



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΓΕΝΙΚΟ ΤΜΗΜΑ ΔΙΚΑΙΟΥ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΚΑΙΟ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ**

Κατεύθυνση: Ιδιωτικό Δίκαιο

**ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΚΔΟΣΗ
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ ΤΟΥ Ν. 3156/2003 ΩΣ ΜΟΡΦΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Διπλωματική Εργασία Μαρίας-Αναστασίας Καψάλη (090M042)

Επιβλέπων: Καθηγητής Β. Δούβλης

**ΑΘΗΝΑ
Δεκέμβριος 2007**

	Σελ.
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	2
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄

ΕΝΝΟΙΑ, ΕΙΔΗ ΚΑΙ ΦΥΣΗ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

1. Εννοιολογική οριοθέτηση	7
2. Είδη ομολογιακών δανείων	9
3. Σύγκριση ν. 2190/ 1920 και ν. 3156/2003	19
4. Νομική φύση ομολογιακού δανείου	21
5. Νομική φύση ομολογιών –περιεχόμενο τίτλου	22
6. Μεταβίβαση ομολογιών	25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄

ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΣΥΝΑΨΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ ΩΣ ΜΕΣΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

1. Διαδικασία έκδοσης κατ' είδος ομολογιακού δανείου	28
2. Όροι του ομολογιακού δανείου	34
3. Οργάνωση ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα και ο ρόλος του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών	35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄

ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

1. Γενικοί Όροι Συναλλαγών	45
2. Εμπράγματη εξασφάλιση – εγγυήσεις	51
3. Διασπορά πιστωτικού κινδύνου	60

4.	Αλλαγή εταιρικής μορφής	62
5.	Φορολογικά ζητήματα	65

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ΄
ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗ ΛΗΞΗ ΤΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

1.	Εξόφληση των ομολογιών	70
2.	Καταγγελία	71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε΄
ΟΨΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

1.	Γενικά	74
2.	Η οικονομική ανάλυση σε σχέση με την έκδοση ομολογιακών δανείων	74

	Σ Υ Μ Π Ε Ρ Α Σ Μ Α Τ Α	77
--	--------------------------------	----

	Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α	79
--	--------------------------------	----

	Ν Ο Μ Ο Λ Ο Γ Ι Α	81
--	--------------------------	----

	Δ Ι Α Δ Ι Κ Τ Υ Α Κ Ο Ι Τ Ο Π Ο Ι	81
--	--	----

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

α.ε	ανώνυμη εταιρία
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΠ	Άρειος Πάγος
ΓερμΑΚ	Γερμανικός Αστικός Κώδικας
ΓΣ (γ.σ)	Γενική Συνέλευση
ΓΟΣ	Γενικοί Όροι Συναλλαγών
Δ	Δίκη
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
Δ.Σ (δ.σ)	Διοικητικό Συμβούλιο
εδ.	εδάφιο
ΕΕΕυρΔ	Ελληνική Επιθεώρηση Ευρωπαϊκού Δικαίου
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΛΔικ.	Ελληνική Δικαιοσύνη
ΕισΝ.	Εισαγωγικός Νόμος
έκδ.	έκδοση
επ	επόμενα
ε.π.ε	εταιρία περιορισμένης ευθύνης
ΕπισκΕΔ	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΤΡΑΧρΔ	Επιθεώρηση Τραπεζικού-Αξιογραφικού και Χρηματιστηριακού Δικαίου
ΕφΑθ	Εφετείο Αθηνών
ΕφΘεσ	Εφετείο Θεσσαλονίκης
ΕφΠειρ	Εφετείο Πειραιώς
ΚΑΑ	Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών
κν.	κανονιστικός νόμος
ΚΠολΔ	Κώδικας Πολιτικής Δικονομίας
ΜΠρΑθ	Μονομελές Πρωτοδικείο Αθηνών
ΜΠρΘεσ	Μονομελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης
ΜΠρΛαμ	Μονομελές Πρωτοδικείο Λαμίας
ΜΠρΜεσ	Μονομελές Πρωτοδικείο Μεσσηνίας
ΜΠρΠειρ	Μονομελές Πρωτοδικείο Πειραιώς
ΜΠρΡεθ	Μονομελές Πρωτοδικείο Ρεθύμνου
ν.	νόμος
ΝοΒ	Νομικό Βήμα
ν.δ.	νομοθετικό διάταγμα
ΝΣΚ	Νομικό Συμβούλιο του Κράτους
οπ	όπου παραπάνω
παρ.	παράγραφος
π.δ.	προεδρικό διάταγμα
περ.	περίπτωση
ΠΠρΑθ	Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών
ΠΠρΘεσ	Πολυμελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης
ΠΠρΠειρ	Πολυμελές Πρωτοδικείο Πειραιώς
ΠΠρΡεθ	Πολυμελές Πρωτοδικείο Ρεθύμνου
Πρβλ.	Παράβαλε
σ.	σελίδα
τ.	τόμος
τεύχ.	τεύχος
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας της Κυβερνήσεως
ΧΑΑ	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
ΧρηΔΚ	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο
ΧρΙΔ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου
ν.	volume

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοδότηση των ανωνύμων εταιριών στην Ελλάδα και στις περισσότερες ηπειρωτικές χώρες στηρίχθηκε παραδοσιακά και για μεγάλο χρονικό διάστημα στο τραπεζικό σύστημα. Τα τραπεζικά δάνεια αποτέλεσαν την κεντρική πηγή χρηματοδότησης των εταιριών αυτών τουλάχιστον μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '80. Η δεκαετία του '90 υπήρξε και για την ηπειρωτική Ευρώπη περίοδος άνθησης των κεφαλαιαγορών, που σηματοδοτήθηκε από τη σταδιακή, αλλά δυναμική και ολοένα αυξανόμενη σε σημασία, δραστηριοποίηση των τραπεζών στην αγορά επενδυτικών υπηρεσιών. Η συρρίκνωση του αντικειμένου των κλασικών τραπεζικών υπηρεσιών ανάγκασε τα πιστωτικά ιδρύματα να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους σε άλλες μορφές, όπως ήταν η διαμεσολάβηση, για την εξεύρεση κεφαλαίων με σκοπό τη χρηματοδότηση των εταιριών.

Πέρα από τη χρηματοδότηση μιας επιχείρησης με τραπεζικό δανεισμό, που συνιστά εξωτερική χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια, άλλες μορφές χρηματοδότησης μιας επιχείρησης είναι η εσωτερική και η εξωτερική με ίδια κεφάλαια. Η εσωτερική χρηματοδότηση προέρχεται από την ίδια την επιχειρηματική δραστηριότητα της επιχείρησης, είτε από τα κέρδη της, είτε από την απόδοση τυχόν επενδύσεων που έχει κάνει. Αντίθετα, εξωτερική με ίδια κεφάλαια είναι η χρηματοδότηση, όπου τα εισφερθέντα στην εταιρία κεφάλαια προέρχεται από τους ιδιοκτήτες-μετόχους της εταιρίας (ίδια κεφάλαια) ή τρίτα πρόσωπα που γίνονται μέτοχοι γιατί αποκτούν εταιρική συμμετοχή. Ειδική μορφή δανεισμού-χρηματοδότησης της εταιρίας είναι η έκδοση ομολογιακού δανείου.

Η έκδοση ομολογιακού δανείου συνιστά μία από τις δύο πιο συνήθεις μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των ανωνύμων εταιριών. Η δεύτερη είναι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Ωστόσο, η έκδοση ομολογιακού δανείου πλεονεκτεί έναντι της αύξησης κεφαλαίου. Αφενός επειδή έχει χαμηλότερο κόστος, καθώς οι τόκοι που καταβάλλει η εταιρία στους ομολογιούχους δανειστές, λογιστικά και φορολογικά ανήκουν στις δαπάνες της και αφετέρου λόγω του γεγονότος ότι η έκδοση ομολογιών όχι μόνο δεν ανατρέπει το status quo της εταιρίας με τη μεταβολή της μετοχικής σύνθεσης (εκτός από την περίπτωση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες), αλλά το κεφάλαιο του δανείου μπορεί να γίνει εργαλείο για την αύξηση της απόδοσης των μετοχών της εταιρίας μέσω της μεγιστοποίησης των κερδών της από την χρησιμοποίηση των αντληθέντων από το δάνειο κεφαλαίων.

Παρά τα ως άνω πλεονεκτήματα, η αγορά των ομολογιακών δανείων στην χώρα μας δεν ήταν ιδιαίτερα αναπτυγμένη, πράγμα το οποίο, σε μια έντονα ανταγωνιστική αγορά όπως αυτή του ευρωπαϊκού χώρου, ενείχε τον κίνδυνο αφενός οι ελληνικές επιχειρήσεις να οδηγηθούν στην αναζήτηση κεφαλαίων και επενδύσεων εκτός ελληνικής αγοράς (και κεφαλαιαγοράς) και αφετέρου να αποτρέπονται οι ξένες επενδύσεις στον ελληνικό χώρο. Αυτό οφειλόταν κυρίως στο ασαφές, ελλιπές και αποσπασματικό νομικό πλαίσιο που υπήρχε για την εν λόγω μορφή χρηματοδότησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι, μέχρι την εισαγωγή του ν. 3156/2003 μπορούσε κανείς να συναντήσει διάσπαρτες διατάξεις για τις ομολογίες και τα ομολογιακά δάνεια, τόσο στον ν. 2190/1920 (άρθρα 3α, 3β, 3γ, 34 παρ. 1, 13 παρ. 1, 8α παρ. 2,3,4 και 5, 34 παρ. 1) όσο και σε διάφορα άλλα νομοθετήματα, όπως στο ν.δ. 177/13.8.1923 (άρθρα 68 και 76) καθώς και στον ειδικό νόμο 3746/1957.

Το γεγονός αυτό αποτελούσε συγκριτικό έλλειμμα της ελληνικής σε σχέση με αλλοδαπές έννομες τάξεις και γι' αυτό κρίθηκε αναγκαία η θέσπιση στην Ελλάδα ενός σύγχρονου, πλήρους αλλά και συμβατού με την οικογένεια δικαίων στην οποία ανήκει το ελληνικό δίκαιο, πλέγματος διατάξεων που θα διασφάλιζε τη δημιουργία τόσο της χρηματιστηριακής, όσο και της εξω-χρηματιστηριακής αγοράς ομολόγων που εκδίδονται στα πλαίσια ομολογιακών δανείων ιδιωτικών επιχειρήσεων, ώστε να εναρμονιστεί το ελληνικό δίκαιο με τα ισχύοντα σε άλλα ευρωπαϊκά δίκαια. Στα πλαίσια αυτά, ο Έλληνας νομοθέτης προέβη τον Μάιο του 2003 στην ψήφιση του ν. 3156/2003¹. Η παρούσα μελέτη σκοπεύει να παρουσιάσει το νέο θεσμικό πλαίσιο για την έκδοση των κοινών ομολογιακών δανείων, με έναν (πιστωτικό ίδρυμα) ή/και περισσότερους ομολογιούχους δανειστές, ως μορφής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από την έκδοσή τους μέχρι και τη λήξη τους.

Ειδικότερα, το πρώτο μέρος της μελέτης αφορά στην οριοθέτηση των εννοιών που σχετίζονται με τα ομολογιακά δάνεια, προκειμένου να ξεκαθαρισθούν τα θεμελιώδη στοιχεία της υπόψη μορφής δανείου, ενώ παράλληλα θα γίνει μια προσπάθεια εντοπισμού των νεωτερισμών που επέφερε το νέο νομοθέτημα (ν. 3156/2003). Στο δεύτερο μέρος, προσεγγίζονται τα νομικά ζητήματα που προκύπτουν κατά τη σύναψη ενός ομολογιακού δανείου, κυρίως αναφορικά με τον νέο θεσμό της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών και του εκπροσώπου αυτών, που εισήγαγε ο ν. 3156/2003. Τούτο ώστε, εφόσον γίνουν κατανοητά τα ανωτέρω, να καταστεί δυνατό στο τρίτο μέρος, να επιχειρηθεί η ανάλυση ουσιαστικών ζητημάτων που απασχολούν τον νομικό κόσμο, όπως η εφαρμογή των γενικών όρων συναλλαγών κατά την ερμηνεία των όρων του ομολογιακού δανείου, ζητήματα

¹ Φ.Ε.Κ Α' 157/25.06.2003.

εμπράγματος εξασφάλισης των απαιτήσεων από το δάνειο, τυχόν προβλήματα σε περίπτωση αλλαγής της εταιρικής μορφής της εκδότριας εταιρίας, αλλά και το κεφαλαιώδες θέμα της ειδικής φορολόγησης των ομολογιακών δανείων, που σχετίζεται άμεσα με την οικονομική σημασία του δανείου ως μορφής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Στο τέταρτο κεφάλαιο, τίθενται θέματα που προκύπτουν από την πρόωρη λύση του ομολογιακού δανείου, σε σχέση με τις νομικές διατάξεις που μπορούν να τύχουν σχετικής εφαρμογής. Στο τελευταίο μέρος, επιχειρείται μια προσέγγιση οικονομικής ανάλυσης των ομολογιακών δανείων, όπου καταδεικνύεται και με αυτή την αφορμή το αλληλένδετο Οικονομίας και Δικαίου.

Βεβαίως, όλη η μελέτη προκαθορίζεται από την προϋπόθεση εφαρμογής του ελληνικού δικαίου, παρόλο που επισημαίνονται αρκετά συγκριτικά στοιχεία με δίκαια άλλων χωρών, όπως είναι το γερμανικό, το γαλλικό και το αγγλικό. Παράλληλα, διευκρινίζεται ότι δεν αποτελούν αντικείμενο της παρούσης τα ομολογιακά δάνεια του Δημοσίου και τα ζητήματα τιτλοποίησης απαιτήσεων, περί των οποίων τα άρθρα 10, 11 και 12 του ν. 3156/2003.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄ **ΕΝΝΟΙΑ, ΕΙΔΗ ΚΑΙ ΦΥΣΗ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ**

1. Εννοιολογική οριοθέτηση

Πριν από την κατ' ουσίαν ανάλυση του θέματος καθίσταται αναγκαία η παράθεση και οριοθέτηση των εννοιών που αφορούν στα ομολογιακά δάνεια. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον ορισμό του άρθρου 1 του ν. 3156/2003, *«ομολογιακό είναι το δάνειο που εκδίδεται από ανώνυμη εταιρία που εδρεύει στην Ελλάδα (εκδότρια) και διαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας κατά τους όρους του δανείου»*. Στα εννοιολογικά στοιχεία του ομολογιακού δανείου ανήκει και η διαίρεση του ενιαίου δανείου σε επιμέρους **ομολογίες**, οι οποίες είναι αξιόγραφα (ειδικότερα, χρεόγραφα), που ενσωματώνουν αξιώσεις των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας εταιρίας. Το δανειζόμενο ποσό διαιρείται σε ίσα τμήματα, καθένα από τα οποία αποτελεί την ονομαστική αξία κάθε ομολογίας². Η διαίρεση του ομολογιακού δανείου σε μικρότερα τμήματα διευκολύνει την εκδότρια εταιρία, τόσο στην αποπληρωμή του δανείου³, όταν η διάθεση γίνεται μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, όσο και στη συγκέντρωση κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό με **δημόσια προσφορά**, όταν η τραπεζική χρηματοδότηση δεν είναι δυνατή ή είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη λόγω του μεγάλου

² Πρβλ. Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, 2006, 366.

³ Της επιστρέφεται ο αντίστοιχος αριθμός ομολογιών κατά την τμηματική αποπληρωμή των δόσεων.

ύψους του δανείου⁴. Ακόμη, στις περιπτώσεις όπου υπάρχει μεγάλη διασπορά πρόκειται για **νόθα μορφή ομολογιακού δανείου**, οπότε και πάλι απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Διαχειριστής πληρωμών είναι το πιστωτικό ίδρυμα στο κατάστημα του οποίου ανοίγεται ο λογαριασμός καταβολών των δόσεων του δανείου επ' ονόματι της εκδότριας εταιρίας και δια του οποίου οι ομολογιούχοι δανειστές αγοράζουν, αναλαμβάνουν και καλύπτουν τις αντίστοιχες ομολογίες. Με την εισαγωγή του θεσμού της ομάδος των ομολογιούχων δανειστών από τον ν. 3156/2003 κατέστη αναγκαία και η ύπαρξη **εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών**, είτε υποχρεωτικά είτε προαιρετικά, με συγκεκριμένες αρμοδιότητες, ο οποίος είναι πιστωτικό ίδρυμα ή ανώνυμη εταιρία και συναλλάσσεται με την εκδότρια ασκώντας τις αρμοδιότητες της ομάδας των ομολογιούχων. Σε κάποιες περιπτώσεις ορίζεται στη σύμβαση του ομολογιακού δανείου ότι ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων εκτελεί και καθήκοντα διαχειριστή πληρωμών. **Οι ομολογιούχοι δανειστές** είναι οι εταιρικοί δανειστές και νόμιμοι κομιστές των ομολογιών. Όταν ένα πιστωτικό ίδρυμα αναλαμβάνει να καλύψει εξ ολοκλήρου το ομολογιακό δάνειο, πρόκειται για έναν μόνο ομολογιούχο δανειστή ο οποίος είναι και διαχειριστής πληρωμών και εκπρόσωπος των ομολογιούχων.

Ως **πρόγραμμα ομολογιακού δανείου** χαρακτηρίζεται η σύμβαση του δανείου που εμπεριέχει τους όρους αυτού, σύμφωνα με το άρθρο 1 παρ. 4 του ν. 3156/2003. **Μερική κάλυψη του δανείου** γίνεται όταν, με απόφαση των οργάνων της εκδότριας εταιρίας, το ομολογιακό δάνειο που εκδίδεται πρόκειται να καλύψει μέρος μόνο του project, το οποίο θα χρηματοδοτήσει έως ένα optimum ποσό. Στο άρθρο 6 του ν. 3606/2007 οι **θεσμικοί επενδυτές** χαρακτηρίζονται ως επαγγελματίες πελάτες σε αντιπαραβολή με τους μη επαγγελματίες πελάτες. Θεσμικοί λοιπόν είναι, οι επενδυτές των οποίων η κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων οντοτήτων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού ή άλλες χρηματοδοτικές συναλλαγές καθώς και οι επιχειρήσεις που απαριθμούνται στο ως άνω νομοθέτημα. Τέλος, ως **Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ)** νοείται κάθε νομικό πρόσωπο του οποίου σύνθητες επάγγελμα ή δραστηριότητα είναι η παροχή μιας ή περισσότερων επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή η διενέργεια μιας ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση.

⁴ Βερβεσός, εις το Δίκαιο της α.ε., τ. 10, άρθρο 1, 2005, 307.

2. Είδη ομολογιακών δανείων

Ο κν. 2190/1920 (άρθρα 3α έως 3γ) προβλέπει και ρυθμίζει τρεις μορφές ομολογιακών δανείων με την έκδοση αντίστοιχων ομολογιών. Ομολογιακά δάνεια με *μετατρέψιμες*, με *κερδοφόρες* και με *ενυπόθηκες ομολογίες*. Κριτήριο διάκρισης των δανείων αυτών συνιστά το είδος των πρόσθετων δικαιωμάτων, πέραν της καταβολής του συμφωνημένου τόκου και της εξόφλησης της ονομαστικής αξίας της ομολογίας, που η εκδότρια εταιρία παρέχει στους ομολογιούχους δανειστές⁵. Με τον νέο νομοθέτημα (3156/2003) διαφοροποιήθηκε η ως άνω κατηγοριοποίηση των ομολογιακών δανείων. Αφενός προβλέφθηκε ρητά στο νόμο η δυνατότητα έκδοσης *κοινού* ομολογιακού δανείου, πράγμα που μέχρι τότε συνεπαγόταν έμμεσα και ερμηνευτικά από το συνδυασμό των άρθρων 34 παρ.1 εδ. ε' και 29 παρ. 3 του κανονιστικού νόμου 2190/1920, αφετέρου εισήχθη ο νέος θεσμός των *ανταλλάξιμων ομολογιών* και καταργήθηκε η κατηγορία των ενυπόθηκων δανείων με τη μορφή που ορίζεται στο άρθρο 3γ του κν. 2190/1920, καθώς ο νέος νόμος ρυθμίζει συνολικά το ζήτημα της παροχής εξασφαλίσεων στα ομολογιακά δάνεια, στο άρθρο 12.

Στο κοινά ομολογιακά δάνεια παρέχεται στους ομολογιούχους το δικαίωμα απόληψης τόκου. Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του νόμου 3156/2003⁶, απαγορεύεται η έκδοση άτοκου δανείου κατά τη σύναψη κοινού ομολογιακού δανείου ή ομολογιακού δανείου με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη. Αντίθετα, είναι δυνατή η έκδοση άτοκου δανείου στην περίπτωση των ομολογιακών δανείων με ανταλλάξιμες και μετατρέψιμες ομολογίες. Ως προς το ύψος του επιτοκίου και τους υπόλοιπους όρους έκδοσης είναι ενδεχόμενο να προβλέπονται κάποιοι περιορισμοί στο καταστατικό της εκδότριας εταιρίας. Αν όμως δεν προβλέπονται στο καταστατικό, κρίνονται αναγκαίες οι κατά το δυνατόν λιγότερες νομοθετικές παρεμβάσεις μέσα στα πλαίσια της ιδιωτικής αυτονομίας της βούλησης και της ανάγκης ευελιξίας για καλύτερη προσαρμογή στην οικονομία της αγοράς. Αυτός ο σκοπός του νομοθέτη καθίσταται εμφανής και στην εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, όπου ορίζεται ότι *«η εκτενής ρύθμιση ορισμένων ζητημάτων δεν υπονοεί ότι οτιδήποτε δεν προβλέπεται απαγορεύεται»*.

Στο ομολογιακό δάνειο με *δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη*, χορηγείται εναλλακτικά στους ομολογιούχους δανειστές το δικαίωμα λήψης, πέραν του τόκου, είτε ορισμένου ποσοστού επί των κερδών, που απομένει μετά την καταβολή του πρώτου μερίσματος, είτε άλλων πρόσθετων παροχών ανάλογα με το ύψος της

⁵ Πρβλ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Έγγραφα χρηματοπιστωτικού τομέα, 1997, 129 επ.

⁶ Πρβλ. διαδικτυακός τόπος του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών, www.dsanet.gr.

παραγωγής ή το εν γένει επίπεδο δραστηριότητας της εταιρίας⁷. Σύμφωνα με το άρθρο 3β του ν. 2190/1920, όπως αντικαταστάθηκε από το άρθρο 15 παρ. 6 του ν. 3156/2003, με τον τρόπο αυτό ο νομοθέτης επιδιώκει να διασφαλίσει ότι οι ομολογιούχοι δεν θα στερηθούν το επιπλέον επενδυτικό τους όφελος σε περιόδους μη κερδοφόρων εταιρικών χρήσεων. Προϋπόθεση για την έκδοση των ομολογιών αυτών είναι απόφαση της γενικής συνέλευσης της εκδότριας εταιρίας η οποία λαμβάνεται με απόλυτη απαρτία και πλειοψηφία. Η γενική συνέλευση βρίσκεται σε απαρτία όταν παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται σ' αυτήν μέτοχοι που εκπροσωπούν τα 2/3 του καταβεβλημένου κεφαλαίου (άρθρο 29 παρ. 3 ν. 2190/1920) και η απόφαση λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία όταν υπερψηφίζεται από τα 2/3 των μετόχων που εκπροσωπούνται στην συνέλευση (άρθρο 31 παρ. 2 ν. 2190/1920)⁸.

Με το άρθρο 7 του ν. 3156/2003 θεσπίζεται για πρώτη φορά η έκδοση ομολογιακού δανείου με *ανταλλάξιμες ομολογίες*. Η νομική φύση των ανταλλάξιμων ομολογιών δεν διαφέρει κατ' αρχήν από αυτή των κοινών αφού, όπως και στις κοινές, χορηγούνται μόνο ενοχικά δικαιώματα στους ομολογιούχους. Η ιδιαιτερότητά τους έγκειται στο ό,τι δίδεται στους ομολογιούχους δανειστές (όχι στην εκδότρια εταιρία) το δικαίωμα να ζητήσουν την εξόφληση των ομολογιών τους εν όλω ή εν μέρει, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολογιών ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών της εκδότριας εταιρίας ή τρίτων που δεσμεύονται έναντι των ομολογιούχων δανειστών⁹. Το δικαίωμα ανταλλαγής θα πρέπει να ασκηθεί εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος, όπως αυτό προσδιορίζεται στο πρόγραμμα του ομολογιακού. Η έκδοση ομολογιακού δανείου αυτής της μορφής υπόκειται μόνο σε ενδεχόμενα προβλεπόμενους από το καταστατικό της εταιρίας περιορισμούς. Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, η επιλογή αυτή συνιστά ένα εξουσιαστικό δικαίωμα του ομολογιούχου που ασκείται με δήλωσή του προς την εταιρία, ενώ αντίστοιχο δικαίωμα δεν μπορεί να δοθεί σε καμία περίπτωση στην εκδότρια εταιρία.

Όπως αναφέρεται στην εισηγητική έκθεση, απαγορεύεται η έκδοση ομολογιακού δανείου στο πλαίσιο του οποίου χορηγείται στην εκδότρια εταιρία εξουσιαστικό δικαίωμα αντί της εξόφλησης με μετρητά, να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της από το ομολογιακό δάνειο με την παράδοση μετοχών στους ομολογιούχους. Η διασφάλιση του κατόχου ανταλλάξιμων ομολογιών επιτυγχάνεται από τον νομοθέτη

⁷ Π.χ. Εκμετάλλευση ενός από τα ξενοδοχεία της εκδότριας εταιρίας από τους ομολογιούχους δανειστές.

⁸ Πρβλ. *Σινανιώτη-Μαρούδη*, Εμπορικό Δίκαιο, τ. II, Εμπορικές εταιρίες, 2004, 404.

⁹ Πρβλ. *Βερβεσός* (2005), 418, όπου αναφέρεται ότι, στην κλασική μορφή ανταλλάξιμων ομολογιών το δικαίωμα επιλογής των ομολογιούχων δανειστών αφορά μετοχές τρίτης, διαφορετικής από την εκδότρια εταιρίας, η οποία καλείται «εταιρία στόχος».

με την δέσμευση της εκδότριας ή του κυρίου των ομολογιών ότι το αργότερο μέχρι την κάλυψη του δανείου θα έχει στην κατοχή του τις ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίας, ελεύθερες βάρους και ότι θα τις διατηρήσει ελεύθερες και στην κατοχή του μέχρι και την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από αυτές, σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 7 του ν. 3156/2003. Οι ανταλλάξιμες ομολογίες εκδίδονται κατά κανόνα εις τον κομιστή. Όταν όμως οι υπό ανταλλαγή ομολογίες, μετοχές ή κινητές αξίες είναι από τον νόμο ονομαστικές, προκειμένου να αποφευχθεί η καταστρατήγηση, υπάρχει η υποχρέωση μεταβίβασής τους ως ονομαστικές.

Με τον θεσμό των μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων¹⁰ παρέχεται στους ομολογιούχους δανειστές δικαίωμα να ζητήσουν, με δήλωσή τους εντός ορισμένου χρόνου και σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου, την μετατροπή των ομολογιών τους σε μετοχές. Με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής επέρχεται εξόφληση της απαίτησης από την ομολογία και μετατροπή του ομολογιούχου δανειστή σε μέτοχο της εκδότριας εταιρίας. Ωστόσο, αν ο δανειστής δεν προβεί στην μετατροπή, καθώς είναι απολύτως ελεύθερος για την άσκηση ή μη αυτού του δικαιώματος, η νομική του θέση δεν διαφέρει από αυτή του ομολογιούχου δανειστή του κοινού ομολογιακού δανείου¹¹. Με τον ως άνω θεσμό επιδιώκεται ο συνδυασμός των πλεονεκτημάτων τόσο των μετοχών όσο και των ομολογιών. Οι κοινές ομολογίες πλεονεκτούν έναντι των μετοχών ως προς το ό,τι παρέχουν τόκο ανεξάρτητα από την ύπαρξη κερδών. Αντίθετα, εφόσον η εκδότρια εταιρία είναι εισηγμένη και εμφανίζει κερδοφορία, οι ομολογιούχοι έχουν την δυνατότητα να επωφεληθούν από την ανταλλαγή των ομολογιών τους κερδίζοντας από την διαφορά στην τιμή διαπραγμάτευσης μεταξύ ομολογίας και μετοχής, καθώς όταν αυξάνεται η αξία των μετοχών, αυξάνεται και η αξία των μετατρέψιμων ομολογιών¹². Αλλά και η εταιρία έχει κέρδος από την χορήγηση μετατρέψιμων ομολογιών, αφενός γιατί οι ομολογίες αυτές εκδίδονται με χαμηλότερη απόδοση (τόκο), πράγμα που της επιτρέπει χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος και αφετέρου γιατί της παρέχεται η δυνατότητα πιθανής κεφαλαιοποίησης των χρεών της.

Στον νόμο 2190/1920, όπως τροποποιήθηκε από τον νόμο 3156/2003, προβλέπονται οι ειδικότερες προϋποθέσεις έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών και άσκησης του δικαιώματος μετατροπής. Αυτό που πρέπει να επισημανθεί στο σημείο

¹⁰ Τα μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια ανήκουν στην κατηγορία των μικτών τύπων χρηματοδότησης μεταξύ ίδιων και ξένων κεφαλαίων.

¹¹ Πρβλ. Βερβεσός (2005), 430 επ.

¹² Στην περίπτωση αυτή ενδιαφέρον παρουσιάζει η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εκδότριας και ομολογιούχων καθώς ενώ ο εκδότης, κατά κανόνα, επιθυμεί την αύξηση της τιμής της μετοχής του, στην περίπτωση που έχει εκδώσει μετατρέψιμες ομολογίες θα ζημιωθεί από την μετατροπή διότι διαθέτει τις μετοχές του σε τιμή μικρότερη από την τρέχουσα.

