

Πρόσκληση στο κοινό για συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο υπό ίδρυση τράπεζας. Προϋποθέσεις έγκρισης δημόσιας εγγραφής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (γνωμ.)

ΔΗΜΗΤΡΗ Γ. ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗ, Δ.Ν., Δικηγόρου

I. Ιστορικό και Ερωτήματα

Η Ανώνυμη Εταιρία Ιδρύσεως της Τραπεζής Π... έχει ως σκοπό, τηρώντας την προβλεπόμενη στο άρθρο 6 του Ν 2076/1992 διαδικασία για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος, να προχωρήσει στη σύσταση ανώνυμης τραπεζικής εταιρίας με την επωνυμία Τράπεζα Π... είτε με την ίδρυση νέας εταιρίας είτε με τη μετατροπή της υπάρχουσας σε τραπεζική, έχει δε προβεί σε δημοσιεύσεις στον τύπο, με τις οποίες απευθύνει πρόσκληση για «δημόσια προεγγραφή» στην υπό ίδρυση Τράπεζα Π..., σκοπεί δε να ζητήσει από τους επενδυτές να καταθέσουν τα ποσά με τα οποία θα συμμετάσχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της υπό ίδρυση Τράπεζας Π... σε πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί στην Ελλάδα, στην Τράπεζα*.

Ενόψει των ανωτέρω, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μου έθεσε τα εξής ερωτήματα:

1. Ποία η έννοια της «πρόσκλησης προς το κοινό» και της «δημόσιας εγγραφής» και από ποιες διατάξεις καλύπτεται το θέμα; Συντρέχει εν προκειμένω περίπτωση «πρόσκλησης προς το κοινό»;
2. Ποία η αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση υποβολής σ' αυτήν αιτήσεως για την έγκριση δημόσιας εγγραφής ή πρόσκλησης στο κοινό για τη συλλογή των αποταμιεύσεων του κοινού προς επένδυση σε κινητές αξίες;
3. Είναι δυνατό να απευθύνεται πρόσκληση προς το κοινό για επένδυση σε κινητές αξίες και να λαμβάνει χώρα δημόσια εγγραφή, χωρίς εισαγωγή των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο;
4. Ποία η έννοια της «επένδυσης σε κινητές αξίες» κατά το άρθρο 5 του ΠΔ 52/1992 και ποιος ο χρόνος της πραγματοποίησής της;
5. Ποία στάση οφείλει, εκ του νόμου, να τηρήσει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έναντι της Ανώνυμης Εταιρίας Ιδρύσεως της Τράπεζας Π... και ποια η χρονική σειρά όλων των διαδικασιών, δηλαδή της παρέμβασής της, με την έννοια της έγκρισης της πρόσκλησης που απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό, της δημόσιας εγγραφής και του ενημερωτικού δελτίου, σε σχέση με τη χορήγηση άδειας λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος, την πρόσκληση που θα απευθυνθεί στο επενδυτικό κοινό, τη δημόσια εγγραφή και τη συλλογή των χρημάτων;

II. Απαντήσεις

Η γνώμη επί των ανωτέρω ερωτημάτων είναι η εξής:

A. Νομοθετική ρύθμιση των προϋποθέσεων της πρόσκλησης προς το κοινό προς πραγματοποίηση επενδύσεων

1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Το θέμα της πρόσκλησης που απευθύνεται προς το κοινό με σκοπό τη συλλογή χρηματικών ποσών για την απόκτηση από τους επενδυτές κινητών αξιών αποτελεί αντικείμενο ρύθμισης περισσότερων νομοθετημάτων. Τα σημαντικότερα από αυτά είναι τρία: Ο Ν 876/1979 (άρθρο 10), το ΠΔ 52/1992 και, ειδικώς ως προς την επένδυση σε τίτλους που εκδίδονται από ανώνυμες εταιρίες, ο ΚΝ 2190/1920 (άρθρο 8α). Τα παραπάνω νομοθετήματα, διαφορετικής ιστορικής προέλευσης, δικαιοπολιτικής σύλληψης και πεδίου εφαρμογής το κάθε ένα, εμφανίζουν σημαντικά κοινά γνωρίσματα ως προς το αντικείμενο ρύθμισης και, ερμηνευτικώς, οδηγούν σε ουσιαστικές ταυτόσημες λύσεις.

2. Οι νομοθετικές ρυθμίσεις

Η παράγραφος 1 του άρθρου 10 του Ν 876/1979, όπως έχει τροποποιηθεί με το άρθρο 35 παρ. 4 του Ν 1806/1988, προβλέπει τα εξής:

«Επιφυλασσομένων των περί Χρηματιστηρίου Αξιών διατάξεων και των διατάξεων του ΝΔ 608/1970, απαγορεύεται η υπό φυσικών ή νομικών προσώπων διενέργεια καθ' οιονδήποτε τρόπον διαφημίσεων, γνωστοποιήσεων, δηλώσεων ή ανακοινώσεων, προς τον σκοπόν προσελκύσεως του κοινού δι' επένδυσην χρηματικών ποσών εις παντός είδους χρεώγραφα, ως και η συγκέντρωση αποταμιεύσεων του κοινού διά την συμμετοχήν του εις οιασδήποτε μορφής επενδυτικά προγράμματα, εκτός αν χορηγηθή ειδική προς τούτο άδεια υπό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς».

Εξάλλου, το ΠΔ 52/1992 καθορίζει τους όρους «κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες σε συμμόρφωση προς την Οδηγία 89/298/ΕΟΚ». Σύμφωνα με αυτό το προεδρικό διάταγμα, για να απευθυνθεί πρόσκληση προς το κοινό «για επένδυση σε κινητές αξίες», πρέπει ο προσκαλών να έχει δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο κατά τις διατάξεις του προεδρικού διατάγματος (βλ. κυρίως άρθρο 5 ΠΔ 52/1992).

Τέλος, το άρθρο 8α του ΚΝ 2190/1920 ρυθμίζει θέματα κάλυψης του μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας και σύναψης ομολογιακού δανείου από ανώνυμη εταιρία με δημόσια εγγραφή.

3. Ερμηνευτικά ζητήματα

Από τη διατύπωση του άρθρου 10 του Ν 876/1979 και του άρθρου 5 του ΠΔ 52/1992 συνάγεται ότι το πρώτο νομοθέτημα έχει ευρύτερο πεδίο ρύθμισης του δευτέρου. Η διαφοροποίηση αφορά το σκοπό της πρόσκλησης: Ενώ το ΠΔ 52/1992 ορίζει τις προϋποθέσεις της πρόσκλησης που απευθύνεται στο κοινό για επένδυση χρηματικών ποσών σε κινητές αξίες, το άρθρο 10 του Ν 876/1979 αφορά την πρόσκληση που απευθύνεται στο κοινό όχι μόνον για την προσέλκυση του για επένδυση σε κάθε είδους χρεώγραφα¹, αλλά και για τη συγκέντρωση των αποταμιεύσεων του για τη συμμετοχή του σε οποιαδήποτε μορφής επενδυτικά προγράμματα.

Περιεχόμενο ρύθμισης του άρθρου 8α του ΚΝ 2190/1920 είναι το ειδικότερο, και ως προς τα δύο παραπάνω νομοθετήματα, ζήτημα της ανώνυμης εταιρίας που προσφεύγει στο κοινό για να καλύψει το μετοχικό της κεφάλαιο ή για να διαθέσει τις ομολογίες που εκδίδει.

Είναι χαρακτηριστικό ότι και τα τρία παραπάνω νομοθετήματα απαιτούν άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να επιτραπεί η πρόσκληση προς το κοινό ή η δημόσια εγγραφή (άρθρο 10 Ν 876/1979, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 35 παρ. 4 του Ν 1806/1988, άρθρο 15 ΠΔ 52/1992 και άρθρο 8α παρ. 5 ΚΝ 2190/1920).

Τίθεται λοιπόν το θέμα της σχέσεως των τριών αυτών νομοθετημάτων υπό το πρίσμα της αρμοδιότητας παρέμβασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην εξεταζόμενη περίπτωση: Υπό ποιές προϋποθέσεις θα παράσχει την άδειά της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον γίνει δεκτό ότι συντρέχει περίπτωση εφαρμογής των εν λόγω νομοθετημάτων, εάν δηλαδή έχουμε πρόσκληση προς το κοινό ή δημόσια εγγραφή;

Πριν μελετηθεί το θέμα αυτό, του προσδιορισμού δηλαδή των προϋποθέσεων υπό τις οποίες η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα χορηγήσει την προβλεπόμενη άδεια, είναι όμως απαραίτητη η εξέταση της έννοιας της πρόσκλησης προς το κοινό, που αποτελεί το κεντρικό σημείο αναφοράς, γύρω από το οποίο οικοδομούνται οι νομικές συνέπειες και των τριών ανωτέρω νομοθετημάτων.

B. Η πρόσκληση προς το κοινό

1. Έννοια και ερμηνευτικά προβλήματα

Ο όρος «πρόσκληση προς το κοινό» δεν ορίζεται ούτε στο ελληνικό, αλλά ούτε και στο παράγωγο κοινοτικό δίκαιο. Οι δυσχέρειες στον προσδιορισμό του περιεχομένου του εμφανίζονται και σε κοινοτικό επίπεδο. Αξίζει να τονισθεί ότι η Οδηγία 89/298/ΕΟΚ αποφεύγει να ορίσει τον όρο «πρόσκληση προς το κοινό», λόγω των διαφορετικών αντιλήψεων που κρατούν στα κράτη-μέλη ως προς το θέμα αυτό, αφήνοντας τα κράτη-μέλη ελεύθερα να καθορίσουν μόνα τους το ακριβές περιεχόμενο του όρου αυτού².

Η εξειδίκευση της «πρόσκλησης προς το κοινό», ως αόριστης νομικής έννοιας, είναι πάντως εξαιρετικά δυσχερής, καθόσον ούτε από την επιστήμη ούτε από τα διδάγματα της πείρας είναι ευχερής η ασφαλής οριοθέτηση της έννοιας αυτής και ο προσδιορισμός των στοιχείων της. Για την

ερμηνεία της είναι, επομένως, αναγκαία η τελεολογική της προσέγγιση, με προσανατολισμό στο σκοπό του νόμου.

