

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
Π.Μ.Σ.: ΔΙΚΑΙΟ ΚΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ –ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ
ΔΙΚΑΙΟΥ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ
Της ΒΑΣΙΛΙΚΗΣ Γ. ΓΚΟΥΜΑ,
ΔΙΚΗΓΟΡΟΥ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ, ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΔΟΥΒΛΗΣ



ΑΘΗΝΑ, ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2009

ABSTRACT

*This dissertation has been compiled in the course of the post-graduate degree of Law and European Union, which coincided chronically with the global financial crisis of 2007-2009 that has been considered by many leading economists, as the worst financial crisis after the Great Depression of 1930. In this essay, we wish to explore the extend to which the innovative, financial tool of **securitization of assets** and its misuse have been a significant factor to the causation and expansion of the crisis in the global economy. Furthermore, we examine why the existing regulatory framework of prudential supervision was not sufficient to prevent such abuse and diminish the impact that the crisis in the financial sector had to the real economy worldwide.*

*In order to approach the above questions, we make a brief description of the relevant factors that have been considered as the main causes of the financial crisis, such as the collapse of the housing bubble in the U.S., which lead to the diminishment of the value of the titles that were generated from the subprime mortgage loans (toxic securities), which were spread to investors all over the world, causing serious damages to trustworthy banking institutions, resulting in some cases to the bankruptcy of major investment companies, like Lehman Brothers. The financial instability made the banking system increasingly fragile, leaving investors unprotected and exposed to the malpractices of the executives of banks and investment companies, known as "golden boys", who were gaining extremely high remunerations, in order to provide high volume of loans to untrustworthy creditors. Crucial to the development of the crisis was also the role of the rating agencies, which were giving high evaluations to complicated financial products of ambiguous quality. The above situation has been created within a regulatory framework of prudential supervision, which has been proved insufficient and inadequate to predict and prevent such abuse of authority by the "main players" of the banking system, who were given motives to assume high risks, in order to multiply their personal profits (**Introduction**).*

The mechanism of securitization of assets has played a significant role to the creation of high risk securities (toxic securities) that were sold to creditors all over the world. The concept of securitization of assets, its



*origins, its economic function and the several parties that are being involved in this process are described in **Chapter A** of this essay.*

*In **Chapter B**, we make reference to the legislative Act 3156/2003, which introduced the procedure of securitization of assets within the Greek legal system, following international practice. We emphasize to the contract of sale and conveyance of assets from the originator to the special purpose vehicle, which is governed by the provisions of the above Act and we compare those specific provision with the ones of the Greek Civil Code. Furthermore, we describe the multiple ways of insurance that are used in the process of securitization, in order to safeguard the interests of its creditors, i.e. the investors who buy the securities.*

*In **Chapter C**, we make an introduction to the framework of prudential supervision that was created by Basle Committee, we describe the minimum capital requirements that are imposed to financial institutions and we explain how securitization of assets relieves the financial institutions of certain obligations of capital adequacy. Such a relief is being achieved upon certain conditions, imposed to all banking institutions by the relevant authorities, like the Bank of Greece or the Financial Services Authority in the United Kingdom.*

*In **Chapter D**, we explain how the securities, created by the mechanism of securitization, are promoted into the capital markets and bought by investors all over the world and we examine possible ways of protection of those investors, either as institutionals or consumers, especially under MIFID Directive.*

*Finally, in **Chapter E**, we explore the possible solutions for improvement of the existing regulatory framework of financial supervision, making reference to the recent initiatives taken by the European Commission, with the aim of promoting a unified model of cross border prudential supervision.*

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄**ΜΟΡΦΟΛΟΓΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ**

1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις – Έννοια της τιτλοποίησης	10
2. Ιστορική αναδρομή της τιτλοποίησης.....	12
3. Σύγκριση τιτλοποίησης με παρεμφερείς θεσμούς.....	13
4. Οικονομική λειτουργία της τιτλοποίησης.....	16
5. Εμπλεκόμενα μέρη στη διαδικασία της τιτλοποίησης.....	18
<i>i. Μεταβιβάζουσα.....</i>	<i>18</i>
<i>ii. Οφειλέτες.....</i>	<i>19</i>
<i>iii. Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.....</i>	<i>19</i>
<i>iv. Διαχειριστής των απαιτήσεων.....</i>	<i>21</i>
<i>v. Εμπιστευματοδόχος / Εκπρόσωπος Ομολογιούχων.....</i>	<i>22</i>
<i>vi. Πιστοδότες και χορηγοί εξασφάλισης ή ρευστότητας.....</i>	<i>22</i>
<i>vii. Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης.....</i>	<i>23</i>
<i>viii. Τιτλούχοι επενδυτές.....</i>	<i>24</i>
6. Μορφές τιτλοποίησης.....	25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄**ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ
ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ**

1. Νομοθετικός ορισμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων και συμβάσεις που καταρτίζονται στα πλαίσια αυτής.....	27
2. Σύμβαση πώλησης επιχειρηματικών απαιτήσεων.....	29
2.1. <i>Ευθύνη της μεταβιβάζουσας για νομικά ελαττώματα.....</i>	<i>30</i>
2.2. <i>Ευθύνη της μεταβιβάζουσας για πραγματικά ελαττώματα.....</i>	<i>30</i>
3. Σύμβαση εκχώρησης επιχειρηματικών απαιτήσεων.....	32
4. Σύμβαση διαχείρισης επιχειρηματικών απαιτήσεων.....	38
5. Η σύσταση του νόμιμου ενεχύρου.....	38
6. Λοιπές εξασφαλιστικές συμβάσεις.....	41
6.1. <i>Εσωτερικές Εξασφαλίσεις.....</i>	<i>42</i>

6.2. Εξωτερικές εξασφαλίσεις (εξασφαλίσεις τρίτων).....	44
6.3. Εξασφάλιση μέσω ανταλλαγής χρηματοοικονομικών μέσων (SWAPS).....	45
7. Κριτήρια επιλογής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων.....	46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄

ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

1. Εισαγωγή στο θεσμό της προληπτικής εποπτείας.....	47
2. Κεφαλαιακή Επάρκεια και τιτλοποίηση απαιτήσεων.....	48
2.1. Ανάλυση της Εγκυκλίου της ΤτΕ για ζητήματα τιτλοποίησης και προληπτικής εποπτείας.....	52
2.2. Ανάλυση της εγκυκλίου του γερμανικού εποπτικού οργάνου.....	54
2.3. Ανάλυση της εγκυκλίου του αγγλικού εποπτικού οργάνου.....	56
3. Εποπτεία εταιρείας ειδικούς σκοπού.....	58
4. Εποπτεία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης (rating agencies).....	59

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ΄

ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ - ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

1. Έκδοση των τίτλων.....	62
2. Διάθεση των τίτλων.....	64
3. Εποπτικές αρμοδιότητες της κεφαλαιαγοράς και προστασία επενδυτών.....	65
4. Κατάρτιση ενημερωτικού δελτίου.....	67
5. Ολοκληρωμένο Θεσμικό Πλαίσιο για την προστασία των επενδυτών (MIFID)...	69

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε΄

ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ – ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

1. Η ανάγκη αναπροσαρμογής του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου.....	73
2. Η διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω του ισχύοντος ευρωπαϊκού δικαίου	74
2.1. Ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο σε επίπεδο κανόνων.....	74
2.2. Ισχύον θεσμικό πλαίσιο σε επίπεδο φορέων.....	75

3. Προτάσεις για την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου- Η Έκθεση Larosiè.....	75
3.1. Η Βραχυπρόθεσμη πρόταση για την ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο.....	77
3.1.1. Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ).....	78
3.1.2. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ).....	80
3.1.3. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Διαχείρισης Κρίσεων.....	82
3.2. Η βραχυπρόθεσμη πρόταση για την ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας σε εθνικό επίπεδο.....	82
3.3 Η μακροπρόθεσμη πρόταση για την ενίσχυση της εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο.....	83
4. Έκθεση Larosiè και Τιτλοποίηση Απαιτήσεων.....	84
4.1. Η προβληματική των <i>rating agencies</i>	84
4.2. Η προβληματική των <i>SPV</i>	85
5. Αξιολόγηση Βασιλείας II.....	86
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	88
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	91
ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ.....	95
ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ.....	96
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	99
ΑΛΦΑΒΗΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ.....	107

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

A.E.	Ανώνυμη Εταιρεία
A.K.	Αστικός Κώδικας
Αρ.	Άρθρο
Γ.Σ.	Γενική Συνέλευση
ΔΕΕ	Δίκαιο Εταιρειών & Επιχειρήσεων
ΔΕΕΤ	Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
Ε.Κ.	Ευρωπαϊκή Κοινότητα
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕμπΝ	Εμπορικός Νόμος
Ε.Π.Ε.	Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης
ΕΠΕΥ	Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΕΡΑΑΚΑ	Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών και Κινητών Αξιών
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών
ΕΣΣΚ	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
ΕΣΧΕ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας
«Ν»	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ
ΝΟΒ	Νομικό Βήμα
ΟΔΕ	Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή
ΟΝΕ	Οικονομική Νομισματική Ένωση
ΟΣΕΚΑ	Ορφανοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
ΣυνΘΕΚ	Συνθήκη Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΤτΕ	Τράπεζα της Ελλάδος
ΧρΙΔ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου
ΧρηΔικ	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο
ABS	Asset Backed Securities
CAD	Capital Adequacy Directive
IOSCO	International Organization of Securities Commission
MBS	Mortgage Backed Securities
SPV	Special Purpose Vehicle

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η πρόσφατα εκδηλωθείσα και μέχρι σήμερα διαρκούσα οικονομική κρίση στον χρηματοπιστωτικό τομέα, η οποία έχει μεταπηδήσει και στην πραγματική οικονομία¹, ανέδειξε σημαντικά κενά και αδυναμίες, τόσο στο κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τα χρηματοπιστωτικά συστήματα ανά την υφήλιο, όσο και σε διεθνείς πρακτικές που χρησιμοποιήθηκαν κατά κόρον από πιστωτικά ιδρύματα, προκειμένου να επιτύχουν άμεση άντληση ρευστότητας και μεγιστοποίηση των κερδών τους.

Η σημερινή χρηματοπιστωτική κρίση έχει τις ρίζες της στις Η.Π.Α., όπου επινοήθηκαν και πρωτοεμφανίστηκαν πολιτικές προσφοράς φθηνού χρήματος, μέσω της συνεχούς μόχλευσης (*leverage*²) των αξιών με εύκολο δανεισμό³. Το 2001, στον απόηχο των τρομοκρατικών χτυπημάτων της 11^{ης} Σεπτεμβρίου στην καρδιά του Παγκόσμιου Κέντρου Εμπορίου και υπό το καθεστώς φόβου για την επιβράδυνση της αμερικανικής οικονομίας, η Fed αποφάσισε να εφαρμόσει χαλαρή νομισματική πολιτική, προβαίνοντας στη μείωση των επιτοκίων για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η χαλαρή αυτή νομισματική πολιτική κατέστησε πολύ φτηνό το κόστος χρήματος για τους καταναλωτές, οι οποίοι κατέφυγαν μαζικά στον δανεισμό, και κυρίως σε αυτόν της στεγαστικής πίστης⁴, κάτι που οδήγησε στην άνοδο των τιμών των κατοικιών και την αύξηση των επιτοκίων. Για μεγάλο χρονικό διάστημα, με την ανοχή των επίσημων νομισματικών αρχών, εμπορικές κι επενδυτικές τράπεζες χορηγούσαν στεγαστικά δάνεια σε νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής δυνατότητας, τα γνωστά *subprime mortgage loans* (*ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής φερεγγυότητας*), χωρίς όμως να εξετάζουν την πιθανότητα αποπληρωμής τους, καθώς οι μεσάζοντες που χορηγούσαν τα δάνεια, πληρώνονταν αδρά κυρίως για την ποσότητα των χορηγούμενων δανείων, παρά για την ποιότητά τους⁵. Παράλληλα, μέσω του μηχανισμού της τιτλοποίησης, εξέδιδαν δομημένες ομολογίες (*structured securities*)

1. Γκόρτσος, Η πορεία προς την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ 2009, 44 επ.

2. Ο όρος «leverage» (μόχλευση) στην οικονομική ορολογία αναφέρεται στη χρήση των χρεών για επενδυτικούς σκοπούς. ([http://en.wikipedia.org/wiki/Leverage_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Leverage_(finance))).

3. Νούνης, Τρέχουσα οικονομική κρίση: Αίτια και μέτρα ενίσχυσης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΑΝΟΙΞΗ 08, 120 επ.· Αυγερινός, Ο μαύρος κύκνος και η μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής εποπτείας, ΧρηΔικ 2009, 28.

4. Νούνης, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΑΝΟΙΞΗ 08, 122

5. "...intermediaries were remunerated primarily by generating loan volume, rather than quality...". Έτσι, J. Kill & P. Mills, IMF Working Paper: **Money for Nothing and Checks for free: Recent Development in U.S. Subprime Mortgage Markets**, INTERNATIONAL MONETARY FUND

με εγγύηση τα subprime mortgage loans⁶, -γνωστές λόγω του υψηλού βαθμού της επικινδυνότητάς τους ως τοξικά ομόλογα (*toxic securities*)⁷-, οι οποίες διατέθηκαν στο επενδυτικό κοινό και εξαπλώθηκαν ραγδαία σε όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα⁸. Το αποτέλεσμα αυτών των ριψοκίνδυνων πρακτικών ήταν η δημιουργία μιας εικονικής οικονομίας, μιας «χάρτινης πυραμίδας», αποτελούμενης από πληθώρα ριψοκίνδυνων στεγαστικών δανείων και σύνθετων επενδυτικών προϊόντων, των οποίων η πραγματική αξία ήταν δύσκολο έως αδύνατον να αποτιμηθεί.

Όταν το 2007 έφτασε η ώρα της κατάρρευσης της «φούσκας» της κτηματαγοράς, οι τράπεζες με μεγάλη έκθεση στα ενυπόθηκα δάνεια, τα οποία δεν μπορούσαν να αποπληρωθούν, άρχισαν να ανακοινώνουν τεράστιες ζημιές, που θα είχαν ως αποτέλεσμα τη χρεοκοπία αν δεν παρέχονταν άμεσα σε αυτές κρατικές ενισχύσεις από την Αμερικανική κυβέρνηση⁹. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η κατάρρευση ήταν αναπόφευκτη, όπως σε αυτή της εταιρείας-κολοσσού *Lehman Brothers*, που κήρυξε πτώχευση μετά τη συσσώρευση ζημιών πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων από την κατάρρευση της αγοράς των, επισφαλών πλέον, ενυπόθηκων δανείων¹⁰. Συνέπεια όλων αυτών ήταν η δημιουργία έλλειψης εμπιστοσύνης προς τα πιστωτικά ιδρύματα¹¹, ο δισταγμός στο δανεισμό κεφαλαίων μέσω της διατραπεζικής αγοράς –σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τα πιστωτικά ιδρύματα-, λόγω έλλειψης επαρκούς πληροφόρησης, που οδήγησαν τελικά στην έλλειψη ρευστότητας, αναγκάζοντας κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς να προβούν σε «ενέσεις ρευστότητας» και σε πρωτοφανείς παρεμβάσεις, με κίνδυνο, ωστόσο, μιας ραγδαίας επιδείνωσης των πληθωριστικών τάσεων¹². Παράλληλα, οι επενδυτικές τράπεζες προχώρησαν στη λελογισμένη διαγραφή των ζημιών τους από τα ομόλογα και ταυτόχρονα στην αύξηση κεφαλαίων μέσω αυξήσεων μετοχικών κεφαλαίων¹³. Παρόλα αυτά, εξαιτίας

6. Βάμβουκας, Η διεθνής οικονομική κρίση: αίτια, επιπτώσεις και μέτρα πολιτικής, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08, 83 επ· *Αυγερινός*, ΧρηΔικ 2009, 28.

7. Βαμβούκας ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08, 84· *Η.Π.Α. Τοξικά χρεόγραφα οδηγούν τις τράπεζες στον γκρεμό*. «Ν» 22-8-2009

8. *Νούνης*, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΑΝΟΙΞΗ 08, 122

9. Βλ. περιπτώσεις Bear Sterns, Merrill Lynch και Northern Rock, που διασώθηκαν από την Αμερικανική Κυβέρνηση.

10. Βλ. *Πτώχευση κηρύσσει στις ΗΠΑ η μεγάλη τράπεζα επενδύσεων Lehman Brothers*, ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 15-9-2008· *Lehman Brothers Holdings Inc*, The New York Times, 24-8-2009, βλ. http://nytimes.com/topics/news/business/companies/lehman_brothers_holdings

11. Ομιλία του Διοικητή κ. *Προβόπουλου* με θέμα: Τι μας διδάσκει η σημερινή κρίση για το μέλλον της αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, σε εκδήλωση του Κυπριακού Εμπορικού & Βιομηχανικού Επιμελητηρίου, βλ. σχετικά την ιστοσελίδα http://eng.bankofgreece.gr/announcements/text_speech.asp?speechid=156

12. Βάμβουκας, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08 83· *ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ*, ΙΟΥΝΙΟΣ 2009, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ – ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ.

13. *Νούνης*, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΑΝΟΙΞΗ 08, 122

των τοξικών ομολόγων, που αποτελούσαν μέρος του ενεργητικού πολλών τραπεζών κι επενδυτικών εταιρειών, δημιουργήθηκε ένα τεράστιο κενό ρευστότητας, το οποίο ήταν πολύ δύσκολο να ποσοτικοποιηθεί στα πλαίσια ενός διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, έτσι ώστε να καλυπτόταν από τις Κεντρικές Τράπεζες της Fed ή της Ευρωζώνης¹⁴.

Τα αίτια της κρίσης, τα οποία δεν θα αναλυθούν διεξοδικά στην παρούσα μελέτη, μπορούν να αναζητηθούν και σε άλλους παράγοντες ρυθμιστικού κι εποπτικού χαρακτήρα, οι οποίοι θα αποτελέσουν και μέρος της θεματικής της παρούσης. Ειδικότερα, παράγοντες που συνέβαλαν ιδιαίτερα στο ξέσπασμα της παρούσας χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι οι εξής¹⁵:

- Η αδυναμία, όπως αποδείχθηκε, του συστήματος αυτορρύθμισης στην επίτευξη της χρηματοοικονομικής σταθερότητας,
- Η χαλαρή εποπτεία σε ορισμένους κλάδους της χρηματοπιστωτικής αγοράς (*hedge funds*), οι οποίοι λειτούργησαν ως κεντρικοί μηχανισμοί προώθησης των επενδυτικών εργασιών των πιστωτικών ιδρυμάτων, παραμένοντας όμως εκτός ελέγχου από τις εποπτικές αρχές,
- Η έλλειψη διαφάνειας στους κανονισμούς των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης (*rating agencies*), που προφανώς υποτίμησαν τους κινδύνους των σύνθετων επενδυτικών προϊόντων, καθώς και η έλλειψη λεπτομερούς νομοθεσίας για τη λειτουργία και εποπτεία τους¹⁶.
- Η δημιουργία και διάθεση σύνθετων και πολύπλοκων προϊόντων, τα οποία ήταν δύσκολο να κατηγοριοποιηθούν και να αποτιμηθούν και τα οποία διατέθηκαν σε μη οργανωμένες και εξωχρηματιστηριακές αγορές,
- Ο κατακερματισμός του χρηματοπιστωτικού και χρηματοοικονομικού τομέα σε εθνικό και υπερεθνικό επίπεδο, που δεν ανταποκρίνεται πλέον στη σύγχρονη πραγματικότητα της παγκοσμιοποίησης, όπου οι τράπεζες και οι χρηματοοικονομικοί όμιλοι επιχειρήσεων επιδίδονται σε πληθώρα δραστηριοτήτων (τραπεζικών, ασφαλιστικών, επενδυτικών), και όπου οι αγορές χάνουν τα διαφοροποιητικά τους χαρακτηριστικά, δημιουργώντας ασυμμετρίες στον τρόπο εποπτικής τους παρακολούθησης¹⁷.

14. Βάμβουκας, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08, 83.

15. Για διεξοδική ανάλυση της παρούσας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και για τις επιπτώσεις της στην ελληνική οικονομία, βλ. ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ 2009, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ –ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

16. J. Kill & P. Mills, IMF Working Paper Money for Nothing and Checks for free: Recent Development in U.S. Subprime Mortgage Markets, INTERNATIONAL MONETARY FUND· Γκάρτσος, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ, 2009, 55

17. Αυγερινός, ΧρηΔικ 2009, 28

- Η υποεκτίμηση των κινδύνων από τις εποπτικές αρχές, που συνεπάγονταν οι πιλοποιήσεις και οι συμμετοχές πιστωτικών ιδρυμάτων σε αγορές χρήματος, εξαιτίας της διατήρησης του τρίπτυχου χαμηλός πληθωρισμός – χαμηλά επιτόκια – υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης στην παγκόσμια οικονομία για μεγάλο χρονικό διάστημα, κάτι που οδήγησε τις τράπεζες στην ανάληψη υπερβολικών υποχρεώσεων και κινδύνων¹⁸, βρίσκοντας εποπτικές αρχές, αλλά και επενδυτές εξαπίνης¹⁹.
- Οι υψηλές αμοιβές των υψηλόβαθμων στελεχών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των περιβόητων *golden boys*, που έδιναν κίνητρα για ανάληψη υψηλών κινδύνων, χωρίς αποδοτικότητα²⁰.

Στην παρούσα μελέτη, δεν είναι δυνατόν να αναλύσουμε διεξοδικά τα αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης που διανύουμε, σκοπεύουμε ωστόσο να επικεντρωθούμε στο ερώτημα του αν, πώς και κατά πόσο, ο θεσμός της πιλοποίησης, ένας από τους βασικούς μηχανισμούς χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, συνέβαλε σε αυτήν. Περαιτέρω, θα επιχειρήσουμε να εστιάσουμε στα κενά του ήδη υπάρχοντος συστήματος προληπτικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού και χρηματοοικονομικού τομέα, σε εθνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο, τα οποία επέτρεψαν την καταστρατήγηση του θεσμού της πιλοποίησης και τη δημιουργία μιας εικονικής οικονομίας μέσω αυτού, όπως συνοπτικά περιγράψαμε παραπάνω. Τέλος, θα αναφερθούμε στις προοπτικές μιας εποπτείας σε ενοποιημένη βάση, που πιθανώς αποτρέπει την εμφάνιση παρομοίων κρίσεων στο μέλλον.

Για τους σκοπούς αυτούς, θα επιχειρήσουμε, καταρχάς, να περιγράψουμε πώς δημιουργήθηκε ο θεσμός της πιλοποίησης απαιτήσεων, πώς εξελίχθηκε και πώς εφαρμόστηκε στη διεθνή πρακτική, ποιοι είναι οι οικονομικοί σκοποί που εξυπηρετεί και ποια είναι τα εμπλεκόμενα μέρη στη διαδικασία αυτή (Κεφάλαιο Α). Εν συνεχεία, θα αναφερθούμε στη νομοθετική ρύθμιση της πιλοποίησης απαιτήσεων στην ελληνική έννομη τάξη, καθώς και στην εφαρμογή της. (Κεφάλαιο Β). Περαιτέρω, θα προσεγγίσουμε το θεσμό της πιλοποίησης από τη σκοπιά του εποπτικού δικαίου, τόσο του χρηματοπιστωτικού, όσο και του χρηματοοικονομικού τομέα, σε εθνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο (Κεφάλαια Γ και Δ), ενώ τέλος θα αναφερθούμε στα μέτρα που λαμβάνονται από κυβερνήσεις και Ε.Ε., προκειμένου να επιτευχθεί σταθερότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (Κεφάλαιο Ε).

18. Νούνης, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΑΝΟΙΞΗ 08, 122

19. Βλ. Σε απόγνωση οι πελάτες της *Lehman Brothers*, «N» 21-8-2009

20. Βλ. Καλέργης, Φρένο στις παχυλές αμοιβές των *golden boys*, ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 25-0-2009

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄

ΜΟΡΦΟΛΟΓΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις – Έννοια της τιτλοποίησης

Η συνεχής οικονομική ανάπτυξη που σημειώθηκε κατά τις τελευταίες δεκαετίες, ιδίως στον δυτικό κόσμο, μέσα σ' ένα όλο και πιο ανταγωνιστικό, παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον, προϋπέθετε απαραίτητως μια αυξητική ή τουλάχιστον κυκλική ροή χρήματος, κάτι που οδήγησε αναπόφευκτα στη δημιουργία νέων χρηματοδοτικών θεσμών και μορφωμάτων. Έτσι, ενώ αρχικά οι επιχειρήσεις αντλούσαν κεφάλαια μέσω του παραδοσιακού δανεισμού από τα πιστωτικά ιδρύματα, το ενδιαφέρον άρχισε σταδιακά να μετατοπίζεται προς τη χρηματοδότηση μέσω των αξιογραφικών κεφαλαιαγορών, καθώς η επιλογή αξιογράφων δεν αποτελούσε μόνο εναλλακτικό τρόπο χρηματοδότησης για μια επιχείρηση, αλλά και κερδοφόρα επένδυση, τόσο για τους επενδυτές που αγόραζαν τα αξιόγραφα, όσο και για τις επιχειρήσεις που αντλούσαν κεφάλαια μέσω αυτών για περαιτέρω επενδύσεις²¹. Η τάση αυτή υποβοηθήθηκε σημαντικά κι από ποικίλους εξωγενείς παράγοντες, όπως: τη διεθνοποίηση και ενοποίηση των αγορών, την κυκλική λειτουργία κρίσεων που κλόνισαν την παγκόσμια οικονομία κατά τις τελευταίες δεκαετίες, την απελευθέρωση και νομοθετική απορρύθμιση των αγορών, την πτώση των επιτοκίων, καθώς και την ανάπτυξη των τεχνολογικών κι επικοινωνιακών μέσων, που αίρουν χρονικούς και γεωγραφικούς περιορισμούς²².

Η άντληση κεφαλαίων μέσω των κεφαλαιαγορών δεν αποτέλεσε προνομιακή επιλογή ως τρόπος χρηματοδότησης μόνο για τις επιχειρήσεις, αλλά κυρίως για τα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία, ενώ κάλυπταν τις ανάγκες δανεισμού του μεγαλύτερου μέρους της αγοράς, δεν είχαν ποτέ εξασφαλισμένη την επιστροφή των κεφαλαίων τους. Έτσι, τα πιστωτικά ιδρύματα, αν και κύριοι φορείς της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων εν γένει, βρήκαν στον θεσμό των αξιογραφικών αγορών τη λύση στο πρόβλημα εύρεσης κεφαλαίων, αλλά και της διαχείρισης αυτών με αναδιάρθρωση των λογιστικών τους επιβαρύνσεων²³.

21. Μητσόπουλος, Σύγχρονες Χρηματοοικονομικές Αγορές και προϊόντα, (1997), 75 επ.· Βενιέρης, Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής (2003), 4 επ.

22. Βενιέρης (2005), 3.

23. Βενιέρης (2005), 7.

Σε αυτά τα πλαίσια δημιουργήθηκε και αναπτύχθηκε ο θεσμός της **τιτλοποίησης απαιτήσεων** (*securitisation*²⁴, *titularisation*, *verbriefung*), δηλαδή, η πρακτική ενσωμάτωσης των απαιτήσεων μιας επιχείρησης σε τίτλους, αξιόγραφα, που διατίθενται στο επενδυτικό κοινό, με σκοπό τη χρηματοδότηση της επιχείρησης αυτής²⁵. Υπό αυτή την ευρεία έννοια, όλες οι διαδικασίες έκδοσης τίτλων, όπως οι ομολογίες, κοινές, μετατρέψιμες, ασφαλισμένες με υποθήκη, τα εμπορικά χρεωστικά ομόλογα, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, εμπίπτουν στην έννοια της τιτλοποίησης²⁶.

Ωστόσο, στη διεθνή πρακτική έχει επικρατήσει η χρήση μιας πιο στενής ερμηνείας του όρου. Με τον όρο «τιτλοποίηση» αναφερόμαστε στην ακόλουθη διαδικασία: μια επιχείρηση (ή συνηθέστερα ένα πιστωτικό ίδρυμα), η μεταβιβάζουσα, που έχει ανάγκη χρηματοδότησης και είναι δικαιούχος μη ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων έναντι τρίτων, πωλεί και μεταβιβάζει τις απαιτήσεις αυτές σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (*special purpose vehicle – SPV*), η οποία καταβάλλει το τίμημα για την πώληση αυτών στην μεταβιβάζουσα εταιρεία. Το τίμημα αυτό αποτελεί και την επιδιωκόμενη χρηματοδότηση, καθώς η μεταβιβάζουσα εταιρεία και δικαιούχος των απαιτήσεων αποκτά το κεφάλαιο των απαιτήσεων της, πριν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες και απαιτητές. Η δε εταιρεία ειδικού σκοπού, προκειμένου να αντλήσει τα κεφάλαια για να εξαγοράσει τις απαιτήσεις, συνήθως προσφεύγει σε δανεισμό από άλλη χρηματοδότη εταιρεία²⁷, ενώ ταυτόχρονα ενσωματώνει τις απαιτήσεις σε τίτλους και εκδίδει ομόλογα, τα οποία διαθέτει στο επενδυτικό κοινό. Η διάθεση των τίτλων στο κοινό εξασφαλίζει τη ρευστότητα και την αποπληρωμή των απαιτήσεων. Παρατηρείται έτσι μια ανασύσταση της παραδοσιακής σχέσης μεταξύ δανειζομένου και δανειστή, καθώς δανειστής παύει να είναι το πιστωτικό ίδρυμα, που

24. Ο όρος «τιτλοποίηση» προέρχεται από τη μετάφραση του αγγλοσαξονικού όρου "securitisation", με ρίζα τη λέξη security = αξιόγραφο. Η επιλογή της λέξης αυτής στα ελληνικά, αποτελεί αναγκαία λύση ανάμεσα σε άλλες επιλογές, όπως αξιογραφοποίηση, ενσωμάτωση δικαιώματος σε αξιόγραφο κλπ., που πιθανώς θα ήταν πιο ακριβείς. Ο Παντελής μάλιστα, χαρακτηρίζει τη λέξη αυτή «άσχημη και νεφελώδη». (*Παντελής, Τιτλοποίηση και Δευτερογενείς Αγορές Τραπεζικών Χορηγήσεων, ΔΕΕΤ 1995, 97*). Παρόλα αυτά, παρόμοιες επιλογές έγιναν και στις άλλες γλώσσες, π.χ. στα γαλλικά, επιλέχθηκε ο όρος *titularization*, που έχει παρεμφερή σημασία με την ελληνική.

25. Βενιέρης (2005), 7

26. Οι διαφορές μεταξύ της τιτλοποίησης και των άλλων μορφών χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως είναι η έκδοση ομολογιακού δανείου ή η πρακτορεία απαιτήσεων, αναλύονται υπό 1.3.

27. Πολλοί συγγραφείς παραλείπουν να περιγράψουν τη σύμβαση χρηματοδότησης της εταιρείας ειδικού σκοπού από τρίτη εταιρεία, καθώς δεν την θεωρούν μέρος της διαδικασίας της τιτλοποίησης (βλ. πχ Βενιέρη). Η ουσία είναι ότι είτε μεσολαβήσει η χρηματοδότης εταιρεία, είτε όχι, το τίμημα των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται, πληρώνεται εν τέλει από τους επενδυτές.

μετατρέπεται σε οφειλέτη, ενώ οι επενδυτές μετατρέπονται σε δανειστές του πιστωτικού ιδρύματος, που επιδιώκει τη χρηματοδότηση²⁸.

2. Ιστορική αναδρομή της τιτλοποίησης

Κατά την κρατούσα άποψη, ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων στη σημερινή του μορφή, προήλθε από τις Η.Π.Α. Το πρώτο βήμα προς την τιτλοποίηση σηματοδοτήθηκε από την ίδρυση της Ομοσπονδιακής Ένωσης Στεγαστικών Δανείων η οποία αγόραζε από τα πιστωτικά ιδρύματα εξασφαλισμένα στεγαστικά δάνεια και εν συνεχεία εξέδιδε από αυτά ομόλογα, που διέθετε στην κεφαλαιαγορά, με σκοπό να αποπληρώσει το τμήμα της αγοράς των δανείων²⁹. Με τον τρόπο αυτό δημιουργήθηκε μια πρώτη γέφυρα μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και κεφαλαιαγορών, καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα στρέφονταν προς τις αγορές κεφαλαίων για να πουλήσουν τα προϊόντα τους και να αντλήσουν ρευστό. Έτσι, η αμερικανική κυβέρνηση δημιούργησε νομοθεσία σχετική με το θεσμό της τιτλοποίησης, για να βοηθήσει τα πιστωτικά ιδρύματα στην εύρεση κεφαλαίων, προκειμένου αυτά να χορηγούν δάνεια μεγάλης διάρκειας με χαμηλά σταθερά επιτόκια, στοχεύοντας στην ενίσχυση της στεγαστικής πίστης και της οικοδομικής δραστηριότητας. Δημιουργήθηκε κατ' αυτόν τον τρόπο άφθονη ρευστότητα και φθηνό χρήμα για τις τράπεζες που είχαν πλέον εξαντλήσει τα περιθώρια χορηγήσεων, δίνοντάς τους τη δυνατότητα χορήγησης περαιτέρω δανείων και μεγιστοποίησης των κερδών.

Κατά άλλη άποψη³⁰, η τιτλοποίηση βρίσκει τις ρίζες της στο αγγλοσαξονικό δίκαιο και, συγκεκριμένα στο θεσμό του μεταβιβάσιμου χρεογράφου δανείου (*Transferable Loan Instrument*), μέσω του οποίου επιτυγχάνεται η μετατροπή σε

28. Ο *Feeney*, *The economics of Securitization*, 1992, 3 για να καταστήσει κατανοητή την αυτή την αλλαγή μεταξύ δανειστή και δανειζομένου, μιλάει χαρακτηριστικά για *διάβρωση* του ρόλου των πιστωτικών ιδρυμάτων ("*...the banks' traditional role is being eroded...*").

29. Τα στεγαστικά αυτά δάνεια, από τα οποία εκδίδονταν ομόλογα, είχαν δοθεί κυρίως σε οικογένειες χαμηλών εισοδημάτων και η αποπληρωμή τους ήταν εξασφαλισμένη από τους κρατικούς οργανισμούς *Federal Housing Administration* και *Veterans Administration*, οι οποίοι είχαν δημιουργηθεί από την αμερικανική κυβέρνηση για να διευκολύνουν τις αποπληρωμές των ενυπόθηκων δανείων. Οι ομολογίες που εκδίδονταν από τα δάνεια αυτά ενσωμάτωναν απαιτήσεις με ασφάλεια υποθηκών κι έγιναν γνωστές με τον όρο *mortgage backed securities* (MBS). Τα MBS ενσωμάτωναν δικαίωμα επί των απαιτήσεων που τιτλοποιούνταν – ο επενδυτής, δηλ., που αγόραζε το αξιόγραφο είχε δικαίωμα συνιδιοκτησίας επί του ενεργητικού που σχημάτιζαν οι απαιτήσεις και επί των καρπών της διαχείρισης και είσπραξης τους [*Βενιέρης*, (2005), 51]. Στη σημερινή πρακτική, γίνεται η διάκριση μεταξύ **MBS (mortgage backed securities)**, δηλ. ομολογίες από ενυπόθηκα δάνεια και **ABS (asset-backed securities)**, δηλ. ομολογίες από άλλες απαιτήσεις, όπως καταναλωτικά δάνεια ή πιστωτικές κάρτες, *Βαρθολομαίος*, *Asset Securitization*, ΔΕΕΤ, 1995, 99. Στην παρούσα μελέτη, δεν θα μας απασχολήσει η διάκριση αυτή, καθώς και στις δύο περιπτώσεις, η διαδικασία της τιτλοποίησης παραμένει ίδια.

30. *Dondref*, *Securitization*, *Kreditwessen*, 8/1987,326 όπως παρατίθεται σε *Βενιέρη*, (2005), 53

αξιόγραφα και εν συνεχεία ρευστοποίηση των λογιστικών απαιτήσεων μιας τράπεζας. Η διαφορά από το θεσμό της τιτλοποίησης έγκειται στην απουσία της εταιρείας ειδικού σκοπού, όμως η μετατροπή απαιτήσεων σε αξιόγραφα που είναι διαπραγματεύσιμα και μεταβιβάσιμα, προσδίδει στο χρηματοοικονομικό αυτό εργαλείο την ιδιότητα του προπομπού της τιτλοποίησης³¹. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι η πρωταρχική ιδέα άντλησης κεφαλαίων από την ενσωμάτωση απαιτήσεων – αξιών σε αξιόγραφα, προέρχεται από τον θεσμό των κτηματικών ομολόγων, από το γερμανικό νομικό σύστημα (Hypothekendarfandbriefe ή Pfandbriefe), τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως ακόμα και σήμερα από τις κτηματικές τράπεζες για την εύρεση κεφαλαίων και τη χορήγηση δανείων³².

3. Σύγκριση τιτλοποίησης με παρεμφερείς θεσμούς

Η τιτλοποίηση δεν είναι ο μόνος μηχανισμός μέσω του οποίου επιτυγχάνεται χρηματοδότηση από την εκμετάλλευση λογιστικών απαιτήσεων και την έκδοση τίτλων. Παρόμοιες διαδικασίες συναντάμε στην έκδοση ομολογιακού δανείου και στην πρακτορεία απαιτήσεων (*factoring* ή *forfaiting*). Πολλοί άλλωστε θεωρούν την τιτλοποίηση ως ένα νέο είδος ομολογιακού δανείου. Άλλοι την κατατάσσουν στη γενικότερη κατηγορία χρηματοδοτήσεων, που βασίζονται σε επιχειρηματικές απαιτήσεις, όπως το *factoring*³³, ενώ άλλοι τη χαρακτηρίζουν ως ένα νεωτερισμό στις διαδικασίες χρηματοδοτήσεων³⁴.

Η συγγένεια μεταξύ τιτλοποίησης και ομολογιακού δανείου είναι προφανής. Και στις δύο περιπτώσεις εκδίδονται τίτλοι, συνήθως ομολογίες, με σκοπό τη χρηματοδότηση της εκδότριας εταιρείας, οι οποίοι διατίθενται στο επενδυτικό κοινό για τη συγκέντρωση κεφαλαίων. Οι δε επενδυτές αποκομίζουν κέρδος, απολαμβάνοντας την επιστροφή των κεφαλαίων τους με την ανταμοιβή τόκου. Ωστόσο παρατηρούνται και αρκετά διαφορετικά χαρακτηριστικά που καθιστούν τις δυο διαδικασίες ανόμοιες. Καταρχήν, στη διαδικασία έκδοσης ομολογιακού δανείου, οι τίτλοι εκδίδονται από την επιχείρηση / τράπεζα που επιθυμεί τη χρηματοδότηση. Αντίθετα, στη διαδικασία της τιτλοποίησης, οι τίτλοι εκδίδονται και διατίθενται στο επενδυτικό κοινό από την εταιρεία ειδικού σκοπού και όχι από αυτή που επιθυμεί τη χρηματοδότηση (δηλ. τη μεταβιβάζουσα), η οποία αποξενώνεται πλήρως από τις αρχικές απαιτήσεις. Επομένως, στην περίπτωση του

31. Ο θεσμός του transferable loan instrument μας θυμίζει το θεσμό του ομολογιακού δανείου. Η διαφορά μεταξύ τιτλοποίησης και ομολογιακού δανείου αναλύεται στην ενότητα 2 του Α Κεφαλαίου.

32. Βενιέρης, (2005), 53.

33. Βενιέρης, (2005), 21.

34. Βενιέρης, (2005), 21.

ομολογιακού δανείου, οι επενδυτές - κάτοχοι των τίτλων μπορούν να ικανοποιηθούν από την εκδότρια εταιρεία και την υπόλοιπη εταιρική της περιουσία, ενώ στην περίπτωση της πιλοποίησης θα ικανοποιηθούν από την εταιρεία ειδικού σκοπού, χωρίς ωστόσο να μπορούν να στραφούν κατά της ευρύτερης εταιρικής της περιουσίας, αλλά μόνο κατά των συγκεκριμένων απαιτήσεων³⁵. Γι' αυτό, κατά τη διαδικασία έκδοσης ομολογιακού δανείου, οι επενδυτές, πριν χρηματοδοτήσουν μια εταιρεία, πρέπει να εξετάσουν διεξοδικά την οικονομική και νομική της κατάσταση. Αντιθέτως, στην πιλοποίηση απαιτήσεων, η οικονομική κατάσταση της μεταβιβάζουσας εταιρείας δεν ενδιαφέρει τους επενδυτές, αφού αυτή αποξενώνεται πλήρως νομικά και οικονομικά από τις απαιτήσεις που μεταβιβάζει. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές οφείλουν να εξετάσουν την ποιότητα των απαιτήσεων αυτών καθαυτών, δηλαδή το ενδεχόμενο αυτές να προκαλέσουν σταθερή ροή πληρωμών³⁶. Τέλος, παρατηρείται διαφορά μεταξύ ομολογιακού δανείου και πιλοποίησης όσον αφορά στη νομική φύση των δύο χρηματοδοτικών θεσμών: η μεν έκδοση ομολογιακού δανείου αποτελεί *δάνειο χρημάτων* κατά την έννοια των άρθρων 806 ΑΚ επ³⁷, ενώ στα πλαίσια της πιλοποίησης καταρτίζονται περισσότερες από μία συμβάσεις, με σημαντικότερη αυτή της *πώλησης και εκχώρησης των απαιτήσεων* από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία στην εταιρεία ειδικού σκοπού, όπως θα αναλυθεί παρακάτω (Κεφάλαιο Β). Γι' αυτό το λόγο άλλωστε, θεωρείται ότι στην πιλοποίηση, η μεταβιβάζουσα εταιρεία επιτυγχάνει χρηματοδότηση με *ίδια κεφάλαια*, καθώς χρησιμοποιεί ίδια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία ανταλλάσσει με χρηματοδοτικά κεφάλαια, ή ακριβέστερα, *πωλεί* δικά της περιουσιακά στοιχεία και λαμβάνει το αντίστοιχο τίμημα, σε αντίθεση με το ομολογιακό δάνειο, όπου η εκδότρια και

35. Βενιέρης, (2005), 21.

36. Fabozzi, Issuer Perspectives on Securitization, (1998), 4

37. Παλαιότερα είχε υποστηριχθεί η άποψη ότι η έκδοση ομολογιακού δανείου δεν αποτελεί δανειακή σύμβαση, αλλά υποχρέωση της οφειλέτιδας εταιρείας προς τους ομολογιούχους δανειστές για έκδοση τίτλου, «καθόσον η εταιρεία είναι οφειλέτης πλήθους προσώπων, τα οποία αγνοεί και τα οποία λόγω της ευχέρειας μεταβιβάσεως της ομολογίας δύνανται αενάως να μεταβάλλονται...»(Ι. Πασσιάς, Το δίκαιον της ανωνύμου εταιρείας, τ. Β, (1969), 69). Η νομική φύση του ομολογιακού δανείου αποσαφηνίστηκε από το ν. 3156/2003, ο οποίος ορίζει στο άρθρο 1 ότι «ομολογιακό δάνειο είναι το δάνειο που εκδίδεται από ανώνυμη εταιρεία ...και διαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας κατά τους όρους του δανείου». Προς την ίδια κατεύθυνση κινείται και η Εισηγητική Έκθεση του νόμου, που αναφέρει ότι: «...το ομολογιακό δάνειο είναι δάνειο...κατά την έννοια των 806 ΑΚ επ. Η διαφορά στη διαδικασία είσπραξης του δανείου από την εκδότρια εταιρεία (έκδοση και υποχρέωση παράδοσης ομολογίας έναντι χρημάτων) είναι διαφορά στον τρόπο κατάρτισης της σύμβασης... που δεν επιδρά στο χαρακτήρα της ενσωματούμενης υποχρέωσης ως υποχρέωσης από σύμβαση δανείου». Για τη νομική φύση του ομολογιακού δανείου, βλ. αναλυτικά: Εισηγητική Έκθεση ν.3156/2003 και Λέκκα, Εμπράγματα εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και πιλοποίηση απαιτήσεων, (2005), 14 επ.

