

Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

Διεύθυνση Σειράς: Ευάγγελος Εμμ. Περάκης



ΣΕΙΡΑ ΜΕΛΕΤΩΝ ΔΙΚΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ & ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς
Νικόλαος Α. Βερβεσός

ISBN 978-960-562-554-2

Σύμφωνα με το Ν. 2121/93 για την Πνευματική Ιδιοκτησία απαγορεύεται η αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή του παρόντος έργου, η αποθήκευσή του σε βάση δεδομένων, η αναμετάδοσή του σε ηλεκτρονική ή οποιαδήποτε άλλη μορφή και η φωτοανατύπωσή του με οποιονδήποτε τρόπο, χωρίς γραπτή άδεια του εκδότη.

ΔΗΛΩΣΗ ΕΚΔΟΤΙΚΟΥ ΟΙΚΟΥ

Το περιεχόμενο του παρόντος έργου έχει τύχει επιμελούς και αναλυτικής επιστημονικής επεξεργασίας. Ο εκδοτικός οίκος και οι συντάκτες δεν παρέχουν διά του παρόντος νομικές συμβουλές ή παρεμφερείς συμβουλευτικές υπηρεσίες, ουδεμία δε ευθύνη φέρουν για τυχόν ζημία τρίτου λόγω ενέργειας ή παράλειψης που βασίστηκε εν όλω ή εν μέρει στο περιεχόμενο του παρόντος έργου.

Art Director:	Γιάννης Μαμαλούκος
Υπεύθυνος Παραγωγής:	Ανδρέας Μενούνος
Φωτοστοιχειοθεσία:	Θεώνη Χαραλαμπίκη
Παραγωγή:	NB Production AM240516M23



NOMIKH BIBLIOTHKH

Μαυρομυιάλη 23, 106 80 Αθήνα
Τηλ.: 210 3678 800 • Fax: 210 3678 819
<http://www.nb.org> • e-mail: info@nb.org
Αθήνα: Μαυρομυιάλη 2, 106 79 • Τηλ.: 210 3607 521
Πειραιάς: Φίλωνος 107-109, 185 36 • Τηλ.: 210 4184 212
Πάτρα: Κανάρη 15, 262 22 • Τηλ.: 2610 361 600
Θεσ/νίκη: Φράγκων 1, 546 26 • Τηλ.: 2310 532 134



member of Europe's 500
άντικειμενική επιλογή



Committed to excellence

© 2016, NOMIKH BIBLIOTHKH AEBE

Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

Διεύθυνση Σειράς: Ευάγγελος Εμμ. Περάκης



The principle of equal treatment in capital markets law

Editing: **N. Vervessos**

Lecturer at the National and Kapodistrian University of Athens,
Attorney-at-law

Abstract: This study focuses on whether there is a general principle of equal treatment in capital markets law, a question of special interest following the decision “Audiolux” of the CJEU. The answer is that on top of the specific forms of equal treatment enshrined in the capital markets legislation or case-law, there is a general principle of equal treatment which is based on the triangle of justice, trust and equal opportunities. This result is confirmed by the findings of neo-institutionalism, where the principle of equal treatment helps address structural imbalances in the capital market. It also helps to reduce transactional costs and to address deviations from the “rational investor” standard. The study concludes with the application of the principle of equal treatment in selected examples from practice, such as selective information, listing of shares on a regulated market, the acquisition of treasury shares and payment of consideration when acquiring blocks of shares.

ISBN 978-960-562-554-2

COPYRIGHT

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, without the prior permission of NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A., or as expressly permitted by law or under the terms agreed with the appropriate reprographic rights organisation. Enquiries concerning reproduction which may not be covered by the above should be addressed to NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. at the address below.

DISCLAIMER

The content of this work is intended for information purposes only and should not be treated as legal advice. The publication is necessarily of a general nature; NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. makes no claim as to the comprehensiveness or accuracy of the information provided; Information is not offered for the purpose of providing individualized legal advice. Professional advice should therefore be sought before any action is undertaken based on this publication. Use of this work does not create an attorney-client or any other relationship between the user and NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. or the legal professionals contributing to this publication.



NOMIKI BIBLIOTHIKI

23, Mavromichali Str., 106 80 Athens Greece
Tel.: +30 210 3678 800 • Fax: +30 210 3678 819
<http://www.nb.org> • e-mail: info@nb.org



© 2016, NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A.

Στην Αλέκα

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας αποτελεί το ερώτημα, εάν η αρχή της ίσης μεταχείρισης συνιστά μία γενική αρχή του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα μόνο αυτονόητη δεν μπορεί να θεωρηθεί. Αρκεί προς τούτο μία ματιά στην αντίστοιχη συζήτηση γύρω από την ύπαρξη μίας γενικής αρχής της ίσης μεταχείρισης στο ιδιωτικό δίκαιο, η οποία συνεχίζει να απασχολεί αδιάλειπτα τη θεωρία του ιδιωτικού δικαίου μέχρι σήμερα. Η δυσκολία του εγχειρήματος συνίσταται στο γεγονός, ότι κάθε προσπάθεια επιβολής της ίσης μεταχείρισης συνεπάγεται περιορισμό της κυρίαρχης και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς αρχής της ιδιωτικής αυτονομίας. Ως εκ τούτου η αποδοχή μίας τέτοιας γενικής αρχής προϋποθέτει δογματική θεμελίωση της αρχής, καθώς επίσης και σαφή χάραξη της δομής, των χαρακτηριστικών και των ορίων μίας τέτοιας γενικής αρχής. Τον στόχο αυτό ευελπιστεί να εκπληρώσει η παρούσα εργασία επιχειρώντας συγχρόνως επί τη βάσει συγκεκριμένων παραδειγμάτων να αναδείξει την λειτουργία της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο σύστημα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Η χορήγηση υποτροφίας από το Max Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht του Αμβούργου κατέστησε δυνατή την αναζήτηση του υλικού για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας. Σημαντική επίσης ήταν και η βοήθεια που μου προσέφεραν όσον αφορά την αναζήτηση αλλοδαπής βιβλιογραφίας ο *Γ. Τράντας* (Dr.jur. Heidelberg) και ο καθηγητής και ακαδημαϊκός *Αντώνης Ρεγκάκος*, τους οποίους και ευχαριστώ. Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλονται επίσης στον καθηγητή *Β. Τουντόπουλο* για τις πολύτιμες συζητήσεις που είχαμε κατά τη διάρκεια συγγραφής της παρούσας εργασίας.

Η εργασία αφιερώνεται στην Αλέκα, ως ένδειξη ελάχιστης αναγνώρισης για όλα αυτά τα χρόνια που στέκεται δίπλα μου με υπομονή και ανιδιοτέλεια.

Αθήνα, Απρίλιος 2016

Νικόλαος Α. Βερβεσός

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	9
ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	21
A. Εισαγωγή.....	27
B. Οι υποστηριζόμενες απόψεις σχετικά με την αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	31
I. Η ίση μεταχείριση ως ουσιαστική καθοδηγητική αρχή του δικαίου της κεφαλαιαγοράς	31
II. Η ίση μεταχείριση ως προϋπόθεση ισορροπίας των συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά	32
III. Διαβαθμίσεις των υποχρεώσεων ίσης μεταχείρισης	34
IV. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης ως κοινή θεμελιώδης αρχή ειδικότερων εκφάνσεων ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	35
V. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης ως υποχρέωση επιμέλειας του διοικητικού συμβουλίου της εκδότριας εταιρείας	36
Γ. Το πρόβλημα με παραδείγματα	38
Δ. Η δομή και περιορισμός της μελέτης.....	39

ΓΕΝΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

Η πορεία προς τη συναγωγή μίας γενικής αρχής της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς

ΠΡΩΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 1 Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο ενωσιακό, στο συνταγματικό και στο ιδιωτικό δίκαιο.....	43
A. Το ζήτημα των γενικών αρχών στη θεωρία του δικαίου.....	44
I. Dworkin-Alexy (Principles versus Rules).....	44
II. Esser-Canaris	45
III. Bydlinski	46
IV. Metzger	47
B. Οι γενικές αρχές στο ενωσιακό δίκαιο.....	48
I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις για τη λειτουργία των γενικών αρχών στο ενωσιακό δίκαιο	48

II. Γενικώς περί της απαγόρευσης διακρίσεων στο ενωσιακό δίκαιο	52
III. Ειδικώς η απόφαση Audiolux του ΔικΕΕ	53
1. Τα πραγματικά περιστατικά	53
2. Οι προτάσεις της Γενικής Εισαγγελέως.....	55
3. Η κρίση του ΔικΕΕ για την αρχή της ίσης μεταχείρισης	56
4. Η απόφαση Audiolux στη βιβλιογραφία	58
α. Αποδοχή.....	58
β. Κριτική	60
Γ. Η συνταγματική αρχή της ισότητας και η επιρροή της στις ιδιωτικές έννομες σχέσεις	62
I. Η ισότητα σύμφωνα με το άρθρο 4 παρ. 1 του Συντάγματος.....	62
II. Η προβληματική της τριτενέργειας των ατομικών δικαιωμάτων	65
Δ. Ελευθερία των συμβάσεων και ίση μεταχείριση	67
I. Η σχέση έντασης μεταξύ ισότητας και ελευθερίας.....	67
II. Η επιχειρηματολογία κατά της αναγνώρισης μίας υποχρέωσης ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο των συμβάσεων	69
III. Η αφανής επενέργεια της ισότητας στο δίκαιο των συμβάσεων	70
IV. Μοντέλα επίλυσης της σχέσης έντασης μεταξύ ελευθερίας των συμβάσεων και ίσης μεταχείρισης	73
1. Προτεραιότητα της ελευθερίας έναντι της ισότητας (Vorrangsmode)l)	73
2. Το μοντέλο του πραγματικού του κανόνα δικαίου (Tatbestandsmodell)	75
3. Το μοντέλο δικαιολόγησης (Rechtfertigungsmodell)	76
E. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο εταιρικό δίκαιο	78
I. Εισαγωγή	78
II. Δογματική βάση της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο εταιρικό δίκαιο.....	79
III. Η κατοχύρωση της αρχής της ίσης μεταχείρισης στη διάταξη του άρθρου 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920	81
1. Το πεδίο εφαρμογής της αρχής της ίσης μεταχείρισης	82
α. Υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής.....	82
β. Αντικειμενικό πεδίο εφαρμογής	82
2. Χρονική ισχύς της ίσης μεταχείρισης	84
ΣΤ. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο πτωχευτικό δίκαιο	84
Z. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο του ανταγωνισμού	87
H. Σύνοψη και Συμπεράσματα	89

ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 2 Η κεφαλαιαγορά ως σημείο αναφοράς της αρχής της ίσης μεταχείρισης	93
A. Η έννοια της κεφαλαιαγοράς	93
I. Κεφαλαιαγορά και χρηματοδότηση των επιχειρήσεων	95

II. Η κεφαλαιαγορά ως αγορά επιχειρηματικού ελέγχου	96
B. Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	97
I. Η πορεία προς την αυτονόμηση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.....	97
II. Η έννοια του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.....	100
III. Η τριχοτόμηση των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.....	101
IV. Αρχή της ίσης μεταχείρισης και στόχοι του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.....	104
1. Η προστασία του θεσμού της κεφαλαιαγοράς	104
α. Η θεσμική αποτελεσματικότητα (<i>institutional efficiency, institutionelle Funktionsfähigkeit</i>),	105
β. Η λειτουργική αποτελεσματικότητα (<i>operational efficiency, operationelle Funktionsfähigkeit</i>)	106
γ. Η κατανομική αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς (<i>allocational efficiency, Allokative Funktionsfähigkeit</i>).....	106
δ. Η πληροφορική αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς (<i>Informationelle Funktionsfähigkeit</i>)	107
ε. Ρευστότητα και σταθερότητα ως συνέπεια της αποτελεσματικότητας της αγοράς	108
αα. Ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς.....	108
ββ. Σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (<i>Finanzstabilität</i>) ...	109
2. Η προστασία του επενδυτή	110
Γ. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς από τη σκοπιά της χρηματοοικονομικής επιστήμης.....	112
I. Εισαγωγή	112
II. Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς (<i>efficient capital market hypothesis</i>).....	114
1. Μορφές αποτελεσματικής αγοράς	115
2. Κριτική στη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς.....	116
III. Η Θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής	119
1. Η πορεία προς τη δημιουργία μίας αυτόνομης επιστημονικής κατεύθυνσης στην οικονομική θεωρία	119
2. Αποκλίσεις από το πρότυπο του ορθολογικού επενδυτή	120
α. Αποκλίσεις κατά την πρόσληψη της πληροφορίας (<i>Informationswahrnehmung</i>).....	120
β. Αποκλίσεις κατά την επεξεργασία των πληροφοριών (<i>Informationsverarbeitung</i>)	121
γ. Αποκλίσεις κατά τη λήψη της επενδυτικής απόφασης (<i>Anlageentscheidung</i>)	122
3. Θεωρία της προοπτικής (<i>Prospect Theory</i>)	124
4. Δίκαιο και συμπεριφορική χρηματοοικονομική (<i>Law and Behavioral Finance</i> ή <i>Behavioral Law & Economics</i>)	125
5. Συμπεράσματα όσον αφορά τη σχέση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και της αρχής της ίσης μεταχείρισης.....	131
α. Γενικά	131

β. Ζητήματα δικαιοσύνης στη συμπεριφορά των επενδυτών (ultimatumgame)	131
γ. Αρχή της ίσης μεταχείρισης και αποστροφή της ζημίας (lossaversion)	133
δ. Αρχή της ίσης μεταχείρισης και αποστροφή του κινδύνου (Risikoaversion)	134
IV. Η θεωρία της αντιπροσωπεύσεως (Agency theory)	135
1. Γενικά	135
2. Βασικές παραδοχές της θεωρίας της αντιπροσώπευσης (Agency-Theorie)	136
α. Ασυμμετρία πληροφόρησης	139
β. Συγκρούσεις συμφερόντων και ο κίνδυνος καιροσκοπικών συμπεριφορών	140
V. Η θεωρία των σχεσιακών ή ατελών συμβάσεων	141
VI. Συμπεράσματα ως προς τη δικαιολόγηση της ίσης μεταχείρισης από τη σκοπιά της νεοθεσμολογικής θεωρίας	144
1. Ίση μεταχείριση ως μηχανισμός αντιμετώπισης σχεσιακών συνβάσεων	144
2. Η συμβολή της αρχής της ίσης μεταχείρισης στην αντιμετώπιση των δομικών ανισοτήτων στην κεφαλαιαγορά	145
3. Ίση μεταχείριση και συναλλακτικά έξοδα	150

ΤΡΙΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 3 Ειδικές εκφάνσεις της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	153
A. Εισαγωγή	153
B. Υποχρεώσεις ίσης μεταχείρισης που απευθύνονται στην εκδότρια εταιρία	154
I. Η υποχρέωση ίσης μεταχείρισης της εκδότριας εταιρείας κατά το άρθρο 17 παρ. 1 του Ν 3556/2007	154
1. Πεδίο εφαρμογής	154
2. Περιεχόμενο της αρχής ίσης μεταχείρισης κατά το άρθρο 17 παρ. 1 του Ν 3556/2007- Σχέση του με το άρθρο 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920	156
3. Σκοπός της υποχρέωσης ίσης μεταχείρισης κατά το άρθρο 17 παρ. 1 του Ν 3556/2007	158
4. Έννομες συνέπειες από την παράβαση του άρθρου 17 του Ν 3556/2007	159
II. Ειδικώς η ίση μεταχείριση των ομολογιούχων δανειστών	160
Γ. Η πληροφοριακή ίση μεταχείριση	163
I. Εισαγωγή	163
II. Πρωτογενή αγορά	164
1. Ενημερωτικό δελτίο	164
III. Δευτερογενή αγορά	165

1. Η πορεία προς τη θεσμική κατοχύρωση της απαγόρευσης εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών	165
2. Σκοπός της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών	169
3. Περιεχόμενο της απαγόρευσης κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών	172
4. Προληπτικά μέτρα κατά της καταχρηστικής εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών	175
α. Υποχρέωση άμεσης δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών (ad hoc Publizität)	176
β. Συναλλαγές διευθυντικών στελεχών (Directors' dealings)	178
γ. Κατάλογοι προσώπων με πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες (Insiderverzeichnis)	180
δ. Χειραγώγηση αγοράς	181
Δ. Υποχρέωση των διαμεσολαβητών για ίση μεταχείριση των επενδυτών	185
Ε. Η υποχρέωση ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο των εξαγορών.....	190
I. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης ως η Magna Charta του δικαίου των εξαγορών	190
II. Η κριτική στην αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο των εξαγορών	192
III. Ο αντίλογος	194
IV. Η ρύθμιση της ίσης μεταχείρισης στο ελληνικό δίκαιο στο άρθρο 5 παρ. 1 του Ν 3461/2006	200
1. Πεδίο εφαρμογής της αρχής της ίσης μεταχείρισης σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 1 του Ν 3461/2006.....	203
α. Φορείς.....	203
β. Οριοθέτηση της διάταξης του άρθρου 5 παρ. 1 του Ν 3461/2006 από τη διάταξη του άρθρου 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920	204
γ. Αντικείμενο.....	205
δ. Κατηγορίες μετοχών	205
2. Ειδικές μορφές κατοχύρωσης της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο των εξαγορών	208
α. Άρθρο 7 του Ν 3461/2006	208
β. Άρθρο 9 του Ν 3461/2006	209
γ. Άρθρο 19 του Ν 3461/2006	212
ΣΤ. Σύνοψη και συμπεράσματα από τις ειδικές μορφές κατοχύρωσης της αρχής της ίσης μεταχείρισης	214

ΤΕΤΑΡΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 4 Δογματική θεμελίωση της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	217
Α. Προσπάθειες δικαιολόγησης της αρχής της ίσης μεταχείρισης σε όλο το ιδιωτικό δίκαιο συμπεριλαμβανομένου και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.....	217
I. Η διδασκαλία για την μονομερή εξουσία κατανομής	217

II. Η θεωρία της κοινότητας	219
III. Ίση μεταχείριση λόγω αυτοδέσμευσης.....	221
IV. Ίση μεταχείριση λόγω προστασίας της εμπιστοσύνης	223
B. Προσπάθειες κλαδικής θεμελίωσης της εφαρμογής	
της αρχής της ίσης μεταχείρισης.....	225
I. Το επιχείρημα της αναλογίας δικαίου (Gesamtanalogie)	225
II. Η υποθετική βούληση των συμβαλλομένων	226
III. Η θεωρία ομάδας προσώπων	228
IV. Η υποχρέωση επιμελούς διαχείρισης αλλοτρίων υποθέσεων.....	229
V. Culpa in contrahendo	230
VI. Δικαιοσύνη (Fairness), εμπιστοσύνη και ίσες ευκαιρίες.....	232
Γ. Λειτουργίες, δομή και χαρακτηριστικά της αρχής της ίσης	
μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	240
I. Λειτουργίες της αρχής της ίσης μεταχείρισης	240
1. Γενικά περί της λειτουργίας της αρχής της ίσης μεταχείρισης	240
2. Αρχή της ίσης μεταχείρισης ως περιορισμός της ισχύος στο δίκαιο	
της κεφαλαιαγοράς	241
3. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης ως ερμηνευτικός κανόνας.....	242
II. Δομή και χαρακτηριστικά της αρχής της ίσης μεταχείρισης	243
1. Το υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής	243
α. Φορείς.....	243
β. Αποδέκτες.....	246
2. Το αντικειμενικό πεδίο εφαρμογής	248
α. Το αντικείμενο της ίσης μεταχείρισης	248
β. Tertium comparationis	249
γ. Απόλυτη vs σχετική εφαρμογή.....	254
δ. Δικαιολόγηση της άνισης μεταχείρισης	255
3. Τα Όρια της αρχής της ίσης μεταχείρισης.....	258
α. Ιδιωτική αυτονομία.....	259
β. Παραίτηση από δικαίωμα	262
γ. Ενωσιακές ελευθερίες - Ιδιαίτερα η ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων....	265
δ. Υποχρέωση εμπιστευτικότητας	268
ε. Εταιρικό συμφέρον ή συμφέρον τρίτων προσώπων.....	269
4. Διασύνδεση της αρχής της ίσης μεταχείρισης με την κεφαλαιαγορά	270
5. Διαδικαστική αρχή vs ουσιαστική αρχή	271
6. Η σχέση της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	
με την ίση μεταχείριση στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας.....	276
α. Γενικά για τις διαφορές ανάμεσα στο δίκαιο της α.ε. και στο δίκαιο	
της κεφαλαιαγοράς.....	276
β. Ειδικώς, διαφορές όσον αφορά την αρχή της ίσης μεταχείρισης	
στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας και στο δίκαιο	
της κεφαλαιαγοράς.....	279

III. Έννομες συνέπειες από την παραβίαση της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ιδίως αξιώσεις αποζημίωσης	281
---	-----

ΕΙΔΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

Εφαρμογή και συγκεκριμενοποίηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης σε επιλεγμένα παραδείγματα

ΠΕΜΠΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 5 Ζητήματα Επιλεκτικής πληροφόρησης	289
Α. Εισαγωγή στο ζήτημα	289
Β. Νομικές Βάσεις για την επίλυση του ζητήματος	290
I. Εταιρικό δίκαιο.....	290
1. Η αντίθεση στο άρθρο 39 παρ. 4 του ΚΝ 2190/1920	290
2. Η εφαρμογή του άρθρου 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920	292
II. Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	296
1. Ανακοίνωση προνομιακής πληροφορίας σε άλλο πρόσωπο (άρθρο 4 παρ. 1 του Ν 3340/2005)	296
2. Ο τρόπος δημοσιοποίησης της προνομιακής πληροφορίας.....	298
3. Αναβολή δημοσιοποίησης μιας προνομιακής πληροφορίας	300
4. Η ρύθμιση της παροχής πληροφοριών σε ειδικούς επενδυτές ή αναλυτές στην πρωτογενή αγορά	302
5. Βολιδοσκοπήσεις στον Κανονισμό για την Κατάχρηση της Αγοράς (market soundings).....	306
Γ. Εφαρμογή της αρχής της ίσης μεταχείρισης - Περιπτώσιολογία	307
I. Ίση μεταχείριση και Investor relations	308
1. Αναλυτές.....	309
2. Ο μεγαλομέτοχος.....	312
3. Η θεωρία της αποδοτικής άνισης μεταχείρισης.....	314
II. Ίση μεταχείριση και Due Diligence	317
1. Εισαγωγή στο πρόβλημα	317
2. Σκοπός και χαρακτηριστικά του Due Diligence	317
3. Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς	320
α. Δημόσια πρόταση εξαγοράς ή αγορά πακέτου μετοχών επί τη βάση νομικού ελέγχου ως εκμετάλλευση προνομιακής πληροφορίας;.....	320
β. Ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών στο πλαίσιο νομικού ελέγχου για την αγορά πακέτου μετοχών.....	323
4. Εταιρικό Δίκαιο	327
III. Αρχή της ίσης μεταχείρισης και ανταγωνιστικές δημόσιες προτάσεις εξαγοράς	329
1. Το ζήτημα.....	329
2. Η αντιμετώπιση του ζητήματος σε άλλες έννομες τάξεις	329

3. Προσπάθειες δογματικής κατοχύρωσης για την ίση μεταχείριση ανταγωνιστικών προτάσεων	332
α. Το πρότυπο του αγγλικού δικαίου και η αξιοποίησή του στο ελληνικό δίκαιο	332
αα. Δομικά γνωρίσματα του City Code	333
ββ. Δομικά γνωρίσματα των δημόσιων προτάσεων εξαγοράς στο ελληνικό δίκαιο	334
β. Εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 5 παρ. 1 του Ν 3461/2006	336
γ. Ίση μεταχείριση ως απόρροια της αρχής της ουδετερότητας από το διοικητικό συμβούλιο της υπό εξαγορά εταιρείας.....	337
δ. Ίση μεταχείριση των ανταγωνιστικών προτάσεων στο πλαίσιο ερμηνείας του άρθρου 26 του Ν 3461/2006	338
ε. Σχέση της ίσης μεταχείρισης των ανταγωνιστικών προτάσεων με τη γενική αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	341
στ. Όρια στην πληροφοριακή ίση μεταχείριση των ανταγωνιστικών προτάσεων	342

ΕΚΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 6 Ίση μεταχείριση κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά	345
Α. Το ζήτημα: Δικαίωμα κατανομής μετοχών για όλους τους επενδυτές;	345
Β. Προλεγόμενα στη δημόσια προσφορά απόκτησης κινητών αξιών.....	346
Γ. Νομικές βάσεις.....	349
Ι. Η έννομη σχέση μεταξύ εκδότριας εταιρείας και επενδυτών	349
1. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης κατά το άρθρο 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920	349
2. Άρθρο 2 του Ν 3959/2011	350
3. Ευθύνη από διαπραγματεύσεις (cic)	351
4. Συμβατικές αξιώσεις	356
α. Σύμβαση υπέρ τρίτου	356
β. Σύμβαση με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτων	357
ΙΙ. Η έννομη σχέση μεταξύ μέλους της κοινοπραξίας αναδοχής και επενδυτών.....	358
1. Άρθρο 1 του Ν 3959/2011	359
2. Συμβατικές αξιώσεις	360
3. Άρθρο 25 παρ. 1 και άρθρο 28 παρ. 1 εδ. 2 του Ν 3606/2007	361
Δ. Η σημασία της γενικής αρχής για ίση μεταχείριση στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά	364
Ε. Σύνοψη και Συμπέρασμα	367

ΕΒΔΟΜΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 7 Απόκτηση ιδίων μετοχών και Αρχή της ίσης μεταχείρισης.....	369
<i>A. Το ζήτημα.....</i>	<i>369</i>
<i>B. Εταιρικό δίκαιο</i>	<i>370</i>
I. Οι όροι απόκτησης ιδίων μετοχών κατά το άρθρο 16 του ΚΝ 2190/1920	370
II. Ιδίως η τήρηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης κατά το άρθρο 16 παρ. 1 του ΚΝ 2190/1920	371
<i>Γ. Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς</i>	<i>372</i>
I. Περιπτώσιολογία	372
1. Απόκτηση ιδίων μετοχών σε οργανωμένη αγορά.....	372
2. Απόκτηση ιδίων μετοχών στο πλαίσιο δημόσιας προσφοράς από την εκδότρια εταιρεία προς τους μετόχους της	376
3. Ιδίως η σχέση της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο εταιρικό δίκαιο (άρθρο 16 παρ. 1 του ΚΝ 2190/1920) με την αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο των εξαγορών (άρθρο 5α) του Ν 3461/2006)	383
<i>Δ. Σύνοψη και Συμπέρασμα</i>	<i>386</i>

ΟΓΔΟΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 8 Ίση μεταχείριση και αντάλλαγμα στις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς – Ιδίως το αντάλλαγμα στην μεταβίβαση μειοψηφικών πακέτων	389
<i>A. Το ζήτημα.....</i>	<i>389</i>
<i>B. Το δίκαιο και εύλογο αντάλλαγμα στις δημόσιες προτάσεις εξαγορών</i>	<i>390</i>
<i>Γ. Ειδικότερα (1): Ο αυτοματισμός της αύξησης του ανταλλάγματος στην περίπτωση διενέργειας παράλληλων συναλλαγών (άρθρο 9 παρ. 2 του Ν 3461/2006)</i>	<i>400</i>
<i>Δ. Ειδικότερα (2): Προσπάθειες αποφυγής καταβολής υπερτιμήματος ελέγχου.....</i>	<i>402</i>
<i>Ε. Η καταβολή ανταλλάγματος κατά την μεταβίβαση μειοψηφικών πακέτων μετοχών</i>	<i>403</i>
I. Πριν την έκδοση της οδηγίας για τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς.....	403
II. Μετά την ενσωμάτωση της οδηγίας για τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς στην ελληνική έννομη τάξη	406
<i>ΣΤ. Αντάλλαγμα και διαφορετικές κατηγορίες μετοχών.....</i>	<i>412</i>

ΕΝΑΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 9 Συμπεράσματα	417
<i>A. Γενικό Συμπέρασμα.....</i>	<i>417</i>
<i>B. Ειδικότερα Συμπεράσματα.....</i>	<i>418</i>
I. Η ίση μεταχείριση στο ενωσιακό, στο συνταγματικό και στο ιδιωτικό δίκαιο	418
II. Η κεφαλαιαγορά ως σημείο αναφοράς της αρχής της ίσης μεταχείρισης	420
III. Ειδικές εκφάνσεις της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	423
IV. Δογματική θεμελίωση της αρχής της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	425
V. Ζητήματα επιλεκτικής πληροφόρησης	428
VI. Ίση μεταχείριση κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά	433
VII. Απόκτηση ιδίων μετοχών και αρχή της ίσης μεταχείρισης	433
VIII. Ζητήματα ίσης μεταχείρισης από την καταβολή ανταλλάγματος στις δημόσιες προτάσεις. Ιδίως το αντάλλαγμα στην μεταβίβαση μειοψηφικών πακέτων	435