2. Ερμηνευτικά κριτήρια

α. Τα στοιχεία του πραγματικού

Απαραίτητη είναι αρχικώς η επισήμανση των βασικών κριτηρίων, στα οποία θα πρέπει να βασιστεί ο ερμηνευτής που καλείται να εξειδικεύσει τον όρο «πρόσκληση προς το κοινό». Τα κριτήρια αυτά είναι πολλά και, πέραν της ερμηνείας των κατ' ιδίαν εννοιών «πρόσκληση» και «κοινό» που συνθέτουν τον όρο, απαιτείται η συνδυαστική αξιολόγησή τους και η χρησιμοποίηση περισσότερων ερμηνευτικών μεθόδων, προκειμένου να καταλήξει κανείς σε συμπέρασμα σύμφωνο με το σκοπό του νόμου.

β. Οι έννοιες «πρόσκληση» και «κοινό»

Η έννοια «πρόσκληση» εμφανίζει τα λιγότερα προβλήματα. Ως τοιαύτη νοείται κάθε προφορική, γραπτή ή εικαστική μορφή έκφρασης που απευθύνεται³ σε πρόσωπα, με σκοπό την προσέλκυση τους προς συγκεκριμένη ενέργεια, δηλαδή την πραγματοποίηση επένδυσης ή τη συλλογή των αποταμιεύσεων.

Από τη διάταξη του άρθρου 5 του ΠΔ 52/1992 προκύπτει ότι όχι οποιαδήποτε πρόσκληση με στόχο την προσέλκυση επενδυτών για την επένδυση σε κινητές αξίες κρίνεται εκδόσεως ενημερωτικού δελτίου κατόπιν άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αλλά μόνον εκείνη που απευθύνεται στο (ευρύ) κοινό. Τίθεται λοιπόν το θέμα προσδιορισμού της σημασίας που προσδίδεται στην έννοια αυτή, με βάση το νομοθετικό σκοπό των εξεταζόμενων νομοθετημάτων.

γ. Πρόσκληση προς το κοινό και ιδιωτική τοποθέτηση

Η έννοια της «πρόσκλησης προς το (ευρύ) κοινό» αντιδιαστέλλεται προς την έννοια της «ιδιωτικής τοποθέτησης»⁴. Είναι σύνηθες, τόσο στη διεθνή όσο και στην ελληνική πρακτική, να απευθύνονται επιχειρηματίες, είτε οι ίδιοι είτε μέσω χρηματοπιστωτικών και επενδυτικών οργανισμών (επενδυτικών τραπεζών, επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών κλπ.), σε περιορισμένο, ειδικά επιλεγμένο αριθμό επενδυτών, προτείνοντάς τους τη συμμετοχή τους σε συγκεκριμένη επενδυτική δραστηριότητα, οπότε συντρέχει περίπτωση ιδιωτικής τοποθέτησεως. Στην περί-

1. Οι όροι χρεώγραφα και κινητές αξίες των δύο νομοθετημάτων πρέπει να νοηθούν εν προκειμένω ως ταυτόσημοι.
2. Πρβλ. το προσήμιο της Οδηγίας του Συμβουλίου της 17ης Απριλίου 1989 «για το συντονισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες», όπου διαπιστώνεται ότι «προς το παρόν, δεν κατέστη δυνατό να τεθεί κοινός ορισμός του όρου «πρόσκληση προς το κοινό» και όλων των στοιχείων που τη συνιστούν».
3. Πρβλ. *Μ. Τσιμπιλίου*: Η δημόσια προσφορά αγοράς μετοχών (1994), σελ. 68.
4. Πρβλ. *Α. Γεωργιάδου*: Εγχειρίδιο, τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις - τεύχος 1 - Αξιώγραφα (1985), σελ. 199, *Δ. Τσιμπιλίου*: Οι επενδυτικές υπηρεσίες στο ελληνικό και κοινοτικό δίκαιο (1989), σελ. 32-34, *Μ. Τσιμπιλίου*, 1994 (υποσ. 3), σελ. 62 επ., *Κ. Hopf*: Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen (1991), αρ. 31, σελ. 17.

πτωση μάλιστα που παρεμβάλλεται ειδικευμένος χρηματοπιστωτικός οργανισμός, αυτός παρέχει ταυτόχρονα και τη δική του ανεξάρτητη εκτίμηση των προσφερομένων κινητών αξιών.

Η ειδοποιός διαφορά μεταξύ της πρόσκλησης προς το κοινό και της ιδιωτικής τοποθέτησης αφορά κυρίως τα πρόσωπα, στα οποία απευθύνεται η πρόσκληση, και συνδέεται τόσο με τον αριθμό τους (αριθμητικό κριτήριο) όσο και με την ιδιότητά τους, αλλά και τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιείται η πρόσκληση (λειτούργει κριτήριο)⁵. Στην ιδιωτική τοποθέτηση η διατύπωση της πρόσκλησης γίνεται κατά τρόπο προσωπωπαγή, έτσι που να αποκλείεται η διεύρυνση των προσώπων που λαμβάνουν γνώση του γεγονότος.

Αναμφισβήτητα συντρέχει περίπτωση πρόσκλησης προς το κοινό όταν ο εκδότης απευθύνεται σε αόριστο αριθμό προσώπων χρησιμοποιώντας τα λεγόμενα μέσα μαζικής ενημέρωσης και επικοινωνίας: Αν η πρόσκληση απευθύνεται, αδιακρίτως, σε οποιονδήποτε επενδυτή και λαμβάνεται μέριμνα για τη δημοσιοποίησή της με τρόπο που, αντικειμενικά, έχει ως αποτέλεσμα τη γνώση της από μεγάλο αριθμό προσώπων, ανεξάρτητα από τον ειδικό τρόπο με τον οποίο θα επιδιωχθεί αυτή η δημοσιότητα (π.χ. δια του τύπου, ραδιοφώνου, τηλεοράσεως, με διανομή στο κοινό διαφημιστικών φυλλαδίων κ.λπ.), δεν υπάρχει αμφιβολία ως προς την κατάφαση της πληρωσέως των όρων του πραγματικού της γενικής ρήτρας της «προσκήσεως προς το κοινό»⁶.

Δυσχέρειες προκύπτουν εν τούτοις, όταν γίνεται επιλογή των προσώπων προς τα οποία απευθύνεται αυτή η πρόταση για επένδυση. Έτσι, η αξιολόγηση της μορφής της πρόσκλησης καθίσταται δυσχερέστερη όταν δεν χρησιμοποιούνται μεν μέσα μαζικής ενημέρωσης, η πρόσκληση όμως απευθύνεται, έστω και προσωπικά, σε μεγάλο αριθμό προσώπων και τα κριτήρια επιλογής τους παύουν να είναι τόσο αυστηρά.

δ. Ερμηνευτική αξιοποίηση των κριτηρίων του άρθρου 4 του ΠΔ 52/1992

Για την εξειδίκευση της έννοιας «κοινό», πρέπει περαιτέρω να ληφθούν υπόψη τα κριτήρια που περιέχει το άρθρο 4 του ΠΔ 52/1992. Η διάταξη αυτή, εισάγοντας στο ελληνικό εσωτερικό δίκαιο τις αντίστοιχες διατάξεις της Οδηγίας 89/298/ΕΟΚ, ορίζει, μεταξύ άλλων, τις εξής, ενδιαφέρουσες για τη συναγωγή συμπερασμάτων ως προς το εξεταζόμενο θέμα περιπτώσεις, στις οποίες δεν εφαρμόζονται οι διατάξεις του, δεν απαιτείται δηλαδή η έκδοση ενημερωτικού δελτίου και η παροχή αδείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

- α) Όταν η πρόσκληση για επένδυση σε κινητές αξίες απευθύνεται σε πρόσωπα στο πλαίσιο των επαγγελματικών τους δραστηριοτήτων.
- β) Όταν η πρόσκληση απευθύνεται σε περιορισμένο κύκλο προσώπων.
- γ) Όταν η τιμή πώλησης του συνόλου των προσφερομένων κινητών αξιών δεν υπερβαίνει το ισοδύναμο των 40.000 ECU ανά επενδυτή.
- δ) Όταν οι προσφερόμενες κινητές αξίες είναι δυνατόν να αποκτηθούν μόνον κατόπιν καταβολής τουλάχιστον 40.000 ECU ανά επενδυτή.

Από το άρθρο 4 του ΠΔ 52/1992 συνάγεται, επομένως, ότι νομικός ενδιαφέρουσα για το εν λόγω προεδρικό διάταγμα

δεν είναι οποιαδήποτε πρόσκληση προς το κοινό, αλλά μόνον αυτή που δεν εμπίπτει στις κατηγορίες των οριζόμενων από αυτό εξαιρέσεων. Σημασία για την κατάφαση της συνδρομής «προσκήσεως προς το κοινό» που ενδιαφέρει το προεδρικό διάταγμα αποκτά δηλαδή ο αριθμός των προσώπων στα οποία απευθύνεται ο προτείνων σ' αυτά την αγορά των τίτλων, η ιδιότητά τους και ιδίως η σχέση τους με τη συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα, στην οποία καλούνται να συμμετάσχουν, καθώς και η αξία των συνολικώς προσφερομένων κινητών αξιών και το ύψος της συμμετοχής του κάθε επενδυτή.

Για την αξιοποίηση του αριθμού των προσώπων στα οποία απευθύνεται η πρόσκληση, ως κριτηρίου για τη διαφοροποίηση μεταξύ πρόσκλησης προς το κοινό και ιδιωτικής τοποθέτησης, συγκριτικό στοιχείο μπορεί να παράσχει, με συστηματικό επιχείρημα, το άρθρο 3 τμήμα ΙΙ. αρ. 4 του ΠΔ 350/1985, όπως αντικαταστάθηκε με το άρθρο 41 παρ. 2 του Ν 1914/1990, σύμφωνα με το οποίο θεωρείται ότι οι μετοχές που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή είναι καταναλωτικές στο ευρύ κοινό όταν τις έχουν αναλάβει τουλάχιστον εκατό πρόσωπα⁷. Πρέπει εν τούτοις να σημειωθεί ότι ο αριθμός αυτός έχει ενδεικτική αξία, με την έννοια ότι και επί μη υπερβάσεως του αριθμού των εκατό (100) προσώπων μπορεί να στοιχειοθετηθεί επιχείρημα υπέρ της αποδοχής της ύπαρξης πρόσκλησης προς το κοινό, αλλά, ενδεχομένως, και αντιστρόφως.