πωλήτρια εταιρεία χρηματοδοτείται με ξένα κεφάλαια, τα οποία υποχρεούται να αποπληρώσει ως προερχόμενα εκ δανείου³⁸.

Συνάφεια παρατηρείται επίσης, μεταξύ της τιτλοποίησης και της **πρακτορείας απαιτήσεων (factoring και forfaiting)**³⁹, καθώς και οι δύο διαδικασίες βασίζονται στην εκμετάλλευση επιχειρηματικών απαιτήσεων με σκοπό την επίτευξη της χρηματοδότησης. Στο **factoring**, ο πράκτορας (που συνήθως είναι θυγατρική τράπεζας), αναλαμβάνει έναντι του πελάτη του –προμηθευτή-, (δηλαδή της εταιρείας που επιθυμεί τη ρευστοποίηση των απαιτήσεών της), να προεξοφλεί τις επιχειρηματικές του απαιτήσεις, να τις παρακολουθεί λογιστικά και να τις εισπράττει (*γνήσιο factoring*)⁴⁰. Από νομικής άποψης, συνδυάζονται τα χαρακτηριστικά της *σύμβασης διαχείρισης* και της *σύμβασης εκχώρησης* απαιτήσεων. Επιπλέον, στην περίπτωση του *μη γνήσιου factoring*, μπορεί να παρέχεται στον προμηθευτή (δηλ. την εταιρεία που έχει εκχωρήσει τις απαιτήσεις της) το δικαίωμα να στραφεί αναγωγικά κατά του πράκτορα, αν αυτός δεν εισπράξει τις απαιτήσεις, κάτι που δημιουργεί *σχέση δανείου ή πίστωσης* του πράκτορα προς τον προμηθευτή⁴¹. Στο **forfaiting** από την άλλη, το οποίο συναντάται ως μορφή χρηματοδότησης των εξαγωγών, ο πράκτορας και εκδοχέας των επιχειρηματικών απαιτήσεων του προμηθευτή, που είναι ενσωματωμένες σε αξιόγραφα, αναλαμβάνει τον κίνδυνο της μη αποπληρωμής τους, στερούμενος το δικαίωμα αναγωγής κατά του προμηθευτή του κι εκχωρητή των απαιτήσεων⁴².

Οι θεσμοί του **factoring** και του **forfaiting** συναντιούνται με αυτόν της τιτλοποίησης στο βαθμό που και οι τρεις συντελούν στη ρευστοποίηση των επιχειρηματικών απαιτήσεων του προμηθευτή πριν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες, συμβάλλοντας έτσι στην αύξηση του κεφαλαίου κίνησης αυτού⁴³. Ωστόσο, παρατηρούνται και σημαντικές διαφορές, τόσο ως προς τη διάρθρωση των θεσμών αυτών, όσο κι ως προς τις οικονομικές τους λειτουργίες. Πιο συγκεκριμένα, ξεκινώντας από το **forfaiting**, παρατηρούνται τα ακόλουθα: i) Το **forfaiting** βασίζεται στην εκμετάλλευση εξασφαλισμένων απαιτήσεων, ενσωματωμένων σε αξιόγραφα, απορρέουσες συνήθως από εξαγωγές. Αντιθέτως, στον θεσμό της τιτλοποίησης, οποιαδήποτε απαίτηση κατά τρίτου, μπορεί να μεταβιβαστεί⁴⁴. ii) Από οικονομικής άποψης, η τιτλοποίηση αποτελεί μακροπρόθεσμη μορφή

38. Βενιέρης (2005), 22

39. Το **factoring** και το **forfaiting** ρυθμίζονται στην ελληνική έννομη τάξη από το ν. 1905/1990

40. Απ. Γεωργιάδης, Νέες μορφές συμβάσεων (1998), 310

41. Απ. Γεωργιάδης, Νέες μορφές συμβάσεων (1998), 310 και Του ιδίου, Η εξασφάλιση των πιστώσεων (2000), 362 επ.

42. Απ. Γεωργιάδης, Νέες μορφές συμβάσεων (2000), σελ.125

43. Λέκκας, (2005),129

44. Λέκκας, (2005),129

χρηματοδότησης, συνήθως πιστωτικών ιδρυμάτων, σε αντίθεση με το *forfaiting* που θεωρείται βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση σε κεφάλαιο κίνησης εμπορικής / παραγωγικής επιχείρησης⁴⁵. Όσον αφορά γενικότερα στην **πρακτορεία απαιτήσεων**, που περιλαμβάνει το *factoring* και το *forfaiting*, πρέπει να τονίσουμε ότι ο πράκτορας, δηλ. η τράπεζα που εκμεταλλεύεται τις απαιτήσεις, είναι αυτός που καταβάλλει τα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση, ενώ στη διαδικασία της τιτλοποίησης, η εταιρεία ειδικού σκοπού ανατρέχει σε τρίτους για την εύρεση κεφαλαίων, και συγκεκριμένα στους επενδυτές και σε αρκετές περιπτώσεις σε τρίτες εταιρείες που παρέχουν χρηματοδότηση. Επομένως, το γεγονός ότι στην τιτλοποίηση οι τίτλοι διατίθενται στους επενδυτές, με αποτέλεσμα να εμπλέκεται η κεφαλαιαγορά, κάτι που δεν συμβαίνει στην πρακτορεία απαιτήσεων, καθιστά το θεσμό αυτόν όχι μόνο πιο πολύπλοκο από νομικής άποψης⁴⁶, αλλά και βαρύνουσας σημασίας για την εν γένει οικονομία. Συνοψίζοντας, πρέπει να σημειωθεί ότι η τιτλοποίηση δανείζεται πολλά από τα χαρακτηριστικά της πρακτορείας απαιτήσεων και οι θεσμοί ως ένα βαθμό δημιουργούν κοινά νομικά ζητήματα. Παρόλα αυτά, η τιτλοποίηση αποτελεί έναν νομικά πιο σύνθετο θεσμό, με διαφορετική οικονομική λειτουργία και νομική αντιμετώπιση.

4. Οικονομική λειτουργία της τιτλοποίησης

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων αποτελεί αφενός ένα χρήσιμο χρηματοδοτικό εργαλείο για την τράπεζα / επιχείρηση που επιθυμεί την αύξηση της ρευστότητάς της, αφετέρου πρόκειται για ένα σύγχρονο επενδυτικό εργαλείο, για τους επενδυτές που αγοράζουν τους τίτλους εκ της διαδικασίας αυτής. Οι λόγοι, που πιθανώς οδηγήσουν μια επιχείρηση ή μια τράπεζα στην επιλογή της τιτλοποίησης ως μέσο χρηματοδότησης, μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

1 Αύξηση της ρευστότητας. Μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης, μη εκμεταλλεύσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας τράπεζας μετατρέπονται σε διαπραγματεύσιμα αξιόγραφα με εμπορική αξία, επιτυγχάνοντας άμεση άντληση ρευστότητας⁴⁷. Ουσιαστικά, η μεταβιβάζουσα – χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, εισπράττει τις απαιτήσεις, χωρίς να περιμένει αυτές να καταστούν ληξιπρόθεσμες και απαιτητές⁴⁸.

45. Λέκκας, (2005), 129.

46. Η νομική φύση της τιτλοποίησης απαιτήσεων θα αναλυθεί στο Κεφάλαιο Β.

47. The *US Federal Reserve Board Handbook on Compliance*, 4031, όπως παρατίθεται σε Scot, *International Finance: Law and Regulation* (2004), 337.

48. Wood, *Law and Practice of International Finance – Title Credit, Derivatives, Securitizations, Set-off and Netting*, (2001), 27.

2 Βελτίωση της εικόνας του ισολογισμού: Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, η τιτλοποίηση αποτελεί χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, καθώς η μεταβιβάζουσα επιχείρηση αποξενώνεται περιουσιακά της στοιχεία, δηλ. τις απαιτήσεις, λαμβάνοντας ως τίμημα την επιδιωκόμενη χρηματοδότηση. Έτσι, η επιχείρηση χρηματοδοτείται, χωρίς όμως να εμφανίζει στον ισολογισμό της κάποιο δάνειο ή πίστωση. Αντίθετα, το τίμημα που εισπράττει από τις απαιτήσεις εμφανίζεται ως έσοδο, το οποίο της επιτρέπει να αποπληρώσει τυχόν δανειακές τις υποχρεώσεις, ενώ παράλληλα, της δημιουργεί τις προϋποθέσεις για νέο δανεισμό⁴⁹.

3 Βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας: Οι εποπτικές αρχές επιβάλλουν σε πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και σε εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) κατώτατα όρια κεφαλαιακής επάρκειας. Μέσω των τιτλοποιήσεων οι τράπεζες μειώνουν το ενεργητικό τους, αφού μεταβιβάζουν περιουσιακά τους στοιχεία, δεν εμφανίζουν πλέον τις απαιτήσεις αυτές στο ενεργητικό τους, παρουσιάζουν λιγότερα περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό τους, επομένως μειώνεται το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που θα πρέπει υποχρεωτικά να τηρούν, αφού αυτό το ποσοστό προσδιορίζεται σε σχέση με το ενεργητικό που εμφανίζει το κάθε πιστωτικό ίδρυμα στον ισολογισμό του⁵⁰.

4 Επιμερισμός των κινδύνων: Το πιστωτικό ίδρυμα, που προβαίνει σε τιτλοποίηση, απεκδύεται των κινδύνων της μη αποπληρωμής των απαιτήσεων από τους αρχικούς οφειλέτες. Οι κίνδυνοι αυτοί μετατίθενται, τόσο στην εταιρεία ειδικού σκοπού, όσο και στους επενδυτές, που χρήζουν αυξημένης προστασίας, όπως θα αναλυθεί στο Κεφάλαιο Δ της παρούσης.

5 Αναζήτηση κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές: Μέσω της τιτλοποίησης, ένα πιστωτικό ίδρυμα έχει την δυνατότητα να αναζητήσει κεφάλαια από όλο τον κόσμο, καθώς οι τίτλοι που δημιουργούνται από τη διαδικασία αυτή μπορούν να διατεθούν σε επενδυτές ανά την υφήλιο. Έτσι πολλαπλασιάζονται οι πηγές εύρεσης κεφαλαίων, ενώ ταυτόχρονα μειώνεται η εξάρτηση του πιστωτικού ιδρύματος από τις συνθήκες μιας τοπικής οικονομίας⁵¹. Αυτό φυσικά, προϋποθέτει την ύπαρξη ενιαίων κανόνων για τις κεφαλαιαγορές και μια εποπτεία σε ενοποιημένη βάση, προκειμένου να αποφευχθούν καταχρήσεις, όπως αυτές που οδήγησαν στην παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση⁵².

49. Λέκκας, (2005), 117

50. Βενιέρης, (2005), 603

51. Scot, (2004), 337

52. Βλ. περίπτωση Lehman Brother και Citibank.

5. Εμπλεκόμενα μέρη στη διαδικασία της τιτλοποίησης

Για να γίνει κατανοητή η διαδικασία της τιτλοποίησης, κρίνεται σκόπιμο να περιγράψουμε το ρόλο του κάθε συμμετέχοντα ξεχωριστά. Καθώς οι συμμετέχοντες είναι πολλοί, αυτή η ανάλυση θα μας βοηθήσει να εντοπίσουμε τα ρυθμιστικά κενά όσον αφορά τον κάθε εμπλεκόμενο φορέα, που διαδραματίζει διαφορετικό ρόλο, είτε κατά τη διενέργεια της τιτλοποίησης απαιτήσεων, είτε κατά τη διάθεση των επενδυτικών προϊόντων στην κεφαλαιαγορά.

i) Μεταβιβάζουσα Εταιρεία (Originator):

Είναι η επιχείρηση που θέτει σε κίνηση τη διαδικασία της τιτλοποίησης, καθώς επιθυμεί τη ρευστοποίηση των απαιτήσεών της. Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, οποιαδήποτε εταιρεία δημοσίου ή ιδιωτικού τομέα, με οποιαδήποτε δραστηριότητα, μπορεί να προβεί σε τιτλοποίηση των απαιτήσεών της, εφόσον αυτές δημιουργούν σταθερή και προβλέψιμη ροή πληρωμών, αν και από την πράξη έχει αποδειχθεί ότι χρήση του θεσμού γίνεται κυρίως από Τράπεζες ή Α.Ε.⁵³. Στην ελληνική έννομη τάξη, ο ν. 3156/2003 προσδιορίζει ως πωλητή κάθε πρόσωπο που έχει την εμπορική ιδιότητα, δηλ. διενεργεί εμπορικές πράξεις σύμφωνα με το αρ. 1 ΕμπΝ ή έχει τη μορφή Α.Ε., Ε.Π.Ε. ή συνεταιρισμού, με έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα⁵⁴.

Αρχικά, η μεταβιβάζουσα εταιρεία διαχωρίζει νομικά και τεχνικά τις απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν, εφόσον αυτές έχουν ήδη γεννηθεί ή πρόκειται να γεννηθούν ως προϊόν της επιχειρηματικής δραστηριότητας της πωλήτριας εταιρείας και τις σχηματοποιεί ως ξεχωριστή ομάδα περιουσιακών στοιχείων (*pool*), που δεν συγγέεται με την υπόλοιπη εταιρική περιουσία⁵⁵. Η διεθνής πρακτική έχει δείξει ωστόσο, ότι είναι δυνατή η συμμετοχή περισσότερων πωλητών σε μια τιτλοποίηση (*multiseller securitization conduit*)⁵⁶. Κατ' αυτόν τον τρόπο, επιμερίζονται τα έξοδα της διαδικασίας μεταξύ περισσότερων πωλητών, χρησιμοποιώντας μια εταιρεία ειδικού σκοπού και επιτυγχάνεται η τιτλοποίηση ομάδων απαιτήσεων, που ενδεχομένως από μόνες τους να μη δημιουργούσαν μια δεξαμενή περιουσιακών στοιχείων επαρκή για τη δικαιολόγηση των εξόδων της διαδικασίας της τιτλοποίησης⁵⁷.

53. Βενιέρης, (2005), 30.

54. Βλ. αρ. 10 § 2 ν. 3156/2003: «Για τους σκοπούς του νόμου αυτού, μεταβιβάζων είναι έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα...».

55. Βενιέρης, (2005), 31.

56. Κουλουριανός, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, ΧρΠΔ 2006, 131 επ.

57. Steven L. Schwarch, *The Alchemy of Asset Securitization*, Stan J.L. Bus. & Fin., 1994, 140, όπως παρατίθεται από τον Κουλουριανό, ΧρΠΔ 2006, 131.

ii) Οφειλέτες των απαιτήσεων:

Αν και αποτελούν την κινητήρια δύναμη της όλης διαδικασίας της τιτλοποίησης, δημιουργώντας σταθερή ροή πληρωμών και ανοίγοντας έτσι τον κύκλο ρευστότητας, που ξεκινά από αυτούς και καταλήγει στους επενδυτές, από πολλούς συγγραφείς δεν θεωρούνται μέρος της διαδικασίας της τιτλοποίησης, γιατί δεν συμμετέχουν οικειοθελώς σε αυτήν⁵⁸. Υπάρχει άλλωστε συχνά, το ενδεχόμενο να μην πληροφορηθούν ποτέ για τη μεταβίβαση των οφειλών τους στην εταιρεία ειδικού σκοπού⁵⁹. Εντούτοις, οι οφειλέτες αποτελούν την **κύρια εγγύηση της επιτυχίας της τιτλοποίησης**, όχι μόνο επειδή η δική τους φερεγγυότητα εξασφαλίζει την αποπληρωμή των ομολογιών / τίτλων, αλλά κι επειδή καθορίζει πολλούς όρους των συμφωνιών που απαρτίζουν τη διαδικασία της τιτλοποίησης, όπως τον κίνδυνο που ενσωματώνει ο τίτλος, το ύψος του επιτοκίου, και τα είδη εξασφαλίσεων που θα καλύψουν την όλη διαδικασία⁶⁰.

iii) Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Vehicle Purpose –SPV⁶¹):

Η εταιρεία ειδικού σκοπού αποτελεί ίσως τον κύριο παράγοντα της διαδικασίας της τιτλοποίησης, αφού αφενός εκδίδει τους τίτλους και τους διαθέτει στους επενδυτές, αφετέρου συμβάλλει αποφασιστικά στην αποχωρισμό των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία, κάτι που αποτελεί κι ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της τιτλοποίησης, που τη διαφοροποιεί από τους άλλους χρηματοδοτικούς θεσμούς και, κυρίως απ' αυτόν της έκδοσης ομολογιακού δανείου. Εύλογα μπορεί να γεννηθεί το ερώτημα γιατί είναι απαραίτητη η ύπαρξη της εταιρείας ειδικού σκοπού. Γιατί να μην εκδίδει τους τίτλους η μεταβιβάζουσα εταιρεία, που είναι και κάτοχος των τίτλων, ώστε να τους διοχετεύσει η ίδια απευθείας στο επενδυτικό κοινό; Η διαμεσολάβηση της εταιρείας ειδικού σκοπού κρίνεται απαραίτητη για τους εξής λόγους: 1. Καταρχήν, η διαμεσολάβηση της εταιρείας ειδικού σκοπού εξασφαλίζει ότι οι δανειστές της μεταβιβάζουσας εταιρείας δεν θα ικανοποιηθούν από τις συγκεκριμένες απαιτήσεις. Οι απαιτήσεις έχουν πλέον αποκλειστικό και μόνο σκοπό την αποπληρωμή των τίτλων, που εκδίδονται από τη διαδικασία της τιτλοποίησης, ικανοποιώντας έτσι τους δανειστές της χρηματοδοτούμενης-

58. Βενιέρης, (2005), 32.

59. Για τη θέση της ελληνικής νομοθεσίας ως προς το ζήτημα της αναγγελίας, βλ. αρ. 10 § 10 ν. 3156/2003, υπό 2.3. Επίσης, η διαχείριση και η είσπραξη των απαιτήσεων παραμένει συχνά στη μεταβιβάζουσα τράπεζα, για πελατειακούς κυρίως λόγους.

60. Οι εξασφαλίσεις που παρέχονται στη διαδικασία της τιτλοποίησης αναλύονται υπό ενότητα 2.6.

61. Η επιλογή του όρου εταιρεία ειδικού σκοπού αποτελεί μεταφορά στα ελληνικά του αγγλικού όρου «special purpose vehicle, που αυτολεξεί μεταφράζεται ως «όχημα ειδικού σκοπού». Ο όρος όχημα χρησιμοποιείται συνήθως από το αγγλοσαξονικό δίκαιο για να αποδώσει περιπτώσεις, όπου δεν υπάρχει κάποια συγκεκριμένο εταιρικά μάρφωμα, αλλά κάποια άλλη νομική κατασκευή, τύπου "trust".

μεταβιβάζουσας εταιρείας, δηλαδή τους επενδυτές. 2. Όπως έχουμε προαναφέρει, η μεταβιβάζουσα εταιρεία, με τον πλήρη νομικό και οικονομικό αποχωρισμό των απαιτήσεων, επιτυγχάνει βελτίωση του ισολογισμού της και απαλλάσσεται από υποχρεώσεις περί κεφαλαιακής επάρκειας.

Η εταιρεία ειδικού σκοπού συστήνεται συνήθως από την ίδια τη μεταβιβάζουσα, με μικρή, αλλά επαρκή για τη διαδικασία της τιτλοποίησης κεφαλαιακή υπόσταση⁶². Στην ελληνική έννομη τάξη, η εταιρεία ειδικού σκοπού πρέπει να έχει τη μορφή της Α.Ε⁶³, κάτι που προϋποθέτει την ύπαρξη ελάχιστου κεφαλαίου. Επειδή όμως η διαδικασία της τιτλοποίησης είναι ιδιαίτερα επισφαλής γι' αυτή, προβλέπεται η δυνατότητα της εταιρείας να λειτουργεί και **χωρίς ίχνος εταιρικής παρουσίας**, αφού κατά τη διάταξη του αρ. 10 § 3 του ν. 3156/2003 τίθεται εκποδών η ρύθμιση του αρ, 48 ν. 2190/1920 περί ανακλήσεως της άδειας συστάσεως μιας οποιασδήποτε Α.Ε., όταν τα ίδια κεφάλαια της καθίστανται λόγω ζημιών μικρότερα από το 1/10 του μετοχικού της κεφαλαίου⁶⁴.

Η εταιρεία ειδικού σκοπού πρέπει να απέχει εντελώς από το ενδεχόμενο της πτώχευσης, κατά την αγγλική ορολογία να είναι «**bankruptcy remote**»⁶⁵, καθώς κάτι τέτοιο θα έθετε σε κίνδυνο όλη τη διαδικασία της τιτλοποίησης, σταματώντας τις ροές πληρωμών προς τους ομολογιούχους δανειστές⁶⁶. Η εταιρεία ειδικού σκοπού θα μπορούσε να περιέλθει σε πτώχευση είτε κατόπιν αίτησης της ίδιας της εταιρείας ή των πιστωτών της, είτε ως αποτέλεσμα πτώχευσης της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Το ενδεχόμενο αυτό αποφεύγεται αφενός, με τη διάρθρωση της εταιρείας ως **αποκλειστικού σκοπού**, κάτι που περιορίζει τις δραστηριότητές της και συρρικνώνει τις συμβατικές της υποχρεώσεις έναντι τρίτων⁶⁷ και αφετέρου, με την **απαιτητή αυτοτέλειά της**, με την οποία εξασφαλίζεται ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν θα είναι υπέγγυα για τις υποχρεώσεις της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Η αυτοτέλεια αυτή προϋποθέτει την αμετάκλητη **πώληση** των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα στην εταιρεία ειδικού σκοπού⁶⁸. Επιπλέον, προκειμένου να επιτευχθεί η αυτοτέλεια, δεν θα πρέπει σε καμία περίπτωση να υπάρχει σχέση μητρικής – θυγατρικής μεταξύ μεταβιβάζουσας κι εταιρείας ειδικού σκοπού, αφού κάτι τέτοιο θα

62. Κουλουριανός, ΧρΙΔ 2006, 131 επ.

63. αρ 10 § 3 του ν. 3156

64. Ψυχόμάνης, Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων – Ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, ΔΕΕ 2004, 262 επ.

65. Steven L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization, Stan J.L. Bus. & Fin., 1994, 140, όπως παρατίθεται σε Κουλουριανό, ΧρΙΔ 2006, 131 επ.

66. Η νομιμότητα της αρχής του **bankruptcy remoteness** επιβεβαιώθηκε ρητώς πρόσφατα, στην πολύκροτη απόφαση της πτώχευσης της Lehman Brothers [2009] EWCH 1912 (Ch).

67. Στο **άρ, 10 § 7 του ν. 3156/2003** περιλαμβάνεται ενδεικτική απαρίθμηση των δραστηριοτήτων της εταιρείας ειδικού σκοπού, που είναι όλες σχετικές με την τιτλοποίηση.

68. Seot, International Finance: Law and Regulation, (2004), 341

δημιουργούσε υποχρέωση ενοποίησης των οικονομικών καταστάσεων των δύο εταιρειών⁶⁹. Σε περίπτωση λοιπόν που η εταιρεία ειδικού σκοπού συστήνεται από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία, πρέπει αμέσως να μεταβιβαστούν οι μετοχές της εταιρείας σε ανεξάρτητο φορέα.

iv) Διαχειριστής των απαιτήσεων:

Λογική συνέπεια της μεταβίβασης των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα προς την εταιρεία ειδικού σκοπού είναι η διαχείριση και η αξιοποίηση αυτών από την ίδια, προς εξυπηρέτηση των σκοπών της τιτλοποίησης. Ωστόσο, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η εταιρεία ειδικού σκοπού διαθέτει ελάχιστη εταιρική περιουσία, επομένως δεν έχει τις κατάλληλες υποδομές, ούτε το προσωπικό, για να διαχειριστεί καταλλήλως τις απαιτήσεις. Ως εκ τούτου, είθισται στη διεθνή πρακτική, να επιλέγεται η μεταβίβαση των καθηκόντων της διαχείρισης και της είσπραξης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων σε ένα τρίτο πρόσωπο, τον διαχειριστή (servicer), που αποτελεί ξεχωριστό μέρος στη διαδικασία της τιτλοποίησης.

Όσον αφορά στο πρόσωπο του διαχειριστή, το αρ. 10 § 14 του ν. 3156/2003 προσφέρει τρεις εναλλακτικές λύσεις: η διαχείριση και είσπραξη των απαιτήσεων μπορεί να ανατεθεί: α) σε πιστωτικό⁷⁰ ή χρηματοδοτικό⁷¹ ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες σύμφωνα με σκοπό του στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, β) στον μεταβιβάζοντα ή γ) και σε τρίτο, εφόσον ο τελευταίος είτε είναι εγγυητής των μεταβιβαζομένων απαιτήσεων, είτε ήταν επιφορτισμένος με τη διαχείριση ή την είσπραξη των απαιτήσεων πριν τη μεταβίβασή τους στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Ο μόνος περιορισμός που εισάγει ο ν. 3156/2003, προς προστασία των ομολογιούχων δανειστών, είναι ο εξής: αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εδρεύει στην Ελλάδα, και οι απαιτήσεις που τιτλοποιούνται είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτές στην Ελλάδα, οι διαχειριστές πρέπει να έχουν εγκατάσταση στην Ελλάδα, (αρ. 10 § 14, β), ώστε να γνωρίζουν σε βάθος το ελληνικό νομικό σύστημα και πραγματικότητα. Στην πράξη είναι σύνηθες να ανατίθεται η διαχείριση των απαιτήσεων στη μεταβιβάζουσα. Με αυτόν τον τρόπο διατηρείται η θέση της μεταβιβάζουσας ως εισπράκτορα και

69. Κουλουριανός, ΧρΙΔ 2006, 131 επ.

70. Πιστωτικό ίδρυμα είναι η επιχείρηση, η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στην αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό και στη χορήγηση πιστώσεων, καθώς και οι επιχειρήσεις, που εκδίδουν μέσα πληρωμής υπό μορφή ηλεκτρονικού χρήματος (αρ. 2 § 1 ν. 2076/1992 (ΦΕΚ Α 120))

71. Χρηματοδοτικό ίδρυμα είναι η επιχείρηση που δεν είναι πιστωτικό ίδρυμα και της οποίας η κύρια δραστηριότητα συνίσταται σε τοποθετήσεις σε τίτλους, ή στην άσκηση οποιασδήποτε δραστηριότητας από εκείνες που αναφέρονται στο αρ. 25 περ. β-ββ του ν. 2076/1992 (χορήγηση πιστώσεων, πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων, χρηματοδοτική μίσθωση κλπ) εξαιρουμένων δηλ., των περιπτώσεων α (αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων), ιγ (παροχή εμπορικών πληροφοριών) και ιδ (εκμίσθωση θυρίδων) του αρ. 25 του ν. 2076/1992. Η βασική δηλ. διαφορά μεταξύ των δύο είναι ότι τα χρηματοδοτικά ιδρύματα δεν δέχονται καταθέσεις.

διαχειρίστριας και παρακάμπτεται η υποχρέωση αναγγελίας προς τους οφειλέτες των απαιτήσεων⁷². Επιπλέον, δεν διαταράσσονται οι πελατειακές σχέσεις της μεταβιβάζουσας με τους οφειλέτες των απαιτήσεων⁷³ και δεν δημιουργούνται εντυπώσεις περί ύπαρξης ανάγκης ρευστότητας. Σημαντικό επίσης πλεονέκτημα της ανάθεσης της διαχείρισης στην ίδια τη μεταβιβάζουσα είναι η μείωση των συνολικών εξόδων της τιτλοποίησης.

Οι αρμοδιότητες του διαχειριστή εξειδικεύονται στο αρ. 10 § 15 του ν. 3156/2003. Σύμφωνα με αυτό, ο διαχειριστής οφείλει να εισπράττει τις απαιτήσεις των οφειλετών σε κεφάλαια και τόκους⁷⁴ και να τις καταθέτει υποχρεωτικά, σε χωριστή έντοκη κατάθεση, σε λογαριασμό που τηρείται στο διαχειριστή, εφόσον πρόκειται για πιστωτικό ίδρυμα ή σε άλλο πιστωτικό ίδρυμα εντός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου. Σε κάθε περίπτωση, τα κεφάλαια αυτά πρέπει να διακρίνονται από την εταιρική περιουσία του διαχειριστή, αφού αυτά διατίθενται αποκλειστικά για τους σκοπούς της τιτλοποίησης και πρωτίστως, για την ικανοποίηση των τιτλούχων επενδυτών.

v) Εμπιστευματοδόχος (trustee) / Εκπρόσωπος των ομολογιούχων:

Ο εμπιστευματοδόχος (trustee) έχει την έννοια του θεματοφύλακα στην τιτλοποίηση, που διασφαλίζει πως κανείς, ούτε η μεταβιβάζουσα εταιρεία, ούτε οι δανειστές της δεν θα στραφούν κατά του ενεργητικού που σχηματίζουν οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις⁷⁵. Η έννοια του εμπιστευματοδόχου αναπτύχθηκε στο αγγλοσαξονικό δίκαιο, όπου έχει βαρύνουσα σημασία λόγω της ύπαρξης του θεσμού του trust. Ωστόσο, δεν συναντάται αντίστοιχη νομική έννοια στην ελληνική έννομη τάξη, ούτε εισάγεται μέσω του ν. 3156/2003 για τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Η πιο κοντινή σε αυτήν έννοια είναι αυτή του εκπρόσωπου των ομολογιούχων δανειστών (αρ. 3 ν 3156/2003), ο οποίος εξασφαλίζει την, κατά τα υποσχεθέντα, ομαλή ικανοποίηση των τιτλούχων επενδυτών.

vi) Πιστοδότες και χορηγοί εξασφάλισης ή ρευστότητας:

Η εξασφάλιση και η κάλυψη των δανειστών, δηλ των επενδυτών που συμμετέχουν στη διαδικασία της τιτλοποίησης, παρέχεται ως επί το πλείστον από την είσπραξη των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Ωστόσο, επειδή η είσπραξη της κάθε απαίτησης αποτελεί προσδοκία και δεν μπορεί ποτέ να είναι βέβαιη, το ενδεχόμενο

72. Βενιέρης, (2005), 259

73. Η μεταβιβάζουσα εταιρεία έχει αναπτύξει, μέσω του προσωπικού της οικονομικές κι επιχειρηματικές σχέσεις με τους οφειλέτες των απαιτήσεων, επομένως γνωρίζει καλύτερα τα χαρακτηριστικά του κάθε οφειλέτη και τον καλύτερο τρόπο διακανονισμού και είσπραξης των απαιτήσεων. Επιπλέον διαθέτει ήδη τις απαραίτητες πληροφορίες και δεδομένα για τους πελάτες της, χωρίς να χρειάζεται περαιτέρω επεξεργασία ή μεταφορά τους.

74. Περράκης, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (2005), 504

75. Περράκης, (2005), 505

της μη είσπραξης πρέπει να εξαλειφθεί ή να μειωθεί όσο το δυνατόν περισσότερο. Σε αυτό το σημείο εισέρχονται τρίτα πρόσωπα στη διαδικασία της τιτλοποίησης, που εξασφαλίζουν την αποπληρωμή των απαιτήσεων με δάνεια, εγγυήσεις, συμβάσεις χρηματοοικονομικών παραγώγων ή εμπράγματα εξασφαλίσεις (αρ. 10 § 1 εδ. α του ν. 3156/2003).

vii) Οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (rating agencies):

Στη διαδικασία της τιτλοποίησης, ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης (rating agency) εμπλέκεται στην επιλογή των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν και στην αξιολόγηση των ομολογιών που θα εκδοθούν, κατόπιν σύναψης σχετικής σύμβασης⁷⁶ με τη μεταβιβάζουσα τράπεζα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού, βάσει της οποίας δημιουργείται σχέση εντολής⁷⁷. Καθώς η διαδικασία της τιτλοποίησης είναι ιδιαίτερα πολύπλοκη, τα επιμέρους στάδια αυτής μακράς χρονικής διάρκειας, τα εμπλεκόμενα μέρη πολλά, τα έγγραφα, οι οικονομικές και μαθηματικές αναλύσεις δυσνόητες και, οι επενδυτές, ακόμα και με τη θεσμική τους ιδιότητα, δεν έχουν ούτε το γνωστικό υπόβαθρο, ούτε την πολυτέλεια του χρόνου για να αναλύσουν διεξοδικά όλες αυτές τις παραμέτρους, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης εκλαϊκεύουν και απλοποιούν την όλη διαδικασία προς όφελος των επενδυτών – κάτοχων των τίτλων. Σε γενικές γραμμές, ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης εκτιμά - αξιολογεί τις κινητές αξίες / τίτλους που διατίθενται στην αγορά και αξιολογεί την **επικινδυνότητά** τους. Η επικινδυνότητά τους αφορά στην πιθανότητα οι αξίες / τίτλοι είτε να διατηρήσουν συγκεκριμένη αξία στην αγορά, είτε να αποπληρωθούν στην αξία που αντιπροσωπεύουν σύμφωνα με τη συμβατική δέσμευση του εκδότη τους έναντι στον επενδυτή⁷⁸. Ειδικότερα, αξιολογείται η φερεγγυότητα του κάθε οφειλέτη-εκδότη τίτλων. Η αξιολόγηση αυτή αποτελεί **γνώμη**⁷⁹, σχετικά με την ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην υποχρέωσή του και να καταβάλει εγκαίρως και στο ύψος που

76. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, ως ανεξάρτητοι επιστημονικοί φορείς, έχουν το δικαίωμα, αλλά και την υποχρέωση, να εκφράσουν την άποψή τους για τα επενδυτικά προϊόντα που διατίθενται στις κεφαλαιαγορές, ακόμα και χωρίς να τους ζητηθεί από κάποιο μέρος της τιτλοποίησης, σύμφωνα με την ελευθερία της έκφρασης, επομένως μπορούν να δράσουν και χωρίς την ύπαρξη σύμβασης [Βενιέρης, (2003),370]. Κάτι τέτοιο άλλωστε, επιβάλλεται τόσο από τους κανόνες δεοντολογίας της αγοράς, όσο κι από νόμους περί διαφάνειας και επαρκούς πληροφόρησης προς τους επενδυτές. (βλ. σχετικά κατωτέρω, υπό Κεφάλαιο Ε).

77. Περάκης, (2005), 510

78. Fehney, (1998), 168

79. Η αξιολόγηση αυτή δεν υποκαθιστά σε καμία περίπτωση την επενδυτική κρίση του επενδυτή, απλώς την τεκμηριώνει και την υποστηρίζει. Μάλιστα, στην ανακοίνωση της εκτίμησης από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης, επισημαίνεται ότι η εκτίμηση αυτή δεν αποτελεί σύσταση ή αποτροπή επένδυσης, προκειμένου να μην ευθύνεται ο οίκος για την εκάστοτε επενδυτική επιλογή του κάθε επενδυτή –δανειστή της διαδικασίας. Καθώς λοιπόν η αξιολόγηση αυτή αποτελεί γνώμη, πρέπει να γίνει δεκτό ότι δεν υπόκειται σε δικαστικό έλεγχο.

πρέπει την επένδυση στο δανειστή⁸⁰. Όσο πιο φερέγγυοι είναι οι οφειλέτες, τόσο πιο ασφαλής είναι η επένδυση στους συγκεκριμένους τίτλους⁸¹. Ωστόσο, η αφερεγγυότητα των αρχικών οφειλετών και ο κίνδυνος της μη αποπληρωμής των τίτλων, δηλαδή το υψηλό ρίσκο, μεταφράζεται σε μεγαλύτερη απόδοση των επενδυτικών προϊόντων. Στην ουσία λοιπόν, αντικείμενο της αξιολόγησης των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν είναι οι τίτλοι αυτοί καθαυτοί, αλλά η ποιότητα των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, η φερεγγυότητα των οφειλετών, η διάρθρωση της γενικότερης διαδικασίας της τιτλοποίησης, η φερεγγυότητα των εμπλεκόμενων μερών⁸². Ο οίκος αξιολόγησης παρακολουθεί και συνεχώς τροποποιεί, αν χρειάζεται, τη βαθμολογία του, καθόλη τη διάρκεια της «ζωής» των τίτλων και ενημερώνει τους επενδυτές για το ενδεχόμενο αποπληρωμής τους⁸³.

Πρέπει επιπλέον να επισημανθεί ότι η γνωμοδότηση των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν ωφελεί μόνο τους επενδυτές, αλλά είναι καίριας σημασίας και για την εν γένει επιτυχία της τιτλοποίησης, καθώς όχι μόνο συμβάλλει στην έκδοση πιο ελκυστικών τίτλων, αλλά και στη μείωση του κόστους της όλης διαδικασίας. Αυτό συμβαίνει, γιατί αν η βαθμολόγηση είναι θετική, δημιουργείται η πεποίθηση στο επενδυτικό κοινό της ασφαλούς επένδυσης, κάτι που συνεπάγεται μικρότερη επιτοκιακή απόδοση, άρα και χαμηλότερο κόστος. Επίσης, όσο ασφαλέστερη θεωρείται μια επένδυση, τόσο λιγότερες ασφάλειες απαιτούνται για την εξασφάλιση των επενδυτών⁸⁴.

viii) Τιτλούχοι επενδυτές

Τα επενδυτικά προϊόντα που προκύπτουν από την τιτλοποίηση, δηλ. οι ομολογίες διατίθενται στους επενδυτές, οι οποίοι αποτελούν τους δανειστές της

80. Μια καλή αξιολόγηση συνεπάγεται πως ο επενδυτής μπορεί να είναι σχετικά σίγουρος για το ποσό και το χρόνο που θα λάβει τα αναμενόμενα. Από την άλλη, μια κακή αξιολόγηση δημιουργεί ανασφάλεια για το αν, τότε και πόσα θα λάβει ο επενδυτής από τα αναμενόμενα. (Βενιέρης, (2005), 362)

81. Η αξιολόγηση παίρνει τελική μορφή με έκθεση που αναλύει την πορεία προς το τελικό συμπέρασμα και τη βαθμολογία. Η βαθμολογία βασίζεται σε συγκεκριμένες σκάλες βαθμολόγησης, που ο κάθε οίκος πρέπει να ακολουθεί. Οι σκάλες βαθμολόγησης είναι κλιμακωτές και ανάλογα με την επικινδυνότητα και την αποδοτικότητα της επένδυσης, διαβαθμίζονται. Οι βαθμοί που τίθενται, είναι AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, κοκ. Η χαμηλότερη βαθμολόγηση σημαίνει πως ο τίτλος αποτελεί τίτλο χαμηλής ποιότητας και εξασφάλισης. Επομένως, ο βαθμός που θα λάβει η τιτλοποίηση και εκδοθέντες τίτλοι είναι ακριβώς αντίστροφος της επενδυτικής επικινδυνότητάς τους. Υψηλότερη βαθμολόγηση υπεισέρχεται όταν οι τίτλοι ενσωματώνουν χαμηλή επενδυτική επικινδυνότητα και σχεδόν εξασφαλισμένη αποπληρωμή. Χαμηλή βαθμολόγηση σημαίνει υψηλή επικινδυνότητα, που συνήθως αντισταθμίζεται με υψηλή επιτοκιακή απόδοση του τίτλου. Η Aspis Bank, για την τιτλοποίηση που διεξήγαγε το 2003, είχε αξιολογηθεί από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Standard & Poors και Fitch Ratings με βαθμό BB+. http://www.ase.gr/content/gr/Announcements/CompaniesPress/press.asp?press_id=4730 και <http://www.aspisbank.gr/article/greek/75/118/index.htm>

82. Βενιέρης (2005), 367.

83. Βενιέρης (2005), 367.

84. Βενιέρης (2005), 369.

μεταβιβάζουσας στη διαδικασία της τιτλοποίησης, καθώς είναι αυτοί που θέτουν σε εκκίνηση την όλη ροή των κεφαλαίων της χρηματοδότησης⁸⁵. Ο ν. 3156/2003 περιορίζει τον κύκλο των επενδυτών στους εκατόν πενήντα (150). Οι ομολογίες εκ της τιτλοποίησης δηλαδή προορίζονται σε θεσμικούς επενδυτές, ώστε να έχουν τις απαραίτητες γνώσεις κι εμπειρία για να τις αξιολογήσουν⁸⁶.

6. Μορφές τιτλοποίησης

Η διαδικασία της τιτλοποίησης ξεκινά με τη συγκέντρωση των απαιτήσεων σε μια ομάδα (pool) και την κατάταξή τους ανάλογα με τα χαρακτηριστικά τους (π.χ. ομοειδείς απαιτήσεις). Κατόπιν, εκδίδονται ομολογίες που θα διατεθούν στο επενδυτικό κοινό. Αυτή η διαδικασία μπορεί να λάβει τις εξής μορφές:

1. Τη μορφή της κλασικής τιτλοποίησης⁸⁷: Σε αυτή την περίπτωση, οι ομάδα των απαιτήσεων μεταβιβάζεται από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα στην εταιρεία ειδικού σκοπού, μέσω γνήσιας πώλησης, βάσει της αρχής του πλήρους νομικού και οικονομικού αποχωρισμού. Η εταιρεία ειδικού σκοπού καταβάλλει το τίμημα στη μεταβιβάζουσα και εν συνεχεία εκδίδει τίτλους που θα διατεθούν στο επενδυτικό κοινό. Το χαρακτηριστικό αυτής της μορφής τιτλοποίησης, είναι ότι η μεταβιβάζουσα αφαιρεί την ομάδα αυτή από το ενεργητικό της, με αποτέλεσμα να απολαμβάνει φορολογικές, λογιστικές και έμποπτικές διευκολύνσεις, κάτι που αποτελεί κι έναν από τους βασικούς σκοπούς της όλης διαδικασίας.

2. Τη μορφή της σύνθετης τιτλοποίησης⁸⁸: Εδώ οι απαιτήσεις δεν μεταβιβάζονται μέσω γνήσιας πώλησης, αλλά μεταβιβάζεται μόνο ο πιστωτικός κίνδυνος, μέσω συμβάσεως χρηματοοικονομικών παραγώγων (credit default swap)⁸⁹. Στην εν λόγω μορφή δεν συναντάται η αρχή του νομικού και οικονομικού αποχωρισμού, οπότε δεν επέρχονται για τη μεταβιβάζουσα οι οικονομικές και κυρίως οι έμποπτικής φύσης ευνοϊκές συνέπειες. Στην παρούσα μελέτη δεν θα ασχοληθούμε

85. Από την άλλη αποτελούν και τους αποδέκτες της χρηματοδότησης, αφού τα κεφάλαιά τους θα τους επιστραφούν επαυξημένα μετά την αποπληρωμή των απαιτήσεων από τους αρχικούς οφειλέτες.

86. Η έννοια του θεσμικού επενδυτή αναλύεται στη συνέχεια, υπό κεφάλαιο Δ.

87. Γαλιάτσος, Επενδυτικές Υπηρεσίες (2009), 161

88. Γαλιάτσος (2009), 163.