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική	437
Αλλοδαπή.....	450
 ΑΛΦΑΒΗΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ.....	 477

ΕΚΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

§ 6 Ίση μεταχείριση κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά

A. Το ζήτημα: Δικαίωμα κατανομής μετοχών για όλους τους επενδυτές;

Ζητήματα ίσης μεταχείρισης κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά βρέθηκαν στο επίκεντρο της θεωρίας και της πράξης του δικαίου της κεφαλαιαγοράς προς το τέλος της δεκαετίας του 1990 και στις αρχές του 2000¹⁶⁴² όπου παρουσιάστηκε έντονο το φαινόμενο πολλές εταιρείες, ιδίως αυτές της νέας τεχνολογίας, να επιδιώκουν την εισαγωγή των μετοχών τους σε κάποια οργανωμένη αγορά με αντίστοιχα αυξημένο ενδιαφέρον από την πλευρά των επενδυτών να αποκτήσουν τις προσφερόμενες μετοχές¹⁶⁴³. Χαρακτηριστικό παράδειγμα από τη γερμανική έννομη τάξη είναι οι μετοχές της εταιρίας *Telekom*, γνωστές και ως *T-Aktien*, η πρώτη σειρά των οποίων υπερκαλύφθηκε πέντε φορές με αποτέλεσμα ο στόχος πολλών επενδυτών να αποκτήσουν μετοχές της παραπάνω εταιρίας να μείνει ανεκπλήρωτος¹⁶⁴⁴. Τούτο είχε ως αποτέλεσμα η αρχική ευφορία να μετατραπεί σε θυμό και σε καταγγελίες όσον αφορά τον τρόπο διάθεσης των μετοχών. Κυρίως καταγγέλθηκε η αυθαίρετη διάθεση μετοχών σε γνωστούς, φίλους, συγγενείς (*Friends and Family*) ή σε θεσμικούς επενδυτές και start up επιχειρήσεις με τις οποίες οι τράπεζες, οι οποίες έχουν αναλάβει τη διάθεση των μετο-

1642. Βλ. για το γερμανικό δίκαιο *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, *Fleischer*, Gutachten zum 64 DJT, F76, *Bradner/Bermann*, FS Peltzer, 2001, 17, για το ελβετικό δίκαιο *Zobl/Arpagaus*, SZW 1995, 244, 255, *Daeniker*, FS Zobl, 2004, 341, για το αυστριακό δίκαιο *Hausmaninger*, FS Koppensteiner, 2001, 43, 52. Μονογραφική επεξεργασία του ζητήματος από *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 2006.

1643. Το ενδιαφέρον των επενδυτών στην απόκτηση μετοχών προκλήθηκε κυρίως εξαιτίας της απόκλισης μεταξύ της τιμής διάθεσης και της τιμής εισαγωγής (*underpricing*) που τους παρείχε τη δυνατότητα σίγουρων κερδών. Μάλιστα οι θεωρητικοί της κεφαλαιαγοράς περιέγραψαν το φαινόμενο αυτό με τον όρο *New equity puzzle* Βλ. σχετ. *Fleischer*, ZHR 165 (2001), 513, 531-532, τον ίδιο, *Fleischer*, Gutachten zum 64 DJT, F76. Βλ. επίσης *Escher-Weingart*, AG 2000, 164-166.

1644. Βλ. και με πολλά άλλα παραδείγματα από τη γερμανική πράξη *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 22-24.

χών, στοχεύουν στη σύναψη συναλλακτικών ή επενδυτικών συμβάσεων¹⁶⁴⁵. Από τη σκοπιά του δικαίου της κεφαλαιαγοράς τίθεται το ζήτημα της εφαρμογής της αρχής για ίση μεταχείριση των επενδυτών κατά τη διαδικασία διάθεσης των μετοχών, ιδίως αν οι επενδυτές έχουν αξίωση να τους δοθούν μετοχές της υπό εισαγωγή εταιρείας. Η αναγνώριση ενός τέτοιου δικαιώματος στους επενδυτές προϋποθέτει κατ' αρχάς οριοθέτηση των εννόμων σχέσεων στην τριγωνική σχέση μεταξύ εκδότριας εταιρείας, κοινοπραξίας τραπεζών, οι οποίες έχουν αναλάβει τη διάθεση των μετοχών, και επενδυτών¹⁶⁴⁶. Από αυτές ενδεχόμενο δικαίωμα κατανομής των επενδυτών προς διάθεση μετοχών μπορεί να ανακύψει μόνο από τη σχέση εκδότριας εταιρείας προς τους επενδυτές και από τη σχέση μεταξύ κοινοπραξίας τραπεζών και επενδυτών, όχι βεβαίως από τη σχέση μεταξύ εκδότριας εταιρείας και κοινοπραξίας τραπεζών¹⁶⁴⁷. Προτού εξετάσουμε ενδεχόμενες νομικές βάσεις πιθανής αξίωσης του επενδυτή για διάθεση μετοχών σε αυτόν, αλλά και το νόημα της αρχής της ίσης μεταχείρισης κατά τη εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά κρίνεται αναγκαίο να σκιαγραφήσουμε τον τρόπο σύναψης της λεγόμενης σύμβασης ανάληψης κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών.

Β. Προλεγόμενα στη δημόσια προσφορά απόκτησης κινητών αξιών

Η πρόσκληση προς το επενδυτικό κοινό τόσο στην περίπτωση της εγγυημένης αναδοχής, η οποία απηχεί την κρατούσα πρακτική στην ελληνική έννομη τάξη¹⁶⁴⁸, όσο και στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής, η οποία συναντάται κυρίως σε άλλες έννομες τάξεις¹⁶⁴⁹, δεν αποτελεί πρόταση προς σύναψη σύμβασης, αφού αυτή θα έπρεπε να είναι ορισμένη τόσο ως προς τα

1645. Βλ. χαρακτηριστικά *Gross/Stepp*, Das Kartell der Absahner, WiWo, 26.11.1998, 160, *Jungbluth*, Manchmal sind die Würfel schief, Stern 7.1.1998, 106.

1646. Βλ. σχετικά *Ρόκα*, Ζητήματα που προκύπτουν από τη σύμβαση αναδοχής εκδόσεως μετοχών, Τιμ. Τόμ. Αργυριάδη, ΙΙ, 1995, 827επ., *Τσιμπρής*, Διαμεσολάβηση κατά τη διάθεση μετοχών και άλλων τίτλων, ΝοΒ 1991, 117επ., *Λιβαδά*, εις: *Ρόκα/Γκόρτσο*, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 339επ., *De Meo*, Bankenkonsortien, 1994, 54επ., 80επ., 133επ.

1647. Βλ. επίσης *Escher-Weingart*, AG 2000, 164-166: «In dem zweiten zu untersuchenden Rechtsverhältnis, dem des Emittenten zum Bankenkonsortium, liegt bezüglich der Zuteilung an die Aktionäre kein Problem».

1648. Στην εγγυημένη αναδοχή ο ανάδοχος ενεργώντας ως πληρεξούσιος της εκδότριας εταιρείας αναλαμβάνει έναντι αυτής την υποχρέωση να καλύψει όσους τίτλους μείνουν αδιάθετοι. Βλ. *Λιβαδά*, εις: *Ρόκα/Γκόρτσο*, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 339.

1649. Στην σταθερή αναδοχή ο ανάδοχος αγοράζει τους τίτλους από την εκδότρια εταιρεία και στη συνέχεια τους πωλεί στο επενδυτικό κοινό, οπότε δεν υφίσταται κίν-

πρόσωπα στα οποία απευθύνεται, όσο και ως προς τον αριθμό, την ονομαστική αξία και το είδος των νέων μετοχών¹⁶⁵⁰. Αντιθέτως, αποτελεί *invitatio ad offerendum*¹⁶⁵¹ επί τη βάσει της οποίας ο επενδυτής δηλώνει με τη σειρά του την ετοιμότητά του να γίνει μέλος της εκδότριας εταιρείας¹⁶⁵². Επομένως, η δήλωση ανάληψης από την πλευρά του επενδυτή αποτελεί κατά κανόνα πρόταση του υποψήφιου μετόχου προς την εκδότρια εταιρεία ή τον ανάδοχο στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής, η οποία θα πρέπει να γίνει δεκτή από την εκδότρια εταιρεία ή τον ανάδοχο αντίστοιχα¹⁶⁵³. Αποδέκτης δη-

δυνος μη κάλυψης, αφού τον κίνδυνο μη απορρόφησης των τίτλων τον έχει αναλάβει ο ανάδοχος. Βλ. Λιβαδά, εις: Ρόκα/Γκόρτσο, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 339.

1650. Έτσι *Lutter*, εις: KK, § 185 αρ. 11.

1651. *Peifer*, εις: MünchKomm zum AktG, § 185 αρ. 7.

1652. Προφανώς διαφορετικά *Αυγητίδης/Καραγκουνίδης*, Η συμμετοχή στην ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων υπό το πρίσμα του εθνικού και του ενωσιακού δικαίου (γνωμ.), ΧρηΔικ 2013, 197επ. αρ. 58, σύμφωνα με τους οποίους στην περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με άσκηση δικαιώματος προτίμησης πρόκειται στην πραγματικότητα περί πρότασης του πιστωτικού ιδρύματος προς τους παλαιούς μετόχους, αφού σε αυτήν περιέχεται πλήρης, σαφής και οριστική πρόθεση συμβατικής δέσμευσης. Ανεξάρτητα από τις περιστάσεις της συγκεκριμένης περίπτωσης η οποία έπρεπε να κριθεί και που μπορεί να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ανάλυση των εκατέρωθεν δηλώσεων βουλήσεως, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης δεν αλλάζει τίποτε στην παραπάνω κατασκευή και ότι δηλαδή κατά κανόνα η δήλωση της εταιρείας ακόμη και στην περίπτωση αύξησης κεφαλαίου με άσκηση δικαιώματος προτίμησης, αποτελεί *invitatio ad offerendum*. Και τούτο διότι θα πρέπει να διακρίνουμε ανάμεσα στον τρόπο σύναψης της σύμβασης για ανάληψη μετοχών και των συνεπειών οι οποίες αναφύονται για την εκδότρια εταιρεία από την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης (βλ. σχετ. *Wiedemann*, Großkomm zum AktG, § 185 αρ. 31: ... «Aus der Zeichnungsangebot heraus ist die Gesellschaft nicht zur Annahme verpflichtet; eine solche Pflicht kann indessen aus einem mitgliedschaftlichen oder rechtsgeschäftlichen Bezugsrecht des Zeichners ergeben»). Τούτο είναι προφανές στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση των δηλώσεων βουλήσεως από την πλευρά των επενδυτών για σύναψη σύμβασης ανάληψης μετοχών οι οποίες υπερβαίνουν τις προσφερόμενες μετοχές. Στην περίπτωση αυτή είναι προφανές ότι, εφόσον έχει ασκηθεί το δικαίωμα προτίμησης, θα δοθούν οι νέες μετοχές στους παλαιούς μετόχους με αποτέλεσμα να μην τίθεται ζήτημα κατανομής λόγω της αυξημένης ζήτησης. Μόνο εφόσον δεν ασκηθεί το δικαίωμα προτίμησης τίθεται το εδώ εξεταζόμενο ζήτημα κατανομής. Από την άλλη μεριά η δήλωση από την πλευρά της εταιρείας είναι πρόταση προς τους επενδυτές, όταν η δήλωση σχετικά με το ποσό της αύξησης και το πρόσωπο που αναλαμβάνει τις μετοχές έχει καθοριστεί, κάτι που μόνο που στην αύξηση κεφαλαίου σε είδος μπορεί να γίνει δεκτό. Για την περίπτωση αυτή βλ. *Wiedemann*, Großkomm zum AktG, § 185 αρ. 9.

1653. Βλ. σχετ. την ομόφωνη γερμανική βιβλιογραφία *Hüffer*, AktG, § 185 αρ. 3, *Wiedemann*, εις: Großkomm § 185, αρ. 19, *Peifer*, εις: MünchKomm zum AktG, § 185 αρ.

λαδή της δήλωσης ανάληψης είναι ο ανάδοχος στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής ή η ίδια η εταιρεία και όχι οι λοιποί μέτοχοι αυτής, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της ίδρυσης¹⁶⁵⁴. Η αποδοχή από την πλευρά της εκδότριας εταιρείας δεν υποβάλλεται σε κάποιον τύπο, συνάγεται δε (εμμέσως) από την κατανομή των μετοχών¹⁶⁵⁵ ή από διάφορες άλλες περιστάσεις, όπως από την πρόσκληση της εταιρείας προς τον υποψήφιο μέτοχο να καταβάλλει την ελάχιστη καταβολή ή από την εγγραφή του υποψηφίου μετόχου στην λίστα των νέων μετόχων της εταιρείας¹⁶⁵⁶.

Στο παράδειγμα της πλεονάζουσας ζήτησης για κινητές αξίες εξετάζεται στη βιβλιογραφία, εάν η μερική αποδοχή της πρότασης ενός επενδυτή από την πλευρά της εκδότριας εταιρείας ή από την πλευρά μιας τράπεζας μέλους της κοινοπραξίας στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής, θέτει το ζήτημα εφαρμογής της διάταξης του άρθρου 191 εδ. 2 ΑΚ¹⁶⁵⁷. Σύμφωνα με την παραπάνω διάταξη αποδοχή με τροποποιήσεις θεωρείται σαν αποποίηση με νέα πρόταση¹⁶⁵⁸. Στο πλαίσιο αυτό η μερική ικανοποίηση της πρότασης του επενδυτή από την εκδότρια εταιρεία σημαίνει άρνηση της πρότασης του επενδυτή και νέα πρόταση από την πλευρά της εκδότριας εταιρείας η οποία προφανώς θα πρέπει να γίνει αποδεκτή πλέον από τον επενδυτή¹⁶⁵⁹. Κατά ορθότερη άποψη όμως θα πρέπει να λάβει χώρα ερμηνεία της βούλησης των συμβαλλομένων (άρθρα 173-200 ΑΚ) προς την κατεύθυνση ότι ακόμη και η μερική ικανοποίηση κατ' απόκλιση από το άρθρο 191 εδ. 2 ΑΚ αποτελεί αντικείμενο της πρότασης του επενδυτή προς την εκδότρια εταιρεία¹⁶⁶⁰. Υπέρ αυτής

7. Η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται να δεχθεί την πρόταση μόνο στην περίπτωση κατά την οποία ο ήδη υφιστάμενος μέτοχος ασκεί το σύμφωνα με το άρθρο 13 παρ. 5 του ΚΝ 2190/1920 δικαίωμα προτίμησης. Σχετ. με τη νομική φύση του δικαιώματος προτίμησης εξ απόψεως αστικού δικαίου βλ. *Τριανταφυλλάκη*, Η αύξηση κεφαλαίου στην ΑΕ και η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, 119επ. 122 (αποδοχή προτάσεως της εταιρείας).

