

377 Η κεφαλαιοποίηση χρέους ως μέτρο για την εξυγίανση επιχειρήσεων και οι μέθοδοι παράκαμψης της βούλησης των μετόχων^[1]

Στάθη Ποταμίτη,

Δικηγόρου

Αλέξανδρου Ρόκα,

Δικηγόρου – Δ.Ν.

1. Εισαγωγή

Ως γνωστόν, η εξυγίανση κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών έχει εξελιχθεί διεθνώς σε δημοφιλή εναλλακτική της πτώχευσης. Με την εξυγίανση διατηρείται η αξία της επιχείρησης ως «going concern», ως μονάδας δηλ. που συνεχίζει τη λειτουργία της, σε αντιδιαστολή με το (καταστροφικό) σενάριο ρευστοποίησης των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Για την επίτευξη της εξυγίανσης, μπορούν να εφαρμοστούν διάφορα μέτρα· αρκεί κανείς να αναγνώσει την ενδεικτική απαρίθμηση στην παρ. 1 του άρθρ. 103 ΠτωχΚ. Ένα από αυτά τα μέτρα είναι η κεφαλαιοποίηση χρέους, για την οποία γίνεται λόγος στην παρούσα μελέτη.

Με την κεφαλαιοποίηση χρέους, την τροπή δηλ. τμήματος του υφιστάμενου χρέους της επιχείρησης σε μετοχικό κεφάλαιο, επιτυγχάνονται δύο στόχοι: απομειώνεται το συνολικό επίπεδο χρέους της επιχείρησης και ταυτόχρονα αυξάνεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας. Πρόκειται δηλ. για ένα μέτρο εξυγίανσης που επιτυγχάνεται με μέσα του εταιρικού δικαίου, δημιουργώντας έτσι μια ενδιαφέρουσα θεματική στην τομή των δύο κλάδων δικαίου.

Ειδικότερα, από πλευράς εταιρικού δικαίου η κεφαλαιοποίηση χρέους αποτελεί μορφή αύξησης του κεφαλαίου. Μάλιστα, οι εισφερόμενες απαιτήσεις θεωρούνται γενικά εισφορά σε είδος, με αποτέλεσμα σε πολλές έννομες τάξεις (όπως την ελληνική) να αποκλείεται το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων. Επίσης, καθώς πρόκειται για αύξηση κεφαλαίου, απαιτείται γενικά έγκριση από τη γενική συνέλευση των μετόχων, και δη με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία.

378 Σημειώνεται, τέλος, ότι με την κεφαλαιοποίηση μειώνεται μεν το χρέος της εταιρίας, η μείωση όμως αυτή βαίνει εις βάρος των υφιστάμενων μετόχων της εταιρίας (καθώς προστίθενται νέοι μέτοχοι, δηλ. οι παλαιοί πιστωτές της εταιρίας). Και οι πιστωτές, βέβαια, υφίστανται ζημία, καθώς πλέον παύουν να είναι πιστωτές και γίνονται μέτοχοι^[2], συμμετέχουν όμως στην νέα εταιρία, η οποία ενδέχεται να έχει θετική πορεία στο μέλλον, ύστερα από την ολοκλήρωση της εξυγίανσής της. Σε αυτό το θετικό σενάριο («*upside*») στοχεύουν (ή ευελπιστούν) οι πιστωτές.

2. Οι οικονομικές συνέπειες της κεφαλαιοποίησης χρέους και το ζήτημα των διαφωνούντων μετόχων

Σε συνέχεια των ως άνω εισαγωγικών σκέψεων, αξίζει να διερευνηθούν οι οικονομικές συνέπειες της κεφαλαιοποίησης χρέους, ιδίως για τους παλαιούς μετόχους. Οι μέτοχοι αυτοί, όπως αναφέρθηκε, υφίστανται ζημία λόγω της προσθήκης νέων μετόχων. Πρόκειται για την αραιώση («*dilution*») της συμμετοχής τους. Ο περιορισμός του ποσοστού τους μπορεί να τους βλάψει τόσο ως προς την αξία της περιουσίας τους όσο και ως προς τα δικαιώματα ελέγχου που έχουν στην υπό εξυγίανση επιχείρηση. Ειδικότερα, επέρχονται για αυτούς οι εξής δυσμενείς συνέπειες: Πρώτον, μπορούν να υποστούν περιουσιακή απώλεια, αν η τιμή στην οποία γίνεται η κεφαλαιοποίηση είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα αξία της μετοχής. Δεύτερον, ο περιορισμός της συμμετοχής τους συνεπάγεται ανάλογη απώλεια της προσδοκώμενης υπεραξίας που θα προκύψει στην επιχείρηση, αν η εξυγίανση πετύχει. Τρίτον, ο περιορισμός της συμμετοχής των παλαιών μετόχων μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την παραχώρηση του ελέγχου της επιχείρησης στους νέους μετόχους. Σε περίπτωση που πρόκειται για οικογενειακή επιχείρηση, αυτό θα είναι ιδιαίτερα επώδυνο για τους παλαιούς μετόχους. Βέβαια, και οι πιστωτές χάνουν την ίδια στιγμή την αφοσίωση της οικογένειας στην επιχείρηση, η οποία ως τότε ίσως εθεωρείτο δεδομένη.