89. Το credit default swap είναι ένα χρηματοπιστωτικό παράγωγο, το οποίο παρέχει προστασία στον αγοραστή του σε περίπτωση ζημίας από την επέλευση ενός πιστωτικού γεγονότος, όπως π.χ. η χειροτέρευση της του βαθμού φερεγγυότητας μιας επένδυσης. Ο αγοραστής του προϊόντος πληρώνει στον πωλητή ένα ποσό για την παροχή προστασίας από το εν λόγω πιστωτικό κίνδυνο. Εάν ο κίνδυνος δεν επέλθει, ο πωλητής έχει κερδίσει τα χρήματα που έχει εισπράξει. Εάν αντίθετα, ο πιστωτικός κίνδυνος επέλθει, η σύμβαση τερματίζεται, ο αγοραστής παύει να πληρώνει, μεταβιβάζει στον πωλητή τους τίτλους και αποζημιώνεται σύμφωνα με τους όρους της σύμβασης.

με την σύνθετη μορφή της πιλοποίησης, παρά μόνο με την κλασική της μορφή, όπως περιγράφεται παραπάνω.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄

ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ

1. Νομοθετικός ορισμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων και συμβάσεις που καταρτίζονται στα πλαίσια αυτής

Στην ελληνική έννομη τάξη⁹⁰, ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων εισήχθη με το ν. 3156/2003⁹¹. *Για τους σκοπούς του νόμου αυτού τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνο, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού «ιδιωτική τοποθέτηση» είναι η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων, που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα. Αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από ένα διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού⁹².*

Ο συγκεκριμένος ορισμός δεν αποδίδει με κατανοητό τρόπο τη διαδικασία της τιτλοποίησης, όχι επειδή δεν είναι ακριβής, αλλά λόγω της πολυπλοκότητας του ίδιου του θεσμού. Στην ουσία, ορίζεται πως τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση

90. Η πρώτη εμφάνιση της τιτλοποίησης στην Ελλάδα είχε γίνει με το ν. 2801/2000, που αφορούσε μόνο το Δημόσιο και τους φορείς του. Ο νόμος αυτός έδινε δικαίωμα σε νομικά πρόσωπα, μόνο του δημοσίου τομέα, να αξιοποιήσουν περιουσιακά τους ρευστοποιήσιμα στοιχεία αλλά όχι ρευστά, προς όφελος ουσιαστικά, του κρατικού ισολογισμού. Ο θεσμός χρησιμοποιήθηκε σε μεγάλο βαθμό για τη μείωση των ελλειμμάτων και του δημοσίου χρέους και οδήγησε στην πλήρωση των κριτηρίων εισόδου στη Νομισματική Ένωση. Παρόλα αυτά, τα αποτελέσματα της τιτλοποίησης για τους στόχους αυτούς αποδείχθηκαν πρόσκαιρα, καθώς μετά την είσοδο στη Νομισματική Ένωση, η αρμόδια κοινοτική υπηρεσία θεώρησε τη χρησιμοποίηση στην τιτλοποίηση δημοσίων εσόδων και τη χρηματοδότηση μέσω αυτών ως εργασία αύξησης και όχι μείωσης του δημοσίου χρέους. Έτσι, η χρήση της τιτλοποίησης από το Δημόσιο δεν συνεχίστηκε. (βλ. ανακοίνωση EUROSTAT με τίτλο Securitization operations undertaken by general government).

91. Νόμος 3156/2003 «Ομολογιακά Δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων ακίνητα και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ 157/τ.Α'/25.6.2003). Ο τίτλος του νόμου υπονοεί ότι η τιτλοποίηση αποτελεί είδος ομολογιακού δανείου. Ωστόσο, ο σκοπός και η διαδικασία της την καθιστούν διαφορετική από το θεσμό του ομολογιακού δανείου, όπως έχει αναλυθεί παραπάνω.

92. αρ. 10 § 1 ν. 3156/2003.

επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης, με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως, μεταξύ μεταβιβάζοντος (χρηματοδοτούμενης τράπεζας) και αποκτώντος (εταιρεία ειδικού σκοπού). Αυτό γίνεται σε συνδυασμό με την έκδοση και τη διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνο, ομολογιών, των οποίων η εξόφληση επιτυγχάνεται από το προϊόν είσπραξης των αρχικών απαιτήσεων⁹³. Επομένως, η αποπληρωμή των απαιτήσεων από τους οφειλέτες είναι αυτή που προκαλεί την απαραίτητη ρευστότητα, θέτοντας σε κίνηση την ροή κεφαλαίων και την όλη διαδικασία της τιτλοποίησης. Ωστόσο, στο ίδιο άρθρο, αναφέρεται πως η εξόφληση των ομολογιών πραγματοποιείται και από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων. Συνεπώς, η ροή κεφαλαίων και η ικανοποίηση των ομολογιούχων δανειστών επιτυγχάνεται αφενός, από τους αρχικούς οφειλέτες που αποπληρώνουν τις απαιτήσεις τους, αφετέρου, από διάφορους πιστοδότες (ή φορείς πιστώτικής ενίσχυσης), οι οποίοι παρέχουν πιστώσεις ή καλύψεις ρευστότητας, αντισταθμίζοντας τυχόν ελλείμματα πληρωμών και εξασφαλίζοντας την ομαλή εξέλιξη του προγράμματος τιτλοποίησης. Σημαντικό ρόλο στην όλη διαδικασία διαδραματίζει και ο διαχειριστής των απαιτήσεων, ο οποίος συνήθως αναλαμβάνει την επιτυχή διάθεση των τίτλων στους επενδυτές, καθώς και την είσπραξη των απαιτήσεων από τους αρχικούς οφειλέτες, ως ανάδοχος⁹⁴. Η διαδικασία λοιπόν της τιτλοποίησης, θα μπορούσε να συνοψιστεί ως εξής: Η μεταβιβάζουσα τράπεζα επιλέγει τις απαιτήσεις που θα μεταβιβάσει, εν συνεχεία συνάπτονται οι συμβάσεις μεταξύ των μερών της διάρθρωσης της τιτλοποίησης, διατίθενται οι τίτλοι στο επενδυτικό κοινό και τέλος, εισπράττονται οι απαιτήσεις από τους αρχικούς οφειλέτες, ώστε να αποπληρωθούν οι τίτλοι.

Η όλη διαδικασία εμφανίζεται λοιπόν ως μια δέσμη δικαιопραξιών, που θα αναλυθούν σε αυτό το κεφάλαιο:

1. Η σύμβαση πώλησης των επιχειρηματικών απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα στην εταιρεία ειδικού σκοπού, που διέπεται από τις διατάξεις του **ΑΚ 513 επ.**
2. Η σύμβαση εκχώρησης των απαιτήσεων, που καταρτίζεται μεταξύ των ιδίων μερών και διέπεται από τις **ΑΚ 455 επ. (άρ. 10 § 6 ν. 3156/2003)**.
3. Η σύμβαση διαχείρισης / διοίκησης των επιχειρηματικών απαιτήσεων, που συνάπτεται μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και του διαχειριστή, που είναι συνήθως πιστωτικό ίδρυμα, ή η ίδια η μεταβιβάζουσα τράπεζα.

⁹³. Η σχέση της χρηματοδότησης φαίνεται τριμερής: επενδυτές – εταιρεία ειδικού σκοπού – μεταβιβάζουσα. Ωστόσο, ο πυρήνας της σχέσης είναι διμερής με απλή διαμεσολάβηση της εταιρείας ειδικού σκοπού στη μεταφορά των κεφαλαίων από τους επενδυτές στη μεταβιβάζουσα εταιρεία. [Περάκης (2005), 456]

⁹⁴. Περάκης (2005), 474

4. Συμβάσεις χρηματοδότησης και εξασφαλίσεων (σύμβαση τραπεζικού δανείου, έκδοση ομολογιών, σύμβαση κάλυψης και διάθεσης ομολογιών) της εταιρείας ειδικού σκοπού, μέσω της οποίας, η τελευταία αντλεί τα κεφάλαια που απαιτούνται για την απόκτηση των επιχειρηματικών απαιτήσεων, δηλαδή για την αποπληρωμή του τιμήματος της πώλησης των απαιτήσεων (αρ. 10 § 1 και 7 ν. 3156/2003).

2. Σύμβαση πώλησης επιχειρηματικών απαιτήσεων

Η σύμβαση της γνήσιας πώλησης, ως αιτία της εκχώρησης⁹⁵, των επιχειρηματικών απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα στην εταιρεία ειδικού σκοπού βρίσκεται στην καρδιά της διαδικασίας της τιτλοποίησης, αφού μέσω αυτής πραγματοποιείται η ολική και οριστική μεταβίβαση των απαιτήσεων προς την εταιρεία ειδικού σκοπού⁹⁶. Η μεταβίβαση αυτή επιτρέπει τη μετακύλιση του κινδύνου της μη είσπραξης των απαιτήσεων προς την εταιρεία ειδικού σκοπού και επιφέρει στη μεταβιβάζουσα τις ευεργετικές εποπτικές και φορολογικές συνέπειες της τιτλοποίησης.

Με τη σύμβαση της πώλησης, η μεταβιβάζουσα αναλαμβάνει την υποχρέωση να μεταβιβάσει τις απαιτήσεις στην εταιρεία ειδικού σκοπού κι εκείνη αναλαμβάνει την υποχρέωση να πληρώσει το τίμημα, που αποτελεί και την επιδιωκόμενη χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας (**513 ΑΚ**)⁹⁷. Σε γενικές γραμμές εφαρμόζονται οι διατάξεις του **ΑΚ 513** επ., εφόσον ο ν. 3156/2003 δεν προβλέπει διαφορετικά, αφού

⁹⁵. Στην τιτλοποίηση μπορούμε να διακρίνουμε την υποσχετική δικαιοπραξία, που είναι η πώληση, και την εκποιοητική δικαιοπραξία, που είναι η εκχώρηση (*Λιτζερόπουλος, Στοιχεία Ενοχικού Δικαίου, (2003), 438*

⁹⁶. Η μεταβίβαση πρέπει να είναι ολική, νομική και οικονομική και να αφορά τη μεταβίβαση του κινδύνου της μη είσπραξης των απαιτήσεων. Γι' αυτό η χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας γίνεται με γνήσια πώληση (*true sale*). Είναι σημαντικό η μεταβίβαση να είναι οριστική, δηλ. να αποκλειστεί το ενδεχόμενο της επιστροφής των απαιτήσεων από την εταιρεία ειδικού σκοπού στη μεταβιβάζουσα, λόγω κακής ποιότητας των απαιτήσεων. Η μεταβιβάζουσα δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να αναλάβει την ευθύνη για την ποιότητα των απαιτήσεων, γιατί τότε δεν υφίσταται οριστική αποξένωση των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα, άρα ούτε γνήσια πώληση. Η κρατούσα άποψη στη διεθνή βιβλιογραφία παραλληλίζει τη μεταβίβαση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού, με *αιτία την πώληση*, με το *γνήσιο factoring*, όπου η αξία των απαιτήσεων ρευστοποιείται οριστικά και ανεξάρτητα από την φερεγγυότητα των οφειλετών. Αντιθέτως, στο μη γνήσιο (νόθο) factoring, το ποσό ρευστοποίησης των απαιτήσεων καταβάλλεται, υπό την προϋπόθεση της είσπραξης των απαιτήσεων. Αν μια απαίτηση δεν εισπραχθεί, τότε επιστρέφεται στη μεταβιβάζουσα. Στην πρώτη περίπτωση λοιπόν έχουμε μεταβίβαση με αιτία την πώληση, ενώ στην δεύτερη έχουμε μεταβίβαση με αιτία τον δανεισμό. Αντιστοίχως, στην τιτλοποίηση, πρέπει να έχουμε οριστική μεταβίβαση με αιτία την πώληση, ενώ αν η μεταβιβάζουσα διατηρεί ευθύνη για την ποιότητα των απαιτήσεων, υπάρχει μεταβίβαση με δανειστική αιτία, κάτι που δεν επιφέρει στη μεταβιβάζουσα τις επιδιωκόμενες εποπτικές, φορολογικές και λογιστικές ελαφρύνσεις. (βλ. αναλυτικά σε *Βενιέρη (2003), 533· Περάκη, (2005). 491 επ.*

⁹⁷. **513 ΑΚ**: «*Με τη σύμβαση της πώλησης ο πωλητής έχει την υποχρέωση να μεταβιβάσει την κυριότητα του πράγματος ή το δικαίωμα, που αποτελούν το αντικείμενο της πώλησης, και να παραδώσει το πράγμα, και ο αγοραστής έχει τη υποχρέωση να πληρώσει το τίμημα που συμφωνήθηκε*».

υπερισχύει ως ειδικότερος. Επομένως, ισχύουν οι διατάξεις περί ευθύνης του μεταβιβάζοντος για νομικά (ΑΚ 514)⁹⁸ και πραγματικά ελαττώματα (ΑΚ 562) και αυτές περί υπαναχώρησης⁹⁹.

2.1 Ευθύνη της μεταβιβάζουσας για νομικά ελαττώματα

Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, η μεταβιβαζόμενη απαίτηση μπορεί να έχει νομικό ελάττωμα όταν π.χ. είναι ενεχυρασμένη προς ασφάλεια απαιτήσεως τρίτου ή όταν είναι κατασχεμένη στα χέρια του οφειλέτη της απαίτησης¹⁰⁰, οπότε ακόμα κι αν ο αποκτών γνώριζε το ελάττωμα κατά τον χρόνο της πώλησης, η μεταβιβάζουσα δεν απαλλάσσεται από την ευθύνη. (ΑΚ 515)¹⁰¹, η οποία σύμφωνα με τη κρατούσα άποψη είναι αντικειμενική¹⁰². Θεωρητικά λοιπόν, η ύπαρξη νομικού ελαττώματος δημιουργεί ευθύνη του μεταβιβάζοντος για μη εκπλήρωση, κάτι που επισύρει την εφαρμογή των γενικών διατάξεων, που ισχύουν στις αμφοτεροβαρείς συμβάσεις, για την υπερημερία και την υπαίτια αδυναμία του οφειλέτη (ΑΚ 382 επ.). Επομένως, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού θα έχει δικαίωμα υπαναχώρησης από τη σύμβαση, δικαίωμα αντικατάστασης της απαίτησης ή ακόμα και αξίωση μείωσης του τιμήματος¹⁰³.

2.2. Ευθύνη της μεταβιβάζουσας για πραγματικά ελαττώματα :

Κατά την κρατούσα άποψη, οι διατάξεις περί ευθύνης του πωλητή για πραγματικά ελαττώματα δεν εφαρμόζονται στην πώληση δικαιώματος ή απαίτησης, διότι προϋποθέτουν πράγμα¹⁰⁴. Στο γερμανικό δίκαιο η άποψη αυτή έχει πλέον εγκαταλειφθεί και οι διατάξεις για την πώληση του πράγματος ισχύουν και στην πώληση της απαίτησης¹⁰⁵. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, ο ν.3156/2003 παρέχει το νομοθετικό έρεισμα για την εφαρμογή των ως άνω διατάξεων, αφού το αρ. 10 § 6 εδ. ε του ν. 3156/2003 ρητά παραπέμπει στα άρθρα του ΑΚ 534επ¹⁰⁶. Επομένως,

98. 514 ΑΚ: «Ο πωλητής έχει υποχρέωση να μεταβιβάσει το αντικείμενο της πώλησης ελεύθερο από κάθε δικαίωμα τρίτου (νομικό ελάττωμα)».

99. Οι διατάξεις περί υπαναχώρησης δύσκολα θα εφαρμοστούν στην τιτλοποίηση, βλ. υποσημείωση.69.

100. Λέκκας, (2005),186

101. 515 ΑΚ: «Ο πωλητής δεν ευθύνεται για τα νομικά ελαττώματα που υπάρχουν κατά το χρόνο της πώλησης, αν ο αγοραστής τα γνώριζε. Αλλά για την υποθήκη ή την προσημείωση ή την κατάσχεση ή το ενέχυρο που υπάρχει ο πωλητής ευθύνεται και αν ακόμη ο αγοραστής γνώριζε την ύπαρξή τους».

102. Απ Γεωργιάδης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, Ι (2001), 49

103. Απ Γεωργιάδης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, Ι (2001), 236

104. Απ Γεωργιάδης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, Ι (2001), 219

105. BGBlatt, Teil 1, Nr. 61/2001, 3138-3218, όπως παρατίθεται σε Λέκκα, (2005), 173

106. Η ευθύνη του μεταβιβάζοντος για πραγματικά ελαττώματα θα μπορούσε να βρει νομοθετικό έρεισμα και στην ΑΚ 562, η οποία αποτελεί παραπεμπτικό κανόνα δικαίου και ορίζει ότι οι διατάξεις για την ευθύνη του πωλητή για πραγματικά ελαττώματα και έλλειψη

σύμφωνα με το άρθρο 535 ΑΚ, οι απαιτήσεις πρέπει να ανταποκρίνονται ποιοτικά στη σύμβαση μεταξύ μεταβιβάζουσας και εταιρείας ειδικού σκοπού. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, ποιοτική απόκλιση θα υπάρχει όταν οι απαιτήσεις είναι ακατάλληλες για τους σκοπούς της όλης διαδικασίας. Τέτοια ακαταλληλότητα λ.χ. θα υπάρχει όταν οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι παραγεγραμμένες ή όταν ο οφειλέτης έχει δικαίωμα συμψηφισμού της απαίτησης με ανταπαίτησή του κατά της μεταβιβάζουσας¹⁰⁷. Ποιοτική απόκλιση μπορεί επίσης να υπάρχει όταν λ.χ. οι εκχωρούμενες απαιτήσεις έχουν μικρότερο ποσοστό εισπραξιμότητας από αυτό που δήλωνε δημοσίως η μεταβιβάζουσα¹⁰⁸.

Οι έννομες συνέπειες της ύπαρξης πραγματικών ελαττωμάτων ή έλλειψης συνομολογημένων ιδιοτήτων στις εκχωρούμενες απαιτήσεις διαφέρουν ανάλογα με τα αν διαπιστωθούν πριν από τη μετάθεση του κινδύνου στην εταιρεία ειδικού ή μετά από αυτή¹⁰⁹. Στην πρώτη περίπτωση, η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει αξίωση εκπλήρωσης της παροχής κατά την ΑΚ 534¹¹⁰, δηλαδή έχει την αξίωση να της παραδοθούν οι απαιτήσεις απαλλαγμένες από πραγματικά ελαττώματα¹¹¹. Εάν το πραγματικό ελάττωμα διαπιστωθεί μετά τη μετάθεση του κινδύνου στην εταιρεία ειδικού σκοπού¹¹², η τελευταία, εκτός από την ως άνω αξίωση, έχει και τις δευτερογενείς αξιώσεις των ΑΚ 540 επ.¹¹³, οι οποίες περιλαμβάνουν: α) το δικαίωμα αντικατάστασης των απαιτήσεων, β) το δικαίωμα μείωσης του τιμήματος, γ) το δικαίωμα υπαναχώρησης από τη σύμβαση της πώλησης, και δ) το δικαίωμα αποζημίωσης. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι μεταξύ των αξιώσεων της εταιρείας ειδικού σκοπού υπάρχει σχέση συρροής¹¹⁴. Η σωρευτική άσκηση παραπάνω από ένα δικαιωμάτων πρέπει να συντείνει στην ικανοποίηση εννόμου συμφέροντος της εταιρείας ειδικού σκοπού, το οποίο δεν μπορεί να ικανοποιηθεί από την άσκηση μόνο ενός δικαιώματος. Δηλαδή, εάν το η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν ικανοποιείται μόνο

συνομολογημένων ιδιοτήτων του πράγματος, εφαρμόζονται και σε άλλες συμβάσεις εκποίησης με αντάλλαγμα, άρα και στην πώληση δικαιώματος ή απαίτησης με σκοπό την τιτλοποίηση.

107. Αμφιβολία γεννάται σε σχέση με το εάν πρόκειται εν προκειμένω για νομικά ή πραγματικά ελαττώματα. Πάντως η σύγκλιση της ευθύνης του πωλητή για νομικά και πραγματικά ελαττώματα σχετικοποιεί τη σημασία της διάκρισης.

108. Λέκκας, (2005), 175

109. Απ Γεωργιάδης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, Ι (2005), 120-121

110. 534 ΑΚ: Ο πωλητής υποχρεούται να παραδώσει το πράγμα με τις συνομολογημένες ιδιότητες και χωρίς πραγματικά ελαττώματα,

111. Στα πλαίσια της τιτλοποίησης και ιδίως όταν πρόκειται π.χ. για παραγεγραμμένες απαιτήσεις, δεν μπορούμε να μιλάμε για απαλλαγή από το πραγματικό ελάττωμα, αλλά για αντικατάσταση των απαιτήσεων, με άλλες όμοιες, σύμφωνα με την ΑΚ 540 § 2.

112. Η μετάθεση του κινδύνου επέρχεται με την εκχώρηση, όπως θα αναλυθεί παρακάτω. Επομένως από την εκχώρηση και μετά, η εταιρεία ειδικού σκοπού αναλαμβάνει τον κίνδυνο ύπαρξης πραγματικού ελαττώματος.

113. Λέκκας, (2005), 179

114. Απ Γεωργιάδης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, Ι, (2001), 238-239

από την αντικατάσταση της απαίτησης, μπορεί να αξιώσει και αποζημίωση από τη μεταβιβάζουσα.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι γενικές διατάξεις του ΑΚ περί πώλησης, εφαρμόζονται σχεδόν ευθέως στην τιτλοποίηση απαιτήσεων. Η μοναδική απόκλιση που εισάγει ο ν. 3156/2003 στο άρ.10 § 1 αφορά στον τύπο της σύμβασης πωλήσεως, η οποία πρέπει να καταρτίζεται εγγράφως και υπόκειται σε διατυπώσεις δημοσιότητας¹¹⁵, ενώ στην πώληση του ΑΚ, ο τύπος δεν είναι απαραίτητη συστατική προϋπόθεση για την κατάρτιση της σύμβασης¹¹⁶. Όσον αφορά το περιεχόμενο της σύμβασης, εκδόθηκε η σχετική Υ.Α. **161338/2000**¹¹⁷, που προσδιορίζει τα υποχρεωτικά στοιχεία αυτής, προκειμένου να μπορεί να εγγραφεί στο δημόσιο βιβλίο. Η σύμβαση πρέπει να αναφέρει υποχρεωτικά τη μεταβιβάζουσα, την εταιρεία ειδικού σκοπού, τους όρους της σύμβασης πώλησης, το νόμισμα και το ποσό του τιμήματος της αγοράς, το εφαρμοστέο δίκαιο¹¹⁸, τα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων, τα οφειλόμενα κεφάλαια, τα στοιχεία των οφειλετών, τις τιτλοποιημένες εμπράγματα και ενοχικές απαιτήσεις.

3. Σύμβαση εκχώρησης επιχειρηματικών απαιτήσεων

Μέσω της σύμβασης εκχώρησης επιτυγχάνεται ο διαχωρισμός των απαιτήσεων για τους σκοπούς της τιτλοποίησης από την υπόλοιπη εταιρική περιουσία της μεταβιβάζουσας. Η εκχώρηση απαιτήσεων, αν και διέπεται από τις κοινές διατάξεις του ΑΚ 455 επ., διαφέρει ουσιωδώς από αυτή του ΑΚ.

Σε αντίθεση με την αναισιώδη εκχώρηση του ΑΚ, η εκχώρηση για τους σκοπούς της τιτλοποίησης είναι εκπονητική δικαιοπραξία με αιτία την πώληση (αρ. 10 § 1). Αυτό συνεπάγεται ότι η εγκυρότητα της εκχώρησης εξαρτάται από το κύρος της πώλησης¹¹⁹. Η ύπαρξη της αιτίας απαιτείται για τη διασφάλιση των συμφερόντων τόσο του εκχωρητή (μεταβιβάζουσας τράπεζας), π.χ. για τη διασφάλιση της καταβολής του τιμήματος, όσο και του εκδοχέα (εταιρείας ειδικού σκοπού), π.χ. για τη

115. Για τις διατυπώσεις δημοσιότητας βλ. παρακάτω, στην ίδια ενότητα.

116. Απ Γεωργιάδης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, Ι, (2001), 25

117. Δημοσιευμένη σε ΦΕΚ Β 1866/18.11.2000

118. Σημειωτέον, ότι οι συμβαλλόμενοι μπορούν να επιλέξουν αλλοδαπό εφαρμοστέο δίκαιο, οπότε οι διατάξεις του ΑΚ περί πώλησης, δεν θα ισχύουν. Ο νόμος 3156/2003 είναι ελληνοκεντρικός και εφαρμόζεται, εφόσον η τιτλοποίηση λαμβάνει χώρα στην Ελλάδα, δηλ. μεταβιβάζουσα και εταιρεία ειδικού σκοπού είναι πιστωτικά ιδρύματα που βρίσκονται στην Ελλάδα. Αν λ.χ. η εταιρεία ειδικού σκοπού βρίσκεται εκτός Ελλάδας, τότε τα συμβαλλόμενα μέρη μπορούν να επιλέξουν αλλοδαπό εφαρμοστέο δίκαιο, βάσει της ελευθερίας των συμβάσεων και σύμφωνα με το αρ. 3 του Κανονισμού Ρώμη Ι.

119. Απ. Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές (199), 278 επ.

διασφάλιση των εσόδων για την εξόφληση των δανειστών του¹²⁰. Η ακυρότητα είναι σχετική και μπορεί να προβληθεί μόνο από τα συμβαλλόμενα μέρη (ΑΚ 175 εδ. β).

Επιπλέον, σε αντίθεση με τις διατάξεις του ΑΚ, η εκχώρηση των απαιτήσεων για τους σκοπούς της τιτλοποίησης υπόκειται σε έγγραφο τύπο, ώστε να εγγραφεί στο δημόσιο βιβλίο του αρ. 3 του ν. 2844/2000. Κατά τα άλλα, εφαρμόζονται οι διατάξεις του ΑΚ για την εκχώρηση (αρ. 10 § 6 εδ. ε ν. 3156/2003). Έπομένως, η μεταβιβάζουσα τράπεζα έχει υποχρέωση να παραδίδει στην εταιρεία ειδικού σκοπού όλες τις πληροφορίες και τα σχετικά αποδεικτικά έγγραφα για τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, κάτι που άλλωστε προβλέπεται ρητά κι από το αρ. 10 § 22 ν. 3156/2003. Στο αρ. 10 § 22, προβλέπεται επίσης, μερική άρση του τραπεζικού απορρήτου, σε περίπτωση που οι πληροφορίες αυτές καλύπτονται από το τραπεζικό απόρρητο, κάτι βέβαια που, θεωρητικά, στερείται συνταγματικότητας¹²¹.

Όσον αφορά την ευθύνη της μεταβιβάζουσας, ισχύουν οι διατάξεις ΑΚ 467 και 468, οι οποίες θα πρέπει να εναρμονίζονται με τις ΑΚ 513 επ, αφού αιτία της εκχώρησης είναι η πώληση (βλ. την ως άνω ανάλυση). Σύμφωνα με την 467 ΑΚ, ο εκχωρητής (δηλ. η μεταβιβάζουσα) ευθύνεται μόνο για την ύπαρξη της απαίτησης και όχι για την ποιότητα αυτής, δηλ. τη φερεγγυότητα του οφειλέτη, τη δυνατότητά του και ετοιμότητά του να εκπληρώσει το χρέος του. Η μεταβιβάζουσα υποχρεούται να μεταβιβάσει απαίτηση που έχει γεννηθεί και είναι ρευστοποιήσιμη. Ως προς τα νομικά και πραγματικά ελαττώματα αυτής, ισχύουν οι διατάξεις περί νομικών και πραγματικών ελαττωμάτων, ως άνω.

Σημαντικότερη απόκλιση από τις διατάξεις του ΑΚ εισάγεται από το ν. 3156/2003 όσον αφορά στην **αναγγελία** της εκχώρησης στους οφειλέτες των απαιτήσεων. Η αναγγελία αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την επέλευση όλων των έννομων συνεπειών της εκχώρησης, τόσο σύμφωνα με τον ΑΚ, όσο και με τον ν. 3156/2003. Γι' αυτό, στο αρ. 10 § 9 του ν. 3156/2003, προβλέπεται πως η μεταβίβαση αναγγέλλεται εγγράφως από τη μεταβιβάζουσα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στους οφειλέτες, ενώ με την αναγγελία πρέπει να προσδιορίζονται και οι απαιτήσεις στις οποίες αφορά ή μεταβίβαση. Ωστόσο, στα πλαίσια της τιτλοποίησης, οι οφειλέτες μπορεί να είναι χιλιάδες, οπότε η διαδικασία της έγγραφης αναγγελίας προς τον καθένα ξεχωριστά καθίσταται μία πολύ δαπανηρή και χρονοβόρα διαδικασία. Ο ν.3156/2003, επιλύει αυτό το πρόβλημα με τη θέσπιση του αρ. 10 §

120. Λέκκας, (2005), 141

121. Ο Ψυχομάνης, ΔΕΕ 2004, 202 υποστηρίζει ότι το επαγγελματικό (τραπεζικό) απόρρητο έχει συνταγματικά ερείσματα ως στοιχείο της προσωπικής και οικονομικής ελευθερίας του κάθε ατόμου (άρ. 5 παρ. 1 Σ). Κατά συνέπεια αδυνατεί να αρθεί με διάταξη απλού τυπικού νόμου, εκτός κι αν υπάρχει περίπτωση προάσπισης υπέρτερου συμφέροντος, που εν προκειμένω, κατά τη γνώμη του δεν υπάρχει.

10, όπου ορίζεται πως ως αναγγελία λογίζεται η καταχώρηση της σύμβασης μεταβίβασης στο δημόσιο βιβλίο του αρ. 3 του ν. 2844/2000. Επομένως όλες οι έννομες συνέπειες της εκχώρησης αναπτύσσουν τα αποτελέσματά τους έναντι τρίτων μετά την καταχώρηση στο ως άνω βιβλίο¹²². Η εγγραφή αυτή στο δημόσιο βιβλίο, σύμφωνα με το αρ. 10 § 8, κατισχύει των συμφωνιών μεταξύ μεταβιβάζοντος και τρίτων περί ανεκχώρητου των μεταξύ τους απαιτήσεων, κάτι που βέβαια προσκρούει στην αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων¹²³.

Μετά την καταχώρηση της σύμβασης εκχώρησης στο ως άνω βιβλίο, που τηρείται στο Ενεχυροφυλακείο της έδρας της μεταβιβάζουσας, ολοκληρώνεται η μεταβίβαση των απαιτήσεων, επομένως και η νομική και οικονομική αποξένωση των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα. Μετά από αυτήν, δεν θίγεται η μεταβίβαση από οποιοδήποτε συλλογικό μέτρο ικανοποίησης των πιστωτών, αφού σύμφωνα με το αρ. 10 § 19 του ν. 3156/2003, η δυνατότητα διεκδίκησης των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται επιτρέπεται στους δανειστές μέχρι την ολοκλήρωση της μεταβίβασης, δηλ. μέχρι την καταχώρηση στο δημόσιο βιβλίο. Μετά το χρονικό σημείο αυτό η πτώχευση οποιουδήποτε μέρους της διαδικασίας της τιτλοποίησης δεν μπορεί να επηρεάσει τη μεταβίβαση των απαιτήσεων. Συνεπώς στην περίπτωση της τιτλοποίησης, ακόμα και αν μη μεταβίβαση έλαβε χώρα εντός της ύπoπτης περιόδου, παύει η δυνατότητα πτωχευτικής ανάκλησης, που ισχύει σε κάθε άλλη περίπτωση. Αν και δεν αναφέρεται ρητά στη διάταξη, πρέπει να επισημανθεί ότι η ευνοϊκή αυτή ρύθμιση ισχύει μόνο στην περίπτωση που έχει τηρηθεί τόσο ο πραγματικός οικονομικός και νομικός αποχωρισμός των απαιτήσεων, όσο και η αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού¹²⁴. Σε περίπτωση που αποδειχθεί το αντίθετο, προφανώς είναι δυνατή η πτωχευτική ανάκληση¹²⁵.

Η αναγγελία της εκχώρησης έχει ιδιαίτερη σημασία για τις ενστάσεις των οφειλετών κατά της μεταβιβάζουσας. Σύμφωνα με την ΑΚ 463, ο οφειλέτης μπορεί να αντιτάξει κατά του εκδοχέα όλες τις ενστάσεις, τις οποίες είχε ο οφειλέτης κατά του εκχωρητή. Ο οφειλέτης πρέπει να παραμένει στην ίδια νομική θέση, ανεξαρτήτως του αν μεσολάβησε αντικατάσταση του δανειστή. Η δυνατότητα προβολής των ενστάσεων αυτών δεν εξαρτάται από τη γνώση ή άγνοια της εταιρείας ειδικού σκοπού για τα μειονεκτήματα των συγκεκριμένων απαιτήσεων. Η καλή πίστη της

122. Η εξομίωση της κατάθεσης της σύμβασης με αναγγελία κατακρίνεται δριμύτατα από τη θεωρία, καθώς ο οφειλέτης αναγκάζεται να έχει διαρκή εποπτεία των εγγράφων του δημοσίου βιβλίου, προκειμένου να γνωρίζει ποιος είναι ο δανειστής του, ώστε να μην καταβάλλει σε λάθος δικαιούχο την οφειλή του, αποφεύγοντας έτσι το ενδεχόμενο αποπληρωμής, (*Ψυχομάνης*, ΔΕΕ 2004, 202)

123. Βλ. δριμύτατη κριτική σε *Ψυχομάνη*, ΔΕΕ 2004, 202

124. *Βενιέρης* (2005), 245-246, 583 επ.

125. *Κουλουριανός*, ΧρΙΔ 2006, 131 επ.

εταιρείας ειδικού σκοπού δεν αίρει το δικαίωμα του οφειλέτη να προβάλει τις ενστάσεις του κατά αυτής¹²⁶. Βεβαίως, η εταιρεία ειδικού σκοπού και εκδοχέας των απαιτήσεων ενδεχομένως έχει το δικαίωμα να στραφεί κατά της μεταβιβάζουσας, που της εκχώρησε τις απαιτήσεις. Οι ενστάσεις κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού μπορεί να είναι ανατρεπτικές, που προσωρινά παρεμποδίζουν την είσπραξη της απαίτησης, αναβλητικές που αναβάλλουν την επιδίωξη είσπραξης της ή παρακωλυτικές, που οριστικά εμποδίζουν την είσπραξη της απαίτησης από την εταιρεία ειδικού σκοπού¹²⁷. Σε κάθε περίπτωση όμως, δεν πρέπει να είναι προσωποπαγείς, δηλ. δεν πρέπει να σχετίζονται οικονομικά ή νομικά με το νομικό πρόσωπο της μεταβιβάζουσας¹²⁸. Επιπλέον, οι ενστάσεις κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού, πρέπει να έχουν γεννηθεί πριν από την αναγγελία της εκχώρησης, επομένως σύμφωνα με την πρόβλεψη του ν. 3156/2003, πριν από την καταχώρηση της σύμβασης στο δημόσιο βιβλίο, αφού αυτή ισοδυναμεί με αναγγελία¹²⁹.

Ιδιαίτερη προβληματική δημιουργείται, στα πλαίσια της τιτλοποίησης ως προς την προβολή της **ένστασης συμψηφισμού** του αρχικού οφειλέτη της απαίτησης κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού¹³⁰. Από τον συνδυασμό των διατάξεων 463 ΑΚ¹³¹ και 448 ΑΚ¹³², προκύπτει ότι για να μπορεί ο οφειλέτης να προβάλει την ένσταση του συμψηφισμού, θα πρέπει να συντρέχουν οι εξής δύο προϋποθέσεις: i) η ένσταση συμψηφισμού να έχει θεμελιωθεί πριν την αναγγελία της εκχώρησης στον οφειλέτη και απλώς να λείπουν τα στοιχεία του ενεργού της ii) η εν λόγω απαίτηση να καθίσταται ληξιπρόθεσμη μέχρι την αναγγελία της εκχώρησης (δηλ. στην περίπτωση της τιτλοποίησης μέχρι την εγγραφή στο δημόσιο βιβλίο). **Το ερώτημα που γεννάται στα πλαίσια της διαδικασίας της τιτλοποίησης είναι κατά πόσο και σε**

126. Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο (1998), 519

127. Βαθρακοκόιλης, ΕΡΝΟΜΑΚ, Γενικό Ενοχικό, τ. Β, (2003), 620

128. Βαθρακοκόιλης, ΕΡΝΟΜΑΚ, Γενικό Ενοχικό, τ. Β, (2003), 620

129. Η διάταξη του αρ. 463 είναι ενδοτικού δικαίου, οπότε οι οφειλέτες θα μπορούσαν συμβατικά να παραιτηθούν από αυτή (ΑΚ 361), π.χ. μέσω ΓΟΣ σε σύμβαση στεγαστικού / καταναλωτικού δανείου. Κάτι τέτοιο, θα ήταν ιδιαίτερος επιθυμητό από τα μέρη της τιτλοποίησης, όμως δεν θα γινόταν αποδεκτό από τους οφειλέτες και θα προσέπιπτε σε προβλήματα καταχρηστικότητας βάσει του ν. 2251/1994.

130. Το ζήτημα του συμψηφισμού, όσο κι αν εκ πρώτης όψεως φαίνεται παράδοξο, είναι ιδιαίτερα σημαντικό, γιατί από αυτό συχνά εξαρτάται το κατά πόσο είναι μια τιτλοποίηση συμφέρουσα ή όχι για τη μεταβιβάζουσα εταιρεία. (Μεταλληνός, Α. Ζητήματα συμψηφισμού στην τιτλοποίηση, σε ΕΝΙΑΙΑ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ – ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ), 2005, 159

131. 448 ΑΚ: Μετά την αναγγελία της εκχώρησης, στον οφειλέτη αυτός δεν μπορεί να προτείνει έναντι του εκδοχέα σε συμψηφισμό απαιτήσεις του κατά του εκχωρητή μεταγενέστερες από την αναγγελία.

132. 463 ΑΚ: Ο οφειλέτης μπορεί να αντιτάξει κατά του εκδοχέα όλες τις ενστάσεις που είχε κατά του εκχωρητή πριν την αναγγελία. Ανταπαίτηση, την οποία ο οφειλέτης είχε κατά του εκχωρητή στο χρόνο της αναγγελίας, μπορεί, αν και μη ληξιπρόθεσμη να την αντιτάξει σε συμψηφισμό κατά του εκδοχέα, αν αυτή έγινε ληξιπρόθεσμη όχι βραδύτερα από την απαίτηση που εκχωρήθηκε.

ποιο χρονικό σημείο ο οφειλέτης μελλοντικής απαίτησης μπορεί να προβάλει την ένσταση συμψηφισμού κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού, που είναι ο εκδοχέας των απαιτήσεων.

Καταρχήν, πρέπει να απαντηθεί το ερώτημα του ποιες απαιτήσεις μπορούν να θεωρηθούν ως μελλοντικές στα πλαίσια της εν λόγω διαδικασίας και μπορούν να δημιουργήσουν ένσταση κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού. Χρήσιμη σε αυτό το σημείο είναι η διάκριση μεταξύ **περιορισμένα μελλοντικής απαίτησης και πλήρως μελλοντικής απαίτησης**¹³³: Ως περιορισμένα μελλοντική απαίτηση θεωρείται αυτή που δεν έχει γεννηθεί ολοκληρωμένα μέχρι τη στιγμή της αναγγελίας και βρίσκεται σε μετέωρη κατάσταση, έχει γεννηθεί όμως ο λόγος θεμελίωσής της. Μια τέτοια περίπτωση μπορεί να αφορά σε απαίτηση από μίσθωση ακινήτου, με σύμβαση leasing (μελλοντική απαίτηση), που έχει τιτλοποιηθεί και ο οφειλέτης εγείρει ένσταση αποζημίωσης για ακαταλληλότητα του μισθίου όταν το παραλάβει, κάτι που θα γίνει πολύ μετά τη μεταβίβαση και εκχώρηση της απαίτησης. Εν προκειμένω, ο οφειλέτης θα μπορεί να προβάλει την ένσταση συμψηφισμού κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού, καθώς ο νομικός λόγος ύπαρξης της απαίτησης (δηλ. η σύναψη της σύμβασης leasing) υφίσταται πριν την αναγγελία της εκχώρησης¹³⁴. Πλήρως μελλοντική απαίτηση είναι αυτή που αποκτά ο οφειλέτης μετά την αναγγελία της εκχώρησης. Μια τέτοια περίπτωση θα μπορούσε να είναι η τιτλοποίηση στεγαστικού δανείου και η απαίτηση που έχει ο οφειλέτης από αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας τράπεζας, που έλαβε μετά την αναγγελία της εκχώρησης¹³⁵. Εδώ, ο οφειλέτης δεν θα μπορούσε να αντιτάξει την ένσταση συμψηφισμού κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού, κατ' εφαρμογή των ως άνω προϋποθέσεων, γιατί θα έχει εκλείψει πλέον η αμοιβαιότητα μεταξύ οφειλέτη και δανειστή, εφόσον η ανταπαίτηση του οφειλέτη έχει δημιουργηθεί μετά την αναγγελία¹³⁶.

133. Βενιέρης, (2005), 525

134. Η θέση αυτή βρίσκει δικαιολογητική βάση στο ότι ο εκδοχέας (εν προκειμένω η εταιρεία ειδικού σκοπού) αποκτά την κύρια απαίτηση κατά τη γένεση της «επιβαρημένη» με τυχόν ήδη θεμελιωμένες ανταπαιτήσεις του οφειλέτη, επομένως η θέση του οφειλέτη δεν μπορεί να χειροτερεύσει. (Γ. Γεωργιάδης, Η πρόταση συμψηφισμού από τον οφειλέτη εκχωρηθείσας απαίτησης κατά του εκδοχέα, ΧρΙΔ 2005, 416).

135. Βενιέρης, (2005), 525

136. Εδώ προκύπτει το ερώτημα του κατά πόσο η ΑΚ 448 προστατεύει την απλή αφηρημένη πεποίθηση του οφειλέτη ότι έχει μια απαίτηση, την οποία πιθανώς κάποτε μπορέσει να χρησιμοποιήσει ως ανταπαίτηση για συμψηφισμό κατά του δανειστή. Κατά την κρατούσα και ορθότερη άποψη, η εμπιστοσύνη αυτή του οφειλέτη για τη δυνατότητα συμψηφισμού έναντι του εκχωρητή είναι δικαιολογημένη μόνο όταν αυτός αποκτά την ανταπαίτησή του πριν την αναγγελία της εκχώρησης. Η ΑΚ 448 εκκινεί από την προϋπόθεση ότι κατά την αναγγελία υπάρχουν θεμελιωμένες δύο αντίρροπες, αμοιβαίες απαιτήσεις, ώστε ακόμα κι αν λείπουν ορισμένες προϋποθέσεις του συμψηφισμού, όπως το ληξιπρόθεσμο, να υπάρχει επαρκής βάση για να προστατευτεί η εμπιστοσύνη του οφειλέτη στην έστω μελλοντική δυνατότητα συμψηφισμού κατά του εκχωρητή. (Γ. Γεωργιάδης, ΧρΙΔ, 2005, 416)

Αντικείμενο της εκχώρησης, σύμφωνα με το ν. 3156/2003 (αρ 10 § 1) είναι **επιχειρηματικές απαιτήσεις**, δηλ. απαιτήσεις, που γεννώνται στα πλαίσια της άσκησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Οι απαιτήσεις αυτές μπορεί να είναι και **κατά καταναλωτών**, κάτι που κατά τη γνώμη του νομοθέτη, δεν επιβαρύνει τη θέση των καταναλωτών, αφού η εισαγωγή της τιτλοποίησης στην ελληνική έννομη τάξη κρίνεται απαραίτητη «...για τον εκσυγχρονισμό των χρηματοδοτικών τεχνικών στην Ελλάδα προς όφελος των ελληνικών επιχειρήσεων και της εθνικής οικονομίας»¹³⁷. Απαιτήσεις που δεν μεταβιβάζονται είναι οι κατασχεμένες ή οι προσωποπαγείς, αυτές δηλ. που συνδέονται στενά με το πρόσωπο της μεταβιβάζουσας, όπως είναι η απαίτηση για παροχή εργασίας (ΑΚ 651) ή για ικανοποίηση ηθικής βλάβης (ΑΚ 933). Επιπλέον, είναι δυνατή η εκχώρηση απαιτήσεων, για τις οποίες είχε συμφωνηθεί μεταξύ οφειλέτη και μεταβιβάζουσας το **ανεκχώρητο** (αρ. 10 § 8 εδ. α), αφού η δημοσίευση της σύμβασης πώλησης κι εκχώρησης μεταξύ μεταβιβάζουσας κι εταιρείας ειδικού σκοπού κατισχύει τέτοιων συμφωνιών.

Οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις μπορεί να είναι υφιστάμενες ή μελλοντικές, αρκεί να είναι δυνατός ο προσδιορισμός της κάθε μελλοντικής απαίτησης, για να μπορεί να εξατομικευτεί όταν γεννηθεί (αρ. 10 § 6 εδ. α). Μαζί με τις απαιτήσεις μεταβιβάζονται αυτοδικαίως και όλες οι εξασφαλίσεις τους, όπως υποθήκες, ενέχυρα, εγγυήσεις ή άλλα παρεπόμενα δικαιώματα (αρ. 10 § 6 εδ. ε και 458 ΑΚ). Ειδικά για τις ενυπόθηκες απαιτήσεις, εφαρμόζεται η ΑΚ 1312, που ορίζει ότι η εκχώρηση σημειώνεται στο βιβλίο υποθηκών, κάτι που προϋποθέτει την έκδοση δικαστικής απόφασης. Κάτι τέτοιο είναι ιδιαίτερα δυσχερές στα πλαίσια της διαδικασίας της τιτλοποίησης, όπου εκχωρείται μεγάλος αριθμός απαιτήσεων. Το πρόβλημα αυτό επιλύεται από τη διάταξη του αρ. 10 § 12, το οποίο προβλέπει ότι για τη σημείωση της μεταβολής του δικαιούχου εμπράγματης ασφάλειας, η οποία υποβάλλεται σε δημοσιότητα, αρκεί η καταχώριση επ' ονόματι του αποκτώντος βεβαίωσης, που εκδίδει ο αρμόδιος ενεχυροφύλακας, στο ενεχυροφυλακείο, όπου έχει καταχωρηθεί η

¹³⁷. Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, αρ. 10. Παρόλα αυτά, η θέση του καταναλωτή δεν προστατεύεται ιδιαίτερα από το θεσμό της τιτλοποίησης, αφού ανά πάσα στιγμή ο εκάστοτε οφειλέτης - καταναλωτής μπορεί να βρεθεί υπόχρεος σε μια τρίτη εταιρεία, με την οποία ουδέ ποτέ είχε συμβληθεί, κάτι που ίσως σε κάποιες περιπτώσεις να αντίκειται προς τα συμφέροντά του (βλ. ως άνω ανάλυση για την αναγγελία της εκχώρησης). Επιπλέον, αν και οι τίτλοι απευθύνονται σε περιορισμένο κύκλο προσώπων, ήτοι σε θεσμικούς επενδυτές, υπάρχει η έμμεση δυνατότητα διάθεσης αυτών στο ευρύτερο επενδυτικό - καταναλωτικό κοινό, μέσω αμοιβαίων ομολόγων ή επενδυτικών εταιρειών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, κάτι που βρίσκει τους καταναλωτές απροετοίμαστους και εκτεθειμένους στους πολλαπλούς κινδύνους της τιτλοποίησης (βλ. ανάλυση στο κεφάλαιο Δ).

σύμβαση εκχώρησης. Η εν λόγω βεβαίωση έχει την αποδεικτική ισχύ του δημοσίου εγγράφου¹³⁸.

4. Σύμβαση διαχείρισης επιχειρηματικών απαιτήσεων

Στο **άρ. 10 § 14** του ν. 3156/2003 ορίζεται ότι η ανάθεση των καθηκόντων του διαχειριστή γίνεται με έγγραφη σύμβαση, η οποία σημειώνεται στο δημόσιο βιβλίο του αρ. 3 του ν. 2844/2000 της έδρας του μεταβιβάζοντος (αρ. 10 § 16), όπου πρέπει να καταχωρείται και κάθε μεταβολή της σύμβασης. Σε περίπτωση έλλειψης έγγραφου τύπου, η σύμβαση εκχώρησης είναι άκυρη σύμφωνα με την ΑΚ 159 επ. Ο διαχειριστής έχει τις αρμοδιότητες αξιοποίησης και είσπραξης των απαιτήσεων (αρ. 10 § 14). Πρόκειται στην ουσία για εξουσιοδότηση προς είσπραξη, με εντολή διαχείρισης της εταιρείας ειδικού σκοπού και γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου¹³⁹, που διέπεται από τις διατάξεις ΑΚ 238, 239, 417.

5. Η σύσταση του νόμιμου ενεχύρου

Στο **άρ. 10 § 18** του ν.3156/2003, προβλέπεται πως συνίσταται υπέρ των επενδυτών και των δανειστών της πιλοποίησης νόμιμο ενέχυρο στις απαιτήσεις και στο προϊόν ρευστοποίησής τους. Μάλιστα, με βάση το δικαίωμα αυτό ανατρέπεται η αρχή της χρονικής προτεραιότητας που διέπει το δίκαιο των εμπράγματων ασφαλειών και οι δανειστές της διαδικασίας τίθενται σε προνομιακή θέση- σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού, σε απόκλιση από τη ρύθμιση του αρ. 975 ΚπολΔ, εκτός κι αν η τελευταία συμφωνήσει διαφορετικά με τους δανειστές της¹⁴⁰. Επιπλέον, βάσει του αρ. 10 § 12 αποκλείεται η σύσταση άλλου ενεχύρου ή βάρους επί των απαιτήσεων. Η σύσταση του νόμιμου ενεχύρου επί των απαιτήσεων και οι έννομες συνέπειες αυτού, ισχύουν από την καταχώρηση της σύμβασης πώλησης στο Ενεχυροφυλακείο, που ισοδυναμεί με αναγγελία, όπως έχει αναλυθεί παραπάνω.

Ο νόμος, αν και επιβάλλει την υποχρεωτική σύσταση του νόμιμου ενεχύρου, δεν προσδιορίζει ούτε ποιες θα είναι οι ασφαλιζόμενες απαιτήσεις, κάτι που το αφήνει στην ιδιωτική αυτονομία, ούτε ποιοι θα είναι οι δικαιούχοι του νόμιμου ενεχύρου.

Το νόμιμο ενέχυρο υφίσταται από την καταχώρισή του στο δημόσιο βιβλίο του αρ. 3 του ν. 28844/2000 για όλες τις απαιτήσεις που εκχωρεί η μεταβιβάζουσα στην εταιρεία ειδικού σκοπού, καθώς και όλες τις επιπλέον εκχωρούμενες απαιτήσεις,

138. Λέκκας, (2005), 163

139. Περάκης, (2005), 502

140. Χριστοδούλου, Δ 2004, 882· Λέκκας, (2005), 223

εφόσον η νέα σύμβαση καταχωρηθεί στο ως άνω βιβλίο. Σε περίπτωση αναμεταβίβασης των απαιτήσεων από την εταιρεία ειδικού σκοπού στη μεταβιβάζουσα τράπεζα, κάτι που επιτρέπεται βάσει του αρ. 10 § 11 εδ β ή εκχώρησης σε τρίτο, το νόμιμο ενέχυρο διατηρείται, αφού η δημοσιότητα επιτρέπει στον επιμελή τρίτο εκδοχέα να γνωρίζει την ύπαρξη του εμπράγματος βάρους, το οποίο φυσικά μπορεί να αποσβεστεί με τη συναίνεση των ενεχυριούχων δανειστών του αποκτώντος (ΑΚ 1243 και 1246)¹⁴¹.

Οι απαιτήσεις που βαρύνονται με το νόμιμο ενέχυρο είναι αυτές που η μεταβιβάζουσα έχει αποχωρίσει από την υπόλοιπή της περιουσία και τις έχει μεταβιβάσει στην εταιρεία ειδικού σκοπού για τους σκοπούς της τιτλοποίησης¹⁴². Το νόμιμο ενέχυρο βαρύνει και τις έντοκές καταθέσεις «του προϊόντος των πηλιοποιημένων απαιτήσεων», ήτοι το κεφάλαιο της απαίτησης, τους συμβατικούς τόκους της απαίτησης, τους τυχόν τόκους υπημερίας, τυχόν προμήθειες, τις συμβατικές ή αποζημιώσεις σε περίπτωση παθολογίας της ενοχής από την οποία απορρέει η απαίτηση, τον αρραβώνα ή την ποινή της ΑΚ 404, φόρους και γενικά οποιοδήποτε άλλο χρηματικό ποσό οφείλει ο οφειλέτης βάσει της αρχικής απαίτησης¹⁴³. Οι απαιτήσεις και τα ανωτέρω χρηματικά ποσά κατατίθενται εντόκως σε πιστωτικό ίδρυμα που εδρεύει στην Ελλάδα, καθώς μπορούν να εισπραχθούν αναγκαστικά με επιβολή μέτρου ατομικής ή συλλογικής εκτέλεσης μόνο στην Ελλάδα¹⁴⁴. Οι απαιτήσεις που καταλαμβάνονται από το ενέχυρο βαρύνονται με τις ενστάσεις που έχει ο οφειλέτης κατά του μεταβιβάζοντος, με διεκδικήσεις ή κατασχέσεις που έχουν επιβληθεί σε βάρος του μεταβιβάζοντος πριν από την καταχώρηση της σύμβασης εκχώρησης στο δημόσιο βιβλίο, όχι όμως και μετά από αυτήν, καθώς σύμφωνα με το αρ. 10 § 12 δεν επιτρέπεται (και συνεπώς είναι άκυρη) η σύσταση άλλου βάρους στις εκχωρούμενες απαιτήσεις.

Το νόμιμο ενέχυρο καταλαμβάνει τα **παρεπόμενα** δικαιώματα κατά την ΑΚ 458¹⁴⁵, που μεταβιβάζονται στην εταιρεία ειδικού σκοπού **αυτοδικαίως** μαζί με την τιτλοποιούμενη απαίτηση, όχι όμως και τα συνδεδόμενα με αυτές δικαιώματα, όπως π.χ. δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας, που δεν αποτελούν παρεπόμενα κατά την

141. Λέκκας, (2005), 225

142. Για την επιλογή των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, βλ. κατωτέρω υπό 2.7.

143. Λέκκας, (2005), 225

144. Εάν οι καταθέσεις περιέλθουν σε πιστωτικό ίδρυμα εκτός Ελλάδας, τότε παύουν να βαρύνονται με το νόμιμο ενέχυρο.

145. 458 ΑΚ: «Με την εκχώρηση μεταβιβάζονται και οι υποθήκες, εγγυήσεις, ενέχυρα ή άλλα παρεπόμενα δικαιώματα που ασφαλίζουν την απαίτηση, καθώς και τα προνόμια τα οποία στην αναγκαστική εκτέλεση ή στην πτώχευση συνδέονται με τη φύση της απαίτησης ή της εγγύησης. Προνόμια που συνδέονται με το πρόσωπο του δανειστή, δεν μεταβιβάζονται».

ΑΚ 458¹⁴⁶, καθώς η ύπαρξή τους είναι αυθύπαρκτη και δεν εξαρτάται από την ύπαρξη ή μη της απαιτήσης. Το ενέχυρο δεν καταλαμβάνει επίσης άλλα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ειδικού σκοπού, όπως καταθέσεις¹⁴⁷, εκτός από εκείνα που προέρχονται από την είσπραξη των τιλοποιημένων απαιτήσεων (αρ.10 § 15), από τη σύμβαση συνολόγησης παραγώγων (αρ, 10 § 1 κι 7) ή τις επενδύσεις που πραγματοποιεί η εταιρεία ειδικού σκοπού στα πλαίσια της τιλοποίησης.

Ο νόμος δεν προσδιορίζει υπέρ ποιων δανειστών συνίσταται το νόμιμο ενέχυρο, καθώς αυτό εναπόκειται στην ιδιωτική αυτονομία. Στη διάταξη του αρ,10 § 1 ορίζεται ότι η εξόφληση των ομολογιών πραγματοποιείται είτε από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων, -που είναι και η κύρια πηγή χρηματοδότησης της μεταβιβάζουσας εταιρείας,- είτε από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων. Στους δανειστές λοιπόν της εταιρείας ειδικού σκοπού, εκτός από τους ομολογιούχους δανειστές, συμπεριλαμβάνονται πιστωτικά ιδρύματα που χορηγούν δάνεια και πιστώσεις στην εταιρεία ειδικού σκοπού, ΕΠΕΥ, χρηματιστηριακές εταιρείες με τις οποίες συνάπτονται συμβάσεις χρηματοπιστωτικών παραγώγων κοκ¹⁴⁸.

Οι δανειστές που εξασφαλίζονται από το νόμιμο ενέχυρο, καθώς και οι ασφαλιζόμενες απαιτήσεις προσδιορίζονται στο πρόγραμμα ομολογιακού δανείου (αρ.10 § 18), το οποίο αποτελεί απευθυντέα δήλωση βούλησης (ΑΚ 185 επ.), εν προκειμένω, προς ορισμένα πρόσωπα, δηλ. τους θεσμικούς επενδυτές¹⁴⁹, αλλά και τους λοιπούς δανειστές της εταιρείας ειδικού σκοπού, που μπορεί να είναι χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ΕΠΕΥ κλπ. Η αποδοχή της πρότασης για την κατάρτιση σύμβασης εγγραφής στο ομολογιακό δάνειο δημιουργεί υποχρέωση στον αποδεχόμενο να καταβάλει στον προτείνοντα το δάνεισμα έναντι παραδόσεως από τον προτείνοντα των ομολογιών¹⁵⁰. Στην περίπτωση της τιλοποίησης, η έκδοση προγράμματος ομολογιακού δανείου είναι υποχρεωτική (αρ. 10 § 17), σε αντίθεση με το κοινό ομολογιακό δάνειο, όπου δεν υπάρχει τέτοια υποχρέωση¹⁵¹. Ο νόμος προσδίδει στο πρόγραμμα ομολογιακού δανείου από τιλοποίηση οίον **κανονιστική ισχύ**: το πρόγραμμα καθορίζει ποιες είναι οι βαρυνόμενες με νόμιμο

¹⁴⁶. Για την εν λόγω διάκριση βλ. Απ. Γεωργιάδη, Γενικές Αρχές, (1997), 242-243

¹⁴⁷. Αυτό είναι άλλωστε και το νόημα του αποχωρισμού της ομάδας των απαιτήσεων από την υπόλοιπη περιουσία του μεταβιβάζοντος μέσω της πώλησης και της εκχώρησης.

¹⁴⁸. Οι δανειστές δεν μπορούν να προσδιοριστούν επακριβώς από το νομοθέτη, καθώς μπορεί να διαφέρουν στην εκάστοτε διαδικασία τιλοποίησης, ανάλογα με το φύση των απαιτήσεων. (Λέκκας, (2005), σελ. 232)

¹⁴⁹. Βλ. επεξήγηση του όρου στο Κεφάλαιο Δ.

¹⁵⁰. Λέκκας, (2005), 234

¹⁵¹. Στην Εισηγητική Έκθεση του νόμου 3653/2003, ορίζεται ότι «το πρόγραμμα καθίσταται ιδιαίτερα χρήσιμο σε περίπτωση έκδοσης αυτών ομολογιών όπου λόγω ακριβώς του ύλου χαρακτηρίρα των τίλων ενδέχεται να δημιουργηθούν σημαντικά ζητήματα κατά την άσκηση των ομολογιούχων δανειστών...».

ενέχυρο απαιτήσεις και συνεπώς δεσμεύει, εκτός από τη μεταβιβάζουσα και την εταιρεία ειδικού σκοπού, και τους ομολογιούχους δανειστές, ως αποδεχόμενους την πρόταση, καθώς και τους τρίτους δανειστές της εταιρείας ειδικού σκοπού, που χορηγούν σε αυτή δάνεια ή πιστώσεις ή συνάπτουν με αυτή άλλες εξασφαλιστικές συμβάσεις ή συμβάσεις χρηματοπιστωτικών παραγώγων¹⁵². Το πρόγραμμα καθορίζει τη σειρά με την οποία ικανοποιούνται προνομιακά οι ασφαλιζόμενες απαιτήσεις ή αποκλείει ορισμένους δανειστές ή απαιτήσεις από την ισχύ του ομολογιακού δανείου (αρ. 10 § 17 και 18). Σε κάθε περίπτωση, οι απαιτήσεις από το ομολογιακό δάνειο ικανοποιούνται *συμμέτρως* (αρ. 3 § 2 του ν.3156/2003). Οι ασφαλιζόμενες με νόμιμο ενέχυρο απαιτήσεις, που είναι υποχρεωτικά αυτές των τιτλούχων επενδυτών, ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα σε σχέση με τις ανασφάλιστες απαιτήσεις. Οι υπόλοιπες, ανασφάλιστες απαιτήσεις έπονται και ικανοποιούνται *συμμέτρως*.

Ανάμεσα στους **ομολογιούχους δανειστές** δημιουργείται **σχέση κοινωνίας (ΑΚ 785)**, προκειμένου να επιταχθεί η ενιαία διαχείριση των απαιτήσεων. Οι ομολογιούχοι δανειστές της εταιρείας ειδικού σκοπού, δηλ. οι κάτοχοι των τίτλων εκπροσωπούνται υποχρεωτικά από τον **εκπρόσωπο των ομολογιούχων** (αρ. 10 §5 εδ. β). Παρά όμως τη ύπαρξη του εκπροσώπου των ομολογιούχων, η ενιαία διαχείριση των απαιτήσεων για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, διασφαλίζεται από τον **διαχειριστή / διοικητή των απαιτήσεων**, όπως ορίζεται αρ. 10 § 14 επ.

6. Λοιπές Εξασφαλιστικές Συμβάσεις:

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η βασική πηγή χρηματοδότησης της μεταβιβάζουσας τράπεζας προέρχεται από την είσπραξη των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων. Επειδή όμως η τιτλοποίηση αποτελεί μία ριψοκίνδυνη διαδικασία, η μεταβιβάζουσα τράπεζα ή η εταιρεία ειδικού σκοπού, έχει τη δυνατότητα να συνάπτει εξασφαλιστικές συμβάσεις με τρίτους χορηγούς ή πιστοδότες, ώστε να είναι όσο το δυνατόν πιο εξασφαλισμένη η αποπληρωμή των τίτλων στους επενδυτές. Αν και οι απαιτήσεις αποτελούν το κυρίως κάλυμμα για τη χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας κατ την αποπληρωμή των τίτλων στους επενδυτές, η εξόφληση τους από τους αρχικούς οφειλέτες δεν παύει να αποτελεί μια *προσδοκία*. Το ενδεχόμενο της μη αποπληρωμής των απαιτήσεων πρέπει να εξαλειφθεί ή να μειωθεί όσο το περισσότερο δυνατό. Οι κίνδυνοι από την τιτλοποίηση δεν μπορούν να εξασφαλιστούν πάντα από τις απαιτήσεις, που ποικίλουν σε ποιότητα και

¹⁵². Λέκκας, (2005), 236

χαρακτηριστικά, γι αυτό και διανέμονται ανάμεσα στη μεταβιβάζουσα εταιρεία (πρωτογενής απορρόφηση κινδύνων), στους χορηγούς εξασφάλισης (δευτερογενής απορρόφηση) και στους επενδυτές (τριτογενής απορρόφηση)¹⁵³. Από οικονομικής άποψης, η εταιρεία ειδικού σκοπού και, κατ' επέκταση και η μεταβιβάζουσα έχουν να επιλέξουν ανάμεσα σε δύο λύσεις προκειμένου να εξασφαλίσουν την αποπληρωμή των τίτλων: είτε να επιβαρυνθούν με το κόστος επιπλέον εξασφαλίσεων, είτε με το κόστος της παραπάνω επιτοκιακής απόδοσης των εκδιδόμενων τίτλων. Στην πράξη, συνήθως επιλέγεται μια μέση λύση, συνδυάζοντας και την επιτοκιακή επιβάρυνση και την παροχή επιπλέον εξασφαλίσεων. Άλλωστε, η παροχή εξωτερικών ασφαλειών στη διαδικασία της πιλοποίησης, καθιστά τους τίτλους πιο ελκυστικούς για το επενδυτικό κοινό, καθώς παρέχονται εχέγγυα εξασφάλισης από εξωτερικούς φορείς και όχι μόνο την ίδια τη μεταβιβάζουσα.

Οι εξασφαλίσεις λοιπόν που συναντώνται συνήθως στη διαδικασία της πιλοποίησης προέρχονται είτε από την ίδια τη μεταβιβάζουσα (εσωτερικές εξασφαλίσεις), είτε από τρίτους φορείς, που αποτελούν και τους πραγματικούς πιστοδότες ή χορηγούς εξασφαλίσεων (εξωτερικές εξασφαλίσεις), που συμβάλλονται με την εταιρεία ειδικού σκοπού. Ας σημειωθεί δε, πως η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν διαθέτει εταιρική περιουσία για να προσφέρει εμπράγματα εξασφαλίσεις, παρά μόνο τις πιλοποιούμενες απαιτήσεις. Εμπράγματα εξασφαλίσεις, θεωρητικά, θα μπορούσαν να παρασχεθούν από τρίτους, κάτι τέτοιο όμως, δεν συνηθίζεται στην πράξη. Άλλωστε η ανάγκη αυτή καλύπτεται από το νόμο με την υποχρεωτική σύσταση του νομίμου ενεχύρου (βλ. παραπάνω ανάλυση υπό 5).

6.1 Εσωτερικές Εξασφαλίσεις:

Βάσει της αρχής του πλήρους νομικού και οικονομικού αποχωρισμού των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα, η τελευταία δεν πρέπει να αναλάβει κανέναν κίνδυνο εκ των απαιτήσεων, γιατί αλλιώς δεν θα είναι σε θέση να απολαύσει τις ευεργετικές συνέπειες της πιλοποίησης σε φορολογικό, λογιστικό κι εποπτικό επίπεδο. Ως εκ τούτου, στην πράξη αναπτύχθηκαν απλοί και αποτελεσματικοί

¹⁵³. Οι κίνδυνοι, πιστωτικοί και επενδυτικοί, στη διαδικασία της πιλοποίησης είναι τριών ειδών: Το πρώτο είδος αφορά στην πιθανότητα οι απαιτήσεις και η ρευστοποίησή τους να παρουσιάσουν διακυμάνσεις στην προσδοκώμενη εξυπηρέτηση των αξιώσεων εκ της πιλοποίησης, π.χ. καθυστερημένη εξόφληση των απαιτήσεων, πρόωρη εξόφληση των απαιτήσεων, που προκαλούν μη σταθερή ροή πληρωμών (collateral risk). Στο δεύτερο είδος περιλαμβάνονται οι κίνδυνοι από τη διάρθρωση της πιλοποίησης, δηλ. η αδυναμία εκπλήρωσης της παροχής ενός εμπλεκόμενου μέρους στη διαδικασία της πιλοποίησης, λόγω π.χ. της πτώχευσής του, της πιστοληπτικής υποβάθμισής τους στις αγορές κοκ. Τέλος, στο τρίτο είδος κινδύνου, περιλαμβάνονται οι περιπτώσεις νομικών προβλημάτων από τη μεταβίβαση των απαιτήσεων, από τη γέννησή τους κι από τη γενικότερη δυνατότητα επιδίωξής τους. (Βενιέρης, (2005) 317):

τρόποι παροχής εξασφαλίσεων από τη μεταβιβάζουσα, μέσω των οποίων, διατηρείται ο απαιτούμενος νομικός και οικονομικός αποχωρισμός των απαιτήσεων από αυτή. Η συνηθέστερη εξασφάλιση αυτού του είδους είναι η **πλεονασματική μεταβίβαση απαιτήσεων (over collateral)**¹⁵⁴. Σύμφωνα με αυτή την πρακτική μεταβιβάζονται απαιτήσεις στην εταιρεία ειδικού σκοπού, που ενσωματώνουν, σε περίπτωση ρευστοποίησης, μεγαλύτερη αξία από τα κεφάλαια που ενσωματώνουν οι ίδιες οι απαιτήσεις. Σε περίπτωση που οι τιλοποιημένες απαιτήσεις δεν προκαλέσουν την αναμενόμενη ροή πληρωμών προς τους επενδυτές, το έλλειμμα αυτό καλύπτεται από το πλεόνασμα που δημιουργείται από την υπερβάλλουσα αξία εκ των απαιτήσεων. Εάν το πλεόνασμα αυτό παραμείνει αναξιοποίητο, οι εναπομείνουσες απαιτήσεις αναμεταβιβάζονται στη μεταβιβάζουσα εταιρεία, και συμπεριλαμβάνονται στον ισολογισμό της, μαζί με τις αντίστοιχες φορολογικές και λογιστικές επιβαρύνσεις¹⁵⁵. Η πρακτική αυτή πρόκειται για την πιο απλή στη σύλληψη και εκτέλεση μορφή εξασφάλισης στη διαδικασία της τιλοποίησης¹⁵⁶.

Ένας άλλος τρόπος εξασφάλισης της τιλοποίησης είναι η **δημιουργία αποθεματικών λογαριασμών**, δηλ δημιουργούνται αποθεματικά από τη διαφορά της υψηλότερης επιτοκιακής απόδοσης των απαιτήσεων με την επιτοκιακή απόδοση των τίτλων¹⁵⁷. Το αποθετικό αυτό, που δημιουργείται από τη διαφορά των αποδόσεων χρησιμοποιείται για να καλύψει τυχόν ελλείμματα στη ροή πληρωμών.

Περαιτέρω, η μεταβιβάζουσα τράπεζα μπορεί να αναλάβει την υποχρέωση να καλύψει η ίδια τα τυχόν ελλείμματα στη ροή πληρωμών, παρέχοντας **ρευστότητα**. Η υποχρέωση αυτή δεν πρέπει να υπερβαίνει το ποσοστό της βάσιμα αναμενόμενης αδυναμίας ρευστοποίησης μέρους των απαιτήσεων¹⁵⁸, γιατί τότε, δεν θεωρείται ότι συντελέστηκε ο νομικός και οικονομικός αποχωρισμός των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα, οπότε δεν επέρχονται οι ευνοϊκές φορολογικές και λογιστικές συνέπειες που προέρχονται από τη τιλοποίηση. Επιπλέον, η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να διατηρήσει **μερικό δικαίωμα αναγωγής** κατά της μεταβιβάζουσας: σε περίπτωση που προκύψει αδυναμία πληρωμής κάποιων απαιτήσεων λόγω αφερεγγυότητας του οφειλέτη, η μεταβιβάζουσα υποχρεούται να δεχθεί πίσω τις απαιτήσεις αυτές και να εκχωρήσει άλλες ίσης αξίας ή να επιστρέψει αντίτιμο που αντιστοιχεί στις απαιτήσεις αυτές, κατά εφαρμογή της ΑΚ 468. Σε κάθε

¹⁵⁴. Βενιέρης, (2005) 324

¹⁵⁵. Αυτή η πρακτική εμπίπτει και στην έννοια του αρ. 10 § 11 εδ. β, σύμφωνα με το οποίο επιτρέπεται η μεταγενέστερη συμφωνία για την αναμεταβίβαση των απαιτήσεων στη μεταβιβάζουσα εταιρεία.

¹⁵⁶. Η πρακτική αυτή είχε ήδη χρησιμοποιηθεί στις τιλοποιήσεις του δημοσίου και είχε προβλεφθεί από το αρ. 37 του ν. 2801/2000.

¹⁵⁷. Βενιέρης (2005), 335

¹⁵⁸. Βενιέρης (2005), 337

περίπτωση η μεταβιβάζουσα μπορεί να αναλαμβάνει την ευθύνη μέχρι του ύψους της αναμενόμενης πιθανότητας μη είσπραξης των απαιτήσεων και όχι πάνω από το 10% της συνολικής αξίας αυτών¹⁵⁹. Θεωρητικά, η μεταβιβάζουσα εταιρεία μπορεί να αναλάβει την ευθύνη για την είσπραξη των απαιτήσεων, παρέχοντας απλή εγγύηση, εγγυητική επιστολή ή επιστολή υποστήριξης ή ενδιαφέροντος (*letter of comfort*)¹⁶⁰, κάτι που όμως δεν συνάδει με τους σκοπούς της τιτλοποίησης και τις λογιστικές και φορολογικές διευκολύνσεις που αυτή συνεπάγεται.

6.2 Εξωτερικές εξασφαλίσεις (εξασφαλίσεις τρίτων)

Στη διαδικασία της τιτλοποίησης, η εξασφάλιση μπορεί να παρέχεται με την κλασική μορφή εγγύησης από ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Η συνηθέστερη όμως μορφής εξασφάλισης που εμφανίζεται στην πράξη είναι η **παροχή εγγυητικής επιστολής (standby letter of credit)**¹⁶¹. Με την εξασφάλιση αυτή η τράπεζα (η τρίτη τράπεζα) αναλαμβάνει την υποχρέωση καταβολής του ποσού που αναγράφει η επιστολή στον υπέρ ου, εφόσον ο τελευταίος προσκομίσει σε αυτήν τα απαραίτητα αποδεικτικά που αναφέρει η επιστολή, προκειμένου να αποδειχθεί ότι επήλθε η εξασφαλιστική περίπτωση¹⁶². Η τράπεζα ωστόσο, δεν έχει υποχρέωση να προβεί σε ουσιαστικό έλεγχο των νομικών και πραγματικών περιστατικών που θεμελιώνουν την υποχρέωση προς καταβολή¹⁶³. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, ο λήπτης της επιστολής είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού και εντολέας η μεταβιβάζουσα τράπεζα ή ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών αν ο εντολέας είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού, αν και θα ήταν ορθότερο ο λήπτης της επιστολής να είναι ο κάθε επενδυτής ξεχωριστά¹⁶⁴. Αυτοί που θα ενεργοποιήσουν τη ρήτρα της πληρωμής, δίνοντας αντίστοιχη εντολή προς την τράπεζα, είναι οι αρχικοί οφειλέτες των απαιτήσεων, που δεν τις θα έχουν εξοφλήσει. Εν συνεχεία, η τράπεζα μπορεί να στραφεί αναγωγικά κατά του εντολέα, δηλαδή, κατά της μεταβιβάζουσας ή της εταιρείας ειδικού σκοπού¹⁶⁵.

Επιπλέον, στην διαδικασία της τιτλοποίησης, συνηθίζεται να παρέχεται η **εξασφάλιση ρευστότητας** από κάποια τρίτη τράπεζα προς την εταιρεία ειδικού

159. Βενιέρης (2005), 337

160. Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, (2007), 137

161. Βενιέρης, (2005), 344

162. Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, (2007), 137.

163. Ψυχομάνης, Τραπεζικό Δίκαιο, (2001), 403

164. Βενιέρης, (2003), 345

165. Είναι προτιμότερο, εντολέας να είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού και όχι η μεταβιβάζουσα, γιατί στην τελευταία περίπτωση μπορεί να δημιουργηθεί ζήτημα νομικού και οικονομικού αποχωρισμού των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα, καθώς η τελευταία δεν πρέπει να διατηρεί καμία ευθύνη για τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις, προκειμένου αυτές να αποξενωθούν πλήρως από το ενεργητικό της.

σκοπού, υπό τη μορφή δανείου¹⁶⁶. Αυτό συμβαίνει κυρίως στα πρώτα στάδια της πιλοποίησης, όπου δεν έχει αρχίσει ακόμα η ρευστοποίηση των απαιτήσεων, ώστε να καλυφθούν κυρίως λειτουργικά έξοδα της διαδικασίας και όχι για να εξασφαλιστεί η εξόφληση των απαιτήσεων. Όταν αρχίσουν οι σταθερές ροές πληρωμών από τις εισπράξεις των απαιτήσεων, τα κεφάλαια αυτά επιστρέφονται.

6.3 Εξασφάλιση μέσω ανταλλαγής χρηματοοικονομικών μέσων (SWAPS):

Στο αρ. 10 § 1 ορίζεται ότι «...η εξόφληση των οποίων [των ομολογιών] πραγματοποιείται α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων». Η συνηθέστερη μορφή σύμβασης παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων είναι η **σύμβαση ανταλλαγής χρηματοοικονομικών μέσων (SWAPS)**. Πρόκειται για μια σύμβαση ανταλλαγής επιτοκίου ή συναλλάγματος, η οποία βασίζεται στην ανταλλαγή των επιτοκίων που έχουν επί ενός κεφαλαίου τα δύο συμβαλλόμενα μέρη¹⁶⁷, δηλ. στην περίπτωση της πιλοποίησης, η εταιρεία ειδικού σκοπού και η τρίτη τράπεζα που παρέχει την εξασφάλιση. Σύμφωνα με τη σύμβαση αυτή, η εταιρεία ειδικού σκοπού υποχρεούται να παρέχει κεφάλαια που υπολογίζονται επί κυμαινόμενου επιτοκίου επί συγκεκριμένου ποσού,- που φτάνει στο ύψος των πιλοποιημένων απαιτήσεων-, ενώ ο αντισυμβαλλόμενος χρηματοοικονομικός φορέας θα της παράσχει κεφάλαια που υπολογίζονται με βάση σταθερό επιτόκιο επί του παραπάνω συγκεκριμένου ποσού¹⁶⁸. Η εταιρεία ειδικού σκοπού λαμβάνει έτσι, καθ' όλη τη διάρκεια της συμφωνίας σταθερά κεφάλαια, λόγω του σταθερού επιτοκίου και, απαλλάσσεται από τον πιστωτικό κι επενδυτικό κίνδυνο αστάθμητων παραγόντων, όπως είναι π.χ. οι μεταβολές των κυμαινόμενων επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια, που μεταβάλλουν τις ροές πληρωμών¹⁶⁹. Οι συμβάσεις αυτές καταρτίζονται στα πλαίσια της προσπάθειας του ενός μέρους, εν προκειμένω της εταιρείας ειδικού σκοπού, να επιτύχει σταθερή απόδοση, και του αντισυμβαλλομένου, που έχει σταθερές αποδόσεις, και αναλαμβάνει κάποιον κίνδυνο για να τις αυξήσει¹⁷⁰.

166. Βενιέρης, (2005) 353

167. Παπαδημόπουλος, Οικονομική λειτουργία και νομική φύση των συμβάσεων SWAPS, ΔΕΕ 1997, 1063

168. Βενιέρης (2005), 350

169. Η ίδια διαδικασία ακολουθείται και στην περίπτωση ανταλλαγής συναλλάγματος, όπου η εταιρεία ειδικού σκοπού λαμβάνει παροχή επί κεφαλαίου με σταθερό ή με κυμαινόμενο επιτόκιο, που υπολογίζεται σε νόμισμα διαφορετικό από αυτό των απαιτήσεων, Η εταιρεία ειδικού σκοπού λαμβάνει το σταθερότερο νόμισμα.

170. Βενιέρης (2005), 353

7. Κριτήρια επιλογής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων

Η επιλογή των απαιτήσεων, ειδικά ως προς την ποιότητά τους και την φερεγγυότητα των οφειλετών, έχουν ιδιαίτερη σημασία για την επιτυχία της τιτλοποίησης, καθώς και τον καθορισμό των επιμέρους όρων αυτής. Εάν δηλαδή, η αποπληρωμή των απαιτήσεων είναι εξασφαλισμένη σε μεγάλο βαθμό, τότε χρειάζονται λιγότερες εξασφαλίσεις και χαμηλότερο επιτόκιο. Εάν αντίθετα, οι απαιτήσεις δεν ενδέχεται να εξοφληθούν από τους οφειλέτες, ώστε να προκαλέσουν τις αντίστοιχες ροές πληρωμών, τότε πρέπει να παρασχεθούν οι αντίστοιχες εξασφαλίσεις.

Καταρχήν, οι απαιτήσεις πρέπει να είναι ρευστοποιήσιμες, ώστε να προκαλούν ροές πληρωμών, οι οποίες θα μπορούν να προβλεφθούν εκ των προτέρων και τέλος, να είναι δυνατός ο νομικός και οικονομικός αποχωρισμός των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα. Περαιτέρω, για τη διευκόλυνση της όλης διαδικασίας και την επίτευξη μικρότερου κόστους, δηλ. λιγότερων εξασφαλίσεων και χαμηλότερου επιτοκίου των τίτλων, είναι προτιμότερο να επιλέγονται ομοειδείς απαιτήσεις, ώστε να είναι ευκολότερη η πρόβλεψη εξόφλησης. Ταυτόχρονα, οι απαιτήσεις θα πρέπει να διασπείρονται σε πολλούς οφειλέτες και ενδείκνυται η ύπαρξη βάσης δεδομένων σχετικά με τη συμπεριφορά παρόμοιων κατηγοριών απαιτήσεων. Κατ' αυτόν τον τρόπο, καθίσταται δυνατή η πρόβλεψη των πιθανοτήτων για αποπληρωμή των απαιτήσεων, καθώς και οι ροή πληρωμών που αυτές ενδέχεται να προκαλέσουν. Αναλόγως λοιπόν, επιλέγονται, μεταξύ άλλων, οι απαραίτητες εξασφαλίσεις και χορηγήσεις ρευστότητας για τη διαδικασία της τιτλοποίησης, καθώς και η επιτοκιακή επιβάρυνση των τίτλων. Φυσικά, οι απαιτήσεις και η φερεγγυότητα ή μη των αρχικών οφειλετών έχουν πρωταρχική σημασία και για την έκθεση αξιολόγησης που θα εκδοθεί από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης, η οποία θα καταστήσει τους τίτλους ελκυστικούς για το επενδυτικό κοινό. Επομένως, η συνετή επιλογή των απαιτήσεων, δεν έχει σημασία μόνο για τον προσδιορισμό των επιμέρους όρων της διαδικασίας, αλλά και την εν γένει επιτυχία της τιτλοποίησης.

Συνοψίζοντας, πρέπει να σημειωθεί ότι βασική προϋπόθεση για την επιτυχία της τιτλοποίησης αποτελεί ο πλήρης νομικός και οικονομικός αποχωρισμός των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία, που επιτυγχάνεται μέσω της πώλησης, έτσι ώστε να επέλθουν στη μεταβιβάζουσα οι ευεργετικές λογιστικές, φορολογικές και κυρίως εποπτικής φύσεως συνέπειες της τιτλοποίησης, όπως θα αναλυθεί στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ

ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

1. Εισαγωγή στο θεσμό της προληπτικής εποπτείας:

Από τη δεκαετία του '80 είχε ήδη διαπιστωθεί η ανάγκη μεταρρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρα μας, ώστε να ανταποκρίνεται περισσότερο στις συνθήκες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τόσο εντός της ΕΕ, όπου είχε αρχίσει να διαμορφώνεται μια ενιαία αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, όσο και ανά την υφήλιο¹⁷¹. Ξεκίνησε έτσι η απεξάρτηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος από το κρατικό / διοικητικό πλαίσιο παρέμβασης, που είχε δημιουργηθεί κατά τις προηγούμενες δεκαετίες της ανασυγκρότησης του κράτους μετά τον Β παγκόσμιο πόλεμο¹⁷². Στόχος ήταν πλέον, η διαμόρφωση μιας σύγχρονης χρηματοπιστωτικής αγοράς, στην οποία το κόστος και οι ροές των πιστωτικών πόρων θα καθορίζονταν από τις ανάγκες της οικονομίας, σε συνδυασμό πάντοτε με τον παρεμβατικό ρόλο της Τράπεζας της Ελλάδος¹⁷³. Ταυτόχρονα λοιπόν με την κατάργηση των κρατικών παρεμβάσεων και την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα¹⁷⁴, ανέκυψε και στην Ελλάδα η ανάγκη υιοθέτησης μέτρων και μηχανισμών, που είχαν ήδη αποδειχθεί διεθνώς ως ικανά για τη διασφάλιση της σταθερότητας των απελευθερωμένων πλέον πιστωτικών συστημάτων. Υπό αυτές τις συνθήκες και σε συνδυασμό με την επέκταση των δραστηριοτήτων των τραπεζών, την αντίστοιχη έκθεση σε κινδύνους, - *κίνδυνος ρευστότητας, πιστωτικός κίνδυνος, κίνδυνος ανόδου αγοράς επιτοκίων*-, και με δεδομένη τη δυνατότητα αλυσιδωτής μετάδοσης των κρίσεων, η ανάγκη πρόληψης κατέστη επιτακτική, ώστε να μην περιέλθει ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε κατάσταση αφερρεγγυότητας¹⁷⁵. Σημαντικό λοιπόν βήμα για την αποφυγή κρίσεων και τη

171. Η ανάγκη πιστωτικής μεταρρύθμισης είχε πρωτοδιατυπωθεί στην *Έκθεση Επιτροπής για την Αναμόρφωση και τον Εκσυγχρονισμό του Τραπεζικού Συστήματος*. (1987- Έκθεση Θ. Καρατζά), η οποία είναι διαθέσιμη στην ακόλουθη ιστοσελίδα: <http://www.hba.gr/5Ekdosis/BiblioDetails.asp?Mpage=4&etos=1987&id=28>.

172. Για την εξέλιξη των διεθνών πιστωτικών αγορών, βλ. *Θωμαδάκη/Ξαναθάκη, Αγορές χρήματος και κεφαλαίου*, (1994) και *Γκόρτσο, Το καθεστώς προληπτικής εποπτείας τραπεζών και η εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα*, ΕτρΑΕΧρΔ 1996, 248 επ.

173. Η αρμοδιότητα της ΤτΕ παρέχεται από το ν. 3601/2007 αρ 25 επ.

174. Ο όρος απελευθέρωση αποδίδει τον αγγλικό όρο «deregulation», με την έννοια της κατάργησης των ρυθμιστικών παρεμβάσεων που αφορούσαν την άμεση κρατική παρέμβαση στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στόχοι αυτής της διαδικασίας ήταν κυρίως η απεξάρτηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τον ιδιοκτησιακό έλεγχο του κράτους και η κατάργηση διοικητικών μέτρων καθορισμού των τιμών (*Γκόρτσο, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ*, 2009, 45)

175. Ο βασικότερος μηχανισμός μέσα από τον οποίο μπορούν να αναπτυχθούν αλυσιδωτές αντιδράσεις είναι οι *«πανικοί»*, δηλαδή τα περιστατικά εκείνα όπου οι καταθέτες και οι λοιποί

διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας αποτέλεσε η δημιουργία ενός καθεστώτος προληπτικής εποπτείας.