1654. Για τα πρόσωπα που συμβάλλονται κατά την ίδρυση βλ. *Παμπούκη*, Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, Τεύχος Β, Τόμος Β', 72.

1655. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 130.

1656. *Lutter*, εις: ΚΚ § 185, αρ. 11, *Hüffer*, AktG, § 185 αρ. 3, *Wiedemann*, εις: Großkomm § 185, αρ. 19, *Peifer*, εις: MünchKomm zum AktG, § 185 Rz. 33.

1657. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 130-131.

1658. Για την ερμηνεία της διάταξης αυτής βλ. *Λέκκα*, εις: ΣΕΑΚ, Άρθρο 191 αρ. 1επ.

1659. Βλ. επίσης για το γερμανικό δίκαιο όπου υφίσταται αντίστοιχη διάταξη της § 150 II BGB=191 εδ. 2 ΑΚ, *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 131.

1660. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 131. Βλ. επίσης στο σημείο αυτό τις αναφορές του *Λέκκα*, εις: ΣΕΑΚ, Άρθρο 191 αρ. 10-11.

της ερμηνείας συνηγορεί το γεγονός ότι ο κίνδυνος μερικής ικανοποίησης του επενδυτή αποτελεί συστατικό γνώρισμα της διαδικασίας του βιβλίου προσφοράς (*Bookbuilding*) και επομένως είναι γενικά γνωστός ή μπορεί να γίνει μέσω της δημόσιας προσφοράς γνωστός¹⁶⁶¹. Ο αριθμός επομένως των μετοχών που αναφέρεται στην πρόταση του επενδυτή προς την εκδότρια εταιρεία ή την τράπεζα, μέλος της κοινοπραξίας τραπεζών, θα πρέπει να ερμηνεύεται ως ανώτατο όριο μετοχών το οποίο επιθυμεί να αποκτήσει ο επενδυτής¹⁶⁶². Ως εκ τούτου στην πρόταση του επενδυτή εμπεριέχεται και η συναίνεσή του στη μερική αποδοχή αυτής από την πλευρά της εκδότριας εταιρείας με αποτέλεσμα να μη συντρέχει περίπτωση εφαρμογής του άρθρου 191 εδ. 2 ΑΚ.

Γ. Νομικές βάσεις

Ι. Η έννομη σχέση μεταξύ εκδότριας εταιρείας και επενδυτών

Εξ αφορμής της σχέσης αυτής μπορεί κάποιος να στηρίξει ενδεχόμενη αξίωση των επενδυτών στις ακόλουθες νόμιμες βάσεις:

1. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης κατά το άρθρο 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920¹⁶⁶³

Στη σχέση μεταξύ εκδότριας εταιρείας και επενδυτών θα μπορούσε κάποιος να στηρίξει την αξίωση του υποψηφίου μετόχου στο άρθρο 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920, αφού η προνομιακή διάθεση μετοχών λ.χ. σε φίλους και σε μέλη της οικογένειας¹⁶⁶⁴ παραβιάζει την αρχή της ισότιμης μεταχείρισης των επενδυτών. Ωστόσο, όπως ήδη αναφέρθηκε¹⁶⁶⁵, η διάταξη του άρθρου 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920 εφαρμόζεται μόνο στους φορείς της μετοχικής έννομης σχέσης και όχι σε μελλοντικούς μετόχους, η οριοθέτηση των οποίων άλλωστε δεν είναι εφικτή¹⁶⁶⁶. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης ισχύει βεβαίως έναντι

1661. Βλ. με παραδείγματα *Groß*, ZHR 162 (1998), 318, 331 υποσ. 52, *Willamowski*, *Bookbuilding*, 2000, 174-175.

1662. *Willamowski*, *Bookbuilding*, 2000, 174-175, *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 131.

1663. Στις διατάξεις που ενδεχομένως θα πρέπει να εξεταστούν συγκαταλέγεται και αυτή του άρθρου 17 παρ. 1 του Ν 3556/2007, εφόσον βεβαίως κατ'απόκλιση από την εδώ διατυπωθείσα άποψη, θεωρηθεί ότι δεν αφορά μόνο την πληροφοριακή ίση μεταχείριση, αλλά καλύπτει το ίδιο πεδίο εφαρμογής, όπως και το άρθρο 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920. Σχετ. βλ. παραπάνω υπό § 3 Β Ι 1, 2.

1664. Για το πρόγραμμα φίλοι και οικογένεια βλ. σχετ. *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 71-73.

1665. Βλ. παραπάνω υπό § 1 Ε ΙΙΙ 1α.

1666. Βλ. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164-166.

των παλαιών μετόχων, οι οποίοι καταλαμβάνονται από το προστατευτικό πεδίο του άρθρου 30 παρ. 2 του ΚΝ 2190/1920, αλλά η εφαρμογή των ως άνω διατάξεων στην περίπτωση διάθεσης μετοχών κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά δεν θα έχει καμία πρακτική σημασία, αφού οι παλαιοί μέτοχοι ήδη θα έχουν παραιτηθεί από το δικαίωμα προτίμησης¹⁶⁶⁷.

2. Άρθρο 2 του Ν 3959/2011

Η προσφυγή στο δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού και δη στη διάταξη για την κατάχρηση της δεσπόζουσας θέσης¹⁶⁶⁸ αναφέρεται στη βιβλιογραφία ως μία ενδεχόμενη νομική βάση, προκειμένου να θεμελιωθεί αξίωση των επενδυτών προς διάθεση μετοχών μιας προς εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά εταιρείας, αλλά απορρίπτεται χωρίς δεύτερη σκέψη¹⁶⁶⁹. Και τούτο διότι η έννοια της σχετικής αγοράς δεν πρέπει να περιορίζεται μόνο στη συγκεκριμένη έκδοση μιας εκδότριας εταιρείας¹⁶⁷⁰, αλλά θα πρέπει να επεκτείνεται στο σύνολο των νέων εκδόσεων μετοχών (*Neuemissionsmarkt von Aktien*)¹⁶⁷¹. Συνεπώς η έννοια της αγοράς θα πρέπει να ερμηνεύεται κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να καταλαμβάνονται από αυτήν όλοι οι εκδότες κινητών αξιών και όχι μόνο το συγκεκριμένο προϊόν μιας επιχείρησης. Διαφορετικά, θα οδηγούμε-

1667. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164-166, *Bradner/Bermann*, FS Peltzer, 2001, 17, 20-21, *Mehringer*, 255.

1668. Στο γερμανική βιβλιογραφία εξετάζεται στην υπό κρίση περίπτωση η διάταξη της § 19 GWB = Άρθρο 2 του Ν 3959/2011. Βλ. σχετ. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164-166. Για την κατάχρηση δεσπόζουσας θέσης βλ. *Μικρουλέα*, ΧρΙΔ 2006, 5επ., *Σουφλερό*, εις: Σχινά (Επιμ.) Προστασία Ελεύθερου Ανταγωνισμού, 1992, 186επ., *Τζουγανάτο*, ΕΕμπΔ 1984, 229, 384.

1669. Βλ. χαρακτηριστικά *Escher-Weingart*, AG 2000, 164-166, *Mehringer*, 255.

1670. Έτσι, επίσης *Λιακόπουλος*, ΕΕμπΔ 1996, 425, 427.

1671. Βλ. με περαιτέρω παραπομπές *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 150. Σύμφωνα με τον *Λιακόπουλο*, ΕΕμπΔ 1996, 425, 428 η διαμεσολάβηση στην προσφορά άλλων επενδυσιακών αξιογράφων, όπως ομολόγων εντόκων γραμματίων ή προθεσμιακών συμβολαίων συνιστά διαφορετική αγορά. Βλ. στη συνάφεια αυτή την απόφαση 20/1996 της Επιτροπής Ανταγωνισμού όπου έκρινε ως σχετική αγορά την πρωτογενή αγορά στο σύνολό της και όχι κάθε εγγραφή χωριστά. Αντίθετη άποψη διατύπωσε το διοικητικό Εφετείο Αθηνών με την υπ'αρ. 459/1997 (= ΕΕμπΔ 1997, 592 με παρατηρήσεις *Μικρουλέα*) απόφασή του το οποίο θεώρησε ως σχετική αγορά κάθε δημόσια εγγραφή χωριστά για να ακυρωθεί με την υπ'αρ. 904/1998 απόφαση του ΣτΕ η οποία επιβεβαίωσε την αρχική κρίση της ΕΑ. Βλ. για την υπόθεση αυτή την εκ νέου κρίση του ΔΕφαΘ 2346/1999 (ΝΟΜΟΣ) και την επικύρωση αυτής από την απόφαση του ΣτΕ 396/2002, ΔΕΕ 2002, 992 με παρατηρήσεις *Αψούρη*. Για την υπόθεση αυτή βλ. *Τζουγανάτο*, Ολιγοπώλιο και συλλογική δεσπόζουσα θέση στο δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού, 2004, 204επ. και *Μικρουλέα*, ΧρΙΔ 2006, 5, 10-11.

θα στο προφανώς άτοπο συμπέρασμα, κάθε εκδότρια εταιρεία να θεωρείται ότι κατέχει δεσπόζουσα θέση στην αγορά¹⁶⁷².

3. Ευθύνη από διαπραγματεύσεις (cic)

Στη βιβλιογραφία εξετάζεται επίσης εάν οι επενδυτές θα μπορούσαν να στηρίζουν μια τέτοια αξίωση στις διατάξεις για την ευθύνη από διαπραγματεύσεις¹⁶⁷³. Η κρατούσα στην αλλοδαπή βιβλιογραφία άποψη απορρίπτει ωστόσο ένα τέτοιο ενδεχόμενο με την αιτιολογία ότι (προφανώς στο παράδειγμα της σταθερής αναδοχής) η ανάληψη των μετοχών από τους επενδυτές δεν λαμβάνει χώρα άμεσα από την εκδότρια εταιρεία, αλλά εμμέσως κατόπιν εντολής αγοράς στο μέλος της κοινοπραξίας τραπεζών, οι οποίες διαμεσολαβούν στη διάθεση των μετοχών, με αποτέλεσμα να ελλείπει η αναγκαία συναλλακτική επαφή μεταξύ της εκδότριας εταιρείας και των επενδυτών, η οποία δικαιολογεί τη θεμελίωση αξιώσεων επί τη βάση των διατάξεων για την ευθύνη από διαπραγματεύσεις¹⁶⁷⁴. Ενόψει τούτου δύσκολα θα μπορούσε επίσης να αξιοποιηθεί στο εδώ εξεταζόμενο ζήτημα η γνωστή νομολογία για την ευθύνη τρίτων προσωπικώς σύμφωνα με τα άρθρα 197-198 ΑΚ¹⁶⁷⁵, αφού: πρώτον η εκδότρια εταιρεία δεν μπορεί να θεωρηθεί αντιπρόσωπος της κοινοπραξίας των τραπεζών και δεύτερον η διάθεση των μετοχών στο παράδειγμα της σταθερής αναδοχής γίνεται αποκλειστικά από τη κοινοπραξία των τραπεζών χωρίς ανάμειξη της εκδότριας εταιρείας¹⁶⁷⁶. Τέλος και προς απόκρουση τυχόν αξιώσεων των επενδυτών σε βάρος της εκδότριας εταιρείας γίνεται προσφυγή στην αρχή της συμβατικής ελευθερίας η οποία ως απότοκος της ιδιωτικής αυτονομίας κάθε προσώπου αποτελεί βασικό όρο για τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της αγοράς¹⁶⁷⁷. Στο πλαίσιο αυτό υποστηρί-

1672. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 166, *Hopt*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 21, *Bradner/Bergmann*, FS Peltzer, 17, 19, *Mehring*, 227.

1673. Για την ευθύνη από διαπραγματεύσεις βλ. *Κουμάντο*, ΕρμΑΚ, 197-198, αρ.1επ., *Λέκκα*, εις: ΣΕΑΚ, Άρθρα 197-198 αριθμ. 1επ.

1674. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 165.

1675. Η ευθύνη τρίτων προσώπων από διαπραγματεύσεις (*Dritthaftung aus culpa in contrahendo*) γίνεται δεκτή, εφόσον ο τρίτος αναμείχθηκε καθοριστικά στο προσυμβατικό στάδιο. Βλ. σχετ. *Emmerich*, Das Recht der Leistungsstörungen, 4. Auflage, 1997, 69επ., *Soergel/Wiedemann*, BGB, 12. Aufl. 1991, vor § 275 Rz. 218επ. *Καράσης*, εις: Γεωργιάδη/Σταθόπουλο, Άρθρα 197-198 αριθμ. 10. Βλ. επίσης *Λιάππη*, Η ευθύνη τρίτου από διαπραγματεύσεις, Σύμμεικτα Γ. Κουμάντου, 2004, 632επ., (διασταλτική ερμηνεία των ΑΚ 197-198) και *Καράση*, Η προσυμβατική ευθύνη κατ' ΑΚ 197-198, ΧρΙΔ 2005, 724 (αναλογία).

1676. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 146-147.

1677. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 166.