Επιβάλλεται εξάλλου να σημειωθεί ότι το κριτήριο του ΠΔ 350/1985 αποβλέπει κυρίως στο αποτέλεσμα της δημόσιας εγγραφής και εξυπηρετεί διαφορετικούς δικαιολογητικούς σκοπούς από αυτούς του ΠΔ 52/1992. Ενώ δηλαδή το πρώτο αποβλέπει στην επίτευξη επαρκούς διασποράς ως αναγκαίου όρου για τη διαπραγμάτευση κινητών αξιών στο χρηματιστήριο, το ΠΔ 52/1992, καθώς και το άρθρο 10 του Ν 876/1979 αποσκοπούν στην προστασία του επενδυτικού κοινού στο οποίο απευθύνεται πρόσκληση για συμμετοχή σε επενδυτική δραστηριότητα, χωρίς να διαδραματίζει αποφασιστικό ρόλο ο αριθμός των προσώπων τα οποία θα αποδεχθούν τελικώς την πρόταση, αλλά κυρίως ο αριθμός εκείνων που θα είναι αποδέκτες αυτής και των οποίων έννομα αγαθά θα τεθούν, ενδεχομένως, σε κίνδυνο από αυτή.

5. Πρβλ. και *Τουμπρή*, 1994 (υποσ. 3), σελ. 66.

6. Στη Γερμανία γίνεται δεκτό ότι συντρέχει περίπτωση πρόσκλησης προς το κοινό και όταν χρησιμοποιούνται μέθοδοι μη επιλεκτικής διανομής, όπως π.χ. ανάρτηση της προσκήσεως σε χώρους προσιτούς στο κοινό ή ευρεία διανομή ανωνύμων προσκήσεως, καθώς και η διάθεση των κινητών αξιών απ' ευθείας στην οικία του επενδυτή. Αντιθέτως, δεν θεωρείται ότι συντρέχει πρόσκληση προς το κοινό σε περιπτώσεις επιστολών ή και τηλεφωνημάτων προς επιλεγμένα πρόσωπα ή παροχής πληροφοριών κατόπιν αιτήματος του πελάτη. Βλ. σχετικά S. *Kümpel*: Bank- und Kapitalmarktrecht (1995), § 11.163, σελ. 1016.

7. Η γαλλική Commission des Operations de Bourse έχει εισαγάγει ως κριτήριο για τη διαφοροποίηση μεταξύ πρόσκλησης προς το κοινό και ιδιωτικής τοποθέτησης αυτό της διασποράς των κινητών αξιών σε αριθμό που υπερβαίνει τα 300 πρόσωπα. Πάντως η νομιμότητα της οιοσεί κανονιστικής αυτής πρακτικής της COB έχει αποτελέσει αντικείμενο κριτικής στη γαλλική θεωρία. Σχετικώς βλ. *H. De Vauplane/J.P. Bornet*: Droit de la Bourse (1994), αρ. 13, σελ. 14. Πρβλ. επίσης *M. Τουμπρή*, 1994 (υποσ. 3), σελ. 64.

Δεν φαίνεται ως εκ τούτου σκόπιμο να αποδοθεί στο αριθμητικό κριτήριο, καθαυτό, αποφασιστικός ρόλος. Ο ερμηνευτής πρέπει να αποβλέπει, πολύ περισσότερο, στη σχέση που συνδέει αυτόν που απευθύνει την πρόσκληση με τους αποδέκτες της, καθώς και στον τρόπο με τον οποίο αυτή εξωτερικεύεται και πραγματοποιείται.

Ως προς το ζήτημα του αποδέκτη της δήλωσης, στο πρώτο στοιχείο του άρθρου 4 παρ. 1 του ΠΔ 52/1992 ορίζεται ότι, κατά τους όρους αιτιάσι και διηγήματος και για τους σκοπούς του⁸, δεν συντρέχει πρόσκληση προς το κοινό όταν αυτή απευθύνεται σε πρόσωπα στο πλαίσιο των επαγγελματικών τους δραστηριοτήτων. Ερωτάται, εν προκειμένω, κατά πόσον αρκεί για τη συναγωγή συμπερασμάτων η σύνδεση του αντικειμένου της επιχειρήσεως με την επαγγελματική δραστηριότητα του προσώπου που καλείται να συμμετάσχει σ' αυτή ή εάν απαιτείται, επιπλέον, το πρόσωπο αυτό να έχει και πείρα στην άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας καθ' εαυτήν. Εάν π.χ. απευθύνεται πρόσκληση σε ιατρούς να συμμετάσχουν σε εταιρία παροχής ιατρικών υπηρεσιών, σύμφωνα με αυστηρότερη εκδοχή, τότε μόνον θα συντρέχει η περίπτωση α' του άρθρου 4 παρ. 1 του ΠΔ 52/1992 όταν οι ιατροί προς τους οποίους απευθύνεται η πρόσκληση να συμμετάσχουν στην επιχείρηση έχουν ασχοληθεί επαγγελματικά με την άσκηση τέτοιου είδους επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, χωρίς να αρκεί η συνδρομή στο πρόσωπό τους της ιατρικής ιδιότητας. Η ερμηνεία αυτή φαίνεται ότι συμβαδίζει περισσότερο με τη ratio του ΠΔ 52/1992, που συνίσταται στην εξασφάλιση επαρκούς πληροφόρησης στα πρόσωπα προς τα οποία απευθύνεται η πρόσκληση για αγορά τίτλων και την προστασία των απλών επενδυτών⁹, σε αντιδιαστολή με τα πρόσωπα τα οποία δεν χρήζουν ενημερώσεως ως εκ των ειδικών επαγγελματικών γνώσεων τις οποίες κατέχουν. Οι γνώσεις αυτές, για να εμπίπτουν στους όρους απαλλαγής από την υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου, θα έπρεπε δηλαδή να εκτείνονται και σε επιχειρηματικής φύσεως ζητήματα και όχι μόνον σε γνώση ειδικών επιστημονικής ή τεχνικής φύσεως θεμάτων.

Όλα αυτά τα κριτήρια πρέπει βεβαίως να αξιολογούνται, κατά περίπτωση, σωρευτικά και με προσανατολισμό στο σκοπό του νόμου (ΠΔ 52/1992), που συνίσταται στο να προστατευθεί το επενδυτικό κοινό από προσκλήσεις που απευθύνονται προς αυτό με σκοπό να πεισθεί να αποκτήσει κινητές αξίες. Η προστασία αυτή έγκειται στη διασφάλιση της επαρκούς και αντικειμενικής πληροφόρησής του, που επιτυγχάνεται με την επιβολή σ' αυτούς που προβαίνουν στην πρόσκληση της υποχρέωσης να δημοσιεύουν ενημερωτικό δελτίο που θα περιέχει όλα εκείνα τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για να δύνανται οι επενδυτές να μορφώνουν γνώμη για την επένδυση στην οποία προσκαλούνται να συμμετάσχουν και να είναι σε θέση να εκτιμούν την αληθή έκταση των κινδύνων που αναλαμβάνουν, ώστε να μπορούν να λαμβάνουν τις επενδυτικές αποφάσεις τους έχοντας, κατά το δυνατό, πλήρη επίγνωση της πραγματικής κατάστασης.

3. Συμπέρασμα

Στην εξεταζόμενη περίπτωση η Ανώνυμη Εταιρία Ιδρύσεως της Τραπεζής Π... έχει προχωρήσει σε δημοσιεύσεις στον τύπο, με τις οποίες προσκαλεί το ευρύ κοινό να συμμετάσχει στην αναφερθείσα επενδυτική πρωτοβουλία.

Δεν υφίσταται, συνεπώς, αμφιβολία περί του ότι συντρέχει περίπτωση πρόσκλησης προς το κοινό.

Γ. Η σχέση του άρθρου 10 του Ν 876/79 προς το ΠΔ 52/1992

1. Οι προϋποθέσεις για τη διενέργεια πρόσκλησης προς το κοινό

Φαίνεται, εκ πρώτης όψεως, με βάση τη γραμματική τους διατύπωση, ότι τόσο το άρθρο 10 του Ν 876/1979 όσο και το ΠΔ 52/1992 θέτουν τον κανόνα «απαγορεύεται» η πρόσκληση προς το κοινό αν δεν πληρούνται οι όροι που θέτει το κάθε νομοθέτημα. Το επιτρεπτό της πρόσκλησης, δηλαδή η «άρση της κατ' αρχήν απαγόρευσης» εξαρτάται από διαφορετικούς όρους στο κάθε νομοθέτημα. Το μεν παλαιότερο νομοθέτημα προβλέπει ότι η απαγόρευση ισχύει «εκτός αν χορηγηθεί ειδική προς τούτο άδεια υπό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς», το δε νεότερο νομοθέτημα προβλέπει ότι η απαγόρευση ισχύει «αν προηγουμένως ο προσκαλών δεν δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο κατά τις διατάξεις του παρόντος».

Ερειπώνοντας ακριβέστερα το ΠΔ 52/1992, διαπιστώνεται εν τούτοις ότι είναι μόνον φαινομενικός ο - εκ πρώτης όψεως τιθέμενος - κανόνας της απαγόρευσης. Και τούτο διότι από το πνεύμα του ΠΔ 52/1992 συνάγεται ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 15 παρ. 1 ΠΔ 52/1992) εγκρίνει το ενημερωτικό δελτίο εφόσον το περιεχόμενό του είναι σύμφωνο με τα προβλεπόμενα στο εν λόγω προεδρικό διάταγμα. Είναι δηλαδή εν προκειμένω δεσμία και ουσιαστικά συρρικνωμένη η διακριτική ευχέρεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να αρνηθεί την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και δεν καταλαμβάνει παρά τη δυνατότητα να επιβάλει να αναγραφούν στο ενημερωτικό δελτίο, πέραν των στοιχείων που απαριθμεί το προεδρικό διάταγμα, και οι πληροφορίες εκείνες, «που είναι αναγκαίες, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών που προσφέρονται στο κοινό, ώστε οι επενδυτές να μπορούν να διαμορφώσουν βέβαιη γνώμη σχετικά με τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα κέρδη, τις ζημιές και τις προοπτικές του εκδότη καθώς και με τα δικαιώματα που ενσωματώνονται σ' αυτές τις κινητές αξίες».

