικασία έκδοσης προνομιούχων μετοχών.**

Οι προνομιούχες μετοχές εκδίδονται εφόσον υπάρχει ως ανωτέρω προελέχθη, εφόσον υπάρχει σχετική πρόβλεψη στο καταστατικό, η οποία θεσπίζει τη δυνατότητα

---

75 Καλλιάρεκου, Προνομιούχες μετοχές, σελ.183, Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ. 3 αρ.74,Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.537

76 Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ. 3 αρ.76,Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.537

έκδοσης αυτών (αρθρ.38 παρ.1 εδ.α ). Οι προνομιούχες μετοχές μπορούν να εκδίδονται κατά την ίδρυση της εταιρείας ή κατά την αύξηση του κεφαλαίου<sup>77</sup>. Σε περίπτωση που οι προνομιούχες μετοχές εκδίδονται στο πλαίσιο αύξησης κεφαλαίου, αφενός θα υφίσταται σχετική πρόβλεψη στο καταστατικό αφετέρου θα λαμβάνεται απόφαση από τη ΓΣ για την αύξηση κεφαλαίου και την έκδοση μετοχών. Η απόφαση της ΓΣ λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία.

Επιπλέον, σύμφωνα με το αρθρ.38 παρ.6, κατά την έκδοση νέων προνομιούχων μετοχών εφαρμόζονται οι διατάξεις των αρθρ.25 παρ. 3 και 4, πρέπει δηλαδή να υπάρχει έγκριση των θιγόμενων κατηγοριών μετόχων και αρθρ.26 παρ.1 που προβλέπεται και δικαίωμα προτίμησης στους παλαιούς μετόχους.

Τέλος, σε περίπτωση που το καταστατικό δεν προβλέπει δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών, είναι δυνατόν αυτό να τροποποιείται, ώστε να περιλάβει το πρώτον τη δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών. Η ίδια η ΓΣ μπορεί να αποφασίσει την τροποποίηση του καταστατικού ώστε να προβλεφθεί η δυνατότητα έκδοσης προνομιούχων μετοχών και εν συνεχεία την αύξηση του κεφαλαίου με προνομιούχες μετοχές.

#### **δ) Προνόμια και οικονομική λειτουργία**

Το άρθρο 38 παρ. 1 περιγράφει ορισμένα χαρακτηριστικά προνόμια, ενώ η παρ. 2 περιέχει έναν ενδεικτικό κατάλογο προνομίων. Τα προνόμια αναλύονται κάτωθι:

##### *δ.1.) Προνομιακή απόληψη μερίσματος και σωρευτικό μέρισμα*

Το πρώτο από τα προνόμια της παρ.1 είναι η προνομιακή απόληψη του διανεμόμενου μερίσματος. Το προνόμιο αυτό μπορεί να αφορά τόσο στο ελάχιστο μέρισμα, που διανέμεται σύμφωνα με το αρθρ. 161, όσο και στα λοιπά ποσά εκ

---

<sup>77</sup> Ν. Ρόκας, Εταιρείες, σελ.409

των κερδών, που διανέμονται υπό τους όρους των αρθρ. 159 και 160 παρ. 2 περ. Δ<sup>78</sup>. Στην περίπτωση αυτή, οι προνομιούχοι μέτοχοι δεν εισπράττουν μεγαλύτερο ποσό από αυτό που δικαιούνται, απλώς το εισπράττουν κατά χρονική προτεραιότητα πριν δηλαδή από τους άλλους μετόχους, πράγμα που έχει πρακτική σημασία, όταν δεν επαρκούν τα κέρδη για τη διανομή του μερίσματος σε όλους τους μετόχους. Επισημαίνεται ότι το προνόμιο υπάρχει μόνο εφόσον υπάρχουν κέρδη, είτε ως ελάχιστο μέρισμα είτε ως περαιτέρω ποσά προς διανομή, εφόσον πληρούνται δηλαδή οι όροι των αρθρ. 159-161<sup>79</sup>. Ωστόσο, μπορεί να γίνει πρόβλεψη, ότι και για τις χρήσεις στις οποίες δεν έγινε διανομή, το προνόμιο αφορά την προνομιακή καταβολή μερισμάτων και για τις χρήσεις αυτές, καθιερώνοντας έτσι το σωρευτικό μέρισμα. Ο προνομιούχος μέτοχος έχει τη δυνατότητα να αξιώνει σωρευτικά τα ποσά, που δικαιούται για την προηγούμενη και την τρέχουσα χρήση.

#### *δ.2.) Προνομιακή απόδοση κεφαλαίου κατά τη μείωση κεφαλαίου και την εκκαθάριση*

Η προνομιακή απόδοση του κεφαλαίου κατά την εκκαθάριση έχει την έννοια ότι αφού ικανοποιηθούν οι εταιρικοί πιστωτές, ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα οι προνομιούχοι μέτοχοι και εν συνεχεία στο βαθμό που απομείνουν ποσά προς διανομή, οι κοινοί μέτοχοι<sup>80</sup>. Το προνόμιο επί του προϊόντος της εκκαθάρισης είναι στην πραγματικότητα προνόμιο επί των επιστρεφόμενων εισφορών, και δεν αφορά απλώς το ποσοστό που δικαιούται κάθε μέτοχος επί του ενιαίου προϊόντος εκκαθάρισης, βάσει της συμμετοχής του στην εταιρεία. Ως εκ τούτου, μετά την

---

78 Βερβεσός εις ΔικΑΕ, αρθρ.3 αριθμ. 9, Αποστολόπουλος, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3 αρ.30, Ν. Ρόκας, Εταιρείες, σελ.409

79 Αποστολόπουλος, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3 αρ.35

80 Βερβεσός εις ΔικΑΕ, αρθρ.3 αριθμ. 11, Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, εκδ.2020, σελ.533

ικανοποίηση των δανειστών θα επιστρέφονται οι εισφορές στους προνομιούχους μετόχους, και εν συνεχεία θα διανέμεται το τυχόν υπόλοιπο προιον της εκκαθάρισης συμμετρως σε όλους τους μετόχους. Όπως και στην περίπτωση της προνομιακής απόληψης μερίσματος εάν δεν επαρκεί το προιον της εκκαθάρισης οι προνομιούχοι μέτοχοι δεν εισπράττουν κάτι περισσότερο από αυτό που θα εισέπρατταν, απλώς προηγούνται χρονικά κατά την ικανοποίηση τους σε σχέση με τους κοινούς μέτοχους, Δεδομένου ότι με τη μείωση κεφαλαίου επιστρέφεται το κεφάλαιο στους μετόχους, παρέχεται η δυνατότητα επέκτασης του προνομίου και σε αυτή την περίπτωση.

#### *δ.3).Παροχή σταθερού μερίσματος*

Κατά το εδ.α της παρ.2, μπορεί να παρέχεται ως προνόμιο σταθερό μέρισμα. Εν προκειμένω, ορίζεται ότι οι προνομιούχοι μέτοχοι δικαιούνται ενός σταθερού ποσού κατ' έτος, το οποίο μπορεί να αναφέρεται ως σταθερό ποσό ή ποσοστό άλλου μεγέθους, όπως είναι η ονομαστική αξία των μετοχών ή τα προς διανομή κέρδη<sup>81</sup>. Εάν δε συντρέχουν οι προϋποθέσεις για τη διανομή κερδών, δε θα διανεμηθεί ούτε το σταθερό μέρισμα.