ζεται ότι μόνο όπου η ίδια η αγορά δεν μπορεί να αυτορυθμισθεί, όπως στο παράδειγμα της άνισης κατανομής των δυνάμεων των συμμετεχόντων σε αυτήν, θα πρέπει να παρέμβει το δίκαιο με στόχο την προστασία της ίδιας της συμβατικής ελευθερίας¹⁶⁷⁸. Στην περίπτωση όμως της εισαγωγής των μετοχών ακόμη και σε συνθήκες προφανούς δυσαναλογίας δυνάμεων μεταξύ των συμβαλλομένων υφίσταται η δυνατότητα του επενδυτή να εκποιήσει οποτεδήποτε τις μετοχές που αναλαμβάνει κατά την εισαγωγή αυτών στη δευτερογενή αγορά. Συνεπώς, δεν υφίσταται κανένας λόγος περιορισμού της συμβατικής ελευθερίας μέσω προσφυγής στο θεσμό της ευθύνης από διαπραγματεύσεις στην περίπτωση της αυθαίρετης κατανομής μετοχών κατά την εισαγωγή αυτών σε οργανωμένη αγορά¹⁶⁷⁹.

Στην επιχειρηματολογία αυτή όμως έχει αναπτυχθεί αντίλογος. Συγκεκριμένα, αντιτείνεται ότι ερείδεται στο καθαρά φορμαλιστικό κριτήριο της μορφής διαμεσολάβησης της κοινοπραξίας των τραπεζών, το οποίο με τη σειρά του παρέχει τη δυνατότητα στην εκδότρια εταιρεία, επιλέγοντας τη μορφή διάθεσης των μετοχών¹⁶⁸⁰, να θέτει εκτός εφαρμογής τις διατάξεις για την ευθύνη από διαπραγματεύσεις¹⁶⁸¹. Δεν μπορεί μάλιστα να είναι αποφασιστικής σημασίας κριτήριο σε έννομες τάξεις, όπως η δική μας, όπου κυρίαρχη μορφή αναδοχής δεν είναι η σταθερή αλλά η εγγυημένη αναδοχή¹⁶⁸². Απεναντίας βαρύνουσα σημασία θα πρέπει να διαδραματίζει το γεγονός ότι το σύνολο του ποσού από την έκδοση των νέων μετοχών το λαμβάνει η εκδότρια εταιρεία¹⁶⁸³. Η κοινοπραξία των τραπεζών περιορίζεται ως γνωστόν στην αμοιβή της (προμήθεια) για τη διαμεσολάβηση, το ύψος της οποίας τελεί σε αναλογία με το συνολικό ποσό που εισέπραξε η εκδότρια εταιρεία από τη διά-

1678. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 166.

1679. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 166.

1680. Γενικώς για τις μορφές αναδοχής βλ. *Τσιμπρή*, ΝοΒ 1991, 1177επ., *Ρόκα*, Τιμητικός Τόμος Αργυριάδη, ΙΙ, 1995, 827επ., *Κωστόπουλο*, Αναδοχή: Η σύμβαση και η ευθύνη του αναδόχου κατά τη χρηματιστηριακή νομοθεσία, ΕΕμπΔ 2000, 229επ., *Λιβαδά*, εις: *Ρόκα/Γκόρτσο*, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 339, *Αυγητίδη*, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο της προστασίας του καταναλωτή, 153-161, *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, 42επ., *Τσιμπανούλη*, Η Κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο, 245, *Γεωργακόπουλο*, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο, 142. Γενικώς για τις κοινοπραξίες τραπεζών *De Meo*, *Bankenkonsortien*, 1994, 10επ.

1681. *Willamowski*, WM 2001, 653, 657, *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 144-145.

1682. *Λιβαδά*, εις: *Ρόκα/Γκόρτσο*, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 340.

1683. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 147.

θεση των μετοχών.¹⁶⁸⁴ Επιπλέον η διάθεση των μετοχών στο επενδυτικό κοινό γίνεται στο όνομα της εκδότριας εταιρείας με αποτέλεσμα με τη δήλωση ανάληψης μετοχών να λαμβάνει χώρα μια συναλλακτική επαφή ανάμεσα στην εκδότρια εταιρεία και τον επενδυτή¹⁶⁸⁵. Η συναλλακτική αυτή επαφή είναι προφανής σ' όλες εκείνες τις περιπτώσεις όπου η ίδια η εκδότρια εταιρεία έρχεται σε επαφή και σε συνομιλίες με θεσμικούς επενδυτές¹⁶⁸⁶ προκειμένου να προετοιμάσει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την εισαγωγή μετοχών της σε οργανωμένη αγορά¹⁶⁸⁷. Προς θεμελίωση δε σχετικής υποχρέωσης της εκδότριας εταιρείας στο προσυμβατικό στάδιο αναφέρεται στη γερμανική βιβλιογραφία το συγκρίσιμο περιστατικό της ευθύνης από διαπραγματεύσεις στο παράδειγμα του ενημερωτικού δελτίου όπου ο κύκλος των υπεύθυνων για ελαττώματα του ενημερωτικού δελτίου προσώπων διευρύνθηκε και σε πρόσωπα, τα οποία δεν βρίσκονταν σε συναλλακτική επαφή με τους επενδυτές ούτε έφεραν την ιδιότητα του αντιπροσώπου, παρόλα αυτά όμως ασκούσαν επιρροή στην εταιρεία (λ.χ. ιδρυτές), χωρίς ωστόσο λόγω του εξαιρετικού χαρακτήρα της νομολογίας αυτής να γίνεται δεκτή η μεταφορά της στο εδώ εξεταζόμενο ζήτημα της αξίωσης των επενδυτών κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά¹⁶⁸⁸. Ωστόσο το παράδειγμα της ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο, όπως αυτό κατοχυρώνεται πλέον στο άρθρο 25 του Ν 3401/2005, δείχνει ότι μεταξύ εκδότριας εταιρείας και του επενδυτή έχει δημιουργηθεί ένα ιδιαίτερο πραγματικό εμπιστοσύνης¹⁶⁸⁹, το οποίο οδηγεί τον επενδυτή στην απόφασή του να αποκτήσει μετοχές τη εκδότριας εταιρείας¹⁶⁹⁰. Ενόψει όλων των παραπάνω διατυπώθηκε από την *Koehler* η άποψη ότι η ιδιωτική αυτονομία δεν ισχύει χωρίς όρια κατά την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά. Αντιθέτως η συνταγματική έννο-

1684. Για τη λεγόμενη προμήθεια αναδοχής (underwritingfee) βλ. *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, 63.

1685. *Willamowski*, WM 2001, 653, 657, *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 145.

1686. Για τα προβλήματα επιλεκτικής πληροφόρησης που μπορεί να προκύψουν από τέτοιες συναλλακτικές επαφές βλ. παραπάνω υπό § 5.

1687. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 148.

1688. Βλ. για το ζήτημα με περαιτέρω παραπομπές *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 147. Κριτική στη θεωρία αυτή από τη σκοπιά του ελληνικού δικαίου στο παράδειγμα της ευθύνης του αναδόχου από *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, 20-23 και 87.

1689. Βλ. γι' αυτό αναλυτικά *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου κινητών αξιών, 133επ. Βλ. επίσης *Αυγητίδη*, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο της προστασίας του καταναλωτή, 60-462.

1690. Βλ. επίσης *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 148.

μη τάξη θέτει σε περιπτώσεις προφανούς κοινωνικής και οικονομικής ανισότητας όρια στην ιδιωτική αυτονομία, προκειμένου το δικαίωμα αυτοδιάθεσης να μην τραπεί σε έναν χωρίς όρια ετεροπροσδιορισμό του αδύνατου από τον ισχυρό¹⁶⁹¹. Προς τούτο προσφεύγει στη θεωρία της έμμεσης τριτενέργειας¹⁶⁹² όπου τα συνταγματικά δικαιώματα βρίσκουν δίοδο στις σχέσεις μεταξύ ιδιωτών μέσω των γενικών ρητρών, στο γερμανικό δίκαιο λ.χ. μέσω της διάταξης της § 242 του γερμανικού αστικού κώδικα (BGB), αφού κατά την κρατούσα άποψη στο γερμανικό δίκαιο τα συνταγματικά δικαιώματα δεν θέτουν άμεσα περιορισμούς στη συμβατική ελευθερία¹⁶⁹³. Μάλιστα κατά την *Koehler* η αναγνώριση αξίωσης του επενδυτή κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά δεν θα πρέπει να μας οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι έχουμε μια περίπτωση αναγκαστικής σύμβασης (*Kontrahierungszwang*), αφού ο περιορισμός της ιδιωτικής αυτονομίας και δη της ελευθερίας σύναψης σύμβασης (*Abschlußfreiheit*) είναι προϊόν αυτοδέσμευσης της ίδιας της εκδότριας εταιρείας ή της τράπεζας-αναδόχου¹⁶⁹⁴, όταν προβαίνουν σε συγκεκριμένες δηλώσεις κατανομής μετοχών ή στη σύναψη σύμβασης υπέρ τρίτου ή ακόμη και μέσω της δημόσιας πρόσκλησης ανακοινώνουν την εφαρμογή συγκεκριμένων όρων και κανόνων κατανομής των μετοχών¹⁶⁹⁵. Αυτά δείχνουν κατά την *Koehler* ότι είναι δυνατή η δημιουργία πραγματικού εμπιστοσύνης κατά το προσυμβατικό στάδιο μεταξύ εκδότριας/αναδόχου και επενδυτή. Συγκεκριμένα η *Koehler* διακρίνει τρία πραγματικά εμπιστοσύνης κατά το στάδιο των προσυμβατικών σχέσεων μεταξύ εκδότριας εταιρείας και επενδυτών, καθώς επίσης και των τραπεζών, που δέχονται τις δηλώσεις (προτάσεις) ανάληψης μετοχών από την πλευρά των μετόχων-επενδυτών, και τα οποία δικαιολογούν την εφαρμογή της αρχής της ίσης μεταχείρισης: *πρώτον*: πραγμα-

1691. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 182: «Die Privatautonomie gilt allerdings nicht schrankenlos, sondern unterliegt den Schranken der der verfassungsgemäßen Ordnung».

1692. Για τη θεωρία αυτή βλ. παραπάνω υπό §1 Γ II.

1693. βλ. σχετ. *Canaris*, Grundrechte und Privatrecht, AcP 184 (1984), 201, *Hager*, Grundrechte im Privatrecht, JZ 1994, 373. Αναλυτικά για τα προβλήματα της αντανάκλασης των συνταγματικών δικαιωμάτων στο ιδιωτικό δίκαιο βλ. *Stern*, Probleme der Ausstrahlungswirkung der Grundrechte auf das Privatrecht, FS Wiedemann, 133επ., όπου και παραπομπές στη πλούσια γερμανική νομολογία και βιβλιογραφία.

1694. Για την αυτοδέσμευση χωρίς σύμβαση βλ. βασικά *Köndgen*, Selbstbindung ohne Vertrag, 160, 163επ. βλ. όμως τον αντίλογο στο παράδειγμα της ευθύνης του αναδόχου από τον *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου κινητών αξιών, 114επ. Για την αυτοδέσμευση ως δογματικό υπόβαθρο της αρχής της ίσης μεταχείρισης βλ. παραπάνω υπό § 4 Α III.

1695. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 182.

τικό συγκεκριμένης εμπιστοσύνης από τη δήλωση κατανομής της εκδότριας εταιρείας ή της αναδόχου τράπεζας και που μπορεί να έχει δοθεί στον υποψήφιο επενδυτή ή μπορεί να προκύπτει από την ερμηνεία της σύμβασης ανάληψης μετοχών, η οποία μπορεί να διαμορφωθεί ως σύμβαση υπέρ τρίτου¹⁶⁹⁶, *δεύτερον*: πραγματικό εμπιστοσύνης που δημιουργείται από το περιεχόμενο της πρόσκλησης για υποβολή δήλωσης ανάληψης μετοχών, η οποία απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό και μπορεί να δημιουργήσει εμπιστοσύνη όσον αφορά τα κριτήρια διάθεσης των μετοχών¹⁶⁹⁷, χωρίς όμως από αυτό να γεννιούνται αξιώσεις για διάθεση μετοχών παρά μόνο υπό όρους αξιώσεις αποζημίωσης¹⁶⁹⁸ και *τρίτον*: πραγματικό αφηρημένης εμπιστοσύνης (*abstraktes Grundvertrauen*) όσον αφορά την εφαρμογή μιας δίκαιης και με βάση την αρχή της ίσης μεταχείρισης αντίστοιχη διαδικασία κατανομής των κινητών αξιών¹⁶⁹⁹. Ειδικότερα, η *Koehler* δέχεται ότι τόσο η εκδότρια όσο και οι τράπεζες με τη δημόσια πρόσκληση και την με αυτή συνεπαγόμενη αυτοδέσμευσή τους, και κυρίως τη δεσπόζουσα θέση που έχουν έναντι των επενδυτών, δημιουργούν ένα περιστατικό αφηρημένης εμπιστοσύνης για μια δίκαιη και σύμφωνη με τις αρχές της ίσης μεταχείρισης διάθεση των μετοχών. Με τον τρόπο αυτό έχουν περιορίσει, όπως ήδη αναφέρθηκε, οι ίδιοι την συμβατική τους ελευθερία¹⁷⁰⁰. Ο περιορισμός αυτός όμως δεν ισχύει, εφόσον εκδότρια εταιρεία και κοινοπραξία τραπεζών έχουν επιφυλαχθεί, δηλώνοντας στο κοινό ότι θα διενεργήσουν τη διάθεση των μετοχών τους σύμφωνα με άλλες αρχές¹⁷⁰¹. Σε μια τέτοια περίπτωση δεν δημιουργείται στους επενδυτές κανένα πραγματικό εμπιστοσύνης, δηλαδή ότι η διάθεση των μετοχών θα λάβει χώρα σύμφωνα με τις αρχές της ίσης μεταχείρισης και αντιστοίχως δεν λαμβάνει χώρα καμία δέσμευση της ιδιωτικής αυτονομίας της εκδότριας εταιρείας και της κοινοπραξίας των τραπεζών. Πολλώ δε μάλλον καθίσταται γνωστό στο επενδυτικό κοινό ότι η διάθεση των μετοχών θα λάβει χώρα από την πλευρά της εκδότριας εταιρείας σύμφωνα με εντελώς υποκειμενικά κριτή-

1696. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 183, σύμφωνα με την οποία σε μια τέτοια περίπτωση ο επενδυτής έχει αξίωση εκπλήρωσης της πρωτογενούς αξίωσης ή σε περίπτωση παράβασης αξίωση αποζημίωσης.

1697. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 183: «..... Vertrauen in die niedergelegten Kriterien.....».

1698. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 184.

1699. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 185επ.

1700. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 186: «*Einschränkung der Privatautonomie auf Grund eines abstrakten Vertrauenstatbestands*».

1701. Βλ. τις περιγραφόμενες διαδικασίες από *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 206επ.