Αντιθέτως, το άρθρο 10 του Ν 876/1979 περιέχει εν λευκό εξουσιοδότηση προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αφού δεν ορίζει τα κριτήρια και τις προϋποθέσεις, με βάση τα οποία η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καλείται να αποφασίσει για τη χορήγηση ή όχι της άδειας για τη διενέργεια διαφημίσεων, γνωστοποιήσεων, δηλώσεων ή ανακοινώσεων προς το κοινό που θα το καλούν να επενδύσει χρηματικά ποσά σε κάθε είδους χρεόγραφα και εν γένει θα αποσκοπούν στη συγκέντρωση αποταμιεύσεων του κοινού¹⁰. Τίθεται λοιπόν το θέμα προσδιορισμού τους και εξεύρεσης της έκτασης και του

8. Την υποχρέωση δηλαδή δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου.

9. Πρβλ. *Τοιμηρή*, 1994 (υποσ. 3), σελ. 66.

10. Το αυτό ισχύει και για την έγκριση της δημόσιας εγγραφής, σύμφωνα με το άρθρο 8α παρ. 5 του ΚΝ 2190/1920, όπως θα εκτεθεί κατωτέρω.

περιεχομένου του ελέγχου τον οποίο διεξάγει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να χορηγήσει την άδεια.

Ανακύπτει επομένως το ερώτημα της σχέσεως των δύο αυτών νομοθετημάτων: Συνιστούν δύο παράλληλα ισχύουσες ρυθμίσεις, που καλύπτουν δύο διαφορετικές πτυχές της προσκλήσεως που απευθύνεται προς το κοινό για επενδύσεις σε κινητές αξίες, ή μήπως το ΠΔ 52/1992, ως νεότερη και ειδικότερη ρύθμιση, αποκλείει την εφαρμογή του άρθρου 10 του Ν 876/1979 όταν πρόκειται για πρόσκληση προς το κοινό προς επένδυση σε κινητές αξίες;

2. Η προβληματική του άρθρου 10 του Ν 876/1979

α. Ιστορία της διάταξης του άρθρου 10 του Ν 876/1979

Η διάταξη του άρθρου 10 του Ν 876/1979 απετέλεσε τη νομοθετική παρέμβαση σε προσπάθειες της εποχής για συλλογή κεφαλαίων εκτός της οργανωμένης κεφαλαιαγοράς από πρόσωπα που απευθύνονταν στο επενδυτικό κοινό επιζητώντας τη συμμετοχή του σε διάφορες επενδυτικές προσπάθειες, οι οποίες απεδεικνύονταν εκ των υστέρων μη σοβαρές. Δικαιοπολιτικός λόγος της - εμφορούμενης από παρεμβατικό πνεύμα - ανωτέρω διατάξεως ήταν ο νομοθετικά κατοχυρωμένος έλεγχος της μη οργανωμένης αγοράς κεφαλαίων, δηλαδή αυτής που αφορά τίτλους που δεν εισάγονται στο χρηματιστήριο. Τούτο συνάγεται εξάλλου ρητώς και από το γράμμα της εξεταζόμενης διάταξης, που εξαιρεί από το πεδίο εφαρμογής της τα ρυθμιζόμενα από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία και τη νομοθεσία για τα αμοιβαία κεφάλαια θέματα.

Θέτοντας υπό έλεγχο ο νομοθέτης κάθε πρόσκληση που απευθύνεται στο αποταμιευτικό κοινό με σκοπό τη συγκέντρωση κεφαλαίων για επενδύσεις σε τίτλους που δεν είναι εισηγμένοι στο χρηματιστήριο ούτε εκδίδονται και διατίθενται πρωτογενώς στους επενδυτές (στην πρωτογενή αγορά κεφαλαίων) στο πλαίσιο της διαδικασίας εισαγωγής των στο χρηματιστήριο, επεδίωκε αφενός να διοχετεύσει τις αποταμιεύσεις του κοινού στην οργανωμένη κεφαλαιαγορά, το χρηματιστήριο, στο οποίο οι κινητές αξίες εισάγονται ύστερα από αυστηρή διαδικασία έκδοσης και διάθεσης σύμφωνα με αυστηρώς προδιαγεγραμμένους κανόνες, οι οποίοι λαμβάνουν μέριμνα για την προστασία των επενδυτών, και αφετέρου να ελέγξει, παρεμβατικά, τη διοχέτευση των αποταμιεύσεων του επενδυτικού κοινού, στο πλαίσιο ελέγχου σκοπιμότητας. Δεν πρέπει να παραβλεφθεί ότι την εποχή εκείνη ίσχυε ένα ιδιαίτερος πολύπλοκο σύστημα κανόνων πιστωτικής πολιτικής, στο οποίο κυριαρχούσε η αρχή του παρεμβατισμού και του διοικητικού καθορισμού των χρηματοπιστωτικών θεμάτων¹¹.

β. Η χορήγηση άδειας ως θεμιτός περιορισμός της οικονομικής ελευθερίας

Η σημασία της προβλεπόμενης στο άρθρο 10 του Ν 876/1979 άδειας συνδέεται με το σκοπό τον οποίο εξυπηρετεί η πρόσκληση που απευθύνεται στο κοινό. Δεδομένου ότι, κατά τον ορισμό του νόμου, η πρόσκληση αφορά επένδυση σε χρεόγραφα¹², συνάγεται το συμπέρασμα ότι αυτή μπορεί να συνδέεται με την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας, όταν π.χ. πρόκειται για την απόκτηση μετοχών εταιρίας, ή να συνιστά απλώς επενδυτική δραστηριό-

τητα. Και στις δύο πάντως περιπτώσεις συνδέεται με την άσκηση του συνταγματικού δικαιώματος της οικονομικής ελευθερίας, που κατοχυρώνεται στο άρθρο 5 1 και 3 του Συντάγματος¹³, συνιστώντας μορφή περιορισμού της.

Για να είναι θεμιτοί οι περιορισμοί της οικονομικής ελευθερίας πρέπει αφενός να επιβάλλονται από λόγους γενικότερου, δημόσιου ή κοινωνικού, συμφέροντος¹⁴ και αφετέρου να θεσπίζονται με νόμο ή κατ' εξουσιοδότηση νόμου¹⁵. Πάντως, σε κάθε περίπτωση εξουσιοδότησης οργάνων της διοίκησης για τη λήψη της απόφασης, από την οποία εξαρτάται η άσκηση ατομικών ελευθεριών, είναι επιβεβλημένο να περιέχει η νομοθετική εξουσιοδοτική διάταξη σαφείς κατευθυντήριες γραμμές, να περιγράφει κατά το δυνατό με ακρίβεια και με συγκεκριμένο τρόπο το περιεχόμενο του ελέγχου, από τον οποίο θα εξαρτηθεί η σχετική απόφαση, και να συνάγεται από αυτή ο σκοπός της εξουσιοδοτήσεως¹⁶, όπως προκύπτει από το άρθρο 43 παρ. 2 του

11. Βλ., ενδεικτικώς, Δ. Τσιμπανούλη, Διατάξεις περί εποπτείας τραπεζών, εις: *Περάκη* (επιμέλεια ύλης), Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, Τόμος Ιβ, άρθρο 110, αρ. 19, σελ. 863-864.
12. Ο όρος χρεόγραφα πρέπει να ερμηνευτεί ευρῶς και να θεωρηθεί ότι καταλαμβάνει κάθε είδους αξιόγραφα και κινητές αξίες.
13. Πρβλ. ΣτΕ 3494/1979, ΤοΣ 1980, 197, Γ. Κασσιμάτη: Νέες μορφές παρέμβασης στο σύστημα οικονομικής παραγωγής, στον τόμο «Οι συνταγματικές ελευθερίες στην πράξη» (1986), σελ. 228 επ. (252 επ., 267 επ.), Αθ. Λιακόπουλου: Η οικονομική ελευθερία αντικείμενο προστασίας στο δίκαιο ανταγωνισμού (1981) σελ. 67, 87 επ., 94, με πλούσιες παραπομπές σε νομολογία, Αρ. Μάνεση: Ατομικές ελευθερίες (1982), σελ. 152-154, 163 επ., Αντ. Μανιάκης: Το υποκείμενο των συνταγματικών δικαιωμάτων (1981), σελ. 114 επ., 198 επ., *Ευάγ. Περάκη*: Εισαγωγή στο δίκαιο της εξυγίανσης των επιχειρήσεων (1987), σελ. 135, με περαιτέρω παραπομπές σε ελληνική βιβλιογραφία, Ν Ρόκα: Η επίδραση του νέου Συντάγματος επί του Εμπορικού Δικαίου, στον τόμο «Η επίδραση του Συντάγματος του 1975 επί του ιδιωτικού και επί του δημοσίου δικαίου» (1976), σελ. 37 επ., ιδίως 40 επ., Δ. Τσούτσου: Συνταγματικό Δίκαιο, τόμος Γ', Θεμελιώδη Δικαιώματα Ι, Γενικό Μέρος (1988), σελ. 156 επ., ιδίως 157, 160, Δ. Τσιμπανούλη, εις ΔικΑΕ ΙΙ, Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία, ΙΙ.2.α. Για τη συνταγματική προστασία της επιχειρηματικής ελευθερίας στο γερμανικό δίκαιο από τα άρθρα 9, 12 και 14 GG βλ. την απόφαση του Γερμανικού Συνταγματικού Δικαστηρίου ΒVerfGE 50, 295 επ. (308, 339 επ., 354 επ., 363)-Mitbestimmungsurteil).
14. Πρβλ. ΣτΕ 4036/1979, ΤοΣ 1980, σελ. 156 (157), Μάνεση, δ.π., σελ. 155, Μανιάκης, δ.π., σελ. 209, Γ. Παπαδημητρίου: Η μετάθεση δικηγόρου και η συνταγματική προστασία της επαγγελματικής ελευθερίας, ΤοΣ 1980, σελ. 146 επ., 148, 150.
15. Μάνεσης, δ.π., σελ. 155, Κ. Hesse: Grundzüge des Verfassungsrechts (1980), σελ. 133. Για την έννοια του γενικότερου ή κοινωνικού συμφέροντος ως προϋπόθεσης για την επέμβαση του νομοθέτη βλ. Βρονιάκη, Προβλήματα ερμηνευτικής τακτικής του Συμβουλίου της Επικρατείας σε θέματα οικονομικού προγραμματισμού και παρεμβατισμού, στον τόμο «Οι συνταγματικές ελευθερίες στην πράξη» (1986), σελ. 315 επ., Κασσιμάτη, δ.π., σελ. 244 επ.
16. Για την απαγόρευση των γενικών και αδίστων νομοθετικών εξουσιοδοτήσεων, σύμφωνα με το άρθρο 43 παρ. 2 του Συντάγματος βλ. Πρ. Δαγιάλου: Γενικό Διοικητικό Δίκαιο, 1984, αρ. 201 και Σπηλιωτόπουλου, Επ., Εγχειρίδιον διοικητικού δικαίου, 1986, αρ. 55. Πρβλ. επίσης Βρονιάκη, δ.π., σελ. 323.