#### *δ.4.)Συμμετοχή στα κέρδη*

Στο εδ. α της παρ. 2 δίνεται η δυνατότητα να ορίζεται ότι οι προνομιούχοι μέτοχοι συμμετέχουν εν μέρει μόνο στα κέρδη της εταιρείας. Έτσι ότι ποσοστό των κερδών προορίζεται για τους προνομιούχους μετόχους και στη συνέχεια διανέμεται το υπόλοιπο. Σύμφωνα με την αρχή της ελεύθερης διαμόρφωσης των προνομίων, μπορεί ακόμη να οριστεί ως προνόμιο σταθερό μέρισμα, όσο και ποσοστό επί των κερδών, εφόσον αυτά ξεπερνούν ένα όριο<sup>82</sup>

---

81 Βερβεσός εις ΔικΑΕ, αρθρ.3 αριθμ. 13, Αποστολόπουλος, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3 αρ.39

82 Βερβεσός εις ΔικΑΕ, αρθρ.3 αριθμ. 14,Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, αρθ. 3 αρ.54, ο ίδιος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.534

Το προνόμιο αυτό μπορεί να συνίσταται στην προνομιακή συμμετοχή στα κέρδη από ορισμένη εταιρική δραστηριότητα (tracking shares), κατά τις ειδικότερες προβλέψεις του καταστατικού. Εν προκειμένω, οι προνομιούχοι κατά το σκέλος που τα κέρδη αφορούν συγκεκριμένη δραστηριότητα ικανοποιούνται πρώτοι, πριν τους κοινούς μετόχους ή προνομιούχους μετόχους, των οποίων οι μετοχές εκδόθηκαν μεταγενέστερα.<sup>83</sup> Ασφαλώς αν δεν είχε κέρδη η συγκεκριμένη δραστηριότητα ή δε συντρέχουν οι προϋποθέσεις για τη διανομή κερδών του αρθ. 159, η δεν αποφασιστεί από τη ΓΣ διανομή κέρδους, δεν υπάρχει ποσό προς διανομή στους προνομιούχους μετόχους<sup>84</sup>.

#### *δ.5.)Απόληψη τόκου*

Ως διαφορετικό προνόμιο από το σταθερό μέρισμα αναφέρεται στο νόμο το δικαίωμα απόληψης τόκου (αρθ.38 παρ.1 εδ.β). Εν προκειμένω, οι προνομιούχοι μέτοχοι ομοιάζουν με τους ομολογιούχους δανειστές κατά το ότι έχουν και αυτοί αξίωση για τόκο. Υφίσταται βέβαια η διαφοροποίηση ότι και γι αυτό το προνόμιο ισχύει ο περιορισμός του αρθ. 159, ενώ οι ομολογιούχοι δικαιούνται τον τόκο σε κάθε περίπτωση. Έτσι εάν η καθαρή θέση δεν υπερβαίνει το άθροισμα του κεφαλαίου, των μη διανεμόμενων αποθεματικών και των λοιπών πιστωτικών κονδυλίων του αρθ. 159 παρ. 1 περ. Β και γ, δεν μπορεί να καταβληθεί τόκος.

#### **ε) Υβριδικός χαρακτήρας**

Εν προκειμένω, ο υβριδικός χαρακτήρας των προνομιούχων μετοχών αφορά κυρίως στο ότι ενώ η νομική φύση των εν λόγω παραμένει μετοχή καθώς οι εισφορές των μετόχων αποτελούν μέρος του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, το οποίο είναι υπεγγυο για τις υποχρεώσεις έναντι τρίτων, τα προνόμια που θεσπίζονται υπέρ αυτών των μετοχών, είναι περιουσιακής φύσεως

---

<sup>83</sup> Κυριακάκης, εις Ζητήματα από το νέο δίκαιο της ΑΕ, σελ.83

<sup>84</sup> Αποστολόπουλος, εις Αντωνόπουλο/ Μούζουλα, αρθ. 3 αρ.55.

προσομοιάζουν δε στα δικαιώματα που έχουν οι ομολογιούχοι δανειστές, ιδίως το προνόμιο της απόληψης τόκου και το προνόμιο σταθερού μερίσματος. Η ύπαρξη της υβριδικής φύσης των προνομιούχων μετοχών επιρρωνύεται και από την με αριθμ.1295/1970 γνωμοδότηση του ΝΣΚη οποία αναφέρει ότι: *Πράγματι, οι κάτοχοι μετοχών άνευ δικαιώματος ψήφου είναι απλοί πιστωταί της Εταιρείας...»*.<sup>85</sup>

#### **4.8.Εξαγοράσιμες μετοχές**

##### **α) Έννοια**

Στο άρθρο 39 του ν.4548/2018 ρυθμίζεται η κατηγορία μετοχών, οι εξαγοράσιμες μετοχές( redeemable shares), οι οποίες παρέχουν τη δυνατότητα εξαγοράς τους. Το δικαίωμα που παρέχουν οι εξαγοράσιμες μετοχές συνδέεται με τη μετοχή και όχι με το πρόσωπο που την κατέχει<sup>86</sup>. Κατά τα λοιπά οι μετοχές αυτές παρέχουν όλα τα περιουσιακά και διοικητικά δικαιώματα, που παρέχουν και οι κοινές μετοχές. Εξαίρεση σε αυτό αποτελεί η περίπτωση που οι μετοχές αυτές εκδίδονται ως προνομιούχες, οπότε μπορεί να μην έχουν ψήφο.

Προκειμένου να είναι έγκυρη η δήλωση εξαγοράς των μετοχών, θα πρέπει πρώτα να έχει καταβληθεί το τίμημα της εξαγοράς βάσει των προβλέψεων του καταστατικού. Με αυτό τον τρόπο διασφαλίζεται η αποζημίωση του μετόχου, πριν αποξενωθεί από την περιουσία του. Μετά την καταβολή του τιμήματος επέρχεται ex nunc περάτωση της μετοχικής σχέσης<sup>87</sup>.

---

85Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.42

86 Συνοδινού, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα αρθρ.17β αρ.6, Μικρουλέα, εις ΔικΑΕ,αρθρ.17β αρ.17,Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.543

87 Συνοδινού, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα αρθρ.17β αρ.9,Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.544

## **β) Διαδικασία έκδοσης,προυποθέσεις και τρόποι εξαγοράς**

Οι εξαγοράσιμες μετοχές εκδίδονται βάσει σχετικής καταστατικής πρόβλεψης και μπορούν να εκδοθούν μόνο κατά την αύξηση του κεφαλαίου και όχι κατά την ίδρυση της( σε αντίθεση με τις προνομιούχες). Επομένως, και με έκτακτη αύξηση κεφαλαίου μπορούν να εκδοθούν εξαγοράσιμες μετοχές εφόσον βέβαια προβλέπεται ήδη στο καταστατικό η δυνατότητα έκδοσης εξαγοράσιμων μετοχών<sup>88</sup>.

Το όργανο που αποφασίζει την αύξηση, αναφέρει ότι θα εκδοθούν εξαγοράσιμες μετοχές και αν εκδοθούν προνομιούχες, αν θα είναι με ή χωρίς ψήφο. Αντιθέτως, οι προυποθέσεις και οι τρόποι εξαγοράς αναφέρονται στο καταστατικό. Τούτο επιβάλλεται για λόγους διαφάνειας αλλά και προστασίας των μετόχων και των δανειστών της εταιρείας<sup>89</sup>. Δε σημαίνει βέβαια ότι πρέπει να αναφέρονται υποχρεωτικά στο καταστατικό η τιμή και ο χρόνος της εξαγοράς κατά τρόπο ορισμένο. Η τιμή μπορεί να προκύπτει από μια μέθοδο ή ένα κριτήριο, που προσδιορίζεται στο καταστατικό (π.χ. Χρηματιστηριακή τιμή), το δε καταστατικό μπορεί να ορίζει ότι εξαγορά επέρχεται εντός ενός χρονικού εύρους ή αφού πληρωθεί ορισμένη αίρεση<sup>90</sup>. Επίσης μπορεί να προβλεφθεί τόκος επί του ποσού, που δικαιούται ο μέτοχος<sup>91</sup>.

Ο ν.4548/2018 προβλέπει ένα νέο τρόπο δημιουργίας εξαγοράσιμων μετοχών, την τροπή μέρους των υφιστάμενων μετοχών σε εξαγοράσιμες.Πριν από την

---

<sup>88</sup> Συνοδινού, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα αρθρ.17β αρ.22,Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.545

<sup>89</sup> Μικρουλέα, εις ΔικΑΕ, αρθρ. 17B αρ.49,Συνοδινού, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα αρθρ.17β αρ.16

<sup>90</sup> Μικρουλέα, εις ΔικΑΕ, αρθρ. 17B αρ.50, σελ.70,Συνοδινού, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα αρθρ.17β αρ.17.