ρια¹⁷⁰². Κατά την *Koehler* η εφαρμογή της ίσης μεταχείρισης στο προσυμβατικό στάδιο δεν αφορά την έκταση των μετοχών, αλλά τη διαδικασία διάθεσης των μετοχών, η οποία δεν θα πρέπει να λάβει χώρα επί τη βάσει αυθαίρετων κριτηρίων. Σε μια τέτοια περίπτωση θα πρέπει να αναγνωρισθούν στον επενδυτή αξιώσεις αποζημίωσης, όχι όμως δικαίωμα προς διάθεση μετοχών¹⁷⁰³.

4. Συμβατικές αξιώσεις

α. Σύμβαση υπέρ τρίτου

Πέρα από την ευθύνη από διαπραγματεύσεις επιχειρείται στη βιβλιογραφία η ευθύνη της εκδότριας εταιρείας (και του αναδόχου στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής) να θεμελιωθεί σε σύμβαση μεταξύ αυτής και του επενδυτή. Μια τέτοια σύμβαση μπορεί να ερείδεται στη σύμβαση αναδοχής μεταξύ εκδότριας εταιρείας και κοινοπραξίας τραπεζών, η οποία μπορεί να διαμορφωθεί ως γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου, από την οποία οι επενδυτές ως τρίτοι αντλούν άμεσα δικαιώματα κατά της εκδότριας εταιρείας¹⁷⁰⁴. Ωστόσο η ύπαρξη μιας τέτοιας σύμβασης μπορεί υπό εξαιρετικές περιστάσεις να γίνει δεκτή, κυρίως, όταν πρόκειται για την άσκηση δικαιώματος προτίμησης από τους παλαιούς μετόχους στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής¹⁷⁰⁵. Αντιθέτως στο πλαίσιο της δημόσιας προσφοράς όπου δεν λαμβάνουν χώρα προσωπικές ομιλίες μεταξύ εκδότριας εταιρείας και επενδυτών (*One-on-One Meetings* και *One-on-Ones*) ούτε εφαρμογή του προγράμματος *Friends & Family* δύσκολα μπορεί να γίνει δεκτή η ύπαρξη μιας τέτοιας σύμβασης υπέρ τρίτου¹⁷⁰⁶. Η άποψη αυτή επιρρωνύεται και από μια ματιά στο δίκαιο των ΗΠΑ όπου η δημόσια προσφορά κινητών αξιών προϋποθέτει την έκδοση ενημερωτικού δελτίου, ενώ πριν την υποβολή αίτησης για έγκριση του ενημερωτικού δελτίου στη SEC απαγορεύεται η διενέργεια πωλήσεων (*Gun-Jumping*)¹⁷⁰⁷. Μάλιστα για τους εκδότες ισχύει ο κανονισμός (*Regulation*) S¹⁷⁰⁸ όπου προβλέπεται η απαγόρευση των λεγόμενων *Directed Selling Efforts*¹⁷⁰⁹. Τίποτε διαφο-

1702. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 212.

1703. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 213-216.

1704. Βλ. αναλυτικά *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 100επ.

1705. Βλ. § 186 παρ. 5 του γερμανικού νόμου για τις ανώνυμες εταιρείες (AktG). Βλ. επίσης *Canaris*, Bankvertragsrecht, 1981, αρ. 2270, *Hopt*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 22.

1706. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 101.

1707. *Hazen*, The Law of Securities Regulation, 84επ.

1708. Regulation S, 17 C.F.R. § 230.901ff. Rule 902(b), 903(a), 904.

1709. Βλ. τον ορισμό σύμφωνα με τον Rule 902 (c)(1): *Directed selling efforts' means any activity undertaken for the purpose of, or that could reasonably be expected*

ρετικό δεν μπορεί να προκύψει από τις προδιαγραφές και τα κριτήρια κατανομής, τα οποία θέτει η εκδότρια εταιρεία στην κοινοπραξία τραπεζών προκειμένου η τελευταία να λάβει υπόψη της συγκεκριμένες ομάδες επενδυτών (*Affinity Groups*)¹⁷¹⁰. Τυχόν ερμηνεία προς την κατεύθυνση σύναψης σύμβασης υπέρ τρίτου θα είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός μη υπολογίσιμου κινδύνου για την εκδότρια εταιρεία ή ακόμη και για την ανάδοχο στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής¹⁷¹¹.

β. Σύμβαση με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτων

Πέρα από την σύμβαση υπέρ τρίτου, η οποία, όπως ήδη αναφέρθηκε, μπορεί να αξιοποιηθεί μόνο στην περίπτωση των παλαιών μετόχων, νομική βάση για τη θεμελίωση αξιώσεων των επενδυτών προς κατανομή μετοχών από την εκδότρια εταιρεία μπορεί να αποτελέσει ο λεγόμενος θεσμός της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*) ο οποίος στη δική μας έννομη τάξη εδράζεται στο άρθρο 288 ΑΚ¹⁷¹². Ωστόσο, όπως και στην οικεία προβληματική της ευθύνης του αναδόχου¹⁷¹³, έτσι και στο εδώ εξεταζόμενο ζήτημα της αξίωσης κατανομής μετοχών στους επενδυτές, η προσφυγή στο θεσμό της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτων δεν μπορεί να προσφέρει κάποια βοήθεια¹⁷¹⁴. Τούτο δε επειδή κανένας εκ των συμβαλλομένων στη σύμβαση αναδοχής, ήτοι η εκδότρια εταιρεία και η κοινοπραξία τραπεζών δεν έχει κάποιο ιδιαίτερο συμφέρον να εντάξει όλους τους εν δυνάμει επενδυτές στη διαδικασία κατανομής μετοχών. Όπως και στη σύμβαση υπέρ τρίτου έτσι και στη σύμβαση με προστατευτική ενέργεια

to have the effect of, condition in the market in the United States for any of the of the securities being offered in reliance on this Regulation S. Such activity includes placing an advertisement in a publication with a general circulation in the United States that refers to the offering of securities beeig made in reliance upon this Regulation S.

1710. Οι προδιαγραφές αυτές αφορούν συνήθως σειρές εκδόσεων λιανικής οι οποίες θα πρέπει να δοθούν en bloc στην κοινοπραξία τραπεζών. Βλ. σχετ. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 102.

1711. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 102, *Willamowski*, WM 2001, 653, 655, σύμφωνα με τον οποίο η αναγνώριση αξίωσης κατανομής δεν είναι ούτε νομικά ούτε πραγματικά δυνατή.

1712. Βλ. *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, 88επ. και 116, *Γεωργιάδη*, εις: *Γεωργιάδη/Σταθόπουλο*, Εισαγ. άρθρα 410-415 αρ. 19.

1713. Βλ. *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, 88-89.

1714. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 104-109.

γεια υπέρ τρίτου ο αόριστος αριθμός των εν δυνάμει επενδυτών που ενδεχομένως θα αξίωναν την κατανομή μετοχών συνηγορεί κατά της αξιοποίησης του θεσμού αυτού στο εδώ εξεταζόμενο ζήτημα¹⁷¹⁵. Πέραν τούτου θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι η συμφωνία των κριτηρίων κατανομής κινητών αξιών κατά την εισαγωγή τους σε οργανωμένη αγορά εξυπηρετεί αποκλειστικά και μόνο το συμφέρον της εκδότριας εταιρείας να διαμορφώσει αναλόγως των δικών της επιδιώξεων την αντίστοιχη μετοχική δομή. Συνεπώς η επίκληση του θεσμού της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου δεν μπορεί να θεμελιώσει αξίωση των επενδυτών εναντίον της εκδότριας εταιρείας για διάθεση μετοχών σε αυτούς.

II. Η έννομη σχέση μεταξύ μέλους της κοινοπραξίας αναδοχής και επενδυτών

Όσον αφορά την έννομη σχέση μεταξύ αναδόχου και επενδυτών, η οποία είναι βαρύνουσας σημασίας σε σχέση με την προβληματική της ευθύνης της τράπεζας ως αναδόχου κινητών αξιών¹⁷¹⁶, αποτελεί κυρίαρχη αντίληψη ακόμη και στις έννομες τάξεις όπου κρατεί το σύστημα της σταθερής αναδοχής όσον αφορά τη διάθεση των κινητών αξιών στο επενδυτικό κοινό, ότι δεν υφίστανται συμβατικές σχέσεις μεταξύ του επενδυτή (-ων) και του μέλους της κοινοπραξίας, εκτός και εάν ο επενδυτής είναι ήδη πελάτης της τράπεζας¹⁷¹⁷- μέλους της κοινοπραξίας από την οποία αποκτά μετοχές¹⁷¹⁸. Ακολουθώντας, η έννομη σχέση στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής γεννιέται από τη στιγμή που ο επενδυτής αποκτά μετοχές από την τράπεζα¹⁷¹⁹, η οποία μπο-

1715. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 109.

1716. Βλ. *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, 85.

1717. Πρόκειται ιδίως για την περίπτωση κατά την οποία η τράπεζα από την οποία ο επενδυτής αποκτά μετοχές, είναι η τράπεζά του (*Hausbank*). Στην περίπτωση αυτή ανακύπτει το ερώτημα εάν μεταξύ τράπεζας και επενδυτή έχει συναφθεί σιωπηρώς σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών. Για το ζήτημα βλ. *Λιάππη*, Αποζημίωση των επενδυτών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, 165επ., *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, 85, υποσ. 254.

1718. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι κατά το χρονικό διάστημα της χρηματιστηριακής φρενίτιδας κατά το τέλος της δεκαετίας του 1990 πολλοί επενδυτές ελάμβαναν τη συμβουλή να αγοράσουν μετοχές τραπεζών οι οποίες είχαν και την ιδιότητα μέλους κοινοπραξίας τραπεζών προκειμένου να έχουν καλύτερη τύχη στην περίπτωση υπερκάλυψης των προσφερόμενων μετοχών. Βλ. σχετ. για το ζήτημα αυτό *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 129.

1719. Στη βιβλιογραφία υποστηρίζεται, ότι η σχέση ανάμεσα στον ανάδοχο και τον επενδυτή είναι σύμβαση πώλησης. Βλ. σχετ. *Ν. Ρόκα*, Ενθύμημα Αργυριάδη, Τομ. II, 828, *Τσιμπρής*, ΝοΒ 1991, 1186, *Παπανικολάου*, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου κι-

ρεί να είναι και μέλος της κοινοπραξίας, χωρίς βεβαίως αυτό να είναι απαραίτητο¹⁷²⁰. Στο πλαίσιο αυτό εξετάζεται το ενδεχόμενο, όπως και στην περίπτωση της σχέσης μεταξύ εκδότριας εταιρείας και επενδυτή, έτσι και στη σχέση μεταξύ τράπεζας-μέλους της κοινοπραξίας και επενδυτή στην περίπτωση σταθερής αναδοχής, εάν μπορεί να στηριχτούν αξιώσεις του επενδυτή κατά της κοινοπραξίας των τραπεζών οι οποίες έχουν αναλάβει τη διάθεση των μετοχών, σε διατάξεις, όπως για παράδειγμα στο δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού ή στις διατάξεις για την ευθύνη από διαπραγματεύσεις.

1. Άρθρο 1 του Ν 3959/2011

Η κοινοπραξία περισσότερων τραπεζών για τη διάθεση μετοχών στο ευρύ κοινό θέτει δίχως άλλο το ερώτημα εάν η σύσταση της κοινοπραξίας συνιστά απαγορευμένη σύμπραξη κατά την έννοια της διάταξης του άρθρου 1 του Ν 3959/2011¹⁷²¹. Η ουσία μιας τέτοιας συμφωνίας έγκειται στο γεγονός ότι περισσότερες επιχειρήσεις εναρμονίζουν μέσω μιας σύμβασης τη συμπεριφορά τους με σκοπό την παρεμπόδιση, τον περιορισμό ή την νόθευση του ανταγωνισμού¹⁷²². Οι συμφωνίες δε έχουν συνήθως ως αντικείμενο τις τιμές, την ποσότητα, καθώς επίσης και τη σχετική αγορά, στην οποία κάθε επιχείρηση θα πρέπει να προσφέρει ένα προϊόν¹⁷²³. Τα τυπολογικά αυτά γνωρίσματα της αντιανταγωνιστικής συμπεριφοράς, θα μπορούσε κάποιος να επιχειρηματολογήσει, ότι συντρέχουν εν πρώτοις και στην περίπτωση της κοινοπραξίας τραπεζών όπου μεταξύ άλλων έχει συμφωνηθεί η διάθεση κινητών αξιών σε μια ορισμένη τιμή, η διάθεση συγκεκριμένου ποσοστού κινητών αξιών

νητών αξιών, 85. Για τη συζήτηση στο γερμανικό δίκαιο όπου πέρα από τη σύμβαση πώλησης εξετάζεται και το ενδεχόμενο σύναψης σύμβασης παραγγελίας βλ. σχετ. *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 131-133.

1720. *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 122.

1721. Σχετικά με το ότι οι κοινοπραξίες καταλαμβάνονται από το πεδίο εφαρμογής του άρθρου 101 ΣΛΕΕ βλ. *Καρύδη*, *Ευρωπαϊκό Δίκαιο των Συναλλαγών*, 116. Αναλυτικά για τη συμφωνία μεταξύ επιχειρήσεων κατά την παρ. 1 του άρθρου 101 παρ. 1 ΣΛΕΕ και άρθρου 1 παρ. 1 του Ν 3959/2011 βλ. αναλυτικά *Αθανασίου*, εις: *Τζουγανάτου* (Επιμ.), *Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού*, 208επ. Για την έννοια του καρτέλ στο δίκαιο του ανταγωνισμού βλ. *Ζευγώλη*, *Το Καρτέλ στο Δίκαιο του Ανταγωνισμού*, 2008.

1722. Για το τρίπτυχο παρεμπόδιση, περιορισμός και νόθευση του ανταγωνισμού βλ. *Μικρουλέα*, εις: *Τζουγανάτου* (Επιμ.), *Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού*, 243επ., *Κοτσίρη*, *Δίκαιο Ανταγωνισμού*, 459επ. βλ. επίσης *Emmerich*, *Kartellrecht*, 86επ.

1723. βλ. με παραδείγματα *Emmerich*, *Kartellrecht*, 12^η Έκδοση, 2012, 94, *Μικρουλέα*, εις: *Τζουγανάτου* (Επιμ.), *Δίκαιο του Ελεύθερου Ανταγωνισμού*, 281επ., *Τζουγανάτο*, *Οι συμφωνίες αποκλειστικής και επιλεκτικής διανομής στο δίκαιο του ανταγωνισμού*, 2001, 24επ.