αυτό είναι ότι επειδή με την μετατροπή γίνεται ουσιαστικά αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά το ποσό της αξίας των χορηγούμενων μετοχών, εφαρμόζονται παράλληλα οι ρυθμίσεις για το μετοχικό κεφάλαιο¹³, που αφορούν στην αναπροσαρμογή των διατάξεων του καταστατικού και στην τήρηση της απαιτούμενης δημοσιότητας¹⁴. Από τις μετατρέψιμες ομολογίες διακρίνονται οι ομολογίες με *δικαίωμα προαίρεσης* απόκτησης μετοχών, όπου πέρα από την αξίωση για καταβολή ενός σταθερού επιτοκίου και επιστροφή του κεφαλαίου, παρέχεται στους ομολογιούχους και το ενσωματωμένο σε ξεχωριστό αξιόγραφο δικαίωμα, να αποκτήσουν εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος ή σε ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο και σε μια εκ των προτέρων καθορισμένη σχέση και τιμή, μετοχές της εκδότριας εταιρίας ή κάποιου τρίτου.

Σύμφωνα με τα ανωτέρω, καθίσταται εμφανές ότι το ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο ομοιάζει με το μετατρέψιμο στο ό,τι και στις δύο περιπτώσεις πρόκειται για εξόφληση του κεφαλαίου της ομολογίας με δόση αντί καταβολής (άρθρο 419ΑΚ)¹⁵, κατ' επιλογήν του ομολογιούχου. Από την άλλη πλευρά, οι δύο μορφές ομολογιακών δανείων διαφέρουν στα εξής σημεία. Ενώ στο ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο οι ομολογίες μπορούν να ανταλλάγουν με οποιοδήποτε επενδυτικό αξιόγραφο (ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίες), στο δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες, οι ομολογίες μετατρέπονται αποκλειστικά σε μετοχές. Σύμφωνα με το άρθρο 7 του ν. 3156/2003, οι τίτλοι με τους οποίους ανταλλάσσονται οι ομολογίες θα πρέπει να βρίσκονται στην κατοχή της εκδότριας εταιρίας ή του τρίτου κύριου τουλάχιστον κατά τον χρόνο που ο ομολογιούχος αναλαμβάνει την υποχρέωση δανεισμού της εκδότριας εταιρίας (χρόνος κάλυψης) και να παραμείνουν σ' αυτήν μέχρι την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από το δάνειο. Αντίθετα, οι μετοχές που εκδίδονται κατά την μετατροπή των ομολογιών είναι πάντοτε νεοεκδιδόμενες, μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρίας. Επίσης, οι τίτλοι που ανταλλάσσονται μπορεί να ανήκουν στην κυριότητα της εκδότριας εταιρίας ή/και ενός τρίτου, ενώ οι μετοχές στις οποίες μετατρέπονται οι ομολογίες είναι πάντοτε μετοχές της εκδότριας εταιρίας. Συνεπώς, στην περίπτωση της ανταλλαγής έχουμε μεταβίβαση υφιστάμενου τίτλου, ενώ με την μετατροπή ο «νέος μέτοχος» αποκτά πρωτότυπα τις νεοεκδιδόμενες μετοχές.

¹³ Πρβλ. Ρόκας, (2006), 368.

¹⁴ Ωστόσο, η αναπροσαρμογή αυτή σε καμία περίπτωση δεν συνιστά τροποποίηση του καταστατικού, όπως αναφέρει και η διάταξη του άρθρου 15 παρ. 5 του ν. 3156/2003 και δεν απαιτείται άδεια και έγκριση από την διοίκηση, αντίθετα με άποψη που εκφραζόταν και υποστηριζόταν και από την νομολογία πριν από την ρύθμιση του νέου νόμου. (Ολ)ΑΠ 701/79, ΕΕμπΔ 1980, 241 επ.

¹⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 419 ΑΚ, ο δανειστής δεν είναι υποχρεωμένος να δεχτεί αντί της καταβολής άλλη παροχή. Αν όμως δεχτεί τέτοια παροχή, η ενοχή αποσβέννυται.

Επίσης, μια ιδιαίτερα σημαντική διαφορά, ειδικά για την εκδότρια εταιρία είναι ότι με την σύναψη ομολογιακού δανείου με ανταλλάξιμες ομολογίες, εφόσον η ανταλλαγή δεν γίνει με μετοχές της εταιρίας, αποφεύγεται η αλλοίωση της μετοχικής σύνθεσης της εκδότριας εταιρίας, πράγμα το οποίο δεν συμβαίνει στο μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο. Λόγω των όσων αναφέρθηκαν ανωτέρω υπάρχει διαφοροποίηση και στον τρόπο λήψης απόφασης, ανάλογα με ποια μορφή ομολογιακού δανείου προτίθεται να συνάψει η εταιρία. Προκειμένου για την έκδοση ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου αρκεί απόφαση γενικής συνέλευσης που λαμβάνεται με απλή απαρτία και πλειοψηφία, η δε σχετική αρμοδιότητα δύναται να μεταβιβαστεί στο διοικητικό συμβούλιο, είτε με καταστατική πρόβλεψη, είτε με απόφαση της γενικής συνέλευσης, λαμβανομένη με απλή απαρτία και πλειοψηφία, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω. Ενώ η έκδοση μετατρέψιμου δανείου απαιτεί τήρηση αυξημένων διατυπώσεων και είναι ποσοτικά περιορισμένη όταν διενεργείται από το διοικητικό συμβούλιο¹⁶.

Μια νέα μορφή ομολογιακών δανείων εισάγεται με το άρθρο 91 του ν. 3601/2007¹⁷. Τα ομολογιακά δάνεια με καλυμμένες ομολογίες (*covered bonds*), οι οποίες εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα. Με την υπ' αριθμ. 2598/2007 Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος¹⁸, καθορίζονται οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες ομολογιακοί τίτλοι με εξασφαλίσεις επί περιουσιακών στοιχείων που εκδίδονται άμεσα ή μέσω θυγατρικής εταιρίας ειδικού σκοπού από πιστωτικό ίδρυμα, αναγνωρίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος ως καλυμμένες ομολογίες, σύμφωνα με την εξουσιοδότηση που παρέχεται με το άρθρο 91 του ν. 3601/2007. Καθήκοντα εκπροσώπου των ομολογιούχων ασκεί θεματοφύλακας¹⁹ που μπορεί να είναι πιστωτικό ίδρυμα ή θυγατρική εταιρία του πιστωτικού ιδρύματος που παρέχει νόμιμα τις υπηρεσίες της στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Όσον αφορά στο κάλυμμα των ομολογιών, είναι δυνατόν να συνίσταται σε απαιτήσεις από δάνεια, πιστώσεις και παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα και σε κινητές αξίες. Επί του καλύμματος συνίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και άλλων δανειστών, οι απαιτήσεις των οποίων συνδέονται με την

¹⁶ Πρβλ. Γιωτάκη, Ομολογιακά δάνεια του ν. 3156/2003: Είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης, ΕΨΙΛΟΝ 7/2004, 1.

¹⁷ ΦΕΚ Α' 178/01.08.2007.

¹⁸ Ειδικότερα, με την πράξη αυτή καθορίζονται: α) οι ελάχιστες απαιτήσεις ως προς τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων εσωτερικού ελέγχου, καθώς και την κεφαλαιακή βάση που πρέπει να διαθέτουν τα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να προβούν στην έκδοση καλυμμένων ομολογιών, β) τα στοιχεία ενεργητικού που επιτρέπεται να συγκροτούν την ανωτέρω εξασφάλιση, οι μέθοδοι αποτίμησης και οι έλεγχοι για τη διασφάλιση της επάρκειας εξασφάλισης και γ) οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης των σχετικών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις και στον ιστοχώρο των πιστωτικών ιδρυμάτων που εκδίδουν καλυμμένες ομολογίες.

www.naftemporiki.gr, 6/11/2007.

¹⁹ Προσομοιάζει ιδιαίτερα στην έννοια του "trustee", όπως προβλέπεται στο αγγλοσαξονικό δίκαιο.

έκδοση των ομολογιών και οι οποίοι αναφέρονται ως εξασφαλιζόμενοι δανειστές στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου.

Οι απαιτήσεις που συγκαταλέγονται στο κάλυμμα των ομολογιών αναφέρονται ονομαστικά σε έγγραφο που υπογράφεται από τον εκδότη και τον θεματοφύλακα. Έτσι, οι καλυμμένες ομολογίες παρέχουν στους επενδυτές μια πρόσθετη εξασφάλιση επί ενός, σαφώς διαχωρισμένου από τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του πιστωτικού ιδρύματος, χαρτοφυλακίου υψηλής ποιότητας ενυπόθηκων δανείων και κρατικών ομολόγων. Επιπλέον και σε αντίθεση με την τιτλοποίηση απαιτήσεων, τα στοιχεία που συγκροτούν την ανωτέρω εξασφάλιση, δεν απαλλάσσουν τα πιστωτικά ιδρύματα από τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για εποπτικούς σκοπούς, καθώς ο πιστωτικός κίνδυνος που απορρέει από τα στοιχεία αυτά, παραμένει στο πιστωτικό ίδρυμα και δεν μεταβιβάζεται²⁰. Ιδιαίτερα σημαντικό είναι το γεγονός ότι οι απαιτήσεις για τις οποίες υπάρχει το νόμιμο ενέχυρο κατατάσσονται πριν από τις απαιτήσεις του άρθρου 975 ΑΚ, εκτός αν υπάρχει διαφορετική πρόβλεψη στο πρόγραμμα του δανείου. Ως επίσης ότι απαγορεύεται η κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων που συγκαταλέγονται στο κάλυμμα και οιαδήποτε διάθεσή τους, χωρίς την έγγραφη συναίνεση του θεματοφύλακα είναι αυτοδικαίως άκυρη. Τέλος, οι καλυμμένες ομολογίες είναι δυνατό να εισαχθούν στην οργανωμένη αγορά κατά την έννοια του άρθρου 2 παρ.14 του ν. 2396/1996 και να διατίθενται με δημόσια προσφορά, σύμφωνα με τις οικείες διατάξεις²¹.

Στην πρακτική των διεθνών ομολογιακών δανείων συνηθίζεται η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων από μια υπεράκτια εταιρία, η οποία συνήθως ιδρύεται γι' αυτό το σκοπό, θυγατρική της ημεδαπής μητρικής, επί των μετοχών της οποίας ασκείται το δικαίωμα μετατροπής. Με τη διαμόρφωση αυτή επιδιώκεται η προσέλκυση ξένων επενδυτών, η εκμετάλλευση ενός ευνοϊκότερου επιτοκίου στην αλλοδαπή ή η χρησιμοποίηση των αντληθέντων κεφαλαίων από το ομολογιακό δάνειο για περαιτέρω χρηματοδότηση επενδύσεων στο εξωτερικό²². Ωστόσο, η πρακτική αυτή δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη στα εθνικά ομολογιακά δάνεια ως μέσω χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, πιθανόν λόγω έλλειψης της κατάλληλης υποδομής και τεχνογνωσίας των ελληνικών επιχειρήσεων. Παράλληλα, στην πράξη έχουν αναπτυχθεί διάφορες άλλες μορφές ομολογιακών δανείων, οι οποίες διαμορφώθηκαν και διαδόθηκαν κυρίως στις Η.Π.Α. βάσει των αναγκών των

²⁰ Πρβλ. ΠΤ/ΔΕ 2598/2007, από την ηλεκτρονική διεύθυνση της εφημερίδας Ναυτεμπορική, www.naftemporiki.gr

²¹ Με την υπ' αριθμ. 2599/2007 Πράξη Του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος καταργείται το όριο παροχής πιστώσεων από πιστωτικά ιδρύματα και μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών σε πελάτες τους για τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών.

²² Πρβλ. Βερβεσός (2005), 311, με περαιτέρω ξενόγλωσσες βιβλιογραφικές παραπομπές.

επιχειρήσεων για χρηματοδότηση και άσκηση επενδυτικής δραστηριότητας τόσο στην αγορά του χρηματιστηρίου όσο και εξω-χρηματιστηριακά. Συγκεκριμένα, τα ομολογιακά δάνεια διακρίνονται σε δάνεια εσωτερικού (domestic bonds), όταν η κεφαλαιαγορά στην οποία διατίθενται οι ομολογίες και το νόμισμα στο οποίο εκδίδονται συμπίπτουν με την έδρα της εταιρίας και σε διεθνή ομολογιακά δάνεια (international bonds) όταν η κεφαλαιαγορά στην οποία διατίθενται οι ομολογίες, το νόμισμα στο οποίο εκδίδονται και η έδρα της εκδότριας εταιρίας παρουσιάζουν στοιχεία αλλοδαπότητας²³.

Περαιτέρω τα διεθνή ομολογιακά δάνεια διακρίνονται σε αλλοδαπά (foreign bonds) όταν οι ομολογίες της εκδότριας εταιρείας με έδρα την αλλοδαπή, εκδίδονται και διαπραγματεύονται στην ημεδαπή, σε διαφορετική δηλαδή χώρα από τη χώρα έκδοσής τους και σε ευρωμόλογα (Eurobonds) όταν οι ομολογίες εκδίδονται υπό την μορφή ενός ελεύθερα μετατρέψιμου νομίσματος από ένα διεθνές κονσόρτιουμ τραπεζών ταυτόχρονα και με κοινούς όρους, σε κεφαλαιαγορές περισσοτέρων κρατών²⁴. Η ειδοποιός διαφορά μεταξύ των δύο είναι ότι, ενώ τα αλλοδαπά ομολογιακά δάνεια διατίθενται στην αγορά μιας μόνο χώρας, τα ευρωμόλογα διανέμονται σε περισσότερες χώρες και ούτε η εκδότρια, ούτε το κονσόρτιουμ υποβάλλονται σε οποιουσδήποτε εθνικούς περιορισμούς. Οι πιο συνηθισμένες και γνωστές στην Ελλάδα ειδικότερες μορφές ομολογιακών δανείων, πέραν εκείνων που αναφέρονται σε ειδικούς νόμους, περιγράφονται κατωτέρω.

Σε αμφότερες τις ανωτέρω περιπτώσεις, όπως και σε κάποιες άλλες, είναι δυνατό να προκύψει ζήτημα αναφορικά με το εφαρμοστέο δίκαιο λόγω εμπλοκής διαφόρων εννόμων τάξεων. Προς επίλυση των όποιων ζητημάτων, τόσο κατά την κατάρτιση της σύμβασης ομολογιακού δανείου, όσο και κατά την λειτουργία της, τα μέρη οφείλουν να προσφύγουν στους κανόνες του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου. Η νομική φύση του ομολογιακού δανείου ως σύμβασης, οδηγεί σε συνδυαστική εφαρμογή του άρθρου 25 ΑΚ και των διατάξεων της Σύμβασης της Ρώμης του 1980 για τις συμβατικές ενοχές (lex contractus). Σε επίπεδο ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, ο νομοθέτης δεν θέλησε να καθορίσει εκ των προτέρων το εφαρμοστέο δίκαιο επί συμβατικών ενοχών με βάση κάποιο σύνδεσμο, ήδη γνωστό στα μέρη, αλλά προτίμησε να παράσχει στους δικαιοπρακτούντες την εξουσία να καθορίζουν αυτοί οι ίδιοι το δίκαιο που επιθυμούν να διέπει τη σύμβασή τους, με σχετική δήλωση βουλήσεως που θα εκφράζουν στο κείμενο της σύμβασης.

²³ Η ημεδαπότητα ενός ομολογιακού δανείου εξαρτάται αποκλειστικά από τα τρία αυτά στοιχεία (έδρα εκδότριας, νόμισμα, κεφαλαιαγορά) και όχι από την εθνικότητα του αποκτώντος. Πρβλ. Βερβεσός (2005), 309, υποσημείωση 19, αναφέρεται ότι ο ημεδαπός χαρακτήρας ενός ομολογιακού δανείου δεν αλλάζει εάν το αποκτούν αλλοδαποί και αντιθέτως.

²⁴ Πρβλ. Μανουσάκη, Τύποι ευρωομολόγων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ΕΕμπΔ 2000, 424 επ.

Στο άρθρο 3 της Σύμβασης της Ρώμης²⁵, θεσπίζεται η αρχή της αυτονομίας των συμβαλλομένων που υιοθετείται από όλα σχεδόν τα συστήματα ιδιωτικού δικαίου του κόσμου. Το εν λόγω άρθρο, δίδει τη δυνατότητα στα συμβαλλόμενα μέρη μιας ενοχικής σύμβασης να επιλέγουν ένα ή περισσότερα δίκαια που θέλουν να τη διέπει. Έτσι, η Σύμβαση της Ρώμης τάχθηκε υπέρ της απόλυτης ελευθερίας των συμβαλλομένων κατά την επιλογή του εφαρμοστέου στη σύμβαση δικαίου. Αντίθετα, αν και στο ελληνικό ιδιωτικό διεθνές δίκαιο, όπως εκφράζεται στο άρθρο 25 ΑΚ, ορίζεται ως *primo loco* εφαρμοστέο δίκαιο στις συμβατικές ενοχές το δίκαιο που επιλέγουν τα μέρη²⁶, σύμφωνα με την άποψη που έχει επικρατήσει στην ελληνική θεωρία και νομολογία, η ελευθερία αυτή είναι σχετική, καθώς τα μέρη της σύμβασης οφείλουν να επιλέξουν μεταξύ των δικαίων που συνδέονταν - έστω και χαλαρά - με τη σύμβαση κατά τον χρόνο της υποβολής της. Ο περιορισμός που επιβάλλεται αφορά στην ανάγκη ύπαρξης ουσιώδους συνδέσμου μεταξύ της σχέσεως και του δικαίου στο οποίο υποβάλλονται τα μέρη²⁷. Ως προς τον τρόπο επιλογής, τόσο υπό το άρθρο 25 ΑΚ, όσο και υπό την Σύμβαση της Ρώμης, η επιλογή του δικαίου από τα μέρη μπορεί να είναι είτε ρητή είτε σιωπηρή, να συνάγεται, δηλαδή η βούληση των μερών με βεβαιότητα και σαφήνεια, όχι όμως υποθετική.

Από την άλλη πλευρά, με την επιλογή («υποβολή») τους τα συμβαλλόμενα μέρη μπορούν να ορίσουν το εφαρμοστέο δίκαιο, είτε στο σύνολο, είτε σε μέρος μόνο της σύμβασης ομολογιακού δανείου (άρθρο 3 παρ. 1ΣΡ). Η διάταξη αυτή καθιερώνει το λεγόμενο *dépeçage*. Πρόκειται για τον διαμελισμό μιας ενοχικής δικαιοπραξίας σε περισσότερα από ένα ζητήματα, καθένα από τα οποία κρίνεται χωριστά και ως εκ τούτου ρυθμίζεται από διαφορετικό ή διαφορετικά δίκαια²⁸. Η υιοθέτηση του *dépeçage* αποτελεί μια από τις πρωτοτυπίες της Σύμβασης της Ρώμης διότι ο θεσμός αυτός δεν αναγνωριζόταν από κανένα δίκαιο κράτους μέλους της Κοινότητας, πολύ δε περισσότερο από τη χώρα μας, όπου κυριαρχούσε η αρχή του ενός δικαίου. Στην πρακτική των ομολογιακών δανείων με στοιχεία αλλοδαπότητας, ο ως άνω θεσμός έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς τα μέρη δύνανται να προβλέψουν διαφορετικό εφαρμοστέο δίκαιο για κάθε τμήμα της σύμβασης, με αποτέλεσμα αφενός να μπορούν να μειώνουν ή και να αποφεύγουν την φορολόγηση του

²⁵ Άρθρο 3 ΣΡ «Η σύμβαση διέπεται από το δίκαιο που επέλεξαν τα συμβαλλόμενα μέρη».

²⁶ Άρθρο 25 Α.Κ. «οι ενοχές από σύμβαση ρυθμίζονται από το δίκαιο στο οποίο έχουν υποβληθεί τα μέρη».

²⁷ Για παράδειγμα, όταν συνάπτει σύμβαση ομολογιακού δανείου μια ελληνική και μια Βελγική επιχείρηση με μια γαλλική τράπεζα, σύμφωνα με την άποψη αυτή, τα μέρη οφείλουν να επιλέξουν ένα ή περισσότερα, εκ των τριών δίκαια και όχι κάποιο άλλο που να μην σχετίζεται με χώρες αυτές. Βρέλλης, *Ιδιωτικό Διεθνές Δίκαιο*, 180 επ.

²⁸ Πρβλ. Παμπούκης, Η επιλογή του εφαρμοστέου δικαίου και οι κανόνες αμέσου εφαρμογής στην Σύμβαση της Ρώμης για το εφαρμοστέο δίκαιο στις συμβατικές ενοχές, ΝοΒ 1992, 1327 επ.

δανείου²⁹ και αφετέρου να προβλέπουν την εφαρμογή δικαίων με απλούστερες και πιο ευέλικτες διαδικασίες, τόσο κατά την κατάρτιση, όσο και κατά τη λειτουργία του δανείου³⁰. Ένα ακόμη χαρακτηριστικό του άρθρου 3 της Σύμβασης της Ρώμης είναι η δυνατότητα που παρέχεται στα συμβαλλόμενα μέρη για μετασυμβατικό καθορισμό του εφαρμοστέου δικαίου. Ο εκ των υστέρων καθορισμός του εφαρμοστέου δικαίου συντελείται σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο μετά την κατάρτιση της σύμβασης, υπό προϋποθέσεις, ακόμη και «εν επιδικία».

Συνεπώς, σύμφωνα με τους κανόνες του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου η *lex contractus* είναι η *lex voluntatis*, παρέχοντας ευρεία αυτονομία στα συμβαλλόμενα μέρη για εκδήλωση της βουλήσεώς τους κατά την επιλογή του εφαρμοστέου στη σύμβασή τους δικαίου. Ωστόσο, τίθεται ζήτημα για τις περιπτώσεις εκείνες που τα μέρη παρέλειψαν να ορίσουν ρητά ή σιωπηρά το εφαρμοστέο δίκαιο. Η σύμβαση της Ρώμης προβλέπει, στο άρθρο 4, επικουρικούς κανόνες εν ελλείψει δηλώσεως βουλήσεως. Η εφαρμογή του δικαίου που συνδέεται στενότερα με τη σύμβαση συνιστά μια μέθοδο που προβλέπεται και από τον Έλληνα νομοθέτη στο άρθρο 25 παρ. 2 ΑΚ³¹. Πρόκειται για μια ελαστική μέθοδο που οδηγεί στον καθορισμό του εφαρμοστέου δικαίου έπειτα από μια ποιοτική και όχι απλά ποσοτική έρευνα των διαφόρων συνδεόμενων προς τη σύμβαση στοιχείων. Επειδή όμως η μέθοδος αυτή κρίθηκε αρκετά αόριστη, η Σύμβαση της Ρώμης, στην παρ. 2 του άρθρου 4, υιοθέτησε το τεκμήριο της χαρακτηριστικής παροχής. Η κεντρική ιδέα της έννοιας της χαρακτηριστικής παροχής βρίσκεται στην αντίληψη ότι μια σύμβαση διέπεται από το δίκαιο της χώρας εκείνης, η οποία συνδέεται με την παροχή που χαρακτηρίζει τη συγκεκριμένη δικαιοπρακτική συναλλαγή. Ως τέτοια, στη σύμβαση του ομολογιακού δανείου, θα μπορούσε να προσδιοριστεί το έργο για τη χρηματοδότηση του οποίου εκδίδεται το δάνειο ή η έδρα της εκδότριας εταιρίας.

Τέλος, εφόσον δεν είναι προσδιορίσιμη η χαρακτηριστική παροχή, ούτε τυγχάνει εφαρμογής κανένα άλλο κριτήριο, δίδεται η ευχέρεια στο δικάζοντα δικαστή να ορίσει ως εφαρμοστέο στη σύμβαση δίκαιο ένα άλλο δίκαιο, όταν από το σύνολο των περιστάσεων συνάγεται ότι η σύμβαση συνδέεται στενότερα με άλλη χώρα³². Η δυσκολία λοιπόν, του δικαστή που καλείται να ερμηνεύσει τους όρους ενός ομολογιακού δανείου με εφαρμοστέο αλλοδαπό ή αλλοδαπά δίκαια οφείλεται κυρίως

²⁹ Με την πρόβλεψη εφαρμογής κανόνων δικαίου χωρών που συνιστούν «φορολογικούς παράδεισους». Με τον τρόπο αυτό τα μέρη πετυχαίνουν την καταστρατήγηση ακόμη και κανόνων δημοσίας τάξης, όπως είναι το φορολογικό δίκαιο.

³⁰ Για το λόγο αυτό τα μέρη προβλέπουν κυρίως την εφαρμογή του αγγλοσαξωνικού δικαίου σε θέματα διαδικασιών.

³¹ «Αν δεν υπάρχει τέτοιο εφαρμόζεται το δίκαιο που αρμόζει στη σύμβαση από το σύνολο των ειδικών συνθηκών».

³² Πρβλ. *Γραμματικήκη – Αλεξίου*, *Ιδιωτικό Διεθνές Δίκαιο*, (1998), 285 επ.

στο ό,τι αφενός θα πρέπει να γνωρίζει ή να διαβάσει σε βάθος τις διατάξεις του δικαίου που κάθε φορά εφαρμόζεται και αφετέρου να σέβεται τις διατάξεις αναγκαστικού δικαίου του *forum* και τους κανόνες δημόσιας τάξης της χώρας του κατά την εφαρμογή του αλλοδαπού δικαίου.

Στη συνέχεια, άλλες ειδικότερες μορφές ομολογιακών δανείων είναι με ή χωρίς τοκομερίδια³³ (*level coupon bonds-zero coupon bonds*), όπου στη μια περίπτωση (με τοκομερίδια), οι ομολογιούχοι δανειστές εισπράττουν περιοδικά τόκο που υπολογίζεται με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο, ενώ το κεφάλαιο τους επιστρέφεται κατά την λήξη του δανείου³⁴ ενώ στην άλλη περίπτωση (ομολογιακά δάνεια χωρίς τοκομερίδια) το όφελος των επενδυτών συνίσταται στη διαφορά μεταξύ τιμής κτήσης και τιμής εξόφλησης του δανείου³⁵, καθώς οι ομολογίες εκδίδονται υπό το άρτιο³⁶. Τα ομολογιακά δάνεια με τοκομερίδια, διακρίνονται επιπλέον σε δάνεια σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου. Άλλη διάκριση των ομολογιακών δανείων είναι σε ορισμένου και αορίστου χρόνου. Οι συμβάσεις ομολογιακών δανείων είναι κατά κύριο λόγο ορισμένου χρόνου. Μοναδικές εξαιρέσεις ομολογιακών δανείων αορίστου χρόνου είναι δάνεια τα οποία έχουν συνάψει κράτη με όρο να εισπράττουν οι ομολογιούχοι τόκο εσαεί. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το ομολογιακό δάνειο που εξέδωσε η κυβέρνηση των Η.Π.Α για την χρηματοδότηση της Διώρυγας του Παναμά³⁷.

Σύμφωνα με το άρθρο 3α του κν. 2190/1920 οι ανώνυμες εταιρίες δύνανται να συνάπτουν ομολογιακά δάνεια με αξιολογική ενσωμάτωση εκδίδοντας ομολογίες. Με τον ν. 2396/1996 (άρθρα 39 επ) τέθηκε το θεσμικό πλαίσιο για τη μετατροπή των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μετοχών σε άυλους τίτλους (απούλοποίηση). Έτσι, εφόσον οι ομολογίες που εκδίδονταν σε ομολογιακά δάνεια εισάγονταν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η μορφή του δανείου θα έπρεπε να είναι υποχρεωτικά άυλη. Με τον ν. 3156/2003 δόθηκε η δυνατότητα στον εκδότη του ομολογιακού δανείου να επιλέξει είτε την αξιολογική ενσωμάτωση είτε την άυλη έκδοση δανείου (άρθρο 1 παρ. 6) με υποχρεωτική καταχώρηση της σύναψης και της «κίνησης» του δανείου σε ένα από τα δυο ηλεκτρονικά συστήματα καταχώρησης άυλων τίτλων. Στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ) του Κεντρικού

³³ Τα οποία στην πρακτική ονομάζονται και «με ή χωρίς κουπόνι», σε μια προσπάθεια ελεύθερης μετάφρασης της αγγλικής ορολογίας.

³⁴ Πρόκειται για τα κοινά ομολογιακά δάνεια.

³⁵ Τιμή εξόφλησης είναι η κατά τον χρόνο εξόφλησης του δανείου, ονομαστική αξία των ομολογιών.

³⁶ Πρβλ. *Σωτηρόπουλος*, στο ΔικΑΕ Άρθρο 3α ν.2190/1920, 2002, 440, *Δάσκαλος*, Χρηματοδότηση επιχειρήσεων, 1999, 304, *Βερβεσός*,(2005), 311.

³⁷ Υπάρχουν και άλλες μορφές δανείων, (όπως, ομολογιακά δάνεια υψηλού κινδύνου, εισοδηματικά ομολογιακά δάνεια και δάνεια διαφορετικής τάξης) τα οποία έχουν γνωρίσει μεγάλη διάδοση στις Η.Π.Α και για τα οποία δεν θα προχωρήσω σε περαιτέρω ανάλυση, καθώς θεωρώ ότι δεν συνιστούν αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

Αποθετηρίου Αξιών (ΚΑΑ) ή στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης (ΣΛΠΣ) της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ). Οι ομολογίες αυτές μπορούν να γίνουν αντικείμενο δημόσιας διαπραγματεύσεως σε οργανωμένες αγορές, εφόσον συνδέονται με το ΚΑΑ (άρθρο 1 παρ. 1 ν. 3156/2003) δηλαδή εφόσον η κίνηση αυτών των ομολογιών καταχωρείται και στο ΚΑΑ, ανεξάρτητα από το ηλεκτρονικό σύστημα (ΚΑΑ ή ΣΛΠΣ) στο οποίο είχαν αρχικά καταχωρηθεί.

Για οποιαδήποτε από τις ως άνω μορφές ομολογιακών δανείων όπως προβλέπονται ή όχι στον νόμο, η εκδότρια εταιρία έχει την διακριτική ευχέρεια να προσφύγει, είτε σε συγκεκριμένα πρόσωπα (π.χ. μέτοχοι) και πιστωτικά ιδρύματα που θα την δανειοδοτήσουν μετέχοντας στο ομολογιακό δάνειο, οπότε η έκδοση του ομολογιακού δανείου γίνεται με ιδιωτική τοποθέτηση, είτε στο ευρύ επενδυτικό κοινό με δημόσια εγγραφή και σύμφωνα με τις ειδικές προϋποθέσεις και διατυπώσεις που προβλέπει ο νόμος από την Επιτροπή Κεφαλαιαγορά. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να καταστεί σαφές ότι, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι τα κοινά ομολογιακά δάνεια του ν. 3156/2003, ως μέσο χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων.