Προληπτική εποπτεία είναι το πλέγμα των νόμων, υπουργικών αποφάσεων, Πράξεων Διοικητή Τράπεζας της Ελλάδος, αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και άλλων εποπτικών φορέων, καθώς και πρακτικών, που συνθέτει το καλούμενο «προστατευτικό δίκτυο» του τραπεζικού συστήματος¹⁷⁶. Το πλέγμα αυτό είναι πλήρως εναρμονισμένο με τους κανονισμούς και τις οδηγίες της ΕΕ, καθώς και με τις αρχές του πλαισίου «Βασιλεία II»¹⁷⁷. Στην έννοια της προληπτικής εποπτείας, η οποία στη χώρα μας ασκείται από την Τράπεζα της Ελλάδος βάσει του ν. **3601/2007**, τόσο σε ατομική όσο και σε ενοποιημένη βάση, εμπίπτουν ειδικότερα: i) ο έλεγχος της φερεγγυότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, που συμπεριλαμβάνει τον έλεγχο της κεφαλαιακής τους επάρκειας και των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων, ii) ο έλεγχος της ρευστότητας και iii) η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων να έχουν καλή διοικητική και λογιστική οργάνωση, καθώς και πρόσφορες διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου.

2. Κεφαλαιακή Επάρκεια και τιτλοποίηση απαιτήσεων:

Στο θέμα της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, ιδιαίτερα σημαντική ήταν η συνεισφορά και η επιρροή των εργασιών της «Επιτροπής της «Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία» (**Basle Committee on Banking Supervision**), συσταθείσα το 1974 από εκπροσώπους τραπεζικών εποπτικών αρχών των σημαντικότερων βιομηχανικών κρατών, με τραπεζικές αγορές ιδιαίτερης βαρύτητας στο παγκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι, ως συμβουλευτικό κατ' ουσίαν όργανο της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών¹⁷⁸. Η επιτροπή έχει καταρτίσει σύμφωνα για την κεφαλαιακή

πιστωτές των πιστωτικών ιδρυμάτων με άμεσα ρευστοποιήσιμες αξιώσεις, ζητούν μετατροπή των απαιτήσεών τους σε ρευστό χρήμα, σε τέτοια έκταση που το τραπεζικό σύστημα δεν είναι σε θέση να ανταποκριθεί, παρά μόνο αν προβεί σε αναστολή της μετατρεψιμότητας των καταθέσεων ή σε έκδοση πιστοποιητικών χρέους από ιδρύματα συμψηφισμού (clearing houses). Τα ίδια αρνητικά αποτελέσματα μπορούν να προκύψουν είτε μέσω πληροφοριακών διαύλων, είτε μέσω πραγματικών διαύλων, όπως μέσω τη διατραπεζικής αγοράς, κάτι που συνέβη και στην παρούσα οικονομική κρίση, με αποτέλεσμα τα ΠΙ να μην μπορούν να ανατρέξουν σε δανεισμό. Η χρηματοπιστωτική κρίση είναι εύκολο να μεταπηδήσει και στην πραγματική οικονομία λόγω διακοπής χρηματοδοτήσεων των επενδύσεων, αύξησης των επιτοκίων και πτώσης της συνολικής ζήτησης. (βλ., Γκόρτσος, ΕτΡΑΕΧρΔ 1996, 248 επ. και ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΙΟΥΛΙΟΣ 2009).

176. Βλ. ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΙΟΥΛΙΟΣ 2009

177. Γκόρτσος, ΕτΡΑΕΧρΔ 1996, 248 επ

178. Η ως άνω Επιτροπή τραπεζικής εποπτείας της Βασιλείας συγκροτείται από τις κεντρικές τράπεζες και τις λοιπές εποπτικές αρχές των χωρών της «Ομάδας των 10» (Group of 10 –G-10) μαζί με την Ελβετία, το Λουξεμβούργο και τη Ισπανία χωρίς κάποιο ιδιαίτερο θεσμικό καθεστώς, έχοντας ως αντικείμενο την προσφορά έργου σε όλα τα επίπεδα της διεθνούς

επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων σε διεθνές επίπεδο, τα οποία ακολουθεί και ο κοινοτικός νομοθέτης¹⁷⁹. Τον Ιούνιο του 2004 εξέδωσε μάλιστα νέο σχετικό σύμφωνο¹⁸⁰, το οποίο αποτέλεσε κείμενο σχεδίου πρότασης Οδηγία, με την οποία ενσωματώθηκε στην κοινοτική τραπεζική νομοθεσία¹⁸¹. Βάσει αυτού εκδόθηκαν οι Οδηγίες **2006/48/EK** «Σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων (αναδιατύπωση)» και **2006/49/EK** «Για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων», γνωστή ως **Capital Adequacy Directive – (CAD)**.

Η κεφαλαιακή επάρκεια εξασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία των τραπεζών, χωρίς κατάρρευση πληρωμών, χωρίς τη δημιουργία ανοιγμάτων, χωρίς επισφάλειες¹⁸². Ως **κεφαλαιακή επάρκεια έναντι κινδύνων** νοείται η ύπαρξη και διατήρηση ιδίων κεφαλαίων ενός πιστωτικού ιδρύματος, σε ύψος, το οποίο με βάση οικονομοτεχνικά κριτήρια αρκεί για την αντιμετώπιση πάσης φύσεως κινδύνων, που ενέχει η άσκηση των δραστηριοτήτων ενός πιστωτικού ιδρύματος¹⁸³. Πρόκειται δηλαδή για περιουσιακά στοιχεία του πιστωτικού ιδρύματος, τα οποία μπορούν να διατεθούν ανά πάσα στιγμή προς κάλυψη ζημιών, που ενδεχομένως προκύψουν από κάποιες περισσότερο ή λιγότερο επισφαλείς απαιτήσεις έναντι πελατών ή άλλων συναλλασσομένων, έτσι ώστε το πιστωτικό ίδρυμα να είναι σε θέση να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις του. Στο άρθρο 75 της Οδηγίας 2006/49/EK προσδιορίζεται το ελάχιστο ύψος των ιδίων κεφαλαίων ενός πιστωτικού ιδρύματος. Εκεί αναφέρεται ότι τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν γενικά και συνολικά να «*διαθέτουν ίδια κεφάλαια, τα οποία ανά πάσα στιγμή πρέπει να υπερβαίνουν ή να ισούνται με το άθροισμα*» των επιμέρους ορίων που τίθενται για την ξεχωριστή αντιμετώπιση συγκεκριμένων κινδύνων¹⁸⁴.

Όσον αφορά τον *πιστωτικό κίνδυνο*, δηλαδή τον κίνδυνο της μη ικανοποίησης μιας απαίτησης για οποιονδήποτε λόγο, τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να

χρηματοπιστωτικής εποπτείας και ασφάλειας (έτσι. Δούβλης, Ευρωπαϊκό Τραπεζικό Δίκαιο, (2003), 156 και 165

179. Γκόρτσος, Η εποπτική αναγνώριση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων των Τραπεζών, ΔΕΕΤ 1997, 52 επ.

180. Για το περιεχόμενό του βλ. Πουσκούρη - Reiche, Το νέο σύμφωνο της Βασιλείας και ανταγωνιστικότητα. ΔΕΕΤ 2003, 5

181. Ψυχομάνης, Δίκαιο του Τραπεζικού Συστήματος (Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους), (2009), 64

182. Βενιέρης, (2003), 601

183. Ψυχομάνης, Δίκαιο του Τραπεζικού Συστήματος (Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους), (2009), σελ 64.

184. Το πιστωτικό ίδρυμα υποχρεούται να διαθέτει συγκεκριμένο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων του για την αντιμετώπιση καθενός από τους ακόλουθους κινδύνους: i) πιστωτικό κίνδυνο, ii) κινδύνους αγοράς, συνίστανται στον: κίνδυνο θέσης, κίνδυνο διακανονισμού και κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, iii) κίνδυνο θέσεων επί συναλλάγματος ή εμπορευμάτων και iv) λειτουργικό κίνδυνο.



διατηρούν μονίμως το λεγόμενο «**συντελεστή φερεγγυότητας**» ή «**δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας**» (solvency ratio)¹⁸⁵, δηλαδή τα ίδια κεφάλαιά τους, ως ποσοστό του συνόλου των στοιχείων ενεργητικού και των εκτός ισολογισμού στοιχείων (χρηματοδοτικών ανοιγμάτων), που σταθμίζονται ανάλογα με τον κίνδυνο της μη ικανοποίησής τους στη βάση προκαθορισμένων από τις διατάξεις των άρθρων 76-101 επ. συντελεστών σταθμίσεως κινδύνου για κάθε στοιχείο, σε ποσοστό ανώτερο του 8%¹⁸⁶. **Δηλαδή, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας αποδίδει τη σχέση μεταξύ ιδίων κεφαλαίων προς τα σταθμισμένα στοιχεία του ενεργητικού και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία του πιστωτικού ιδρύματος.**

Αντίστοιχα, στην ελληνική νομοθεσία, ο ν. 3601/2007 στο άρθρο 27, θέτει τον ίδιο βασικό κανόνα διατήρησης ιδίων κεφαλαίων, σύμφωνα με τον οποίο, τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να διαθέτουν κεφάλαια ίσα ή περισσότερα από το άθροισμα των απαιτήσεων που τίθενται από την ΤτΕ για τον κάθε ξεχωριστό κίνδυνο¹⁸⁷. Βάσει των εν λόγω κινδύνων προσδιορίζονται ειδικότερα οι κεφαλαιακές απαιτήσεις ανά κατηγορία κινδύνου, ώστε από το σύνολό τους να προκύψει το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να διαθέτει ανά πάσα στιγμή το πιστωτικό ίδρυμα. Για τον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων τους τα πιστωτικά ιδρύματα, μπορούν να διαλέξουν μεταξύ δύο μεθόδων: i)εκείνης που βασίζεται σε προκαθορισμένους συντελεστές ανά κατηγορία κινδύνου σύμφωνα με τα ειδικώς καθοριζόμενα σε σχετικές αποφάσεις της ΤτΕ¹⁸⁸ και ii)της πλέον εξελιγμένης, που βασίζεται σε εσωτερικά του πιστωτικού ιδρύματος υποδείγματα, μετά από έγκριση της ΤτΕ (άρ. 27 § 2 ν. 3601/2007)¹⁸⁹. Όσον αφορά τον **πιστωτικό κίνδυνο**, ισχύουν όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, εφαρμόζεται δηλαδή ο «**συντελεστής φερεγγυότητας**» ως ποσοστό 8 % του συνόλου των σταθμισμένων κατά κίνδυνο χρηματοδοτικών ανοιγμάτων, όπως αυτά υπολογίζονται σύμφωνα με τις αποφάσεις της ΤτΕ, δηλαδή τις ΠΔΤΕ 2588 και 2589/2007.

185. Κατ ακριβή μετάφραση «συντελεστής ή λόγος αξιοπιστίας ως προς τη δυνατότητα πληρωμών».

186. Ψυχομάνης, Δίκαιο του Τραπεζικού Συστήματος (Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους), (2009), 67.

187. Οι κίνδυνοι αναφέρονται στο άρθρο 27 του ν.3601/2007 και είναι οι ακόλουθοι: α. πιστωτικός κίνδυνος, β. κίνδυνος συναλλάγματος & βασικών εμπορευμάτων και λειτουργικός κίνδυνος, γ. κίνδυνοι θέσης διακανονισμού και αντισυμβαλλομένου και κίνδυνος υπερβάσεως των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων, που απορρέουν από τις δραστηριότητες του χαρτοφυλακίου συναλλαγών και επιτρέπονται με βάση τις ισχύουσες σχετικές αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

188. ΠΔ/ΤΕ 2588/2007: «Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση», ΠΔ/ΤΕ 2590/2007 «Ελάχιστες Κεφαλαιακές Απαιτήσεις των Πιστωτικών Ιδρυμάτων για το Λειτουργικό Κίνδυνο»

189. ΠΔ/ΤΕ 2589/2007: «Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου σύμφωνα με την Προσέγγιση Εσωτερικών Διαβαθμίσεων»

Περαιτέρω, πρέπει να αναφερθεί, ότι η νομοθεσία δίνει ιδιαίτερη έμφαση στα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, δηλαδή τα εντός και εκτός ισολογισμού στοιχεία, που δημιουργούν ή ενδέχεται να δημιουργήσουν αντίστοιχες απαιτήσεις του πιστωτικού ιδρύματος¹⁹⁰. Με τον όρο χρηματοδοτικό άνοιγμα, αποδίδεται, σε γενικές γραμμές, η οποιαδήποτε πιστωτικής φύσεως εργασία ενός πιστωτικού ιδρύματος, από την οποία γεννιέται απαίτηση επιστροφής της χορηγηθείσας πίστωσης κατά του λάβοντος, όπως κάθε υποχρέωση που αναλαμβάνεται από μια τράπεζα στα πλαίσια παροχής έμμεσων πιστώσεων (πχ εγγυήσεις)¹⁹¹. Σκοπός της νομοθεσίας είναι η παρεμπόδιση υπερβολικής συγκέντρωσης κινδύνων ενός ΠΙ από πιστώσεις και συμμετοχές σε επικίνδυνες δραστηριότητες. Γι' αυτό το λόγο, ΠΔ/ΤΕ 2596/2007 επιβάλλει συγκεκριμένες υποχρεώσεις στα πιστωτικά ιδρύματα των οποίων τα ανοίγματα ξεπερνούν το 10% των ιδίων κεφαλαίων τους, ενώ θεωρεί ως απαγορευμένα τα ανοίγματα που ξεπερνούν το 25% των ιδίων κεφαλαίων. Η λυσιτελής αυτή σχέση μεταξύ ιδίων κεφαλαίων και χρηματοδοτικών ανοιγμάτων αποσκοπεί προφανώς στο να ανακόψει τη ροπή των πιστωτικών ιδρυμάτων προς ιδιαίτερα κερδοφόρες, πλην όμως επικίνδυνες δραστηριότητες.

Ως τέτοιου είδους δραστηριότητα μπορεί να θεωρηθεί και η τιτλοποίηση απαιτήσεων. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι τράπεζες που επιδιώκουν τη ρευστοποίηση των απαιτήσεών τους μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης απολαμβάνουν σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τις υποχρεώσεις τους απέναντι στις εποπτικές αρχές και δη, σε σχέση με τις υποχρεώσεις τους περί κεφαλαιακής επάρκειας. Η δέσμευση ιδίων κεφαλαίων, που αποτελεί υποχρέωση όλων των ΠΙ, όπως περιγράψαμε παραπάνω, αίρεται στον βαθμό που η τράπεζα αποξενώνεται από ένα τμήμα δανείων και ανοιγμάτων, που ενώ αποτελούσαν μέρος του ενεργητικού της και θα έπρεπε να συμπεριληφθούν στα σταθμισμένα στοιχεία κατά τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας, αποχωρίζονται πλήρως από αυτή για τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Πιο συγκεκριμένα, οι Τράπεζες, που πρέπει να διατηρούν ένα συγκεκριμένο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, αντί να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο (μέσω πχ. αύξησης μετοχικού κεφαλαίου), μειώνουν το ενεργητικό τους, αφού μεταβιβάζουν μέρος αυτού στην εταιρεία ειδικού σκοπού για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, παρακάμπτοντας στην ουσία την υποχρέωση τήρησης ιδίων κεφαλαίων. Κατ' αυτόν τον τρόπο, οι τράπεζες δείχνουν ότι πληρούν τις προϋποθέσεις κεφαλαιακής επάρκειας, κάτι που τους δίνει τη δυνατότητα για

190. ΠΔ/ΤΕ 2596/2007 § 2

191. Ψυχομάνης, Δίκαιο του Τραπεζικού Συστήματος (Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους), (2009), 67

περαιτέρω διατραπεζικό δανεισμό και συμμετοχή σε άλλες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες¹⁹². Ενώ λοιπόν από τη μία, η τιτλοποίηση απαλλάσσει τα πιστωτικά ιδρύματα από την υποχρέωση τήρησης ιδίων κεφαλαίων, από την άλλη, δημιουργεί αυξημένη ευθύνη της τράπεζας τόσο για τη φερεγγυότητα των οφειλετών των απαιτήσεων, όσο και για τη δυνατότητα της εταιρείας ειδικού σκοπού να ικανοποιήσει τους επενδυτές, κάτι που σηματοδοτεί και εντείνει την ανάγκη κεφαλαιακής επάρκειας, προκειμένου να καλυφθούν οι κίνδυνοι αυτοί.

2.1 Ανάλυση της Εγκυκλίου της ΤτΕ για ζητήματα τιτλοποίησης και προληπτικής εποπτείας:

Για την αντιμετώπιση αυτού του οξύμωρου, η ΤτΕ, ακολουθώντας τη διεθνή πρακτική, εξέδωσε την **Εγκύκλιο 9/31.10.2003**¹⁹³, για την εποπτεία των τραπεζών σε ζητήματα τιτλοποίησης, η οποία σε πολλά σημεία αποτελεί επανάληψη των λύσεων εποπτικών οργάνων άλλων κρατών. Στην εγκύκλιο αυτή τίθενται συγκεκριμένες προϋποθέσεις για την αποξένωση ενός Πι από τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις και κατ' επέκταση, για την αποδέσμευσή του από την υποχρέωση κεφαλαιακής επάρκειας. Αρχικά, διευκρινίζεται ότι «μεταβιβάζουσα» μπορεί να είναι μόνο πιστωτικό ίδρυμα, κάτι που είναι σύμφωνο με τον ορισμό του ν.3156/2003. Εν συνεχεία, ορίζονται οι προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέχουν, ώστε οι απαιτήσεις προς τιτλοποίηση να θεωρηθούν αποξενωμένες από την περιουσία της μεταβιβάζουσας τράπεζας και να μην επιβαρύνουν τον ισολογισμό της: Οι πιο σημαντικές από αυτές είναι οι ακόλουθες¹⁹⁴:

1. Πρέπει να υφίσταται νομική γνωμοδότηση από την οποία να προκύπτει σαφώς α) ότι πραγματοποιήθηκε γνήσια και οριστική μεταβίβαση κατά τις διατάξεις του ν. 3156/2003 (βλ Κεφάλαιο Β) και β) ότι επήλθε πλήρης απομόνωση της μεταβιβάζουσας τράπεζας από τις απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν, κάτι που αποκλείει τη δημιουργία οποιασδήποτε υποχρέωσης της μεταβιβάζουσας από τις απαιτήσεις αυτές. Συνεπώς είναι απαραίτητη η **νομική και οικονομική αποξένωση**

192. Αυτή την τακτική ακολούθησε για πρώτη φορά στην Ελλάδα, η Aspis Bank, όταν, το 2003, τιτλοποίησε μέρος του χαρτοφυλακίου των στεγαστικών δανείων της, ύψους 250 εκατομμυρίων ευρώ, τα οποία εκχώρησε στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle), Byzantium Finance Plc. Μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης, η Aspis Bank βελτίωσε αισθητά το δείκτη φερεγγυότητάς της και άντλησε ίδια κεφάλαια, επεκτείνοντας έτσι την ανταγωνιστική της πολιτική. (βλ. <http://www.aspisbank.gr/article/greek/75/118/index.htm>).

193. Εγκύκλιος της Διοίκησης Τράπεζας της Ελλάδος 9/30.10.2003 «Πλαίσιο Εποπτείας Προγράμματος τιτλοποίησης απαιτήσεων από συμβάσεις πιστώσεων (securitization)»

194. Οι ίδιες ακριβώς προϋποθέσεις για την αναγνώριση μεταφοράς σημαντικού μέρους του πιστωτικού κινδύνου επαναλαμβάνονται στην ΠΔ/ΤΕ 2593/20.8.2007 «Υπολογισμός Σταθμισμένων Ανοιγμάτων για Θέσεις σε Τιτλοποίηση», Τμήμα Α.

των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα, κάτι που δεν είναι εφικτό στην περίπτωση της σύνθετης τιτλοποίησης, όπου δεν δικαιολογείται η λογιστική διαγραφή των απαιτήσεων.

2. Πρέπει να υπάρχει πλήρης αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα. Αν και τα κριτήρια της αυτοτέλειας δεν απαριθμούνται περιοριστικά στη Εγκύκλιο, θεωρείται ότι η επωνυμία της εταιρείας ειδικού σκοπού δεν πρέπει να ταυτίζεται έμμεσα με αυτή της μεταβιβάζουσας. Επιπλέον, η μεταβιβάζουσα δεν πρέπει να εκπροσωπείται στο ΔΣ της εταιρείας ειδικού σκοπού ή τυχόν εκπροσώπησή της από ένα μόνο μέλος στο ΔΣ, πρέπει να εγκρίνεται από την ΤτΕ,

3. Περαιτέρω, η μεταβιβάζουσα τράπεζα οφείλει να καταβάλει προκαταβολικά όλα τα έξοδα της τιτλοποίησης στην εταιρεία ειδικού σκοπού και όχι να τα πιστώνει, αφού αυτό δημιουργεί υποχρέωση της πρώτης έναντι της εταιρείας ειδικού σκοπού, κάτι που δε συνάδει με την αρχή της αυτοτέλειας.

4. Προαιρετικά, προκειμένου να διασφαλιστεί η ανεξαρτησία μεταξύ μεταβιβάζουσας και εταιρείας ειδικού σκοπού, η ΤτΕ διατηρεί τη διακριτική ευχέρεια να απαιτήσει από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην έχει οποιαδήποτε μετοχική σχέση, άμεση ή έμμεση, με την εταιρεία ειδικού σκοπού, ώστε να εξασφαλιστεί η πλήρης νομική και οικονομική αυτοτέλεια και των δύο.

Επιπλέον, η εγκύκλιος διευκρινίζει ότι η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν έχει καμία υποχρέωση έναντι των επενδυτών, αφού εκδότρια των τίτλων είναι οι εταιρεία ειδικού σκοπού. Η ίδια παράγραφος διευκρινίζει ότι οι επενδυτές που αποκτούν τα συγκεκριμένα χρεόγραφα, μπορούν να έχουν αξίωση κατά των αρχικών οφειλετών, των οποίων οι απαιτήσεις έχουν εκχωρηθεί στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Αυτό δεν συνεπάγεται ότι οι επενδυτές είναι φορείς των συγκεκριμένων απαιτήσεων, αλλά ότι οι επενδυτές έχουν νόμιμο ενέχυρο επί των απαιτήσεων, το οποίο μπορούν αναλόγως να ασκήσουν, κάτι που είναι σύμφωνο με το άρθρο 10 § 18 του ν. 3156/2003¹⁹⁵. Η διάταξη αυτή έχει τεθεί σαφώς για την προστασία των επενδυτών, κάτι που επιδιώκεται κι από τις αντίστοιχες αλλοδαπές ρυθμίσεις, όπως θα αναλυθεί στη συνέχεια. Προς την εξυπηρέτηση του ίδιου σκοπού έχει τεθεί και η διάταξη που υποχρεώνει τη μεταβιβάζουσα τράπεζα να ενημερώσει τους επενδυτές για το ότι η ίδια δεν φέρει καμία υποχρέωση κάλυψης των ζημιών που ενδεχομένως προκύψουν από το εγχείρημα της τιτλοποίησης,

Τέλος, πρέπει να αναφερθεί ότι η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν αναλαμβάνει υποχρέωση επαναγοράς των τίτλων ή των απαιτήσεων σε περίπτωση αποτυχίας της

¹⁹⁵. Η προβληματική για την αναγγελία της εκχώρησης έχει αναλυθεί στο Κεφάλαιο Β, υπό 2.3.

τιτλοποίησης, Άλλωστε, αυτό συνάδει με τη διάταξη του αρ.10 § 11 του ν. 3156/2003, που απαγορεύει την καταπιστευτική μεταβίβαση των απαιτήσεων. Ωστόσο, η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί το δικαίωμα επαναγοράς αυτών, μόνο σε ποσοστό μέχρι 10% της ονομαστικής τους αξίας.

2.2. Ανάλυση της εγκυκλίου του γερμανικού εποπτικού οργάνου¹⁹⁶.

Η γερμανική ρύθμιση περί τιτλοποίησης δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην προστασία των επενδυτών και βασίζεται στην αρχή πως η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν πρέπει να διατηρεί καμία ευθύνη απορρέουσα από τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις, μετά τη μεταβίβαση αυτών στην εταιρεία ειδικού σκοπού, ούτε να εγγυάται την επιστροφή των κεφαλαίων τους στους επενδυτές¹⁹⁷.

Βασική προϋπόθεση για την αποξένωση των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα είναι ο **νομικός και οικονομικός αποχωρισμός** τους από αυτήν, με έμφαση στον οικονομικό, καθώς αποκλείεται η δυνατότητα ανταγωγής κατά της τράπεζας σε περίπτωση αφερεγγυότητας των οφειλετών των απαιτήσεων¹⁹⁸. Η ανεξαρτησία της εταιρείας ειδικού σκοπού πρέπει να δηλώνεται ευθαρσώς προς τους τρίτους και κυρίως προς τους επενδυτές, χωρίς να αφήνει περιθώρια ασάφειας για τη σχέση μεταξύ μεταβιβάζουσας και εταιρείας ειδικού σκοπού. Γι αυτό, όπως και στην ελληνική εγκύκλιο, δεν πρέπει να ομοιάζουν τα ονόματα των δύο εταιρειών, αφού κάτι τέτοιο θα μπορούσε να δημιουργήσει σύγχυση σε τρίτους, οφειλέτες και επενδυτές. Ταυτόχρονα, πρέπει να δηλώνεται προς τους επενδυτές μέσω του ενημερωτικού δελτίου, ότι τυχόν αξιώσεις τους στρέφονται μόνο κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού και όχι κατά της μεταβιβάζουσας.

Επιπλέον, δεν επιτρέπεται επιστροφή, ούτε αντικατάσταση των απαιτήσεων, παρά μόνο εάν υπάρχει ευθύνη της μεταβιβάζουσας τράπεζας για την ύπαρξη της απαίτησης¹⁹⁹. Το δικαίωμα επαναγοράς των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα δεν επιδρά στην ευνοϊκή μεταχείριση όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια, εφόσον: i) η επαναγορά γίνεται μετά την αποπληρωμή των τίτλων που εκδόθηκαν, ii) δεν εκτείνεται σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των απαιτήσεων που μεταβιβάστηκαν και iii) η επαναγορά γίνεται στην πραγματική αξία των απαιτήσεων και όχι υποδεέστερη²⁰⁰.

196. *Budensaufsichtsamt, Rundschreiben 4/1997 WM*, όπως παρατίθεται σε *Βενιέρη*, (2005), 610

197. *Βενιέρης*, (2003) 611

198. Περ. 2 της Εγκυκλίου

199. Περ. 3 της Εγκυκλίου

200. Περ. 4 της Εγκυκλίου

Η γερμανική εγκύκλιος, που χαρακτηρίζεται από την πληρότητά της, προκειμένου να αποτρέψει την καταστρατήγηση της υποχρέωσης νομικού και οικονομικού αποχωρισμού της περιουσιακής μονάδας των απαιτήσεων, θέτει ρητές προϋποθέσεις για την παροχή δανείου προς εξασφάλιση της διαδικασίας της τιτλοποίησης: Η σύμβαση του δανείου πρέπει να συνάπτεται πριν από τη μεταβίβαση των απαιτήσεων, η ύπαρξη του δανείου πρέπει να γνωστοποιείται στους επενδυτές και να επιστρέφεται μετά την ικανοποίηση όλων των δανειστών και πριν τη λήξη της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Επιτυγχάνεται έτσι διαφάνεια όλων των ενεργειών της τιτλοποίησης και ενημέρωση των επενδυτών, που πρέπει να γνωρίζουν πώς θα ικανοποιηθούν οι αξιώσεις τους. Πρωτίστως όμως, πρέπει να υφίσταται δέσμευση ιδίων κεφαλαίων στο ίδιο ύψος του δανείου που χορηγεί η τράπεζα²⁰¹. Πρωταρχικής σημασίας είναι επίσης η απαγόρευση της γερμανικής εγκυκλίου της ανάληψης ευθύνης της μεταβιβάζουσας τράπεζας για την επιτυχία της τιτλοποίησης. Κάτι τέτοιο, συνεπάγεται την αντίστοιχη δέσμευση ιδίων κεφαλαίων,

Τέλος, το γερμανικό δίκαιο έχει υιοθετήσει την αρχή της ορθής επιλογής των απαιτήσεων, σύμφωνα με την οποία η επιλογή των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται πρέπει να είναι τυχαία. Σκοπός της ρύθμισης αυτής είναι να αποφευχθεί η αποξένωση των πιο αξιόπιστων απαιτήσεων από το ενεργητικό της τράπεζας και να παραμείνουν οι πιο επισφαλείς, κάτι που θα οδηγούσε σε απαξίωση του ενεργητικού της τράπεζας²⁰² και χειροτέρευσης των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, κάτι που φυσικά είναι αντίθετο προς τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Ένα μέρος της θεωρίας επικρίνει την θέση περί τυχαίας επιλογής των απαιτήσεων ως αντίθετη στην ελευθερία της Τράπεζας, η οποία έχει το δικαίωμα να αξιοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία κατά βούληση. Άλλωστε, υποστηρίζεται πως η οικονομική θέση της τράπεζας δεν δυσχεραίνεται, αφού στην ουσία, οι αξιόπιστες απαιτήσεις δεν απαξιώνονται, απλώς αντικαθίστανται με ρευστό. Επομένως, η αξία των απαιτήσεων δεν χάνεται, αλλά αλλάζει θέση στις οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας, χωρίς να αποστειρεί από αυτή τις ευεργετικές της επιδράσεις στις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας²⁰³.

Ωστόσο, η θέση του γερμανικού εποπτικού οργάνου παρουσιάζεται πιο κοντά στην πραγματικότητα. Η αφαίρεση από το ενεργητικό της τράπεζας των πιο αξιόπιστων απαιτήσεων, εξασφαλίζει μεν τους δανειστές της τιτλοποίησης, δηλ. τους επενδυτές, αφήνει όμως το πιστωτικό ίδρυμα εκτεθειμένο σε αφερέγγυες απαιτήσεις,

201. Περ. 6 της Εγκυκλίου

202. Ελεύθερη μετάφραση του όρου "*deterioration of asset quality*", όπως διατυπώνεται σε Norton & Spellman, *Asset Securitization- International Financial and Legal Perspectives*, Blackwell Finance, (1991), 271

203. *Buttner* όπως παρατίθεται σε *Βενιέρη*, (2203), 619

υψηλού πιστωτικού κινδύνου, κάτι που συνεπάγεται αφενός, δυσμένεια για τους υπόλοιπους δανειστές της τράπεζας, αφετέρου, υποχρέωση δέσμευσης περισσότερων κεφαλαίων, προς αντιστάθμιση του κινδύνου αυτού. Το ζήτημα λοιπόν της επιλογής των απαιτήσεων για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, δημιουργεί προβληματισμό εποπτικής φύσης, αφού συνδέεται άμεσα με την υποχρέωση κεφαλαιακής επάρκειας. Πρέπει να σημειωθεί, ότι είναι εύλογη η ροπή των πιστωτικών ιδρυμάτων προς την τιτλοποίηση των πιο αξιόπιστων απαιτήσεων, αφού τους δίνουν πιο ελκυστικά επενδυτικά προϊόντα²⁰⁴. Το γερμανικό όμως σύστημα, τείνει προς μια μέση λύση, θεωρώντας πως η πώληση των απαιτήσεων πρέπει να οδηγεί σε μια ενοχή γένους και υποχρέωση να επιλεγθούν και να μεταβιβαστούν οι απαιτήσεις, «που δεν ανήκουν ούτε στα άριστα του γένους, ούτε στα χειρίστα»²⁰⁵.

2.3. Ανάλυση της εγκυκλίου του αγγλικού εποπτικού οργάνου:

Οι αγγλικές εποπτικές αρχές υπήρξαν πρωτοποριακές για την εποχή τους, καθώς ήδη από το 1989 είχαν ρυθμίσει το ζήτημα της μεταβίβασης στοιχείων ενεργητικού μιας τράπεζας και της αντίστοιχης αποδέσμευσης από την υποχρέωση τήρησης ιδίων κεφαλαίων²⁰⁶. Η εγκύκλιος αυτή χαρακτηρίζεται από την αυστηρότητά της και δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην ανάγκη κεφαλαιακής επάρκειας, σε αντίθεση με τη γερμανική εγκύκλιο, που εστιάζει στην προστασία των επενδυτών.

Βασική προϋπόθεση για την πλήρη αποξένωση των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα είναι, όπως και στις ως άνω εγκυκλίους, η πλήρης νομική, οικονομική, αλλά και διοικητική ανεξαρτησία της εταιρείας ειδικού σκοπού από την τράπεζα που εκχωρεί τις απαιτήσεις της. Έτσι, κρίνεται απαραίτητο, να μην υπάρχει στις συμβάσεις των μερών υποχρέωση της μεταβιβάζουσας τράπεζας για την κάλυψη ελλειμμάτων της εταιρείας ειδικού σκοπού, ούτε εγγύησης έναντι των τιτλούχων επενδυτών για την ικανοποίηση των αξιώσεων τους. Επιπλέον, η

204. Η τάση αυτή έχει επικρατήσει στην ορολογία ως *cherry picking*. Η καθιέρωση αυτής της ορολογίας οφείλεται στους αγγλοσάξονες, που συνηθίζουν να δίνουν πρακτικές και καθημερινές ονομασίες στα διάφορα φαινόμενα. Ουσιαστικά, η φράση υποδηλώνει πως η επιλογή των τραπεζών θυμίζει την τάση που έχει ο καθένας μπροστά στη θέα ενός γλυκού: να αποσπά πρώτα όλα τα κεράσια ως πιο επιθυμητά, απογυμνώνοντας όμως το υπόλοιπο σε ποιότητα. Η αντίθετη τάση, δηλαδή να τιτλοποιούνται από το ενεργητικό της τράπεζας απαιτήσεις με την πιο μειωμένη αξία, είναι γνωστή ως *lemon selling* (Bhattacharya/ Fabozzi, *Asset Backed Securities*, (1997), 17

205. Κατ' ανάλογη εφαρμογή του 289 § 2 ΑΚ: «Ο οφειλέτης δεν έχει υποχρέωση να δώσει ούτε τα άριστα πράγματα του γένους, ούτε έχει δικαίωμα να δώσει από τα χειρότερα».

206. Το τότε αρμόδιο εποπτικό όργανο της Αγγλίας ήταν το Bank of England Supervisory division, το οποίο εξέδωσε το "Notice to Institution Authorised under the Banking Act 1987", (BSD/1989/1). Εν συνεχεία, το όργανο αυτό αντικαταστάθηκε από τη Financial Services Authority (FSA), η οποία τον Ιούνιο του 2001, εξέδωσε την αντίστοιχη πράξη, με την ονομασία "Draft Rules Vol 2 of 2, The Interim Prudential Sourcebook Banks", διαθέσιμο στην επίσημη ιστοσελίδα της FSA: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/CP/2000/52.shtml>

μεταβιβάζουσα δεν πρέπει να έχει δικαιώματα κυριότητας ή ελέγχου άμεσα ή έμμεσα στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Επίσης, τα έξοδα της εταιρείας ειδικού σκοπού δεν πρέπει να καλύπτονται από τη μεταβιβάζουσα, γιατί κάτι τέτοιο ίσως να δημιουργούσε υποχρέωση επαναγοράς των απαιτήσεων.

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, είναι σύνηθες η μεταβιβάζουσα τράπεζα να αναλαμβάνει και το ρόλο του διαχειριστή των απαιτήσεων. Σε αυτή την περίπτωση, το εποπτικό όργανο της Αγγλίας έχει θέσει ρητές προϋποθέσεις, ώστε να διατηρείται η πλήρης ανεξαρτησία της εταιρείας ειδικού σκοπού. Πιο συγκεκριμένα, η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν πρέπει να αναλαμβάνει καμία δραστηριότητα που ανήκει στον κύκλο δραστηριοτήτων της εταιρείας ειδικού σκοπού. Περαιτέρω, η μεταβιβάζουσα δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να συμβάλει στη χρηματοδότηση, εξασφάλιση ή παροχή ρευστότητας της εταιρείας ειδικού σκοπού, όταν προκύπτουν καθυστερήσεις ή ελλείμματα από την πλευρά των οφειλετών. Επιπλέον, η εγκύκλιος απαγορεύει ρητά στη μεταβιβάζουσα τράπεζα, που έχει τεθεί διαχειριστής των απαιτήσεων, να καταβάλει στους επενδυτές κεφάλαια, τα οποία αντιστοιχούν σε απαιτήσεις που έχουν τιτλοποιηθεί, πριν αυτές όμως πραγματικά ρευστοποιηθούν²⁰⁷. Κάτι τέτοιο συνεπάγεται ότι η τράπεζα εγγυάται την ύπαρξη του προϊόντος των απαιτήσεων, άρα δεν τις έχει αποξενώσει πλήρως από το ενεργητικό της, οπότε δεν αίρεται η αντίστοιχη υποχρέωση περί κεφαλαιακής επάρκειας. Η θέση αυτή του αγγλικού εποπτικού δικαίου μπορεί να θεωρηθεί πολύ αυστηρή και αντίθετη προς έναν από τους βασικούς σκοπούς της τιτλοποίησης, που είναι η εκμετάλλευση των απαιτήσεων ενός πιστωτικού ιδρύματος πριν αυτές καταστούν πραγματικά ληξιπρόθεσμες και απαιτητές²⁰⁸.

Η αγγλική εγκύκλιος καλύπτει και την περίπτωση στην οποία η τράπεζα συμμετέχει στην τιτλοποίηση ως χορηγός εξασφαλίσεων, θέτοντας συγκεκριμένα κριτήρια για την έκθεση της τράπεζας σε πιστωτικούς και επενδυτικούς κινδύνους²⁰⁹. Ειδικότερα, στη σύμβαση χορήγησης εξασφάλισης, πρέπει να ορίζεται το ακριβές ποσοστό της ομάδας των τιτλοποιημένων απαιτήσεων που μπορεί να μην εισπραχθούν, καθώς και το ποιος αναλαμβάνει την ευθύνη της μη είσπραξης. Ιδιαίτερα σημαντικό είναι επίσης το κατά πόσο οι κίνδυνοι της τιτλοποίησης απορροφούνται ικανοποιητικά από τις άλλες εξασφαλίσεις, έτσι ώστε η τράπεζα να μην εκτίθεται σε ολόκληρο τον κίνδυνο, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ανάγκη κεφαλαιακής επάρκειας. Μερικά από τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη για την

207. Financial Services Authority, όπ παρ. 6.2.

208. Για την προβληματική βλ. *Curtis*, JIBL, 1999, 264

209. Βλ. Financial Services Authority *The Interim Prudential Sourcebook for Building Societies*, παρ. 9.5 επ., διαθέσιμο στην επίσημη ιστοσελίδα της FSA <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/CP/2000/51.shtml>

αξιολόγηση των κινδύνων είναι πιστοληπτική αξιολόγηση της όλης διαδικασίας της τιτλοποίησης, των απαιτήσεων και των μερών που εμπλέκονται²¹⁰.

Η αγγλική εγκύκλιος έδωσε τις κατευθυντήριες γραμμές για τη δημιουργία της αντίστοιχης γερμανικής και ελληνικής. Χαρακτηριστικό και των τριών είναι η ανάγκη πλήρους νομικής και οικονομικής ανεξαρτησίας της εταιρείας ειδικού σκοπού από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα, έτσι ώστε η τελευταία να απολαύσει την ευεργετική επίδραση της τιτλοποίησης στις υποχρεώσεις περί κεφαλαιακής επάρκειας. Προβληματισμός δημιουργείται και όσον αφορά στον τρόπο επιλογής των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν. Και στις τρεις περιπτώσεις προτιμάται η τυχαία επιλογή, ώστε να μη μείνουν στο ενεργητικό της τράπεζας οι απαξιωμένες απαιτήσεις, χειροτερεύοντας την ποιότητα του ενεργητικού της, κάτι που θα εντείνει την ανάγκη κεφαλαιακής επάρκειας.

3. Εποπτεία εταιρείας ειδικού σκοπού:

Η λειτουργία της εταιρείας ειδικού σκοπού, ο κομβικός της ρόλος στη διαδικασία της τιτλοποίησης, καθώς και τα χαρακτηριστικά της όλης διαδικασίας είναι λογικό να προκαλούν το ενδιαφέρον των εποπτικών αρχών. Το άρ. 13 του ν. 3156/2003 ορίζει τα ακόλουθα:

- «1. Οι εταιρείες ειδικού σκοπού των αρ. 10 και 11 υποβάλλουν κατ' έτος στην Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, έκθεση αποτίμησης της ακίνητης περιουσίας τους και της ρευστοποίησης αξίας της περιουσίας τους, ελεγμένες από ορκωτούς λογιστές σύμφωνα με τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα.
2. Οι εταιρείες ειδικού σκοπού του αρ. 11 υποχρεούνται να γνωστοποιούν κάθε χρόνο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα στοιχεία των μετόχων τους, καθώς και έπειτα από κάθε αλλαγή στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας. Αν μέτοχοι της εταιρείας ειδικού σκοπού είμαι πιστωτικά ιδρύματα, τα στοιχεία γνωστοποιούνται και στην τράπεζα της Ελλάδος.
3. Σε κάθε περίπτωση που από την ισχύουσα νομοθεσία επιβάλλεται η σύνταξη ενημερωτικού δελτίου, το πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου αποτελεί παράρτημα του ενημερωτικού δελτίου, εφόσον ειδικότερος νόμος δεν ορίζει διαφορετικά».

Ζήτημα αδειοδότησης της εταιρείας ειδικού σκοπού:

Προβληματισμός δημιουργείται για το αν θα έπρεπε η εταιρεία ειδικού σκοπού να λαμβάνει ειδική άδεια ως πιστωτικό ίδρυμα ή ως κάτι άλλο.²¹¹ Ο ν.

210. Curtis, JIBL, 1999, 264

211. Σε αρκετά νομοθετικά συστήματα του εξωτερικού έχει αποσαφηνιστεί ότι δεν χρειάζεται άδεια από αρμόδιο για τη σύσταση εταιρείας ειδικού σκοπού. (Περάκης, σελ. 568)

3156/2003 δεν προβλέπει κάτι τέτοιο, κάτι που σε άλλα νομοθετήματα ορίζεται ρητά. Για παράδειγμα, ο ν.1905/1990 για την πρακτορεία απαιτήσεων, ορίζει πως οι ανώνυμες εταιρείες που ασκούν την πρακτορεία απαιτήσεων στην Ελλάδα, πρέπει να λαμβάνουν την άδεια της ΤτΕ (αρ. 4 § 2 ν. 1905/1990). Επομένως, αν ο νομοθέτης επιθυμούσε την έκδοση άδειας για τη λειτουργία της εταιρείας ειδικού σκοπού, θα το έθετε ρητώς.

Έμμεση εποπτεία της εταιρείας ειδικού σκοπού:

Το αρ. 13 εισάγει την έμμεση, αλλά υποχρεωτική εποπτεία της εταιρείας ειδικού σκοπού, μέσω του ελέγχου της περιουσιακής της κατάστασης και όχι των δραστηριοτήτων της. Αυτό, σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική αρκεί, γιατί η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν αναπτύσσει δραστηριότητα²¹². Ωστόσο, παραβλέπεται το γεγονός ότι η απαγόρευση της άσκησης δραστηριότητας δεν προέρχεται εκ του νόμου, οπότε σε περίπτωση που, τελικά, η εταιρεία αναπτύξει δραστηριότητες, αυτές θα μένουν ανεξέλεγκτες.

Με τη διάταξη της δεύτερης παραγράφου του αρ.13 εξασφαλίζεται διαφάνεια της μετοχικής σύνθεσης της εταιρείας ειδικού σκοπού. Έτσι, μέσω της γνωστοποίησης της μετοχικής και ιδιοκτησιακής κατάστασης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την ΤτΕ, επιτυγχάνεται μια σχετική διαφάνεια ως προς τα συμφέροντα που εξυπηρετεί η εταιρεία ειδικού σκοπού, τα οποία πρέπει να συνάδουν με τους σκοπούς της τιτλοποίησης.