Συντάγματος. Πρέπει δηλαδή ο ίδιος ο νομοθέτης να διαγράψει το πλαίσιο του ελέγχου που ασκούν οι διοικητικές αρχές, όταν από αυτόν τον έλεγχο εξαρτάται η άσκηση ατομικών ελευθεριών. Επιβάλλεται μάλιστα όπως ο έλεγχος αυτός είναι απαλλαγμένος από στοιχεία οικονομικής σκοπιμότητας, με την έννοια της ευχέρειας της διοίκησης ή οποιασδήποτε άλλης αρχής, που ασκεί δημόσια εξουσία και έχει την αρμοδιότητα διεξαγωγής του ελέγχου, να καθορίζει η ίδια το σκοπό του ή να θέτει εκείνη τα οικονομικά κριτήρια και τους κανόνες λήψης των αποφάσεων, αφού τέτοια στοιχεία οδηγούν, αναπόφευκτα, σε παρεκκλίσεις από τους συνταγματικούς επιτρεπτούς περιορισμούς των ατομικών δικαιωμάτων¹⁷.

Στην προκειμένη περίπτωση της διάθεσης κινητών αξιών με προκλήση στο κοινό, ορθό είναι να γίνει δεκτό η σκοπιμότητα και η αναγκαιότητα ύπαρξης συστήματος ελέγχου της προσκλήσεως που απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό, με στόχο την προστασία του, ως μηχανισμού που υπηρετεί το δημόσιο συμφέρον.

γ. Προϋποθέσεις χορήγησης της άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Προβλήματα γεννώνται ωστόσο ως προς το περιεχόμενο του ελέγχου που διεξάγει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να χορηγήσει την προβλεπόμενη στο νόμο άδεια. Χαρακτηριστικό είναι ότι από τη διάταξη του άρθρου 10 του Ν 876/1979 λείπουν παντελώς όχι μόνον τα κριτήρια για την άσκηση του ελέγχου, αλλά ακόμη και καταβληθέντες για την ανεύρεση των κριτηρίων. Πρέπει να τονισθεί ότι η απουσία του νομοθέτη δεν είναι δυνατό να ερμηνευθεί ως απόλυτη διακριτική ευχέρεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να καθορίζει ελεύθερα τα κριτήρια, με βάση τα οποία θα διενεργεί τον έλεγχο. Εάν γινόταν δεκτό τέτοια εκδοχή, ο έλεγχος για τη χορήγηση της άδειας του άρθρου 10 του Ν 876/1979 θα προσελάμβανε δυσκόλες ελέγχου σκοπιμότητας, αφού θα αναγνωριζόταν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η αρμοδιότητα να καθορίζει ελεύθερα τους σκοπούς που εξυπηρετεί η διαδικασία άσκησης του ελέγχου και τους κανόνες με βάση τους οποίους θα αποφασίζει για τη χορήγηση ή όχι της άδειας, πράγμα που έρχεται σε αντίθεση με τη συνταγματικά κατοχυρωμένη οικονομική ελευθερία, την οποία θα έθιγε στον πυρήνα της.

Με βάση τις συνταγματικές αρχές που καθορίζουν τις προϋποθέσεις περιορισμού των ατομικών ελευθεριών, όπως αναπόφευκτα παραπάνω, πρέπει να αξιοποιηθεί εν προκειμένω η σύμφωνη με το Σύνταγμα Έρμηνεία. Συγκεκριμένα, εάν κάποια διάταξη επιδέχεται περισσότερες ερμηνείες, από τις οποίες η μία ή περισσότερες είναι σύμφωνες με το Σύνταγμα, ενώ οι άλλες όχι, η σύμφωνη με το Σύνταγμα ερμηνεία επιβάλλει να απορριφθούν από την αρχή οι αντίθετες με το Σύνταγμα ερμηνευτικές εκδοχές και να γίνει δεκτή μόνη εκείνη ή εκείνες που εναρμονίζονται προς το Σύνταγμα¹⁸.

Στην εξεταζόμενη περίπτωση απορρίπτεται, επομένως, η ερμηνεία σύμφωνα με την οποία η προβλεπόμενη στο νόμο άδεια αποτελεί άδεια σκοπιμότητας και η χορήγηση της εναπόκειται στην πλήρη διακριτική ευχέρεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αφού τέτοια ερμηνεία θα έθιγε στον πυρήνα της τη συνταγματικά κατοχυρωμένη οικονομική ελευθερία τόσο των προσώπων που επιθυμούν να προσελ-

κύσουν κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό, όσο και των δυνάμει επενδυτών, από τους οποίους δεν επιτρέπεται να στερηθεί η δυνατότητα να επηρεάσουν το αν θα συμμετάσχουν στην προτεινόμενη επενδυτική πρωτοβουλία.

Πρέπει, επομένως, το άρθρο 10 του Ν 876/1979 να ερμηνευθεί εντασσόμενο στο αλο σύστημα των διατάξεων την οικονομική λειτουργία και την κεφαλαιαγορά κανόνων δικαίου και ειδικότερα σε συνδυασμό με τις διατάξεις του ΠΔ 52/1992 και του άρθρου 8Α του ΚΝ 2190/1920 που έχουν συναφές αντικείμενο ρύθμισης.

3. Σχέση του άρθρου 10 του Ν 876/1979 προς το ΠΔ 52/1992

Ενόψει της λειτουργίας που επιτελεί το ΠΔ 52/1992, που έχει εκδοθεί προς εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου προς την Οδηγία 89/298/ΕΟΚ και έχει ως αντικείμενο ρύθμισης, το ίδιο θέμα με αυτό του άρθρου 10 του Ν 876/1979, περιοριζόμενο στις κινητές αξίες, επιβάλλεται να γίνει δεκτό ότι έχει συρρικνωθεί ουσιαστικός το περιεχόμενο και η έννοια της χρονικά προγενέστερης διάταξης του άρθρου 10 του Ν 876/1979, η οποία και δημιουργούσε σημαντικό πρόβλημα συνταγματικότητας. Αντίστοιχα ισχύουν και ως προς τις προϋποθέσεις για τη χορήγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της άδειας για τη δημόσια εγγραφή κατά το άρθρο 8α παρ. 5 του ΚΝ 2190/1920¹⁹.

Δεν πρέπει βεβαίως να παραβλεφθεί και η αντίστροφη διαπλοκή του άρθρου 10 του Ν 876/1979 με το ΠΔ 52/1992: Δεδομένου ότι το άρθρο 10 του Ν 876/1979 καλύπτει όχι μόνον τις επενδύσεις σε κινητές αξίες, αλλά και τη συγκέντρωση αποταμιώσεων του κοινού για τη συμμετοχή του σε οποιαδήποτε μορφή επενδυτικά προγράμματα, ορθό είναι να γίνει δεκτό ότι οι διατάξεις του ΠΔ 52/1992 πρέπει να ληφθούν ως κριτήριο και γνώμονας για τη χορήγηση

17. Για την ισχύουσα στο γερμανικό δίκαιο αντίστοιχη ρύθμιση βλ. άρθρο 80 1 εβ. 2 GG - γερμανικού Συντάγματος - και πάγια νομολογία του Γερμανικού Συνταγματικού Δικαστηρίου: BVerfGE 30, 150 (157 εν.), BVerfGE 21, 73 (79 εν.), BVerfGE 34, 165 (192 εν.), BVerfGE 45, 393 (399), BVerfGE 47, 285 εν. (311), BVerfGE 50, 354 εν. Βλ. επίσης *Ballingier, Staatsaufsicht in der Wirtschaft, VVDStRL 22* (1965), σελ. 274, 285 εν., *Hesse, d.n.*, σελ. 133, *Scholz, vgl. Masius/Dörig/Herzog, Kommentar zum Grundgesetz*, 1981, Art. 12 GG, nr. 313, 316, *Beckre/Schneider, KWG-Kommentar*, 3. Aufl. (1980), 33, nr. 2.

18. Για τη γενική επιμέλεια νόμου ως προς τον περιορισμό ατομικών δικαιωμάτων βλ. *A. Πασιλάη*: Ζητήματα συνταγματικών επιβολών (1984), σελ. 109 εν. Για τους περιορισμούς της επιχειρηματικής δραστηριότητας που κατοχυρώνεται από το άρθρο 5 του Συντάγματος βλ. *Π. Παπαδόπουλος*: Σύνταγμα 1975 - Corpus I (1982), σελ. 140 εν.

19. Για τη σύμφωνη με το Σύνταγμα ερμηνεία βλ. αντι πολλών *Πρ. Λαγούλου*: Ο δικαστικός έλεγχος της συνταγματικότητας των νόμων, ΝοΒ 1988, σελ. 721 εν. (729), *Μ. Σταθάσιου*: Ο έλεγχος της συνταγματικότητας των νόμων, ΝοΒ 1989, σελ. 1 εν. (24), *Α. Μανιάνη*: Η νομική φύση και ο πολιτικός χαρακτήρας της ερμηνείας του Συντάγματος, ΤοΣ 1985, σελ. 476 εν. (493-494), ΣτΕ 744/1987, 1093, 1097, *Fr. Müller, Juristische Methodik* (1976), σελ. 72 εν., *Prüfung: Verfassung und Methodik* (1977), σελ. 96 εν.

20. Βλ. σχετικός κατακείμενος.

της άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όχι μόνον για πρόσκληση προς επένδυση σε κινητές αξίες, αλλά και για οποιαδήποτε συγκέντρωση αποταμιώσεων του κοινού για τη συμμετοχή σε κάθε είδους επενδυτικά προγράμματα.