3. Σύγκριση ν. 2190/1920 και ν. 3156/2003

Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003³⁸ το νομοθέτημα αυτό προέκυψε από την ανάγκη θέσπισης στην Ελλάδα ενός σύγχρονου, πλήρους και συμβατού με την οικογένεια δικαίων στην οποία ανήκει το ελληνικό δίκαιο, πλέγματος διατάξεων που να διασφαλίσουν την δημιουργία τόσο της χρηματιστηριακής όσο και της εξω-χρηματιστηριακής αγοράς ομολόγων. Ομολόγων εκδιδόμενων στα πλαίσια ομολογιακών δανείων για τη χρηματοδότηση ιδιωτικών επιχειρήσεων και την αναζήτηση επενδυτικών κεφαλαίων και με σκοπό την θέσπιση διατάξεων που να επιτρέπουν την τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα.

Μέσα στα πλαίσια αυτά προβλέφθηκε για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα (άρθρο 3) και ο διορισμός εκπροσώπου αυτών από την εκδότρια εταιρία, ο οποίος μπορεί να είναι μόνο πιστωτικό ίδρυμα ή εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) (άρθρο 4). Επίσης, οροθετήθηκε για πρώτη φορά η έννοια του ομολογιακού δανείου και θεσπίστηκαν διατάξεις για την τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου και την εξόφλησή του (άρθρο 1), την απόκτηση των ομολογιών από την εκδότρια εταιρία και τη μεταβίβασή τους (άρθρο 2) καθώς και διατάξεις για την τήρηση διατυπώσεων

³⁸ Πρβλ. διαδικτυακός τόπος του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών, www.dsanet.gr.

δημοσιότητας (άρθρο 5). Σε σχέση με το υφιστάμενο, μέχρι τότε, νομοθετικό πλαίσιο (ν. 2190/1920), καταργήθηκε το άρθρο 3γ που αφορά στα ενυπόθηκα ομολογιακά δάνεια, αφού η εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου γίνεται πλέον με προσωπικές ή εμπράγματα εξασφαλίσεις και ρυθμίζεται συνολικά από το άρθρο 12 του νέου νόμου. Εισήχθη ο θεσμός των ανταλλάξιμων ομολογιών με το άρθρο 7 του ν. 3156/2003 και κατοχυρώθηκε ρητά το κοινό ομολογιακό δάνειο (άρθρο 6). Παράλληλα, τροποποιήθηκε μερικώς το άρθρο 1 που αφορά στην διαδικασία έκδοσης ομολογιακού δανείου και θεσπίσθηκε ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση αυτών των μορφών χρηματοδότησης (άρθρο 14). Τέλος, με το τρίτο κεφάλαιο του ν. 3156/2003, εισήχθη ο νέος θεσμός της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα.

Η συνύπαρξη διατάξεων του κν. 2190/1920 και του ν. 3156/2003 έχει προκαλέσει ζήτημα αναφορικά με τη συμπληρωματική ή παράλληλη εφαρμογή των άρθρων των δύο νομοθετημάτων. Κατά μια άποψη, το ζήτημα επιλύεται με γραμματική ερμηνεία του ν. 3156/2003, όπου στο άρθρο 1 παρ. 9 αναφέρεται ότι *«Οι διατάξεις του κν 2190/1920 εφαρμόζονται σε κάθε θέμα σχετικό με την έκδοση ομολογιών που δεν ρυθμίζεται από τον νόμο αυτό»*. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, όπου υπάρχει συσχετισμός και σύγκρουση των διατάξεων του κν. 2190/1920 και του ν. 3156/2003, θα πρέπει να εφαρμόζονται τα άρθρα του τελευταίου νομοθετήματος, ως ειδικότερο και μεταγενέστερο του κν. 2190/1920 ³⁹. Οι υποστηρικτές της άποψης αυτής αντλούν επιχειρήματα από τη γενική αρχή του Δικαίου μας ότι νεότερος ή/και ειδικότερος νόμος καταργεί παλαιότερο. Κατά τα λοιπά, όπου υπάρχει κενό στο ν. 3156/2003 που δεν καλύπτεται με καμίας μορφής ερμηνεία, ισχύει ο κν. 2190/1920, όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3156/2003.

Η άποψη αυτή δείχνει λογική και νομικά ορθή. Ωστόσο, ένα χαρακτηριστικό και πολύ συχνά εμφανιζόμενο στην πράξη παράδειγμα θα μπορούσε να αποδείξει το αντίθετο. Συγκεκριμένα, στο άρθρο 1 παρ. 2 του ν. 3156/2003 ορίζεται ότι, η απόφαση της γενικής συνέλευσης για την έκδοση ομολογιακού δανείου λαμβάνεται με την απλή απαρτία και πλειοψηφία των άρθρων 29 παρ. 1 και 31 παρ. 1 του κν. 2190/1920. Αντίθετα, ο κν. 2190/1920 κατατάσσει την απόφαση για έκδοση ομολογιακού δανείου στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης που λαμβάνονται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία (άρθρα 29 παρ. 2 και 31 παρ. 2), ενώ ορίζει ότι, όταν υπάρχει καταστατική πρόβλεψη η απόφαση λαμβάνεται σύμφωνα με αυτήν. Το

³⁹ Άποψη, την οποία υποστηρίζει και ο κος Ψυχομάνης στο άρθρο του με τίτλο Περί συνδυασμού συμβάσεων α) ανοίγματος πιστώσεως με τρέχοντα λογαριασμό, β) αναδοχής εκδόσεως ομολογιακού δανείου, γ) factoring και δ) leasing », ΕΕμπΔ 2005, 452, όπου αναφέρεται στην παράλληλη με εφαρμογή των δύο νομοθετημάτων, αλλά ως ειδικότερων των διατάξεων του ν. 3156/2003. (*«... ισχύουν παράλληλα επί του θέματος και οι ειδικές ...»*).

πρόβλημα καθίσταται εμφανές σε περίπτωση κατά την οποία το καταστατικό προβλέπει την λήψη απόφασης για έκδοση ομολογιακού δανείου με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία, το οποίο είναι και το συνήθως συμβαίνον, προκειμένου να προστατευθούν τα συμφέροντα της εταιρίας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Πρόκειται για ένα ζήτημα ερμηνείας, για το οποίο δεν υπάρχει απόφαση του Αρείου Πάγου.

Αν γίνει δεκτή η ως άνω γραμματική ερμηνεία, εφόσον ο ν. 3156/2003 είναι νεότερος και ειδικότερος, η γενική συνέλευση θα πρέπει, είτε να παραβλέψει είτε να τροποποιήσει την ύψιστη μορφή εκδήλωσης της εταιρικής βούλησης διατυπωμένη μάλιστα, στο σημαντικότερο έγγραφο της εταιρίας και να λάβει απόφαση με απλή απαρτία και πλειοψηφία. Με τον κίνδυνο βέβαια προσφυγής της μειοψηφίας κατά της αποφάσεως, μέσα στα πλαίσια των δικαιωμάτων της και ακύρωσής της, με αθρόα συνέπεια την ακύρωση όλης της σύμβασης ομολογιακού δανείου. Κατά συνέπεια, ορθότερη φαίνεται η παράλληλη εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 3α και 3β του κν. 2190/1920 όπως τροποποιήθηκαν από τον ν. 3156/2003, με τις διατάξεις των άρθρων 1-9 του νέου νόμου⁴⁰, οι οποίες αλληλοσυμπληρώνοντας τα κενά που προκύπτουν συνιστούν μια δέσμη διατάξεων που συναποτελούν το κανονιστικό πλαίσιο των ομολογιακών δανείων στην ελληνική έννομη τάξη.

4. Νομική φύση ομολογιακού δανείου

Η έννομη σχέση ανάμεσα στην εκδότρια εταιρία και στους ομολογιούχους δανειστές, η οποία προσδιορίζει και την νομική φύση του ομολογιακού δανείου, διακρίνεται, στην σχέση που δημιουργείται με την αξιολογική ενσωμάτωση της υποχρέωσης της εκδότριας για την επιστροφή του κεφαλαίου και των τόκων και στην βασική σχέση, ως αιτία για την έκδοση των ομολογιών. Για την βασική αυτή σχέση έχουν διατυπωθεί δύο διαφορετικές απόψεις-θεωρίες. Η κρατούσα στην Γερμανία άποψη, ότι πρόκειται για σύμβαση πώλησης απαιτήσεως ή οιονεί πώλησης απαιτήσεως καθώς, παρά την χρήση του όρου «δάνειο», ο εκδότης του ομολογιακού δανείου στην ουσία πωλεί «προεξοφλεί» αξιόγραφο (ομολογία) λαμβάνοντας απλώς το τίμημα. Με άλλα λόγια, η έκδοση των ομολογιών από την ανώνυμη εταιρία, συνιστά εκπλήρωση συμβατικής υποχρέωσης της εκδότριας από τη σύμβαση πώλησης που έχει καταρτισθεί ανάμεσα σε αυτή και τους αρχικούς ομολογιούχους δανειστές⁴¹.

Αντίθετα, η πλέον σύγχρονη και κρατούσα άποψη, είναι ότι πρόκειται για σύμβαση δανείου που καταρτίζεται μεταξύ της εκδότριας εταιρίας και του υποψήφιου

⁴⁰ Άποψη που εκφράζει ο Βερβεσός (2005), 298 και ο Ρόκας (2006), 367.

⁴¹ Πρβλ. Ψυχομάνης, ΕΕμπΔ 2005, 453, με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές.

κομιστή (ομολογιούχου δανειστή). Η παράδοση της ομολογίας στον κομιστή έχει την σημασία της δόσης αντί καταβολής, η οποία σύμφωνα με το άρθρο 419 ΑΚ αποσβένει την ενοχή, την υποχρέωση δηλαδή της εκδότριας εταιρίας να αποδώσει το δανεισμό από τη σύμβαση δανείου. Έτσι, η υποχρέωση πληρωμής υφίσταται πλέον μόνο από την εκδοσθείσα και παραδοθείσα στον κομιστή ομολογία και όχι από το δάνειο⁴². Άλλωστε και σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, το ομολογιακό δάνειο αποτελεί δάνειο κατά την αστικολογική έννοια των άρθρων 806 επ ΑΚ, που συνιστούν και τη νομική βάση για τον καθορισμό των στοιχείων του δανείου και την ερμηνεία διατάξεων ειδικότερων νόμων, αλλά διαφοροποιείται και εξειδικεύεται από νόμο ν. 3156/2003. Ωστόσο, η διαφορά στον τρόπο κατάρτισης της σύμβασης (με έκδοση ομολογιών) και στην διαδικασία είσπραξης του δανείσματος από την εκδότρια εταιρία, με την έκδοση και παράδοση ομολογιών έναντι χρημάτων, δεν αναιρούν την νομική φύση του ομολογιακού δανείου ως «δάνειο».

Αναδεικνύεται λοιπόν και πάλι μια κυκλική πορεία στην εφαρμογή του νομικού πλαισίου, ξεκινώντας από τη βάση, που είναι το αστικό δίκαιο (άρθρα 807 επ ΑΚ), και καταλήγοντας στις διατάξεις του αστικού δικαίου (άρθρα 361 επ ΑΚ. για την ελευθερία των συμβάσεων), αφού διαπεράσει μέσα από την εφαρμογή των ειδικών διατάξεων του κν. 2190/1920 και του ν. 3156/2003.

5. Νομική φύση ομολογιών – Περιεχόμενο τίτλου

Η εταιρεία όταν συνάπτει ομολογιακό δάνειο εκδίδει ομολογίες. Η ομολογία αποτελεί το αξιόγραφο που ενσωματώνει, στη βασική μορφή ομολογιακού δανείου, έντοκη απαίτηση κατά της εκδότριας εταιρίας προερχόμενη από το δάνειο, ενώ ανάλογα με την μορφή του δανείου η ομολογία μπορεί να παρέχει και άλλα δικαιώματα στον ομολογιούχο δανειστή που την κατέχει⁴³. Για την άσκηση των δικαιωμάτων από την ομολογία είναι απαραίτητη η κατοχή της⁴⁴. Η ομολογία ως αξιόγραφο⁴⁵ μπορεί επίσης να διαμορφωθεί σε ανώνυμη ή στον κομιστή, σε διαταγή και σε ονομαστική, ανάλογα με τον τρόπο προσδιορισμού του νομιμοποιούμενου ομολογιούχου δανειστή. Το στοιχείο αυτό είναι απαραίτητο γιατί έτσι είναι δυνατός και ο προσδιορισμός του τρόπου με τον οποίο θα γίνει κάθε ενδεχόμενη μεταβίβαση των ομολογιών. Απαγορεύεται η έκδοση ανώνυμων ομολογιών «εν όψει», καθώς θα

⁴² Πρβλ. Σωτηρόπουλος (2002), οπ, Βερβεσός (2005), 319, Ψυχομάνης, Τραπεζικό Δίκαιο-Δίκαιο τραπεζικών συμβάσεων, 2001, 85 επ.

⁴³ Πρβλ. Ρόκας (2006), 366, Σωτηρόπουλος (2002), οπ, Αντωνόπουλος, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, τ. ΙΙ, Κεφαλαίουχικές Εταιρίες, 1998, 104 επ.

⁴⁴ Εκτός βέβαια από την περίπτωση των άυλων ομολογιών.

⁴⁵ Αξιόγραφο είναι το έγγραφο, η φυσική κατοχή του οποίου, είναι προϋπόθεση άσκησης του δικαιώματος από τον δικαιούχο.

ισοδυναμούσε με έκδοση χρήματος⁴⁶. Το άρθρο 891 ΑΚ⁴⁷ επιτρέπει τη θέση σε κυκλοφορία ανώνυμων χρεογράφων εκδοθέντων στην Ελλάδα μόνο στις περιπτώσεις που ειδικά το επιτρέπει ο νόμος. Από την στιγμή που κατά την ορθότερη ερμηνεία η εν λόγω διάταξη του Αστικού Κώδικα δεν απαιτεί την έκδοση ad hoc αλλά απαιτεί την ύπαρξη νόμου, που επιτρέπει γενικά την έκδοση συγκεκριμένης κατηγορίας χρεογράφων, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι επιτρέπεται η κυκλοφορία ανώνυμων ομολογιών, ειδικά ενόψει και του άρθρου 68 του ν.δ. 17.7-13.8.1923 «περί ειδικών διατάξεων ανωνύμων εταιρειών». Από την ομολογία θα πρέπει να διακρίνουμε τα ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου ή νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου τα οποία επίσης είναι ανώνυμα χρεόγραφα, αλλά εκδίδονται βάσει ειδικών διατάξεων στα πλαίσια δανειοδότησης.

Η ομολογία διαφέρει από τους ιδρυτικούς τίτλους καθώς, δε δίδεται ως αντάλλαγμα είτε για την παροχή υπηρεσιών είτε για την παροχή εισφορών σε είδος. Από την άλλη, σε αντίθεση με την μετοχή, η ομολογία δεν ενσωματώνει μετοχική σχέση, ούτε πηγάζουν απ' αυτή δικαιώματα διοικήσεως, αλλά περικλείει απλώς μια απαίτηση στην οποία ανταποκρίνεται αντίστοιχο τμήμα του χρέους της εταιρίας. Η ονομαστική αξία της ομολογίας καθορίζει το ύψος της απαίτησης του ομολογιούχου και δεν εκπροσωπεί τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, όπως η μετοχή. Άλλες διαφορές μεταξύ μετοχής και ομολογίας είναι ότι, η ομολογία μπορεί να εκδοθεί υπό το άρτιο, ενώ η μετοχή δεν μπορεί, ως επίσης ότι, σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 2 του ν. 3156/2003 η εκδότρια εταιρία δύναται να αποκτήσει δικές της ομολογίες χωρίς ποσοτικούς, ποιοτικούς ή χρονικούς περιορισμούς, ενώ δεν μπορεί να αποκτήσει δικές της μετοχές με τους ίδιους όρους. Κοινό σημείο συνιστά το γεγονός ότι, τόσο η ομολογία όσο και η μετοχή αποτελούν μέσο άντλησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων για την εταιρία και εναλλάξιμες μορφές επένδυσης για τους ομολογιούχους και τους μετόχους αντίστοιχα, οι οποίες (επενδύσεις) παράλο που έχουν διαφορετικές αποδόσεις μπορούν να ρευστοποιηθούν ελεύθερα στην δευτερογενή αγορά (χρηματιστήριο).

Όσον αφορά στο περιεχόμενο της ομολογίας, ο νόμος δεν καθορίζει το περιεχόμενο της ομολογίας, αλλά αυτό αποφασίζεται από τον εκδότη της στο πλαίσιο των υφιστάμενων περιορισμών. Συνήθως οι ομολογίες έχουν το ίδιο περιεχόμενο και είναι τυποποιημένες. Ελάχιστο υποχρεωτικό περιεχόμενο των ομολογιών αποτελούν τα εξής στοιχεία : Τα στοιχεία της εκδότριας εταιρίας, ο τόπος και ο χρόνος έκδοσης

⁴⁶ Πρβλ. Γεωργακόπουλος, Εγχειρίδιο εμπορικού δικαίου, τ. ΙΙ, Αξίογραφα, 1997, 239 επ.

⁴⁷ «Τα ανώνυμα χρεόγραφα που εκδόθηκαν στην Ελλάδα και περιέχουν υπόσχεση πληρωμής ορισμένου χρηματικού ποσού, μπορούν να τεθούν σε κυκλοφορία μόνο στις περιπτώσεις όπου το επιτρέπει ειδικά ο νόμος. Ο τίτλος που κυκλοφόρησε κατά παράβαση αυτής της διάταξης είναι άκυρος. Εκείνος που τον υπέγραψε ενέχεται για την ζημία που προκλήθηκε στον κομιστή από την έκδοση».

των ομολογιών. Η *ονομαστική αξία των ομολογιών*, το ποσό δηλαδή, που θα κληθεί η εκδότρια εταιρία να καταβάλει έντοκα στον δικαιούχο της ομολογίας κατά το χρόνο λήξης του ομολογιακού δανείου. Η ονομαστική αξία της ομολογίας αντιπροσωπεύει επίσης και το ποσό που καλείται να καταβάλει κάποιος για την απόκτηση του τίτλου (τιμή έκδοσης). Εξαιρέση αποτελεί η διάθεση ομολογιών υπό το άρτιο, δηλαδή σε τιμή κατώτερη από την ονομαστική. Στον τίτλο θα πρέπει να κατονομάζεται ο *δικαιούχος*. Στις ανώνυμες ομολογίες δεν κατονομάζεται στον τίτλο ο δικαιούχος, όπως επίσης κατά την μεταβίβαση των ονομαστικών ομολογιών και των ομολογιών εις διαταγή, ο τελικός δικαιούχος είναι διαφορετικό πρόσωπο από αυτό που κατονομάζεται στο κείμενο του τίτλου. Δύο άλλα στοιχεία που θα πρέπει οπωσδήποτε να περιλαμβάνονται στον τίτλο της ομολογίας είναι το *επιτόκιο*, το οποίο δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το ανώτατο κατά το νόμο επιτρεπόμενο και ο *τόπος, χρόνος κι τρόπος πληρωμής των ομολογιών*. Σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρία έχει δικαίωμα πρόωρης καταγγελίας της ομολογίας, θα πρέπει να αναφέρεται και αυτό πάνω στον τίτλο.

Στην συνέχεια, απαραίτητο είναι να αναφέρονται στον τίτλο όλα εκείνα τα στοιχεία που απαιτούνται για τον προσδιορισμό των δικαιωμάτων των ομολογιούχων δανειστών, όπως τυχόν ασφάλειες, δικαίωμα μετατροπής, δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, αύξων αριθμός της ομολογίας. Και βέβαια, όπως σε όλα τα έγγραφα (άρθρο 160 ΑΚ), η υπογραφή των εκπροσώπων της εταιρίας, δηλαδή των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή τυχόν άλλων προσώπων που έχουν εξουσιοδοτηθεί ειδικά να υπογράψουν τις ομολογίες. Η υπογραφή δύναται να τεθεί και με μηχανικά μέσα, σύμφωνα με το άρθρο 163 του ΑΚ⁴⁸. Οι ομολογίες μπορούν να εκδοθούν σε περισσότερες σειρές. Συνήθως οι τίτλοι της ίδιας σειράς έχουν την ίδια ονομαστική αξία. Μπορεί όμως η ονομαστική αξία των ομολογιών διαφόρων σειρών να είναι διαφορετική για κάθε σειρά, ως επίσης, είναι δυνατό από ομολογίες της ίδιας ονομαστικής αξίας αλλά διαφορετικής σειράς να απορρέουν διαφορετικά δικαιώματα (όπως, για παράδειγμα, διαφορετικό επιτόκιο). Τέλος, είναι δυνατή η έκδοση τίτλων που ενσωματώνουν περισσότερες ομολογίες, οπότε τα δικαιώματα που απορρέουν από τους τίτλους αυτούς είναι πολλαπλάσια των δικαιωμάτων που προκύπτουν από την ομολογιακή μονάδα⁴⁹.

⁴⁸ Πρβλ. *Αντωνοπούλου-Κορδή* (1997), 127. Αν και το άρθρο 163 ΑΚ αναφέρεται μόνο σε ανώνυμους τίτλους, κατά την ορθότερη άποψη, θα πρέπει να εφαρμοστεί αναλογικά και στους ονομαστικούς τίτλους και στους τίτλους εις διαταγή, εφόσον πρόκειται για μαζική έκδοση, πρβλ. *Σωτηρόπουλος* (2002), 450.

⁴⁹ Πρβλ. *Σωτηρόπουλος* (2002), 449 επ.

6. Μεταβίβαση ομολογιών

Κατά κανόνα οι ομολογίες είναι ελεύθερα μεταβιβάσιμες χωρίς να αποκλείονται περιορισμοί επιβαλλόμενοι από τους όρους του δανείου⁵⁰, μέσα στα πλαίσια της συμβατικής ελευθερίας, ενώ σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση⁵¹ και το άρθρο 2 παρ. 2 του ν. 3156/2003 οι ομολογίες μπορούν να αποκτηθούν και από την ίδια την εκδότρια εταιρία χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό. Ζήτημα για το οποίο θα γίνει λόγος αναλυτικά παρακάτω.

Από το είδος των ομολογιών εξαρτάται και ο τρόπος μεταβίβασής τους. Ειδικότερα, οι **ανώνυμες ομολογίες** μεταβιβάζονται με συμφωνία μετάθεσης της κυριότητας και παράδοση της νομής του αξιογράφου, όπως κάθε κινητό πράγμα (άρθρα 1034 επ ΑΚ.), ενώ είναι δυνατή η καλόπιστη κτήση του εγγράφου και του ενσωματωμένου δικαιώματος και από τρίτο, μη κύριο (άρθρο 1036 ΑΚ), ακόμη και αν έχει μεσολαβήσει κλοπή ή απώλεια του τίτλου, καθώς η κατοχή του εγγράφου δημιουργεί φαινόμενο δικαίου υπέρ του κατόχου. Οι ομολογίες δύνανται να εκδοθούν και **ονομαστικές**. Η δυνατότητα αυτή υπάρχει κατ' αρχήν για όλα τα αξιόγραφα χωρίς να χρειάζεται ειδική νομοθετική πρόβλεψη. Πρόκειται για καταχρηστικό αξιόγραφο, όπου ο δεσμός μεταξύ ενοχικού δικαιώματος και εγγράφου είναι ελάχιστος. Λόγω ακριβώς αυτής της χαλαρής σύνδεσης, το δικαίωμα μεταβιβάζεται με τους κανόνες της εκχώρησης (άρθρα 455 επ ΑΚ) και το έγγραφο με ιδιαίτερη δικαιοπραξία, σύμφωνα με τις διατάξεις για την μεταβίβαση κυριότητας κινητών πραγμάτων (άρθρα 1034 επ ΑΚ)⁵². Τέλος, οι ομολογίες **εις διαταγήν** μεταβιβάζονται είτε αξιογραφικά, με οπισθογράφηση και παράδοση του τίτλου, είτε με εκχώρηση, σύμφωνα με τις διατάξεις του κοινού δικαίου⁵³.

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, σε αντίθεση με ό,τι ισχύει στον κν. 2190/1920 (άρθρο 16 παρ. 1), όπου απαγορεύεται η απόκτηση ίδιων μετοχών από την εταιρία (με τις εξαιρέσεις που εισάγονται στην παρ. 2), προς αποφυγή αποδέσμευσης μέρους της δεσμευμένης περιουσίας (μετοχικό κεφάλαιο), επιτρέπεται η απόκτηση από την εκδότρια εταιρία ίδων ομολογιών χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό (άρθρο 2 παρ. 2 ν. 3156/2003). Ο κύριος λόγος, σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του νόμου, για τον οποίο μπορεί η εκδότρια εταιρία να προχωρήσει σ' αυτή την κίνηση είναι η οριστική μείωση των υποχρεώσεών της από

⁵⁰ Ένας περιορισμός που συναντάται συχνά σε ομολογιακά δάνεια και τίθεται κυρίως από την εκδότρια είναι η μεταβίβαση να γίνεται μόνο σε πιστωτικά ιδρύματα.

⁵¹ Πρβλ. διαδικτυακός τόπος του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών, www.dsnet.gr.

⁵² Υπάρχει διχογνωμία σχετικά με το ζήτημα αν απαιτείται και παράδοση για την ολοκλήρωση της μεταβίβασης. Πρβλ. Ρόκας (2002), 21 επ.

⁵³ Πρβλ. Ρόκας (2006), 366, Σωτηρόπουλος (2002), οπ, Αντωνόπουλος (1998), οπ, Κορδή-Αντωνοπούλου (1997), οπ.

το ομολογιακό δάνειο. Ουσιαστικά, δηλαδή, η εταιρία με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνει την απόσβεση χρεών της και μείωση του παθητικού της. Στην περίπτωση αυτή η εκδότρια οφείλει, με απόφαση του διοικητικού συμβούλιο, να ακυρώσει άμεσα τις ομολογίες και να προβεί στις απαραίτητες γνωστοποιήσεις σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 2 και 3 του ν. 3156/2003.

Πέρα από την μείωση των υποχρεώσεών της από το ομολογιακό δάνειο, η εκδότρια μπορεί να προβεί στην απόκτηση των ομολογιών της με σκοπό να της διαθέσει εκ νέου προκειμένου να αποκομίσει το κέρδος που προκύπτει από την διαφορά της τιμής έκδοσης των ομολογιών και της τιμής εξαγοράς και εκ νέου διάθεσής τους. Αυτό συμβαίνει όταν η ομολογίες έχουν εισαχθεί στο ΧΑΑ και έχει αυξηθεί η ονομαστική τους αξία. Στην περίπτωση αυτή ως όριο στη μεταβίβαση τίθεται στην εταιρία η απαγόρευση εκμετάλλευσης εσωτερικών πληροφοριών για αποτροπή χειραγώγησης της αγοράς προκειμένου να προστατευθούν οι ομολογιούχοι, με πρόβλεψη μάλιστα ποινικών και διοικητικών κυρώσεων. Τέλος, δεν είναι λίγες και οι περιπτώσεις, όπου αποκτά της ομολογίες κάποια εταιρία συνδεδεμένη με την εκδότρια με σκοπό την σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής της τιμής. Η απόκτηση των ίδιων ομολογιών πραγματοποιείται με σύμβαση ανάληψης, οπότε δεν υπάρχει πρωτότυπη κτήση, παρά μόνο όταν η απόκτηση γίνεται από θυγατρικές της εκδότριας εταιρίες ή συνδεδεμένες με αυτήν.

Η απόκτηση από την εκδότρια μπορεί να γίνει είτε με αγορά ή ανταλλαγή είτε λόγω δωρεάς ή καθολικής διαδοχής⁵⁴. Στην απόφαση του διοικητικού συμβουλίου για την πραγματοποίηση της μεταβίβασης θα πρέπει να αναφέρεται, ο σκοπός της απόκτησης, το ανώτατο ποσό που μπορεί να διαθέσει η εκδότρια για την απόκτηση και εφόσον πρόκειται να τις διαθέσει εκ νέου η εκδότρια, ο χρόνος και ο τρόπος της νέας διάθεσης. Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, η απόκτηση των ομολογιών από την εκδότρια δεν επιφέρει απόσβεση της απαίτησης που ενσωματώνεται στην ομολογία με σύγχυση (άρθρο 453 ΑΚ⁵⁵) των ιδιοτήτων του δανειστή και του οφειλέτη, όπως συμβαίνει στην περίπτωση του δανείου, λόγω της αυτοτέλειας του αξιολόγου. Στο σημείο αυτό καθίσταται εμφανής η διαφορά της εξαγοράς των ίδιων ομολογιών από την εξόφλησή τους. Στην εξόφληση επέρχεται απόσβεση του δικαιώματος και ο τίτλος θα πρέπει να καταστραφεί ή να διαγραφεί (στις άυλες ομολογίες). Με την απόκτηση των ίδιων ομολογιών η εκδότρια δεν έχει αξίωση επιστροφής του κεφαλαίου και του τόκου, ενώ δεν έχει και τα απορρέοντα από την ομολογία δικαιώματα (π.χ. δικαίωμα ψήφου).

⁵⁴ Πρβλ. Βερβεσός (2005), 366.

⁵⁵ «Όταν οι ιδιότητες δανειστή και οφειλέτη ενωθούν στο ίδιο πρόσωπο, επέρχεται απόσβεση της ενοχής με σύγχυση. Η ενοχή αναβιώνει μόλις πάψει να υπάρχει η ένωση αυτή».