<sup>91</sup> Μικρουλέα, εις ΔικΑΕ, αρθρ. 17B αρ.60,Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.546

τροπή των κοινών μετοχών σε εξαγοράσιμες, θα πρέπει να υπάρχει καταστατική πρόβλεψη για τη δυνατότητα εξαγοράς, αλλά και για τους όρους της εξαγοράς. Θα πρέπει να ληφθεί απόφαση ΓΣ και απαιτείται και η έγκριση των οικείων κατηγοριών μετόχων οι μετοχές των οποίων θίγονται με την έκδοση των εξαγοράσιμων. Περαιτέρω, όταν οι μετοχές που μετατρέπονται σε εξαγοράσιμες δίνουν το δικαίωμα εξαγοράς στο μέτοχο, τότε πρόκειται ουσιαστικά για παροχή προνομίου σε αυτόν εξ' αυτού του λόγου θα πρέπει να υπάρχει αιτιολόγηση κατά την επιλογή των μετόχων που θα έχουν εφεξής μετοχές με το εν λόγω προνόμιο κατ'εφαρμογή της αρχής της ίσης μεταχείρισης.

Η παρ. 3 του αρθρ.39 απαριθμεί τις προϋποθέσεις της εξαγοράς οι οποίες είναι α) η καταστατική της πρόβλεψη, δηλαδή πρέπει να υπάρχει καταστατική πρόβλεψη πριν από την ανάληψη των μετοχών, που μπορούν να εξαγοραστούν. Αν δεν υπάρχει μπορεί να προστεθεί μετά από τροποποίηση του, β) πλήρης εξόφληση των μετοχών, οι μετοχές πρέπει να είναι αποπληρωμένες, προκειμένου να μπορούν να εξαγοραστούν, έτσι διαφυλάσσεται και η περιουσιακή βάση της εταιρίας <sup>92</sup>, γ) ως όριο στη δυνατότητα εξαγοράς τίθεται η ύπαρξη ποσών που μπορούν να διανεμηθούν σύμφωνα με τα αρθρ.159 και 160, έτσι ναι μεν οι εξαγοράσιμες μετοχές οδηγούν σε επιστροφή εταιρικής περιουσίας σε μετόχους, αλλά πάντως προς διασφάλιση των δανειστών, προβλέπεται ότι τα καταβαλλόμενα ποσά προέρχονται από ποσα που μπορούν να διανεμηθούν, σε αυτή την περίπτωση προβλέπονται και δυο εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης της εξαγοράς. Πρώτον, μπορεί να χρησιμοποιείται το προϊόν νέας έκδοσης μετοχών, που πραγματοποιήθηκε με σκοπό την εξαγορά αυτή με συνέπεια οι

---

92 Μικρουλέα, εις ΔικΑΕ, αρθρ. 17Β αρ.74, Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.547



εξαγοράσιμες μετοχές μετά την εξαγορά να έχουν την μεταχείριση ιδίων μετοχών και δεύτερος τρόπος χρηματοδότησης είναι η αξιοποίηση του ποσού που απελευθερώνεται από τη μείωση κεφαλαίου, δηλαδή αντί τα ποσά να επιστραφούν στους μετόχους χρησιμοποιούνται για την εξαγορά των μετοχών. Η περίπτωση δ ορίζει ως προϋπόθεση εξαγοράς τη δημιουργία αποθεματικού ίσου με την ονομαστική αξία των μετοχών, με αυτό τον τρόπο το μετοχικό κεφάλαιο δε μετβάλλεται, αφού οι μετοχές παραμένουν στην εταιρία ως ίδιες μετοχές. Ο ταυτόχρονος σχηματισμός αποθεματικού διατηρεί τη σημασία του αφού έτσι τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας παραμένουν σταθερά, ε) όταν λόγω της εξαγοράς προβλέπεται η καταβολή πρόσθετου ποσού στους μετόχους π.χ. Μπορεί να έχει συμφωνηθεί ως τιμή εξαγοράς η ονομαστική αξία μαζί με ένα πρόσθετο ποσό, κατά τα προβλεπόμενα στο καταστατικό. Τέλος, ε) η εξαγορά υποβάλλεται σε δημοσιότητα.

Τη δήλωση εξαγοράς μπορεί να την υποβάλει είτε η εταιρία είτε ο μέτοχος αναλόγως των προβλεπόμενων στο καταστατικό . Στην πρώτη περίπτωση γίνεται δεκτό ότι όταν το καταστατικό δεν ορίζει με ακρίβεια το χρονικό σημείο της εξαγοράς και καταλείπεται διακριτική ευχέρεια στην εταιρία, την αρμοδιότητα για την απόφαση έχει η ΓΣ ενώ την υλοποίηση και την υποβολή της δήλωσης αναλαμβάνει το ΔΣ<sup>93</sup>. Στην περίπτωση που έχει οριστεί ότι η δήλωση εξαγοράς υποβάλει ο μέτοχος, η δήλωση είναι απευθυντέα δικαιοπραξία, η οποία επιφέρει υποχρεωτικά αποτελέσματα για την εταιρία, εφόσον υπάρχουν διανεμητέα ποσά . Σε αντίθετη περίπτωση δεν είναι υποχρεωτική η εξαγορά, ούτε η εταιρία είναι υποχρεωμένη να αυξήσει ή να μειώσει το κεφάλαιο της προκειμένου να μπορέσει να ικανοποιήσει τους μετόχους.

---

93 Τουντόπουλος, Εξαγοράσιμες μετοχές, σελ.176,178, Συνοδινού, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα αρθρ.17β αρ.19 επ.

### **γ) Οικονομική λειτουργία**

Οι εξαγοράσιμες μετοχές εξυπηρετούν διάφορες οικονομικές λειτουργίες όπως είναι η δυνατότητα ανά πάσα στιγμή του μετόχου, με αποτέλεσμα να καθίστανται αυτές ελκυστικές για τους δυνητικούς επενδυτές<sup>94</sup>. Έτσι, και παρά τον κανόνα απαγόρευσης επιστροφής εισφορών, οι μέτοχοι με τέτοιες μετοχές μπορούν ανά πάσα στιγμή να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους, αρκεί φυσικά να συντρέχουν οι σχετικές προϋποθέσεις των άρθρων 159 και 160. Πρόκειται για μια χρήσιμη δυνατότητα, κατά κύριο λόγο όταν η εταιρεία είναι μη εισηγμένη, οπότε είναι πιο δύσκολη η μεταβίβαση των μετοχών<sup>95</sup>. Πρόκειται για ένα προνόμιο υπέρ του μετόχου, πρόσθετο δηλαδή δικαίωμα περιουσιακής φύσης. Ταυτόχρονα, οι επενδυτές ενδέχεται να αποκομίσουν και κέρδη, αν εξαγοραστούν οι μετοχές τους σε υψηλότερη τιμή σε σχέση με την τιμή κτήσης<sup>96</sup>. Η εταιρεία μπορεί να επιζητεί κεφάλαια, έχοντας παράλληλα τη δυνατότητα να αποβάλει τους νέους μετόχους στο μέλλον( διά εξαγοράς των μετοχών), ώστε να επανέλθουν οι πρότερες ισορροπίες στην εταιρεία αλλά ακόμη μπορεί να επιλέξει ένα χρονικό σημείο εξαγοράς συμφέρον γι' αυτήν, π.χ. Όταν η χρηματιστηριακή τιμή είναι χαμηλή, εφόσον η τιμή εξαγοράς έχει συνδεθεί με τη χρηματιστηριακή τιμή<sup>97</sup>

### **δ) Υβριδικός χαρακτήρας**

Ο υβριδικός χαρακτήρας των εξαγοράσιμων μετοχών έγκειται στο γεγονός ότι με την εξαγορά των μετοχών επιστρέφεται το κεφάλαιο που είχαν εισφέρει οι

---

94 Μικρουλέα, εις ΔικΑΕ, αρθρ. 17B αρ.5

95 Συνοδινού, εις Αντωνόπουλο/Μούζουλα αρθρ.17β αρ.3, Σωτηρόπουλος, Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, εκδ.2020, σελ.543

96 Ν. Ρόκας, Εταιρείες, σελ.412

97 Τουντόπουλος, Εξαγοράσιμες μετοχές, σελ.14 επ

μέτοχοι στην εταιρεία. Η επιστροφή κεφαλαίου όπως και η βραχύχρονη περιουσιακή διάθεση- εξ αντιδιαστολής με την μακρόχρονη περιουσιακή διάθεση η οποία αποτελεί χαρακτηριστικό ιδίων κεφαλαίων- αποτελούν χαρακτηριστικά χρέους, ήτοι ιδίως δανειακών συμβάσεων. Επίσης η δυνατότητα πρόβλεψης τόκου επί του ποσού που δικαιούται να λάβει ο μέτοχος συντείνει στην υβριδική φύση της εν λόγω κατηγορίας μετοχών .