Για αυτούς τους λόγους, η κεφαλαιοποίηση χρέους ενδέχεται να είναι ένα μέτρο στο οποίο θα αντισταθούν οι παλαιοί μέτοχοι. Καθώς –σύμφωνα με την παλαιότερη νομολογία του ΔΕΕ [3]– η γενική συνέλευση είναι η μόνη αρμόδια να κρίνει επί αυξήσεων κεφαλαίου, δημιουργείται η ανησυχία ότι οι μέτοχοι θα χρησιμοποιήσουν καταχρηστικά την εξουσία τους αυτή [4]. Η κατάχρηση γίνεται φανερή σε περίπτωση που οι μέτοχοι δεν υφίστανται καμία οικονομική ζημία από την αραιώση της συμμετοχής τους (π.χ. όταν η αξία της επιχείρησης υπολείπεται της αξίας των υποχρεώσεών της). Για αυτούς τους λόγους, όπως θα αναφερθεί σε επόμενη ενότητα, έχουν ενταθεί οι προσπάθειες σε ευρωπαϊκό επίπεδο για την παράκαμψη των καταχρηστικώς αρνούμενων μετόχων («*holdouts*»).

379

Σε αυτό το σημείο, θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι ναι μεν η αξία των μετοχών σε μια εταιρία σε βαθιά κρίση μπορεί να είναι μηδενική, όμως η γενική συνέλευση, στις περισσότερες έννομες τάξεις, διατηρείται ως όργανο με περιορισμένες αρμοδιότητες και μετά την κήρυξη της πτώχευσης. Ειδικότερα, με την κήρυξη της πτώχευσης ο οφειλέτης χάνει μεν τον έλεγχο της διοίκησης της περιουσίας του, ωστόσο, όταν πρόκειται για οφειλέτη με εταιρικό ένδυμα, η εταιρία εξακολουθεί να υπάρχει, με τους μετόχους τους οποίους είχε προ κηρύξεως σε πτώχευση. Έτσι, ακόμα και σε περίπτωση πτώχευσης (και ακόμη περισσότερο σε περίπτωση που εταιρία εκδηλώνει συμπτώματα κρίσης προ της πτώχευσης), τα μετοχικά δικαιώματα, όπως π.χ. του αποκλειστικού ελέγχου των μεταβολών του μετοχικού κεφαλαίου από τη γενική συνέλευση των μετόχων, παραμένουν σε ισχύ. Επομένως, όταν λαμβάνει χώρα κεφαλαιοποίηση χρέους με απόφαση άλλου οργάνου πλην της γενικής συνέλευσης (π.χ. των πιστωτών ως ομάδας ή και με συμφωνία των πιστωτών και της διοίκησης του οφειλέτη), οι αρχές αυτές παραβιάζονται. Με τους παραδοσιακούς κανόνες του εταιρικού δικαίου, οι μέτοχοι μπορεί να αντισταθούν σε μία τέτοια κεφαλαιοποίηση χρέους, και εκεί ακριβώς είναι που τίθεται το ζήτημα αν η αντίσταση αυτή γίνεται καταχρηστικά.

Η σταδιακή μεταστροφή της παραδοσιακής οπτικής για τα μετοχικά δικαιώματα, η οποία θα αναλυθεί παρακάτω, έχει σημαντικές συνέπειες στα θεμέλια του εταιρικού δικαίου: Κατά πρώτον, η αποδοχή της άποψης ότι η αντίσταση στη συμμετοχή πιστωτών στο κεφάλαιο μιας εταιρίας, μέσω κεφαλαιοποίησης απαιτήσεών τους, μπορεί να είναι καταχρηστική, υπονοεί ότι ο πιστωτής, για την εξόφληση των απαιτήσεών του, δικαιούται να αποβλέπει στην αξία των περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη, στην αξία της επιχείρησης (ως λειτουργικό σύνολο) αλλά και στην αξία του εταιρικού οχήματος. Σύμφωνα με τη θεώρηση αυτή, που ίσως φανεί εμπορικά εύλογη, αν κατά την άποψη των πιστωτών η εταιρία οφειλέτης έχει αξία ως

φορέας, ως εταιρικό κέλυφος, η αξία αυτή θα πρέπει να βρίσκεται στη διάθεση των πιστωτών, αν απαιτείται για τη μέγιστη δυνατή ικανοποίησή τους.

Παράλληλα, το παράδειγμα της κεφαλαιοποίησης χρέους καταδεικνύει ότι η αυστηρή διάκριση κεφαλαίου («*equity*») και χρέους («*debt*»), ιδίως σε μία επιχείρηση στη ζώνη της αφερεγγυότητας, πιθανώς δεν αντανakλά ικανοποιητικά το πραγματικό συμφέρον που έχουν διαφορετικές κατηγορίες ενδιαφερομένων («*stakeholders*», ιδίως: των πιστωτών σε σχέση με τους μετόχους) στη διάσωση της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, όταν έχουν εξανεμισθεί τα ίδια κεφάλαια, η όποια αξία παραμένει στην επιχείρηση θα διατεθεί, βάσει των κανόνων που

380 ισχύουν για τις συλλογικές διαδικασίες, για την ικανοποίηση των πιστωτών. Στη φάση αυτή οι μέτοχοι δεν διατρέχουν κίνδυνο περιουσιακής ζημίας, την έχουν ήδη υποστεί ολοκληρωτικά. Εφόσον, ο περιουσιακός κίνδυνος πλέον αφορά αποκλειστικά τους πιστωτές, γιατί θα πρέπει τις σχετικές αποφάσεις να μπορούν να τις λάβουν αποκλειστικά οι μέτοχοι;

3. Η Πρόταση Οδηγίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής περί προληπτικής αναδιάρθρωσης

α) Εισαγωγή

Η πρόσφατη (2016) Πρόταση Οδηγίας που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή περί προληπτικών πλαισίων αναδιάρθρωσης [5], σε συνέχεια σχετικής Σύστασης του 2014 [6], είναι η πρώτη προσπάθεια για εναρμόνιση των ουσιαστικών πτωχευτικών δικαιών της Ένωσης [7]. Αφορά μεμονωμένα ζητήματα, κυρίως τις προπτωχευτικές διαδικασίες και την δεύτερη ευκαιρία για τους επιχειρηματίες, και όχι άλλα κεντρικά ζητήματα του πτωχευτικού δικαίου (όπως την κήρυξη της πτώχευσης, την κατάταξη των πιστωτών κ.τ.λ.).