Στην περίπτωση των μετατρέψιμων ή ανταλλάξιμων ομολογιών η απόκτησή τους από την εκδότρια δεν απαγορεύεται αλλά, κατ' αρχήν δεν δύναται η εκδότρια να ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής ή ανταλλαγής των ομολογιών με δικές μετοχές (άρθρο 16 παρ.1 κν. 2190/1920). Μάλιστα, σύμφωνα με το άρθρο 17 παρ. 2 του ίδιου νομοθετήματος η ως άνω απαγόρευση ισχύει και για τις θυγατρικές της εκδότριας εταιρίες, οι οποίες αν και μπορούν να αποκτήσουν ομολογίες απαγορεύεται να ασκήσουν το δικαίωμα μετατροπής. Αντιθέτως, είναι δυνατή η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής ή ανταλλαγής των ομολογιών με δικές της μετοχές, εάν συντρέχουν οι προϋποθέσεις του άρθρου 16 παρ. 2 κν. 2190/1920, όπως έχει τροποποιηθεί από τον ν. 3604/2007. Τέλος, εφόσον οι αποκτώμενες μετοχές είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ θα πρέπει να τηρηθούν οι υποχρεώσεις που θέτει το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 5 π.δ. 51/1991).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄
ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΣΥΝΑΨΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ ΩΣ ΜΕΣΟ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

1. Διαδικασία έκδοσης κατ' είδος ομολογιακών δανείων

Για την έκδοση κάθε μορφής ομολογιακού δανείου απαιτούνται δύο γενικές προϋποθέσεις. *Εταιρική απόφαση* του αρμοδίου οργάνου σύμφωνα με το καταστατικό και τον νόμο αφενός και *σύναψη σύμβασης δανείου*, είτε με τους ομολογιούχους, είτε με τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα όταν αναλαμβάνει τη διαμεσολάβηση, αφετέρου. Η διαδικασία έκδοσης υπόκειται, όσον αφορά στους όρους και τις προϋποθέσεις λήψης της σχετικής απόφασης, στους κανόνες εταιρικού δικαίου και όσον αφορά στην διαδικασία έκδοσης, κάλυψης και διάθεσης των ομολογιών, στους κανόνες του χρηματιστηριακού δικαίου. Ενώ, ανάλογα με την τυχόν ειδικότερη μορφή του δανείου απαιτούνται και ορισμένες πρόσθετες προϋποθέσεις, όπως άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή επιβάλλονται πρόσθετοι όροι και περιορισμοί.

Σύμφωνα με το άρθρο 34 παρ. 1 εδ. ε' του κν. 2190/1920, «*η γενική συνέλευση είναι η μόνη αρμόδια να αποφασίζει για την έκδοση δανείου δι' ομολογιών*⁵⁶». Η αρμοδιότητα αυτή της γενικής συνέλευσης δικαιολογείται από το γεγονός ότι η έκδοση ομολογιακού δανείου δεν συνιστά μια απλή δανειακή σύμβαση, αλλά αποτελεί πράξη διαχείρισης της εταιρίας, καθώς αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης της εταιρίας δύναται να επιφέρει ακόμη και αλλαγή στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας (στην περίπτωση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες). Άλλες ιδιαιτερότητες του ομολογιακού δανείου είναι η μεγάλη διάρκεια της χρηματοδότησης και το συνήθως μεγάλο ύψος αυτής, η ενσωμάτωση των απαιτήσεων των ομολογιούχων δανειστών σε αξιόγραφο, ως επίσης και οι κίνδυνοι που ενέχει αυτή η μορφή χρηματοδότησης για τους μετόχους της μειοψηφίας. Με την απόφαση της γενικής συνέλευσης εγκρίνεται καταρχήν η έκδοση του ομολογιακού δανείου και καθορίζονται οι βασικοί όροι έκδοσής του, όπως για παράδειγμα, το ύψος του δανείου, ο τόκος, ο χρόνος αποπληρωμής, ο αριθμός και το είδος των ομολογιών και άλλοι όροι. Για την λήψη απόφασης από τη γενική συνέλευση δεν απαιτείται καταστατική πρόβλεψη, καθώς η αρμοδιότητά της αυτή προβλέπεται από τον νόμο.

Με τον ν. 3156/2003 εξακολουθεί να ισχύει ο γενικός κανόνας ότι η σύναψη ομολογιακού δανείου υπάγεται στην αρμοδιότητα της γενικής συνέλευσης (άρθρο 1

⁵⁶ Βεβαίως, την στιγμή που υπάρχουν ειδικές διατάξεις για την αρμοδιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου, η έννοια «μόνη αρμόδια» δεν σημαίνει και αποκλειστικά αρμόδια.

παρ. 2) αλλά εισάγονται σημαντικές εξαιρέσεις, εξαρτώμενες κυρίως από την μορφή του δανείου που εκδίδεται⁵⁷. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 1 παρ. 2 και με το άρθρο 7 παρ. 2, αρμόδιο όργανο για την έκδοση *κοινού και ανταλλάξιμου* ομολογιακού δανείου είναι κατ' αρχήν η γενική συνέλευση, η οποία λαμβάνει απόφαση με απλή απαρτία και πλειοψηφία (άρθρα 29 παρ. 1 και 2 και 31 παρ. 1 του κν. 2190/1920) τόσο για την έκδοση όσο και για κάποιους όρους του δανείου. Αλλά και το διοικητικό συμβούλιο της εκδότριας δύναται να προβεί σ' αυτή την ενέργεια είτε κατόπιν καταστατικής εξουσιοδότησης, είτε μετά από ειδική προς τούτο εξουσιοδότηση από την γενική συνέλευση. Σε αμφότερες τις περιπτώσεις η ανατεθείσα αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου δεν μπορεί να έχει χρονική διάρκεια μεγαλύτερη από πέντε έτη (άρθρο 13 κν. 2190/1920) με δυνατότητα περαιτέρω ανανέωσης. Η απόφαση της γενικής συνέλευσης για παροχή εξουσιοδότησης στο διοικητικό συμβούλιο λαμβάνεται με τις κοινές απαρτίες και πλειοψηφίες των άρθρων 29 παρ. 1 και 2 και 31 παρ. 1 του κν. 2190/1920. Ενώ η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου για έκδοση του ομολογιακού δανείου με ανταλλάξιμες ομολογίες λαμβάνεται με πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) τουλάχιστον του συνόλου των μελών του και υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του κν. 2190/1920.

Το *μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο εκδίδεται* μετά από απόφαση της γενικής συνέλευσης η οποία λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Το διοικητικό συμβούλιο έχει δικαίωμα, κατά την διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρίας να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο, μερικά ή ολικά, με την έκδοση νέων μετοχών για ποσό που δεν υπερβαίνει το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο, μετά από απόφασή του που λαμβάνεται με πλειοψηφία δύο τρίτων (2/3) τουλάχιστον του συνόλου των μελών του. Σε περίπτωση που η αρμοδιότητα αυτή του διοικητικού συμβουλίου δίδεται με εξουσιοδότηση⁵⁸ της γενικής συνέλευσης, η εξουσιοδοτική απόφαση λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία και το συνολικό ποσό της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό του καταβεβλημένου, κατά τη στιγμή της λήψης της εξουσιοδοτικής απόφασης, μετοχικού κεφαλαίου. Και στις δύο περιπτώσεις, της καταστατικής ανάθεσης και της εξουσιοδότησης ισχύει αντίστοιχα η πενταετία, χρονικό διάστημα που δύναται να παραταθεί το μέγιστο για ακόμη πέντε έτη και η απόφαση υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του κν. 2190/1920. Στον νόμο δεν προβλέπεται το

⁵⁷ Πρβλ. Ρόκας (2005), οπ, Σωτηρόπουλος (2002), οπ, Βερβεσός (2005), οπ.

⁵⁸ Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειώσουμε την διαφοροποίηση του νόμου ως προς το ό,τι, στο μετατρέψιμο ομολογιακό ο νομοθέτης αναφέρεται σε εξουσιοδοτική απόφαση της γενικής συνέλευσης, ενώ στο κοινό και στο ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο ο νόμος κάνει λόγο για «μεταβίβαση» της αρμοδιότητας στο διοικητικό συμβούλιο.

περιεχόμενο της απόφασης της γενικής συνέλευσης με την οποία εξουσιοδοτείται το διοικητικό συμβούλιο για λήψη απόφασης έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

Ωστόσο, από την πρακτική διαφαίνεται ότι η απόφαση της γενικής συνέλευσης θα πρέπει να αναφέρει τουλάχιστον την διάρκεια της εξουσιοδότησης (η οποία δεν θα πρέπει να υπερβαίνει την πενταετία), το είδος των ομολογιών, ώστε να ορίζονται τα δικαιώματα των ομολογιούχων και το συνολικό ύψος του ομολογιακού δανείου. Εφόσον πρόκειται για μετατρέψιμες ομολογίες, θα πρέπει να ορίζεται η τιμή μετατροπής, ο χρόνος και ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος μετατροπής. Παρά το γεγονός ότι το διοικητικό συμβούλιο αποφασίζει ελεύθερα εάν και πότε θα κάνει χρήση της εξουσιοδότησης, όταν αποφασίσει να προβεί στην έκδοση του δανείου δεσμεύεται από το περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής απόφασης, χωρίς να έχει δυνατότητα διαμόρφωσης των όρων του. Όμως, όταν στην απόφαση της γενικής συνέλευσης δεν περιέχονται σαφείς υποδείξεις για τους όρους του ομολογιακού δανείου, τα όρια διαμόρφωσης του δανείου από το διοικητικό συμβούλιο, αποτελούν ζήτημα ερμηνείας. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις μπορεί να τεθεί ζήτημα ευθύνης του διοικητικού συμβουλίου για κακή χρήση της διακριτικής ευχέρειας, εάν κάνει χρήση της εξουσιοδοτικής απόφασης⁵⁹. Τέλος, με τον ν. 3156/2003, καταργείται ρητά η αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου για λήψη απόφασης έκδοσης ομολογιακού δανείου με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη. Αυτή η μορφή εκδίδεται πλέον αποκλειστικά με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία.

Οι ομολογίες μπορούν να διατεθούν με δύο τρόπους: α) σε περιορισμένο κύκλο προσώπων για κάλυψη με ιδιωτική τοποθέτηση (private placement) και β) στο ευρύ επενδυτικό κοινό για κάλυψη με δημόσια εγγραφή (public offering). Η διάθεση των ομολογιών με ιδιωτική τοποθέτηση δεν απευθύνεται στο ευρύ κοινό αλλά σε έναν περιορισμένο, ατομικά καθορισμένο αριθμό προσώπων. Στην συγκεκριμένη περίπτωση η έννοια της «ιδιωτικής τοποθέτησης» δεν σχετίζεται με την έλλειψη δημοσιότητας αλλά με την έλλειψη υποχρέωσης έκδοσης ενημερωτικού δελτίου και προσδιορίζεται βάσει αριθμητικών⁶⁰ και λειτουργικών-τελολογικών⁶¹ κριτηρίων.

⁵⁹ Πρβλ. Σωτηρόπουλος, Η ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου για επιχειρηματικές επιλογές. Η ισχύς του Business Judgment Rule στην Ελλάδα, ΔΕΕ 2004, 773 επ.

⁶⁰ Το αριθμητικό κριτήριο επέλεξε ως μοναδικό μέσο ο νομοθέτης στον ν. 3156/2003 για την οριοθέτηση της έννοιας της ιδιωτικής τοποθέτησης στο πλαίσιο της τιτλοποίησης απαιτήσεων. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 1 «.....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». Επίσης, η Οδηγία 2003/71ΕΚ και ο ν. 3401/2005 αναφέρονται στο αριθμητικό όριο των 100 φυσικών ή νομικών προσώπων ανά κράτος-μέλος, τα οποία δεν είναι θεσμικοί επενδυτές.

⁶¹ Ο κος Σωτηρόπουλος υποστηρίζει ότι η ιδιωτική προσφορά δεν είναι έννοια που μπορεί να προσδιορισθεί με αριθμητικά κριτήρια, αλλά θα πρέπει να κριθεί με λειτουργικά-τελολογικά κριτήρια σε

Κρίσιμο για την αναγκαιότητα οργανωμένης ενημέρωσης (μέσω ενημερωτικού δελτίου) δεν είναι τα πρόσωπα που τελικά απέκτησαν τους τίτλους, αλλά τα πρόσωπα των αποδεκτών της πρόσκλησης για απόκτηση τίτλων, έστω και αν τελικά δεν επένδυσαν στους συγκεκριμένους τίτλους. Ως δημόσια εγγραφή⁶² νοείται η κατάρτιση επιμέρους συμβάσεων μεταξύ της εκδότριας εταιρίας και των επενδυτών με τις οποίες οι επενδυτές αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλλουν στην εταιρία το ποσό που αντιστοιχεί στις ομολογίες που αναλαμβάνουν και η εταιρία αναλαμβάνει την υποχρέωση να διαθέσει τις ομολογίες στους αντισυμβαλλόμενους επενδυτές⁶³. Η δήλωση βουλήσεως των εγγραφόμενων με την οποία καταρτίζεται η σύμβαση δανείου, η καταβολή των ποσών των ομολογιών και η παράδοση των ομολογιών γίνονται από και προς τον ανάδοχο, ο οποίος ενεργεί ως εκπρόσωπος της εκδότριας εταιρίας⁶⁴.

Σύμφωνα με το άρθρο 8α του κν. 2190/1920⁶⁵, όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 15 του ν. 3156/2003, για την έκδοση ομολογιακού δανείου με διενέργεια δημόσιας εγγραφής απαιτείται να συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις⁶⁶: α) Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας που εκδίδει το ομολογιακό δάνειο με δημόσια εγγραφή θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ενάμισι εκατομμύριο ευρώ (1.500.000€) ολοσχερώς καταβεβλημένο και η διάθεσή του προς το κοινό θα πρέπει να γίνει μέσω αναδόχου, ο οποίος συνυπογράφει το ενημερωτικό δελτίο (άρθρο 8α παρ. 2 και 3). β) Για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου ή την διάθεση των ομολογιών στο κοινό απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία ελέγχει παράλληλα και το Ενημερωτικό Δελτίο. Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, προκειμένου να δώσει την άδεια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ασκεί μόνο έλεγχο νομιμότητας και δεν ελέγχει τη

σχέση με την έκδοση του Ενημερωτικού Δελτίου. Όταν, δηλαδή, δεν είναι απαραίτητη η έκδοση του Δελτίου για την προστασία των επενδυτών, αλλά οι αποδέκτες της πρόσκλησης μπορούν να λάβουν επαρκή και αξιόπιστη πληροφόρηση χωρίς την δημοσίευση του Δελτίου, όταν η επενδυτική τους εμπειρία τους επιτρέπει να αντιληφθούν τον επενδυτικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν και η εξωτερική εμφάνιση της προσφοράς των τίτλων δεν γίνεται σε ευρύ κοινό (π.χ από τα Μ.Μ.Ε), είναι μερικά κριτήρια, τα οποία, συνδυασμένα θα μπορούσαν να οδηγήσουν με ασφάλεια στον χαρακτηρισμό μιας προσφοράς τίτλων ως ιδιωτικής. *Σωτηρόπουλος* (2002), 456 επ Βέβαια, στην βιβλιογραφία έχουν διατυπωθεί αρκετά ακόμη κριτήρια.

⁶² Η δημόσια εγγραφή συντελείται μετά από την εκδήλωση ενδιαφέροντος από τους επενδυτές σε δημόσια προσφορά της εκδότριας. Όσον αφορά στην έννοια της δημόσιας προσφοράς, δεν υπάρχει κοινός ορισμός στο ελληνικό και στο κοινοτικό δίκαιο, με αποτέλεσμα, σε ορισμένα κράτη-μέλη να ορίζουν ως δημόσια προσφορά, την ίδια πράξη που στο ελληνικό δίκαιο χαρακτηρίζεται ως ιδιωτική τοποθέτηση. Προκειμένου να προσπελαστούν τα εμπόδια που δημιουργούνται στην πρόσβαση και στην άντληση κεφαλαίων από την ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, στο άρθρο 2 της Οδηγίας 2003/71ΕΚ, η δημόσια προσφορά ορίζεται ως η ανακοίνωση, υπό οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τις προσφερόμενες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά αυτών των κινητών αξιών.

⁶³ Πρβλ. *Σωτηρόπουλος* (2002), 458 επ.

⁶⁴ Πρβλ. *Βερβεσός* (2005), 331, *Ρόκας* (2002), 148 επ.

⁶⁵ Πρβλ. *Γεωργακόπουλος*, Δίκαιο Εταιριών, αε-ε.π.ε-προσωπικές, Νομολογία κατ' άρθρον (2004), 58 επ.

⁶⁶ Πρβλ. Υπ' αριθμ.263/2006 Γνωμοδότηση ΝΣΚ, 8, από την επίσημη ηλεκτρονική διεύθυνση του Υπουργείου Οικονομικών.

σκοπιμότητα έκδοσης του δανείου ή δημοσίευσης του Ενημερωτικού Δελτίου (άρθρο 8α παρ. 4)⁶⁷. γ) Για τη χορήγηση άδειας δημόσιας εγγραφής σε ομολογιακό δάνειο απαιτείται προηγούμενη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating) της εκδότριας εταιρίας σύμφωνα με σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 8α παρ. 7)⁶⁸. δ) Τέλος, οι ανώνυμες εταιρίες που αποκτούν κεφάλαια με δημόσια εγγραφή ομολογιών είναι υποχρεωμένες να ζητήσουν μέσα σε ένα έτος από την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής την εισαγωγή των ομολογιών στο χρηματιστήριο, σύμφωνα με το άρθρο 8α παρ. 6 του κν. 2190/1920, όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 15 του ν. 3156/2003.

Σε περίπτωση παράβασης αυτής της τελευταίας υποχρέωσης από την εκδότρια εταιρία δεν τίθεται θέμα ακύρωσης των με δημόσια εγγραφή εκδοθέντων τίτλων, αλλά τίθεται θέμα αποζημίωσης των ομολογιούχων ή των μετόχων που ζημιώθηκαν από την παράλειψη αυτή, ενώ δεν αποκλείεται να τεθεί και θέμα ποινικής ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου⁶⁹. Για τον προσδιορισμό της ζημίας και του ύψους της αποζημίωσης θα πρέπει να γίνει ένας διαχωρισμός μεταξύ ομολογιούχων δανειστών και μετόχων. Ειδικότερα, οι ομολογιούχοι δανειστές θα μπορούσαν, κατ' εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 297 εδ. 2 ΑΚ⁷⁰, να ζητήσουν in natura αποκατάσταση της ζημίας που υπέστησαν με την εξαγορά του τίτλου από την εκδότρια εταιρία. Ωστόσο, η in natura αποκατάσταση της ζημίας δεν είναι δυνατή στην περίπτωση των μετοχών, διότι από την μια, απαιτείται μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, η οποία επιτρέπεται από το εταιρικό δίκαιο μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις⁷¹ και από την άλλη πλευρά δεν είναι δυνατός ο υπολογισμός της αξίας που θα είχε ο τίτλος αν είχε εισαχθεί στην δευτερογενή αγορά (χρηματιστήριο) καθώς, σύμφωνα με τις αρχές του αστικού δικαίου, ο κρίσιμος χρόνος για τον υπολογισμό της αξίας μιας παροχής είναι ο χρόνος κατά τον οποίο παρέχεται η έννομη προστασία.

Με άλλα λόγια, στην περίπτωση των μετοχών ακόμη και η χρηματική αποζημίωση του μετόχου για την μη εισαγωγή του τίτλου προς διαπραγμάτευση είναι εξαιρετικά δυσχερής, λόγω της δυσκολίας προσδιορισμού του ύψους της ζημίας και της αδυναμίας για αποκατάσταση της προτέρας κατάστασης με παροχή in natura

⁶⁷ Σε περίπτωση μη τήρησης των προϋποθέσεων α) και β) επέρχεται ακυρότητα του δανείου και των ομολογιών που διατέθηκαν. ΠΠρΑθ 2437/78, Διαδικτυακός τόπος: www.lawdb.intrasoftnet.com.

⁶⁸ Για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εκδότριας δίνεται η δυνατότητα ουσιαστικού ελέγχου της πραγματικής οικονομικής κατάστασης της εταιρίας, με έλεγχο συμβάσεων και παραστατικών και όχι μόνο με απλό και τυπικό έλεγχο του ισολογισμού της.

⁶⁹ Πρβλ. Γιωτάκη, ΕΨΙΛΟΝ 2004, σπ.

⁷⁰ «Ο υπόχρεος αποζημίωσης οφείλει να την παράσχει σε χρήμα. Αντί για χρηματική αποζημίωση το δικαστήριο μπορεί, εκτιμώντας τις ειδικές περιστάσεις, να διατάξει την αποκατάσταση της προηγούμενης κατάστασης, εφόσον η αποζημίωση μ' αυτόν τον τρόπο δεν προσκρούει στο συμφέρον του δανειστή».

⁷¹ Μπορεί να διαταχθεί από το δικαστήριο σε ειδικές περιστάσεις και πάντοτε υπό την προϋπόθεση ότι με αυτόν τον τρόπο αποζημίωσης δεν βλάπτονται τα συμφέροντα των δανειστών.

αποζημίωσης. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι, στο ομολογιακό δάνειο η μη τήρηση των υποχρεώσεων του εκδότη, που προβλέπονται από τον νόμο συνιστά σπουδαίο λόγο για την καταγγελία του δανείου από τους ομολογιούχους δανειστές ατομικά ή από την ομάδα των ομολογιούχων δανειστών, κάτι το οποίο δεν μπορεί να συμβεί με τους μετόχους, καθώς η μετοχική σχέση δεν καταγγέλλεται. Επίσης, δεν θα πρέπει να παραβλέπουμε το γεγονός ότι η μη τήρηση από τον εκδότη της υποχρέωσής του περί υποβολής αίτησης εισαγωγής στη δευτερογενή αγορά των με δημόσια εγγραφή εκδοθέντων τίτλων, σύμφωνα με το άρθρο 8α παρ. 6 συνιστά παράβαση διατάξεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, η οποία επισύρει και την επιβολή διοικητικών προστίμων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 76 παρ. 10 του ν. 1969/1991).

Όσον αφορά στο ενημερωτικό δελτίο, όπως προβλέπεται πλέον από τον ν. 3401/2005⁷², ο οποίος επέφερε πολλές τροποποιήσεις στο π.δ. 52/1992 και ενσωμάτωσε στο εθνικό δίκαιο την Οδηγία 2003/71 ΕΚ, θεωρείται ως βασική πηγή πληροφόρησης του επενδυτή στη βάση της οποίας θα λάβει την επενδυτική του απόφαση⁷³, τόσο στο ελληνικό όσο και στο κοινοτικό δίκαιο. Σύμφωνα με το άρθρο 12 του π.δ. 52/1992, το ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να περιέχει τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών που προσφέρονται στο κοινό, ώστε οι επενδυτές να μπορούν αν διαμορφώσουν βάσιμη γνώμη σχετικά με τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα κέρδη, τις ζημίες και τις προοπτικές του εκδότη, καθώς και με τα δικαιώματα που ενσωματώνονται σ' αυτές τις κινητές αξίες. Λόγω αυτής της συμβολής του ενημερωτικού δελτίου στη διαμόρφωση, ουσιαστικά, της επενδυτικής δραστηριότητας είναι ιδιαίτερα μεγάλη η ευθύνη του αναδόχου για ανακρίβεια και μη πληρότητα των πληροφοριών που δημοσιεύει για την εκδότρια εταιρία.

Από τα ανωτέρω διαφαίνεται ότι κάποια από τα κυριότερα πλεονεκτήματα της σύναψης ομολογιακού δανείου με ιδιωτική τοποθέτηση είναι αφενός, η αποφυγή του κόστους του ενημερωτικού δελτίου και της διαδικασίας έγκρισής του και αφετέρου, η δυνατότητα που δίδεται στον εκδότη του ομολογιακού δανείου να διαπραγματευτεί και να τροποποιήσει τους όρους έκδοσης του δανείου με τους υποψήφιους ομολογιούχους δανειστές.

⁷² ΦΕΚ Α' 257/17.10.2005.

⁷³ Άλλωστε και στο εισαγωγικό τμήμα της Οδηγίας 2003/71 ΕΚ αναφέρεται ότι «Η πληροφόρηση είναι συντελεστής θεμελιώδους σημασίας για την προστασία του επενδυτή: ένα περιληπτικό σημείωμα το οποίο περιέχει ουσιώδη χαρακτηριστικά που συνδέονται με τον εκδότη, τον ενδεχόμενο εγγυητή και τις κινητές αξίες, θα πρέπει να περιλαμβάνεται στο Ενημερωτικό Δελτίο».

2. Οι όροι του ομολογιακού δανείου

Η σύμβαση ομολογιακού δανείου είναι έγγραφη, αμφοτεροβαρής σύμβαση, η οποία καταρτίζεται μεταξύ της εκδότριας εταιρίας και ενός ή περισσοτέρων ομολογιούχων δανειστών. Το πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου περιλαμβάνει τους όρους του δανείου που δεσμεύουν τον αντισυμβαλλόμενο τους καθολικούς και ειδικούς διαδόχους του και συνιστά πρόταση για σύναψη σύμβασης και όχι απλή πρόσκληση, ακόμη και στην περίπτωση της δημόσιας προσφοράς που αφορά σε αόριστο αριθμό προσώπων⁷⁴. Εφόσον, λοιπόν, πρόκειται για αμφοτεροβαρή σύμβαση για τον προσδιορισμό των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων των μερών τυγχάνουν εφαρμογής και οι διατάξεις του αστικού κώδικα⁷⁵ για τις αμφοτεροβαρείς συμβάσεις (άρθρο 370 επ ΑΚ). Ωστόσο, μέσα στα πλαίσια της ελευθερίας των συμβάσεων τα μέρη δύνανται να διαμορφώσουν τους όρους και τις ρήτρες του δανείου σε αναλογία, βέβαια, με την διαπραγματευτική τους ισχύ.

Από την πλευρά της εκδότριας εταιρίας οι όροι του δανείου καθορίζονται είτε από την γενική συνέλευση, είτε από το διοικητικό συμβούλιο, με εξουσιοδότηση της γενικής συνέλευσης ή με πρόβλεψη του καταστατικού και αφορούν κυρίως, στο ύψος και τη μορφή του δανείου, τον σκοπό για τον οποίο εκδίδεται, την ονομαστική αξία και το είδος των ομολογιών, τον τρόπο κάλυψης του ομολογιακού δανείου, το επιτόκιο και τον τρόπο προσδιορισμού του, τις αρμοδιότητες του εκπροσώπου των ομολογιούχων και του πληρεξουσίου καταβολών, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μερών, τον χρόνο και τον τρόπο αποπληρωμής του δανείου, τα ωφελήματα και τις εξασφαλίσεις που παρέχονται στους ομολογιούχους δανειστές, την διαδικασία καταγγελίας καθώς και άλλους ειδικότερους όρους ανάλογα με την μορφή του δανείου. Περιορισμοί στην διαμόρφωση των όρων του προγράμματος ομολογιακού δανείου, προκύπτουν αφενός από το σκοπό για τον οποίο εκδίδεται το δάνειο και αφετέρου, από την ανάγκη προστασίας των ομολογιούχων δανειστών τόσο κατά την σύναψη του δανείου όσο και κατά την λειτουργία του.

Στη σύμβαση του δανείου ορίζεται ρητά και προσδιορίζεται ο λόγος για τον οποίο εκδίδεται, το επενδυτικό πρόγραμμα, δηλαδή, της εκδότριας το οποίο χρηματοδοτεί το πιστωτικό ίδρυμα. Ο λόγος αυτός συνιστά το δικαιοπρακτικό θεμέλιο πάνω στο οποίο στηρίζεται η σύμβαση του δανείου, το οποίο αν εκλείψει, ανατρέπεται η σύμβαση στο σύνολό της. Βέβαια, η εκδότρια δύναται να χρησιμοποιήσει το ποσό του δανείου για λόγο διαφορετικό από αυτόν που αναφέρεται στο πρόγραμμα, χωρίς όμως να γίνει αυτό αντιληπτό από το πιστωτικό

⁷⁴ Πρβλ. Εισηγητική έκθεση, διαδικτυακός τόπος Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών, www.dsanet.gr.

⁷⁵ Για παράδειγμα στην καταγγελία της σύμβασης, για την οποία θα γίνει λόγος παρακάτω.

ίδρυμα και του ομολογιούχους δανειστές, καθώς σε μια τέτοια περίπτωση θεμελιώνεται σπουδαίος λόγος για την καταγγελία της σύμβασης. Από την άλλη πλευρά λόγω της μεγάλης διάρκειας της σύμβασης ομολογιακού δανείου, κάποιες φορές κατά την λειτουργία του δανείου, προκύπτει η ανάγκη τροποποίησης των όρων του. Ανάγκη που υπαγορεύεται είτε από την αλλαγή στην εταιρική μορφή της εκδότριας, είτε στα πλαίσια μιας προσπάθειας εξυγίανσής της, είτε ακόμη γιατί κάποιοι ανελαστικοί όροι του προγράμματος του ομολογιακού δανείου επιβάλλεται να τροποποιηθούν λόγω μεταβολής των γενικότερων συνθηκών της αγοράς. Στην περίπτωση αυτή αμφότεροι οι συμβαλλόμενοι θα πρέπει να αποφασίσουν με γνώμονα την προστασία των συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών.

Προστασία η οποία επιτυγχάνεται, αφενός με την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα και την εκπροσώπησή τους από ένα πρόσωπο που διαπραγματεύεται την τροποποίηση των όρων με βάση και όριο τις πλειοψηφικές αποφάσεις που έχει λάβει η ομάδα των ομολογιούχων και αφετέρου με την διάταξη του άρθρου 1 παρ. 8 του ν. 3156/2003. Το άρθρο αυτό ρητά απαγορεύει οποιαδήποτε μεταβολή των όρων του ομολογιακού δανείου προς το δυσμενέστερο χωρίς προηγούμενη εγκριτική απόφαση της ομάδας των ομολογιούχων, η οποία μάλιστα, υπόκειται και σε διατυπώσεις δημοσιότητας (άρθρο 5 ν. 3156/2003). Με δεδομένο ότι η διάταξη αυτή είναι αναγκαστικού δικαίου (*jus cogens*), καθίσταται άκυρος κάθε όρος του ομολογιακού δανείου που επιτρέπει, ακόμη και εμμέσως, την τροποποίηση των όρων του δανείου περιορίζοντας τα δικαιώματα των ομολογιούχων⁷⁶. Στο πλαίσιο αυτό, η εφαρμογή ή όχι των αρχών του δικαίου της προστασίας του καταναλωτή για την ερμηνεία και τον δικαστικό έλεγχο των όρων του ομολογιακού δανείου έχει απασχολήσει την ευρωπαϊκή βιβλιογραφία και νομολογία εδώ και αρκετά χρόνια, ενώ σε εθνικό επίπεδο δεν έχει δοθεί η δέουσα προσοχή. Το ζήτημα αυτό έχει ιδιαίτερο νομικό ενδιαφέρον και πολύ σημαντικές συνέπειες για τη λειτουργία του δανείου και την προστασία των ομολογιούχων, όπως θα διαφανεί σε ανάλυση που θα ακολουθήσει.