## **5.ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ**

### **5.1.Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ)**

Η διαφάνεια , η ασφαλής πληροφόρηση και η αληθής αποτύπωση της οικονομικής κατάστασης των εταιρειών κατέστησαν αναγκαία, ιδίως μετά και τα σκάνδαλα απατηλών οικονομικών καταστάσεων μεγάλων επιχειρήσεων που είχαν ως συνέπεια την κατάρρευση τους και την εξαπάτηση των επενδυτών, τη θέσπιση τυποποιημένων λογιστικών κανόνων, οι οποίοι να ισχύουν διεθνώς,δημιουργώντας έτσι μια κοινή γλώσσα για την παγκόσμια χρηματοοικονομική αναφορά.

Το αίτημα της τήρησης ενιαίας λογιστικής είναι εύλογο λόγω της διεθνοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών. Η εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων (ΔΛΠ), όπως αυτά υιοθετήθηκαν από την Ευρωπαϊκή Ένωση (International Accounting Standards/ International Financial Reporting Standards, IAS/IFRS), είναι υποχρεωτική για τα κράτη μέλη (Κανονισμός 1606/2002, Κανονισμός 1725/2003)

Από το 2005, οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες της ΕΕ υποχρεούνται να καταρτίζουν τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις τους σύμφωνα με τα εν λόγω πρότυπα. Η ενσωμάτωση των διεθνών λογιστικών προτύπων στο δίκαιο της ΕΕ διέπεται από έναν μηχανισμό έγκρισης όπως επισημαίνεται στον κανονισμό ΔΛΠ.

Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα αποτελούν σημαντικό μέρος του κανονισμού για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και του εποπτικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλληλεπιδρούν δε με διάφορες άλλες κανονιστικές πράξεις της, στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, μεταξύ άλλων για θέματα εποπτικής ρύθμισης.

Ως εκ τούτου, η εφαρμογή λογιστικών προτύπων κατέχει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη μιας ενιαίας κεφαλαιαγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ιδίως στο πλαίσιο του έργου οικοδόμησης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Περαιτέρω, η εφαρμογή των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής αναφοράς (ΔΠΧΑ) στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχει συμβάλει στην ενίσχυση της ενιαίας αγοράς και της ανταγωνιστικότητας της ευρωπαϊκής οικονομίας αφού δίνει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να προσελκύουν κεφάλαια και επενδύσεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Συνεπώς, τα τελευταία δέκα χρόνια, οι επιπτώσεις της εφαρμογής των ΔΠΧΑ στην Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν εν γένει θετικές.

### **5.2.Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα**

Με την ψήφιση και θέση σε ισχύ του ν. 4308/2014 «Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, συναφείς ρυθμίσεις και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 251), ορίζονται οι βασικοί κανόνες σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων, κατά τα Νέα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα. Οι περισσότεροι κανόνες που διέπουν εφεξής το εννοιολογικό πλαίσιο των «νέων ΕΛΠ», αλλά και η γενικότερη νοοτροπία που διέπει αυτούς τους κανόνες, εναρμονίζεται με τη λογική του εννοιολογικού πλαισίου των ΔΠΧΑ.<sup>98</sup>

Επίσης, μετά την καθιέρωση των ΔΛΠ/ΔΠΧΑ προβλέπεται μεγαλύτερη χρήση μεθοδολογικών εργαλείων από τη φαρέτρα της διεθνούς βιβλιογραφίας της χρηματοοικονομικής επιστήμης.

Οι κατηγορίες οντοτήτων προβλεπεί ο ως άνω νόμος, έχουν υποχρέωση σύνταξης των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων βάσει των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, όπως αυτά έχουν υιοθετηθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση, δυνάμει του Κανονισμού 1606/2002 (Δ.Π.Χ.Α. υποχρεωτική εφαρμογή Δ.Π.Χ.Α.), για τις ατομικές και ενοποιημένες

---

<sup>98</sup> Χαραμής Ε., Οικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής τυποποίησης. Ένα πρότυπο μοντέλο προσαρμοσμένο στις απαιτήσεις μιας σύγχρονης διεθνούς χρηματοπιστωτικής αγοράς, σελ.96

χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

### **5.3.ΔΛΠ 32 Χρηματοοικονομικά μέσα: γνωστοποίηση και παρουσίαση**

Το ότι η διάκριση πάντως κεφαλαίου και χρέους δεν είναι αυστηρώς φορμαλιστική, ευρίσκει ερείσματα και στο θετικό δίκαιο, ως ενδεικτικά στον Κανονισμό 1126/2008 (ΕΚ) της Επιτροπής της 3ης Νοεμβρίου 2008 για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όπου στο πλαίσιο του υιοθετούμενου Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 32, στο μεν σημ. 2 αναφέρεται ότι «Σκοπός του παρόντος Προτύπου είναι να καθιερώσει αρχές για την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών μέσων ως υποχρεώσεις ή ίδια κεφάλαια...».

Το παρόν λογιστικό πρότυπο έχει ως σκοπό να ταξινομήσει τα χρηματοοικονομικά μέσα ως υποχρεώσεις ή ίδια κεφάλαια. Η λογιστική καταχώρηση ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου σε μια εκ των παραπάνω κατηγοριών, επηρεάζει τους αριθμοδείκτες της επιχείρησης και τη γενικότερη εικόνα της και καθίσταται ιδιαίτερως σημαντική για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας από το πιστωτικό ίδρυμα σε περίπτωση αναζήτησης τραπεζικής χρηματοδότησης καθώς και για την χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της.<sup>99</sup>

Σύμφωνα με την παρ. 11 Χρηματοοικονομικό Μέσο είναι κάθε σύμβαση που δημιουργεί ταυτόχρονα ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο για μία οντότητα και μια χρηματοοικονομική υποχρέωση ή συμμετοχικό τίτλο για μία άλλη οντότητα.

Χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο είναι κάθε στοιχείο που αφορά ταμιακά διαθέσιμα, συμμετοχικό τίτλο άλλης οντότητας, συμβατικό δικαίωμα

---

<sup>99</sup> Τουντόπουλος, Τάσεις και προοπτικές του δικαίου της α.ε., 18ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009,σελ.4

για παραλαβή μετρητών ή άλλου περιουσιακού στοιχείου από άλλη οικονομική οντότητα, συμβατικό δικαίωμα για την ανταλλαγή χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου με μια άλλη οικονομική οντότητα.

Χρηματοοικονομική υποχρέωση είναι η υποχρέωση που αφορά συμβατική δέσμευση της οικονομικής οντότητας είτε για παράδοση μετρητών είτε για την ανταλλαγή χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου ή χρηματοοικονομικής υποχρέωσης με μια άλλη οικονομική οντότητα υπό όρους δυνητικά δυσμενείς γι' αυτή.

Σύμφωνα με την υπ' αριθμ. 7 Οδηγία Εφαρμογής Ένα συμβατικό δικαίωμα ή μία συμβατική υποχρέωση για τη λήψη, παράδοση ή ανταλλαγή χρηματοοικονομικών μέσων είναι καθαυτό χρηματοοικονομικό μέσο.

Για παράδειγμα, μια οντότητα μπορεί να εκδώσει ένα χρηματοοικονομικό μέσο που την υποχρεώνει σε ετήσιες πληρωμές στο διηνεκές, ίσες προς ένα δηλωμένο επιτόκιο, ο εκδότης αναλαμβάνει μία συμβατική υποχρέωση να προβεί σε σειρά μελλοντικών πληρωμών τόκων. Ο κάτοχος και ο εκδότης του μέσου έχουν αντίστοιχα ένα χρηματοοικονομικό στοιχείο και μία χρηματοοικονομική υποχρέωση.