Η στόχευση της Επιτροπής, όπως προκύπτει και από το κείμενο που συνοδεύει την πρόταση (explanatory memorandum), είναι τριπλή: Πρώτον, η ενίσχυση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, δεδομένου ότι ένας από τους παράγοντες καλής λειτουργίας αυτού είναι η ύπαρξη λειτουργικού πτωχευτικού πλαισίου. Πράγματι, είναι γνωστό ότι το πτωχευτικό δίκαιο έχει και μακροοικονομική λειτουργία, καθώς απομακρύνει τις αποτυχημένες επιχειρήσεις από την αγορά και συμβάλλει στην επαναφορά περιουσιακών στοιχείων σε παραγωγικές χρήσεις [8]. Δεύτερον, θα πρέπει να διασφαλιστεί ότι οι εξυγιαντικές ενέργειες πρέπει να λαμβάνουν χώρα πριν η επιχείρηση καταστεί αφερέγγυα. Έτσι, οι πιθανότητες

381 επιτυχίας της εξυγίανσης αυξάνονται, αλλά και ταυτόχρονα αποτρέπεται η διόγκωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, εις βάρος του τραπεζικού συστήματος. Τρίτον, θα πρέπει να διευκολυνθεί η αναδιάρθρωση διασυννοριακών επιχειρήσεων.

β) Κύρια στοιχεία της Πρότασης

Σε ό,τι αφορά στο σκέλος της Πρότασης περί προπτωχευτικών διαδικασιών, στο επίκεντρο των διατάξεων βρίσκεται η σύναψη συμφωνίας του οφειλέτη με τους πιστωτές του («σχέδιο αναδιοργάνωσης»), η οποία στοχεύει στην εξυγίανση αυτού. Έτσι, όπως και η διαδικασία εξυγίανσης του ελληνικού δικαίου, η προτεινόμενη διαδικασία είναι προπτωχευτική και καταλήγει σε μία συμφωνία που επικυρώνεται από το δικαστήριο και καθίσταται δεσμευτική έναντι όλων των πιστωτών (άρθρ. 14). Διάφορα συστατικά της διαδικασίας, τα οποία δεν αναλύονται εδώ, θυμίζουν την αντίστοιχη διαδικασία του αμερικανικού δικαίου («*Chapter 11*») αλλά και διαδικασίες άλλων κρατών μελών (αναστολή διώξεων κατά τη διάρκεια της διαδικασίας, διατήρηση της εξουσίας διοίκησης, προστασία νέας χρηματοδότησης, προϋποθέσεις επικύρωσης της συμφωνίας κ.ά.).

Στο πλαίσιο της παρούσας ανάπτυξης είναι χρήσιμο να τονιστεί ότι οι πιστωτές, στο πλαίσιο της προτεινόμενης διαδικασίας, ψηφίζουν κατά κατηγορίες, κατά ομάδες δηλ. ομοειδών

πιστωτών [9]. Οι ομάδες πιστωτών δεν είναι ένα χαρακτηριστικό που μοιράζονται όλες οι έννομες τάξεις της ΕΕ. Στο ελληνικό δίκαιο, τόσο στη διαδικασία εξυγίανσης όσο και στο σχέδιο αναδιοργάνωσης, η απαιτούμενη πλειοψηφία πιστωτών για τη σύναψη της συμφωνίας προσμετράται επί του συνόλου των πιστωτών, και όχι επί της κάθε ομάδας. Σε άλλες έννομες τάξεις, όπως την αγγλική και την αμερικανική, η ψηφοφορία γίνεται σε ομάδες, χωρίς να αποκλείονται ενστάσεις και αμφισβητήσεις ως προς τη σύνθεση των ομάδων. Σημειωτέον, και η Πρόταση Οδηγίας ρητά προβλέπει τη δικαστική εξέταση της κατηγοριοποίησης των πιστωτών, και μάλιστα χωρίς την υποβολή ειδικού αιτήματος από κάποιο θιγόμενο μέρος (άρθρ. 9 παρ. 3).

Προκειμένου να εγκριθεί το σχέδιο, η Πρόταση απαιτεί αυτό να εγκριθεί από όλες τις ομάδες πιστωτών, με πλειοψηφία που δεν θα υπερβαίνει το 75% των πιστωμάτων (άρθρ. 9 παρ. 4). Κατ' εξαίρεση, το άρθρ. 11 επιτρέπει τη σύναψη συμφωνίας ακόμη κι αν δεν έχουν υπερψηφίσει όλες οι ομάδες (πρόκειται, σε αυτή την περίπτωση, για «*cross-class cram-down*»). Ειδικότερα, θα πρέπει τουλάχιστον μία ομάδα να υπερψήφισε το σχέδιο [10] και να τηρούνται ορισμένες βασικές αρχές (πρόκειται βασικά για τις αρχές της απόλυτης προτεραιότητας [11] και της μη χειροτέρευσης της θέσης των πιστωτών). Σε άλλες έννομες τάξεις, αντιθέτως, όπως τη γερμανική, είναι απαραίτητο να υπερψηφίζει η πλειοψηφία των ομάδων, χωρίς να αρκεί η υπερψήφιση από μία ομάδα. Επομένως, πρόκειται για διάταξη που τονίζει τη βούληση της Επιτροπής για εύκολη σύναψη συμφωνιών εξυγίανσης, ακόμη κι αν πολλοί πιστωτές δεν συμφωνούν. Πάντως, θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να συναινεί ο οφειλέτης (άρθρ. 4 παρ. 4), διαφορετικά δεν μπορεί να συναφθεί και επικυρωθεί συμφωνία [12]. Τούτο συνδέεται με τον προπρωχευτικό χαρακτήρα της διαδικασίας.