3. Οργάνωση ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα και ο ρόλος του εκπρόσωπου των ομολογιούχων δανειστών

Μια από τις καινοτομίες που εισήγαγε ο ν. 3156/2003 αποτελεί και η διάταξη του άρθρου 3, στην οποία προβλέπεται η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών

⁷⁶ Πρβλ. Βερβεσός (2005), 341 επ και Σωτηρόπουλος (2002), οπ, όπου αναφέρεται ότι και πριν από την εισαγωγή του άρθρου 1 παρ. 8 γινόταν δεκτό ότι δεν ήταν δυνατή η μονομερής μεταβολή των όρων του ομολογιακού δανείου θίγοντας τα δικαιώματα των ομολογιούχων δανειστών.

σε ομάδα⁷⁷. Η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα είναι υποχρεωτική, σύμφωνα με την ως άνω διάταξη, σε περίπτωση έκδοσης οιοδήποτε δανείου με άυλες ομολογίες, σε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου με τιτλοποίηση απαιτήσεων, καθώς και σε κάθε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου που εξασφαλίζεται με εμπράγματα ασφάλειες. Σε όλες τις άλλες περιπτώσεις η οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα είναι προαιρετική. Λόγω του γεγονότος ότι στην παρούσα μελέτη εξετάζονται κυρίως τα ζητήματα που αφορούν τα κοινά ομολογιακά δάνεια, στη συγκεκριμένη ενότητα θα γίνει μεν αναφορά, στο σκοπό για τον οποίο ο νομοθέτης προχώρησε σε αυτή την ρύθμιση, στη νομική φύση της ομάδας των ομολογιούχων και στη σχέση της με την εκδότρια εταιρία, στις αρμοδιότητες και τον τρόπο λειτουργίας της ομάδας και σε κάποια ζητήματα που αφορούν στον εκπρόσωπο της ομάδας και τις αρμοδιότητές του, αλλά δεν θα γίνει σε βάθος ανάλυση των ως άνω ζητημάτων.

Η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα έχει μεγάλη πρακτική σημασία καθώς διασφαλίζει ευελιξία στη συμβατική σχέση μεταξύ εκδότριας εταιρίας και ομολογιούχων. Η ευελιξία επιτυγχάνεται αφενός, με τη δυνατότητα που παρέχεται για λήψη αποφάσεων χωρίς να είναι απαραίτητη η συμμετοχή στη διαδικασία όλων των ομολογιούχων, η ταυτότητα κάποιων εκ των οποίων δεν είναι πάντοτε γνωστή στην εκδότρια εταιρία, αφετέρου, καθώς δεν απαιτείται η σύμφωνη γνώμη όλων των ομολογιούχων για την λήψη απόφασης. Αρκεί πλειοψηφική απόφαση της ομάδας, η οποία δηλώνεται στην εταιρία μέσω του εκπροσώπου της ομάδας και δεσμεύει όλους τους ομολογιούχους δανειστές. Με τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται η συμμετοχή των ομολογιούχων δανειστών στην εταιρική ζωή, όπου αυτή είναι απαραίτητη για την άσκηση των περιουσιακών τους δικαιωμάτων⁷⁸.

Η ομάδα καλείται να λάβει πλειοψηφικές αποφάσεις κυρίως σε περίπτωση τροποποίησης των όρων του δανείου. Όπως δείχνει η διεθνής πρακτική, τέτοιες αποφάσεις είναι απολύτως αναγκαίες κυρίως στην περίπτωση όπου η οικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρίας επιβάλλει την αλλαγή των όρων του ομολογιακού με περιορισμό της αξίωσης των ομολογιούχων, αλλαγή η οποία δεν θα ήταν δυνατή

⁷⁷ Με το προγενέστερο νομικό καθεστώς οι ομολογιούχοι δεν ήταν οργανωμένοι από τον νόμο σε συνέλευση για να υπερασπίζονται τα δικαιώματά τους έναντι της εταιρίας, ούτε διέθεταν δικαιώματα ελέγχου ή επιρροής της διοίκησης της εταιρίας. Ήταν απλοί και ανεξάρτητοι δανειστές ενεργώντας ο καθένας ατομικά. Πρβλ. Σωτηρόπουλος (2002), οπ. υπόσημ.4, 453 επ. Ωστόσο, η οργάνωσή τους σε ομάδα δεν ήταν και ένας θεσμός τελείως άγνωστος στο ελληνικό δίκαιο, καθώς στο άρθρο 70 παρ. 4 εδ. 1 του ν. 2190/1920, οριζόταν ότι «αν υπάρχουν ομολογιούχοι δανειστές τουλάχιστον σε μια από τις συγχωνευόμενες εταιρίες, η απόφαση για συγχώνευση απαιτεί απόφαση των δανειστών αυτών». Διάταξη, η οποία, τουλάχιστον για την συγκεκριμένη ενέργεια, επιτρέπει την ad hoc, συγκρότηση των δανειστών σε συνέλευση για την λήψη απόφασης έγκρισης της επικείμενης συγχώνευσης.

⁷⁸ Πρβλ. Τουντόπουλος, Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών, σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003, Επισκευή 2003, 972 επ, με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές σε ξενόγλωσσα συγγράμματα, όπως, Ripert/Roblot, Traite de Droit commercial, v. I, 1998, 1338 επ.

χωρίς την προηγούμενη οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα και χωρίς κοινή εκπροσώπηση αυτών κατά την διαπραγμάτευση της αλλαγής των όρων από την εκδότρια εταιρία⁷⁹. Η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα συμβάλλει στην ενδυνάμωση της θέσης τους εφόσον συλλογικά δύνανται να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικότερα τους κινδύνους που πηγάζουν για τους ίδιους από τον χαρακτήρα της σύμβασης ομολογιακού δανείου ως σύμβασης προσχώρησης, όπου οι όροι του δανείου καθορίζονται μονομερώς από την εκδότρια εταιρία⁸⁰. Αλλά και κατά τη διάρκεια του ομολογιακού οι μεμονωμένοι δανειστές επενδυτές δεν έχουν τη δυνατότητα να ασκήσουν τα δικαιώματά τους, είτε λόγω ελλιπούς γνώσης, είτε λόγω του μικρού ύψους των απαιτήσεων τους, είτε για άλλους λόγους⁸¹. Περαιτέρω, ο θεσμός της οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα και της εκπροσώπησής τους, τους δίδει τη δυνατότητα να παρακολουθούν το δάνειο και να λαμβάνουν όλα τα αναγκαία μέτρα για την προστασία τους, όποτε η εκδότρια εταιρία αδυνατεί να εκπληρώσει τις συμβατικές της υποχρεώσεις.

Στη συνέχεια, όσον αφορά στην νομική φύση της ομάδας των ομολογιούχων έχουν διατυπωθεί διαφορετικές απόψεις. Σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ. 1 εδ. 3 του ν. 3156/2003, η ομάδα των ομολογιούχων δεν έχει νομική προσωπικότητα⁸² και επομένως δεν μπορεί να είναι φορέας δικαιωμάτων και υποχρεώσεων έχει όμως, μέσω του εκπροσώπου της, ικανότητα διαδίκου και μπορεί να είναι φορέας οικονομικών δικαιωμάτων και υποχρεώσεων⁸³ σύμφωνα με τις διατάξεις του ΚΠολΔ. Ωστόσο, παρόλο που στην εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, γίνεται αναφορά στην ομάδα των ομολογιούχων ως αστική εταιρία⁸⁴ και παρόλο που υποστηρίζεται η άποψη αυτή και από μέρος της θεωρίας⁸⁵, η μάλλον ορθότερη άποψη είναι ότι δεν

⁷⁹ Πρβλ. *Tennekoon*, *The law and regulation of international Finance*, 1991, 222 επ.

⁸⁰ Ωστόσο, στην περίπτωση του κοινού ομολογιακού δανείου οι συμβάσεις ομολογιακών δανείων είναι κυρίως συμβάσεις στις οποίες προσχωρεί η εκδότρια εταιρία και δεν έχει πολλά περιθώρια διαπραγμάτευσης και αλλαγής των όρων.

⁸¹ Αυτό συμβαίνει κυρίως στην περίπτωση της έκδοσης ομολογιακού δανείου με πρόσκληση προς το κοινό. Αντίθετα, στην περίπτωση του κοινού ομολογιακού δανείου και ιδίως όταν μοναδικός ομολογιούχος δανειστής και εκπρόσωπος της ομάδας είναι πιστωτικό ίδρυμα, ο δανειστής δεν χρήζει ειδικής προστασίας.

⁸² Το ίδιο ισχύει και στο ελβετικό δίκαιο, *Βερβεσός* (2005), σπ, ενώ δεν ισχύει στο γαλλικό, όπου γίνεται δεκτό ότι η ομάδα των ομολογιούχων έχει νομική προσωπικότητα. *Ripert/Roblot*, *Traite de droit commercial*, v. I, 1341.

⁸³ Πρβλ. Άρθρο 4 παρ. 6 ν. 3156/2003, όπου ορίζεται ότι «ο εκπρόσωπος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους εξωδίκως και δικαστικά». Βεβαίως, υπάρχουν ενστάσεις για την έκταση και την συνταγματικότητα αυτής της εκπροσώπησης, ιδίως στην περίπτωση που περιορίζεται η οικονομική προστασία των ομολογιούχων δανειστών ατομικά, για τις οποίες θα γίνει λόγος παρακάτω.

⁸⁴ «Δεν αποκλείεται η οργάνωση των ομολογιούχων να πραγματοποιηθεί με μεταγενέστερη απόφαση των ομολογιούχων, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι η απόφαση αυτή είναι ομόφωνη λόγω του χαρακτήρα της σχετικής δικαιοπραξίας ως αστικής εταιρίας».

⁸⁵ Πρβλ. *Χριστοδούλου*, Άυλες ομολογίες και οικονομικά ζητήματα από την νομική φύση του εκπροσώπου, Δ 2004, 871, ο οποίος βασιζόμενος στην εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003 και θεωρώντας ως κοινό σκοπό των ομολογιούχων δανειστών την σύμπραξή τους για τον ορισμό κοινού εκπροσώπου, χαρακτηρίζει την ομάδα των ομολογιούχων ως «αναγκαστική αστική εταιρία», εταιρικός τύπος μάλιστα, που δεν υφίσταται στο εταιρικό δίκαιο.

πρόκειται για αστική εταιρία των άρθρων 741 επ ΑΚ, αφού δεν υπάρχει ούτε το στοιχείο της εταιρικής σύμβασης, ούτε εκείνο του κοινού σκοπού, αλλά πρόκειται για μια ιδιαίτερη μορφή κοινωνίας. Βέβαια, σε καμία περίπτωση δεν είναι κοινωνία συμφερόντων υπό την στενή έννοια, αφού τα ατομικά συμφέροντα των ομολογιούχων συχνά δεν ταυτίζονται και η εξυπηρέτηση των ατομικών συμφερόντων ενός ομολογιούχου μπορεί να έρχεται σε αντίθεση με τα συμφέροντα άλλου ή άλλων. Τα δικαιώματα αυτά, στον βαθμό που δεν προβλέπονται από τον ν. 3156/2003, μπορούν να εξειδικευθούν στους όρους της σύμβασης.

Συγκεκριμένα, κοινό στοιχείο που οδηγεί στην οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα είναι η αξίωσή τους έναντι της εκδότριας εταιρίας, η οποία βασίζεται στην σύμβαση του ομολογιακού δανείου⁸⁶. Ωστόσο, η συνύπαρξη των ατόμων και η οργάνωσή τους σε ομάδα με αποκλειστικό και μόνο σκοπό την διαχείριση του κοινού συμφέροντος, δεν μπορεί να θεμελιώσει επιδίωξη κοινού σκοπού μεταξύ των ομολογιούχων, ειδικά με την εννοιολογική προσέγγιση της αστικής εταιρίας, όπως ορίζεται στα άρθρα 741 επ ΑΚ. Αντίθετα, οι ομολογιούχοι ως φορείς ενός κοινού συμφέροντος συνιστούν μια οικονομική κοινωνία συμφερόντων. Αντίστοιχα οργανωμένη ομάδα είναι η συνέλευση της ομάδας των πιστωτών στην πτωχευτική διαδικασία⁸⁷, η οποία αποτέλεσε σε μεγάλο βαθμό και το πρότυπο της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών. Στο σημείο αυτό βέβαια θα πρέπει να γίνει ξεκάθαρο ότι η ομάδα των ομολογιούχων δανειστών δεν μπορεί να θεωρηθεί ως όργανο της εκδότριας εταιρίας παρόλο που, όπως θα δούμε παρακάτω, ο τρόπος λειτουργίας της προσομοιάζει σ' αυτόν της γενικής συνέλευσης της ανώνυμης εταιρίας στις διατάξεις της οποίας παραπέμπει και ο ν. 3156/2003.

Στο ν. 3156/2003, αναφέρεται ότι η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών είναι αποκλειστικά αρμόδια για την τροποποίηση των όρων του δανείου με όρους δυσμενέστερους των αρχικών (άρθρο 1 παρ. 8), για την αντικατάσταση των ομολογιούχων δανειστών (άρθρο 4 παρ. 12), την παραίτηση από ένδικο μέσο ή ένδικο βοήθημα, την υποβολή αίτησης πτώχευσης ή θέσης υπό ειδική εκκαθάριση των άρθρων 46 επ του ν. 1892/1990 κατά της εκδότριας εταιρίας ή άλλου υποχρέου, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, τη σύναψη συμβιβασμού, την κατάρτιση σύμβασης του άρθρου 44 του ν. 1892/1990 με την εκδότρια εταιρία ή άλλο υπόχρεο ή την παροχή ψήφου σε πτωχευτικό συμβιβασμό (άρθρο 4 παρ. 6). Λόγω της αποκλειστικής αρμοδιότητας της ομάδας των ομολογιούχων στα ως άνω θέματα, οι αρμοδιότητες αυτές δεν είναι δυνατό να μεταβιβαστούν σε τρίτα πρόσωπα ή να

⁸⁶ Πρβλ. *Τουντόπουλος* (2003), 976, *Εννοιολογικό χαρακτηριστικό της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών είναι ότι η απαίτηση των ομολογιούχων δανειστών έναντι της εκδότριας βασίζεται σε κοινή νομική και ιστορική βάση, την σύμβαση του ομολογιακού δανείου.*

⁸⁷ Πρβλ. *Κοτσίρης*, Πτωχευτικό Δίκαιο, 2001, 304 επ.

τροποποιηθούν, να περιορισθούν με βάση τους όρους του ομολογιακού δανείου. Οι διατάξεις αυτές αποτελούν αναγκαστικό δίκαιο. Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση, ο δικαιοπολιτικός λόγος αυτής της αποκλειστικής αρμοδιότητας της συνέλευσης των ομολογιούχων θα πρέπει να αναζητηθεί τόσο στην καθοριστική επίδραση των αποφάσεων που λαμβάνει στη νομική κατάσταση της εκδότριας εταιρίας, όσο και στην ουσιώδη επίδραση αυτών στο ύψος των απαιτήσεων των ομολογιούχων ή τις υπέρ αυτών εμπράγματα εξασφαλίσεις.

Από την άλλη πλευρά, πέρα από τις αναγκαστικού δικαίου διατάξεις στους όρους του δανείου είναι δυνατόν να προβλέπεται αρμοδιότητα της συνέλευσης των ομολογιούχων για μια σειρά (εξουσιοδοτικών προς τον εκπρόσωπο) αποφάσεων, όπως η άσκηση κάθε είδους ενδίκων μέσων και βοηθημάτων, κάθε είδους διαδικαστικών μέσων και ενεργειών κατά την διαδικασία της αναγκαστικής εκτέλεσης και κάθε άλλη διαδικασία αναγκαστικής ή συλλογικής εκτέλεσης. Ο καθορισμός των αρμοδιοτήτων της συνέλευσης γίνεται από τα συμβαλλόμενα μέρη με βάση πάντα το είδος του ομολογιακού δανείου και τα γενικότερα δεδομένα της κάθε περίπτωσης⁸⁸, καθώς σε καθεστώς ελεύθερης ιδιωτικής οικονομίας είναι ιδιαίτερα ωφέλιμη, αν όχι αναγκαία, η ευέλικτη προσαρμογή της αγοράς με τις κατά το δυνατόν λιγότερες νομοθετικές παρεμβάσεις. Βέβαια, αν στους όρους της σύμβασης ομολογιακού δανείου ή του ορισμού ομολογιούχου δανειστή δεν υπάρχει σχετική πρόβλεψη για τα θέματα που υπόκεινται στην αποκλειστική αρμοδιότητα της συνέλευσης των ομολογιούχων, ο διαχειριστής ενεργεί χωρίς να χρειάζεται ειδική εξουσιοδότηση. Η ελευθερία ωστόσο των συμβαλλομένων μερών να προσδιορίζουν τις αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων δεν θα πρέπει να οδηγήσει στο λανθασμένο συμπέρασμα ότι μπορούν να υπάγουν οποιοδήποτε θέμα στην αρμοδιότητα της.

Η οριοθέτηση αυτών των αρμοδιοτήτων θα πρέπει να γίνεται με τελεολογικά κριτήρια, από τον σκοπό της οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα και πάντα στη βάση του δεσμευτικού χαρακτήρα των αποφάσεων για όλους τους ομολογιούχους και κυρίως για τους μειοψηφούντες δανειστές που δεσμεύονται από τη βούληση της πλειοψηφίας. Με δεδομένο, λοιπόν, ότι η συνέλευση αποφασίζει μόνο για θέματα που αφορούν στην προάσπιση των κοινών συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών, δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο απόφασης και δε δεσμεύουν την συνέλευση, ζητήματα που εκφεύγουν της προάσπισης του κοινών συμφερόντων, όπως η επιβολή πρόσθετων υποχρεώσεων στους ομολογιούχους δανειστές. Από την άλλη, οι αποφάσεις της ομάδας που εκφεύγουν της αρμοδιότητάς

⁸⁸ Πρβλ. *Τουντόπουλος (2003)*, οπ και *Βερβεσός (2005)*, οπ.

της δε δεσμεύουν ούτε την εκδότρια εταιρία, σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, όπου αναφέρεται ότι, η ομάδα των ομολογιούχων δανειστών δεν έχει δυνατότητα να αποφασίζει την μετατροπή των όρων του δανείου σε βάρος της εκδότριας εταιρίας χωρίς την συναίνεσή της⁸⁹. Τέλος, όριο στη συμβατική αυτονομία των μερών θέτει η αρχή της ίσης μεταχείρισης, των ομολογιούχων δανειστών. Ως άνιση μεταχείριση νοείται η αυθαίρετη και χωρίς αντικειμενική δικαιολόγηση μεταχείριση των ομολογιούχων από την συνέλευση. Άνιση μεταχείριση θεμελιώνεται όταν αποφασίζεται από την συνέλευση η αδικαιολόγητη παροχή ωφελειών σε συγκεκριμένους ομολογιούχους⁹⁰⁹¹, εκτός αν υπάρχει η συναίνεση των υπολοίπων δανειστών για την σε βάρος τους απόφαση.

Στη συνέχεια, όσον αφορά στα ζητήματα της σύγκλησης και της λειτουργίας της συνέλευσης των ομολογιούχων, ο ν. 3156/2003 στο άρθρο 3 παρ. 5 ορίζει ότι αν δεν προβλέπεται διαφορετικά στον ν. 3156/2003 ή στους όρους της δανειακής σύμβασης εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του ν. 2190/1920 περί γενικών συνελεύσεων των μετόχων. Από την γραμματική ερμηνεία του άρθρου 3 του ν. 3156/2003 προκύπτει συμπληρωματική εφαρμογή των διατάξεων του ν. 2190/1920, με την έννοια ότι αυτές οι διατάξεις εφαρμόζονται μόνο όταν δεν προβλέπεται κάτι στον ν. 3156/2003 ή στους όρους της σύμβασης και γενικά δεν υπάρχουν ειδικότερες ρυθμίσεις νομοθετικές ή συμβατικές. Σύμφωνα με την ορθότερη άποψη, η διάταξη αυτή του άρθρου 3 του ν. 3156/2003 είναι προβληματική και δημιουργεί ερμηνευτικά ζητήματα αναφορικά με το ποιες διατάξεις του ν. 2190/1920 μπορούν να εφαρμοσθούν αναλογικά⁹². Θα πρέπει, δηλαδή, να εφαρμοστούν αναλογικά όλες οι διατάξεις του κεφαλαίου περί γενικών συνελεύσεων ή όλες οι διατάξεις του ν. 2190/1920 που αναφέρονται άμεσα ή έμμεσα στη λειτουργία της γενικής συνέλευσης και ιδίως εκείνες που αφορούν στα δικαιώματα της μειοψηφίας; Περαιτέρω, ακόμη και αν γίνει δεκτό ότι σε κάποια ζητήματα, όπως είναι τα δικαιώματα της μειοψηφίας εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του ν. 2190/1920, ανακύπτει πρόσθετο ερμηνευτικό πρόβλημα σχετικά με τον τρόπο άσκησης των δικαιωμάτων αυτών και το ειδικότερο περιεχόμενο τους.

Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να γίνει κατανοητό ότι οι διατάξεις του ν. 2190/1920 που αφορούν στη γενική συνέλευση των μετόχων δύσκολα μπορούν να

⁸⁹ Πρβλ. *Τουντόπουλος* (2003), οπ και *Βερβεσός* (2005), οπ.

⁹⁰ Βεβαίως οι αποφάσεις αυτές είναι άκυρες.

⁹¹ Κατ' ανάλογη εφαρμογή του άρθρου 30 του ν. 2190/1920.

⁹² Άποψη *Τουντόπουλου* (2003), όπ, ο οποίος σημ. 40 αναφέρεται συγκριτικά και σε αλλοδαπές έννομες τάξεις: Σε αλλοδαπές έννομες τάξεις υπάρχουν αναλυτικές ρυθμίσεις σχετικά με τον τρόπο σύγκλησης, λειτουργίας και λήψης αποφάσεων των συνελεύσεων των ομολογιούχων, οι οποίες έχουν συνταχθεί μεν κατά το πρότυπο των διατάξεων περί γενικών συνελεύσεων των μετόχων ανωνύμων εταιριών, αλλά διαφοροποιούνται επαρκώς με βάση τις ιδιαιτερότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων ώστε να υπάρχει ασφάλεια δικαίου.

εναρμονιστούν με τον σκοπό και την λειτουργία της συνέλευσης των ομολογιούχων, καθώς σχετίζονται με την άσκηση συμμετοχικών δικαιωμάτων των μετόχων κατά τη διάρκεια των γενικών συνελεύσεων και δεν συνάδουν με τα περιουσιακά δικαιώματα των ομολογιούχων δανειστών. Η συνέλευση των ομολογιούχων, εφόσον δεν ορίζεται διαφορετικά στους όρους του ομολογιακού δανείου, δεν συγκαλείται σε τακτά χρονικά διαστήματα καθώς, σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ. 4 του ν. 3156/2003, τα πρόσωπα που ορίζονται στο άρθρο δύνανται να συγκαλέσουν την συνέλευση των ομολογιούχων «οποτεδήποτε» το κρίνουν σκόπιμο. Στον ν. 3156/2003 δεν ορίζονται, επίσης, τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που απαιτούνται για την λήψη έγκυρης απόφασης από τη συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Συνήθως τα ποσοστά αυτά καθορίζονται στη σύμβαση του δανείου. Όπως αναφέρει και η εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003 «.....παρέχεται ευρύτατη ευχέρεια για τον καθορισμό της απαρτίας και της πλειοψηφίας υπό τις οποίες συνέρχεται και αποφασίζει η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών χωρίς καμία δέσμευση από τις πλειοψηφικές αποφάσεις που προβλέπει ο ν. 2190/1920 για την συνέλευση των μετόχων, οι οποίες εφαρμόζονται μόνο αν δεν ορίζεται διαφορετικά στους όρους του δανείου».

Τέλος, η μόνη περίπτωση στον ν. 3156/2003 όπου υπάρχει σαφής ρύθμιση για τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας είναι στο άρθρο 1 παρ. 8 όπου ορίζεται ότι οι αποφάσεις με αντικείμενο την τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου σε βάρος των ομολογιούχων δανειστών λαμβάνονται εγκύρως με απαρτία και πλειοψηφία των δύο τρίτων του συνόλου του δανείου. Όσον αφορά στις ελαττωματικές αποφάσεις ισχύουν οι γενικές ρυθμίσεις για τις ελαττωματικές αποφάσεις συλλογικών οργάνων, εφόσον δεν υπάρχει ρύθμιση στο ν. 3156/2003 και διακρίνονται σε άκυρες, ακυρώσιμες και ανυπόστατες ανάλογα με την βαρύτητα του ελαττώματος. Με το άρθρο 3 παρ. 5 του ν. 3156/2003 ο νομοθέτης προχώρησε σε σύντμηση του χρόνου πρότασης της ακυρότητας της απόφασης της συνέλευσης των ομολογιούχων, σε έξι μήνες από την λήψη της απόφασης με σκοπό την αποτροπή της μακροχρόνιας αβεβαιότητας.

Παράλληλα με την ομάδα των ομολογιούχων ο ν. 3156/2003 εισήγαγε και έναν ακόμη καινοτόμο θεσμό. Τον θεσμό του εκπροσώπου της ομάδας των ομολογιούχων. Στο άρθρο 4 του ν. 3156/2003 αναφέρεται ότι σε κάθε περίπτωση οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα, η εκδότρια εταιρία ορίζει εκπρόσωπο της ομάδας με έγγραφη σύμβαση. Κατά την κρατούσα άποψη, η σύμβαση αυτή αποτελεί σύμβαση υπέρ τρίτου από την οποία οι ομολογιούχοι

δανειστές αποκτούν δικαιώματα ως τρίτοι⁹³. Στην πράξη ο ορισμός του εκπροσώπου αποτελεί τμήμα της σύμβασης αναδοχής μεταξύ της εκδότριας εταιρίας και του πιστωτικού ιδρύματος ή του κονσόρτιουμ τραπεζών για την έκδοση ομολογιακού δανείου, ενώ με την εισδοχή του εκπροσώπου στους όρους του δανείου δεσμεύει κάθε ομολογιούχο δανειστή. Συνεπώς, οι ομολογιούχοι αποκτούν δικαιώματα κατά του εκπροσώπου από την απόκτηση της ομολογίας από την εκδότρια τράπεζα ή από κάποιον τρίτο στη δευτερογενή αγορά. Η ομάδα των ομολογιούχων λαμβάνει απόφαση μόνο για την περίπτωση αντικατάστασης του εκπροσώπου.

Βεβαίως, ο διορισμός του εκπροσώπου από την εκδότρια δεν θα πρέπει σε καμία περίπτωση να οδηγήσει σε σύγχυση, θεωρώντας ότι συνιστά όργανο της εταιρίας ή ότι εκπροσωπεί και την τελευταία πέρα από την ομάδα των ομολογιούχων δανειστών. Στο συμπέρασμα αυτό οδηγεί κυρίως το γεγονός ότι ο εκπρόσωπος παρά τον ορισμό του από την εκδότρια, δεν υπέχει απέναντί της καμία υποχρέωση, πέραν της υποχρέωσης του να γνωστοποιεί αμελλητί στην εκδότρια εταιρία τις αποφάσεις της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών (άρθρο 5 παρ. 1). Εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών δεν μπορεί να είναι, όπως σε άλλες έννομες τάξεις⁹⁴, οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, αλλά μόνο πιστωτικό ίδρυμα ή εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ), τα οποία επιτρέπεται να παρέχουν στην Ελλάδα την επενδυτική υπηρεσία αναδόχου έκδοσης κινητών αξιών. Ο σκοπός του Έλληνα νομοθέτη ήταν κυρίως, να αντιπαρέλθει το γεγονός ότι ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων ορίζεται από την εκδότρια εταιρία και να δημιουργήσει εχέγγυο ανεξαρτησίας⁹⁵. Για τον ίδιο λόγο, στην παράγραφο 3 του άρθρου 4 ο νομοθέτης απαγορεύει ρητά τον ορισμό εκπροσώπου σε κάθε πρόσωπο που θα μπορούσε άμεσα ή έμμεσα να θίξει τα συμφέροντα των ομολογιούχων λόγω σύγκρουσης των συμφερόντων του με τα συμφέροντα της εκδότριας εταιρίας, χωρίς όμως να είναι και αυτή η διάταξη επαρκής.

Σύμφωνα με το άρθρο 4 παρ. 4 του ν. 3156/2003 οι αρμοδιότητες του εκπροσώπου προσδιορίζονται στις διατάξεις του νόμου, στους όρους του ομολογιακού δανείου και στις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών. Στη σύμβαση του δανείου είναι δυνατό να προβλέπονται περισσότερες αρμοδιότητες από τις νόμιμες, όμως, σε καμία περίπτωση, δεν επιτρέπεται να μεταβιβαστούν στον εκπρόσωπο αρμοδιότητες οι οποίες ανήκουν στην συνέλευση ή στους ομολογιούχους ατομικά, ούτε είναι δυνατή η μεταβίβαση σε αυτόν περισσότερων αρμοδιοτήτων από

⁹³ Πρβλ. Βερβεσός (2005), 394. Σε άλλες έννομες τάξεις ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών είτε ορίζεται από τους ίδιους τους ομολογιούχους είτε από την εκδότρια εταιρία στους όρους του ομολογιακού δανείου.

⁹⁴ Για παράδειγμα στο ελβετικό δίκαιο.

⁹⁵ Στην εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003 αναφέρεται ότι «Η αυξημένη πίστη που θα πρέπει να περιβάλλει το πρόσωπο του εκπροσώπου καταδεικνύεται από την παρ. 2 του άρθρου 4».