ή ενδεχομένως η συμφωνία διάθεσης μετοχών ανά γεωγραφική περιοχή για κάθε μέλος χωριστά, ενώ τα μέλη της κοινοπραξίας - τράπεζες βρίσκονται σε ανταγωνισμό μεταξύ τους¹⁷²⁴. Από μια καλύτερη ματιά ωστόσο προκύπτει ότι η ένωση περισσότερων προσώπων για τη διάθεση κινητών αξιών της εκδότριας εταιρείας δεν καταλαμβάνεται από το άρθρο 1 του Ν 3959/2011, αφού σκοπός της κοινοπραξίας των τραπεζών δεν είναι ο περιορισμός του ελεύθερου ανταγωνισμού, αλλά αντιθέτως η καλύτερη διάθεση κινητών αξιών στο επενδυτικό κοινό¹⁷²⁵. Πριν τη σύναψη της σύμβασης κοινοπραξίας οι τράπεζες βρίσκονται πράγματι σε ανταγωνισμό μεταξύ τους, ο οποίος κορυφώνεται στην προσπάθειά τους (εννοείται έναντι της εκδότριας εταιρείας) να αναλάβουν τη θέση του διαχειριστή της κοινοπραξίας, αλλά και να προσδιορίσουν το ακριβές ποσοστό συμμετοχής τους εντός αυτής¹⁷²⁶. Με τη σύναψη της σύμβασης, τον ορισμό διαχειριστή, αλλά και τον προσδιορισμό του ποσοστού συμμετοχής των μελών της κοινοπραξίας δεν υφίσταται πλέον ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών, αλλά ακολουθείται ο κοινός στόχος της επιτυχούς διάθεσης των κινητών αξιών στο επενδυτικό κοινό¹⁷²⁷. Σε κανένα άλλο αποτέλεσμα δεν μπορεί να οδηγήσει το επιχείρημα ότι ο καθορισμός ενιαίας τιμής και η διάθεση κινητών αξιών επιδεινώνει την αγορά και τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών. Τούτο δε επειδή η τιμή διάθεσης των κινητών αξιών αντανακλά τον ανταγωνισμό των τραπεζών, αφού ο ορισμός του διαχειριστή είναι απότοκος των προτάσεων των τραπεζών για την τιμή διάθεσης των κινητών αξιών. Ως εκ τούτου ο ανταγωνισμός των τραπεζών έχει ήδη εμφιλοχωρήσει στον καθορισμό τιμής διάθεσης των μετοχών¹⁷²⁸. Το αποτέλεσμα αυτό επιβεβαιώνεται από τη δυνατότητα της εκδότριας εταιρείας να προβεί σε διάθεση των κινητών αξιών η ίδια (*Eigenplatzierung*) στην τιμή (διάθεσης), την οποία προφανώς έχει η ίδια αποφασίσει¹⁷²⁹.

2. Συμβατικές αξιώσεις

Στη βιβλιογραφία υποστηρίζεται ότι νομική βάση για την έγερση αξιώσεων από την πλευρά του επενδυτή σε βάρος της τράπεζας μέλους της κοινοπραξίας τραπεζών μπορεί να είναι η σύναψη (ρητής ή σιωπηρής) σύμβασης, αντικείμενο της οποίας είναι η υπόσχεση του διαμεσολαβητή στους πελάτες του

1724. Koehler, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 129.

1725. Escher-Weingart, AG 2000, 164,167.

1726. Koehler, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 123.

1727. Escher-Weingart, AG 2000, 164-167

1728. Koehler, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 123.

1729. Escher-Weingart, AG 2000, 164,167, Koehler, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 123.

- επενδυτές ότι θα τους μεταχειριστεί ισότιμα¹⁷³⁰. Σύμφωνα με τον *Hopt* μια τέτοια υπόσχεση της τράπεζας μπορεί να προκύψει από τη συμβατική σχέση μεταξύ τράπεζας και πελατών μαζικών συναλλαγών, υπό την έννοια ότι ο πελάτης τέτοιων συναλλαγών δεν αναμένει να αποτελέσει αντικείμενο μεταχείρισης κατά αυθαίρετο τρόπο, διαφορετικά από άλλους πελάτες¹⁷³¹. Η προσδοκία αυτή των επενδυτών είναι κατά τον *Hopt* δεδομένη και δεν μπορεί για δικαιιοπολιτικούς λόγους να τεθεί από την πλευρά των τραπεζών υπό αμφισβήτηση¹⁷³². Μια τέτοια κατασκευή (τραπεζική σύμβαση = Bankvertrag) ωστόσο δεν έγινε δεκτή από το γερμανικό ακυρωτικό (BGH), διότι δεν υφίσταται καμία ένδειξη περί της ετοιμότητας της τράπεζας κατά τη διενέργεια τέτοιων συναλλαγών με τους πελάτες της να παραιτηθεί από τη συμβατική της ελευθερία και να υποβληθεί σε ένα καθεστώς αναγκαστικής σύμβασης¹⁷³³.

3. Άρθρο 25 παρ. 1 και άρθρο 28 παρ. 1 εδ. 2 του Ν 3606/2007

Η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων αποτελεί σύμφωνα με το άρθρο 4 παρ. 1 στ) του Ν 3606/2007 παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία. Κατά την εκτέλεση αυτής η ανάδοχος τράπεζα υποχρεούται σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 25 παρ. 1 του Ν 3606/2007 να ενεργεί με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό ώστε να εξυπηρετούνται με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών της¹⁷³⁴. Στο πλαίσιο αυτό είναι προφανές ότι η τράπεζα ανάδοχος κατά την παροχή υπηρεσιών αναδοχής ενεργεί παράνομως, εφόσον αναλάβει η ίδια τις μετοχές ή καταναίμει αυτές σε ένα δικό

1730. *Hopt*, ZGR 2004, 1, 42-43, *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 180επ., *Grünberger*, Personale Gleichheit, 406.

1731. *Baumbach/Hopt*, HGB, (7) Bankgeschäft αρ. A/6, *Hopt*, ZGR 2004, 1, 42-43.

1732. *Hopt*, ZGR 2004, 42-43.

1733. BGHZ 152, 114, 120: ... «Nichts spricht für die Bereitschaft der Bank, geschweige denn einen dem Kunden gegenüber ausdrücklich erklärten Vertragswillen, sich schon bei Aufnahme der Geschäftsbeziehung unter Aufgabe ihrer gesetzlich eingeräumten Vertragsfreiheit einem beschränkten zivilrechtlichen Kontrahierungszwang zu unterwerfen. Die Annahme eines solchen Rechtsbindungswillens, der mit dem Interesse der Bank erkennbar nicht im Einklang steht, ist genau so fiktiv wie der des Kunden, er wolle sich verpflichten, künftig alle Bankgeschäfte nur mit dieser Bank, nicht aber mit einer anderen abzuwickeln».

1734. Βλ. άρθρο 25 παρ. 1 του Ν 3601/2007. Η υποχρέωση των διαμεσολαβητών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών να εξυπηρετούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους αποτελεί κλασσική υποχρέωση στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, η οποία φυσικά προϋπήρχε της διάταξης του άρθρου 25 παρ. 1 του Ν 3601/2007. Βλ. με παραδείγματα από την ημεδαπή και αλλοδαπή νομολογία *Τουτόπουλο*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 417.

της υπάλληλό της και όχι σε έναν επενδυτή - πελάτη της¹⁷³⁵. Πέραν όμως της προφανούς αυτής περίπτωσης τίθεται το ζήτημα της κατανομής των μετοχών κατά την εισαγωγή τους σε οργανωμένη αγορά, ιδίως δε, όταν οι προτάσεις για αγορά μετοχών από την πλευρά των επενδυτών υπερβαίνουν τη ζήτηση από την πλευρά της εκδότριας εταιρείας. Η προτίμηση ενός επενδυτή από την πλευρά της αναδόχου συνεπάγεται άμεση βλάβη των συμφερόντων ενός άλλου πελάτη με συνέπεια να δημιουργούνται συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των πελατών της αναδόχου τράπεζας. Ενόψει τούτου τίθεται στη βιβλιογραφία το ζήτημα του τρόπου αντιμετώπισης της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των επενδυτών, ιδίως, εάν οι επενδυτές έχουν αξίωση για *pro rata* κατανομή επί τη βάση της αρχής της ίσης μεταχείρισης¹⁷³⁶. Αρχικά θα πρέπει να επισημανθεί ότι παρά την λειτουργία της αρχής της ίσης μεταχείρισης ως μηχανισμού επίλυσης σύγκρουσης συμφερόντων, αυτή δεν κατοχυρώνεται ρητά στο Ν 3606/2006¹⁷³⁷. Αντιθέτως στο άρθρο 28 παρ. 1 εδ. 2 του Ν 3606/2007 κατοχυρώνεται ρητώς η αρχή της χρονικής προτεραιότητας ως μηχανισμός επίλυσης της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ πελατών, στο πλαίσιο της οποίας ο χρόνος λήψης κάθε εντολής πελάτη από την ΕΠΕΥ αποτελεί κριτήριο εκτέλεσης αυτής. Στη βιβλιογραφία η αρχή της χρονικής προτεραιότητας δεν αντιμετωπίζεται μόνο ως μηχανισμός επίλυσης σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των επενδυτών, αλλά και ως κανόνας κατανομής (*Verteilungsregel*), ο οποίος όμως προϋποθέτει την ίση μεταχείριση των επενδυτών¹⁷³⁸. Μάλιστα σύμφωνα με τον *Grünberger* η αρχή της χρονικής προτεραιότητας δεν αποτελεί τίποτε άλλο παρά έναν εκ του νόμου προβλεπόμενο λόγο άνισης μεταχείρισης των επενδυτών οι οποίοι δεν εξυπηρετήθηκαν κατά την κατανομή των μετοχών¹⁷³⁹. Ωστόσο η αρχή της χρονικής προτεραιότητας δεν μπορεί να προσφέρει καμία βοήθεια στο εδώ εξεταζόμενο παράδειγμα της εισαγωγής μετοχών σε οργανωμένη αγορά, αφού στην

1735. Βλ. επίσης για το γερμανικό δίκαιο *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 139 και 142.

1736. Για το ζήτημα αυτό βλ. *Koller*, *Assmann/Schneider* (Επιμ.), *WpHG*, § 31 αρ. 9, *Koehler*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen*, 180, *Grünberger*, *Personale Gleichheit*, 406.

1737. Βλ. σχετικά παραπάνω υπό §3 Δ.

1738. Βλ. *Grünberger*, *Personale Gleichheit*, 405-406, ο οποίος παραπέμπει στην αδημοσίευτη υφηγεσία του *Kainer*, *Gleichbehandlungsgrundsatz*, σύμφωνα με τον οποίο η αρχή της χρονικής προτεραιότητας αποτελεί ειδικότερη έκφραση της ισότητας των ευκαιριών (*Chancengleichheit*) και όχι της ισότητας στο αποτέλεσμα (*Ergebnisgleichheit*).

1739. *Grünberger*, *Personale Gleichheit*, 406.

πραγματικότητα οδηγεί σε έναν αγώνα δρόμου τους επενδυτές¹⁷⁴⁰. Σε κανένα άλλο αποτέλεσμα δεν μπορεί να οδηγήσει η διάταξη του άρθρου 25 παρ. 1 του Ν 3606/2007, αφού τυχόν ερμηνεία αυτής προς την κατεύθυνση ότι η ανάδοχος τράπεζα εκτελεί το προβλεπόμενο στο ως άνω άρθρο καθήκον της, εφόσον κατανείμει αναλογικά τις μετοχές που επρόκειτο να εισαχθούν σε οργανωμένη αγορά, μπορεί να καταλήξει σε τελείως διαφορετικά αποτελέσματα από τα επιδιωκόμενα, όπως λ.χ. σε μικρές κατανομές και σε αύξηση των εξόδων της συνολικής έκδοσης μετοχών¹⁷⁴¹. Pro rata κατανομή μετοχών δεν μπορεί να επιτευχθεί ούτε με αναλογική εφαρμογή του άρθρου 19 παρ. 1 του Ν 3461/2006, αφού: πρώτον το άρθρο 19 παρ. 1 του Ν 3461/2006 αποσκοπεί στην προστασία του αποδέκτη της δημόσιας πρότασης εξαγοράς ενόψει του κινδύνου να λάβει μια επενδυτική απόφαση χωρίς επαρκή χρόνο και πληροφόρηση¹⁷⁴² και δεύτερον διότι η διάταξη του άρθρου 19 παρ. 1 του Ν 3461/2006 αφορά την αντιμετώπιση της πλεονάζουσας προσφοράς, ενώ το εδώ εξεταζόμενο ζήτημα αφορά την πλεονάζουσα ζήτηση¹⁷⁴³. Σε κανένα άλλο αποτέλεσμα δεν μπορεί να οδηγήσει και η υπ'αρ. 1299/2013 απόφαση του ΣτΕ, η οποία δεν αφορούσε το εδώ εξεταζόμενο ζήτημα της κατανομής των τίτλων μεταξύ των επενδυτών κατά την εισαγωγή τους στο ΧΑ, αφού η κατανομή αυτών είχε υλοποιηθεί, απλώς η παράδοση των αποθετηρίων τίτλων έλαβε χώρα σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα από την ανάδοχο με αποτέλεσμα να τεθεί ζήτημα ίσης μεταχείρισης των επενδυτών. Σημειωτέον ότι η απόφαση εκδόθηκε, πριν την ισχύ του Ν 3606/2007 όπου η αρχή της ίσης μεταχείρισης προβλεπόταν ρητά στον Κώδικα Δεοντολογίας των ΕΠΕΥ.

Από τα παραπάνω συνάγεται επομένως ότι οι επενδυτές δεν έχουν αξίωση σε pro rata κατανομή των μετοχών οι οποίες πρόκειται να εισαχθούν σε οργανωμένη αγορά. Και τούτο δε επειδή ο υποψήφιος αγοραστής έχει μόνο μια προσδοκία απόκτησης μετοχών από την οποία ενδέχεται να προκύψει κέρδος, εφόσον προβεί σε ρευστοποίηση των μετοχών στη δευτερογενή αγορά σε μεγαλύτερη τιμή από την τιμή κτήσης¹⁷⁴⁴. Μια απλή όμως προσδοκία χωρίς την ανάληψη κινδύνου, που συνεπάγεται η διενέργεια μιας επένδυσης, δεν δικαιολογεί από μόνη της τη χορήγηση αξίωσης στον επενδυτή για κατανομή μετοχών της εκδότριας εταιρείας, οι οποίες πρόκειται να εισαχθούν σε οργανωμένη αγορά¹⁷⁴⁵. Τυχόν αναγνώριση μιας τέτοιας αξίωσης θα μετέ-

1740. Έτσι *Grünberger*, *Personale Gleichheit*, 406.