Επιβάλλεται να επιστημονηθεί ότι το νέο σύστημα ελέγχου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με βάση το ΠΔ 52/1992, δεν παρέχει, σε αντίθεση με το άρθρο 10 του Ν 876/1979, στοιχεία ουσιαστικού ελέγχου της επένδυσης για την οποία απευθύνεται η πρόσκληση. Δεν δικαιούται δηλαδή η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να απαγορεύσει την επένδυση αν, κατά τη γνώμη της, η επενδυτική προσπάθεια δεν είναι βιώσιμη, με συνέπεια να τίθενται σε κίνδυνο τα συμφέροντα των επενδυτών. Δικαιούται όμως να επιβάλει στα πρόσωπα που απευθύνουν την πρόσκληση προς το κοινό την υποχρέωση να εκδίδουν αναλυτικούς στα ενημερωτικό δελτίο αυτούς τους κινδύνους και να λάβει μέτρα ώστε το ενημερωτικό δελτίο να περιγράφει τους κινδύνους αυτούς με ύψιστο τρόπο, ώστε να μην υπάρχει κίνδυνος παρεκκλίσεως των επενδυτών. Πρέπει πάντως να γίνει δεκτό ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την ευχέρεια να απαγορεύσει την πρόσκληση, αν είναι σε θέση να θεμελιώσει την άποψη ότι η πρόσκληση είναι κινδυνώδης ως περιέχουσα απαιτητά στοιχεία. Αυτόνομο είναι βεβαίως ότι η άρνηση αυτή επιβάλλεται και στην περίπτωση που δεν τηρούνται λοιπές διατάξεις της νομοθεσίας που αφορούν τους όρους και τις προϋποθέσεις της δημόσιας εγγραφής, τη νόμιμη λειτουργία του εκδότη των κινητών αξιών ή του προσώπου που απευθύνει την πρόσκληση κλπ.

Η κατάργηση του ελέγχου σκοπιμότητας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η έτι περαιτέρω συρρίκνωση της αρμοδιότητας παρεμβάσεώς της, με την έννοια ότι μόνον ως προς το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου και την τήρηση των διατάξεων που προβλέπει η νομοθεσία για την πρόσκληση προς το κοινό (π.χ. την ύπαρξη αναδόχου κατά άρθρο 8α παρ. 3 του ΚΝ 2190/1920) δικαιούται να αποφανθεί και όχι ως προς την σκοπιμότητα της πραγματοποίησης της πρόσκλησης καθ' αυτήν, ανεξάρτητα από το αν αποτελεί ήθελιμνή ενέργεια του νομοθέτη ή απλώς συμπωματική, αντανάκλαστική συνέπεια της εναρμόνισης του ελληνικού δικαίου προς το κοινοτικό²⁰, είναι ενδεικτική της κατεύθυνσης της εξέλιξης της κεφαλαιαγοράς και του εποπτικού της συστήματος σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση και, κατά συνέπεια, και στην Ελλάδα. Ο νομοθέτης περιορίζεται στο να λαμβάνει μέτρα για την άριστη ενημέρωση του επενδυτή και την εποπτεία της τήρησης των λοιπών κανόνων που έχει θεσμοθετήσει (π.χ. τη συμμετοχή του αναδόχου), δεν παρεμβαίνει όμως σε στοιχεία οικονομικής σκοπιμότητας, παραιτούμενος της προσπάθειας να προστατεύσει τον επενδυτή περιορίζοντάς του τις δυνατότητες ανάληψης επιχειρηματικών κινδύνων, όταν αυτός έχει ενημερωθεί για την έκταση του αναλαμβανόμενου κινδύνου.

Το πρώτο συμπέρασμα που συνάγεται από τα ανωτέρω εκτιμώντας είναι λοιπόν ότι η άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εξακολουθεί να αποτελεί προϋπόθεση για την πρόσκληση στο κοινό προς επένδυση σε κινητές αξίες και την εν γένει συμμετοχή σε επενδυτικά προγράμματα, χορηγείται όμως κατόπιν ελέγχου νομιμότητας και όχι σκοπιμότητας και είναι στενά συνδεδεμένη με την άδεια του ΠΔ 52/1992. Μιαρρεί μάλιστα να ειπωθεί ότι οι δύο αυτές άδειες

χορηγούνται κάτω από τις ίδιες προϋποθέσεις και έχουν ομοειδή συγχωνευθεί σε μία²¹.

Δ. Δημόσια εγγραφή και εισαγωγή των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο

1. Έννοια δημόσιας εγγραφής και προϋποθέσεις χορήγησης της άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Το άρθρο 8α του ΚΝ 2190/1920 ομιλεί περί δημόσιας εγγραφής για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας. Η δημόσια εγγραφή κατά το άρθρο 8α του ΚΝ 2190/1920 έχει την έννοια της σύμβασης μεταξύ του επενδυτή και της εκδότριας εταιρίας με αντικείμενο την ανάληψη της υποχρέωσης από μιν τον πρώτο να καταβάλει το ποσό που αντιστοιχεί στις μετοχές που αναλαμβάνει τη ακριβέστερα: που αναλαμβάνει την υποχρέωση να αναλάβει), από δε τη δεύτερη να διαθέσει τις μετοχές αυτές στον επενδυτή²².

Η δημόσια εγγραφή κατά το άρθρο 8α του ΚΝ 2190/1920 εμπίπτει συνενός στην έννοια της πρόσκλησης προς το κοινό για επένδυση σε κινητές αξίες²³ κατά το άρθρο 10 του Ν 876/1979, αποτελεί δε για την ακρίβεια έννοια στενότερη της τελευταίας, αφού η πρόσκληση για επένδυση σε κινητές αξίες μπορεί να περιλαμβάνει και πρόσκληση για επίδωξη σε κινητές αξίες άλλες από μετοχές ή ομολογίες ανώνυμης εταιρίας ή πρόσκληση για αγορά υπαρχουσών μετοχών ή ομολογιών και όχι μετοχών ή ομολογιών που θα εκδοθούν στο πλαίσιο της κάλυψης του κεφαλαίου ή της σύναψης ομολογιακού δανείου, δηλαδή την πρωτότυπη κτήση μετοχών, όπως είναι η περίπτωση της δημόσιας εγγραφής του άρθρου 8α του ΚΝ 2190/1920²⁴.

Ορθό είναι, συνεπώς, να γίνει δεκτό ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρέχει ενιαία άδεια για τη δημόσια εγγραφή και την πρόσκληση προς το κοινό, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 8α παρ. 5 του ΚΝ 2190/1920 και 10 του Ν 876/1979, καθώς και ότι η άδεια αυτή θα χορηγείται, κατά κανόνα, παράλληλα με την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου του ΠΔ 52/1992.

20. Μάλλον το δεύτερο φαίνεται να συμβαίνει.

21. Έ' αυτήν την κατεύθυνση και ο *Τυμπαράς*, 1994 (υπομ. 3), σελ. 74.

22. Α. Γεωργακόπουλος: Η σύγχρονη πρακτική του Εμπορικού Δικαίου, 1992, σελ. 183, Ν. Ρώσας, Εμπορικές Εταιρίες, 4η έκδοση, 1996, σελ. 159, 161, Μ. Τυμπαράς: Διαμεσολάβηση κατά τη διάθεση στο κοινό μετοχών και άλλων τίτλων, Νοβ 1991, 1178. Πρβλ. επίσης τον *Rosen*, εις: H.D. Assmann/R. Schütze, *Handbuch des Kapitalanlagerichts*, 1990, § 2, αρ. 155 και *Kl. Hoff* (υπομ. 4), αρ. 37, σελ. 19.

23. Πρβλ. Α. Γεωργακόπουλος: Εγχειρίδιο, τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις - τμήμας 1 - Αξιώματα (1985), σελ. 199.

24. Πρβλ. και *Τυμπαράς*, 1994 (υπομ. 3), σελ. 63 και 73. Διαφορετικό όμως ο Γεωργακόπουλος: Διασπορά και δημόσια εγγραφή ως προϋπόθεση εισαγωγής μετοχών στο χρηματιστήριο, εις: *ιδίου*. Η σύγχρονη πρακτική του Εμπορικού Δικαίου (1992), σελ. 184-185, ο οποίος δέχεται ότι η δημόσια εγγραφή του άρθρου 8α του ΚΝ 2190/1920 δεν πρέπει να νοηθεί συνενός, αλλά ως περιλαμβανόμενα και την παράγωγη κτήση μετοχών ή ομολογιών.

Σύμφωνα με το άρθρο 8α παρ. 3 του ΚΝ 2190/1920, σε συνδυασμό με το άρθρο 26 του Ν 1806/1988, η κλήση εταιρικού κεφαλαίου με δημόσια έγγραφη ενεργείται μέσω τραπεζής ή ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας με κεφάλαιο άνω του ενός δεσκατομμυρίου δραχμών (ανάδοχος έκδοσης)²⁵. Ο νόμος καλύπτει προφανώς κάθε μορφή νόμιμης διαμεσολάβησης μεταξύ των τραπεζών και των ανώνυμων χρηματιστηριακών εταιριών μεταξύ εκδότριας εταιρίας και κοινού²⁶, με την ανωτέρω εκτεθείσα επιφύλαξη ως προς το χαρακτήρα της κτήσεως των εκδομένων τίτλων από τους επενδυτές πρωτοβάθμιας.

Η δημόσια έγγραφη μπορεί να αφορά είτε το μετοχικό κεφάλαιο νεοειδρωσόμενης ανώνυμης εταιρίας (άρθρο 8 παρ. 1 ΚΝ 2190/1920) είτε αύξηση κεφαλαίου υφιστάμενης εταιρίας. Και στις δύο όμως περιπτώσεις, πρέπει το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας που προσφέρεται στη δημόσια έγγραφη να ανέρχεται, μετά την προσφυγή στη δημόσια έγγραφη, στο ποσό των 100.000.000 δραχμών τουλάχιστον, όπως ορίζει το άρθρο 8α παρ. 1 του ΚΝ 2190/1920.

Ειδικότερα, το άρθρο 8α παρ. 1 του ΚΝ 2190/1920, όπως ισχύει μετά την πρόσφατη τροποποίησή του με το άρθρο 5 παρ. 2 του Ν 2339/1995, προβλέπει τα εξής: «Το κατώτατο όριο του μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας, που προσφέρεται στην εν όλω ή εν μέρει υπό του κοινού με δημόσια έγγραφη κλήση αυτού, ορίζεται στο ποσό των δραχμών εκατό εκατομμυρίων (100.000.000) ολοσχερώς καταβεβλημένων». Από το συνδυασμό των άρθρων 8α παρ. 1 και 8 παρ. 1 του ΚΝ 2190/1920 προκύπτει ότι μετοχικό κεφάλαιο στο οποίο αναφέρεται το άρθρο 8α παρ. 1 του ΚΝ 2190/1920, το ύψος του οποίου πρέπει να ανέρχεται στο ποσό των 100.000.000 δραχμών τουλάχιστον, είναι όχι το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας πριν από την προσφυγή της στη δημόσια έγγραφη, διότι τότε δεν θα ήταν δυνατή έδρωση με δημόσια έγγραφη, αλλά το μετοχικό κεφάλαιο που θα προκύψει με την προσφυγή στη δημόσια έγγραφη²⁷.