Συμμετοχικός τίτλος σύμφωνα με την παρ.11 είναι κάθε σύμβαση που αποδεικνύει ένα δικαίωμα στο υπόλοιπο που απομένει εάν από τα περιουσιακά στοιχεία μιας οικονομικής οντότητας αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις της. Προκύπτει από αυτή τη διατύπωση ότι ο συμμετοχικός τίτλος ουσιαστικά είναι τα ίδια κεφάλαια ή καθαρή θέση η διαφορά του συνολικού ενεργητικού, περιουσιακά δηλαδή στοιχεία που η οντότητα έχει στην κατοχή της, όπως είναι οι κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές (ΔΛΠ 32:OE25), και

των συνολικών υποχρεώσεων (π.χ. δάνεια που πρέπει να αποπληρώσει).

Για να χαρακτηριστεί ένα χρηματοοικονομικό μέσο ως συμμετοχικός τίτλος πρέπει να πληρούνται σωρευτικά οι κάτωθι όροι:

(α) Το μέσο δεν συμπεριλαμβάνει καμία συμβατική υποχρέωση:

(i) για παράδοση μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου σε μια άλλη οντότητα ή(ii) για την ανταλλαγή χρηματοοικονομικών στοιχείων ή υποχρεώσεων με μία άλλη οντότητα υπό όρους δυνητικά δυσμενείς για τον εκδότη.

(β) Αν το μέσο δύναται να ή θα διακανονιστεί με τους ίδιους συμμετοχικούς τίτλους του εκδότη, είναι:(i) μη παράγωγο το οποίο δεν περιλαμβάνει καμία υποχρέωση η οντότητα να παραδώσει μεταβλητή ποσότητα των ίδιων συμμετοχικών τίτλων της ή (ii) παράγωγο που μπορεί να διακανονιστεί μόνον από τον εκδότη με την ανταλλαγή συγκεκριμένου ποσού μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου με συγκεκριμένη ποσότητα των ίδιων συμμετοχικών τίτλων της οντότητας. Για τον σκοπό αυτό στους ίδιους συμμετοχικούς τίτλους του εκδότη δεν συμπεριλαμβάνονται μέσα τα οποία είναι τα ίδια συμβόλαια για τη μελλοντική παραλαβή ή παράδοση των ίδιων συμμετοχικών τίτλων του εκδότη.<sup>100</sup>

Συνεπώς, υποχρέωση ή άλλως αλλότρια κεφάλαια υφίστανται όταν μια επιχείρηση έχει υποχρέωση προς καταβολή ενώ συμμετοχικός τίτλος ή ίδια κεφάλαια όταν δεν υποχρεούται η οικονομική οντότητα να επιστρέψει το εισφερόμενο κεφάλαιο.

#### **5.4. Υβριδικά μέσα χρηματοδότησης στο πλαίσιο του ΔΛΠ 32:**

---

100 ΔΛΠ 32



Στην παρ. 15 σημειώνεται ότι «Ο εκδότης ενός χρηματοοικονομικού μέσου κατατάσσει το μέσο ή τα επιμέρους στοιχεία του, κατά την αρχική αναγνώριση, ως χρηματοοικονομική υποχρέωση, ως χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή ως συμμετοχικό τίτλο, σύμφωνα με την ουσία της σχετικής συμβάσεως και τους ορισμούς της χρηματοοικονομικής υποχρέωσης, του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου και του συμμετοχικού τίτλου», η καταχώρηση γίνεται δηλαδή, βάσει της ουσίας και όχι της μορφής ή του τυπικού χαρακτηρισμού του οικείου μέσου ως ιδίου ή αλλότριου κεφαλαίου. Τα ανωτέρω αποκτούν ιδιαίτερη αξία στις περιπτώσεις μορφών χρηματοδότησης, που δεν είναι ευχερές να καταταγούν στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων ή της κοινής χρηματοδότησης.

Τα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης, που ανεξάρτητα από το αν ενσωματώνονται ή όχι σε φυσικούς ή άυλους τίτλους (π.χ. προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου, μετατρέψιμες ομολογίες κ.ο.κ.), συγκεντρώνουν, πάντως, χαρακτηριστικά αμφοτέρων των κατηγοριών καθιστώντας δυσχερή την τελική τους κατάταξη στα ίδια ή τα αλλότρια κεφάλαια της ανώνυμης εταιρίας.

Σύμφωνα δε και με την παρ. 18 του ΔΛΠ 32: Η κατάταξή ενός χρηματοοικονομικού μέσου στον ισολογισμό της οντότητας διέπεται από την ουσία του μέσου και όχι τη νομική μορφή του. Η ουσία και η νομική μορφή συνήθως συμπίπτουν, αλλά αυτό δεν ισχύει πάντα. Μερικά χρηματοοικονομικά μέσα λαμβάνουν τη νομική μορφή συμμετοχικού τίτλου, αλλά είναι στην ουσία υποχρεώσεις ενώ άλλα μέσα μπορεί να συνδυάζουν χαρακτηριστικά συμμετοχικών τίτλων και χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων.

Ο παραπάνω ορισμός βρίσκει αντίκρουσμα στις περιπτώσεις αρκετών εκ των υβριδικών μορφωμάτων που αναπτύχθηκαν στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης όπως είναι οι μετατρέψιμες ομολογίες, οι ομολογίες με δικαίωμα προαίρεσης

απόκτησης μετοχών, οι αιώνιες ομολογίες, οι προνομιούχες μετοχές και οι εξαγοράσιμες μετοχές.

α) Μετατρέψιμες ομολογίες και ομολογίες με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών

Ο εκδότης ενός μη παράγωγου χρηματοοικονομικού μέσου θα αξιολογήσει τους όρους του χρηματοοικονομικού μέσου ώστε να προσδιορίσει αν περιέχει στοιχείο υποχρέωσης καθώς και στοιχείο των ιδίων κεφαλαίων. Τέτοια στοιχεία θα κατατάσσονται ξεχωριστά ως χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, χρηματοοικονομικά στοιχεία ή συμμετοχικοί τίτλοι<sup>101</sup>

Η οντότητα αναγνωρίζει διακεκριμένα τα μέρη που συγκροτούν ένα χρηματοοικονομικό μέσο, το οποίο α) δημιουργεί χρηματοοικονομική υποχρέωση της οντότητας και β) παρέχει ένα δικαίωμα προαίρεσης στον κάτοχο του μέσου να το μετατρέψει σε συμμετοχικό τίτλο της οντότητας.<sup>102</sup>

Για παράδειγμα ένα ομόλογο ή συναφές μέσο, μετατρέψιμο από τον κάτοχο σε συγκεκριμένο αριθμό κοινών μετοχών της οντότητας, αποτελεί ένα σύνθετο χρηματοοικονομικό μέσο. Απαιτεί δε από τον εκδότη τέτοιου χρηματοοικονομικού μέσου να παρουσιάζει το στοιχείο της υποχρέωσης και το στοιχείο της συμμετοχής στα κεφάλαιά του διακεκριμένα στον ισολογισμό (split accounting).

Η υποχρέωση του εκδότη να διενεργεί προκαθορισμένες πληρωμές τόκου και κεφαλαίου συνιστά μια χρηματοοικονομική υποχρέωση, που υπάρχει όσο το χρηματοοικονομικό μέσο δεν μετατρέπεται, ο συμμετοχικός τίτλος είναι ένα ενσωματωμένο δικαίωμα μετατροπής της υποχρέωσης σε ίδια κεφάλαια του εκδότη. Έτσι ήδη από το χρόνο της έκδοσης, το στοιχείο της οφειλής της

---

101 ΔΛΠ 32 π.28

102 ΔΛΠ 32 π.29

μετατρέψιμης ομολογίας θα πρέπει να αναγράφεται στις υποχρεώσεις ενώ το μετοχικό στοιχείο θα πρέπει να αναγράφεται στα ίδια κεφάλαια.<sup>103</sup>

Αναφορικά με τις ομολογίες με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών οι οποίες αποτελούνται από δύο συνθετικά μέρη: μία χρηματοοικονομική υποχρέωση (μία συμβατική υποχρέωση να παραδώσει η εκδότρια μετρητά , ήτοι τόκους) και ένα συμμετοχικό τίτλο (ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς που παρέχει στον κάτοχο τη δυνατότητα, για μια καθορισμένη χρονική περίοδο, να μετατρέψει τον τίτλο σε κοινές μετοχές της οντότητας). Κατά συνέπεια και εδώ η οντότητα παρουσιάζει το στοιχείο της υποχρέωσης και το στοιχείο των ιδίων κεφαλαίων διακεκριμένα στον ισολογισμό της.