4. Εποπτεία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης (rating agencies)²¹³:

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν κομβικό ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης, όχι μόνο επειδή αξιολογούν τα επενδυτικά προϊόντα εξ αυτής, αλλά κι επειδή συμμετέχουν στη διαδικασία έκδοσης των τίτλων, δίνοντας συμβουλές στην εκδότρια εταιρεία (ή τη μεταβιβάζουσα) για τις προϋποθέσεις που τα εν λόγω προϊόντα θα πρέπει να πληρούν, προκειμένω να λάβουν υψηλή βαθμολόγηση από τους ίδιους και συνεπώς να καταστούν ελκυστικά για τους επενδυτές. Επομένως, αν και ο σκοπός των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι να καλύψουν το έλλειμμα πληροφόρησης των επενδυτών, ακόμα και των θεσμικών, στην ουσία εμπλέκονται οι ίδιοι στη διαδικασία έκδοσης και διάθεσης των τίτλων, διαμορφώνοντας οι ίδιοι τα προϊόντα και, εν συνεχεία, διοχετεύοντάς τα στην αγορά, με τη σφραγίδα ποιότητας μιας ανεξάρτητης αρχής. Περαιτέρω, οι εν λόγω οίκοι αμείβονται αδρά για τις

²¹² Περράκης,(2005), 571

²¹³ Η εν λόγω ενότητα, θα μπορούσε να αναλυθεί στο Κεφάλαιο Δ, καθώς δεν αφορά άμεσα στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Επειδή όμως οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης διαδραματίζουν πρωτεύοντα ρόλο κατά τη διενέργεια της τιτλοποίησης, για λόγους συνέχειας, εντάσσουμε την ανάλυση αυτή στο παρόν κεφάλαιο.

συμβουλευτικές τους υπηρεσίες από τις εταιρείες που σκοπεύουν να εκδώσουν τους τίτλους, κάτι που σε συνδυασμό με τα όσα εκτέθηκαν παραπάνω, δημιουργεί ένα δυσεπίλυτο πρόβλημα σύγκρουσης συμφερόντων (*«conflict of interest»*)²¹⁴. Η επίλυση του παραπάνω προβλήματος, δυσχεραίνεται ακόμα περισσότερο, αν αναλογιστεί κανείς, ότι οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αποτελούν **ολιγοπώλιο**, αφού την αγορά μονοπωλούν διεθνώς μόνο τρεις οίκοι²¹⁵.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης θεωρήθηκαν από πολλούς υπεύθυνοι σε μεγάλο βαθμό για την παρούσα χρηματοοικονομική κρίση, καθώς ήταν αυτοί που χορήγησαν υψηλές βαθμολογίες στα επικίνδυνα επενδυτικά από τα subprime mortgage loans, χωρίς ωστόσο να λαμβάνουν υπόψη τους όλα τα χαρακτηριστικά τους, όπως το ενδεχόμενο ρευστοποίησης των απαιτήσεων που ενσωμάτωναν ή την αστάθεια που αυτά θα προκαλούσαν στην αγορά²¹⁶. Απ' όλα τα παραπάνω αναδεικνύεται σαφώς η ανάγκη εποπτείας των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης. Παραδόξως όμως, τα rating agencies δεν εμπίπτουν, προς το παρόν τουλάχιστον²¹⁷, σε κάποιο αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο εποπτείας, παρά μόνο διέπονται από **κανόνες δεοντολογίας**. Συγκεκριμένα η λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης που δρουν εντός ΕΕ διέπεται από τον κώδικα καλής συμπεριφοράς της **Διεθνούς Οργάνωσης Επιτροπών Εποπτείας Χρηματαγορών (IOSCO)**²¹⁸, ο οποίος υπόκειται σε **εθελοντική συμμόρφωση**. Επιπλέον, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης υπόκεινται σε ετήσια αξιολόγηση από την **Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (ΕΡΑΑΚΑ)**²¹⁹. Ο ως άνω κώδικας καλής συμπεριφοράς, ο οποίος έχει γίνει αποδεκτός από την πλειοψηφία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης²²⁰, θεσπίζει γενικές υποχρεώσεις περί διαφάνειας, πληροφόρησης και μείωσης των συστημικών κινδύνων, που πρέπει να εφαρμοστούν από τις εθνικές αρχές, οι οποίες γνωρίζουν καλύτερα τις αγορές τους.

214. Για τη σύγκρουση συμφερόντων βλ., R. Portes, Rating Agency Reform, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.voxeu.org/index.php?q=node/88>

215. Αν και διεθνώς υπάρχουν 71 οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (βλ. Παράρτημα II και την ιστοσελίδα http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm, αυτοί που χρησιμοποιούνται ευρέως λόγω της καθολικής της ισχύος στην αγορά είναι οι Fitch Ratings, Standard & Poor και Moody's. Οι οίκοι αυτοί μονοπωλούν το 95% της διεθνούς αγοράς. (<https://www.voxeu.org/index.php?q=node/88>)

216. R. Portes, Rating Agency Reform, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.voxeu.org/index.php?q=node/88>

217. Βλ. σχετική ανάλυση στο Κεφάλαιο Ε

218. Βλ. σχετικά <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>

219. Η ΕΡΑΑΚΑ είναι μια ανεξάρτητη συμβουλευτική αρχή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που απαρτίζεται από τις εθνικές αρχές εποπτείας των αγορών κινητών αξιών της ΕΕ. (βλ. απόφαση της Επιτροπής της 6^{ης} Ιουνίου 2001, για τη σύσταση της ευρωπαϊκής επιτροπής ρυθμιστικών αρχών και αγορών κινητών αξιών, 2001/57/ΕΚ (ΕΕ L191 ηής 13.7.2001), 43).

220. IOSCO advises G20 on credit rating agencies oversight, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα http://hedgemediamedia.com/articles/print_page.jsp?content_id=300021

Πρόσφατα, με αφορμή το ξέσπασμα της χρηματοοικονομικής κρίσης, εκδόθηκε ο Κανονισμός **1060/2009 (EL 302/1)**, όπου αναγνωρίστηκε ρητώς ο σημαντικός ρόλος των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης στην παγκόσμια οικονομία, καθώς οι γνωμοδοτήσεις τους χρησιμοποιούνται από επενδυτές, δανειολήπτες, ακόμα και πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να υπολογίσουν τις κεφαλαιακές τους απαιτήσεις ή τους κινδύνους που ενέχει η επενδυτική τους δραστηριότητα. Ως εκ τούτου, οι αξιολογήσεις τους επηρεάζουν εν γένει την αγορά, την πίστη και την εμπιστοσύνη επενδυτών και καταναλωτών.

Ο εν λόγω Κανονισμός θα εφαρμόζεται για όλους τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης που είναι εγκατεστημένοι εντός ΕΕ ή για όσους βρίσκονται σε τρίτες χώρες και έχουν λάβει ισοδυναμία βάσει ειδικής πιστοποίησης (Αρ.1 και 5 του Κανονισμού). Στόχος του Κανονισμού είναι η αντιμετώπιση του προβλήματος της σύγκρουσης συμφερόντων, για την οποία ορίζει ότι τα μέλη του οίκου πιστοληπτικής αξιολόγησης πρέπει να είναι άτομα με υψηλή επιστημονική κατάρτιση και ανεξάρτητα από πολιτικούς και επιχειρηματικούς φορείς. (βλ. Παράρτημα 1 του Κανονισμού). Επιπλέον, το διοικητικό συμβούλιο των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης θα πρέπει να εναλλάσσεται ανά τακτά χρονικά διαστήματα για λόγους αμεροληψίας και διαφάνειας.

Ο Κανονισμός τίθεται σε ισχύ από το Δεκέμβριο του 2010. Μένει να δούμε πώς θα εφαρμοστεί στην πράξη και αν θα συμβάλει στην ανατροπή του ισχύοντος καθεστώτος, που θέλει τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης στο απυρόβλητο, προς εξυπηρέτηση κυρίως των συμφερόντων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ, αδιαφορώντας για την τύχη των επενδυτών και δη, των καταναλωτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ**ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ****ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ-ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ****1. Έκδοση των τίτλων**

Όπως έχουμε προαναφέρει, οι επενδυτές αποτελούν την κινητήριου δύναμη της τιτλοποίησης, καθώς είναι αυτοί που αγοράζουν τους εκδιδόμενους τίτλους και τροφοδοτούν την όλη διαδικασία με τα κεφάλαιά τους. Ταυτόχρονα, αναμένουν να λάβουν τα κεφάλαιά τους προσαυξημένα, μετά το πέρας της όλης διαδικασίας, δηλ. μετά την αποπληρωμή των απαιτήσεων από τους αρχικούς οφειλότες. Οι τίτλοι που εκδίδονται από την τιτλοποίηση, βάσει του αρ. 10 § 5 του ν. 3156/2003 έχουν τη μορφή ομολογιών, των οποίων η ονομαστική αξία δεν πρέπει να είναι μικρότερη των 100.000²²¹. Η μεγάλη ονομαστική αξία των ομολογιών τίθεται από το νόμο ως υποχρεωτική, προκειμένου να μην υπάρξει υπερπληθώρα τίτλων από μια διαδικασία τιτλοποίησης, δεδομένου ότι μέσω αυτής επιχειρείται συνήθως άντληση κεφαλαίων πολλών εκατομμυρίων ευρώ. Οι ομολογίες εκδίδονται από την εταιρεία ειδικού σκοπού με απόφαση του Δ.Σ. και όχι της Γ.Σ., χάριν της οικονομίας της τιτλοποίησης²²². Το Δ.Σ. της εταιρείας ειδικού σκοπού αποφασίζει και για το είδος των ομολογιών, λαμβάνοντας πάντα υπόψη τα συμφέροντα της μεταβιβάζουσας, δηλαδή, επιδιώκοντας να καταστούν οι τίτλοι ελκυστικοί για το επενδυτικό κοινό και να επιτευχθεί φτηνή και αποτελεσματική χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας τράπεζας²²³.

Το άρθρο 10 § 1 προβλέπει ρητά ότι η έκδοση των ομολογιών γίνεται υποχρεωτικά με «ιδιωτική τοποθέτηση μόνο»²²⁴, παρόλο που η δημόσια προσφορά υπόσχεται μεγαλύτερη απορρόφηση των εκδοθέντων τίτλων, λόγω της συμμετοχής περισσότερων επενδυτών. Η ως άνω διάταξη εξειδικεύει την έννοια της ιδιωτικής τοποθέτησης ως εξής: ιδιωτική τοποθέτηση είναι η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα.

221. Οι ομολογίες αυτές διέπονται από και από τα αρ. 3 και 4 του ν. 3156.2003.πιπλέον, διέπονται από τις διατάξεις του ν. 28844/2000, λόγω της ρητής παραπομπής του αρ. 10 § 10 του ν. 3156/2003 στον ως άνω νόμο για το πλασματικό ενέχυρο (Χριστοδούλου, Δ 35, 856)

222. Αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μια μικρή απόκλιση από την αρχή της αυτοτέλειας της εταιρείας ειδικού σκοπού από τη μεταβιβάζουσα, για τους σκοπούς όμως πάντα της τιτλοποίησης, (Περάκης, (2005), 507)

223. Βεννιέρης, (2005) 401

224. Για την έννοια της ιδιωτικής τοποθέτησης ως ιδιωτική εγγράφη, βλ. Γιωργαλόπουλο, ΕγχΕμπδ III/1, Αξιόγραφα, 253-254

Σύμφωνα με την ίδια διάταξη, τα αμοιβαία κεφάλαια²²⁵ και οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, μόνο εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό, το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade).

Επομένως, σύμφωνα με την παραπάνω διάταξη, η απόκτηση των τίτλων μπορεί να γίνει μόνο από θεσμικούς επενδυτές, δηλαδή από επενδυτές που έχουν ως σκοπό και σταθερή επαγγελματική δραστηριότητα την απόκτηση κινητών αξιών υπό τη μορφή επένδυσης, όπως πιστωτικά ιδρύματα, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικά ταμεία²²⁶. Ο περιορισμός αυτός εξηγείται από την ανάγκη του νομοθέτη να προστατεύσει την μεγάλη μάζα των απλών επενδυτών από τους κινδύνους που εγκυμονεί η διαδικασία της τιτλοποίησης, λόγω της πολυπλοκότητάς της, αλλά και της αλλοδαπής προέλευσής της, κάτι που δημιουργεί γνωστικά ελλείμματα ακόμα και στους θεσμικούς επενδυτές²²⁷. **Παρόλο που ο νομοθέτης θέλησε να προστατεύσει τους απλούς επενδυτές από την έκθεσή τους στους πολλαπλούς κινδύνους της τιτλοποίησης, η απόκτηση τίτλων από αυτούς**

225. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν είναι νομικό πρόσωπο. Ο νόμος το ορίζει ως «μια αδιάσπαστη ομάδα περιουσίας πολλών δικαιούχων υπό κοινή διαχείριση τρίτου». Η περιουσία, το ενεργητικό δηλαδή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποτελείται όπως προβλέπεται από το νόμο, από κινητές αξίες και μετρητά. Η περιουσία αυτή ανήκει εξ' αδιαίρετου στους συμμετέχοντες σε αυτήν ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που κατέχουν. Όσοι συμμετέχουν στη περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποκαλούνται μεριδιούχοι. Μεριδιούχοι μπορούν να είναι φυσικά αλλά και νομικά πρόσωπα. (<http://www.nbgam.gr/funds/faq.htm>)

226. Ο όρος «θεσμικοί επενδυτές» εισήλθε στην ελληνική οικονομική πραγματικότητα με την υπ αριθ. 24/7-10-94 Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με την οποία ως θεσμικοί επενδυτές νοούνται κυρίως οι τράπεζες, οι Ασφαλιστικές Εταιρείες, με ενεργητικό άνω των 4 δις δρχ., οι Χρηματοπιστηριακές Εταιρείες με κεφάλαιο άνω των 1 δις δρχ., οι ασφαλιστικοί οργανισμοί (δηλ. τα ιδρύματα συνταξιοδοτικών παροχών) και οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ). Οι θεσμικοί επενδυτές «εκπροσωπούν» και διαχειρίζονται ποσά που έχουν πηγή προελεύσεως τις επί μέρους αποταμιεύσεις τρίτων προσώπων: αποταμιεύσεις που συνενώνονται και συγκροτούν ένα δυναμικό σύνολο κεφαλαίου που προορίζονται για επένδυση. Εν συνεχεία, ένα μεγάλο μέρος των εσόδων τους, επανατοποθετείται σε επενδύσεις. Ο όρος χρησιμοποιείται σε αντιδιαστολή με αυτόν του «απλού επενδυτή», δηλ. αυτού που ενεργεί ως ιδιώτης, τοποθετώντας σε επενδυσιακό εμπόρευμα τις αποταμιεύσεις του. Ένα περαιτέρω στοιχείο της διάκρισης είναι ότι οι απλοί επενδυτές δρουν μεμονωμένα, χωρίς η συμπεριφορά τους να υπάγεται σε ιδιαίτερους λειτουργικούς κινδύνους, ενώ οι θεσμικοί επενδυτές λειτουργούν βάσει ενός θεσμοθετημένου εκ των προτέρων πλαισίου, που οριοθετεί σε γενικές γραμμές τη δράση και τις ενέργειές τους. (Κορδή – Αντωνοπούλου, ΕΓΓΡΑΦΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ, () 17).

227. Στην απόφαση ΕπιτρΚεφαλ. υπ' αριθ. 6/306/22.6.2004 (ΦΕΚ Β 1029) «ως θεσμικοί επενδυτές νοούνται τα αμοιβαία κεφάλαια, οι εταιρείες επενδύσεως χαρτοφυλακίου, οι ΕΠΙΕΥ, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα ασφαλιστικά ταμεία. Σε κάθε περίπτωση δεν θεωρούνται θεσμικοί επενδυτές οι υπεράκτιες εταιρείες (offshore companies)».

καθίσταται δυνατή κατά έμμεσο τρόπο: οι απλοί επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν τίτλους, που ενσωματώνουν την αξία των τίτλων εκ της τιτλοποίησης ή που ενσωματώνουν δικαίωμα στους τίτλους αυτούς, μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή επενδυτικών εταιρειών με έδρα στην Ελλάδα²²⁸. Για αυτή την περίπτωση, την οποία διείδε ο νομοθέτης, τίθεται ως απαραίτητη προϋπόθεση η υψηλή βαθμολόγηση των τίτλων από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης²²⁹. Στην ουσία, ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης, καλείται να καλύψει το γνωστικό έλλειμμα και την ασύμμετρη πληροφόρηση των απλών επενδυτών, οι οποίοι εκτίθενται στα επενδυτικά προϊόντα που προκύπτουν από την αμφιλεγόμενη διαδικασία της τιτλοποίησης²³⁰. Η ίδια διάταξη (αρ. 10 § 1 εδ. β) απαγορεύει ρητώς τη συμμετοχή ασφαλιστικών ταμείων στη διάθεση τίτλων εκ τιτλοποίησης, προκειμένου να εξασφαλιστεί η πλήρης προστασία των ασφαλιστικών κεφαλαίων, των οποίων ο προορισμός δεν είναι ο πλουτισμός των δικαιούχων, αλλά η εξασφάλιση ενός ποιοτικού βιοτικού επιπέδου για αυτούς²³¹.

2. Διάθεση των τίτλων:

Η διάθεση των τίτλων από την τιτλοποίηση γίνεται σε πρωτογενείς αγορές, δηλ. απευθείας από τον εκδότη, σε δευτερογενείς οργανωμένες αγορές, όπως είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών ή σε εξωχρηματιστηριακές αγορές. Ωστόσο, υπάρχει διχογνωμία για το αν υπάρχει η δυνατότητα να διατεθούν οι τίτλοι εκ της τιτλοποίησης σε δευτερογενείς αγορές, λόγω του περιορισμένου κύκλου των επενδυτών που τίθεται από το νόμο²³². Κατά μία άποψη, ο περιορισμός αυτός έχει τεθεί για να αποφευχθεί το ενδεχόμενο δημόσιας προσφοράς των τίτλων και η διάθεσή τους σε αόριστο κύκλο επενδυτών. Κατά άλλη άποψη, η δημόσια προσφορά είναι δυνατή, εφόσον εκδοθεί και ενημερωτικό δελτίο των επενδυτών, κάτι που δεν είναι απαραίτητο όταν οι τίτλοι διατίθενται αποκλειστικά σε θεσμικούς επενδυτές. Άλλωστε, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, οι τίτλοι μπορούν να διατεθούν στο ευρύ επενδυτικό κοινό μέσω επενδυτικών εταιρειών χαρτοφυλακίου και μέσω αμοιβαίων

228. Αρ. 10 § 1 εδ β : «Αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, εφόσον έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης σε ποσοστό, το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού...»

229. Οι διεθνώς αναγνωρισμένοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι οι: Standard & Poors, Fitch Investor Service και Moody's Investor Service. Πρόκειται στην ουσία για ένα ολιγοπώλιο των διεθνώς αναγνωρισμένων οίκων, χωρίς όμως να έχουν τεθεί σαφή κριτήρια για το πότε ένας οίκος θεωρείται διεθνώς αναγνωρισμένος.

230. Στην πράξη βέβαια, ο οίκος αξιολόγησης χρησιμοποιείται πάντα, αλλιώς οι τίτλοι δεν θα απορροφηθούν ούτε από τους θεσμικούς, ούτε από τους απλούς επενδυτές,

231. Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρ. 10

232. Βλ. διεξοδική ανάλυση σε Βενιέρη, (2005) 420 επ.

κεφαλαίων, που εδρεύουν στην Ελλάδα, εφόσον έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά. Σημειωτέον δε, ότι τα εμπόδια που θέτει ο ν. 3156/2003 στην πρόσβαση της μάζας των επενδυτών στα προϊόντα εκ τιτλοποιήσεων, δηλαδή, ο περιορισμένος κύκλος των εκατόν πενήντα επενδυτών και η πιστοληπτική αξιολόγηση, αίρονται σε μεγάλο βαθμό, λόγω της δυνατότητας των επενδυτών να προμηθευτούν αντίστοιχα προϊόντα μέσω της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων ή μετοχών επενδυτικών εταιρειών χαρτοφυλακίου, που έχουν επενδύσει σε τίτλους εκ τιτλοποιήσεων, με έδρα εκτός της ελληνικής επικράτειας. Γι' αυτό θεωρούμε, ότι στα πλαίσια μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, η παραπάνω διχογνωμία, είναι μικρής πρακτικής σημασίας, αφού ούτως ή αλλιώς, οι επενδυτές, θεσμικοί ή μη, εκτίθενται σε πληθώρα επενδυτικών προϊόντων από τιτλοποιήσεις, που μπορεί να λαμβάνουν χώρα στην άλλη άκρη της γης. Τα είδη των τίτλων και των οικονομικών επινοήσεων που συνιστούν επενδυτικά προϊόντα, αμφίβολης προέλευσης και ποιότητας και διατίθενται στις δευτερογενείς αγορές, δεν μπορούν να εξαντληθούν στα πλαίσια της παρούσης μελέτης²³³. Σκοπός άλλωστε της ανάλυσης που θα ακολουθήσει, είναι η παρουσίαση των τρόπων προστασίας όλων των επενδυτών, απλών και θεσμικών, που ενδέχεται να αποκτήσουν τίτλους προερχόμενους από διαδικασίες τιτλοποίησης.

3. Εποπτικές αρμοδιότητες της κεφαλαιαγοράς και προστασία επενδυτών:

Στη χώρα μας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι επιφορτισμένη με τις εποπτικές αρμοδιότητες των ΕΠΕΥ²³⁴ και των πιστωτικών ιδρυμάτων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, με στόχο την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και την προστασία των επενδυτών²³⁵. Η πληροφόρηση των επενδυτών αποτελεί σημαντικότερο παράμετρο για τη σωστή λειτουργία των κεφαλαιαγορών: Ανεξάρτητα από το αν οι πληροφορίες που διοχετεύονται στους επενδυτές είναι σωστές ή εσφαλμένες, κάτι που μπορεί να διαπιστωθεί μόνο εκ των υστέρων, δηλ. μετά την απόδοση της επένδυσης, οι ΕΠΕΥ έχουν τη δυνατότητα να διαμορφώνουν τάσεις και προτιμήσεις για συγκεκριμένα επενδυτικά προϊόντα, επηρεάζοντας έτσι την εν γένει διαμόρφωση της κεφαλαιαγοράς. Η διοχέτευση συγκεκριμένων πληροφοριών μπορεί

233. Οι τίτλοι που εκδίδονται από τιτλοποίηση που λαμβάνει χώρα στην Ελλάδα, έχουν τη μορφή και τη νομική φύση της ομολογίας και διέπονται από τις διατάξεις του ν. 3156.2003, ο οποίος είναι αρκετά ελληνοκεντρικός (βλ. διάκριση μεταξύ ABS securities και MBS securities, σε υποσημείωση 25 ανωτέρω και σε *Ρεπούση, Επενδυτικές* (2009), 163. Οι πιο διαδεδομένοι τίτλοι, που επινοήθηκαν στις Η.Π.Α. είναι τα hedge funds και τα CDO's.

234. Ως ΕΠΕΥ νοείται κάθε νομικό πρόσωπο, του οποίου το σύνθημα επαγγελματία ή δραστηριότητα είναι η παροχή μίας ή περισσότερων επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή η διενέργεια μίας ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση. (*Τριανταφλλάκης, Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου*, (2009), 328).

235. Ο ν. 3601/2007 στα αρ. 71 επ. προσδιορίζει τις υποχρεώσεις που θέτει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις ΕΠΕΥ για τήρηση κεφαλαιακής επάρκειας, εσωτερικών ελέγχων και δημοσιοποίησης πληροφοριών.

να αυξήσει τη ζήτηση ορισμένων προϊόντων, επομένως και την απόδοσή τους, προς όφελος ορισμένων μόνο συναλλασσομένων²³⁶. Επομένως, η σωστή πληροφόρηση από τις ΕΠΕΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελεί σημαντικό παράγοντα τόσο για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, όσο και πρόσφορο μέτρο προστασίας απλών και θεσμικών επενδυτών. Ωστόσο, οι διατάξεις περί προστασίας και πληροφόρησης των επενδυτών βρίσκονται διάσπαρτες σε πολλά νομοθετικά κείμενα²³⁷. Στη συνέχεια, θα επικεντρωθούμε στις υποχρεώσεις πληροφόρησης των ΕΠΕΥ και των πιστωτικών ιδρυμάτων έναντι τόσο των θεσμικών, όσο και των απλών επενδυτών, στα πλαίσια της πιλοποίησης. Άλλωστε, η απόσταση γνώσης των θεσμικών επενδυτών από τις οικονομικές και νομικές παραμέτρους της πιλοποίησης δεν αφίστανται σημαντικά από την απόσταση γνώσης που έχουν οι απλοί επενδυτές σε κάθε δημόσια πρόσφορα, των οποίων η προστασία είναι αναγνωρισμένη²³⁸.

Οι πηγές πληροφόρησης των επενδυτών που συμμετέχουν στη διαδικασία πιλοποίησης, μέσω των αγορών κεφαλαίων είναι οι ακόλουθες: i) Στην περίπτωση που οι εκδοθέντες τίτλοι διατεθούν στον περιορισμένο κύκλο των εκατόν πενήντα επενδυτών που ορίζεται στο ν. 3156/2003, η πληροφόρηση προέρχεται από τον οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης²³⁹, καθώς όταν πρόκειται για ιδιωτική τοποθέτηση δεν υπάρχει υποχρέωση έκδοσης και κατάρτισης ενημερωτικού δελτίου. Η υποχρέωση αυτή δεν επιβάλλεται ρητά ούτε από το ν. 3156/2003²⁴⁰. Ωστόσο, στη διεθνή πρακτική είθισται να καταρτίζονται ενημερωτικά δελτία, καθώς η πολυπλοκότητα του όλου μηχανισμού της πιλοποίησης καθιστά την επαρκή πληροφόρηση, ακόμα και των θεσμικών επενδυτών, ανέφικτη. Παρόλο που κατά το γράμμα του νόμου δεν είναι απαραίτητη η έκδοση ενημερωτικού δελτίου, όταν οι τίτλοι διατίθενται σε περιορισμένο κύκλο θεσμικών επενδυτών, από πολλούς υποστηρίζεται πως μια τέτοια υποχρέωση θα έπρεπε να θεσπιστεί, κάτι που άλλωστε συνάδει και με τη διεθνή πρακτική²⁴¹. ii) Στην περίπτωση που οι τίτλοι διατίθενται στο ευρύ επενδυτικό κοινό μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τότε

236. Βλ. αναλυτικά *Τριανταφυλλάκη*, Η Ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχής εσφαλμένων συμβουλών, ΧρΙΔ, 2001, 17 επ.

237. *Ψυχομάνης*, Οι διατάξεις για την προστασία του επενδυτή σε μια ενοποιημένη προσέγγιση. ΑΡΜΕΝΟΠΟΥΛΟΣ, 2000, 5 επ.

238. *Βενιέρης*, (2005) 415, υποσημείωση 1101

239. Σημειωτέον δε, ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση δεν επιβάλλεται από το νόμο όταν γίνεται ιδιωτική τοποθέτηση. Στην πράξη όμως, πάντα οι τίτλοι αξιολογούνται πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης, αλλιώς δεν θα καταστούν ελκυστικοί ούτε για τους θεσμικούς επενδυτές, οπότε παίρνουμε ως δεδομένο ότι οι θεσμικοί επενδυτές έχουν στη διάθεσή τους την έκθεση-αξιολόγηση του εκάστοτε οίκου.

240. Στο αρ. 1 § 4 του ν. 3156/2003 αναφέρεται η έκδοση προγράμματος του ομολογιακού δανείου. Στην Εισηγητική Έκθεση του νόμου, αναφέρεται πως «...το πρόγραμμα καθίσταται ιδιαίτερα χρήσιμο ...», κάτι που υποδηλώνει πως δεν είναι υποχρεωτική η έκδοση ενός τέτοιου ενημερωτικού δελτίου.

241. *Βενιέρης*, (2005) 415

υπάρχει ρητή υποχρέωση από το ν. 3156/2003 για αξιολόγηση των τίτλων από οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης, καθώς επίσης και υποχρέωση κατάρτισης ενημερωτικού δελτίου, κάτι που επιβάλλεται σε κάθε δημόσια προσφορά. Συνεπώς, αν και φαίνεται ότι η εκ του νόμου προστασία των θεσμικών επενδυτών είναι μικρότερη σε σχέση με αυτή των απλών επενδυτών, στην πράξη εξισορροπείται αυτή η διαφορετική αντιμετώπιση για την ασφαλή διεξαγωγή της πιλοποίησης.

4. Κατάρτιση ενημερωτικού δελτίου:

Ο ν. 3401/2005, ο οποίος ενσωματώνει στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2003/71/EK περιγράφει τις προϋποθέσεις για την θεμελίωση αστικής ευθύνης του εκδότη του ενημερωτικού δελτίου²⁴². Η ρύθμιση του αρ. 25 του ως άνω νόμου, που ενσωματώνει το αρ. 6 της οδηγίας έχει ως εξής:

- «1. Τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο, σύμφωνα με το αρ. 6 ευθύνονται έναντι αυτών που απέκτησαν κινητές αξίες μέσα στους πρώτους δώδεκα (12) μήνες από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου για κάθε θετική ζημία που υπέστησαν από υπαισιότητα των υπευθύνων προσώπων του αρ. 6 ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου,
2. Ο ζημιωθής φέρει το βάρος απόδειξης της ζημίας που υπέστη και της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της υπαισιότητας των υπευθύνων προσώπων του αρ. 6 και της ζημίας.
3. Τα υπεύθυνα πρόσωπα του αρ. 6 φέρουν το βάρος απόδειξης της έλλειψης υπαισιότητας.
4. Αξιώσεις για αποζημίωση κατά των υπευθύνων προσώπων του αρ. 6 παραγράφονται μετά την πάροδο τριών (3) ετών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου.
5. Οι διατάξεις του άρθρου αυτού δεν περιορίζουν, ούτε επηρεάζουν την ευθύνη των προσώπων του αρ. 6 έναντι των επενδυτών για κάθε ππαίσμα ως προς την ακρίβεια και πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου με βάση τις γενικές διατάξεις.

²⁴². Πριν τη θέση σε ισχύ του ν.3401/2005, η υποχρεωτικότητα του ενημερωτικού δελτίου στο ελληνικό δίκαιο, προβλεπόταν από στην παρ. 3 του αρ. 8 του ν2190/1920, σύμφωνα με το οποίο, «η διάθεση προς το κοινό μετοχών ή ομολογιών ενεργείται μέσω αναδόχου, ο οποίος συνυπογράφει το ενημερωτικό δελτίο», ενώ οι καταργηθείσες διατάξεις του αρ. 4 του ΠΔ 348/1985 και του αρ. 5 του ΠΔ 52/1992 επέβαλαν το ενημερωτικό δελτίο στην περίπτωση εισαγωγής επενδυτικών αξιόγραφων στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και στην περίπτωση πρόσκλησης προς το κοινό. Οι παραπάνω ρυθμίσεις αποτέλεσαν προϊόν προσαρμογής του ελληνικού δικαίου, στις αντίστοιχες κοινοτικές ρυθμίσεις της Οδηγίας 80/390/ΕΟΚ και της Οδηγίας 79/298/ΕΟΚ, αντίστοιχα (*Αυγητίδης*, Η Ευθύνη του αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2003/71/EK με το ν.3401/2005, σε: Το θεσμικό πλαίσιο και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς, (2009) 214 επ.)

6. Κάθε ρήτρα ή συμφωνία για τον περιορισμό της ευθύνης ή την απαλλαγή των προσώπων του αρ. 6 είναι άκυρη έναντι των επενδυτών.

7. Αστική ευθύνη δεν μπορεί να αποδοθεί σε οποιοδήποτε πρόσωπο αποκλειστικά και μόνο βάσει του περιληπτικού σημειώματος, συμπεριλαμβανομένης και της μετάφρασής του, εκτός εάν το εν λόγω σημείωμα είναι παραπλανητικό, ανακριβές ή δεν παρουσιάζει συνάφεια με τα λοιπά μέρη του ενημερωτικού δελτίου».

Στα πρόσωπα του αρ. 6 συμπεριλαμβάνονται ο εκδότης, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή, τα μέλη των ΔΣ των παραπάνω νομικών προσώπων και οι σύμβουλοι. Με τη διάταξη αυτή θεσπίζεται ένα είδος αδικοπρακτικής ευθύνης, καθώς ο ζημιωθείς πρέπει να αποδείξει αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της υπαιτιότητας των υπευθύνων προσώπων και της ζημίας που υπέστη. Στην τρίτη παράγραφο, ωστόσο, υπάρχει απόκλιση από την παραδοσιακή αδικοπρακτική ευθύνη, καθώς οι υπεύθυνοι για το ενημερωτικό δελτίο φέρουν το βάρος απόδειξης της έλλειψης υπαιτιότητας. Αυτή η λύση υιοθετείται από το νομοθέτη, γιατί τα υπεύθυνα πρόσωπα είναι, κατά τεκμήριο ικανά να ανταποκριθούν σε αυτήν την αναστροφή του βάρους απόδειξης²⁴³.

Οι προϋποθέσεις για τη θεμελίωση της παραπάνω ευθύνης είναι οι ακόλουθες:

- i) Έκδοση ενημερωτικού δελτίου, όπου είναι υποχρεωτικό εκ του νόμου. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, καθώς οι τίτλοι προορίζονται για ιδιωτική τοποθέτηση μόνο, η έκδοση ενημερωτικού δελτίου δεν είναι υποχρεωτική. Αυτό πιθανότατα αφήνει τους θεσμικούς επενδυτές εκτεθειμένους στους πολλαπλούς κινδύνους της τιτλοποίησης, καθώς δεν μπορεί να στοιχειοθετηθεί αστική ευθύνη των εκδοτών ή άλλων υπευθύνων για την έκδοση των τίτλων για πλημμελή πληροφόρηση για τα συγκεκριμένα επενδυτικά προϊόντα. Η διαπίστωση αυτή επιβεβαιώνει την θέση πως η έκδοση ενημερωτικού δελτίου, θα έπρεπε να είναι ενημερωτική.
- ii) Απόκτηση των επενδυτικών αξιόγραφων, ως χρονική συνέπεια της κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου, πρωτογενώς ή δευτερογενώς.
- iii) Πλημμέλεια του ενημερωτικού δελτίου, όπως π.χ. έλλειψη πληρότητας και ακρίβειας²⁴⁴. Μέτρο για τη διαπίστωση της ακρίβειας ή της ανακρίβειας του ενημερωτικού δελτίου θα αποτελέσει ο βαθμός ανταπόκρισης του περιεχομένου του στις απαιτήσεις που τίθενται στο αρ. 5 του ν. 3401/2005, σύμφωνα με το οποίο «το ενημερωτικό δελτίο περιέχει όλες τις πληροφορίες, οι οποίες, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών, που αποτελούν το αντικείμενο της δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά,

²⁴³ Αυγητίδης, (2009) 227

²⁴⁴ Πολίτης, Η πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, (2002), 250 επ.

είναι απαραίτητες, προκειμένω να παρέχεται στους επενδυτές η δυνατότητα να εκτιμούν ενήμεροι τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις, τη χρηματοοικονομική θέση, τα κέρδη τις απώλειες και τις προοπτικές του εκδότη και του τυχόν εγγυητή, που ενσωματώνονται σε αυτές τις κινητές αξίες»²⁴⁵. Η διάταξη εξειδικεύεται περαιτέρω από τον Κανονισμό 809/2004, που περιέχει ανά κατηγορία επενδυτικού αξιολογίου, τις ελάχιστες πληροφορίες που πρέπει να περιλαμβάνει κάθε ενημερωτικό δελτίο.

Επιπλέον δεν αποκλείεται κοινή αδικοπρακτική ευθύνη βάσει των 914 και 919 ΑΚ, καθώς και ειδική ευθύνη του αρ. 8 του ν. 2251/1994, στην περίπτωση των απλών επενδυτών, που ενεργούν ως καταναλωτές.

5. Ολοκληρωμένο Θεσμικό Πλαίσιο για την προστασία των επενδυτών (MIFID):

Στα πλαίσια της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, υιοθετήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή η Οδηγία 2004/39/ΕΚ²⁴⁶, γνωστή ως MIFID Directive, με βασικό στόχο την εξασφάλιση της απαιτούμενης ρυθμιστικής εναρμόνισης (*maximum harmonization*), ώστε να επιτευχθεί ένα υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών και να διευκολυνθεί η δια-συνοριακή παροχή υπηρεσιών εντός της Κοινότητας.²⁴⁷ Στην ελληνική έννομη τάξη, η οδηγία αυτή εισήχθη με τον ν. 3606/2007, που θεσπίζει διατάξεις για την προστασία των επενδυτών τόσο με τη μορφή υποχρεώσεων επαγγελματικής δεοντολογίας, όσο και με τη μορφή κανόνων σχετικά με την εκτέλεση

²⁴⁵. Οι διατάξεις αυτές είναι γενικές και εφαρμόζονται για όλες τις «κινητές αξίες», όπως πχ είναι οι μετοχές. Ειδικά για τα αμοιβαία κεφάλαια, ισχύουν τα ακόλουθα: Βάσει του άρθρου 30 του ν. 3283/2004 «η Τράπεζα υποχρεούται να εκδίδει για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο (όπως το συγκεκριμένο) που διαχειρίζεται ένα απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο και ένα πλήρες ενημερωτικό δελτίο. Τα ουσιαστικά στοιχεία του πλήρους ενημερωτικού δελτίου και τα στοιχεία του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου πρέπει να επικαιροποιούνται αμελλητί μετά από κάθε μεταβολή τους». Κατά την παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου, «η Τράπεζα πρέπει να παραδίδει δωρεάν σε αυτόν που επιθυμεί να καταστεί μεριδιούχος του αμοιβαίου κεφαλαίου, το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο και ύστερα από αίτηση του το πλήρες ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου, τον κανονισμό του και την τελευταία δημοσιευθείσα ετήσια εξαμηνιαία έκθεση του. Η Τράπεζα υποχρεούται να ενημερώνει για το δικαίωμα αυτό όποιον επιθυμεί να καταστεί μεριδιούχος». Κατά την παράγραφο 3 του ίδιου άρθρου «τόσο το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο όσο και το πλήρες ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου πρέπει να περιέχουν τα απαραίτητα στοιχεία που θα επιτρέψουν στους επενδυτές να διαμορφώσουν τεκμηριωμένη γνώμη για την προτεινόμενη επένδυση και τους σχετικούς κινδύνους της».

²⁴⁶. Η Οδηγία 2004/39 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων εκδόθηκε σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy και αποτελεί μια από τις σημαντικότερες νομοθετικές αλλαγές που έχουν εισαχθεί από την ΕΕ στα πλαίσια εφαρμογής του Financial Services Action Plan (FSAP) και τη συνέχεια εναρμόνισης των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίων, που συνεχίζεται επί μία δεκαετία και πλέον (Σινανιώτη – Μαρούδη, ΝοΒ, 2009, τ.57, 53).

²⁴⁷. Π. Σταϊκούρας, σε Το θεσμικό πλαίσιο και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς, (2009), 107

των εντολών, με τους οποίους πρέπει να συμμορφώνονται οι ΕΠΕΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες²⁴⁸.

Ιδιαίτερα σημαντική για το μέτρο της ευθύνης των ΕΠΕΥ έναντι των πελατών τους, είναι η ρύθμιση του αρ. 6 του ν. 3606/2007, η οποία εισάγει τη **διάκριση μεταξύ ιδιωτών κι επαγγελματιών πελατών, διάκριση η οποία είναι καθοριστική για το επίπεδο προστασίας που οφείλει μια ΕΠΕΥ να παρέχει προς τους πελάτες της**²⁴⁹. Ως **επαγγελματίας πελάτης**, θεωρείται ο πελάτης που διαθέτει την πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση να για να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά δεόντως τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται, όπως π.χ. τα πιστωτικά ιδρύματα, θεσμικοί επενδυτές κλπ. Ως **ιδιώτης πελάτης** νοείται κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας. Για την κατάταξη ενός επενδυτή στην κατηγορία του ιδιώτη πελάτη, πρέπει να πληρούνται στο πρόσωπό του δύο από τα παρακάτω κριτήρια – τεκμήρια: α) να πραγματοποιήσει λιγότερες από δέκα κατά μέσο όρο συναλλαγές ανά τρίμηνο στη σχετική αγορά κατά τη διάρκεια του τελευταίου έτους και αυτές δεν είχαν επαρκή όγκο, β) η αξία του χαρτοφυλακίου χρηματοπιστωτικών μέσων που αυτός διαθέτει δεν υπερβαίνει τα 500.000 ευρώ, γ) δεν κατέχει, ούτε κατείχε επί ένα έτος τουλάχιστον, επαγγελματική θέση στο χρηματοπιστωτικό τομέα, η οποία απαιτεί γνώση των σχεδιαζόμενων συναλλαγών. Επιπλέον, το αρ. 6 εισάγει τη κατηγορία του **επιλέξιμου αντισυμβαλλόμενου**, που αποτελεί υποκατηγορία του επαγγελματία πελάτη, και παρέχει τη δυνατότητα σε κάθε επαγγελματία πελάτη να ζητήσει από τις ΕΠΕΥ να αντιμετωπιστεί ως μη επαγγελματίας, ώστε να λάβει υψηλότερο επίπεδο προστασίας ως ιδιώτης. Το υψηλότερο αυτό επίπεδο προστασίας έγκειται στην εφαρμογή των προστατευτικών διατάξεων των αρ.25, 27 και 28 του ν. 3630/2007²⁵⁰.

Σύμφωνα με το αρ. 25 του ν. 3606/2007, η ΑΕΠΕΥ οφείλει να ενεργεί κατά την παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σε πελάτες, με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών της. Οι παρεπόμενες πληροφορίες σε πελάτες ή σε δυνητικούς πελάτες, συμπεριλαμβανομένων των διαφημιστικών ανακοινώσεων, πρέπει να είναι ακριβείς, σαφείς, μη παραπλανητικές. Η πληροφόρηση πρέπει να γίνεται σε κατανοητή μορφή, ώστε οι πελάτες να είναι σε θέση να κατανοούν τους ενδεχόμενους κινδύνους από την παροχή της συγκεκριμένης επενδυτικής υπηρεσίας

248. Πριν από τη θέσπιση του ν. 3606/2007, οι κανόνες συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ ρυθμίζονταν από τον Κώδικα Συμπεριφοράς των Επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

249. Τριανταφυλλάκης, Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου, (2009), 333.