2. Δημόσια έγγραφη και εισαγωγή των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο

Η παράγραφος 4 του άρθρου 8α του ΚΝ 2190/1920 θέτει εξάλλου τον όρο ότι οι ανώνυμες εταιρίες που πορίζονται κεφάλαια με δημόσια έγγραφη υποχρεούνται όπως εντός έτους (εννοείται από τη δημόσια έγγραφη) ζητήσουν την έγγραφη των χρεογράφων, η κλήση των οποίων έγινε με δημόσια έγγραφη, στο χρηματιστήριο, σύμφωνα με τα οριζόμενα στη νομοθεσία (ΠΔ 350/1985). Η ρύθμιση αυτή έχει, προφανώς, ως σκοπό να διασφαλίσει στους επενδυτές την άμεση δευτερογενούς αγοράς, στην οποία θα βθούνται να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους.

Ενώπιον των όρων που θέτουν το ΠΔ 350/1985, το άρθρο 32 του Ν 1806/1988 και το ΠΔ 52/1992, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η υποχρέωση υποβολής αιτήσεως στο χρηματιστήριο δεν ποδύνναμι με υποχρέωση της ανώνυμης εταιρίας που αντί κεφάλαια από το κοινό με δημόσια έγγραφη να πληροί τις προϋποθέσεις εισαγωγής στο χρηματιστήριο ή να εξασφαλίσει πριν από τη δημόσια έγγραφη την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο²⁸. Η διάταξη του άρθρου 8α παρ. 4 του ΚΝ 2190/1920 πρέπει να ερμηνευθεί σύμφωνα και εναρμονισμένα με τις διατάξεις του ΠΔ 350/1985 και του άρθρου 32 του Ν 1806/1988. Επιβάλλεται λοιπόν να γίνει δεκτό ότι η εν λόγω

εταιρία οφείλει να υποβάλει αίτηση για την εισαγωγή των μετοχών της στο χρηματιστήριο αμέσως μόλις πληροί τους τυπικούς όρους εισαγωγής, καθώς και ότι υποχρεούται να πράξει παν ό,τι εφείκνται για να επιτύχει και επιταχίσει την εισαγωγή των μετοχών της στο χρηματιστήριο. Άλλως, προκύπτει ευθύνη της ανώνυμης εταιρίας και της διοικήσεώς της προς αποζημίωση σκείνων που υπέστησαν ζημία από την παράληψη αυτή²⁹. Η - για οποιοδήποτε λόγο - μη εισαγωγή των κινητών αξιών στο χρηματιστήριο, ακόμη και η μη ύπαρξη προοπτικής της εισαγωγής, δεν δημιουργούν όμως αρνητικές συνέπειες για την όλη διαδικασία της δημόσιας έγγραφης³⁰, αρκεί να έχει τονισθεί δεόντως και σε περίοπτη θέση στο ενημερωτικό δελτίο, που εκδίδεται με βάση το ΠΔ 52/1992, η προοπτική αυτή ή το ενδεχόμενο αυτό.

Ε. Η επένδυση σε κινητές αξίες και ο χρόνος της πραγματοποίησής της

Όπως συνάγεται τόσο από το άρθρο 10 του Ν 876/1979, όσο και από το άρθρο 5 του ΠΔ 52/1992, αντικείμενο της ζητώσεως εγκρίσεως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προσκλήσεως προς το κοινό είναι εκείνη η πρόσκληση που έχει ως αντικείμενο την «επένδυση σε κινητές αξίες» ή τη συμμετοχή σε επενδυτικά προγράμματα. Για την εφαρμογή της έννοιας «επένδυση σε κινητές αξίες», πρέπει να ληφθεί υπόψη ο προεκτεθείς σκοπός του προεδρικού διατάγματος.

Ο νομοθέτης επιδιώκει να μην αποζημιωθεί ο επενδυτής των κεφαλαίων του, πριν να έχει τη δυνατότητα να μελετήσει το ενημερωτικό δελτίο, που θα έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και πριν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει, με την προεκτεθείσα έννοια του ελέγχου της νομιμότητος, τη δημόσια έγγραφη³¹.

Η επένδυση σε κινητές αξίες ή η συμμετοχή του επενδυτή στο επενδυτικό πρόγραμμα θα πρέπει, συνεπώς, να θεωρηθεί ότι έχει συντελεσθεί όταν ο επενδυτής έχει αναλάβει, καθ' οιονδήποτε τρόπο και έναντι οιοδήποτε, όχι απαραίτητως μόνον έναντι του προσώπου που απευθύνει την πρόσκληση, την υποχρέωση να διαθέσει το χρηματικό του ποσό για την επένδυση στην οποία προσκλήθη να συμμετάσχει, ανεξάρτητα από το

α) αν το χρηματικό ποσό έχει ήδη διατεθεί για τον σκοπό της επένδυσης ή φυλάσσεται οπουδήποτε για να διατεθεί εκ των υστέρων για το σκοπό αυτό,

25. Η παρέμβαση χρηματοπιστωτικού οργανισμού στη δημόσια έγγραφη αποτελεί θετική διαβεβαίωση πρακτική, δεν αποτελεί όμως, σε άλλα δίκαια, υποχρέωση. Πρβλ. *Hopt* (ισπ. 4), αρ. 61 π., σελ. 31 π., *E. Schvarik*: *Börsengesetz, Kommentar*, 2. Aufl., 1994, § 36, αρ. 2 και § 42, αρ. 9, *L. Martin*: *Banques et Bourses*, 3ème ed. (1991), αρ. 664, σελ. 761.

26. Βλ. σχετικά *Α. Γεωργακόπουλος*, 1992 (τομ. 24), σελ. 184-185.

27. *Α. Γεωργακόπουλος*: *Το Δίκαιον των Εταιριών, τόμος δεύτερος, Η Ανώνυμη Εταιρεία, Μέρος Α'*, 1972, σελ. 85.

28. Έτσι και *Α. Γεωργακόπουλος*: *Άμεσα δημόσιες έγγραφες και εισαγωγή τίτλων στο χρηματιστήριο*, ΔΕΕ 1995, 22.

29. *Νικολαΐδης*, εκδ. Παράτη, Δικ.ΑΕ Ια, άρθρο 8-8α, αρ. 78, σελ. 471.

30. Πρβλ. *Γεωργακόπουλος*, ΔΕΕ 1995, σελ. 23.

31. Πρβλ. *De Vauquelin/Bornet* (ισπ. 7), αρ. 13, σελ. 13-14.

β) αν έχει διασφαλισθεί η πραγματοποίηση της επένδυσης ή γ) αν το χρηματικό ποσό βρίσκεται στα χέρια αξιόπιστου θεματοφύλακα, υπό όρους που διασφαλίζουν τη διάθεση του για τον προοιζόμενα επενδυτικό σκοπό.

Άρκει δηλαδή η πρόσκληση να κατατείνε στην ανάληψη ενδοχικής υποχρέωσης από τους επενδυτές, στους οποίους απευθύνεται, έναντι οποιουδήποτε προσώπου, για την καταβολή του ποσού, χωρίς να απαιτείται η γε καταβολή του.

[...]

Σύμφωνα λοιπόν με τα προεκτεθέντα, μόνον τότε δεν θα συντρέχει ο όρος της επένδυσης σε κινητές αξίες, αν, πριν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και κυκλοφορήσει το ενημερωτικό δελτίο, οι επενδυτές/ καταθέτες εξακολουθούν να έχουν το απεριόριστο δικαίωμα να αποσύρουν τα τυχόν κατατεθέντα σε ατομικούς λογαριασμούς τους ποσά στην Τράπεζα*, εάν δηλαδή δεν έχουν αναλάβει ακόμη καμία υποχρέωση, έναντι οποιουδήποτε, για τη δαπάνη χρηματικού ποσού για την προτεινόμενη επένδυση. Εφόσον συντρέχουν αυτές οι προϋποθέσεις, η πρόσκληση προς δημόσια προεγγραφή φαίνεται να έχει την έννοια της πρότασης προς το κοινό προς υποβολή προτάσεως προς την Ανώνυμη Εταιρία Ίδρύσεως της Τραπεζής Π., η οποία όμως δεν θα γίνεται αποδεκτή από την τελευταία, παρά μόνον μετά την χορήγηση άδειας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Καθ' όλο αυτό το διάστημα θα πρέπει να υφίσταται δικαίωμα των επενδυτών να ανακαλέσουν, αζήμιως γι' αυτούς, την πρότασή τους, σύμφωνα με το άρθρο 180 ΑΚ³². Μόνον όταν λάβουν γνώση του ενημερωτικού δελτίου θα πρέπει να μπορούν οι επενδυτές να δεσμευθούν για τη συμμετοχή τους στην υπό σύσταση τράπεζα. Διαφορετικά, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι συντρέχει ήδη περίπτωση πρόσκλησης προς το κοινό προς επένδυση σε κινητές αξίες, που έχει πραγματοποιηθεί κατά παράβαση του νόμου, αφού η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν έχει εγκρίνει το ενημερωτικό δελτίο της προσκλήσεως προς το κοινό.

ΣΤ. Χρονικό σημείο της χορήγησης της άδειας λειτουργίας της Τράπεζας της Ελλάδος

Η χορήγηση της άδειας λειτουργίας της Τράπεζας της Ελλάδος θα ακολουθήσει αναγκαστικά τη δημόσια εγγραφή και, κατά μέγιστα λόγο, την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και την άδεια για την πρόσκληση προς το κοινό για τη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας Π., που θα χορηγήσει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθόσον, σύμφωνα με τα άρθρα 5 παρ. 2 και 6 παρ. 1α του Ν 2076/1992, σε συνδυασμό με την Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2110/1992, για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος σε υπό ίδρυση πιστωτικό ίδρυμα πρέπει να έχει καταβληθεί και κατατεθεί σε μετρητά το μετοχικό κεφάλαιο της υπό ίδρυση τράπεζας. Δεν αρκεί δηλαδή να έχει γίνει η «κάλυψη» του κεφαλαίου (η ανάληψη της υποχρέωσης συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο με την ανάληψη των νέων μετοχών), αλλά απαιτείται επιπλέον και η καταβολή του ποσού και η κατάθεση του στην Τράπεζα της Ελλάδος. Επομένως, η πρόσκληση στο κοινό και η δημόσια εγγραφή προηγούνται λογικώς της

χορηγήσεως άδειας λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Δύο δυνατότητες θεωρούνται, επομένως, στην εξεταζόμενη περίπτωση για την υποβολή του αίτημα στην Επιτροπή σας εταιρία³³. Κατά την πρώτη, η Ανώνυμη Εταιρία Ίδρύσεως της Τραπεζής Π., δύναται να προχωρήσει σε δημόσια εγγραφή για την κάλυψη του αυξηθησομένου μετοχικού κεφαλαίου της, προκειμένου να μετατραπεί σε ανώνυμη τραπεζική εταιρία, και κατά τη δεύτερη δύναται να οργανώσει και να συμμετάσχει στην ίδρυση ανώνυμης τραπεζικής εταιρίας, το μετοχικό κεφάλαιο της οποίας θα καλυφθεί με δημόσια εγγραφή. Και στις δύο περιπτώσεις απαραίτητη είναι η χορήγηση άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία άδεια ορθό είναι να χορηγηθεί παράλληλα με την έκδοση της απόφασής της για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου κατά την έννοια του ΠΔ 52/1992. Και στις δύο περιπτώσεις απαιτείται όπως η δημόσια εγγραφή διενεργηθεί μέσω πιστωτικού ιδρύματος ή ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας με κεφάλαιο άνω του ενός δισεκατομμυρίου δραχμών.