382

γ) Η θέση των μετόχων σύμφωνα με την Πρόταση

Το «επαναστατικό» στοιχείο της πρότασης, είναι ότι οι μέτοχοι σχηματίζουν και αυτοί μια ξεχωριστή ομάδα, σαν να επρόκειτο για μία ακόμη ομάδα πιστωτών [13]. Γι' αυτό και η πρόταση δεν χρησιμοποιεί τη φράση «ομάδες πιστωτών», αλλά την πιο ουδέτερη φράση «κατηγορίες θιγομένων μερών» [14]. Η προσέγγιση αυτή, η οποία ακολουθείται ήδη στο αμερικανικό και γερμανικό δίκαιο, έχει το εξής αποτέλεσμα: οι μέτοχοι μπορούν να εξαναγκαστούν να δεχθούν μια συμφωνία («*cram down*»), με τους ίδιους όρους με τους οποίους μπορούν να εξαναγκαστούν οι άλλες ομάδες πιστωτών. Εφόσον, δηλαδή, πληρούνται οι όροι του προαναφερθέντος άρθρ. 11, οι μέτοχοι δεσμεύονται, και δεν μπορούν να επικαλεστούν δικαιώματα που θα αντλούσαν από το εταιρικό δίκαιο.

Μάλιστα, ρητά η Πρόταση αναφέρει (άρ. 2 περ. 2) ότι η αναδιάρθρωση μπορεί να περιλαμβάνει μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση του οφειλέτη, συμπεριλαμβανομένου του μετοχικού του κεφαλαίου. Επομένως, η κεφαλαιοποίηση χρέους είναι ένα από τα μέτρα εξυγίανσης τα οποία θα μπορούσαν να περιληφθούν στο σχέδιο αναδιοργάνωσης και να καταστούν υποχρεωτικά έναντι όλων των τάξεων (συμπεριλαμβανομένων των μετόχων), υπό τους όρους του άρθρ. 11.

Πάντως, η Πρόταση δεν επιβάλλει στα κράτη μέλη το σχηματισμό ομάδας από τους μετόχους. Σε περίπτωση, όμως, που κράτος μέλος δεν υιοθετήσει την προσέγγιση αυτή, θα πρέπει (με άλλους τρόπους) να διασφαλίσει ότι οι μέτοχοι δεν δύνανται να αποτρέψουν αδικαιολόγητα την έγκριση ή εφαρμογή σχεδίου αναδιάρθρωσης, το οποίο θα αποκαθιστούσε τη βιωσιμότητα της επιχείρησης (άρθρ. 12). Έτσι, το ελληνικό δίκαιο, αλλά και το γαλλικό, που δεν έχουν υιοθετήσει την προσέγγιση των τάξεων [15], θα μπορούσαν να αξιολογηθούν με το εναλλακτικό αυτό κριτήριο, χωρίς να είναι υποχρεωτική η υιοθέτηση της ομαδοποιημένης ψήφου.

383

δ) Αποτίμηση των προβλέψεων της Πρότασης σχετικά με τη θέση των μετόχων

Είναι φανερό ότι οι προβλέψεις αυτές εισάγουν μια απόκλιση από τη δεύτερη εταιρική Οδηγία (ήδη 2012/30/ΕΕ) [16], η οποία απαιτεί η αύξηση κεφαλαίου να αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση των μετόχων. Γι' αυτό και η Πρόταση Οδηγίας περιλαμβάνει ρητά πρόβλεψη περί παρέκκλισης από την Οδηγία στο άρθρ. 32.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, μπορεί μεν να παρακαμφθεί η βούληση των μετόχων, όμως το σχέδιο αναδιοργάνωσης δεν μπορεί να συναφθεί και επικυρωθεί χωρίς τη συναίνεση του οφειλέτη. Επομένως, σε μία εταιρία με κυρίαρχο μέτοχο ή σε μία οικογενειακή εταιρία, κάθε εξυγιαντική προσπάθεια θα πρέπει να έχει το «πράσινο φως» των κύριων μετόχων. Αξίζει να αναφερθεί εδώ μια ενδιαφέρουσα σκέψη από το Προοίμιο της Πρότασης (σκ. 29):

«Οι μέτοχοι/εταίροι μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων που δεν είναι απλοί επενδυτές αλλά οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης και συμβάλλουν στην επιχείρηση με άλλους τρόπους, για παράδειγμα, προσφέροντας διαχειριστική εμπειρογνωμοσύνη, μπορεί να μην έχουν κίνητρο να προχωρήσουν σε αναδιάρθρωση υπό αυτούς τους όρους. Για τον λόγο αυτό, ο μηχανισμός διακατηγοριακής παράκαμψης των διαφωνιών θα πρέπει να παραμένει προαιρετικός για τον εισηγητή του σχεδίου.»

Όπως φαίνεται, η Επιτροπή αναγνωρίζει την ιδιαιτερότητα στην ιδιοκτησία μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, αλλά και τη στενή σύνδεση μετόχων και εταιρίας. Αυτό που δεν αναφέρεται, αλλά προκύπτει αυτονοήτως από την Πρόταση, είναι ότι ο μηχανισμός παράκαμψης των διαφωνιών δεν θα είναι ούτως ή άλλως διαθέσιμος, εφόσον δεν συμφωνεί ο κύριος μέτοχος, διότι αυτός κατά κανόνα ελέγχει τη βούληση του οφειλέτη, η οποία εκφράζεται από το εκπροσωπευτικό όργανο αυτού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, ενδέχεται να δοκιμαστεί η ικανότητα των διοικούντων να συμβιβάσουν τις εντολές των κύριων μετόχων και την αναγκαιότητα για έγκαιρη λήψη εξυγιαντικών μέτρων, σύμφωνα και με τους κανόνες επιμέλειας που και η ίδια η Πρόταση Οδηγίας αναγνωρίζει (άρθρ. 18).