εκείνες που προβλέπονται στο νόμο. Τέτοια υπέρβαση θα μπορούσε να συμβεί μόνο με σύμφωνη γνώμη και της εκδότριας εταιρίας. Σε κάθε περίπτωση οι μεταβιβασθείσες στον εκπρόσωπο αρμοδιότητες θα πρέπει να εξειδικεύονται και δεν είναι επιτρεπτή γενική εξουσιοδότησή του για αλλαγή των όρων του δανείου μαζί με την εκδότρια. Οι αρμοδιότητες που αναφέρει ο ν. 3156/2003 είναι ενδεικτικές και αφορούν κυρίως δικαστική και εξώδικη εκπροσώπηση των ομολογιούχων⁹⁶, επίβλεψη εάν η εκδότρια εταιρία τηρεί τις συμβατικές της υποχρεώσεις καθώς και διαπραγμάτευση σε κάθε περίπτωση αλλαγής των όρων της σύμβασης ομολογιακού δανείου. Αναφορικά με την ευθύνη του εκπροσώπου, σύμφωνα με την παρ. 9 του άρθρου 4 του ν. 3156/2003, ο εκπρόσωπος ευθύνεται έναντι των ομολογιούχων, κατά τους όρους του δανείου, π για κάθε ππαίσμα. Όμως, για λόγους προστασίας των ομολογιούχων δανειστών και σύμφωνα με τα όσα ίσχυαν υπό το προγενέστερο νομικό πλαίσιο, στο καταργηθέν άρθρο 3γ του ν. 2190/1920, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι ευθύνεται και για ελαφριά αμέλεια⁹⁷.

Στο σημείο αυτό κρίνεται αναγκαία η εξέταση του ζητήματος της νομικής φύσης της θέσης του εκπροσώπου των ομολογιούχων σε σύγκριση με αλλοδαπές έννομες τάξεις στην πρακτική των διεθνών ομολογιακών δανείων. Στην Ελλάδα έχουν διατυπωθεί δύο θεωρίες για την νομική φύση της σχέσης του εκπροσώπου με την ομάδα των ομολογιούχων : Η *θεωρία της καταπίστευσης* (trust⁹⁸), στο πλαίσιο της οποίας ο εκπρόσωπος της ομάδας θεωρείται ως καταπιστευματούχος στον οποίο έχουν μετεβιρασθεί τα δικαιώματα των ομολογιούχων δανειστών και εκείνοι διατηρούν μόνο ενοχικά δικαιώματα κατά του καταπιστευματούχου. Και η *θεωρία της αντιπροσώπευσης*, σύμφωνα με την οποία ο εκπρόσωπος είναι αντιπρόσωπος των ομολογιούχων και λειτουργεί απευθείας γι' αυτούς. Ο Έλληνας νομοθέτης, όπως

⁹⁶ Στο ζήτημα της δικαστικής εκπροσώπησης των ομολογιούχων έχει αμφισβητηθεί πολύ η συνταγματικότητα της διάταξης, καθώς, από την σύσταση και απόκτηση των ομολογιών, οι ομολογιούχοι στερούνται της εξουσίας δικαστικής και εξώδικης προστασίας των δικαιωμάτων τους, η οποία πλέον ανήκει μόνο στον κοινό εκπρόσωπο - διορισμένο από την εκδότρια - μέχρι τη λήξη των ομολογιών. Συγκεκριμένα, στην παρ. 6 εδ. α του άρθρου 4 ορίζεται ότι, *όπου απαιτείται εγγραφή του ονόματος του ομολογιούχου, εγγράφεται η επωνυμία του εκπροσώπου*. Έτσι, μόνον ο εκπρόσωπος γνωρίζει και μπορεί να βεβαιώνει το ιδιοκτησιακό καθεστώς των επιμέρους ομολογιών και οι βεβαιώσεις αυτές είναι *erga omnes* δεσμευτικές για όλους. Επίσης, ο εκπρόσωπος είναι ο μόνος που συναλλάσσεται με τον διαχειριστή του συστήματος για να κάνει τις εγγραφές σε αυτό. Σε δικονομικό επίπεδο, δε, ο εκπρόσωπος είναι ο μόνος νομιμοποιούμενος να εγείρει αγωγές και να ασκήσει ένδικα βοηθήματα για την προστασία των δικαιωμάτων των ομολογιούχων, μέχρι την λήξη των ομολογιών. Στην περίπτωση αυτή, προκειμένου να αποφευχθεί η πλήρης αποστέρωση του δικαιώματος των ομολογιούχων για έννομη προστασία, οι ομολογιούχοι δύνανται να ασκήσουν πλαγιαστική αγωγή κατά της εκδότριας εταιρίας. Μέσα στα ίδια πλαίσια, οι ομολογιούχοι μπορούν να ασκήσουν αυτοτελή πρόσθετη παρέμβαση σε δίκη μεταξύ του κοινού εκπροσώπου και της εκδότριας. Και δεν δεσμεύονται από το δυσμενές δεδικασμένο μετά την μεταβίβαση των ομολογιών σε αυτούς από τον εκπρόσωπο: Χριστοδούλου, Δ 35, 875.

⁹⁷ Πρβλ. Βερβεσός (2005), 399.

⁹⁸ Πρβλ. Τρόβα, Trust : Μια απόπειρα συμφιλίωσης του Ηπειρωτικού με το Αγγλοσαξωνικό σύστημα Δικαίου, ΕΕΕυρΔ: 3, 1994, οπ

διαφαίνεται και από την εισηγητική έκθεση⁹⁹, ακολουθεί τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, όπου ο εκπρόσωπος δεν ασκεί δικά του δικαιώματα, αλλά ενεργεί ως εκ του νόμου αντιπρόσωπος των ομολογιούχων και τα αποτελέσματα των ενεργειών του επέρχονται στο πρόσωπο των ομολογιούχων. Άλλωστε η αξίωση από τις ομολογίες παραμένει στους ομολογιούχους και δεν εκχωρείται στον εκπρόσωπο, ο οποίος ενεργεί ως πληρεξούσιος και για λογαριασμό των ομολογιούχων. Ενώ στην εσωτερική τους σχέση, η κρατούσα άποψη θεωρεί ότι πρόκειται για σύμβαση εντολής. Η άποψη αυτή στηρίζεται τόσο στην εισηγητική έκθεση («Ο εκπρόσωπος είναι εντολοδόχος και πληρεξούσιος των ομολογιούχων»), όσο και στο γεγονός ότι η υποχρέωση αμοιβής του εκπροσώπου βαρύνει την εκδότρια εταιρία.

Στο αγγλοσαξονικό δίκαιο επικρατεί ο θεσμός του trust¹⁰⁰, σύμφωνα με τον οποίο οι ομολογίες μεταβιβάζονται σ' έναν ανεξάρτητο trustee που είναι υποχρεωμένος να τις διαχειρίζεται προς το συμφέρον των beneficiaries. Μια παραλλαγή αυτού του θεσμού είναι η διαμόρφωση κατά την οποία δεν ορίζεται καταπιστευματούχος αλλά ορισμένα από τα καθήκοντα αυτού τα αναλαμβάνει η πληρώτρια τράπεζα. Ενώ στο ελβετικό δίκαιο, ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων όταν δεν ορίζεται από τη συνέλευση των ομολογιούχων αλλά συμβατικά στους όρους του δανείου, λογίζεται ως εκπρόσωπος τόσο των ομολογιούχων, όσο και της εκδότριας τράπεζας. Τέλος, στο γαλλικό δίκαιο, ο representant de la masse des obligataires (ο εκπρόσωπος της ομάδας των δανειστών), είτε εκλέγεται από την ομάδα των ομολογιούχων δανειστών είτε ορίζεται στη σύμβαση ανάληψης των ομολογιών, έχει κάποιες εξουσίες και κάποια προνόμια του καταπιστευματούχου. Παρά τις διαφορετικές μορφές εμφάνισης του εκπροσώπου των ομολογιούχων στις διάφορες έννομες τάξεις, αποτελεί κοινό στοιχείο η υποχρέωση προάσπισης των κοινών συμφερόντων των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας εταιρίας και των λοιπών πιστωτών της¹⁰¹.

⁹⁹ Ο εκπρόσωπος είναι εντολοδόχος και πληρεξούσιος των ομολογιούχων.

¹⁰⁰ Πρβλ. Τρόβα, ΕΕΕυρΔ: 3, 1994 οπ και Δεληγιάννη-Δημητρακάτου, Trust και καταπίστευση, Συγκριτική Θεώρηση, 2002. Όπου αναφέρεται ότι, ως Trust ορίζεται η υποχρέωση που επιβάλλεται από τον ιδρυτή του σε ένα πρόσωπο, τον trustee, να διαχειρίζεται αγαθά τα οποία βρίσκονται στην εξουσία του, προς όφελος τρίτων, οι οποίοι είναι οι δικαιούχοι και οι οποίοι έχουν το δικαίωμα να απαιτήσουν την εκτέλεση αυτής της υποχρέωσης του trustee. Συνεπώς ο trustee, αν και κύριος του κεφαλαίου ή της περιουσίας του Trust, η οποία συνιστά ξεχωριστό σύνολο από την δική του περιουσία, οφείλει να διοικεί τα στοιχεία αυτά προς όφελος κάποιου τρίτου δικαιούχου και όχι κατά τη βούλησή του. Μάλιστα, η πράξη μεταβίβασης των αγαθών αυτών γίνεται στο όνομα του trustee ή τρίτου για λογαριασμό του trustee. Επειδή όμως αποκτά επί των περιουσιακών στοιχείων του Trust πλήρες νόμιμο δικαίωμα, το οποίο έχει προς χάρη τρίτου, αν έπρεπε να καταταγεί σε μια εννοιολογική νομική κατηγορία ο θεσμός του Trust, αυτή θα ήταν τα εμπράγματα δικαιώματα, δεδομένης της εμπράγματης φύσης του δικαιώματος του δικαιούχου. Τέλος, το Trust μπορεί να συναφθεί εν ζωή ή απία θανάτου.

Από τα ανωτέρω καθίστανται εμφανείς οι διαφορές μεταξύ του ελληνικού θεσμού του καταπιστεύματος και του θεσμού του Trust, παρόλο που υπάρχουν και αρκετά κοινά σημεία.

¹⁰¹ Πρβλ. Βερβεσός (2005), 394 με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές σε ξενόγλωσσα συγγράμματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄
ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

1. Γενικοί Όροι Συναλλαγών

Ένα σημαντικό ζήτημα που μπορεί να προκύψει κατά τη λειτουργία της σύμβασης του ομολογιακού δανείου είναι η εφαρμογή ή μη του δικαίου προστασίας του καταναλωτή στην ερμηνεία και τον δικαστικό έλεγχο των όρων του δανείου, ζήτημα που σχετίζεται και με την προστασία των εγγυητών του δανείου στην περίπτωση παροχής προσωπικών εγγυήσεων για την εξασφάλιση των απαιτήσεων από το δάνειο. Προκειμένου να τύχουν εφαρμογής οι διατάξεις του ν. 2251/1994, όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3587/2007¹⁰² θα πρέπει να συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις. Με δεδομένο ότι πρόκειται για καταναλωτική ή εμπορική σύμβαση, είναι αναγκαίο τα μέρη να μπορούν να υπαχθούν στην έννοια του «καταναλωτή» και του «προμηθευτή» αντίστοιχα, όπως ορίζονται στο ως άνω νομοθέτημα, αφενός και αφετέρου οι όροι της σύμβασης δανείου να εμπίπτουν στην έννοια των γενικών όρων συναλλαγών.

Το ελληνικό δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, το μεγαλύτερο μέρος του οποίου είναι βασισμένο σε κοινοτικής προέλευσης ρυθμίσεις περιέχεται στο ν. 2251/1994, όπου στο άρθρο 1 παρ. 4 εδ α΄ οριοθετεί την έννοια του «καταναλωτή» ως «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο για το οποίο προορίζονται τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται στην αγορά ή το οποίο κάνει χρήση τέτοιων προϊόντων ή υπηρεσιών, εφόσον αποτελεί τον τελικό αποδέκτη τους», ώστε, σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του νόμου, να είναι εφικτή η εφαρμογή του όπου υπάρχει αντίστοιχη ρυθμιστική ανάγκη¹⁰³. Το άρθρο αυτό όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3587/2007, προσέθεσε στο προστατευτικό πεδίο εφαρμογής του τις ενώσεις χωρίς νομική προσωπικότητα και κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που εγγυάται υπέρ καταναλωτή, εφόσον δεν ενεργεί στο πλαίσιο της επαγγελματικής ή επιχειρηματικής του δραστηριότητας. Από την άλλη, «προμηθευτής» είναι κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που, κατά την άσκηση της επαγγελματικής ή επιχειρηματικής του δραστηριότητας, προμηθεύει προϊόντα ή παρέχει υπηρεσίες στον καταναλωτή.

¹⁰² ΦΕΚ Α΄152/10.7.2002.

¹⁰³ Ο κοινοτικός νομοθέτης στην Οδηγία 93/13/ΕΟΚ, και ειδικότερα στο άρθρο 2 περ. β΄, προσδιορίζει την έννοια του καταναλωτή ως «κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο, κατά τις συμβάσεις που καλύπτει η παρούσα Οδηγία ενεργεί για σκοπούς, οι οποίοι είναι άσχετοι με τις επαγγελματικές του δραστηριότητες».

Ως «γενικοί όροι συναλλαγών» ορίζονται οι όροι που έχουν διατυπωθεί εκ των προτέρων για απροσδιόριστο αριθμό¹⁰⁴ μελλοντικών συμβάσεων, τους οποίους κατά την κατάρτιση της σύμβασης ο καταναλωτής αγνοούσε ανυπαίτια και ο προμηθευτής είτε δεν του υπέδειξε την ύπαρξή τους, είτε του στέρησε την δυνατότητα να λάβει πραγματική γνώση. Ο έλεγχος του περιεχομένου ενός γενικού όρου συναλλαγής γίνεται είτε μέσω του ενδεικτικού καταλόγου της παραγράφου 7 του άρθρου 2, είτε βάσει της γενικής ρήτρας που τίθεται στην παρ. 6 του ίδιου άρθρου¹⁰⁵ του ν. 2251/1994, όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3587/2007. Οι γενικοί όροι που εμπίπτουν στον ενδεικτικό κατάλογο είναι *per se* καταχρηστικοί και άκυροι, ενώ με την διάταξη της παραγράφου 6 γίνεται προσφυγή σε υποκειμενικά στοιχεία για την κατάφαση του καταχρηστικού χαρακτήρα του όρου. Παράλληλα, για την ερμηνεία των ΓΟΣ εφαρμόζονται και άλλες αρχές, όπως η αρχή της διαφάνειας¹⁰⁶, σύμφωνα με την οποία το περιεχόμενο των όρων της σύμβασης πρέπει να είναι πλήρες, ορισμένο, ακριβές και κατανοητό στον αντισυμβαλλόμενο καταναλωτή.

Όσον αφορά στους όρους του ομολογιακού δανείου, έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του δικαίου της προστασίας του καταναλωτή, καθώς δεν αποτελούν αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης των μερών αλλά επιβάλλονται μονομερώς από την εκδότρια εταιρία¹⁰⁷ χωρίς δυνατότητα επιρροής των ομολογιούχων δανειστών στη διαμόρφωσή τους. Οι ομολογιούχοι δηλαδή θα πρέπει να δεχτούν τους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου ή να αρνηθούν την σύναψη της σύμβασης (*take it or leave it*)¹⁰⁸. Σύμφωνα με την άποψη αυτή οι μόνες περιπτώσεις να εξαιρεθούν οι όροι του ομολογιακού από το πεδίο εφαρμογής του ν. 2251/1994 είναι αφενός αν οι όροι του δανείου αποτέλεσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης (άρθρο 2 παρ. 4), και αφετέρου αν οι

¹⁰⁴ Η φράση για απροσδιόριστο αριθμό έχει παραληφθεί στον νέο νόμο με το σκεπτικό ότι ένας όρος μπορεί να εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής των διατάξεων περί ΓΟΣ ακόμη και στην περίπτωση όπου κάποια προδιατυπωμένη ρήτρα προορίζεται για χρήση έστω για μια και μοναδική φορά. Με εμφανή επίδραση από το γερμανικό δίκαιο (άρθρο 310 παρ. 3 αρ. 2 γερμ. ΑΚ) και από το άρθρο 3 παρ. 1 και 2 της Οδηγίας 93/13 ΕΚ. Πρβλ. Χριστοπούλου-Καραφλού, Η επίδραση του δικαίου της προστασίας των καταναλωτών στο άρθρο 332 παρ. 2 εδ. β' περ. α' ΑΚ, ΧρΙΔ 2006, 762, σημ. 25.

¹⁰⁵ *Γενικοί όροι των συναλλαγών που έχουν ως αποτέλεσμα την υπέρμετρη διατάραξη της ισορροπίας των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων των συμβαλλομένων σε βάρος του καταναλωτή απαγορεύονται και είναι άκυροι. Ο καταχρηστικός χαρακτήρας γενικού όρου ενσωματωμένου σε σύμβαση κρίνεται αφού ληφθούν υπόψη, η φύση των αγαθών και υπηρεσιών που αφορά η σύμβαση, το σύνολο των ειδικών συνθηκών κατά την σύναψή της και όλες οι υπόλοιπες ρήτρες της σύμβασης ή άλλης σύμβασης από την οποία εξαρτάται αυτή.*

¹⁰⁶ Πρβλ. Μεντής, Γενικοί όροι συναλλαγών σε καταναλωτικές και εμπορικές συμβάσεις, (2000), 37 επ

¹⁰⁷ Πρβλ. Βερβεσός, (2005), 346 επ, όπου όμως στη σημ. 227 εκφράζεται και επιφύλαξη αναφορικά με την μονομερή επιβολή των όρων του ομολογιακού στην περίπτωση που αντισυμβαλλόμενος της εκδότριας εταιρίας είναι τράπεζα ή θεσμικοί επενδυτές με γνώση του αντικείμενου της σύμβασης και διαπραγματευτική ισχύ.

¹⁰⁸ Η άποψη αυτή επικρατεί και στο αγγλοσαξονικό δίκαιο: Wood, International loans, Bonds and securities Regulation (1995), 11επ ".....*The trust deed is imposed on a take it or leave it basis on the bondholders who have no opportunity to participate in its preparation*".

επενδυτές δεν εμπíπτουν στην έννοια του «καταναλωτή»¹⁰⁹. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να επισημανθεί ότι δεν υπόκεινται σε δικαστικό έλεγχο οι όροι του ομολογιακού δανείου που αντίκεινται σε διατάξεις αναγκαστικού δικαίου, οι οποίοι είναι ούτως ή άλλως άκυροι. Ωστόσο με μια πιο σφαιρική και συνάμα σε βάθος ανάλυση του ζητήματος είναι δυνατό να αποδειχθεί ακριβώς το αντίθετο.

Αρχικά θα πρέπει να γίνει διάκριση ανάμεσα στα ομολογιακά δάνεια που συνάπτονται με ιδιωτική τοποθέτηση (private placement) και σε εκείνα που οι ομολογίες είναι αντικείμενο δημόσιας προσφοράς. Στα δάνεια με ιδιωτική τοποθέτηση, ακόμη και αν οι σύμβαση του δανείου είναι σύμβαση προσχώρησης (take it or leave it) για τους ομολογιούχους δανειστές, οι τελευταίοι δεν χρήζουν προστασίας από το δίκαιο προστασίας του καταναλωτή διότι, αφενός αναλαμβάνουν εν γνώσει τους κάποιο οικονομικό ρίσκο αναμένοντας το ανάλογο ή και μεγαλύτερο όφελος από την τοποθέτησή τους και αφετέρου, στις περισσότερες περιπτώσεις πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές, για τους οποίους δεν θεμελιώνεται το στοιχείο της άγνοιας και δεν εμπíπτουν στην έννοια του καταναλωτή. Αλλά και από την πλευρά της εκδότριας εταιρίας, ο νόμος προϋποθέτει την ενεργοποίηση του μηχανισμού της πριν από την έκδοση του δανείου με την λήψη αποφάσεως από την γ.σ ή το δ.σ αντίστοιχα, γεγονός που καθιστά δυσχερή την υπαγωγή της εταιρίας στις προστατευτικές διατάξεις του ν. 3587/2007, ως ασθενέστερο μέρος. Με άλλα λόγια, η εταιρία που εκδίδει ένα δάνειο για εμπορικούς σκοπούς δεν δύναται να υπαχθεί στην ίδια θέση με τον αδαή καταναλωτή που υπογράφει μια σύμβαση έκδοσης πιστωτικής κάρτας ή που αγοράζει κάποιο καταναλωτικό προϊόν με σύμβαση εξ' αποστάσεως. Παράλληλα, η πρόσθετη προϋπόθεση που θέτει ο νόμος 2251/1994, σύμφωνα με την οποία οι προδιατυπωμένοι όροι θα πρέπει να αναφέρονται σε απεριόριστο αριθμό μελλοντικών συμβάσεων¹¹⁰ στοχεύει στην προστασίας της αγοράς και δεν συνιστά κριτήριο για τον χαρακτηρισμό ή μη ενός όρου ως ΓΟΣ, όπως πολλοί πιστεύουν.

Στα ομολογιακά δάνεια με δημόσια εγγραφή η έλλειψη αναγκαιότητας εφαρμογής των προστατευτικών διατάξεων του ν. 3587/2007 απορρέει αφενός από τις αυξημένες ευθύνες του αναδόχου σε επίπεδο ενημέρωσης των ομολογιούχων σε συνδυασμό με τις ιδιαίτερα αυστηρές προϋποθέσεις που θέτει ο νόμος 3606/2007^{111,112} και αφετέρου από τον έλεγχο που ασκεί η Επιτροπή

¹⁰⁹ Βέβαια, στην άποψη αυτή θα μπορούσαμε να αντιτάξουμε την περίπτωση κατά την οποία αντισυμβαλλόμενη της εκδότριας εταιρίας είναι μια τράπεζα ή κονσόρτιουμ τραπεζών, οπότε το πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου διαμορφώνεται αποκλειστικά από την τράπεζα και η εκδότρια απλά προσχωρεί στην σύμβαση χωρίς να μπορεί να την τροποποιήσει.

¹¹⁰ Η φράση για απροσδιόριστο αριθμό έχει παραληφθεί στον νέο νόμο.

¹¹¹ Σε πολλές περιπτώσεις αυστηρότερες και από τις προϋποθέσεις του ν. 2251/1994.

Κεφαλαιογοράς. Πέρα λοιπόν, από την διαδικασία έκδοσης του ομολογιακού δανείου αυτή καθαυτή, στα ως άνω ομολογιακά δάνεια προβλέπεται διπλός έλεγχος των όρων του δανείου και λεπτομερής ενημέρωση των πελατών-ομολογιούχων, ανά κατηγορία, μέσω του ενημερωτικού δελτίου στο οποίο ασκεί έλεγχο νομιμότητας και η Επιτροπή κεφαλαιογοράς. Έτσι η προστασία παρέχεται από ειδικότερες διατάξεις και εξειδικευμένο νομικό πλαίσιο, πράγμα που καθιστά περιττές και άνευ πεδίου εφαρμογής τις διατάξεις του ν. 2251/1994, όπως τροποποιήθηκαν από τον ν. 3587/2007.

Σε κάθε περίπτωση βέβαια, η προστασία είναι δυνατή μέσα από τις γενικές διατάξεις του ενοχικού δικαίου, καθώς πρόκειται για αμφοτεροβαρή σύμβαση και συγκεκριμένα από την διάταξη του άρθρου 332 παρ. 2 εδ. β περ. α' ΑΚ, όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3043/2002. Η διάταξη αναφέρει ότι είναι άκυρη κάθε εκ των προτέρων συμφωνία απαλλαγής της ευθύνης του οφειλέτη (απαλλακτική ρήτρα) σε όρο σύμβασης η οποία δεν αποτέλεσε αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης των μερών¹¹³. Πρόκειται για επανάληψη, διεύρυνση και ένταξη στον αστικό κώδικα της παρεμφερούς απαγόρευσης απαλλακτικής ρήτρας με ΓΟΣ του άρθρου. 2 παρ.7 ιζ του ν. 2251/1994, η οποία μάλιστα είναι ειδικότερη διάταξη¹¹⁴. Μοναδική προϋπόθεση της εφαρμογής του άρθρου 332 ΑΚ είναι η έλλειψη ατομικής διαπραγμάτευσης του όρου ή των όρων της σύμβασης όπου περιλαμβάνονται απαλλακτικές ρήτρες. Το κριτήριο αυτό, όντας ιδιαίτερα αόριστο και ανασφαλές δημιουργεί ερμηνευτικά και αποδεικτικά ζητήματα, καθώς δεν ορίζεται υπό ποιες προϋποθέσεις θα ήταν δυνατόν αν συναχθεί έστω και ενδεικτικά ότι ο όρος που περιέχει τη συγκεκριμένη ρήτρα έχει αποτελέσει ή δεν έχει αποτελέσει προϊόν διαπραγμάτευση.

Κατ' αρχάς, στην πράξη τα μέρη δεν συντάσσουν ποτέ από κοινού το κείμενο της σύμβασης αλλά το ένα μέρος αναλαμβάνει, με κοινή θέληση και των δύο, να διατυπώσει ένα προσχέδιο σύμβασης. Το κείμενο αυτό αποτελεί τη βάση για την διαπραγμάτευση. Το γεγονός ότι κάποιοι όροι του προσχεδίου θα τροποποιηθούν και κάποιοι άλλοι θα παραμείνουν άθικτοι δεν σημαίνει ότι δεν αποτέλεσαν προϊόν διαπραγμάτευσης, έστω και σιωπηρής, ακόμη και για τους όρους που δεν τροποποιήθηκαν. Άλλωστε ακόμη και σε συμβάσεις όπου το ένα μέρος επιδεικνύει στο άλλο την σύμβαση με την εκ των προτέρων επισήμανση των όρων που είναι αδιαπραγμάτευτοι, το άλλο μέρος είναι δυνατό να επιχειρήσει να συζητήσει και αυτούς τους (αδιαπραγμάτευτους) όρους χωρίς κανένα αποτέλεσμα. Μία ακόμη

¹¹² Νέος νόμος που αφορά στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, γνωστός και ως MiFID.

¹¹³ Πρβλ. *Καράκωστας*, Ερμηνεία - Νομολογία ΑΚ (2006) 184 επ, *Βαρθακοκόλη*, Ερμηνεία - Νομολογία ΑΚ, 189 επ.

¹¹⁴ Πρβλ. *Παπανικολάου/Χριστοδούλου*, Νέο Δίκαιο της ευθύνης του πωλητή, (2003), 610 επ.

περίπτωση όπου τα «όρια» είναι αρκετά δυσδιάκριτα είναι εκείνη κατά την οποία έλαβε χώρα διαπραγμάτευση των όρων της σύμβασης και τροποποιήθηκαν κάποιοι, πλην όμως τα μέρη συμφώνησαν να παραμείνει η συγκεκριμένη ρήτρα με κάποιο άλλο αντάλλαγμα¹¹⁵.

Τα όποια ερμηνευτικά προβλήματα επιτείνονται από τις αποδεικτικές δυσχέρειες της μη συνδρομής του αρνητικού γεγονότος της έλλειψης ατομικής διαπραγμάτευσης. Δυσχέρειες τις οποίες, σύμφωνα με το άρθρο 332 ΑΚ αντιμετωπίζει ο οφειλέτης. Αντίθετα, ο ν. 2251/1994, όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3587/2007, σε μια προσπάθεια προστασίας του καταναλωτή, εισήγαγε την αντιστροφή του βάρους απόδειξης. Στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή ο προμηθευτής φέρει το βάρος απόδειξης της ύπαρξης προγενέστερης ατομικής διαπραγμάτευσης των όρων της σύμβασης. Το ερμηνευτικό πρόβλημα της έλλειψης διαπραγμάτευσης καλείται να επιλύσει ο εφαρμοστής του δικαίου, εν τοις πράγμασι, στα δικαστήρια τα οποία και θα διαμορφώσουν τα κριτήρια εφαρμογής της διάταξης. Ωστόσο, υπάρχουν και διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις στο ζήτημα με σαφή επιρροή και από την γερμανική θεωρία.

Έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι η έλλειψη διαπραγμάτευσης σχετίζεται με την αντικειμενική υπεροχή του ενός συμβαλλόμενου πάνω στο άλλο μέρος. Στην ερμηνεία αυτή συνδράμει η βούληση του ιστορικού νομοθέτη, η οποία αποτυπώνεται στην εισηγητική έκθεση του ν. 3043/2002 και συνάγεται από την αντίστοιχη διάταξη του άρθρου 2 του ν. 2251/1994, όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3587/2007. Σκοπός του νομοθέτη είναι η προστασία του ασθενέστερου μέρους της αμφοτεροβαρούς συμβάσεως, του μέρους δηλαδή, στο οποίο «επιβλήθηκε» ο όρος που περιέχει ρήτρα απαλλαγής της ευθύνης από τον «ισχυρότερο» αντισυμβαλλόμενο του. Το κριτήριο αυτό καθαυτό όμως δεν είναι αρκετό για την απόδειξη της «έλλειψης διαπραγμάτευσης» καθώς ο ερμηνευτής καλείται από την *in abstracto* μορφολογία της διαπραγμάτευσης να «μαντέψει» τον προϋφιστάμενο συσχετισμό (κοινωνικοοικονομικό) των μερών. Ως επίσης δεν είναι πάντοτε δυνατό να αποδειχθεί ακόμη και η έννοια του «ασθενέστερου» μέρους. Συγκεκριμένα, στην σύμβαση του ομολογιακού δανείου, το ισχυρότερο μέρος μπορεί να είναι μια εκδότρια εταιρία με τζίρο πολλών εκατομμυρίων ευρώ όπου αντισυμβαλλόμενοί της είναι ομολογιούχοι δανειστές, χωρίς γνώση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, η οποία δύναται να επιβάλλει τους όρους της.

Η ίδια εταιρία όμως δεν είναι το ισχυρότερο μέρος όταν αντισυμβαλλόμενός της είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα ή ένα κονσόρτιουμ ελληνικών και ξένων με

¹¹⁵ Πρβλ. Χριστοπούλου-Καραφλού, ΧρΙΔ 2006, 762.