Ζ. Ανακεφαλαίωση συμπερασμάτων

Ανακεφαλαιώνοντας τα παραπάνω, συνοψίζω τα συμπεράσματά μου στα εξής:

1. Για να απευθυνθεί πρόσκληση προς το κοινό προς επένδυση σε κινητές αξίες ή προς συμμετοχή σε επενδυτικά προγράμματα, απαιτείται η προηγούμενη χορήγηση άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η έκδοση και δημοσίευση ή διάθεση στο κοινό ενημερωτικού δελτίου που θα εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τις διατάξεις του ΠΔ 52/1992. Όταν η πρόσκληση προς το κοινό έχει ως σκοπό την πρόσκλησή του να συμμετάσχει στην κάλυψη κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας με δημόσια εγγραφή, η άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το άρθρο 10 του Ν 876/1979 συμπίπτει με την προβλεπόμενη στο άρθρο 8α παρ. 5 του ΚΝ 2190/1920 άδεια της ίδιας Επιτροπής για κάλυψη του εταιρικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας με δημόσια εγγραφή και χορηγείται και στις δύο περιπτώσεις κατόπιν ελέγχου νομιμότητας, σε συνδυασμό και με τις διατάξεις του ΠΑ 52/1992. Η διακριτική ευχέρεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το άρθρο 10 του Ν 876/1979 πρέπει δηλαδή να συρρικνωθεί και να περιοριστεί στον έλεγχο της συνδρομής των προβλεπόμενων στο ΠΔ 52/1992 και το άρθρο 8α του ΚΝ 2190/1920 προϋποθέσεων.

2. Ο προδιορισμός της έννοιας «πρόσκληση προς το κοινό» είναι εξαιρετικά δυσχερές, καθόσον αυτή δεν προσδιορίζεται ποθενά στο νόμο, αλλά ούτε και από την επιστήμη ή τα διδάγματα της πείρας είναι ευχερές η ασφαλής οριοθέτησή της, με αποτέλεσμα να είναι δυνατή η υποστήριξη περισσότερων ερμηνειών. Με βάση το ΠΔ 52/1992, τα κυριότερα κριτήρια, τα οποία θα πρέπει να λάβει υπόψη του ο ερμηνευτής για την εξοδίκευση της αόριστης νομι-

32. Πρβλ. Τιμηματ. 1994 (υπομ. Β), σελ. 68.

33. Δυνατός είναι βεβαίως και παραλλαγή αυτού. Πρβλ. σχετικώς Νισιριώ, εις Περίκλη, ΔικΑΕ Ια, άρθρο 8-8α, αρ. 69 επ., με περαιτέρω παραπομπές.

κής έννοιας «πρόσκληση προς το κοινό», μπορούν να συνοψισθούν στα εξής:

α) Αριθμός των προσώπων στα οποία απευθύνεται η πρόσκληση.

β) Ιδιότητα των προσώπων που καλούνται να αποκτήσουν τους τίτλους. Αν εισοδήμας η πρόταση απευθύνεται σε περιορισμένο αριθμό εμπείρων επενδυτών υψηλής περιουσιακής στάθμης, οι οποίοι είναι σε θέση να αξιολογήσουν είτε οι ίδιοι είτε μέσω συμβούλων των την πρόταση, δεν συντρέχει περίπτωση πρόσκλησης προς το κοινό.

γ) Σχέση των αποδεκτών της πρότασης με τη συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα, στην οποία καλούνται να επενδύσουν, και βαθμός πληροφόρησης και γνώσης τους για τους τωρινές δραστηριότητες της εταιρίας, της οποίας οι μετοχές τους προσφέρονται προς αγορά.

δ) Μαζικότητα ή ατομικότητα του τρόπου με τον οποίο απευθύνεται η πρόσκληση. Σημανικό διλημματικό έχει αν δίενα άμεση ή έμμεση δημοσιότητα στην πρόσκληση και το αν η προσέγγιση γίνεται με ενιαίο τύπο ή με έμφαση στην ατομικότητα του αποδέκτη της πρόσκλησης και τονισμό της διαπροσωπικής σχέσης μεταξύ αυτού που την απευθύνει και του αποδέκτη της. Το γεγονός ότι η επαφή γίνεται απευθείας με τον επενδυτή χωρίς η πρόταση για την επένδυση να είναι «μεταβιβάσιμη» σε τρίτο και χωρίς να γίνονται δεκτοί αυτοκλήτοι επενδυτές, συντηγεται υπέρ της δικαστικής τοποθέτησης.

ε) Ύψος της επένδυσης την οποία καλείται να καταβάλει ο κάθε επενδυτής.

Επιβάλλεται πάντως να τονισθεί ότι είναι απαραίτητη η συνδυαστική εφαρμογή όλων των ανωτέρω κριτηρίων, ύστερα από συνολική εκτίμηση των συνθηκών της πρόσκλησης, προκειμένου να καταλήξει κανείς σε συμπεράσμα σύμφωνο με το σκοπό του δικαίου.

Όλα τα χαρακτηριστικά της πρόσκλησης που έχει δημοσιεύσει και σκοπεύει να επαναλάβει η Ανώνυμη Εταιρία Ήρυσσας της Τράπεζας Π.Α. έχουν πάντως τα χαρακτηριστικά της πρόσκλησης προς το κοινό.

3. Για να συντρέχει περίπτωση της χρηζούσης αδειάς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς πρόσκλησης προς το κοινό, πρέπει επιπλέον οι επενδυτές να καλούνται να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε κινητές αξίες ή να συμμετάσχουν σε επενδυτικό πρόγραμμα, με την έννοια ότι θα καλούνται να αναλάβουν την υποχρέωση να διαθέσουν το χρηματικό τους ποσό για την επένδυση, δεσμευόμενοι προς τούτο καθ'

οιονδήποτε τρόπο και έναντι οιαδήποτε, όχι απαραίτητος μόνον έναντι του προσώπου που απευθύνει την πρόσκληση.

4. Η δημόσια έγγραφη θα πρέπει να διενεργηθεί μέσω πιστωτικού ιδρύματος ή ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρίας με κεφάλαιο άνω του ενός δισεκατομμυρίου δραχμών, που επιτρέπεται να παρέχει υπηρεσίες ανάδοχου έκδοσης (άρθρο 26 Ν 1806/1988), ανεξάρτητα από το αν οι κινητές αξίες (μετοχές) των οποίων ζητείται η ανάληψη από το κοινό θα εισαχθούν ή όχι στο χρηματιστήριο.

5. Προκειμένου να επιτύχει η Ανώνυμη Εταιρία Ήρυσσας της Τράπεζας Π.Α. το σκοπό της, δύναται να προβεί σε πρόσκληση προς το κοινό με σκοπό να αντλήσει κεφάλαια είτε για την αύξηση του κεφαλαίου της με δημόσια έγγραφη και την μετατροπή της σε ανώνυμη τραπεζική εταιρία, εκδίδοντας νέες μετοχές, τις οποίες θα αποκτήσει πρωτοτύπως το κοινό που συμμετέχει στη δημόσια έγγραφη, είτε για την κάλυψη με δημόσια έγγραφη του μετοχικού κεφαλαίου νέας ανώνυμης τραπεζικής εταιρίας, της οποίας θα είναι συνδρότρυα, και της οποίας τράπεζας οι μετοχές που θα εκδοθούν θα αποκτηθούν πρωτοτύπως από τους ιδρυτές, που κάλυψαν και κατέβαλαν το μετοχικό κεφάλαιο.

6. Πριν γίνει η πρόσκληση προς το κοινό για επένδυση των κεφαλαίων του στην υπό σύσταση τράπεζα, κατά την προεκτεθείσα έννοια, και πριν αρχίσει η δημόσια έγγραφη, είναι απαραίτητη η χορήγηση άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η έκδοση και δημοσίευση ή διάθεση στο κοινό ενημερωτικού δελτίου με περιεχόμενο αυτό που ορίζεται στο νόμο, το οποίο θα έχει εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ιδιαίτερως προσοχής χρήζει το ενημερωτικό δελτίο ενόψει του ότι η εν λόγω δημόσια έγγραφη δεν θα συνοδεύεται από εισαγωγή των μετοχών που θα αναλάβουν οι επενδυτές στο χρηματιστήριο. Είναι λοιπόν απαραίτητο να τονιστεί ιδιαίτερος το σημείο αυτό, της ελλείψεως δηλαδή δευτερογενούς αγοράς για τις μετοχές της εν λόγω τράπεζας, με τρόπο που δεν θα αφήνει περιθώρια παρενοήσεων.

7. Πριν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και κυκλοφορήσει το ενημερωτικό δελτίο δεν επιτρέπεται να λάβει χώρα πρόσκληση προς το κοινό για τη συμμετοχή στο επενδυτικό πρόγραμμα της δημιουργίας Τράπεζας Π.Α. ούτε να υπάρξει καθ' οιονδήποτε τρόπο δέσμευση ή ανάληψη υποχρέωσης επενδυτών για να διαθέσουν χρηματικό ποσό για το σκοπό αυτό. Σημαντική είναι η συμβολή στο θέμα αυτό και της Τράπεζας*, που θα αναλάβει το ρόλο του αναδόχου.