384 Σημειωτέον, η προσέγγιση αυτή δεν είναι αυτονόητη. Στο γερμανικό [17] και το ελληνικό δίκαιο είναι δυνατή υπό όρους και η παράκαμψη της βούλησης του ίδιου του οφειλέτη. Ειδικότερα, στο ελληνικό δίκαιο, υπάρχει σχετική πρόβλεψη τόσο στη διαδικασία εξυγίανσης (άρθρ. 106β παρ. 2 περ. ε') όσο και στο σχέδιο αναδιοργάνωσης (120 παρ. 3 ΠτωχΚ) [18]. Υπάρχει, όμως, μία σημαντική διαφορά: Οι διαδικασίες αυτές, προκειμένου να εκκινήσουν χωρίς τη βούληση του οφειλέτη, προϋποθέτουν την παύση πληρωμών αυτού, επομένως την περιέλευσή του σε μια κατάσταση που δικαιολογεί την παύση της εξουσίασης επί της επιχείρησης (όπως συμβαίνει στην πτώχευση). Η διαδικασία της Πρότασης, αντιθέτως, έχει αμιγή προπτωχευτικό χαρακτήρα, καθώς διατίθεται όταν υπάρχει «πιθανότητα αφερεγγυότητας», και σκοπός της είναι η αποτροπή της αφερεγγυότητας (άρθρ. 1 παρ. 1).

Τούτο γεννά έναν άλλο προβληματισμό. Ποια η έννοια της πιθανότητας αφερεγγυότητας; Αν δεχθούμε ότι πρόκειται για έναν όλως αόριστο όρο, ανακύπτουν ορισμένες δυσκολίες. Ειδικότερα, προκειμένου να δικαιολογηθεί η παρέμβαση στα δικαιώματα της μειοψηφίας των πιστωτών, θα πρέπει να πρόκειται για μια επιχείρηση με σοβαρές δυσκολίες. Διαφορετικά, σε μια υγιή επιχείρηση, η μειοψηφία θα διαμαρτύρεται ότι θα μπορούσε να ικανοποιηθεί πλήρως. Άλλωστε, η εν λόγω διαδικασία (όπως και γενικά οι εξυγιαντικές διαδικασίες) βασίζεται στην αρχή ότι οι θιγόμενοι πιστωτές λαμβάνουν τουλάχιστον ό,τι θα λάμβαναν σε περίπτωση άμεσης πτώχευσης και ρευστοποίησης της περιουσίας (βλ. άρθρ. 2 περ. 9 της Οδηγίας, που προσθέτει και το εναλλακτικό σενάριο της πώλησης της επιχείρησης εν λειτουργία). Η εν λόγω αρχή χάνει το νόημά της, εφόσον η πτώχευση είναι μια απομακρυσμένη πιθανότητα αλλά κάτι το οποίο θα συμβεί άμεσα εφόσον δεν προχωρήσει η εξυγίανση της εταιρίας. Επομένως, οι εθνικοί νομοθέτες θα πρέπει να εξειδικεύουν καταλλήλως την έννοια της πιθανότητας αφερεγγυότητας.

Περαιτέρω, αξίζει να αναφερθεί ότι σε περίπτωση παράκαμψης της κατηγορίας των μετόχων, με τον μηχανισμό του «*cross-class cram-down*», το άρθρ. 13 παρ. 2 απαιτεί να αποτιμηθεί η αξία της επιχείρησης με βάση την αξία της επιχείρησης εν λειτουργία

(«*enterprise value*») από τη δικαστική ή διοικητική αρχή που επικυρώνει τη συμφωνία. Η αξία αυτή, κατά τη σκ. 30 του Προοιμίου, είναι ανώτερη από την αξία εκκαθάρισης της επιχείρησης εν λειτουργία («*going-concern liquidation value*»), διότι λαμβάνει υπόψη και την μακροπρόθεσμη αξία της επιχείρησης. Όμως, αφενός η αξία αυτή είναι πολύ δύσκολο να προσδιοριστεί [19], αφετέρου δεν είναι σαφές γιατί απαιτείται αυτή η άσκηση ειδικά σε αυτή την περίπτωση σύναψης συμφωνίας. Επίσης, δεν είναι σαφές γιατί σε αυτή την περίπτωση υπάρχει απόκλιση από τον κανόνα (που καθιερώνεται στην παρ. 1 του ίδιου άρθρ. και ισχύει και στο αμερικανικό δίκαιο [20]) ότι το δικαστήριο απασχολείται με θέματα αποτίμησης μόνο σε περίπτωση υποβολής σχετικής ένστασης.

385

Τέλος, μία ακόμη τεχνική δυσκολία ενδέχεται να ανακύψει σε περίπτωση επιτυχούς προσβολής επικυρωθέντος σχεδίου αναδιοργάνωσης, κατά το άρθρ. 15. Η παρέμβαση σε δικαιώματα των μετόχων, ιδίως με τη μορφή κεφαλαιοποίησης χρέους, έχει συνέπειες που δύσκολα μπορούν να αναστραφούν. Επομένως, ίσως θα είχε αξία μία ειδικότερη πρόβλεψη για αυτή την περίπτωση.