#### *β) αιώνιες ομολογίες*

Οι αιώνιες ομολογίες λογιστικά θεωρούνται ίδια κεφάλαια και κατατάσσονται ως τέτοια, λόγω της έλλειψης συμβατικής δέσμευσης προς παράδοση μετρητών, χαρακτηριστικό του συμμετοχικού τίτλου κατά την παρ. 16 ΔΛΠ 32.

#### *γ) προνομιούχες μετοχές*

Οι προνομιούχες μετοχές μπορεί να εκδίδονται με διάφορα δικαιώματα. Κατά τον προσδιορισμό αν μία προνομιούχος μετοχή είναι χρηματοοικονομική υποχρέωση ή συμμετοχικός τίτλος, ο εκδότης εκτιμά τα ειδικά δικαιώματα που ακολουθούν τη μετοχή για να προσδιορίζει, αν αυτή παρουσιάζει τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά μιας χρηματοοικονομικής υποχρέωσης. Για παράδειγμα, μια προνομιούχος μετοχή που προβλέπει εξόφληση σε συγκεκριμένη ημερομηνία ή σύμφωνα με το δικαίωμα προαίρεσης του κατόχου, περιέχει μία χρηματοοικονομική υποχρέωση, επειδή ο εκδότης έχει την υποχρέωση να μεταβιβάσει χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία στον κάτοχο της μετοχής.

---

<sup>103</sup> Κουλουριάνος, Η έκδοση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο , 2012, σελ.88

Όταν οι προνομιούχες μετοχές δεν είναι εξοφλήσιμες, η κατάλληλη κατάταξή τους προσδιορίζεται από τα άλλα δικαιώματα, που μπορεί να ακολουθούν τις μετοχές, η κατάταξη ως υποχρέωση ή ως ίδια κεφάλαια βασίζεται στην αξιολόγηση της ουσίας του προνομίου που ακολουθεί τη μετοχή. Όταν οι διανομές στους κατόχους των προνομιούχων μετοχών, σωρευτικές ή μη σωρευτικές, εναπόκεινται στη διακριτική ευχέρεια του εκδότη, οι μετοχές αποτελούν συμμετοχικούς τίτλους.<sup>104</sup>

#### *δ) εξαγοράσιμες μετοχές*

Το χρηματοοικονομικό μέσο που δίδει στον κάτοχο το δικαίωμα να το πωλήσει στον εκδότη έναντι μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού στοιχείου (ένα διαθέσιμο από τον κάτοχο ή «puttable» μέσο για το οποίο ο κάτοχος έχει το δικαίωμα να απαιτήσει από τον εκδότη να εξαγοράσει το χρηματοοικονομικό αυτό στοιχείο πριν τη λήξη του) είναι χρηματοοικονομική υποχρέωση.<sup>105</sup>

---

104 ΔΛΠ 32: ΟΕ26

105 ΔΛΠ 32: Π.18

## **6.ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΘΕΩΡΗΣΗ**

Ιδιαίτερα σημαντική είναι και η θεώρηση των μορφών υβριδικής χρηματοδότησης και από πλευράς φορολογικού δικαίου. Η κατηγοροποίηση δε αυτών είτε στο κεφάλαιο είτε στο χρέος επιφέρει τις αντίστοιχες συνέπειες.

Από σκοπιάς εθνικής νομοθεσίας σύμφωνα με το άρθρο 99 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος (ν. 2238/1994). Αντικείμενο του φόρου είναι το συνολικό καθαρό εισόδημα ή κέρδος που προκύπτει στην ημεδαπή ή αλλοδαπή. Τα διανεμόμενα κέρδη λαμβάνονται από το υπόλοιπο των κερδών, που απομένει μετά την αφαίρεση του αναλογούντος φόρου εισοδήματος. Οι τόκοι αντίθετα, από τραπεζικά δάνεια, διατραπεζικά δάνεια, καθώς και τα ομολογιακά δάνεια που εκδίδουν οι ανώνυμες εταιρείες, εκπίπτουν στο σύνολό τους σύμφωνα με ΠΟΛ 1113/2015.

Επομένως καθίσταται προφανής η πλεονεκτική θέση μιας ημεδαπής ανώνυμης εταιρείας που επιλέγει τη χρηματοδότηση της με αλλότρια κεφάλαια καθώς απολαμβάνει φορολογικό πλεονέκτημα έναντι άλλης εταιρείας που επιλέγει τη χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων.

Ακόλουθο των ανωτέρω, υβριδικά μορφώματα, όπως οι κατηγορίες ομολογιών που ανωτέρω αναπτύχθηκαν, και για τις οποίες η εκδότρια εταιρεία αποδίδει τόκους, αυτοί εκπίπτουν ως δαπάνη από το φορολογητέο εισόδημα της.

Η κατάταξη των υβριδικών μέσων ως ίδια κεφάλαια ή ως χρέος από αλλοδαπές έννομες τάξεις συνεπάγεται πολλές φορές και διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση αυτών, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ασυμφωνίες (hybrid mismatch) στη μεταχείριση τους.

Ζήτημα ανακύπτει όταν οι ασυμφωνίες αυτές γίνονται αντικείμενο εκμετάλλευσης από οικονομικές οντότητες που ανήκουν σε διαφορετικές φορολογικές δικαιοδοσίες με σκοπό την επίτευξη διπλής μη φορολόγησης, έχοντας ως συνέπεια τη σημαντική διάβρωση των φορολογικών βάσεων των

φορολογούμενων εταιρειών στην ΕΕ.

Για τον λόγο αυτό, θεσπίστηκαν κανόνες κατά αυτής της μορφής διάβρωσης της φορολογικής βάσης. Οι κανόνες σχετικά με την ασυμφωνία στη μεταχείριση υβριδικών μέσων που περιλαμβάνονται στην οδηγία του Συμβουλίου με αριθμ. 1164/2016 για τη θέσπιση κανόνων κατά πρακτικών φοροαποφυγής που έχουν άμεση επίπτωση στη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, αφορούν τις πλέον διαδεδομένες μορφές ασυμφωνιών στη μεταχείριση υβριδικών μέσων, αλλά μόνο στο εσωτερικό της ΕΕ. Το άρθρο 9 της οδηγίας κατά της φοροαποφυγής αφορούσε ειδικά τις ασυμφωνίες στη μεταχείριση υβριδικών μέσων που οφείλονται στις διαφορές ως προς τον νομικό χαρακτηρισμό μιας οντότητας ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου μεταξύ φορολογούμενου σε ένα κράτος μέλος και συνδεδεμένης επιχείρησης σε άλλο κράτος μέλος ή σε δομημένη ρύθμιση μεταξύ μερών σε κράτη μέλη.

Ωστόσο, οι φορολογούμενοι στην ΕΕ που συμμετέχουν σε διασυνοριακές δομές στις οποίες εμπλέκονται τρίτες χώρες επωφελούνται επίσης από τις ασυμφωνίες στη μεταχείριση υβριδικών μέσων προκειμένου να μειώσουν τη συνολική τους φορολογική οφειλή στην ΕΕ. Ως εκ τούτου υπήρχε ανάγκη να θεσπιστούν κανόνες για την εξουδετέρωση των ασυμφωνιών στη μεταχείριση υβριδικών μέσων με όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένο τρόπο, που συνέβη με την οδηγία 952/2017.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι βασικός στόχος της παρούσας οδηγίας είναι να βελτιωθεί η ανθεκτικότητα της εσωτερικής αγοράς έναντι των κινδύνων φοροαποφυγής που οφείλονται σε μεθοδεύσεις ασυμφωνιών στη μεταχείριση υβριδικών μέσων, είναι σαφές ότι ο στόχος αυτός δεν μπορεί να επιτευχθεί επαρκώς από τα κράτη μέλη όταν ενεργούν μεμονωμένα, χωρίς συντονισμό. Ασυμφωνία στη φορολόγηση προκύπτει από την αλληλεπίδραση μεταξύ τουλάχιστον δύο φορολογικών συστημάτων, γεγονός που σημαίνει ότι στην εν

λόγω ασυμφωνία ενυπάρχει εγγενής διασυννοριακή διάσταση. Δεδομένου ότι τα εθνικά συστήματα φορολογίας των εταιρειών διαφέρουν μεταξύ τους, η ανεξάρτητη ανάληψη δράσης από τα κράτη μέλη απλώς θα αναπαραγάγει τον υφιστάμενο κατακερματισμό της εσωτερικής αγοράς στον τομέα της άμεσης φορολογίας και θα επιτρέψει να συνεχιστούν οι ασυμφωνίες. Επιπροσθέτως, λόγω του γεγονότος ότι οι ασυμφωνίες στη μεταχείριση υβριδικών μέσων στρεβλώνουν τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, η εφαρμογή κοινών αρχών για την επίλυση του προβλήματος αυτού θα μπορούσε να ενισχύσει τη συνοχή της εσωτερικής αγοράς.