250. Οι διατάξεις περί προστασίας των επενδυτών εξειδικεύονται περαιτέρω, από την Απόφαση ΕΚ 1/452/1.11.2007

και να λαμβάνουν αποφάσεις βάσει αντικειμενικής πληροφόρησης. Η ΕΠΕΥ οφείλει να αντλεί τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη, ήτοι να προβαίνει σε **αξιολόγηση καταλληλότητας** των επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών για το συγκεκριμένο πελάτη. Ειδικότερα, σύμφωνα με την Απόφαση ΕΚ 1/452/1.11.2007, η ΕΠΕΥ οφείλει να λαμβάνει πληροφορίες σχετικά με την εμπειρία και γνώση του εκάστοτε πελάτη, βάσει των οποίων αξιολογεί εάν ο πελάτης κατανοεί τους κινδύνους των επενδυτικών προϊόντων ή υπηρεσιών. Εάν η ΕΠΕΥ, βάσει της παρεχόμενης πληροφόρησης, θεωρεί ότι το συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν ή υπηρεσία δεν είναι συμβατό με τον συγκεκριμένο πελάτη, οφείλει να τον προειδοποιήσει σχετικά. Ειδικά για τους επαγγελματίες πελάτες, η ΕΠΕΥ θεωρεί ότι κατέχουν την απαιτούμενη πείρα και γνώση, ώστε να είναι σε θέση να τους ενδεχόμενους κινδύνους μιας επενδυτικής επιλογής. Η ΕΠΕΥ δικαιούται να βασίζεται στην πληροφόρηση που της παρέχουν οι πελάτες της, εκτός εάν γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει βάσει των περιστάσεων ότι η πληροφόρηση αυτή είναι εμφανώς παρωχημένη, ανακριβής ή ελλιπής.

Το άρ. 27 του ν. 3603/2007 προβλέπει κανόνες σχετικά με την εκτέλεση των εντολών. Συγκεκριμένα, προβλέπεται η υποχρέωση της βέλτιστης εκτέλεσης της εντολής, που συνίστανται στην επίτευξη κατά την εκτέλεση της εντολής του βέλτιστου αποτελέσματος για τον πελάτη, σύμφωνα με τις ανάγκες του συγκεκριμένου πελάτη και τη ρητή συναίνεσή του.

Στα πλαίσια της τιτλοποίησης, οι διατάξεις αυτές έχουν ιδιαίτερη σημασία, ιδίως όταν οι εκδοθέντες τίτλοι διατίθενται στο ευρύ επενδυτικό κοινό μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Λόγω της πολυπλοκότητας της όλης διαδικασίας, οι επενδυτές χρήζουν αυξημένης προστασίας και πληροφόρησης από τις ΕΠΕΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες²⁵¹. Το υψηλό αυτό επίπεδο προστασίας που επιβάλλεται από τον ν. 3606.2007, πιθανώς να βάλει ένα «φρένο» στις αθέμιτες πρακτικές ΕΠΕΥ και πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία συχνά προωθούν ριψοκίνδυνα επενδυτικά προϊόντα στους πελάτες τους, εκμεταλλευόμενα τη σχέση εμπιστοσύνης που έχει δημιουργηθεί μεταξύ τους. Το φαινόμενο αυτό πήρε μεγάλες διαστάσεις κατά τη διάρκεια της παρούσας οικονομικής κρίσης, λόγω της πτώχευσης μεγάλων εταιρειών, όπως η **Lehman Brothers**, που είχαν εκδώσει δομημένες ομολογίες, οι

²⁵¹. Το καθήκον της Τράπεζας ή της ΕΠΕΥ για έρευνα και ενημέρωση είναι ιδιαίτερα αυξημένο όταν πρόκειται για ιδιαίτερος επικίνδυνα ή πολύπλοκα επενδυτικά προϊόντα. Αυτό δεν σημαίνει ότι η Τράπεζα οφείλει να αποτρέψει τον επενδυτή από μια ριψοκίνδυνη επένδυση, αλλά οφείλει να καταστήσει σαφή τον κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται. Στόχος της Τράπεζας δεν είναι η επιτυχία της επένδυσης, αλλά η εκ μέρους της καταβολής κάθε δυνατής προσπάθειας και επιμέλειας για την εκπλήρωση των καθηκόντων ενημέρωσης, διαφώτισης, έρευνας και παροχής κατάλληλης συμβουλής (Γεωργιάδης, Γ., ΧρΙΔ 2008, 874)

οποίες διατέθηκαν σε επενδυτές ανά τον κόσμο²⁵². Στη χώρα μας μόνο, μέσω της **Citibank**, πολλοί επενδυτές, και κυρίως ιδιώτες, επένδυσαν σε δομημένα ομόλογα της πτωχεύσασας εταιρείας, συχνά καθ' υπόδειξη της τράπεζας με την οποία συνεργάζονταν και είχαν αναπτύξει σχέση εμπιστοσύνης. Η αδυναμία τους σε πολλές περιπτώσεις να κατανοήσουν τον πολύπλοκο μηχανισμό ενός προϊόντος, αναπληρωνόταν από αυτή τη σχέση εμπιστοσύνης, καθώς θεωρούσαν ότι για να τους το υποδεικνύει η τράπεζα, είχε ήδη μελετήσει τις ανάγκες τους και τις αποδόσεις του εν λόγω προϊόντος²⁵³. Θεωρούμε, λοιπόν ότι οι επενδυτές αυτοί προστατεύονται επαρκώς από τις παραπάνω διατάξεις του ν. 3606/2007, χωρίς φυσικά να στερούνται της προστασίας των κοινών διατάξεων του ΑΚ και των ειδικότερων του ν. 2251/1994. Μένει να δούμε πως θα ερμηνευθούν και θα εφαρμοστούν οι εν λόγω διατάξεις από τα Δικαστήρια. Στην πρώτη υπόθεση επενδυτή – καταναλωτή που εκδικάστηκε από ελληνικό δικαστήριο²⁵⁴, και αφορούσε σε βλάβη στην περιουσία επενδυτή, λόγω παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την ως άνω Τράπεζα, η ευθύνη της τελευταίας θεμελιώθηκε από το Δικαστήριο, βάσει των γενικών διατάξεων 281, 288 ΑΚ και της ειδικότερης του αρ. 8 ν. 2251/2004, χωρίς όμως να γίνει καμία αναφορά στις διατάξεις του ν. 3606/2007.

252. βλ. σχετικά <http://www.lehmannotes.com/structured-products/>

253. βλ. σχετικό άρθρο του Δ. Σπυράκου, «Η πτώχευση της Lehman Brothers και τα δικαιώματα των επενδυτών για αποζημίωση», διαθέσιμο στην επίσημη ιστοσελίδα της ΕΚΠΟΙΖΩ, <http://www.ekpizo.gr/el/financialservices/236/print.php?&nid=476>

254. ΠΠΡΘεσσαλ 19932/2009, δημοσίευση ΝΟΜΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε

ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ –
ΕΝΟΠΙΟΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ1. Η ανάγκη αναπροσαρμογής του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου:

Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι η παρούσα οικονομική κρίση δεν εκδηλώθηκε σε έναν τομέα της οικονομίας που είναι νομοθετικά αρρυθμιστος. Αντιθέτως, εμφανίστηκε σε έναν από τους αυστηρότερα εποπτευόμενους τομείς της οικονομίας, τον χρηματοοικονομικό, ο οποίος είναι τόσο αυστηρά εποπτευόμενος, ακριβώς για να αποφευχθεί μια πιθανή κατάρρευση των πιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και το ενδεχόμενο δημιουργίας συστημικού κινδύνου²⁵⁵. Παρόλα αυτά, το υπάρχον ρυθμιστικό πλαίσιο απεδείχθη ευάλωτο μπροστά στην απληστία των υψηλόβαθμων στελεχών των μεγάλων τραπεζών, αλλά και την επινοητικότητα των εκδοτών τίτλων, που εξέδιδαν περίπλοκα επενδυτικά προϊόντα χωρίς πραγματικό οικονομικό αντίκρισμα, με την «σφραγίδα ποιότητας» των rating agencies, τα οποία στη συνέχεια διατίθενταν στις αγορές κεφαλαίων²⁵⁶. Το ερώτημα που εύλογα γεννάται είναι το ακόλουθο: τι έκαναν οι εποπτικές αρχές μπροστά σε αυτόν τον άκρατο φιλελευθερισμό, την αδηφαγία και την αισχροκέρδεια των κύριων φορέων της αγοράς, που ευθαρσώς καταστρατηγούσαν χρηματοοικονομικούς θεσμούς, όπως αυτόν της τιτλοποίησης, για μεγιστοποίηση των κερδών τους, οδηγώντας την παγκόσμια οικονομία ένα βήμα πριν από την κατάρρευση; Η απάντηση προφανώς δεν είναι απλή. Το σίγουρο όμως είναι πως υπήρξε μια «ενορχηστρωμένη σύμπραξη»²⁵⁷ πολλών παραγόντων, καθένας από τους οποίους έχει το δικό του μερίδιο ευθύνης για την εκδήλωση της τρέχουσας οικονομικής κρίσης: εποπτικές αρχές, κεντρικές τράπεζες, οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης συνέβαλαν αποφασιστικά στη δημιουργία αυτής της εικονικής οικονομίας, που τελικά κατέρρευσε. Υπό αυτές τις συνθήκες, η ανάγκη αναπροσαρμογής του ισχύοντος ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου²⁵⁸, καθώς και η επίτευξη της

255. Ν. Ρόκας, Η παγκόσμια οικονομική κρίση και μέτρα αντιμετώπισής της, ΝοΒ, 2009, 17

256. «Μαθηματικοί εγκέφαλοι δημιούργησαν νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία, τα οποία υποσχόμενα ότι θα περικόψουν τα χρέη, κατεδάφισαν τα τείχη της προνοητικότητας και της αυτοσυγκράτησης...Οι «έμποροι των χρεών»...πώλησαν τα τοξικά προϊόντα τους όχι μόνο στους αδαείς και στους αφελείς, αλλά και σε άπληστους οικονομικούς ομίλους» (Απόσπασμα από άρθρο του καθηγητή Skidelsky, δημοσιευμένο στη «Ν», 9.1.2009)

257. Δανείζομαι την εύστοχη έκφραση από τον Ν.Ρόκα,, ΝοΒ, 2009, 17

258. Ως ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο ορίζεται το σύνολο των διατάξεων του παραγώγου κοινοτικού δικαίου μέσω των οποίων επιδιώκεται η επίτευξη της θετικής και αρνητικής ολοκλήρωσης της Κοινότητας, με στόχο τη διαμόρφωση ενός ενιαίου

χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης²⁵⁹, και δη της θετικής²⁶⁰, που έχει ξεκινήσει από τη δεκαετία του 80, κρίνεται πιο επιτακτική από ποτέ. Ενόψει της παρούσης χρηματοπιστωτικής κρίσης, το βασικό αίτημα που πρέπει να επιτευχθεί είναι αυτό της διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος εντός της ΕΕ, μέσω ρυθμιστικής και θεσμικής παρέμβασης.

2. Η διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω του ισχύοντος ευρωπαϊκού δικαίου

2.1. Ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο σε επίπεδο κανόνων

Το ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο περιέχει κανόνες, βάσει της αρχής της ελάχιστης ή μερικής εναρμόνισης, με στόχο την εξασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, αναφορικά με:

- Τις προϋποθέσεις για την αδειοδότηση και την άσκηση δραστηριότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, των ΕΠΕΥ, των ΟΣΕΚΑ και των ασφαλιστικών εταιρειών.
- Την προληπτική εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τόσο σε ατομική, όσο και σε ενοποιημένη βάση (δηλ. σε επίπεδο ομίλων ομοιογενών χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων), με ιδιαίτερη έμφαση στις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας (βλ. κεφάλαιο Γ της παρούσης).

χρηματοπιστωτικού χώρου στα πλαίσια λειτουργίας της ενιαίας αγοράς. (Γκόρτσος, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ, 2009, 48 και Του ιδίου, ΔΕΕ 2008, 430). Το πρωτογενές κοινοτικό δίκαιο δεν περιέχει διατάξεις ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου. Μοναδική ίσως εξαίρεση συνιστούν οι διατάξεις των παρ. 5 κι 6 του αρ. 105 της ΣυνθΕΚ.

259. Με τον όρο **χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση** νοείται η συσσωμάτωση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων δύο ή περισσότερων κρατών στο πλαίσιο της λειτουργίας ενός ενιαίου οικονομικού χώρου, με στόχο την ικανοποίηση τριών συνθηκών: α) όλοι οι δυνητικοί συμμετέχοντες στην αγορά υπόκεινται σε ένα ενιαίο πλαίσιο κανόνων όταν αποφασίζουν να κάνουν χρήση των χρηματοπιστωτικών μέσων ή υπηρεσιών που παρέχονται στο πλαίσιο λειτουργίας ενός ενιαίου οικονομικού χώρου, β) έχουν ίσους όρους πρόσβασης σε αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα ή τις υπηρεσίες και γ) έχουν ίσους όρους μεταχείρισης στην αγορά. Η ολοκλήρωση αυτή παρέχεται συστηματικά μέσω της ίδιας της αγοράς ("market led process of integration"), μέσω αυτορρύθμισης, αλλά κυρίως μέσω κανονιστικών διατάξεων, που εκπορεύονται από τη νομοπαραγωγική διαδικασία των αρμόδιων κοινοτικών οργάνων. (Γκόρτσος, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ, 2009, 47_

260. Ως **αρνητική χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση** νοείται η κατάργηση των διοικητικών περιορισμών ανάμεσα στα συμμετέχοντα κράτη αναφορικά με την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, ελεύθερης εγκατάστασης και παροχής υπηρεσιών για τους διάφορους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το βασικό νομικό εργαλείο για την επίτευξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ΕΕ είναι η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων των κρατών μελών αναφορικά με τους όρους αδειοδότησης των αλλοδαπών υποκαταστημάτων των κοινοτικών φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών εντός της ενιαίας αγοράς. Ως **θετική ολοκλήρωση**, νοείται η υιοθέτηση κανόνων, στη βάση της αρχής της εναρμόνισης, μέσω των οποίων καθίσταται δυνατή η ικανοποίηση των αιτημάτων «ρυθμιστικής παρέμβασης», με στόχο, μεταξύ άλλων, την εξασφάλιση της σταθερότητας στον χρηματοπιστωτικό και χρηματοοικονομικό τομέα και την προστασία των επενδυτών και των καταναλωτών. (Γκόρτσος, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ, 2009, 48). Βάσεις ρυθμιστικής παρέμβασης αποτελούν οι «αστοχίες της αγοράς, ("market failures), όπως είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης.

- Τους όρους λειτουργίας των εθνικών συστημάτων εγγύησης καταθέσεων.

2.2. Ισχύον θεσμικό πλαίσιο σε επίπεδο φορέων:

Όσον αφορά τους αρμόδιους φορείς για την εφαρμογή των ως άνω κανόνων για την επίτευξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η επιλογή του κοινοτικού νομοθέτη ήταν η μη δημιουργία υπερεθνικών εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος²⁶¹, επιλογή που όμως αποδείχθηκε ανεπαρκής για την αποτροπή δημιουργίας και διάδοσης κρίσεων. Κατ' εφαρμογή αυτής της επιλογής, αρμόδιες για την αδειοδότηση και για την άσκηση προληπτικής εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που δρουν εντός του ευρωπαϊκού χώρου είναι οι εθνικές αρχές κάθε κράτους μέλους, όπως εξουσιοδοτούνται βάσει σχετικών νομοθετικών διατάξεων²⁶². Το ίδιο ισχύει για τα συστήματα εγγύησης καταθέσεων, τα οποία αποφασίστηκε να είναι εθνικά, καθώς και για τη λήψη μέτρων εξυγίανσης κι εκκαθάρισης των προβληματικών πιστωτικών ιδρυμάτων, που λαμβάνονται από τις εθνικές διοικητικές /δικαστικές αρχές κάθε κράτους μέλους²⁶³.

Πρέπει επιπλέον να σημειωθεί, ότι παρά την έναρξη λειτουργίας της ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής ένωσης (ΟΝΕ) και παρά τη χάραξη κι εφαρμογή μιας ενιαίας νομισματικής και οικονομικής πολιτικής στην ευρωζώνη, ούτε το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), ούτε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έχουν αναχθεί σε υπερεθνικές εποπτικές αρχές²⁶⁴.

3. Προτάσεις για την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου – Η Έκθεση Larosière:

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η παρούσα οικονομική κρίση ανέδειξε τις αδυναμίες του υπάρχοντος συστήματος, καθώς και το μεγάλο μειονέκτημα της έλλειψης υπερεθνικών εποπτικών αρχών, που οδηγεί στον κατακερματισμό της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, κάτι που αποδείχθηκε αναποτελεσματικό. Ως εκ

261. Γκόρτσος, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ 2009, 48

262. Στην Ελλάδα, η άσκηση προληπτικής εποπτείας γίνεται από την ΤτΕ, βάσει του ν, 3601/2007.

263. Όσον αφορά την προληπτική εποπτεία των αλλοδαπών υποκαταστημάτων των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, που δρουν εντός της ΕΕ, αυτή ασκείται από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής. Επιπλέον καθιερώθηκε η υποχρέωση συνεργασίας μεταξύ των αρμοδίων αρχών του κράτους μέλους καταγωγής των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αυτών του κράτους μέλους υποδοχής. Η προληπτική εποπτεία των ομίλων ασκείται από τις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής της μητρικής επιχείρησης, σε συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών κράτους της μητρικής και κρατών των θυγατρικών.

264. Βλ. αρ. 105 § 5 της Συνθήκης, όπου ορίζεται ότι «το ΕΣΚΤ συμβάλλει σε μια εκ μέρους των αρμοδίων αρχών ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν στην προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος». Σε αυτά τα πλαίσια, η ΕΚΤ μπορεί μόνο να εκδίδει νομικά μη δεσμευτικές γνώμες.

τούτου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέθεσε την διερεύνηση τρόπων αναπροσαρμογής του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου, σχετικά με τους φορείς άσκησης ρυθμιστικής παρέμβασης, σε ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων υψηλού επιπέδου υπό την ηγεσία του πρώην κεντρικού τραπεζίτη Jacques de Larosière (High Level Group on Financial Supervision in the EU), γνωστή ως «ομάδα Larosière»²⁶⁵.

Η ομάδα Larosière κλήθηκε να υποβάλλει συγκεκριμένες προτάσεις σχετικά με την ενίσχυση του ευρωπαϊκού εποπτικού πλαισίου του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και πιο συγκεκριμένα, να τοποθετηθεί αναφορικά με τρεις θεματικές²⁶⁶:

1. τη θεσμική διάρθρωση της εποπτείας των κοινοτικών φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, προκειμένου να διασφαλιστεί η, σε προληπτική βάση, σταθερότητα και ευρωστία των χρηματοπιστωτικών συστημάτων και των ευρωπαϊκών σταθερότητας, την έγκαιρη προειδοποίηση και διαχείριση κρίσεων,
2. την αναγκαία έκταση συνεργασίας μεταξύ των αρμόδιων εποπτικών αρχών σε διεθνές επίπεδο, με στόχο την αποτελεσματικότερη εποπτεία των αγορών και κατ' επέκταση, την προστασία επενδυτών και καταθετών, ειδικά μέσω της επανεξέτασης και ανακατανομής καθηκόντων σε εθνικό και υπερεθνικό επίπεδο,
3. την αναγκαία έκταση συνεργασίας μεταξύ των αρμόδιων εθνικών εποπτικών αρχών, σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ανά την υφήλιο.

Ως προς το πρώτο ερώτημα, αναφορικά με την θεσμική διάρθρωση της εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, υπήρξε προβληματισμός ως προς την επιλογή ανάμεσα σε δύο προτάσεις:²⁶⁷ η πρώτη αφορούσε στη δημιουργία «κολεγίων εποπτικών αρχών», στην αρμοδιότητα των οποίων θα ενέπιπτε η εποπτεία τραπεζικών ομίλων με σημαντική διασυνοριακή δραστηριότητα, ενώ η δεύτερη αφορούσε στη δημιουργία υπερεθνικών εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Κοινότητα, κάτι που προϋπήρχε ως ιδέα από την έναρξη λειτουργίας της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης.

Εντέλει, η Επιτροπή επέλεξε να μην θεσμοθετήσει υπερεθνικές εποπτικές αρχές, τουλάχιστον άμεσα, στα πλαίσια της παρούσας χρηματοπιστωτικής κρίσης²⁶⁸. Αντ' αυτού πρότεινε δύο προτάσεις, αναπροσαρμογής του πλαισίου άσκησης

²⁶⁵ βλ. αναλυτικά Γκόρτσο, ΧρηΔικ 2009, 5 επ.

²⁶⁶ Γκόρτσο, ΧρηΔικ 2009, 5 και του ίδιου ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ 2009, 48

²⁶⁷ βλ. αναλυτικά Press Release, High Level Expert Group on EU Financial Supervision held first meeting on 12 November 2008, διαθέσιμο στην ακόλουθη ιστοσελίδα: <http://ec.europa.eu/rapid/pressreleasesAction.do?reference=IP/08/1679&format=HTML&aged=0&languages=EN&guiLanguage=en>

²⁶⁸ The High -Level Group of Thirty on Financial Supervision on the EU, Chaired by Jacques de Larosiere, Report, Brussels, 25 February 2009. Η Έκθεση είναι διαθέσιμη στην ακόλουθη ιστοσελίδα:

http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf

εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα: μία βραχυπρόθεσμη, με στόχο την ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο²⁶⁹ και μία μακροπρόθεσμη, με απώτερο στόχο τη θεσμοθέτηση δύο ευρωπαϊκών αρχών: i) μιας αρχής αρμόδιας για ζητήματα προληπτικής εποπτείας του τραπεζικού και ασφαλιστικού τομέα και ii) μιας αρχής αρμόδια, σε οριζόντιο επίπεδο για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος, για θέματα αγορών και κανόνων συμπεριφοράς.

3.1 Η Βραχυπρόθεσμη πρόταση για την ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο:

Σ έναν βραχυπρόθεσμο ορίζοντα²⁷⁰, πρέπει να ληφθούν μέτρα α) για την ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο και β) την ενίσχυση της εποπτείας σε εθνικό επίπεδο, καθώς οι εθνικές εποπτικές αρχές, θα διατηρήσουν τις αρμοδιότητές τους.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εποπτείας και Διαχείρισης Κινδύνων:

Για την ενίσχυση της εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η Έκθεση προτείνει τη δημιουργία ενός «Ευρωπαϊκού Συστήματος Εποπτείας και Διαχείρισης Κρίσεων» («A European System of Supervision and Crisis Management») του χρηματοπιστωτικού συστήματος²⁷¹, το οποίο περιλαμβάνει δύο σκέλη: i) Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εποπτείας και ii) το Ευρωπαϊκό Σύστημα Διαχείρισης Κρίσεων
i) Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εποπτείας: →

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εποπτείας αποτελεί το επίκεντρο της βραχυπρόθεσμης πρότασης και, σύμφωνα με την Έκθεση, θα απαρτίζεται από δύο φορείς: το «Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου» (ΕΣΣΚ) ("European Systemic Risk Council"), το οποίο θα είναι υπεύθυνο για τη μακροπροληπτική εποπτεία²⁷² του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος και το «Ευρωπαϊκό Σύστημα

269. Κάτι που θα συμβάλλει και στην αποκατάσταση της σταθερότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα, στην παρούσα οικονομική συγκυρία.

270. Όπως εύστοχα παρατηρείται, θα ήταν ορθότερο να χρησιμοποιηθεί ο όρος μεσοπρόθεσμο, καθώς οι ως άνω προτάσεις θα πρέπει να έχουν υλοποιηθεί μέχρι το 2012. (Γκόρτσος ΧρηΔικ 2009, 5 επ),

271. Παρ. 192 της Έκθεσης: "Regulation, supervision and management/ resolution arrangements are intertwined. They form a continuum. There is no point in converging supervisory practices, if the basic financial regulation remains fragmented. And it will be impossible to revamp the organisation of European Supervision, without clarity as to how a crisis, should it break down, will be managed and resolved by the competent authorities".

272. Σύμφωνα με την παρ. 147 της Έκθεσης, «μακροπροληπτική εποπτεία είναι το σύνολο των ενεργειών που αναλαμβάνονται από τις αρμόδιες προς αυτό αρχές με στόχο τον περιορισμό της έκθεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του σε συστημικούς κινδύνους, οι οποίοι απορρέουν από παράγοντες που δεν αφορούν μεμονωμένους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ή μεμονωμένες αγορές, αλλά έχουν γενικότερο χαρακτήρα».

Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας», (ΕΣΧΕ) ("European System of Financial Supervision), υπεύθυνο για τη μικροπρωληπτική εποπτεία"²⁷³.

3.1.1. Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ):

Το «**Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου**» (ΕΣΣΚ) προτείνεται ενόψει της παρούσας οικονομικής κρίσης, καθώς οι ελλείψεις και αδυναμίες του υπάρχοντος συστήματος εντοπίζονται κυρίως σε επίπεδο μακροπρωληπτικής εποπτείας²⁷⁴, οι οποίες συνέβαλαν αποφασιστικά στην παρούσα οικονομική κρίση²⁷⁵. Ο εν λόγω φορέας προτείνεται να λειτουργήσει στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ, υποκαθιστώντας την Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας (Banking Supervision Committee) του ΕΣΚΤ, και να τελεί υπό τη διοικητική στήριξη της ΕΚΤ. Η σύστασή του προτείνεται να είναι άμεση.

Ως **καθήκοντά** του ΕΣΣΚ, προτείνονται τα ακόλουθα: α) η διατύπωση κρίσεων και η υποβολή συστάσεων σε θέματα μακροπρωληπτικής εποπτείας, β) η έκδοση προειδοποιήσεων περί κινδύνων, γ) η συγκριτική θεώρηση των μακροοικονομικών εξελίξεων σε εποπτικά θέματα και δ) η υπόδειξη κατευθυντήριων σχετικά με τα εν λόγω θέματα. Στα πλαίσια αυτά, το πεδίο της μακροπρωληπτικής εποπτείας, θα πρέπει να καλύπτει: την ανάλυση των συνθηκών της οικονομικής σταθερότητας, την ανάπτυξη συστημάτων έγκαιρης προειδοποίησης κινδύνων, τη διενέργεια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (*stress- tests*) και τον καθορισμό απαιτήσεων υποβολής και δημοσίευσης στοιχείων στην έκταση που κρίνεται απαραίτητο για τη διενέργεια της μακροπρωληπτικής εποπτείας. Για την αποτελεσματική άσκηση των εν λόγω καθηκόντων, πρέπει να συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις: α) η διασφάλιση της κατάλληλης ροής πληροφοριών μεταξύ ΕΣΣΚ και εθνικών εποπτικών αρχών, κάτι που θα επιτευχθεί μέσω μηχανισμών που θα

273. Σύμφωνα με την παρ. 146 της Έκθεσης, «**μικροπρωληπτική εποπτεία** είναι το σύνολο των ενεργειών που αναλαμβάνουν οι αρμόδιες προς αυτό αρχές με στόχο τον περιορισμό της ευθύνης των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε κινδύνους που απορρέουν από τη δραστηριότητά τους, και τη αποφυγή της επέλευσης αλυσιδωτών συστημικών κινδύνων που μπορούν να εκδηλωθούν αν υπάρξει αφερεγγυότητα ενός τέτοιου φορέα (ιδίως αν αυτός είναι «**συστημικά σημαντικός**», συνήθως λόγω του μεγέθους του».

274. Η Έκθεση στην παρ. 173, αναφέρει πως: «**ένα σημαντικό μάθημα που πρέπει να αποκομίσουμε από την κρίση είναι η άμεση ανάγκη να αναβαθμίσουμε τη μακροπρωληπτική εποπτεία στην ΕΕ για όλες τις χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες**». ("A key lesson to be drawn from the crisis...is the urgent need to upgrade the macro-prudential supervision in the EU for all financial activities").

275. Η απουσία μακροπρωληπτικής εποπτείας χαρακτηρίζεται ως ένας σημαντικός παράγοντας που συνέβαλε στην κρίση. Στην εμφάνιση της κρίσης συνέτεινε ιδιαίτερα και η αδυναμία στο να εντοπιστούν εγκαίρως τα τρωτά σημεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και η έλλειψη επαρκών στοιχείων για την κεφαλαιακή επάρκεια, την ποιότητα του ενεργητικού, τη ρευστότητα, την ευπάθεια σε συστημικούς κινδύνους κ.ά., παράγοντες που απαρτίζουν το πεδίο έρευνας της μακροεποπτικής ανάλυσης. (ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ, ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2009)

εξασφαλίζουν την εμπιστευτική διαβίβαση πληροφοριών από τις εθνικές αρχές στην ΕΚΤ²⁷⁶ και β) η καθιέρωση δύο μηχανισμών προειδοποιήσεων περί επικείμενων κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα: ο πρώτος θα είναι ένα «σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης περί κινδύνων» (*early warning system*)²⁷⁷ και ο δεύτερος ένα «διαβαθμισμένο πλαίσιο προειδοποίησης περί κινδύνων» (*graduated risk warning framework*)²⁷⁸. Τα δύο αυτά συστήματα είναι προφανώς συμπληρωματικά, αφού το πρώτο έχει σαν στόχο τον εντοπισμό των κινδύνων, ενώ το δεύτερο επικεντρώνεται στην αντιμετώπισή τους.

Μετά τον εντοπισμό των κινδύνων η Έκθεση αναφέρει τις ενέργειες στις οποίες πρέπει να προβούν οι αρμόδιες αρχές.²⁷⁹ Σε γενικές γραμμές, το ΕΣΣΚ αναλαμβάνει την υποχρέωση να ενημερώνει τις αρμόδιες αρχές για την ύπαρξη κινδύνου και να προβαίνει στις κατάλληλες συστάσεις. Σε περίπτωση δε, σοβαρού κινδύνου, που μπορεί να έχει επίδραση στην εν γένει οικονομία, προτείνεται η άμεση ενημέρωση του Προέδρου της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής (ΟΔΕ) και εν συνεχεία, η υιοθέτηση από την ΟΔΕ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή συγκεκριμένης στρατηγικής ενεργειών (*action oriented strategy*), βάσει της οποίας οι σχετικοί κίνδυνοι θα αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά με την ανάληψη πολιτικών ή ρυθμιστικών ενεργειών.

276. Για το σκοπό της διαβίβασης των απαραίτητων πληροφοριών από τις εθνικές αρχές στην ΕΚΤ, το προσωπικό της ΕΚΤ καλείται να συμμετέχει: α) σε συνεδριάσεις που λαμβάνουν χώρα μεταξύ των εποπτικών αρχών και των «συστημικά σημαντικών ομίλων» ετερογενών χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων και να έχει τη δυνατότητα υποβολής ερωτημάτων, με σκοπό την άντληση άμεσης πληροφόρησης και β) στα κολέγια των εποπτικών αρχών.

277. Το σύστημα αυτό πρέπει να ενεργοποιείται αμέσως μόλις υπάρξουν αδυναμίες στο σύστημα και να τεθεί υπό την αιγίδα του ΕΣΣΚ, που πρέπει να αναγάγει την έκδοση μακρο-προληπτικών προειδοποιήσεων περί κινδύνου σε βασική του προτεραιότητα, (*Γκόρτσος, ΧρηΔικ. 2009, 19*).

278. Το σύστημα αυτό έχει σαν στόχο να διασφαλίζει ότι μετά τον εντοπισμό των κινδύνων, λαμβάνονται τα απαραίτητα μέτρα για την αντιμετώπισή τους. Αυτό θα γίνεται μέσω της διαρκούς παρακολούθησης της έκτασης στην οποία λαμβάνονται υπόψη οι προειδοποιήσεις με την ανάληψη πρωτοβουλιών από το ΕΣΣΚ και της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής (ΟΔΕ). (*Γκόρτσος, ΧρηΔικ. 2009, 19*).

279. Στην παρ. 181 της Έκθεσης, αναφέρονται περιπτώσεις όπου οι κίνδυνοι προέρχονται από i) υπερβολική πιστωτική επέκταση, ii) από δυσλειτουργία του νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος με διεθνείς διαστάσεις, iii) από προβλήματα εποπτικής φύσης σε ευρωπαϊκό επίπεδο και iv) αν οι κίνδυνοι είναι δημοσιονομικής φύσης. Στην πρώτη περίπτωση, το ΕΣΣΚ οφείλει να ενημερώσει τις εθνικές κεντρικές τράπεζες και τις εποπτικές αρχές του κράτους όπου έχει εντοπιστεί το πρόβλημα, και να παρέχει συμβουλές σχετικά με τις ενέργειες που πρέπει να ακολουθηθούν, τις οποίες πρέπει να λάβουν σοβαρά οι τελευταίες και να απαντήσουν. Σε περίπτωση που οι αντιδράσεις κριθούν ανεπαρκείς, το ΕΣΣΚ προτείνει περαιτέρω μέτρα. Στη δεύτερη περίπτωση, πρέπει να ειδοποιηθούν σχετικά το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το Financial Stability Forum (το οποίο μετά τη σύνοδο των G-20 στο Λονδίνο μετονομάστηκε σε Financial Stability Board) και η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, ώστε να ληφθεί συντονισμένη δράση σε διεθνές επίπεδο. Στην τρίτη περίπτωση, πρέπει να ειδοποιηθούν σχετικά οι εποπτικές του επιπέδου 3, που είχαν θεσπιστεί μέσω της διαδικασίας Lamfalussy, ενώ στην τέταρτη και τελευταία περίπτωση, το ΕΣΣΚ πρέπει να έρθει σε άμεση επαφή με την ΟΔΕ.

Η σύνθεση του ΕΣΣΚ πρόκειται να είναι πολυπληθής. Ειδικότερα προτείνεται πως πρέπει να συμμετέχουν τα ακόλουθα πρόσωπα:²⁸⁰ τα μέλη του Γενικού Συμβουλίου της ΕΚΤ, δηλ. ο Πρόεδρος και ο Αντιπρόεδρος, οι Διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών όλων των χωρών της ΕΕ, ακόμα και του Ηνωμένου Βασιλείου, οι Πρόεδροι των Επιτροπών του Επιπέδου 3, δηλαδή οι εθνικές εποπτικές αρχές κεφαλαιαγορών²⁸¹ και ένα μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

3.1.2. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ):

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, το ΕΣΧΕ αποτελεί τον δεύτερο προτεινόμενο φορέα στα πλαίσια της δημιουργίας του Ευρωπαϊκού Συστήματος Εποπτείας, που θα είναι αρμόδιος για την μικροπρωληπτική εποπτεία²⁸² του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος²⁸³. Στα πλαίσια του ΕΣΧΕ, που δεν προτείνεται να αναχθεί σε υπερεθνική αρχή, θα θεσμοθετηθούν τρεις νέες Ευρωπαϊκές Αρχές, οι οποίες θα αντικαταστήσουν τις υπάρχουσες αρχές του επιπέδου 3²⁸⁴.

Οι αρχές αυτές θα είναι οι ακόλουθες:

1. Η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (*European Banking Authority*), με τη συμμετοχή εκπροσώπων των εθνικών εποπτικών αρχών του τραπεζικού τομέα,
2. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών (*European Securities Authority*), με τη συμμετοχή εκπροσώπων των εθνικών εποπτικών αρχών του τομέα της Κεφαλαιαγοράς,

280. Παρ. 178 της Έκθεσης

281. Στα πλαίσια του Σχεδίου Δράσης του 1999 για τη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, υιοθετήθηκε από την ΕΕ μιας καινοτόμου διαδικασίας λήψης αποφάσεων και μεταφοράς αρμοδιοτήτων, γνωστής ως διαδικασία «*Lamfasully*», η οποία βασίζεται στην αρχή παραχώρησης αρμοδιοτήτων και στη χρήση επιτρόπων για τη λήψη αποφάσεων («επιτροπολογία»). Η νομοθετική αυτή καινοτομία περιλαμβάνει τέσσερα επίπεδα: 1. στο πρώτο επίπεδο σχηματίζεται η νομοθεσία πλαίσιο, βάσει του καθιερωμένου τρόπου συναπόφασης (Επιτροπή, Συμβούλιο, Κοινοβούλιο). 2. Στο δεύτερο επίπεδο ακολουθείται μια συντομότερη νομοθετική διαδικασία υπό την καθοδήγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και τη συμμετοχή δύο νέων επιτροπών, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κινητών Αξιών (ESC) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Εποπτικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς (CERS), μέσω της οποίας προκύπτουν ειδικά μέτρα για την εξειδίκευση των νομοθετημάτων του επιπέδου 1. 3. Στο τρίτο επίπεδο, περιλαμβάνονται όλες οι ενέργειες από τις εθνικές αρμόδιες εποπτικές αρχές της Κεφαλαιαγοράς, που συγκλίνουν ως προς την αποτελεσματική εφαρμογή κανονισμών και μεθόδων παρακολούθησης της αγοράς. 4. Τέλος, στο τέταρτο επίπεδο, περιλαμβάνεται η διενέργεια ελέγχου από την Επιτροπή για την ορθή και αποτελεσματική εφαρμογή των ως άνω νομοθεσιών από τις εθνικές αρχές. (Αυγερινός, Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς, σελ. 157)

282. Σύμφωνα με την Έκθεση, η μικροπρωληπτική εποπτεία βρίσκεται παραδοσιακά στο επίκεντρο της προσοχής όλων των εποπτικών αρχών ανά τον κόσμο. Ο βασικός σκοπός της μικροπρωληπτικής εποπτείας είναι να εποπτεύει μεμονωμένα τα πιστωτικά ιδρύματα, ώστε να προστατεύει τους πελάτες και τους καταθέτες τους, (παρ. 146 της Έκθεσης)

283. Σύμφωνα με τη διατύπωση της Έκθεσης, το ΕΣΧΕ θα αποτελεί ένα ενοποιημένο δίκτυο των εθνικών εποπτικών αρχών (*an intergrated network of European Finacial supervisors, working with enhanced level 3 Committees (Authorities)*) (παρ. 185 εδ. α)

283. παρ. 184 εδ. α της Έκθεσης

3. Η Ευρωπαϊκή Ασφαλιστική Αρχή (*European Insurance Authority*), με τη συμμετοχή εκπροσώπων των εθνικών εποπτικών αρχών του τομέα ιδιωτικής ασφάλισης.

Στην Έκθεση δεν προβλέπεται η σύσταση ενός συντονιστικού οργάνου των τριών αρχών. Πρόκειται για μια ευρέως αποκεντρωμένη δομή (*largely decentralised structure*), που συνάδει με την αρχή της επικουρικότητας και της αναλογικότητας²⁸⁵.

Τα καθήκοντα²⁸⁶ του ΕΣΧΕ θα ασκούνται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο και συνοψίζονται στα ακόλουθα: 1. στο συντονισμό της εφαρμογής κοινών εποπτικών προτύπων υψηλού κινδύνου, 2. στη διασφάλιση στενής συνεργασίας μεταξύ εθνικών εποπτικών αρχών και 3. στη διατήρηση των εξουσιών των αρμοδίων εποπτικών αρχών των κρατών μελών υποδοχής των κοινοτικών φορέων παροχής υπηρεσιών²⁸⁷. Επισημαίνεται βεβαίως, ότι οι εθνικές αρχές θα συνεχίσουν να υφίστανται και να ασκούν τις ίδιες δραστηριότητες, καθώς διαφορετικά δεν θα ήταν δυνατή η άσκηση αποτελεσματικής εποπτείας, κάτι που είναι απόλυτα συμβατό με την αρχή της επικουρικότητας. Οι τρεις επιτροπές θα έχουν επιπλέον αρμοδιότητες ρυθμιστικού χαρακτήρα, σε δύο επίπεδα: *ερμηνευτικό*, καθώς θα έχουν τη δυνατότητα να εκδίδουν «ερμηνευτικές πράξεις», δεσμευτικού χαρακτήρα, σχετικά με βασικούς κοινοτικούς κανόνες και *συμβουλευτικό*, μέσω της έκδοσης κατευθυντήριων (*guidelines*) ή τεχνικών προτύπων (*standards*), νομικά μη δεσμευτικού χαρακτήρα, ήπιου ευρωπαϊκού δικαίου (*soft law*)²⁸⁸. Επιπλέον οι Αρχές θα έχουν συντονιστικό και διαμεσολαβητικό ρόλο για την διακίνηση πληροφοριών μεταξύ των αρμοδίων αρχών κατά τις περιόδους κρίσεων²⁸⁹.

Κάθε μια από τις Αρχές θα διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο θα αποτελείται από τους πλέον υψηλόβαθμους εκπροσώπους των κατά περίπτωση αρμοδίων εποπτικών αρχών²⁹⁰. Οι Πρόεδροι των αρχών θα πρέπει να είναι ανεξάρτητοι επαγγελματίες πλήρους απασχόλησης, οι οποίοι τα επιλέγονται και θα διορίζονται από το ΔΣ της κάθε μία αρχής για διάστημα οκτώ ετών, αφού έχουν

285. παρ. 184 εδ. β της Έκθεσης

286. Μια καινοτομία που προτείνεται από την Έκθεση, αφορά στα καθήκοντα του ΕΣΧΕ, σχετικά με τους συστημικά σημαντικούς, διασυστημικά δραστηριοποιούμενους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Μεταξύ άλλων, ανατίθεται στις Αρχές η νομικά δεσμευτική συμβολή μεσολάβησης (*«legally binding mediation role»*), για την επίλυση μεταξύ διαφορών των εκάστοτε εμπλεκόμενων εποπτικών φορέων.

287. παρ. 185 εδ. β της Έκθεσης *“The supervisor of the home Member State will continue to function as the first point of contact for the firm, whilst the European centre should coordinate the application of common high level supervisory standards, guarantee strong cooperation with the other supervisors, and, as importantly, guarantee that the interests of host supervisors are properly safeguarded”*.

288. Παρ. 208 της Έκθεσης

289. Παρ. 208 εδ. ιν της Έκθεσης

290. Παρ. 210 της Έκθεσης

πάρει πρώτα την έγκριση από το Συμβούλιο Υπουργών, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Κοινοβούλιο²⁹¹. Οι Αρχές θα απολαμβάνουν θεσμικής και οικονομικής ανεξαρτησίας έναντι κυβερνήσεων και κοινοτικών οργάνων, σε αντιστάθμισμα της οποίας θα λογοδοτούν μόνο ενώπιον της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Συμβουλίου και του Κοινοβουλίου²⁹².

3.1.3. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Διαχείρισης Κρίσεων

Σχετικά με τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού συστήματος διαχείρισης κρίσεων²⁹³, οι προτάσεις της Επιτροπής αναπτύσσονται κατά τρόπο αποσπασματικό και ασύμμετρο στην Έκθεση Larosière²⁹⁴.

Καταρχήν, παρατηρείται ότι μια κρίση στον τραπεζικό τομέα μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και στην κοινωνία εν γένει. Ως εκ τούτου, η προσοχή των εποπτικών αρχών σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο, θα έπρεπε να επικεντρώνεται στην πρόληψη των κρίσεων, η οποία είναι δυνατή μέσω ενός κανονιστικού πλαισίου. Σε αυτό το σημείο κρίνεται αποφασιστική η συμβολή των Κεντρικών Τραπεζών, οι οποίες θα πρέπει να παρεμβαίνουν στα πρώτα «σημάδια» εμφάνισης μια κρίσης²⁹⁵. Η Επιτροπή θεωρεί ότι η ΕΚΤ μπορεί να διαδραματίσει πολύ σημαντικό ρόλο σε περιπτώσεις κρίσης και πρότείνει την ενεργό συμμετοχή της στην άσκηση μακροπροληπτικής εποπτείας ως εξής²⁹⁶: μέσω της δημιουργίας μηχανισμών ανάλυσης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, συστημάτων έγκαιρης προειδοποίησης κινδύνων και διοχέτευσης πληροφοριών. Τέλος, η Επιτροπή θεωρεί απαραίτητη την θέσπιση υψηλότερων υποχρεώσεων κεφαλαιακής επάρκειας, καθώς η παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε τη διασύνδεση μεταξύ ρευστότητας και φερεγγυότητας των ΠΙ²⁹⁷. → μεσο σελ 86.