1741. *Fleischer*, *Gutachten zum 64 Deutschen Juristentag*, F 77.

1742. *Fleischer*, *Gutachten zum 64 Deutschen Juristentag*, F 77.

1743. Βλ. επίσης *Grünberger*, *Personale Gleichheit*, 406.

1744. *Mehring*, 229.

1745. *Fleischer*, *Gutachten zum 64 DJT*, F 77, *Mehring*, 229.

βαλε την αρχή της συμμετρίας των κινδύνων και των ευκαιριών (Symmetrie von Chancen und Risiken) μιας επένδυσης και θα οδηγούσε κατ' αποτέλεσμα στη σύναψη μιας αναγκαστικής σύμβασης για την εκδότρια εταιρεία. Δεν συντρέχουν όμως στο παράδειγμα της εισαγωγής μετοχών σε οργανωμένη αγορά εκείνες οι περιστάσεις οι οποίες να δικαιολογούν έναν τέτοιο περιορισμό της συμβατικής ελευθερίας, αφού: πρώτον μεταξύ αναδόχου και επενδυτή δεν υπάρχουν συμβατικές σχέσεις και δεύτερον ο επενδυτής μετά την κτήση των μετοχών έχει τη δυνατότητα εκποίησης αυτών στη δευτερογενή αγορά¹⁷⁴⁶. Αντιθέτως συμφέρον της εκδότριας εταιρείας και κατ' επέκταση του αναδόχου είναι η επιλογή των επενδυτών να λάβει χώρα με εντελώς στοχευμένα κριτήρια, αφού η δυνατότητα διαμόρφωσης μιας κατάλληλης μετοχικής δομής πρέπει να αποτελεί αποκλειστική απόφαση της εκδότριας εταιρείας¹⁷⁴⁷.

Δ. Η σημασία της γενικής αρχής για ίση μεταχείριση στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά

Η έλλειψη αξίωσης από την πλευρά των επενδυτών για διάθεση σε αυτούς μετοχών δεν θα πρέπει ωστόσο να μας οδηγήσει στο πρόωρο συμπέρασμα ότι η αρχή της ίσης μεταχείρισης δεν διαδραματίζει κανέναν ρόλο κατά την εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγορά. Τυχόν αποδοχή της άποψης αυτής, δηλαδή, ότι εκδότρια εταιρεία και κοινοπραξία τραπεζών είναι απόλυτα ελεύθερες όσον αφορά τον τρόπο και τα πρόσωπα στα οποία θα καταναείμουν τις μετοχές, θα τραυμάτιζε ανεπανόρθωτα την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ορθή λειτουργία της αγοράς και φυσικά θα τους απέτρεπε από την συμμετοχή τους σε αυτή. Η έννομη τάξη οφείλει να αποκλείσει ένα τέτοιο ενδεχόμενο και το εργαλείο για την επίτευξη του στόχου αυτού (ανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών¹⁷⁴⁸) είναι η εφαρμογή της αρχής της ίσης μεταχείρισης, όχι όμως υπό την μορφή της ίσης μεταχείρισης στο αποτέλεσμα¹⁷⁴⁹, αλλά στον τρόπο και στα κριτήρια κατανομής των μετοχών στους επενδυτές¹⁷⁵⁰. Το ζητούμενο επομένως στην εισαγωγή μετοχών σε οργανωμένη αγο-

1746. *Escher-Weingart*, AG 2000, 164, 167.

1747. *Fleischer*, Gutachten zum 64 DJT, F 77, *Mehring*, 229.

1748. Για το ζήτημα της προστασίας της εμπιστοσύνης αναλυτικά *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 93επ.

1749. Βλ. επίσης *Grünberger*, Personale Gleichheit, 406: «es geht nicht um eine gleiche Behandlung im Ergebnis».

1750. *Mehring*, 230.

ρά είναι η θέσπιση κανόνων διαφάνειας¹⁷⁵¹, οι οποίοι θα καθιστούν εκ των προτέρων (πριν δηλαδή την υποβολή δήλωσης ανάληψης από τον επενδυτή) γνωστά τα κριτήρια κατανομής των μετοχών στους υποψήφιους επενδυτές¹⁷⁵².

Στην ελληνική έννομη τάξη η κατανομή (καθώς επίσης και ο προσδιορισμός της τελικής τιμής διάθεσης) μετοχών οι οποίες διατίθενται με δημόσια προσφορά καθορίζεται με την υπ' αρ. 9/687/3.7.2014 απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της ΕΚ¹⁷⁵³. Στο άρθρο 2 καθορίζονται οι τρόποι κατανομής. Ειδικότερα στην παρ. 1 θεσπίζεται ως γενική αρχή ότι η κατανομή μετοχών από τον εκδότη ή τον προσφέροντα μέτοχο γίνεται ελεύθερα. Αρμόδιο όργανο στην εκδότρια εταιρεία για την κατανομή των μετοχών είναι ελλείψει ρητής ανάθεσης της αρμοδιότητας στη γενική συνέλευση το διοικητικό συμβούλιο αυτής¹⁷⁵⁴. Η αρμοδιότητα της γενικής συνέλευσης δεν μπορεί να θεμελιωθεί στη γνωστή θεωρία περί άγραφων αρμοδιοτήτων της γενικής συνέλευσης, όπως η θεωρία αυτή διατυπώθηκε στο γερμανικό δίκαιο¹⁷⁵⁵ και γίνεται δεκτή και στο ελληνικό δίκαιο¹⁷⁵⁶, διότι η κατανομή των μετοχών στους επενδυ-

1751. Βλ. *Grünberger*, *Personale Gleichheit*, 407: «.... Gleichbehandlung zwingt zur Transparenz...»

1752. *Mehringer*, 229.

1753. Με την απόφαση αυτή καταργήθηκε η απόφαση 2/460/10.1.2008 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

1754. Βλ. *Φράγκο*, εις: ΔικΑΕ, § Άρθρο 8α αρ. 13.

1755. Κεντρική θέση της θεωρίας των άγραφων αρμοδιοτήτων της γενικής συνέλευσης, όπως αυτή αναπτύχθηκε στη γερμανική θεωρία του εταιρικού δικαίου, είναι η ακόλουθη: Σε υποθέσεις ιδιαίτερης σημασίας και επικινδυνότητας για τα δικαιώματα των μετόχων θα πρέπει να αναγνωριστεί η αρμοδιότητα της γενικής συνέλευσης για τη λήψη της απόφασης. Η διδασκαλία αυτή έγινε δεκτή από το γερμανικό ακυρωτικό στη γνωστή απόφασή του Holz Müller (BGHZ 83, 122. Βλ. επίσης *Hüffer*, *AktG*, 10^η Έκδοση, 2002, § 119 Rz. 16επ, *GroßkommAktG-Müllbert*, 2^η Έκδοση, § 119 αρ. 21. Βλ. επίσης *Liebscher*, *ZGR* 2005, 1επ.), με την οποία το γερμανικό ακυρωτικό προβαίνοντας σε διάπλαση δικαίου δέχτηκε ότι σε υποθέσεις όπου προσβάλλονται τα εταιρικά δικαιώματα των μετόχων και τα έννομα συμφέροντά τους ως προς την εταιρική περιουσία το διοικητικό συμβούλιο έχει υποχρέωση να ζητήσει την έγκριση της γενικής συνέλευσης. Η απόφαση αυτή του γερμανικού ακυρωτικού συμπληρώθηκε και αποσαφηνίστηκε από τις αποφάσεις του *Gelatine I* και *Gelatine II* (BGH, ZIP 2004, 993 και BGH, ZIP 2004, 1001). Με τη νομολογία περί άγραφων αρμοδιοτήτων της γενικής συνέλευσης αποκαθίσταται στην πραγματικότητα η μετάθεση των εξουσιών από τη μητρική σε άλλες εταιρείες του ομίλου και η με αυτήν συνδεόμενη απώλεια ή ο μετριασμός των δικαιωμάτων των μετόχων της μητρικής εταιρείας (*Mediatisierungseffekt*).

1756. Για το ζήτημα στο ελληνικό δίκαιο βλ. σχετ. *Αθανασίου*, *Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία*, 2010, *Μηλιαθανάκη*, *Η κατανομή των εξουσιών μεταξύ της Γενικής Συνέλευσης και του Διοικητικού Συμβουλίου της Α.Ε.*, 2013, *Μικρουλέα*, *Όρια δράσης και*

τές μεταβάλλει την μετοχική δομή (δομή των μετόχων), όχι όμως τη δομή της ανώνυμης εταιρείας¹⁷⁵⁷. Σε κάθε περίπτωση βεβαίως το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να ζητήσει από τη γενική συνέλευση να προσδιορίσει αυτή τα κριτήρια κατανομής των μετοχών¹⁷⁵⁸. Εφόσον πρόκειται για δημόσια προσφορά μετοχών με εισαγωγή αυτών σε οργανωμένη αγορά, εξαιρούμενης της περίπτωσης δημόσιας προσφοράς και εισαγωγής μετοχών κατόπιν αύξησης κεφαλαίου με άσκηση του δικαιώματος προτίμησης, η κατανομή των μετοχών γίνεται σύμφωνα με την παρ. 2 του άρθρου 2 της ως άνω απόφασης με τη διαδικασία βιβλίου προσφορών (bookbuilding)¹⁷⁵⁹. Οι μετοχές που διατίθενται με τη διαδικασία αυτή χωρίζονται στο τμήμα των ειδικών επενδυτών, όπως η ομάδα αυτή επενδυτών ορίζεται στο άρθρο 6 του Ν 3606/2007 και στο τμήμα των ιδιωτών επενδυτών σύμφωνα με το άρθρο 7 του Ν 3606/2007. Στην κατηγορία των ιδιωτών επενδυτών θα πρέπει να διατεθεί ποσοστό μετοχών όχι μικρότερο του 30% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών. Σε σχέση με τους ειδικούς επενδυτές ο ανάδοχος προκαθορίζει τα κριτήρια με βάση τα οποία θα καταναίμει τις μετοχές και τα οποία μπορεί να είναι ποσοτικού και ποιοτικού χαρακτήρα. Τα κριτήρια κατανομής της συγκεκριμένης προσφοράς πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια στο ενημερωτικό δελτίο. Σε σχέση με τους ιδιώτες επενδυτές ακολουθείται η περιγραφόμενη στο άρθρο 6 της ως άνω απόφασης της ΕΚ διαδικασία. Θα πρέπει δε να σημειωθεί ότι, εάν η ζήτηση σε μια από τις δύο κατηγορίες επενδυτών (ειδικών επενδυτών και ιδιωτών επενδυτών) υπολείπεται της αντίστοιχης προσφοράς και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία, οι πλεονάζουσες μετοχές μεταφέρονται στην κατηγορία με τη ζήτηση που δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως.

Υπό τους όρους αυτούς, δηλαδή διαφάνειας όσον αφορά τη διαδικασία κατανομής των μετοχών, διασφαλίζονται ίσες ευκαιρίες πληροφόρησης και κατ' επέκταση ίση μεταχείριση μεταξύ των επενδυτών, οι οποίοι είναι πλέον σε θέση να αποφασίσουν εάν θα υποβάλλουν πρόταση για ανάληψη μετοχών ή θα απέχουν από μια τέτοια επένδυση. Η διαφάνεια και η ίση πληροφοριακή μεταχείριση ενισχύουν με τη σειρά τους την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ορθή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Πέραν όμως της ίσης πληροφοριακής μεταχείρισης δεν υφίσταται καμία αξίωση από την πλευρά των επενδυτών

Ευθύνη των εταιρικών Διοικήτων, 2013, 40-41. Βλ. ήδη *Logothetou-Triantafillaki*, Kompetenzkonflikte zwischen Vorstand und Hauptversammlung der Aktiengesellschaft im deutschen und griechischen Recht, Tübingen, 1987.

1757. Βλ. επίσης *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 71

1758. *Koehler*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz bei Aktienemissionen, 71. Γενικώς για τη δυνατότητα του διοικητικού συμβουλίου να ζητήσει τη γνώμη της γενικής συνέλευσης για τη διενέργεια συγκεκριμένης πράξεως βλ. *Ρόκα*, Εμπορικές Εταιρίες, 254.

1759. Για τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (bookbuilding) βλ. *Willamowski*, Bookbuilding, 2000, 55επ.

για κατανομή των προς εισαγωγή μετοχών, η οποία στην πραγματικότητα θα συνεπαγόταν ίση μεταχείριση των επενδυτών ως προς το αποτέλεσμα.

Ε. Σύνοψη και Συμπέρασμα

Συνοψίζοντας όλα τα παραπάνω καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι στην περίπτωση της πλεονάζουσας ζήτησης ο επενδυτής δεν έχει αξίωση *pro rata* κατανομής τίτλων σε αυτόν, αφού κάτι τέτοιο θα είχε ως συνέπεια έναν υπέρμετρο περιορισμό της συμβατικής ελευθερίας της εκδότριας εταιρείας, η οποία όμως θα πρέπει να αποφασίσει η ίδια για τη διαμόρφωση της μετοχικής της δομής. Η ίση μεταχείριση κατά την εισαγωγή μετοχών στην οργανωμένη αγορά έχει ως στόχο τη διασφάλιση ίσων ευκαιριών πληροφόρησης και δεν μπορεί επομένως να είναι ίση η μεταχείριση ως προς το αποτέλεσμα. Συγκεκριμένα η ίση μεταχείριση συνεπάγεται διαφάνεια κατά τη διαδικασία κατανομής των μετοχών. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζονται ίσες ευκαιρίες πληροφόρησης και κατ' επέκταση ίση μεταχείριση μεταξύ των επενδυτών, οι οποίοι είναι πλέον σε θέση να αποφασίσουν εάν θα υποβάλλουν πρόταση για ανάληψη μετοχών ή θα απέχουν από μια τέτοια επένδυση. Η διαφάνεια και η ίση πληροφοριακή μεταχείριση ενισχύουν με τη σειρά τους την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ορθή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

ISBN: 978-960-562-528-3



15650