αξιόλογους νομομαθείς. Ωστόσο, ακόμη και σ' αυτή την περίπτωση είναι δυνατό η σύμβαση του δανείου να αποτελέσει αντικείμενο διαπραγμάτευσης και έτσι να μην συντρέχουν οι προϋποθέσεις για ακυρότητα των απαλλακτικών ρητρών. Άλλωστε, υπεροχή του ενός μέρους έναντι του άλλου μπορεί να συνιστά ακόμη και το γνωστικό πλεονέκτημα του έχοντος την πρωτοβουλία των διαπραγματεύσεων. Ο έχων την πρωτοβουλία διαπραγμάτευσης θεωρείται, κατά άλλη άποψη, ως ο διαπραγματευτικά ισχυρότερος που προτείνει το κείμενο της σύμβασης και το άλλο μέρος δεν δύναται να αρνηθεί¹¹⁶. Ωστόσο και στις δύο περιπτώσεις, δεν είναι δυνατόν να αποδειχθεί η έλλειψη διαπραγμάτευσης χωρίς την προσφυγή σε πρόσθετα αντικειμενικά κριτήρια συνδεδεμένα με την αντικειμενική υπεροχή του ενός μέρους πάνω στο άλλο.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η άποψη που υποστηρίζει ότι, υπολαμβάνεται ως «χρήστης» ΓΟΣ το μέρος εκείνο που ωφελείται δυσανάλογα από το περιεχόμενο της σύμβασης¹¹⁷. Άποψη που ουσιαστικά συνδέει την έλλειψη διαπραγμάτευσης και το αποτέλεσμά της με το περιεχόμενο της σύμβασης. Με άλλα λόγια, εφόσον κατά τη συνήθη συναλλακτική πρακτική η συνομολόγηση μιας απαλλακτικής ρήτρας είναι παράδοση, σε συνδυασμό με τη μη απόδειξη οποιασδήποτε ειδικής αναφοράς των μερών σ' αυτή στο στάδιο των διαπραγματεύσεων, είναι δυνατόν να θεμελιωθεί η ακυρότητα της ρήτρας. Σε κάθε περίπτωση, προκειμένου να αχθούμε σε ασφαλή ερμηνευτική επιλογή είναι αναγκαία η σωρευτική αναζήτηση των κριτηρίων που αναφέρθηκαν ανωτέρω και ο συνδυασμός τους με άλλα αντικειμενικά κριτήρια αλλά και με τα πραγματικά περιστατικά¹¹⁸ της κάθε περίπτωσης. Ενώ στο επίπεδο της ευθύνης δεν πρέπει να αγνοηθούν τα όρια της καλής πίστης και των χρηστών ηθών που τίθενται από τις γενικές αρχές του αστικού δικαίου (άρθρα 178, 179, 200, 281 και 288 ΑΚ). Οι γενικές αυτές ρήτρες, άλλωστε, ισχύουν και στο γερμανικό δίκαιο (π.χ το άρθρο 138 γερμΑΚ για ακυρότητα όρου δικαιπραξιών που αντίκεινται στα χρηστά ήθη), όπου ισχύουν και άλλες ειδικότερες διατάξεις, κυρίως όσον αφορά τους ΓΟΣ, όπως το άρθρο 307 γερμΑΚ παρ. 1 εδ. 1, που θέτει ως κριτήριο για την ακυρότητα των ΓΟΣ την αντίθεση στην καλή πίστη και την δυσανάλογη βλάβη του αντισυμβαλλόμενου του χρήστη¹¹⁹. Δυσανάλογη είναι η βλάβη όταν ο χρήστης με την μονομερή διαμόρφωση του συμβατικού όρου επιδιώκει καταχρηστικώς να επιβάλει τα δικά του συμφέροντα σε βάρος του αντισυμβαλλόμενου του, χωρίς να λάβει

¹¹⁶ Πρβλ. Παπανικολάου/Χριστοδούλου, (2003), 616, με περαιτέρω παραπομπές στην γερμανική βιβλιογραφία.

¹¹⁷ Πρβλ. Παπανικολάου/Χριστοδούλου, (2003), σπ.

¹¹⁸ Και ο κοσ Παπανικολάου υποστηρίζει ότι η «έλλειψη διαπραγμάτευσης» θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως έννοια κινητής κλίμακας.

¹¹⁹ Πρβλ. Χριστοπούλου-Καραφλού, ΧρΙΔ 2006, 764.

υπόψη του τα συμφέροντα του τελευταίου και να του επιτρέψει ανάλογο αντιστάθμισμα¹²⁰.

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι τα άρθρα 281 και 332 ΑΚ. και άρθρο 2 ν. 2251/1994 όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 3587/2007, αποτελούν ένα σύνολο κανόνων προστασίας του διαπραγματευτικά κατώτερου, όπου η διαπραγματευτική κατωτερότητα, που είναι ισότιμη με έλλειψη διαπραγμάτευσης, συντρέχει στις εξής δύο περιπτώσεις: α) όταν τίθενται προδιατυπωμένοι όροι σε καταναλωτικές συμβάσεις και β) όλες τις άλλες περιπτώσεις ρητών που φανερώνουν ασυνήθιστη ανισότητα μεταξύ των μερών αναφορικά με τη φυσιογνωμία της διαπραγμάτευσης και με τις σχέσεις των μερών μεταξύ τους. Εφόσον η σύμβαση ομολογιακού δανείου δεν συνιστά καταναλωτική σύμβαση, εφόσον κανένα από τα μέρη δεν είναι δυνατό να υπαχθεί στην έννοια του «ασθενέστερου» ή «διαπραγματευτικά κατώτερου», υπό τις προϋποθέσεις που αναλύθηκαν ανωτέρω και εφόσον το ισχύον νομικό πλαίσιο καλύπτει τα απαιτούμενα όρια προστασίας των μερών και προβλέπει τις απαραίτητες διαδικασίες, οι διατάξεις του νόμου προστασίας των καταναλωτών δεν τυγχάνουν εφαρμογής στην προκείμενη περίπτωση. Χωρίς βέβαια να αποκλείεται το ενδεχόμενο το επίπεδο της συναλλακτικής πρακτικής να οδηγήσει κάποια στιγμή στο σημείο όπου θα υπεισέλθει το ζήτημα εφαρμογής των διατάξεων του ν. 3587/2007. Πάντως στην ελληνική πρακτική προς αποφυγή ερμηνευτικών προβλημάτων, διατυπώνεται ρητά στην σύμβαση ότι όλοι οι όροι της αποτέλεσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης.

2. Εμπράγματη εξασφάλιση – Εγγυήσεις

Η εμπράγματη εξασφάλιση στο ομολογιακό δάνειο ρυθμίζεται στο άρθρο 12 του ν. 3156/2003 και συμπληρώνεται από τα άρθρα 3 και 4 του ίδιου νόμου που αφορούν στην υποχρεωτική οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα και στον ορισμό εκπροσώπου τους όταν το δάνειο εξασφαλίζεται με εμπράγματη ασφάλεια. Πριν από το ν. 3156/2003, η ελληνική νομοθεσία προέβλεπε δύο μορφές εμπραγμάτως ασφαλισμένων ομολογιών: τις *κτηματικές ομολογίες* του ν. 3221/1924 και τις *ενυπόθηκες ομολογίες* του άρθρου 3γ του ν. 2190/1920¹²¹, χωρίς να αποκλείεται και η σύσταση εμπράγματης ή προσωπικής ασφάλειας υπέρ συγκεκριμένων ομολογιούχων σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις του αστικού κώδικα. Η εμπράγματη

¹²⁰ Από απόφαση του Ανώτατου γερμανικού Ακυρωτικού.

¹²¹ «Επιτρέπεται σε ανώνυμες εταιρίες η έκδοση ομολογιακού δανείου ασφαλισμένου, στο σύνολό του με υποθήκη ενός ή περισσότερων ακινήτων της οφειλέτιδας εταιρίας ή κάποιου τρίτου». Όπου, στη συνέχεια αναφέρονται οι προϋποθέσεις έκδοσης του δανείου, μια εκ των οποίων και η απαιτούμενη άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Προκειμένου να αποφασίσει η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη της κυρίως, την επάρκεια της παρεχόμενης ασφάλειας. ΑΠ 230/1997(www.lawdb.intrasoftnet.gr).

εξασφάλιση ρυθμίζεται σε όλα τα δίκαια των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Από συγκριτική μελέτη των διατάξεων διαφαίνεται ότι τα αλλοδαπά δίκαια κατατάσσονται σε τρεις οικογένειες: α) Την οικογένεια δικαίων όπου η εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου επιτυγχάνεται μέσω του εμπιστεύματος (trust), με αντιπροσωπευτικό το αγγλικό δίκαιο, β) την οικογένεια δικαίων όπου η εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου επιτυγχάνεται μέσω της οργάνωσης των ομολογιούχων σε ομάδα, με αντιπροσωπευτικό το γαλλικό δίκαιο γ) και τέλος το γερμανικό δίκαιο, που βρίσκεται μεταξύ των δύο άλλων συστημάτων, σύμφωνα με το οποίο η εμπράγματη εξασφάλιση του δανείου επιτυγχάνεται μέσω ενός καταπιστευματικού μορφώματος¹²².

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το αγγλικό δίκαιο, η εκδότρια εταιρία παραχωρεί εμπράγματη ασφάλεια υπέρ των ομολογιούχων δανειστών σε περιουσιακά της στοιχεία, κινητά ή ακίνητα. Ουσιαστικά η εκδότρια ιδρύει ένα είδος εξασφαλιστικού εμπιστεύματος (όπως θα μπορούσε να μεταφραστεί η έννοια του trust) στα κινητά και ακίνητα που παρέχει για την εξασφάλιση των απαιτήσεων που απορρέουν από τις ομολογίες. Ο εμπιστευματοδόχος (trustee), στον οποίο μεταβιβάζεται το εμπίστευμα, αναλαμβάνει την υποχρέωση να τηρεί και να διοικεί το εμπίστευμα επ' ονόματί του προς όφελος όμως και για λογαριασμό των ομολογιούχων και κατά τον λόγο της συμμετοχής τους στο ομολογιακό δάνειο. Ο εμπιστευματοδόχος (trustee) οφείλει να συγκαλεί την συνέλευση των ομολογιούχων στις περιπτώσεις που προβλέπεται από τους όρους του δανείου και να λαμβάνει κάθε αναγκαίο μέτρο για λογαριασμό των ομολογιούχων με βάση τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων. Καθήκοντα εμπιστευματοδόχου εκτελούν κυρίως θυγατρικές τραπεζών που έχουν συσταθεί γι' αυτό το σκοπό.

Στη Γερμανία, οι απαιτήσεις από χρεωστικούς τίτλους μπορούν να ασφαλιστούν με εμπράγματο δικαίωμα σε ακίνητο ή ενέχυρο σε κυριότητα κινητών πραγμάτων ή κυριότητα σε δικαιώματα. Λόγω της αρχής του παρεπόμενου χαρακτήρα που διέπει τις εμπράγματες ασφάλειες στο γερμανικό δίκαιο η μεταβίβαση του τίτλου συνεπάγεται και τη συμμεταβίβαση της εμπράγματης ασφάλειας. Η παροχή εμπράγματης ασφάλειας υπέρ του εκάστοτε κομιστή της ομολογίας διασφαλίζεται μέσω εμπιστεύματος που ιδρύεται με σύμβαση μεταξύ της εκδότριας εταιρίας, του εμπιστευματούχου και των τραπεζών που αναλαμβάνουν συνήθως τη διάθεση των ομολογιών στο επενδυτικό κοινό. Ο εμπιστευματοδόχος ασκεί, μέσα στα πλαίσια του διαχειριστικού εμπιστεύματος, τα δικαιώματα που απορρέουν από την εμπράγματη ασφάλεια όπως, διοικητικές εξουσίες και λήψη κάθε

¹²² Πρβλ. Λέκκας, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, (2005), 28 επ, με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές.

μέτρου που είναι απαραίτητο για την προστασία των συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών. Όπου για την τήρηση των διατυπώσεων απαιτείται η εγγραφή του ονόματος του ομολογιούχου δανειστή σε κάποιο δημόσιο βιβλίο, η εγγραφή γίνεται στο όνομα του εμπιστευματοδόχου ως αντιπροσώπου των εκάστοτε κομιστών των ομολογιών. Οι όροι του εμπιστεύματος αναγράφονται στους τίτλους των ομολογιών και δεσμεύουν τους εκάστοτε κομιστές τους. Ωστόσο και στη Γερμανία έχει απασχολήσει τη θεωρία και τη νομολογία το ζήτημα, εάν και σε ποιο βαθμό υπάρχει η δυνατότητα ελέγχου των όρων του ομολογιακού δανείου ως ΓΟΣ, λόγω του ό,τι οι όροι του εμπιστεύματος και του ομολογιακού δανείου δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης από τους επενδυτές, οι οποίοι είναι υποχρεωμένοι να τους δεχτούν ως έχουν.

Τέλος, στο γαλλικό δίκαιο, οι ομολογιούχοι δανειστές συγκροτούνται αυτοδικαίως σε ομάδα, η οποία έχει νομική προσωπικότητα¹²³, για την προάσπιση των κοινών τους συμφερόντων και εξασφαλίζονται ως ομάδα. Για την εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου παραχωρείται στην ομάδα κάθε είδους εμπράγματη ασφάλεια. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων, που μπορεί να είναι φυσικό ή νομικό πρόσωπο, ασκεί όλες τις αξιώσεις της ομάδας από την εμπράγματη ασφάλεια, εκπροσωπεί την ομάδα εξώδικα και δικαστικά και πράττει κάθε άλλη ενέργεια απαραίτητη για την προστασία των συμφερόντων της ομάδας. Η ασφάλεια μπορεί να παραχωρηθεί είτε πριν από την έκδοση του δανείου είτε μεταγενέστερα, με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων της εκδότριας εταιρίας ή άλλου αρμοδίου εταιρικού οργάνου. Στο γαλλικό δίκαιο, όπως και στο ελληνικό, η ασφάλεια μπορεί να δοθεί είτε πριν από την έκδοση του δανείου, είτε μετά. Όταν δίδεται πριν από την έκδοση του δανείου, η εκδότρια εταιρία διεκπεραιώνει όλες τις διατυπώσεις που απαιτούνται για τη σύσταση της εμπράγματης ασφάλειας και οι ομολογιούχοι την αποδέχονται με την απόκτηση της ομολογίας, ενώ όταν δίδεται σε μεταγενέστερο στάδιο η αποδοχή γίνεται εγγράφως από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων για λογαριασμό της ομάδας¹²⁴.

Στο ελληνικό δίκαιο συναντώνται στοιχεία τόσο από το γαλλικό δίκαιο, όπως ο θεσμός της ομάδας των ομολογιούχων και του εκπροσώπου αυτών, όσο και από το γερμανικό δίκαιο, όπως η νομική φύση του θεσμού του εκπροσώπου των ομολογιούχων και το ζήτημα του ελέγχου των όρων του δανείου ως ΓΟΣ (στην Ελλάδα ο έλεγχος ασκείται βάσει του άρθρου 332 ΑΚ), για τα οποία έχει γίνει λόγος ανωτέρω. Σύμφωνα με το άρθρο 12 παρ. 1 του ν. 3156/2003 οι απαιτήσεις από ομολογιακό δάνειο μπορούν να διασφαλίζονται με κάθε είδους εμπράγματη ασφάλεια

¹²³ Σε αντίθεση με το ελληνικό δίκαιο, όπου η ομάδα δεν έχει νομική προσωπικότητα.

¹²⁴ Πρβλ. Λέκκας, (2005), 30, με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές.

αντίθετα με ό,τι όριζε το καταργηθέν άρθρο 3γ του κν. 2190/1920, το οποίο προέβλεπε τη δυνατότητα εξασφάλισης του ομολογιακού δανείου μόνο με υποθήκη. Με την εισαγωγή του νέου νόμου, οι απαιτήσεις από τα ομολογιακά δάνεια μπορούν να ασφαλίζονται με τις εμπράγματες ασφάλειες που ορίζει ο Αστικός Κώδικας ήτοι, με ενέχυρο (άρθρο 1209 ΑΚ.), σε πράγμα, δικαίωμα (άρθρο 1247 ΑΚ.), απαίτηση, ονομαστικό ή ανώνυμο τίτλο (άρθρο 1244 ΑΚ), τίτλο σε διαταγή (άρθρο 1251 ΑΚ) και με υποθήκη (άρθρο 1257 επ ΑΚ.), συμπεριλαμβανομένης και της προσημείωσης υποθήκης¹²⁵. Επίσης, με τις εμπράγματες ασφάλειες του ν. 2844/2000, που ρυθμίζει κάποιες ιδιαίτερες μορφές εξασφαλίσεων, όπως το ενέχυρο επί επιχειρηματικών απαιτήσεων ή την κυμαινόμενη ασφάλεια καθώς και εμπράγματες ασφάλειες δυνάμει ειδικών νόμων, όπως το ν.δ. 17.7/13.08.1923. Η εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου περιλαμβάνει τόσο την απαίτηση απόδοσης του κεφαλαίου, όσο και την απαίτηση καταβολής των τόκων και των εξόδων του δανείου.

Με τη σύσταση της εμπράγματης ασφάλειας οι ομολογιούχοι δανειστές αποκτούν εμπράγματο δικαίωμα πάνω σε ορισμένο πράγμα (κινητό ή ακίνητο) της εκδότριας εταιρίας, το οποίο εφόσον η τελευταία αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες και αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της από το ομολογιακό δάνειο, οι ομολογιούχοι μπορούν να το εκποιήσουν υποχρεωτικά και να ικανοποιηθούν προνομιακά από το πλειστηρίασμα. Εκτελεστό τίτλο, εν προκειμένω, αποτελεί η σύμβαση με την οποία παρασχέθηκε η εμπράγματη ασφάλεια (άρθρο 12 παρ. 3 του ν. 3156/2003 και ν.δ. 17.07/13.08.1923). Για τη σύσταση κάθε μορφής εμπράγματης ασφάλειας προς εξασφάλιση απαίτησης από ομολογιακό δάνειο απαιτείται σύμβαση μεταξύ του παρέχοντος την ασφάλεια, ο οποίος μπορεί να είναι η οφειλέτιδα εταιρεία ή τρίτος κύριος του πράγματος ή δικαιούχος της ενεχυραζόμενης απαίτησης και του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών. Ο εκπρόσωπος, σύμφωνα με τα όσα αναλύθηκαν ανωτέρω, ενεργεί εν προκειμένω ως *ex lege* εντολοδόχος στο όνομα και για λογαριασμό της ομάδας των ομολογιούχων. Ο τύπος που θα περιβληθεί η σύμβαση, εάν δηλαδή θα είναι συμβολαιογραφικό έγγραφο ή ιδιωτικό έγγραφο βέβαιης χρονολογίας, ορίζεται στα άρθρα του αστικού κώδικα για τις αντίστοιχες μορφές εμπράγματης ασφάλισης και στους ειδικούς νόμους που αναφέρονται σε αυτές.

Δεν αποκλείεται και η σύσταση υποθήκης με τίτλο από δικαστική απόφαση ή εγγραφή προσημείωσης με ασφαλιστικά μέτρα ή διαταγή πληρωμής. Οι δίκες για την απόκτηση εμπράγματης ασφάλειας από την ομάδα των ομολογιούχων γίνονται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων σύμφωνα με τα καθήκοντα που του ανατίθενται

¹²⁵ Πρβλ. ΜΠρΡεθ 25/2007, www.lawdb.intrasoftnet.gr.

συμβατικά (άρθρο 4 παρ. 6 (β)). Η σύσταση της εμπράγματης ασφάλειας γίνεται επ' ονόματι του εκπροσώπου των ομολογιούχων καθώς, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, δεν είναι δυνατή η παραχώρηση εμπράγματης ασφάλειας για κάθε έναν ομολογιούχο χωριστά ή μόνο για κάποιους, προς αποφυγή καταστρατήγησης της αρχής της ισότητας των ομολογιούχων δανειστών¹²⁶. Από τις ως άνω εμπράγματες εξασφαλίσεις πιο συχνά χρησιμοποιούνται στην πράξη, η εγγραφή προσημείωσης υποθήκης στα ακίνητα ή στα πάγια ενεργητικά της εταιρίας και η εξασφάλιση με ενέχυρο επί των μετοχών ή των ομολογιών της εταιρίας. Σύμφωνα με τα άρθρα 1211 επ ΑΚ, βασική αρχή των εμπραγμάτων ασφαλειών είναι η τήρηση της αρχής της δημοσιότητας. Η εγγραφή της εμπράγματης ασφάλειας σε δημόσια βιβλία ή στο κτηματολόγιο διασφαλίζει την αρχή της δημοσιότητας και εξυπηρετεί την τήρηση της χρονικής προτεραιότητας των εγγραφών σε περίπτωση που περισσότεροι δανειστές ασφαλιζονται με εμπράγματη ασφάλεια που έχει συσταθεί στο ίδιο αντικείμενο.

Οι καταχωρήσεις ως προϋπόθεση για την σύσταση της εμπράγματης ασφάλειας γίνονται α) στο βιβλίο υποθηκών του υποθηκοφυλακείου του τόπου που βρίσκεται το ακίνητο, όταν παραχωρείται υποθήκη σε κυριότητα ή επικαρπία ακινήτου (άρθρο 1257 επ ΑΚ και ν.δ. 17.7/13.08.1923), β) στο κτηματολόγιο, γ) στο βιβλίο ενεχύρων (άρθρο 3 επ ν. 2844/2000) και δ) στο Σύστημα Άυλων τίτλων¹²⁷ όταν το ενέχυρο αφορά άυλες κινητές αξίες (μετοχές ή χρεωστικούς τίτλους). Από το συνδυασμό των άρθρων 1306 ΑΚ και 12 παρ. 2 εδ. γ του ν. 3156/2003 προκύπτει ότι η αίτηση, που γίνεται στο όνομα του εκπροσώπου των ομολογιούχων, θα πρέπει να αναφέρει ότι η ασφάλεια χορηγείται για την εξασφάλιση του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου, το οποίο θα πρέπει να περιγράφεται στην περίληψη εγγραφής υποθήκης κατά τρόπο που να επιτρέπει τον επαρκή προσδιορισμό των ασφαλισμένων απαιτήσεων. Η περίληψη του τίτλου εγγραφής της υποθήκης αναφέρει, αντί του ονοματεπωνύμου του δανειστή, ότι η υποθήκη παραχωρείται στο όνομα του εκπροσώπου των ομολογιούχων υπό την ιδιότητα αυτή. Γίνεται δηλαδή ειδική μνεία της πράξης διορισμού του (σύμβαση με την εκδότρια, δικαστική απόφαση, απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων κ.τλ.¹²⁸) και αναφέρεται ότι γίνεται για λογαριασμό της ομάδας των ομολογιούχων. Επίσης, η περίληψη του

¹²⁶ Με τον ν. 3156/2003, καταργείται, λοιπόν, η αμεσότητα των δικαιωμάτων εμπράγματης ασφάλειας που παρέχονται υπέρ ομολογιούχων δανειστών. Οι εξουσίες που παρέχει ο νόμος στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων είναι υποχρεωτικές για τους υπόλοιπους ομολογιούχους και αποκλειστικές γιατί αποκλείουν την παράλληλη άσκηση των ίδιων εξουσιών ατομικά από κάθε ομολογιούχο. Καθίσταται εμφανές, λοιπόν, ότι η εξουσίες του κοινού εκπροσώπου υπερακοντίζουν την ατομική βούληση κάθε ομολογιούχου, καθώς η δράση του εκπροσώπου καθορίζονται από τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών, η οποίες υπόκεινται στους κανόνες της πλειοψηφίας.

¹²⁷ Η διαδικασία καταχώρησης ενεχύρου επί αξιών από το ΚΑΑ στο ΣΑΤ ρυθμίζεται στο άρθρο 48 του Κανονισμού λειτουργίας ΣΑΤ.

¹²⁸ Τα νομιμοποιητικά αυτά έγγραφα θα πρέπει να κατατίθενται μαζί με τα υπόλοιπα δικαιολογητικά και να καταχωρίζονται στο φάκελο υποθηκών, ώστε να είναι προσιτά σε κάθε ενδιαφερόμενο.

τίτλου θα πρέπει να περιλαμβάνει αναλυτική περιγραφή του ομολογιακού δανείου, κυρίως το είδος, το ύψος, την ημερομηνία έναρξης και λήξης του δανείου, το είδος, ο αριθμός και άλλα στοιχεία για τις ομολογίες, τυχόν άλλα ωφελήματα υπέρ των ομολογιούχων δανειστών και άλλοι όροι του δανείου.

Η καταχώρηση της εμπράγματης ασφάλειας γίνεται με έξοδα της εκδότριας εταιρίας. Μια από τις καινοτομίες του νέου νόμου, για την οποία γίνεται αναλυτικά λόγος κατωτέρω¹²⁹, είναι η πρόβλεψη για καταβολή μόνο παγίων δικαιωμάτων έμμισθων ή άμισθων υποθηκοφυλάκων ύψους εκατό (100) ευρώ, μεταξύ άλλων και για σύσταση ή διαγραφή εμπραγμάτων δικαιωμάτων. Ωστόσο, μετά τη δημοσίευση της υπ' αριθμ. 516/2006 απόφασης του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους σε κάποια υποθηκοφυλακεία της χώρας, ζητούν την καταβολή ποσοστού επί της αξίας της εμπράγματης ασφάλειας πράγμα το οποίο κρίθηκε παράνομο από τη νομολογία¹³⁰. Με την ολοσχερή εξόφληση της ομολογίας επέρχεται απόσβεση του ουσιαστικού δικαιώματος της υποθήκης και γίνεται εξάλειψη της εγγραφής από το βιβλίο υποθηκών, σύμφωνα με τα άρθρα 1324 επ του αστικού κώδικα.

Ωστόσο, το συχνότερο μέσο εξασφάλισης ακόμη και των κοινών ομολογιακών δανείων αποτελούν οι προσωπικές ασφάλειες. Με τον όρο προσωπική ασφάλεια νοείται η ανάληψη από κάποια τρίτα πρόσωπα ή πρόσωπα της εταιρείας της ξεχωριστής από την κύρια υποχρέωσης αποπληρωμής του δανείου και καταβολής του συμφωνημένου τόκου, ως εγγυητές ή συνοφειλέτες εις ολόκληρον¹³¹ ευθυνόμενοι με την προσωπική τους περιουσία. Τα πλεονεκτήματα της προσωπικής ασφάλειας είναι τόσο το πολύ μικρότερο κόστος σε σχέση με τις εμπράγματες ασφάλειες, όσο και το γεγονός ότι οι ομολογιούχοι δανειστές αποκτούν άμεσα δικαιώματα έναντι του εγγυητή χωρίς να απαιτείται προς τούτο η οργάνωσή τους σε ομάδα και ο διορισμός εκπροσώπου των ομολογιούχων, όπως απαιτείται στην περίπτωση των εμπράγματων ασφαλειών. Βέβαια στο σημείο αυτό τίθενται δύο πολύ σημαντικά ζητήματα. Το πρώτο αφορά στην εξασφάλιση των ομολογιούχων δανειστών καθώς θα πρέπει να υπάρχει μεγάλη οικονομική επιφάνεια, αξιοπιστία και εμπιστοσύνη των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας εταιρίας και του ή των εγγυητών¹³². Το δε

¹²⁹ Κεφάλαιο Γ, υποενότητα V.

¹³⁰ Πρβλ. ΜΠρΡεθ 25/2007, www.lawdb.intrasoftnet.gr.

¹³¹ Η υποχρέωση του εγγυητού να είναι συνοφειλέτης εις ολόκληρον με τον εκδότη του δανείου είναι συνήθης τραπεζικός συμβατικός όρος, προερχόμενος από την σύμβαση αλληλόχρεου λογαριασμού, ο οποίος πλειστάκις έχει χαρακτηριστεί ως ΓΟΣ.

¹³² Στην πράξη και σε εταιρίας όπου δεν υπάρχει μεγάλη διασπορά, εγγυητές μπαίνουν συνήθως οι μέτοχοι της εταιρίας και στην σύμβαση της εγγύησης, πέρα από τους υπόλοιπους όρους της εγγύησης υπάρχει ο όρος της απαγόρευσης μεταβολής της περιουσιακής κατάστασης των εγγυητών χωρίς την ενημέρωση ή/και σύμφωνη γνώμη του πιστωτικού ιδρύματος που χορήγησε το δάνειο. Ενώ σε κάθε περίπτωση μεταβολής «ύποπτης μεταβολής» το πιστωτικό ίδρυμα δύναται να καταγγείλει την σύμβαση δανείου με ό,τι αυτό συνεπάγεται. Επίσης, τόσο κατά την σύναψη του δανείου, όσο και σε τακτά χρονικά

δεύτερο, σχετίζεται με την ευθύνη που αναλαμβάνει ο εγγυητής σε αυτή την περίπτωση.

Η εγγύηση των άρθρων 847 επ ΑΚ έχει επικουρικό και παρεπόμενο χαρακτήρα, με την έννοια ότι ο εγγυητής ευθύνεται μόνο στην περίπτωση που δεν θα καταβάλει το ποσό ο πρωτοφειλέτης¹³³. Ωστόσο στην πρακτική των ομολογιακών δανείων η προσωπική εγγύηση έχει απωλέσει τον παρεπόμενο χαρακτήρα της, καθώς στην σύμβαση εγγύησης ο εγγυητής παραιτείται από την ένσταση διζήσεως (άρθρο 857 παρ. 1 σε συνδυασμό με το άρθρο 855 ΑΚ) από το δικαίωμά του δηλαδή, να απαιτήσει από το δανειστή να επιχειρήσει αναγκαστική εκτέλεση κατά του πρωτοφειλέτη, πριν στραφεί κατά του ιδίου, με συνέπεια να ευθύνεται πλέον ο τελευταίος ως αυτοφειλέτης¹³⁴. Είναι προφανές ότι αυτοί οι όροι στοχεύουν στη μεγαλύτερη δυνατή προστασία και εξασφάλιση των ομολογιούχων δανειστών¹³⁵¹³⁶. Η σύμβαση εγγύησης είτε καταρτίζεται χωριστά και γίνεται απλή αναφορά σε αυτή στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου, είτε γίνεται αναφορά στο ενημερωτικό δελτίο, στην περίπτωση εταιριών εισηγμένων στο ΧΑΑ¹³⁷. Στο σημείο αυτό προκύπτει το ερώτημα εάν είναι δυνατή η προστασία των εγγυητών με βάση το ν. 2251/1994, όπως τροποποιήθηκε από το ν. 3587/2007, ή ακόμη και βάσει των άρθρων 332 επ ΑΚ. για τους γενικούς όρους συναλλαγών με δεδομένο μάλιστα το μεγάλο ύψος των ομολογιακών δανείων που συνάπτουν οι ανώνυμες εταιρίες, αλλά και την υποχρέωση παραίτησης του εγγυητή από όλες τις ενστάσεις που πιθανόν θα μπορούσε να προβάλλει για τη μη πληρωμή της εγγύησης.