Οι συστάσεις που περιλαμβάνονται στην έκθεση του ΟΟΣΑ σχετικά με την εξουδετέρωση των επιπτώσεων των ρυθμίσεων για τις ασυμφωνίες στη μεταχείριση υβριδικών μέσων λαμβάνουν τη μορφή κανόνων οι οποίοι εξουδετερώνουν τις επιπτώσεις των ασυμφωνιών στη μεταχείριση υβριδικών μέσων διασφαλίζοντας τη φορολόγηση μιας πληρωμής τουλάχιστον μία φορά. Οι κανόνες για τις ασυμφωνίες στη μεταχείριση υβριδικών μέσων που περιλαμβάνονται στην οδηγία κατά της φοροαποφυγής βασίζονται στην προσέγγιση του ΟΟΣΑ υπό την έννοια ότι εξουδετερώνουν την επίπτωση μιας ασυμφωνίας στη μεταχείριση υβριδικών μέσων. Ο στόχος είναι να καλύπτονται όλες οι ρυθμίσεις για τις ασυμφωνίες στη μεταχείριση υβριδικών μέσων σε περίπτωση που τουλάχιστον ένα από τα εμπλεκόμενα μέρη είναι φορολογούμενη εταιρεία σε κράτος μέλος.<sup>106</sup>

Σύμφωνα με την οδηγία κατά της φοροαποφυγής, σε περίπτωση ασυμφωνίας στη μεταχείριση υβριδικής οντότητας μεταξύ δύο κρατών μελών που οδηγεί σε διπλή έκπτωση, έκπτωση θα πρέπει να χορηγείται μόνο στο κράτος μέλος όπου έχει την πηγή της η πληρωμή αυτή.

---

<sup>106</sup> [https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/farming/international-cooperation/international-organisations/oecd\\_el](https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/farming/international-cooperation/international-organisations/oecd_el)

Η αντιμετώπιση ενός υβριδικού χρηματοοικονομικού μέσου ως χρέους από τη σκοπία της εκδότριας εταιρείας έχει ως αποτέλεσμα οι τόκοι που καταβάλλει να εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα της ενώ αντίστοιχα από τη σκοπιά του επενδυτή οι τόκοι που λαμβάνει να υπάγονται σε φόρο εισοδήματος , βάσει του φορολογικού συστήματος όλων των χωρών.

Από την άλλη η αντιμετώπιση του υβριδικού μέσου ως κεφαλαίου από την εκδότρια εταιρεία έχει ως αποτέλεσμα να μην απολαμβάνει καμία έκπτωση από το φορολογητέο της εισόδημα ενώ από πλευράς του επενδυτή είναι πιθανό να θεωρηθεί μέρισμα, το οποίο δύναται να μην υπαχθεί σε φόρο εισοδήματος βάσει του φορολογικού συστήματος της κατοικίας/έδρας του.

Για παράδειγμα, η εταιρεία Β (οικονομική οντότητα που εδρεύει στη Χώρα Β) εκδίδει ένα υβριδικό χρηματοοικονομικό μέσο το οποίο το αγοράζει η εταιρεία Α (οικονομική οντότητα που εδρεύει στη Χώρα Α). Το υβριδικό μέσο αντιμετωπίζεται ως χρέος βάσει της νομοθεσίας της χώρας Β η οποία χορηγεί έκπτωση για πληρωμές τόκων που πραγματοποιούνται για το συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό μέσο, ενώ ο νόμος της χώρας Α, το αντιμετωπίζει ως κεφάλαιο και δεν φορολογεί τις πληρωμές που λαμβάνει η εταιρεία Α , θεωρώντας αυτές ως μερίσματα.

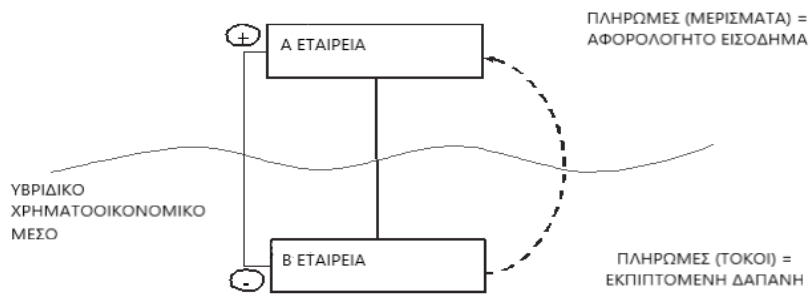
Βάσει των ανωτέρω, και οι δυο εταιρείες εκδότρια και αγοράστρια του υβριδικού μέσου δε θα υποβληθούν στην καταβολή φόρου με αποτέλεσμα να οδηγούμαστε στο φαινόμενο της διπλής μη φορολόγησης.<sup>107</sup>

Κατωτέρω παρατίθεται σχηματικά το εν λόγω φαινόμενο:

---

107 [http://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/HYBRIDS\\_ENG\\_Final\\_October2012.pdf](http://www.oecd.org/ctp/exchange-of-tax-information/HYBRIDS_ENG_Final_October2012.pdf)





Υπάρχει βέβαια και η περίπτωση η εταιρεία Β (οικονομική οντότητα που εδρεύει στη Χώρα Β) εκδίδει ένα υβριδικό χρηματοοικονομικό μέσο το οποίο το αγοράζει η εταιρεία Α (οικονομική οντότητα που εδρεύει στη Χώρα Α). Το υβριδικό μέσο αντιμετωπίζεται ως κεφάλαιο βάσει της νομοθεσίας της χώρας Β , ενώ η νομοθεσία της χώρας Α, το αντιμετωπίζει ως χρέος. Επομένως η πληρωμή της εταιρείας Β στην εταιρεία Α, θα θεωρηθεί ως μέρισμα για την Β ενώ για την Α ως τόκοι και θα φορολογηθούν για τα ποσά αυτά και οι δύο, οδηγώντας σε αντίθετο φαινόμενο αυτό της διπλής φορολόγησης.

## 7.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η χρηματοδότηση με υβριδικά μορφώματα αποτελεί χρηματοδότηση, για την κατανόηση της οποίας, λόγω του σύνθετου χαρακτήρα της, πρέπει να γίνει προσέγγιση των εννοιών του κεφαλαίου και του χρέους. Τα όρια των εννοιών αυτών είναι ρευστά διότι άπτονται τόσο της νομικής όσο και της οικονομικής επιστήμης. Η διάκριση τους βάσει της προέλευσης της χρηματοδότησης δεν φαίνεται να ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα σε αντίθεση με την διάκριση αυτών βάσει λειτουργικών κριτηρίων, τα οποία συνεκτιμώνται ώστε να επιτευχθεί η οριοθέτηση των δυο αυτών πολύσημων εννοιών.