4. Δικαιοσυγκριτική αναφορά

Πρόσφατες διατάξεις διαφόρων εννόμων τάξεων, ήδη πριν την υιοθέτηση της ως άνω Οδηγίας, αντιμετωπίζουν με καινοτόμο τρόπο το ζήτημα της (υποχρεωτικής) συμμετοχής των μετόχων σε αναγκαία μέτρα εξυγίανσης, όπως είναι η κεφαλαιοποίηση χρέους:

α) Γερμανία

Το γερμανικό δίκαιο δεν διαθέτει προπρωχευτική διαδικασία, αλλά το (ενδοπρωχευτικό) σχέδιο αναδιοργάνωσης. Οι μεταρρυθμίσεις του 2011 [21] στόχευσαν στη βελτίωση της διαδικασίας αυτής, ώστε μία προπρωχευτική διαδικασία να είναι περιττή. Ύστερα από τις οικείες νομοθετικές τροποποιήσεις, οι μέτοχοι διαμορφώνουν χωριστή ομάδα, η οποία λαμβάνει μέρος στις ψηφοφορίες. Το σχέδιο μπορεί να γίνει αποδεκτό, ακόμη και χωρίς συναίνεση της ομάδας των μετόχων, εφόσον η πλειοψηφία των ομάδων εγκρίνει το σχέδιο και δεν αναμένεται ότι οι μέτοχοι θα βρεθούν σε χειρότερη θέση με το σχέδιο, σε σύγκριση με τη θέση στην οποία θα βρίσκονταν χωρίς το σχέδιο (§ 245 InsO). Αυτό μπορεί εύκολα να αποδειχθεί, στο βαθμό που στο σενάριο της πτώχευσης οι μέτοχοι δεν θα ικανοποιούνταν καθόλου. Πέραν τούτου, όπως αναφέρθηκε ήδη (υπό 3 δ), μπορεί να παρακαμφθεί και η ελλείπουσα συναίνεση του οφειλέτη. Πάντως, οι νέες διατάξεις δεν έχουν τύχει ως τώρα συχνής εφαρμογής.

β) Γαλλία

386

Πιο πρόσφατες είναι οι παρεμβάσεις του Γάλλου νομοθέτη στα ίδια ζητήματα. Με νομοθεσία του 2014, καθώς και του 2015 («νόμος Μακρόν») [22], τροποποιήθηκε, μεταξύ άλλων, η διαδικασία της «*redressment judiciaire*». Η διαδικασία αυτή στοχεύει μεν στην αναδιοργάνωση της επιχείρησης, εκκινεί όμως αφού περιέλθει ο οφειλέτης σε παύση πληρωμών. Σημαντικές εξουσίες δίνει ο νομοθέτης στο δικαστήριο, εφόσον πρόκειται για επιχειρήσεις που ξεπερνούν ορισμένο μέγεθος. Ειδικότερα, το δικαστήριο μπορεί: *i)* να διορίσει έναν εντολοδόχο («*mandataire*») με εξουσία να συγκαλέσει τη συνέλευση των μετόχων και να ψηφίσει στη θέση αυτών που αρνούνται να υπερψηφίσουν τα αναγκαία εξυγιαντικά μέτρα, και *ii)* να διατάξει τους διαφωνούντες μετόχους να μεταβιβάσουν τις μετοχές τους σε πρόσωπα που δέχονται να συμμορφωθούν με τις διατάξεις του σχεδίου [23]. Σε περίπτωση διαφωνιών ως προς την αξία των μετοχών, διορίζεται εμπειρογνώμονας. Αξίζει να σημειωθεί ότι – σε αντίθεση με άλλες διαδικασίες, όπως την «*sauvegarde*»– στην περίπτωση της «*redressment judiciaire*» και οι πιστωτές μπορούν να ζητήσουν την εκκίνηση της διαδικασίας (προφανώς επειδή ο οφειλέτης έχει παύσει πληρωμές).

Είναι φανερό ότι η γαλλική νομοθεσία ακολουθεί άλλο μοντέλο από τη γερμανική, αφού οι μέτοχοι δεν ομαδοποιούνται, αλλά υποκαθίσταται η βούλησή τους με *ad hoc* δικαστική κρίση. Κατά τούτο η ελληνική νομοθεσία, που θα αναφερθεί αμέσως παρακάτω, προσεγγίζει περισσότερο τη γαλλική.

γ) Ελλάδα

Με το Ν. 4446/2016 επήλθε μία θεμελιώδης αλλαγή στη διαδικασία εξυγίανσης του ΠτωχΚ [24]. Η διαδικασία αυτή ήταν μεν ήδη διαθέσιμη και σε επιχειρήσεις που έχουν παύσει πληρωμές, όμως μόνο ο οφειλέτης μπορούσε να ζητήσει την εκκίνησή της. Με τις νέες διατάξεις, οι πιστωτές μπορούν να αιτούνται την επικύρωση συμφωνίας εξυγίανσης, εφόσον, πάντως, ο οφειλέτης βρίσκεται σε παύση πληρωμών (άρθρ. 100 παρ. 1 ΠτωχΚ). Η συναίνεση του οφειλέτη δεν απαιτείται, εφόσον προκύπτει ότι η νομική και οικονομική θέση αυτού δεν χειροτερεύουν με τη συμφωνία (άρθρ. 106β παρ. 2 περ. ε΄ ΠτωχΚ [25]). Ταυτόχρονα, το άρθρ. 101 ΠτωχΚ παρέχει το εργαλείο για την παράκαμψη της βούλησης των μετόχων που δεν αποδέχονται τα αναγκαία εξυγιαντικά μέτρα (στην περίπτωση, ασφαλώς, που η εφαρμογή τους απαιτεί απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων). Το δικαστήριο –με την απόφαση με την οποία επικυρώνει τη συμφωνία– δύναται να διορίσει ειδικό εντολοδόχο με 387 εξουσία να συγκαλέσει τη συνέλευση αλλά και να ασκήσει το δικαίωμα ψήφου των καταχρηστικά αρνούμενων να συμπράξουν μετόχων [26].