→ Βαλ
σε 296
ως 297
ή μεταγενέστερα

3.2. Η βραχυπρόθεσμη πρόταση για την ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας σε εθνικό επίπεδο:

Η ενίσχυση της ποιότητας της σε εθνικό επίπεδο, καθώς και μεταξύ εποπτικών αρμοδιοτήτων και υποχρεώσεων στα κράτη –μέλη, αποτελεί βασική

291. Παρ. 209 της Έκθεσης

292. Παρ. 210 και 211 της Έκθεσης

293. Υπενθυμίζουμε ότι το Ευρωπαϊκό Σύστημα Διαχείρισης Κρίσεων αποτελεί το δεύτερο σκέλος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Εποπτείας και Διαχείρισης Κινδύνων

294. Ειδικότερα, βλ. Κεφάλαιο II, ενότητα VI (*Crisis Management and Resolution*), σελ. 32, Κεφάλαιο III, Ενότητα III (*What to do : Building A European System of Supervision and Crisis Management*), σελ. 42, Κεφάλαιο IV, ενότητα V (*Crisis Management & Resolution*), σελ. 66.

295. Παρ. 125 & 126 της Έκθεσης

296. Παρ. 167 επ. της Έκθεσης

297. Παρ. 253 επ. της Έκθεσης (...*Furthermore, the difficulties in separating liquidity from solvency crises have again become apparent*.)

προτεραιότητα της Έκθεσης Larosière. Γι αυτό το σκοπό προτείνεται μια δέσμη μέτρων που πρέπει να ληφθούν από τα κράτη, τις επιτροπές επιπέδου 3 και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή:

Τα κράτη μέλη πρέπει να προβούν στις ακόλουθες ενέργειες²⁹⁸: i) να ευθυγραμμίσουν τις αρμοδιότητες προς τις προδιαγραφές του πιο αποτελεσματικού εποπτικού συστήματος της Κοινότητας²⁹⁹, ii) να αυξήσουν τις αποδοχές του προσωπικού των εθνικών εποπτικών αρχών, iii) να διευκολύνουν τις ανταλλαγές μεταξύ του προσωπικού του ιδιωτικού τομέα και αυτού των εθνικών εποπτικών αρχών και iv) να διασφαλίσουν την εφαρμογή σύγχρονης κι ελκυστικής πολιτικής για το προσωπικό των εποπτικών αρχών. Αυτή η πρόταση αναγνωρίζει ότι η κρίση οφείλεται εν μέρει στη ανεπαρκή στελέχωση των εποπτικών αρχών..

Οι Επιτροπές του Επιπέδου 3 καλούνται να i) μεριμνήσουν για την εκπαίδευση του προσωπικού των εποπτικών αρχών, ώστε να δημιουργηθεί μια ισχυρή «ευρωπαϊκή εποπτική κουλτούρα»³⁰⁰ και ii) να προτείνουν και να διαμορφώσουν έναν νομικά δεσμευτικό μηχανισμό, βάσει του οποίου θα εκδίδονται νομικές πράξεις από τις εποπτικές και νομισματικές αρχές, όταν υπάρχει προειδοποίηση κινδύνου³⁰¹. Τέλος, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μαζί με τις επιτροπές του επιπέδου 3 καλούνται να εξετάσουν το βαθμό ανεξαρτησίας που απολαύουν οι εθνικές εποπτικές αρχές και να εκδώσουν συστάσεις αναφορικά με το ζήτημα της οικονομικής ανεξαρτησίας³⁰².

3.3 Η μακροπρόθεσμη πρόταση για την ενίσχυση της εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο:

Η δεύτερη πρόταση της έκθεσης, που πρόκειται να υλοποιηθεί σε βάθος χρόνου, αφορά στη δυνατότητα μετεξέλιξης του ΕΣΧΕ σε ένα σύστημα που θα

298. Παρ. 195 της Έκθεσης At national level, considerations should be given to the following issues: aligning supervisors' competences and powers on the most comprehensive system in the EU; increasing supervisors' remuneration; facilitating exchanges of personnel between the private sector and supervisory authorities; ensuring that all supervisory authorities implement a modern and attractive personnel policy.

299. Η πρόταση αυτή είναι ασαφής και πιθανώς χρήζει αντικείμενο επεξεργασίας των Επιτροπών επιπέδου 3. (Γκόρτσος, ΧρηΔικ 2009, 15)

300. «At European level, the level 3 committees should intensify their efforts in the areas of training and personnel exchanges to create a strong European supervisory culture». (Παρ. 195 εδ. Β. της Έκθεσης)

301. «The level 3 committees should prepare the modalities with the ESRC for a legally binding mechanism, including for the transfer of information, whereby the identification of risks by the ESRC translates into expeditious regulatory, supervisory or monetary policy examination at EU level». (Παρ. 197 της Έκθεσης)

302. «The European Commission should carry-out, in cooperation with the level 3 committees, an examination of the degree of independence of all national supervisors. This examination should lead to concrete recommendations for improvement, including the ways in which national supervisory authorities are funded». (Παρ. 196 της Έκθεσης)

στηρίζεται σε δύο ευρωπαϊκές αρχές³⁰³. Οι αρμοδιότητες της πρώτης Αρχής, η θεσμοθέτηση της οποίας πρόκειται να διερευνηθεί τρία χρόνια μετά την έναρξη λειτουργίας του ΕΣΧΕ, θα συνίστανται στην εποπτεία τραπεζικού και ασφαλιστικού τομέα, και σε ζητήματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, κάτι που εξασφαλίζει την πιο αποτελεσματική εποπτεία ομίλων με διασυννοιακή δραστηριότητα³⁰⁴. Η δεύτερη αρχή που πιθανώς δημιουργηθεί, θα είναι αρμοδία για ζητήματα αγορών και κανόνων συμπεριφοράς³⁰⁵.

4. Έκθεση Larosiere και Τιτλοποίηση Απαιτήσεων:

Η Έκθεση αναγνωρίζει ρητώς τις επιπτώσεις που είχε η ανεξέλεγκτη χρήση του μηχανισμού της τιτλοποίησης στην παγκόσμια οικονομία. Είναι γεγονός ότι το υπάρχον ρυθμιστικό πλαίσιο εποπτείας δεν ήταν επαρκές για να προλάβει την καταστρατήγηση του εν λόγω χρηματοδοτικού εργαλείου, που χρησιμοποιήθηκε κατά κόρων από πιστωτικά ιδρύματα σε όλον τον κόσμο. Οι ελλείψεις του ισχύοντος πλαισίου, συνοψίζονται ως εξής:

4.1. Η προβληματική των *rating agencies*:

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (*rating agencies*), υποτίμησαν την έννοια του «πιστωτικού κινδύνου», δίνοντας υψηλές βαθμολογίες (AAA) σε επενδυτικά προϊόντα εκ τιτλοποιήσεων, (CDOs), ίδιες με αυτές που έδιναν σε κρατικά ομόλογα³⁰⁶, κάτι που δημιουργούσε μια ψευδαίσθηση αξιοπιστίας³⁰⁷. Η υποτίμηση αυτή του πιστωτικού κινδύνου, συνεπικουρήθηκε από την αδιαφάνεια ως προς τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιούσαν τα *rating agencies* για τη χορήγηση συγκεκριμένης βαθμολογίας. Επιπλέον, η κατάσταση επιδεινώθηκε από τη σύγκρουση συμφερόντων (*conflict of interests*) που αντιμετώπιζαν οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, καθώς οι εκδότες των τίτλων ήταν οι ίδιοι που τους άμβειβαν αδρά για τις υπηρεσίες τους, επομένως αν δεν λάμβαναν την επιθυμητή βαθμολογία για τα επενδυτικά τους προϊόντα, θα απευθύνονταν αλλού³⁰⁸. Περαιτέρω, πολλοί από τους διευθυντές και προέδρους πιστωτικών ιδρυμάτων που εξέδιδαν τίτλους, δεν είχαν την κατάλληλη παιδεία ώστε να κατανοήσουν την πολυπλοκότητα

303. βλ. αναλυτικά Κεφάλαιο III, ενότητα V (REVIEWING AND POSSIBLY STRENGTHENING THE EUROPEAN SYSTEM OF FINANCIAL SUPERVISION (ESFS))

304. Παρ. 216 της Έκθεσης

305. Παρ. 216 της Έκθεσης

306. Παρ. 20 της Έκθεσης

307. Σε αυτές τις γνωμοδοτήσεις βασίζονταν επενδυτές, πιστωτές, εκδότες τίτλων, ακόμα και κυβερνήσεις, οπότε ο ρόλος των *rating agencies* είναι βαρύνουσας σημασίας για εν γένει το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

308. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει η Έκθεση στην παρ. 21, "*Issuers shopped around to ensure they could get an AAA rating for their products*".

κι επικινδυνότητα των προϊόντων αυτών, με αποτέλεσμα να βασίζονται μόνο στην αξιολόγηση από τα rating agencies. Όλες αυτές οι παράμετροι δεν ελήφθησαν σοβαρά υπόψη από τις εποπτικές αρχές.

Συνεπώς, η Έκθεση Larosiere εκφράζει ρητώς τη θέση ότι τα rating agencies θα πρέπει να εμπίπτουν σε συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο και να εποπτεύονται αποτελεσματικά, ώστε να εξασφαλίζεται η ανεξαρτησία τους, η αμεροληψία και οι υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις, καθώς η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν μπορεί να εξαρτάται από γνωμοδοτήσεις συγκεκριμένων οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, που αποτελούν ολιγοπώλιο στην αγορά και των οποίων οι απόψεις συχνά έχουν αποδειχθεί εσφαλμένες³⁰⁹. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε προβεί σε πρόταση Κανονισμού για τα rating agencies³¹⁰, την οποία η Επιτροπή Larosiere θεώρησε ιδιαίτερα βραδεία (cumbersome) και πολύπλοκη³¹¹. Στην Έκθεση προτείνεται η ανάθεση της αδειοδότησης και εποπτείας των rating agencies στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators CERS). Επιπλέον, στην Έκθεση τονίζεται ιδιαίτερος ότι το οικονομικό μοντέλο των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης πρέπει να αλλάξει διεθνώς³¹², προκειμένου να αποφευχθεί η σύγκρουση συμφερόντων. Προτείνεται λοιπόν οι αμοιβές των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης να προέρχονται πλέον από τους αγοραστές των τίτλων³¹³. Επιπλέον, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν πρέπει να έχουν καμία ανάμειξη στη διαδικασία έκδοσης των τίτλων για λόγους ανεξαρτησίας και αμεροληψίας. Περαιτέρω, όσον αφορά πολύπλοκα επενδυτικά προϊόντα, δεν θα αρκεί μια απλή βαθμολόγηση (π.χ. AAA) από τα rating agencies, αλλά θα πρέπει να υπάρχει προειδοποίηση (alert) για την πολυπλοκότητα των εν λόγω προϊόντων³¹⁴. Τέλος, οι επενδυτές πρέπει να βασίζονται στη δική τους κρίση πριν προβούν σε μια επενδυτική επιλογή και να μην δείχνουν απόλυτη εμπιστοσύνη στη γνωμοδότηση των rating agencies, εάν οι ίδιοι δεν κατανοούν τη φύση των επενδυτικών προϊόντων που επιλέγουν³¹⁵.

4.2. Η προβληματική των SPV:

Το πρόβλημα σχετικά με τις εταιρείες ειδικού σκοπού (SPV) είναι ότι, καθώς δεν ενέπιπταν στο ίδιο πλαίσιο εποπτείας με τα πιστωτικά ιδρύματα, δρούσαν

309. Παρ. 66 επ. της Έκθεσης

310. COM (2008) 704 final

311. Παρ. 67 της Έκθεσης

312. Παρ. 68 της Έκθεσης

313. Παρ 68 : *"The modalities of a switch from the current "issuer pays" model to "buyer pays model" should be considered at international level"*.

314. Παρ. 71 της Έκθεσης

315. Παρ. 56 της Έκθεσης

ανεξέλεγκτα, μέσω ενός παράλληλου τραπεζικού συστήματος³¹⁶. Η Έκθεση θεωρεί ότι όποια ιδρύματα του χρηματοπιστωτικού τομέα ενδέχεται να δημιουργήσουν συστημικούς κινδύνους, θα πρέπει να τίθενται υπό ανάλογη εποπτεία³¹⁷.

5. Αξιολόγηση Βασιλείας II:

Η Επιτροπή Larosiere θεωρεί ότι θα είναι λάθος να μεμφόμαστε το ρυθμιστικό πλαίσιο της Βασιλείας II για την δημιουργία και την εκδήλωση της παρούσας οικονομικής κρίσης, καθώς οι κανόνες αυτοί τέθηκαν σε εφαρμογή μόλις την 1^η Ιανουαρίου 2008, στην ΕΕ, όταν η κρίση είχε ήδη εκδηλωθεί, ενώ στις ΗΠΑ, θα ετίθεντο σε ισχύ τον Απρίλιο του 2010. Επιπλέον, εάν οι κανόνες της Βασιλείας II είχαν μεγαλύτερο πεδίο εφαρμογής, εάν π.χ. οι εταιρείες ειδικού σκοπού ενέπιπταν στο ρυθμιστικό πλαίσιο εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων, οι συνέπειες της κρίσης, ενδεχομένως να είχαν περιοριστεί.

Παρόλα αυτά, η Βασιλεία II χρήζει αναπροσαρμογής, καθώς υποτίμησε μερικούς σημαντικούς κινδύνους, ενώ υπερεκτίμησε τη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να τους χειριστούν³¹⁸. Επιπλέον, η απαλλαγή των πιστωτικών ιδρυμάτων από στοιχεία του ενεργητικού τους και η μετακύλιση των αντίστοιχων πιστωτικών κινδύνων, μέσω του μηχανισμού της πιλοποίησης, που χρησιμοποιήθηκε παγκοσμίως σε μεγάλη κλίμακα, οδήγησαν τελικά σε απαξίωση των υποχρεώσεων κεφαλαιακής επάρκειας, κάτι που εν τέλει αποδείχθηκε εσφαλμένο και προφανώς, πρέπει να αλλάξει. Επίσης, στην Έκθεση επισημαίνεται ότι σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και οι Πρόεδροι Διοικητικών Συμβουλίων πιστωτικών ιδρυμάτων, δεν ήταν σε θέση να κατανοήσουν τα συστήματα υπολογισμού κεφαλαίων (παρόλο που στα πλαίσια της Βασιλείας II είχαν θεσπιστεί τέτοιου είδους υποχρεώσεις), επομένως δεν αντιλαμβάνονταν πλήρως την έκταση των κινδύνων στους οποίους εκτίθονταν³¹⁹. Τέλος, στην Έκθεση αναφέρεται ότι δεν δόθηκε η δέουσα προσοχή από τις εποπτικές αρχές σε ζητήματα ρευστότητας³²⁰.

Κατόπιν όλων αυτών, η Επιτροπή καταλήγει ότι πρέπει να θεσπιστούν νέοι κανόνες, βάσει των οποίων οι κρίσεις περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά και περί επενδυτικών προϊόντα, δεν θα βασίζονται αποκλειστικά σε συστήματα εσωτερικού ελέγχου ή γνωμοδοτήσεις από εξωτερικούς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης αντίστοιχα, αλλά σε εμπειριστατωμένη γνώμη των ίδιων

316. Παρ. 53 της Έκθεσης

317. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ, ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2009

318. Παρ. 55 της Έκθεσης.

319. Παρ. 57 της Έκθεσης.

320. Παρ. 55 της Έκθεσης, καθώς και FINANCIAL STABILITY FORUM, Report of the Financial Stability Forum On Enhancing Market and Institutional Resilience, Απρίλιος 2008, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf)

των εποπτικών αρχών και των μελών των εκάστοτε διοικητικών συμβουλίων, οι οποίοι θα πρέπει να έχουν την ανάλογη πείρα και γνωστικό υπόβαθρο, και να επιδεικνύουν επαγγελματισμό υψηλού επιπέδου³²¹. Επιπλέον, θα πρέπει να θεσπιστούν υποχρεώσεις μεγαλύτερης κεφαλαιακής επάρκειας, αλλά και απαιτήσεις υψηλής ποιότητας των κεφαλαίων, ώστε να καλύπτονται οι πολλαπλοί κίνδυνοι, που εμπíπτουν στον τομέα της μακροπροληπτικής εποπτείας³²².

Η πρόταση της Έκθεσης Larosiere για τις αλλαγές στο υπάρχον πλαίσιο της Βασιλείας II και, δη, σε ότι αφορά τις υποχρεώσεις περί κεφαλαιακής επάρκειας, συγκεκριμενοποιήθηκαν περαιτέρω από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην πρόσφατη **πρόταση Οδηγίας** για την τροποποίηση των Οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK, αναφορικά με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για επαναπιλοποιήσεις απαιτήσεων και τις πολιτικές των αμοιβών³²³. Όσον αφορά την πιλοποίηση απαιτήσεων, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει την θέσπιση υψηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων για τα πιστωτικά ιδρύματα που προβαίνουν σε επαναπιλοποίηση, καθώς και τη θέσπιση υποχρέωσης για λεπτομερή πληροφόρηση σχετικά με τους κινδύνους της πιλοποίησης, ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στο χρηματοπιστωτικό και χρηματοοικονομικό σύστημα. Επιπλέον, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών. Οι τράπεζες θα πρέπει να αναθεωρήσουν το καθεστώς των αμοιβών τους, ώστε να μην ενθαρρύνουν τα στελέχη τους να αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους³²⁴.

321. Παρ. 57, 58 Έκθεσης

322. Παρ. 59 της Έκθεσης

323. COM [2009] 362 final

324. Ο λόγος της χορήγησης υπέρογκων αμοιβών, στα διοικητικά στελέχη, μια πρακτική που ξεκίνησε από τις Η.Π.Α, ήταν ο υπέρμετρος ανταγωνισμός των επιχειρήσεων για την προσέλκυση ικανών στελεχών. Για να αισθάνονται δε ασφαλή τα στελέχη αυτά, τους χορηγούσαν υπέρογκες αποζημιώσεις σε περίπτωση αποχώρησής τους (golden parachutes). Έτσι, ανώτατα στελέχη της Meryll Lynch, η οποία, λόγω της κρίσης εξαγοράστηκε από την Bank of America, εισέπραξαν κατά την αποχώρησή τους 47 εκατομμύρια δολάρια. (Γ.Γεωργιάδης, ΝοΒ, 2009, 245)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εμφάνιση της παρούσης χρηματοπιστωτικής κρίσης, που συγκλόνησε την παγκόσμια πραγματική οικονομία, αποτέλεσε και το έναυσμα έντονων πολιτικών και ιδεολογικών αντιπαραθέσεων. Πολλοί ήταν αυτοί που έσπευσαν να μιλήσουν για το τέλος του καπιταλισμού και την κατάρρευση της θεωρίας περί αυτορρύθμισης της αγοράς, θεωρώντας την κρίση ως μια επιβεβαίωση της ανάγκης για κρατικό παρεμβατισμό. Από την άλλη, οι οπαδοί του «φιλελευθερισμού» αποδίδουν την κρίση σε διαφορετικά αίτια, υποστηρίζοντας ότι οι εκτεταμένες κρατικές παρεμβάσεις και ρυθμίσεις, εμπόδισαν την αγορά από το να προβεί στις απαραίτητες εξισορροπητικές κινήσεις³²⁵.

Η ιδεολογική αντιπαραθεση μεταξύ των υποστηρικτών του κρατικού παρεμβατισμού και αυτών του φιλελευθερισμού, παρουσιάζει αναμφίβολα θεωρητικό ενδιαφέρον, φαίνεται όμως πως δεν δίνει λύση στα δυσεπίλυτα προβλήματα της σύγχρονης, παγκοσμιοποιημένης οικονομίας. Το σίγουρο είναι πως η παρούσα χρηματοοικονομική κρίση αναδεικνύει την ανάγκη εύρεσης ενός σύγχρονου, ολοκληρωμένου οικονομικού μοντέλου, που θα βασίζεται σ' ένα στέρεο ηθικοφιλοσοφικό υπόβαθρο, που θα συνδυάζει την πίστη στην ατομική ελευθερία και την προσήλωση στην κοινωνική αλληλεγγύη³²⁶, αποτρέποντας την εμφάνιση παρόμοιων φαινομένων στο μέλλον. Άλλωστε, ο φιλελευθερισμός και η κρατική παρέμβαση δεν αντιτίθενται μεταξύ τους. Αντιθέτως, η ελευθερία οποιουδήποτε είδους είναι αδύνατη χωρίς την εγγύηση του κράτους³²⁷. Επομένως, η ελευθερία εμπορίου σε παγκόσμιο επίπεδο δεν αντίκειται στην ύπαρξη αποτελεσματικών ρυθμίσεων και ενιαίας εποπτείας, αλλά μάλλον τις προϋποθέτει³²⁸.

Το ισχύον θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο απεδείχθη ανεπαρκές για να εμποδίσει την καταστρατήγηση χρηματοδοτικών εργαλείων και θεσμών, όπως αυτόν της τιτλοποίησης, την αισχροκέρδεια και την αυθαιρεσία από όλους τους εμπλεκόμενους φορείς, που δημιούργησαν και υπέθαλψαν τις συνθήκες για τη δημιουργία και τη διάδοση της κρίσης. Η «φούσκα της κτηματαγοράς» στις Η.Π.Α., αποτέλεσε μόνο έναν τρόπο εκδήλωσης της οικονομικής κρίσης και όχι τη

325.Μαχαίρας, Η έξοδος από την κρίση: σύγχρονος Κοινωνικός Φιλελευθερισμός. ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08, 95

326. Μαχαίρας, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08, 99

327. Μαχαίρας, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08,103

328. Αυγερινός, ΧρηΔικ 2009, 37

γενεσιουργό αιτία αυτής³²⁹. Τα πραγματικά αίτια βρίσκονται τόσο στην απληστία των εμπλεκόμενων φορέων, όσο και στον αποσπασματικό τρόπο προληπτικής εποπτείας. Γι' αυτό, η σημερινή οικονομική συγκυρία πρέπει να σηματοδοτήσει αφενός το τέλος του κατακερματισμού της προληπτικής εποπτείας ανάμεσα σε εθνικό και υπερεθνικό επίπεδο και αφετέρου να αποτελέσει ένα μάθημα για λελογισμένη χρήση των διάφορων χρηματοοικονομικών εργαλείων, τόσο από τα πιστωτικά ιδρύματα, όσο κι από τους επενδυτές.

Η ΕΕ πρέπει άμεσα να στραφεί προς την κατεύθυνση της εποπτείας σε ενοποιημένη βάση, με τη δημιουργία υπερεθνικών αρχών, που σαν στόχο θα έχουν πρωτίστως την πρόληψη παρομοίων καταστάσεων, μέσα από μία μακρά διαδικασία συντονισμού, διαλόγου και δύσκολων πολιτικών αποφάσεων. Πρωτίστως όμως, η παρούσα ιστορική κρίση, θα πρέπει να σηματοδοτήσει μια αλλαγή στη νοοτροπία πολιτικών, οικονομικών παραγόντων και στελεχών, επενδυτών και καταναλωτών, που είναι όλοι επιρρεπείς στην προοπτική του εύκολου κέρδους. Ενδεικτικό της ανάγκης αυτής, είναι ότι στις οικονομικές σχολές των Αμερικανικών Πανεπιστημίων, διδάσκονται ήδη μαθήματα από την παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση, που αφορούν κυρίως στους τομείς ηθικής και ηγεσίας, καθώς η κρίση αυτή αποτελεί ένα ζωντανό παράδειγμα για το πώς οι άνθρωποι κάνουν χειρότερες επιλογές όταν δεν διακυβεύεται το προσωπικό τους συμφέρον³³⁰.

329. *Μαριάς*, Η οικονομική κρίση και το τέλος της «Συναίνεσης της Ουάσιγκτον» ως κυρίαρχο οικονομικό παράδειγμα σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ, 2009,93

330. "Μαθήματα από τη σημερινή κρίση στις οικονομικές σχολές», «N», 22-8-2009

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αυγερινός, Ο μαύρος κύκνος και η μεταρρύθμιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής εποπτείας, ΧρηΔικ 2009, 28

Αυγητίδης, Η Ευθύνη του αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ με το ν.3401/2005, σε «Το θεσμικό πλαίσιο και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς – ΠΡΑΚΤΙΚΑ 2^{ου} ΕΤΗΣΙΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ 2006, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ 2009

Βάμβουκας, Η διεθνής οικονομική κρίση: αίτια, επιπτώσεις και μέτρα πολιτικής, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08, 83 επ.

Βαρθολομαίος, ASSET SECURITIZATION, ΔΕΕΤ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 1995, 99 επ.

Βενιέρης, Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑΣ ΑΘΗΝΑ -ΚΟΜΟΤΗΝΗ 2003

Γαλιάτσος, Επενδυτικές Υπηρεσίες. ΕΚΔ.ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ 2008

Γεωργαλόπουλος, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Αξιόγραφα, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ 1997

Γεωργιάδης, Απ., Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ-ΚΟΜΟΤΗΝΗ 1997

Γεωργιάδης Απ., Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΚΟΜΟΤΗΝΗ 2001

Γεωργιάδης Απ. Η εξασφάλιση των πιστώσεων, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΚΟΜΟΤΗΝΗ 2000

Γεωργιάδης Απ., Νέες μορφές συμβάσεων, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΚΟΜΟΤΗΝΗ 1998

Γεωργιάδης Γ., Η πρόταση συμψηφισμού από τον οφειλέτη εκχωρηθείσας απαίτησης κατά του εκδοχέα, ΧρΙΔ 2005, 416.

Γεωργιάδης, Γ., Οι υποχρεώσεις της τράπεζας για ενημέρωση, διαφώτιση και παροχή συμβουλών στον πελάτη, ΧρΙΔ 2008, 874

Γκόρτσος, Η πορεία προς την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ 2009, 44 επ.

Γκόρτσος, Το καθεστώς προληπτικής εποπτείας τραπεζών και η εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα, ΕτρΑΞΧρΔ 2/1996, 248 επ.

Γκόρτσος, Ορισμός και οριοθέτηση του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Δικαίου, ΔΕΕ/4.2008, 430.

Γκόρτσος, Η εποπτική αναγνώριση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων των Τραπεζών, ΔΕΕΤ 1999, 52 επ.

Γκόρτσος, Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με τη Έκθεση de Larosière, ΧρηΔικ 2009,5

Γκόρτσος, Η πορεία προς την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ, 2009, 47

Δούβλης, Ευρωπαϊκό Τραπεζικό Δίκαιο, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΚΟΜΟΤΗΝΗ 2003

ΕΚΘΕΣΗ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ 2009, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Έκθεση Επιτροπής για την Αναμόρφωση και τον Εκσυγχρονισμό του Τραπεζικού Συστήματος. (1987- Έκθεση Θ. Καρατζά)

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΑΙ & ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, «*Το Θεσμικό Πλαίσιο της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς*», Πρακτικά 2^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2006, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ, ΕΚΔΟΣΗ 2009

ΕΝΙΑΙΑ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ – ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ, Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου συνεδρίου 2005

Θωμαδάκη / Ξανθάκη, Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, ΣΑΚΚΟΥΛΑΣ 1997

Κορδή – Αντωνοπούλου, ΕΓΓΡΑΦΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ, 2005

Κουλουριανός, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, ΧρηΔ 2006, 131 επ.

Λέκκας, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΚΟΜΟΤΗΝΗ 2005

Λιτζερόπουλος, Στοιχεία Ενοχικού Δικαίου, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ ΚΟΜΟΤΗΝΗ 2003

Μαριάς, Η οικονομική κρίση και το τέλος της «Συναίνεσης της Ουάσιγκτον» ως κυρίαρχο οικονομικό παράδειγμα σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, ΕΥΡΩΠΑΙΩΝ ΠΟΛΙΤΕΙΑ, 2009,93

Μαχαίρας, Η έξοδος από την κρίση: σύγχρονος Κοινωνικός Φιλελευθερισμός. ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ 08, 95

Μητσόπουλος, Σύγχρονες Χρηματοοικονομικές Αγορές και προϊόντα, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ ΑΘΗΝΑ 1997

Νούνης, Τρέχουσα οικονομική κρίση: Αίτια και μέτρα ενίσχυσης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ, ΑΝΟΙΞΗ 08, 120 επ

Παντελιάς, Τιτλοποίηση και Δευτερογενείς Αγορές Τραπεζικών Χορηγήσεων, ΔΕΕΤ Α Τριμηνία 1995, 97

Παπαδημόπουλος, Οικονομική λειτουργία και νομική φύση των SWAPS, ΔΕΕ 1997, 1063

Περάκης, Το Δίκαιο της Ανώνυμης εταιρείας, Ειδικά Θέματα: Εταιρική Διακυβέρνηση [Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων [ν.3156/2003], ΕΚΔ.. ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ 2005

Πολίτης, Η πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, ΕΚΔ.ΣΑΚΚΟΥΛΑ 2002

Πουσκούρη-Reiche, Το νέο σύμφωνο της Βασιλείας και ανταγωνιστικότητα. ΔΕΕΤ 2003, 5

Ρόκας Ν, Η παγκόσμια οικονομική κρίση και μέτρα αντιμετώπισής της ΝοΒ, Φεβρουάριος 2009

Σινανιώτη – Μαρούδη, Ο ν. 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» και οι επιπτώσεις του στη λειτουργία των χρηματιστηρίων και των οργανωμένων αγορών, ΝοΒ, Τ 57, 2009, 53

Σταικούρας, σε: Το θεσμικό πλαίσιο και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς, –ΠΡΑΚΤΙΚΑ 2^{ου} ΕΤΗΣΙΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ 2006, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ 2009

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ, ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2009)

Τριανταφλλάκης, Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου, ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ 2009

Τριανταφυλλάκης, Η Ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχής εσφαλμένων συμβουλών, ΧρΙΔ, 2001, 7 επ

Χριστοδούλου, Αυλοι Ομολογιακοί τίτλοι, Δ 35, 856 (Dike International 835)

Ψυχομάνης, Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων – Ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, ΔΕΕ 2004, 262 επ.

Ψυχομάνης, Δίκαιο του Τραπεζικού Συστήματος (Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους), 2009

Ψυχομάνης, Οι διατάξεις για την προστασία του επενδυτή σε μια ενοποιημένη προσέγγιση, ΑΡΜΕΝΟΠΟΥΛΟΣ, 2000, 5 επ.

Henderson, Henderson on Derivatives, LexisNexis, BUTTERWORTHS, 2003

Fabozzi, Issuer Perspectives on Securitization, New Hope Pennsylvania 1998

Feeney, The economics of securitization, Λονδίνο 1992

Scot, International Finance: Law and Regulation, SWWET & MAXWELL, Λονδίνο 2004

Norton & Spellman, Asset Securitization- International Financial and Legal Perspectives, Blackwell Finance, Λονδίνο 1991

Wood, Law and Practice of International Finance – Title Credit, Derivatives , Securitizations, Set-off and Netting, SWEET & MAXWELL, Λονδίνο 2001.

ΆΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ

FINANCIAL STABILITY FORUM, Report of the Financial Stability Forum On Enhancing Market and Institutional Resilience, Απρίλιος 2008 (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf)

Ομιλία του Διοικητή κ. Γ. Προβόπουλου με θέμα "Τι μας διδάσκει η σημερινή κρίση για το μέλλον της αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος", σε εκδήλωση του Κυπριακού Εμπορικού & Βιομηχανικού Επιμελητηρίου (διαθέσιμη στην ιστοσελίδα http://eng.bankofgreece.gr/announcements/text_speech.asp?speechid=156)

J. Kill & P. Mills, IMF Working Paper "Money for Nothing and Checks for free: Recent Development in U.S. Subprime Mortgage Markets, INTERNATIONAL MONETARY FUND (<http://www.imf.org/external/pubind.htm>)

Portes, Rating Agency Reform, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <https://www.voxeu.org/index.php?q=node/88>

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>

IOSCO advises G20 on credit rating agencies oversight, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα http://hedgemediacom.articles/print_page.jsp?content_id=300021

Financial Services Authority The Interim Prudential Sourcebook for Building Societies, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/CP/2000/51.shtml>

Draft Rules Vol 2 of 2, The Interim Prudential Sourcebook Banks", διαθέσιμο στην επίσημη ιστοσελίδα της FSA : <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/CP/2000/52.shtml>

<http://www.aspisbank.gr/article/greek/75/118/index.htm>

Σπυράκος, Δ., « Η πτώχευση της Lehman Brothers και τα δικαιώματα των επενδυτών για αποζημίωση», διαθέσιμο στην επίσημη ιστοσελίδα της ΕΚΠΟΙΖΩ, <http://www.ekpizo.gr/el/financialservices/236/print.php?&nid=476>

«Σε απόγνωση οι πελάτες της Lehman Brothers», ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ 21-8-2009

Καλέργης Κ., «Φρένο στις παχυλές αμοιβές των golden boys»,
ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 25-0-2009

<http://www.lehmannotes.com/structured-products/>

ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ:

ΠΠΡΘεσσαλ 19932/2009, δημοσίευση ΝΟΜΟΣ

Lehmann Brothers [2009] EWCH 1912 (Ch).

ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

AK 175	33
AK 185	41
AK 281	69
AK 288	69
AK 289	54
AK 404	38
AK 417	38
AK 448	35,36
AK 455	32,37
AK 458	39,40
AK 463	35,43
AK 467	33
AK 468	33
AK 513	27,28
AK 514	30
AK 515	30
AK 534	31
AK 535	31
AK 562	30
AK 806	13
AK 914	65
AK 919	65
AK 1243	37
AK 1245	38

ΚποΛΔ 975 38

ΕμπΝ 1 17

N. 3156/2003

Αρ. 10 § 1	23,29,32,37,40,64
Αρ. 10 § 2	21
Αρ. 10 § 3	20,22
Αρ. 10 § 5	57
Αρ. 10 § 6	27,31,34,39
Αρ. 10 § 8	30,33
Αρ. 10 § 9	33
Αρ. 10 § 10	34
Αρ. 10 § 11	39
Αρ. 10 § 12	37,38
Αρ. 10 § 15	22
Αρ. 10 § 16	38
Αρ. 10 § 17	40,41
Αρ. 10 § 18	38, 41, 53
Αρ. 10 § 19	34
Αρ. 10 § 22	33
Αρ. 13	58

N. 2190/1920

Αρ. 8	68
Αρ. 48	20

N. 2844/2000

Αρ. 3 34

N.3601/2007

Αρ. 25 49

Αρ. 27 50

N. 1905/1990

Αρ. 4 58

N. 3401/2005

Αρ. 5 67

Αρ. 25 68

N. 3607/2007

Αρ. 6 64

Αρ. 8 67

Αρ. 25 65

Αρ. 27 67

Αρ. 28 65

N. 2251/1994

Αρ. 8 67

Οδηγία 2006/48/EK

Αρ. 75 49

Οδηγία 2006/49/EK

49

Οδηγία 2004/39/EK

69

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΕΝΕΧΥΡΟΦΥΛΑΚΕΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
Αριθμός πρωτοκόλλου

ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΣΥΜΒΑΣΕΩΝ ΤΟΥ ΑΡΘΡΟΥ 10 § 8 ΤΟΥ Ν. 3156/03¹

A) Σύμβαση Πώλησης και Μεταβίβασης Επιχειρηματικών
Απαιτήσεων

1. Συμβαλλόμενα μέρη

(Όνομα, Επώνυμο, Διεύθυνση, Έδρα Εταιρείας, ΑΡ.ΜΑΕ, Α.Φ.Μ.
Δ.Ο.Υ.)

α. Ο Μεταβιβάζων

.....
.....

β. Ο Αποκτών

.....
.....
.....

2. Όροι της Σύμβασης Πώλησης (Εκχώρησης)

.....
.....

α. Νόμισμα και ποσό του τιμήματος αγοράς

.....
.....

β. Ημερομηνία υπογραφής της σύμβασης πώλησης

.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....

γ. Εφαρμοστέο δίκαιο και δικαιοδοσία

.....
.....

δ. Λοιποί ουσιώδεις όροι (π.χ. αναπροσαρμογή του τιμήματος αγοράς)

.....

.....3. Τύπος των μεταβιβαζόμενων επιχειρηματικών απαιτήσεων - κύριες διατάξεις²

α. Γενική περιγραφή της επιχειρηματικής απαίτησης

.....

.....

β. Νόμισμα

.....

1. Σε συνδυασμό με το άρθρο 3 του Ν. 2844/00 (ΦΕΚ 220 Α')

2. π.χ. δάνειο, πιστωτική κάρτα

γ. Οφειλόμενα κεφάλαια ανά επιχειρηματική απαίτηση και ανά το σύνολο³

.....

δ. Ονοματεπώνυμα και διευθύνσεις των οφειλετών [και εγγυητών]⁴

.....

ε. Παρεπόμενες εμπράγματα ή ενοχικές απαιτήσεις⁵

.....

ΣΗΜΕΙΩΣΗ:

.....

.....

.....

.....

.....

Ημερομηνία.....

Ο μεταβιβάζων

Ο Αποκτών

.....

.....

Όνομ/μο
Όνομ/μο
.....
.....

Όνομ/μο
Όνομ/μο

Βεβαιώνεται το γνήσιο των υπογραφών
Ημερομηνία
(Ο ενεχυροφύλακας / Αρχή / Συμβολαιογράφος)
(Σφραγίδα και υπογραφή)

Βεβαιώνεται ότι κατατέθηκε σήμερα το πρωτότυπο της παρούσας.
Ημερομηνία.....
Ο ενεχυροφύλακας
(Σφραγίδα και υπογραφή)

Στοιχεία εγγραφής
.....
.....

-
3. Τα στοιχεία αυτά μπορούν να αναγράφονται και σε ξεχωριστό κατάλογο, ο οποίος θα προσαρτάται στο παρόν έντυπο και θα μονογράφεται από τους υπογράφοντες αυτό.
 4. Τα στοιχεία αυτά μπορούν να αναγράφονται και σε ξεχωριστό κατάλογο, ο οποίος θα προσαρτάται στο παρόν έντυπο και θα μονογράφεται από τους υπογράφοντες αυτό.
 5. Τα στοιχεία αυτά μπορούν να αναγράφονται και σε ξεχωριστό κατάλογο, ο οποίος θα προσαρτάται στο παρόν έντυπο και θα μονογράφεται από τους υπογράφοντες αυτό.

**Β) Μεταβολές / προσθήκες της Σύμβασης
Πώλησης και Μεταβίβασης Επιχειρηματικών Απαιτήσεων**

ΕΝΕΧΥΡΟΦΥΛΑΚΕΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**Αριθμός πρωτοκόλλου****Β) Σύμβαση Διαχείρισης Επιχειρηματικών Απαιτήσεων****(Άρθρο 10 § 14 και 16 του Ν. 3156/03)**

1. Συμβαλλόμενα μέρη

(Όνομα, Επώνυμο, Διεύθυνση, Έδρα Εταιρείας, Αριθμός Ταυτότητας, Α.Φ.Μ., Δ.Ο.Υ.)

α. Εταιρεία ειδικού σκοπού

.....

β. Διαχειριστής απαιτήσεων

.....

όροι

α. Νόμισμα και ποσό της αμοιβής διαχείρισης

ΕΥΡΩ (€). ΤΟ ΠΟΣΟ ΤΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΚΦΡΑΖΕΤΑΙ ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΖΕΤΑΙ ΒΑΣΗ ΤΟΥ ΟΡΟΥ 9.2 ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ.

β. Ημερομηνία υπογραφής

.....

.....

..... γ. Διάρκεια

ΑΟΡΙΣΤΗ ΜΕΧΡΙ ΠΛΗΡΟΥΣ ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ.

δ. Περιλήψη των εξουσιών του Διαχειριστή απαιτήσεων⁶

ΒΑΣΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ: ΕΙΣΠΡΑΞΗ ΔΑΝΕΙΩΝ, ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΠΡΟΣΗΜΕΙΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΕΝΟΧΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΡΑΓΜΑΤΩΝ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ, ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ ΟΡΟ 4 ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ.

ε. Εφαρμοστέο δίκαιο και δικαιοδοσία

ΑΓΓΛΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ, ΑΠΟΚΛΕΙΣΤΙΚΗ ΔΙΚΑΙΟΔΟΣΙΑ ΑΓΓΛΙΚΩΝ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΩΝ ΠΡΟΣ ΟΦΕΛΟΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ.

στ. Λοιποί ουσιώδεις όροι

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....
.....
.....

6. Οι εξουσίες αυτές μπορούν να επισυνάπτονται και ως παράρτημα στο παρόν έντυπο, ιδίως εάν έχουν παραχωρηθεί μέσω ειδικού εγγράφου, π.χ. συμβολαιογραφικού πληρεξουσίου.

Ημερομηνία.....

Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού
Διαχειριστής Απαιτήσεων

○

.....

.....

Όνομ/μο

Όνομ/μο

.....

.....

Όνομ/μο

Όνομ/μο

Βεβαίωση του γνησίου των υπογραφών

Ημερομηνία

(Ο Ενεχυροφύλακας / Η Δημόσια Αρμόδια Αρχή / Ο

Συμβολαιογράφος)

(Σφραγίδα και υπογραφή)

Πιστοποιείται δια της παρούσης ότι το παρόν πρωτότυπο
κατατέθηκε σήμερα.

Ημερομηνία.....

Ο Ενεχυροφύλακας
(Σφραγίδα και υπογραφή)

Στοιχεία εγγραφής

.....
.....
.....
.....
.....

Γ) Μεταβολές της Σύμβασης Διαχείρισης

ΑΛΦΑΒΗΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ

αμοιβαία κεφάλαια	63
αναγγελία	34
διαχειριστής απαιτήσεων	21
εγγυητική επιστολή	44
εκχώρηση	32 επ.
ενεχυροφυλακείο	34,37
ενημερωτικό δελτίο	64
ένσταση συμφηφισμού	35
εξασφαλιστικές συμβάσεις	41 επ.
επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος	67
εταιρεία ειδικού σκοπού	11,19
ιδιωτική τοποθέτηση	62
θεσμικοί επενδυτές	63
κτηματικά ομόλογα	12
κεφαλαιακή επάρκεια	48
νόμιμο ενέχυρο	38 επ.
μελλοντική απαίτηση	34
μεταβιβάζουσα εταιρεία	18
μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις	46
τιτλοποίηση απαιτήσεων	9 επ.
κλασική μορφή	25
σύνθετη μορφή	25
τιτλούχοι επενδυτές	13
οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης	23, 59
ομολογιακό δάνειο	13
εκπρόσωπος των ομολογιούχων	22,39
ομολογιούχοι δανειστές	21
πρόγραμμα ομολογιακού δανείου	40
οφειλέτες των απαιτήσεων	22
πιστοδότες και χορηγοί χρηματοδότησης	22
πιστωτικός κίνδυνος	49
πρακτορεία απαιτήσεων	14
factoring	15
forfaiting	15

προληπτική εποπτεία	47 επ.
πτωχευτική ανάκληση	33
πώληση	29
νομικά ελαττώματα	30
πραγματικά ελαττώματα	31
σύμβαση ανταλλαγής χρηματοοικονομικών μέσων	45
σύμβαση διαχείρισης	27,28
σύμβαση χρηματοδότησης	28
συντελεστής φερεγγυότητας	48
χρηματοδοτικά ανοίγματα	48



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Τηλ. 210 - 92 01 001

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ

30 ΜΑΙ. 2012

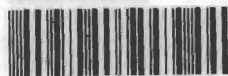
24 ΑΥΓ. 2008

2- ΙΑΝ. 2014

20 ΙΑΝ. 2014

20 ΜΑΡ. 2015

ΠΑΝΤΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



002000068344