Στην πράξη διαπιστώνεται ότι υφίσταται πληθώρα μορφωμάτων που συνδυάζουν στοιχεία τόσο του κεφαλαίου όσο και του χρέους. Πρόκειται για τα λεγόμενα υβριδικά μορφώματα χρηματοδότησης. Οι εν λόγω μορφές χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται από επιχειρήσεις, που αναζητούν κυρίως κεφάλαιο για ταχεία ανάπτυξη. Παρουσιάζουν δε αρκετά πλεονεκτήματα σε σχέση με τον κοινό δανεισμό, τα κυριότερα των οποίων είναι η διατήρηση του status quo της επιχείρησης, η ευελιξία στη διαμόρφωση των όρων και η αύξηση πιστοληπτικής ικανότητας μέσω της αναδιάρθρωσης του ισολογισμού της.

Στην ελληνική έννομη τάξη, συναντώνται μορφώματα υβριδικής χρηματοδότησης είτε υπό την μορφή αφανούς εταιρείας, είτε συμβάσεων δανείων εταιρικών ή μη είτε ομολογιών και μετοχών κατά το δίκαιο της α.ε. Τα μορφώματα μπορεί να έχουν τα νομικά χαρακτηριστικά της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια και οικονομικά χαρακτηριστικά της χρηματοδότησης με αλλότρια κεφάλαια και αντίστροφα. Διατηρούν δηλαδή τη νομική τους μορφή, ήτοι κατατάσσονται τυπικώς σε μια από τις δυο κατηγορίες (κεφάλαιο- χρέος), ωστόσο από οικονομικής σκοπιάς καθένα από αυτά μπορεί να συγκεντρώνει χαρακτηριστικά τόσο του κεφαλαίου όσο και του χρέους.

Η υβριδική φύση των παραπάνω, επιρρωνύεται και από την λογιστική απεικόνιση τους, βάσει του διεθνούς λογιστικού προτύπου 32. Το εν λόγω εισάγει κανόνες σχετικά με την απεικόνιση των σύνθετων χρηματοοικονομικών μέσων στον ισολογισμό εταιριών, στηριζόμενο στη βάση του εκάστοτε χρηματοοικονομικού μέσου και όχι στην τυπική μορφή του.

Επιπρόσθετα, έχει προβλεφθεί μέσω Κανονισμών της ΕΕ και η φορολογική μεταχείριση υβριδικών χρηματοοικονομικών μέσων προς αποφυγή και αντιμετώπιση φαινομένων που αφορούν περιπτώσεις διπλής μη φορολόγησης ή διπλής μη έκπτωσης φόρου, στις συναλλαγές μέσω υβριδικών μέσων μεταξύ χωρών τόσο της ΕΕ όσο και με τρίτες χώρες.

Συμπερασματικά, οι εταιρίες διαθέτουν στο οπλοστάσιο τους για χρηματοδότηση και τα υβριδικά μορφώματα, τα οποία λόγω της ποικιλομορφίας του δυσιπόστατου χαρακτήρα τους και της ευελιξίας τους, μπορούν να προσαρμοστούν ευχερέστερα στις ανάγκες της επιχείρησης σε αντίθεση με τις λοιπές πηγές χρηματοδότησης.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ/ΑΡΘΟΓΡΑΦΙΑ**

**Αλεξανδρίδου Ε.**, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012

**Αναστασιάδης**, Εμπορικό, εκδ.1949

**Αποστολίδης Κ.**, Ενοχικό δίκαιο αστικού κώδικα, εκδ.1946

**Αποστολόπουλος Χ.**, σε Ανώνυμες Εταιρίας, Επιστημονική διεύθυνση Αντωνόπουλος Β. Γ. και Μουζούλας Σπ., Τόμος Ι, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2013

**Βέλλας**, Δάνειο μειωμένης εξασφάλισης, Εφαρμογές αστικού δικαίου και Πολιτικής Δικονομίας, 7-2018.

**Βερβεσός Ν.**, εις Το Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Τόμος Δέκατος, Νομική Βιβλιοθήκη, 2005

Ο ίδιος, εις Το Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Τόμος Δεύτερος, Τεύχος Α', Νομική Βιβλιοθήκη, 2003

Ο ίδιος, εις Το Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Τόμος Δέκατος, Νομική Βιβλιοθήκη, 2010

Ο ίδιος, Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού και ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου, Τόμος ΙΖ, 2017

**Γεωργιάδης Α.**, Σύμφωνον προαιρέσεως και δικαίωμα προαιρέσεως, 1970

**Γκόρτσος Χ.**, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, «Βασιλεία ΙΙΙ, Τεύχος 1/2011

**Δράκος Α. και Καραθανάσης Γ.**, Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων, εκδόσεις Μπένου, 2010

**Καλλιαρέκου Αικ.**, Προνομιούχες μετοχές, Σύγχρονα θέματα εμπορικού δικαίου, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2005

Η ίδια, Οι προνομιούχες μετοχές υπό το νέο ρυθμιστικό καθεστώς του Ν. 3604/2007, Αρμ., 2011

**Κ. Καυκάς**, Ενοχικόν δίκαιον, έκδ. 1993

**Κουλουριανός Θ.**, Η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες στο εταιρικό δίκαιο, 2012

**Κυριακάκης Κ.**, εις Ζητήματα από το νέο δίκαιο της ΑΕ, εκδ.2009

**Λιναρίτης Ι.**, Τίτλοι κτήσης μετοχών ( warrants ), εκδ.2018

**Μαραβέγιας, Ν.** (επ.) (2012). Επιχειρηματικότητα και καινοτομία: Από την θεωρία στην πράξη. Αθήνα: Θεμέλιο

**Μαρίνος, Δ.**, Η αφανής εταιρεία, εκδ.2020

**Μικρουλέα Α.**, Εξαγοράσιμες μετοχές. Έννοια και Λειτουργία, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Κατ' άρθρο Ερμηνεία, Τόμος 1, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Γ' έκδοση, 2010

**Πασσιάς Ι.**, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, τόμος ΙΙ, εκδόσεις Σάκκουλα, 2003

**Περάκης Ευαγγ.**, Το δίκαιο της λογιστικής, Νομική Βιβλιοθήκη, 2017

**Ρόκας Ν.**, Εμπορικές Εταιρίες, 7η ενημερωμένη έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη

**Στοιός Ε.**, σε Ανώνυμες Εταιρίας, Επιστημονική διεύθυνση Αντωνόπουλος Β. Γ. και Μουζούλας Σπ., Τόμος Ι, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2013

**Συνοδινοῦ.**, σε Ανώνυμες Εταιρίας, Επιστημονική διεύθυνση Αντωνόπουλος Β. Γ. και Μουζούλας Σπ., Τόμος Ι, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2013

**Σωτηρόπουλος,** εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Επιμέλεια ύλης Ευ. Περάκης, Τόμος Ι, 2002

Ο ίδιος, εις Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρίας, Επιμέλεια ύλης Ευ. Περάκης, Τόμος 6, 2000

Ο ίδιος, Δίκαιο ανώνυμης εταιρίας εμνημία κατ'άρθρο του Ν. 4548/2018.

Ο ίδιος, Νομικά ζητήματα της τραπεζικής χρηματοδότησης των εξαγορών επιχειρήσεων, εις Εξαγορά επιχειρήσεων, 10ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, 2001 .

**Ταρνανίδου Χ.**, Το δικαίωμα και η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκεΔ, Τόμος Β., 1999

**Τζουγανάτος Δ.**, Δάνεια χρηματοδοτικού προγραμματισμού και ονομαστική υποκεφαλαιοδότηση, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου, Τόμος ΙΖ, 2017

**Τουντόπουλος Β.**, Εξαγοράσιμες μετοχές, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2010

Ο ίδιος, Κεφάλαιο και Χρέος, Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα, Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρίας, Πρακτικά 18ου Πανελληνίου Συνεδρίου Εμπορικού Δικαίου, 2009

**Τρουλινός**, Πρόσφατες εξελίξεις στη φορολογική αντιμετώπιση της υποκεφαλαιοδότησης, ΔΕΕ 2006

**Τσουρουφλής Α.**, Η φορολογική αντιμετώπιση της υποκεφαλαιοδότησης, ΧρΙΔ, 2004

**Ψυχομάνης Σπ.**, Η διάθεση των “perpetual bonds” από τις ελληνικές τράπεζες, ΔΕΕ 2010

**Διαδικτυακοί τόποι:**

- <http://www.oecd.org>
- [https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/farming/international-cooperation/international-organisations/oecd\\_el](https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/farming/international-cooperation/international-organisations/oecd_el)