Επομένως, σε μία επιχείρηση με κυρίαρχο μέτοχο, ο ΠτωχΚ δίνει το εργαλείο στους μετόχους να επιβάλουν την κεφαλαιοποίηση χρέους ως εξυγιαντικό μέτρο, εφόσον ο οφειλέτης βρίσκεται σε παύση πληρωμών, παρακάμπτοντας έτσι τη βούληση του οφειλέτη και της γενικής συνέλευσης. Η Πρόταση Οδηγίας, αντιθέτως, απευθύνεται σε επιχειρήσεις που δεν έχουν παύσει ακόμη πληρωμές, και επιτρέπει επέμβαση στα δικαιώματα των μετόχων, μόνο εφόσον ο οφειλέτης (δηλ. το εκπροσωπευτικό όργανο της εταιρίας) συναινεί.

5. Συμπεράσματα

Από τα ως άνω είναι εμφανές ότι μια νέα τάση αναπτύσσεται στα πτωχευτικά δίκαια των ευρωπαϊκών κρατών: η διευκόλυνση της κεφαλαιοποίησης χρέους, ακόμη και χωρίς τη σύμφωνη γνώμη του οφειλέτη και των μετόχων. Η παράκαμψη της βούλησης του οφειλέτη υποδηλώνει ότι η κεφαλαιοποίηση χρέους δεν είναι πλέον μόνο μέτρο συναινετικών συμφωνιών εξυγίανσης. Ακόμη, η παράκαμψη της βούλησης των μετόχων υποδηλώνει ότι πλέον οι μέτοχοι αντιμετωπίζονται ως μια ακόμη ομάδα πιστωτών, τη βούληση της οποίας μπορεί κανείς να παρακάμψει εφαρμόζοντας το κριτήριο της μη χειροτέρευσης της θέσης τους σε σχέση με το σενάριο της πτώχευσης («*no creditor worse off*»).

Η τάση αυτή αποτελεί εύλογη αντίδραση στον διαφαινόμενο κίνδυνο η αντίσταση μετόχων που δεν έχουν τίποτε να χάσουν είτε να αποτρέψει τη διάσωση βιώσιμων επιχειρήσεων είτε να μεταφέρει αξία στους μετόχους από τους πιστωτές ως αποτέλεσμα της εκβιαστικής απειλής να παρεμποδίσουν την επιχειρηματική διάσωση.

Είτε υιοθετήσει κανείς την προσέγγιση του γερμανικού είτε του γαλλικού ή του ελληνικού δικαίου, είναι αναμφισβήτητο ότι η επέμβαση στα δικαιώματα των μετόχων είναι έντονη. Για το λόγο αυτό είναι προφανής η ανάγκη στάθμισης ωφέλειας και κόστους που συνεπάγεται. Θα μπορούσε κανείς να σκεφτεί πιο ήπιες μεθόδους; Οι μετατρέψιμες υπό όρο ομολογίες («*contingent convertible bonds*») επιτυγχάνουν παρεμφερή αποτελέσματα με την κεφαλαιοποίηση χρέους, καθώς τρέπεται το χρέος της εταιρίας σε μετοχές όταν επισυμβούν ορισμένα γεγονότα (συνήθως, αυτά σχετίζονται με την κακή πορεία της εταιρίας). Οι ομολογίες αυτές δεν θίγουν τα δικαιώματα των μετόχων (αφού έχουν συμφωνηθεί εξ αρχής), όμως είναι ζήτημα αν θα υπάρχει η προνοητικότητα ή βούληση των μετόχων να τις εισαγάγουν.

388 Σε κάθε περίπτωση, οι νέες διατάξεις έχουν και προληπτική αξία. Η ύπαρξη τους, δηλαδή, θα λειτουργήσει ως μοχλός πίεσης στους μετόχους να αποδεχθούν τις διαπραγματεύσεις και το προϊόν τους. Από την άλλη πλευρά, οι διατάξεις αυτές ίσως ενθαρρύνουν στρατηγικές «*loan to own*», δηλ. τη χορήγηση δανείων με σκοπό την τελική απόκτηση εταιριών (κάτι το οποίο συνήθίζεται από ορισμένες κατηγορίες *funds*) [27]. Πρόκειται, ασφαλώς, για υποθέσεις που θα κριθούν στην πράξη.

[1]. Η παρούσα μελέτη αποδίδει εισήγηση των γραφόντων στις 16.06.2017 στο ετήσιο συνέδριο του *International Exchange of Experience on Insolvency Law* (IEEI) στο Τάλιν με θέμα: «Shareholder rights in reorganization proceedings».

[2]. Ως γνωστόν, σε περίπτωση αφερεγγυότητας οι μέτοχοι ικανοποιούνται μόνο μετά την πλήρη ικανοποίηση των πιστωτών της εταιρίας.

[3]. Βλ. ιδίως τις υποθέσεις *Καρέλλα* (C-19/90, C-20/90), *Παφίτης* (C-441/93) και *Κεφάλας* (C-367/96).

[4]. Βλ. και *N. Ρόκα*, Η «κοινωνικοποίηση» των μετοχικών δικαιωμάτων, εις: τ.τ. Α. Αντάπαση, 2013, σ. 889 επ.

[5]. COM(2016) 723 final. Βλ. ενδεικτικά *Eidenmüller*, Contracting for a European Insolvency Regime, 2017, διαθέσιμο σε: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2896340· *Mock*, Das künftige (harmonisierte) Insolvenzrecht - Entwurf einer Richtlinie zum Unternehmensinsolvenzrecht, NZI 2016, 977· *Sax/Ponseck/Swierczok*, Ein vorinsolvenzliches Restrukturierungsverfahren für europäische Unternehmen, BB 2017, 323 επ. Σημειώνεται ότι ο πρώτος εκ των γραφόντων συμμετείχε στην ομάδα ειδικών (expert group) που συμβούλευσε την Επιτροπή κατά τη σύνταξη της Πρότασης

[6]. Βλ. σχετικά *Αλ. Ρόκα*, Οι πρόσφατες τροποποιήσεις στη διαδικασία εξυγίανσης με το Ν. 4336/2015 και η συνάρμοσή τους με τη Σύσταση της Επιτροπής για μια νέα προσέγγιση στην αφερεγγυότητα, σε: τ.τ. Γεωργακόπουλου, 2016, σ. 739, 742 επ. με περαιτέρω παραπομπές.

[7]. Ως γνωστόν, ο Κανονισμός περί διαδικασιών αφερεγγυότητας (2015/848, προηγουμένως 1346/2000) αφορά ζητήματα ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, όπως το εφαρμοστέο δίκαιο ή την αναγνώριση των διαδικασιών σε άλλα κράτη μέλη.

[8]. Βλ. επ' αυτού *C. Paulus/Σ. Ποταμίτη/Αλ. Ρόκα/Ι. Tirado*, Το Πτωχευτικό Δίκαιο ως ένας από τους βασικούς πυλώνες της οικονομίας της αγοράς - κριτική επισκόπηση του ελληνικού πτωχευτικού δικαίου, ΔΕΕ 2015, σ. 1065 επ.

[9]. Χωριστή ομάδα δημιουργούν και οι μέτοχοι/εταίροι, όπως θα αναφερθεί παρακάτω.

[10]. Η ομάδα αυτή, σύμφωνα με την Πρόταση, δεν μπορεί να είναι η ομάδα των μετόχων ή οποια άλλη ομάδα δεν θα λάμβανε τίποτα σε περίπτωση άμεσης ρευστοποίησης.

[11]. Σύμφωνα με την αρχή αυτή, θα πρέπει να υπάρχει πλήρης ικανοποίηση της μίας κατηγορίας πιστωτών πριν την ικανοποίηση άλλης κατηγορίας χαμηλότερης κατάταξης (άρθρ. 2 περ. 10). Η αρχή αυτή δύσκολα θα μπορούσε να εφαρμοστεί στο ελληνικό δίκαιο, ως έχει σήμερα, καθώς οι κανόνες κατάταξης των πιστωτών (άρθρ. 977 ΚΠολΔ, 156 ΠτωχΚ) αντιμετωπίζουν τους ανέγγυους πιστωτές όχι ως χαμηλότερης κατάταξης αλλά ως δικαιούχους του 10% του προϊόντος, ανεξαρτήτως του βαθμού ικανοποίησης των άλλων κατηγοριών πιστωτών.

[12]. Αντίθετη η πρόβλεψη του ελληνικού ΠτωχΚ, ύστερα από το Ν. 4446/2016. Βλ. σχετικά παρακάτω.

[13]. Γίνεται λόγος για οιονεί πιστωτές («Quasi-Gläubiger» («*Seibt/Bulgrin*, Strategische Insolvenz, ZIP 2017, 353, 360.

[14]. Τα «θιγόμενα μέρη» ορίζονται στο άρθρ. 2 περ. 3.

[15]. Βλ. παρακάτω.

[16]. Όπως ερμηνεύτηκε και με τη νομολογία που αναφέρθηκε υπό 2.

[17]. § 247 InsO.

[18]. Στο γερμανικό δίκαιο υπάρχει διάταξη μόνο για το σχέδιο αναδιοργάνωσης, εφόσον δεν διατίθεται άλλη προπτωχευτική διαδικασία.

[19]. *Eidenmüller*, ό.π., σ. 13.

- [20]. Βλ. *Baird*, Elements of Bankruptcy, 5^η έκδ., 2010, σ. 251.
- [21]. Με το νόμο «ESUG»· βλ. *Hirte*, DB 2011, 632, 693 και στην ελληνική βιβλιογραφία *Αλ. Ρόκα*, Προπτωχευτική διαδικασία εξυγίανσης επιχειρήσεων, 2^η έκδ., 2014, σ. 38 επ.
- [22]. Βλ. σχετικά *Αλ. Ρόκα*, ΕΕμπΔ 2014, 797-8, ΕΕμπΔ 2015, 999.
- [23]. Σημειωτέον ότι και ο *M. Balz* είχε προτείνει παλαιότερα την εισαγωγή της δυνατότητας των μετόχων να προκαλούν την εκποίηση των μετοχών του οφειλέτη· βλ. *Balz*, Equity Auctions and a New Concept of Priority: Two Bankruptcy Reform Proposals, 2001, διαθέσιμο στο SSRN: <https://ssrn.com/abstract=264511>.
- [24]. Για τη μεταρρύθμιση συνολικά βλ. πρόσφατα *Σκαλίδη*, ΔΕΕ 2017, 755 επ.
- [25]. Για την αντίστοιχη διάταξη του σχεδίου αναδιοργάνωσης (άρθρ. 120 ΠτωχΚ) έγινε λόγος ήδη πιο πάνω υπό 3 δ.
- [26]. Επιφυλάξεις για τη συνταγματικότητα της διάταξης διατυπώνει ο *N. Ρόκας*, Η «κοινωνικοποίηση» των μετοχικών δικαιωμάτων, ό.π., σ. 889, 906.
- [27]. Βλ. σχετικά *Bücker/Petersen*, Kapitalmarkttransparenz bei Restrukturierungen, ZGR 2013, 802 επ.