Προϋπόθεση της εφαρμογής του ν. 2251/1994 στις τραπεζικές συναλλαγές είναι ο χαρακτηρισμός του αντισυμβαλλομένου του πιστωτικού ιδρύματος ως «καταναλωτή»-ασθενέστερου μέρους που χρήζει προστασίας και του πιστωτικού ιδρύματος ως «προμηθευτή». Με δεδομένο ότι ένα πιστωτικό ίδρυμα δύναται να

διαστήματα το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να ζητά ακριβή αντίγραφα από το Ε9 καθώς και άλλα προσωπικά οικονομικά στοιχεία των εγγυητών.

¹³³ Βέβαια, σύμφωνα με την υπ' αριθμ. ΕφΑθ 6989/2003, η οποία επικυρώθηκε και από την υπ' αριθμ. ΑΠ 200/2007, ο εγγυητής δεν είναι δανειστής του πρωτοφειλέτη από μόνη την ιδιότητά του αυτή, αλλά αυτό εξαρτάται από την εσωτερική σχέση που τον συνδέει με τον πρωτοφειλέτη ήδη από τον χρόνο παροχής της εγγυήσεως και αποτελεί την αιτία της εγγύησης.

¹³⁴ Πρβλ. Δούβλης, Οι Πρόσφατες νομολογιακές εξελίξεις στο πεδίο εφαρμογής των ΑΚ 862-863 στις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις, ΔΕΕ 1998, 241 επ.

¹³⁵ Σε τέτοιο βαθμό, μάλιστα που στην περίπτωση που μοναδικός ομολογιούχος δανειστής είναι κάποιον πιστωτικό ίδρυμα και εκδότρια εταιρία μια εταιρία μεσαίας τάξεως, είναι δυνατόν πλέον να χρήζει προστασίας η εκδότρια εταιρία και όχι οι ομολογιούχοι δανειστές.

¹³⁶ Αντίθετη άποψη κ. Δούβλη, ΔΕΕ 1998, 242 επ., εξηγεί ότι, επειδή στις περισσότερες ελληνικές ανώνυμες εταιρίες οι τραπεζικοί εγγυητές είναι είτε στενοί συνεργάτες είτε συγγενείς του πρωτοφειλέτη, είτε ακόμη συγγένονται οι δύο ρόλοι στα ίδια πρόσωπα, (ως μέτοχοι της πρωτοφειλέτιδας εκδότριας εταιρίας και ως εγγυητές του δανείου), η αρχική έννοια της αστικής εγγύησης έχει αλλάξει και έχει μετατραπεί σε εμπορική, αφού στην ουσία καλύπτει μορφή έμμεσης πίστωσης προς τον πρωτοφειλέτη. Κατά συνέπεια, καθίσταται αμφίβολη ακόμη και η προστασία των ομολογιούχων δανειστών, ειδικότερα όταν η τράπεζα γνωρίζει τον αυτοφειλικό χαρακτήρα της χρηματοδοτικής εγγύησης και πιθανόν αποδέχεται μια μελλοντική μη ομαλή εξέλιξη της χρηματοδότησης αλλά και της εγγύησης.

¹³⁷ Πρβλ. Βερβεσός, (2005), οπ.

υπαχθεί στην έννοια του προμηθευτή προϊόντων και υπηρεσιών, το ζήτημα είναι εάν και κατά πόσο ο εγγυητής υπέρ ανώνυμης εταιρίας για την ασφάλιση των απαιτήσεων από σύναψη σύμβασης ομολογιακού δανείου δύναται να χαρακτηριστεί ως «καταναλωτής» και να λάβει την προστασία του νόμου ως ασθενέστερο μέρος. Κατά την ορθότερη άποψη¹³⁸, ειδικά για τις περιπτώσεις των χρηματοδοτικών εγγυήσεων, όπου η εγγύηση παρέχεται είτε από τους ίδιους τους μετόχους της εταιρίας είτε από πρόσωπα του συγγενικού τους περιβάλλοντος, η τριγωνική σχέση (τράπεζα-πρωτοφειλέτρια ανώνυμη εταιρία -εγγυητής) που επιχειρούν να εξισοροπήσουν οι προστατευτικές διατάξεις της εγγύησης, ουσιαστικά δεν υφίσταται και συνεπώς εκλείπει κάθε λόγος προστασίας. Ο εγγυητής αυτός τόσο λόγω της θέσης του στην εταιρία και επομένως και στην αγορά, όσο και λόγω του οικονομικού του ενδιαφέροντος ως προς την εξέλιξη των επενδύσεων της εταιρίας με την επίτευξη ευνοϊκής χρηματοδότησης, δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως ασθενέστερο μέρος και δη ως «καταναλωτής». Πως αναφέρθηκε και ανωτέρω¹³⁹, Άλλωστε ο έλεγχος των ΓΟΣ τόσο στα πλαίσια του ν. 2251/1994, όσο και από το άρθρο 332 ΑΚ. στηρίζεται στο κριτήριο της προηγούμενης διαπραγμάτευσης των όρων της σύμβασης ή όχι. Εφόσον ο εγγυητής, που είναι και φορέας της εταιρίας που έλαβε την χρηματοδότηση του ομολογιακού δανείου, συμμετείχε άμεσα ή έμμεσα σε κάθε πιθανή τροποποίηση των όρων του προγράμματος ομολογιακού δανείου με στόχο την βελτίωση της κερδοφορίας της επιχείρησής του, τεκμαίρεται η ύπαρξη της προϋπόθεσης διαπραγμάτευσης.

Τέλος, στο επίπεδο της εξασφάλισης των ομολογιακών δανείων με εγγύηση προκύπτει και ένα ακόμη ζήτημα. Σύμφωνα με το άρθρο 33 του νέου νόμου για τις ανώνυμες εταιρίες (ν. 3604/2007)¹⁴⁰ απαγορεύονται και είναι απολύτως άκυρα δάνεια και πιστώσεις κάθε μορφής της εταιρίας προς μέλη του διοικητικού συμβουλίου της ανώνυμης εταιρίας, γενικούς διευθυντές ή διευθυντές της εταιρίας, πρόσωπα που ασκούν έλεγχο επί της εταιρίας καθώς και η παροχή εγγύησης της εταιρίας προς τρίτους ή/και η παροχή πιστώσεων προς αυτούς με οποιονδήποτε τρόπο. Ωστόσο, επιτρέπεται, κατ' εξαίρεση, η παροχή εγγύησης ή άλλης ασφάλειας υπό κάποιες προϋποθέσεις. Μεταξύ αυτών είναι και η ύπαρξη προγενέστερης απόφασης-άδειας της ΓΣ της εταιρίας στην οποία δεν αντιτάχθηκαν μέτοχοι

¹³⁸ Πρβλ. Δούβλης, Η υπαγωγή ή μη των τραπεζικών εγγυητών στον ν. 2251/1994 για την προστασία των καταναλωτών, ΔΕΕ 2003, Ψυχομάνης, Περί της συμβάσεως πιστώσεως με ανοικτό λογαριασμό και της εγγυήσεως συγγενικού του πρωτοφειλέτη προσώπου για συγκεκριμένες πιστώσεις, ΕΕμπΔ 2003, 496 επ και .Μεντής, Όρια ευθύνης του εγγυητή στις τραπεζικές καταναλωτικές συμβάσεις, ΧρΙΔ Δ/2004, 187 επ.

¹³⁹ Κεφάλαιο Γ', υποενότητα Ι.

¹⁴⁰ Το άρθρο 33 τροποποιεί το άρθρο 23α του κν. 2190/1920. Η διάταξη η οποία είχε προστεθεί με το άρθρο 24 του ΠΔ 409/1986. Η προσθήκη της διατάξης έλαβε χώρα προκειμένου η ελληνική νομοθεσία να προσαρμοσθεί στο άρθρο 23 παρ.1 της δεύτερης Οδηγίας 77/91 Ε.Ο.Κ.

εκπροσωπούντες τουλάχιστον το 1/10 του εκπροσωπούμενου στη συνέλευση μετοχικού κεφαλαίου. Ιδιαίτερα σημαντική καινοτομία του νέου άρθρου είναι και η δυνατότητα που δίδεται, η απαιτούμενη άδεια της γενικής συνέλευσης να παρέχεται και μετά τη σύναψη της σύμβασης, εκτός εάν στην απόφαση αντιπαχθεί το 1/20 του εκπροσωπούμενου στη συνέλευση μετοχικού κεφαλαίου. Αντίθετα κατ' άρθρο 23α μεταγενέστερη έγκριση της ΓΣ δεν ήταν δυνατό να οδηγήσει σε θεραπεία της ακυρότητα¹⁴¹.

Ωστόσο, ο νομοθέτης δεν κάνει λόγο για το αντίστροφο¹⁴², εάν δηλαδή επιτρέπεται και με ποιους όρους, η παροχή εγγυήσεων των μελών του διοικητικού συμβουλίου προς πιστωτικά ιδρύματα υπέρ της εταιρίας για τη χορήγηση πιστώσεων¹⁴³, όπως και για την παροχή εγγυήσεων από την μητρική υπέρ θυγατρικών για την τραπεζική τους χρηματοδότηση. Η περίπτωση αυτή υποκρύπτει δύο πολύ σοβαρούς κινδύνους. Ο πρώτος, αφορά στην «εσωτερική» ισχύ που μπορεί να έχουν οι μέτοχοι που εγγυώνται υπέρ της εταιρίας για εξασφάλιση της απαίτησης από το δάνειο. Με την έννοια ότι, εφόσον λαμβάνουν μέρος και στη διαπραγμάτευση των όρων του δανείου, έχουν τη δυνατότητα να διαμορφώσουν έτσι τους όρους του δανείου ώστε να μπορούν να αποκομίσουν το μεγαλύτερο δυνατό όφελος με τη μικρότερη δυνατή ευθύνη. Από την άλλη πλευρά, σε περίπτωση αδυναμίας της εταιρίας για αποπληρωμή του δανείου, είτε καταβάλει το αντίστοιχο ποσό ο εγγυητής και στραφεί κατά της εταιρίας αναγωγικά δύναται να ανατρέψει την μετοχική σύνθεση της εταιρίας είτε, ακόμη χειρότερα, εάν και ο ίδιος ο εγγυητής, πέραν της εταιρίας, δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις οικονομικές απαιτήσεις της εγγύησης οι συνέπειες καθίστανται δυσμενέστερες για τους ομολογιούχους δανειστές και για την ίδια την εταιρία, ειδικά όταν είναι εισηγμένη στο ΧΑΑ. Στην περίπτωση αυτή, καθίσταται εμφανές ότι μεταβάλλεται η αστική φύση της εγγύησης, η οποία αποκτά πλέον εμπορικό χαρακτήρα, καθώς ο εγγυητής αναλαμβάνοντας την υποχρέωση να καλύψει την εταιρία ως πρωτοφειλέτης προσδοκά άμεσο ή έμμεσο οικονομικό όφελος λόγω της σχέσης του με τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Κατ'

¹⁴¹ Πρβλ. ΠΠρΘεσ. 21552/1996, Αρμ (1997), 1028 επ, ΕφΘεσ 1166/1993, Αρμ (1993), 819 επ, ΕφΑΘ . 4902/2002 ΕΕμπΔ (2002), 370 επ, ΕφΘεσ. 1404/1998 ΕπισκΕΔ (1999), 226 επ. Ενώ υπάρχει και η αντίθετη άποψη, σύμφωνα με την οποία, σε ορισμένες περιπτώσεις, μεταξύ των οποίων και όταν πρόκειται για μονοπρόσωπη εταιρία ή όταν η απόφαση έχει ληφθεί από τον «κυρίαρχο σύμβουλο», τον μέτοχο, δηλ που εκπροσωπεί τα 2/3 του κεφαλαίου, δεν απαιτείται άδεια από την γενική συνέλευση : ΜΠρΘεσ. 29783/2005 ΕΕμπΔ (2005), 733 επ.

¹⁴² Άποψη που υποστήριξε και ανέλυσε ο κ. Δούβλης στο άρθρο του, Το αντίστροφο των παραγράφων 1εδ. α' και 3 του άρθρου 23α του κν. 2190/1920: Μια υποτιμημένη νομολογιακή παράμετρος εφαρμογής της παρ.2 του υπόψη άρθρου στις εταιρικές συναλλαγές», ΕΛΔικ 48 (2007), 32 επ.

¹⁴³ Στην νομολογία, όμως, προκύπτει συχνά το ζήτημα αυτό, κυρίως με αφορμή την καταβολή δανείων από μέλη του Δ.Σ για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Μάλιστα, έχει γίνει αποδεκτό από την νομολογία ότι, εφόσον δεν πραγματοποιηθεί η αύξηση είναι δυνατή η αναζήτηση των δανείων από τους μετόχους και τα μέλη του Δ.Σ με βάση τις διατάξεις του αδικαιολόγητου πλουτισμού, ΕφΘεσ. 830/1997 Αρμ. (1997), 921 επ.

αντιστοιχία και η μητρική προσδοκία όφελος από την «καλή πορεία» της θυγατρικής με την έννοια ότι θα αυξηθεί ο τζίρος, ίσως και τα κέρδη του ομίλου. Λόγω λοιπόν αυτής της ιδιόμορφης σχέσης μεταξύ εγγυητή και φορέα της επιχείρησης, αλλά και λόγω των κινδύνων που μπορεί να προκύψουν από αυτή τη σχέση, σύμφωνα με την κρατούσα άποψη, μέχρι την ψήφιση του νέου νόμου καθίστατο αναγκαία για την εγκυρότητα του δανείου η ύπαρξη προηγούμενης απόφασης της γενικής συνέλευσης της εταιρίας στην οποία δεν θα αντιτίθεται η μειοψηφία του 1/3 του εκπροσωπούμενου μετοχικού κεφαλαίου (κατ' ανάλογη εφαρμογή της παρ. 2 του άρθρου 23α του ν. 2190/1920). Ωστόσο, μετά την τροποποίηση του κν 2190/1920 δεν αποκλείεται να μεταβληθεί και η κρατούσα άποψη προς την κατεύθυνση της έλλειψης αναγκαιότητας για προγενέστερη εγκριτική απόφαση της ΓΣ και στις εγγυήσεις των μελών του ΔΣ υπέρ της εταιρία για την έκδοση ομολογιακού δανείου.

3. Διασπορά πιστωτικού κινδύνου

Το ομολογιακό δάνειο που συνάπτει μια ανώνυμη εταιρία με ένα πιστωτικό ίδρυμα με σκοπό την χρηματοδότηση των επενδύσεων της είναι δυνατόν να φτάσει σε ύψος πολλών εκατομμυρίων ευρώ. Στην περίπτωση αυτή, είναι δυνατόν στη χορήγηση του δανείου να συμμετέχουν περισσότερες από μια τράπεζες ή όμιλος τραπεζών από τις οποίες κάθε μια χορηγεί αυτοτελώς ένα τμήμα του συνολικού ποσού του δανείου. Πρόκειται για τα γνωστά στην πρακτική των διεθνών επενδυτικών δανειοδοτήσεων, κοινόπρακτα δάνεια (syndicated loans). Μεταξύ των τραπεζών δεν υπάρχει ενοχή εις ολόκληρο γιατί η υποχρέωση κάθε τράπεζας απέναντι στην οφειλέτιδα εταιρία είναι αυτοτελής για το κάθε τμήμα του δανείου. Ωστόσο δεν εκδίδονται πολλά αυτοτελή δάνεια, αλλά υπογράφεται μια ενιαία σύμβαση ομολογιακού δανείου με ενιαίους όρους, την οποία υπογράφουν όλες οι τράπεζες και η εταιρία¹⁴⁴.

Βέβαια στην πράξη είναι πιο σύνθητες το δάνειο να καταρτίζεται κατ' αρχήν με μια τράπεζα μόνο με την οποία συμβάλλεται η οφειλέτιδα εταιρία και η τράπεζα αυτή στη συνέχεια «μεταβιβάζει» σε άλλα πιστωτικά ιδρύματα το σύνολο ή μέρος των υποχρεώσεων και των δικαιωμάτων που απορρέουν από την δανειακή σύμβαση με τον πελάτη της. Με τον τρόπο αυτό τα πιστωτικά ιδρύματα επιχειρούν να διασπείρουν - μεταθέσουν τον πιστωτικό κίνδυνο χωρίς όμως να ρισκάρουν να «χάσουν» τον πελάτη τους, ο οποίος δεν γνωρίζει τα υπόλοιπα πιστωτικά ιδρύματα. Οι νομικοί τύποι που μπορεί να λάβει αυτή η «μεταβίβαση» του δανείου από την

¹⁴⁴ Πρβλ. Χρυσάνθη, Μεταβίβαση δανείων» (Η μετάθεση του πιστωτικού κινδύνου της δανειακής σύμβασης) ΔΕΕ 2 (1996), 133 επ και Philip Wood, The Law and practice of international finance, 1980.

συμβαλλόμενη τράπεζα σε άλλες είναι πολλοί, τόσο στα πλαίσια του αστικού δικαίου όσο και στα πλαίσια του εμπορικού δικαίου, οπότε επαφίεται στην βούληση των μερών να επιλέξουν εκείνο το νομικό τύπο που εξυπηρετεί καλύτερα τα συμφέροντά τους και τις επιδιώξεις τους. Ενδεικτικά, η μετάθεση του πιστωτικού κινδύνου από την δανειακή σύμβαση δύναται να συντελεστεί : με εκχώρηση (άρθρο 455 ΑΚ), με αναδοχή χρέους (άρθρο 471 ΑΚ), με ανανέωση (άρθρο 436 ΑΚ), με έμμεση αντιπροσώπευση (άρθρο 212 ΑΚ), αλλά και με παράλληλη χρηματοδοτική σύμβαση ή έκδοση αξιογραφικών τίτλων (με ενσωμάτωση των τοκοχρεολυσίων του δανείου σε αξιογραφικούς τίτλους και την μεταβίβασή τους).

Τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την διασπορά του πιστωτικού κινδύνου με αυτό τον τρόπο συνεργασίας των πιστωτικών ιδρυμάτων συνιστούν και τους λόγους για τους οποίους εφαρμόζεται αυτή η πρακτική στην ελληνική τραπεζική πρακτική και προτιμάται έναντι των κοινόπρακτων δανείων. Πέρα από την αποτροπή απώλειας πελατών του πιστωτικού ιδρύματος υφίστανται φορολογικοί λόγοι, καθώς είναι δυνατόν κάποια θυγατρική της δανείστριας τράπεζας να είναι εγκατεστημένη σε χώρα με ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς και μέσω αυτής να αποφεύγει η τράπεζα τη φορολόγηση μεγάλου ποσού του δανείου. Επίσης, μέσα στα πλαίσια της Επιτροπής της Βασιλείας (Βασιλεία II) τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να πληρούν κάποια ελάχιστα όρια φερεγγυότητας. Συγκεκριμένα, κύριος σκοπός της Επιτροπής της Βασιλείας είναι η διασφάλιση της σταθερότητας όλου του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως κυρίαρχης συνισταμένης της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομικής τάξης με την άσκηση προληπτικής εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων των κρατών μελών¹⁴⁵.

Στα πλαίσια του Νέου Συμφώνου της Βασιλείας (Βασιλεία II) πέραν της προληπτικής εποπτείας και της διαφάνειας των πιστωτικών ιδρυμάτων τέθηκε ως στόχος και η λήψη μέτρων για την επαρκή κάλυψη του συνόλου των χρηματοοικονομικών κινδύνων των πιστωτικών ιδρυμάτων και τον έλεγχο της κεφαλαιακής επάρκειας αυτών. Η Τραπεζική Οδηγία 2006/48 ΕΚ αναφέρει ότι τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να διατηρούν έναν συγκεκριμένο συντελεστή φερεγγυότητας, ο οποίος ορίζεται σε ποσοστό σχετιζόμενο με τα ίδια κεφάλαια και το ενεργητικό του πιστωτικού ιδρύματος ως ειδική έκφραση της κεφαλαιακής επάρκειας του. Εφόσον ο ως άνω συντελεστής υποχωρήσει κάτω από το ελάχιστο όριο ασφαλείας οι αρμόδιες εθνικές ελεγκτικές αρχές οφείλουν να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα για την επαναφορά του (άρθρο 40)¹⁴⁶. Παράλληλα, με την ίδια τραπεζική

¹⁴⁵ Πρβλ. Δούβλης, Ευρωπαϊκό Τραπεζικό Δίκαιο (2003), 155 επ.

¹⁴⁶ Πρβλ. Δούβλης, Ευρωπαϊκό Τραπεζικό Δίκαιο (2003), 167 επ, όπου αναλύεται ο συντελεστής φερεγγυότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Οδηγία και με την Οδηγία 2006/49/EK για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων¹⁴⁷, όπως ενσωματώθηκαν στην ελληνική νομοθεσία με τον ν. 3601/2007¹⁴⁸ ετήθιο όριο και στα χρηματοδοτικά ανοίγματα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Κάθε χρηματοδοτικό άνοιγμα σε σχέση με έναν πελάτη ή με ομάδα συνδεδεμένων πελατών του οποίου η αξία φθάνει ή υπερβαίνει το 10% των ιδίων κεφαλαίων του πιστωτικού ιδρύματος, θεωρείται «μεγάλο χρηματοδοτικό άνοιγμα», ενώ σε κάθε περίπτωση επιβάλλεται ως απαγορευτικό όριο, το όριο του 25% των ιδίων κεφαλαίων του ιδρύματος (άρθρο 48).

Κατά συνέπεια, τα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις αυτές επιχειρούν να περιορίσουν τους πιστωτικούς κίνδυνους και με την διασπορά των χρηματοδοτήσεων που αναλαμβάνουν προκειμένου να μην εκφεύγουν των συντελεστών και των ορίων που έχει θέσει η Βασιλεία II. Από την άλλη πλευρά και τα ίδια τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν το δικαίωμα να ελέγχουν τα οικονομικά στοιχεία τόσο της εκδότριας εταιρίας όσο και των εγγυητών του ομολογιακού δανείου, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, όταν το ομολογιακό δάνειο έχει εξασφαλισθεί με προσωπικές ασφάλειες. Μάλιστα, η τράπεζα δεν ασκεί μόνο τυπικό έλεγχο του ισολογισμού της εταιρίας ή των δεικτών φερεγγυότητας αυτής¹⁴⁹, αλλά καθ' όλη την διάρκεια λειτουργίας της σύμβασης δανείου έχει τη δυνατότητα να απαιτεί από την εκδότρια να της υποβάλλει τα πραγματικά οικονομικά της στοιχεία¹⁵⁰ και όλα τα απαραίτητα έγγραφα προκειμένου να ασκήσει ουσιαστικό έλεγχο της οικονομικής κατάστασης της εταιρίας. Διαφορετικά είναι δυνατό να θεμελιωθεί λόγος καταγγελίας της σύμβασης του ομολογιακού δανείου με υπαιτιότητα της εκδότριας.

4. Αλλαγή εταιρικής μορφής

Ένα σοβαρότατο ζήτημα προστασίας των ομολογιούχων δανειστών τίθεται στην περίπτωση που επέλθει αλλαγή στην εταιρική μορφή της εκδότριας εταιρίας είτε με την υποκατάστασή της από άλλη εταιρία είτε με την αναδιάρθρωση της. Η

¹⁴⁷ L 177/30.6.2006.

¹⁴⁸ ΦΕΚ Α' 178/ 01.08.2007.

¹⁴⁹ Ο δείκτης που συνήθως ελέγχουν οι τράπεζες είναι ο δείκτης EBITDA, ο οποίος είναι δείκτης κερδοφορίας της εταιρίας και την κεφαλαιακή της επάρκεια. Συνήθως στις συμβάσεις ομολογιακών δανείων ορίζεται ένας μέσος όρος για τον καθαρό τραπεζικό δανεισμό και τα κέρδη προ φόρων, που πρέπει να τηρεί η εκδότρια σε κάποιους αριθμοδείκτες που αποτυπώνουν την οικονομική της κατάσταση, με σημείο αναφοράς τον δείκτη EBITDA. Ωστόσο, είναι πολλές, κυρίως εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες που δίνουν έμφαση σε αυτό το δείκτη (περίπου σε ποσοστό 90%στο ΧΑΑ), υπάρχει και η άποψη ότι δεν είναι ιδιαίτερα αξιόπιστος αυτός ο δείκτης λόγω του τρόπου με τον οποίο προκύπτει (από τα καθαρά κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας). Πρβλ. άρθρο *Ανέστη Ντόκα*, «EBITDA: Χρησιμοποιείται μόνο ως συμπλήρωμα», www.news.kathimerini.gr

¹⁵⁰ Η τράπεζα δύναται να ελέγξει και να απαγορεύσει την απόσβεση κερδών, την μεταβολή της δομής του ομίλου (όταν πρόκειται για όμιλο), ακόμη και αν δεν μεταβιβάζονται οι μετοχές της μητρικής ή των θυγατρικών, αλλά αλλάζει μόνο διοικητικά, να ζητήσει αποσπάσματα από τα λογιστικά βιβλία ή το σύστημα λογιστικής καταχώρησης.

υποκατάσταση του αρχικού οφειλέτη με νέο μπορεί να γίνει μόνον εφόσον επιτρέπεται από τον νόμο, τους όρους του ομολογιακού δανείου και την απόφαση των ομολογιούχων δανειστών. Πρακτικά η υποκατάσταση συντελείται είτε με σύμβαση αναδοχής χρέους μεταξύ του νέου και του παλαιού οφειλέτη (σύμφωνα με τα άρθρα 471 επ ΑΚ¹⁵¹) και έγκριση της συνέλευσης των ομολογιούχων, είτε με την μορφή σύμβασης υπέρ τρίτου (άρθρα 410 επ ΑΚ¹⁵²). Στον ν. 3156/2003 δεν ρυθμίζεται ειδικά το ζήτημα της υποκατάστασης της εκδότριας στις υποχρεώσεις της από το ομολογιακό δάνειο, αλλά η προστασία των ομολογιούχων ίσως θα μπορούσε να επιτευχθεί, πέρα από τις γενικές διατάξεις του ΑΚ και από το άρθρο 1 παρ. 8 του ως άνω νόμου, όπου αναφέρεται ότι *«Δεν επιτρέπεται η τροποποίηση του δανείου με όρους που είναι δυσμενέστεροι των αρχικών, εκτός εάν η συνέλευση των ομολογιούχων έχει δώσει με απαρτία και πλειοψηφία δύο τρίτων του συνόλου του δανείου την έγκρισή της»*. Συνεπώς, από την διάταξη αυτή προκύπτει ότι η έγκριση των ομολογιούχων δανειστών απαιτείται όταν οι όροι του πρόκειται να τροποποιηθούν προς το δυσμενέστερο. Εφόσον τροποποιηθούν από τον ανάδοχο ή τον τρίτο, στην αντίστοιχη περίπτωση υποκατάστασης, το συνήθως συμβαίνον είναι να επέρχεται ο κίνδυνος των συμφερόντων των ομολογιούχων.

Οι ανώνυμες εταιρίες προχωρούν σε υποκατάσταση του αρχικού με νέο οφειλέτη, είτε για λόγους φορολογικούς όταν για παράδειγμα, ο νέος οφειλέτης μπορεί να υπαχθεί σε ευνοϊκότερο φορολογικό καθεστώς, είτε για την οικονομική εξυπηρέτηση της θυγατρικής από τη μητρική, κυρίως με τον διαχωρισμό των χρεών μέσα στον όμιλο, είτε με την ανάληψη ομολογιακού δανείου από τη θυγατρική με εγγύηση της μητρικής εταιρίας. Σε κάθε περίπτωση, λόγω των κινδύνων που είναι δυνατόν να διατρέχουν οι ομολογιούχοι δανειστές από μια τέτοια υποκατάσταση, είναι απαραίτητη η σύμφωνη γνώμη τους, η οποία δίδεται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων¹⁵³. Στη συνέχεια, η νομική αναδιάρθρωση της εκδότριας εταιρίας μπορεί να γίνει με τους θεσμούς της συγχώνευσης, της διάσπασης και της μετατροπής της ανώνυμης εταιρίας, όπως ρυθμίζονται από τα άρθρα του ν.3190/1955 και του κν. 2190/1920 όπως τροποποιήθηκαν από το άρθρο 15 του ν. 3156/2003.

Σε περίπτωση μετατροπής εταιριών δε δημιουργείται νέο νομικό πρόσωπο, αλλά απλώς συνεχίζεται η παλαιά εταιρία υπό διαφορετική εταιρική μορφή χωρίς να

¹⁵¹ Η έννοια της αναδοχής περιγράφεται στο άρθρο 471 ΑΚ. ως εξής : *«Με την σύμβαση που συνάπτει με τον δανειστή μπορεί κάποιος να αναδεχθεί ξένο χρέος ώστε να υπεισέλθει αυτός στη θέση του οφειλέτη και ο τελευταίος να απαλλαγεί»*.

¹⁵² Σύμφωνα με το άρθρο 410 ΑΚ. *«Αν κάποιος δεχτεί υπόσχεση παροχής υπέρ τρίτου, μπορεί να απαιτήσει να καταβάλει στον τρίτο αυτός που υποσχέθηκε»*.

¹⁵³ Βέβαια, η προστασία των ομολογιούχων και στην αναδοχή και στην σύμβαση υπέρ τρίτου μπορεί να επιτευχθεί και βάσει των διατάξεων του αστικού κώδικα (άρθρα 472 επ και 411 επ ΑΚ., αντίστοιχα).

είναι ειδικός διάδοχος, λόγω πράξης εν ζωή. Η μετατροπή (μετασχηματισμός) επιφέρει μεταβολή του τύπου της εταιρείας χωρίς αυτή να λυθεί και να εκκαθαριστεί. Έτσι, σύμφωνα με τον νόμο, όποτε ρυθμίζεται η μετατροπή χωρίς λύση και εκκαθάριση, χωρίς την τήρηση των διατυπώσεων του νόμου, επέρχεται μεταβολή απλώς του εταιρικού τύπου και πρόκειται για «κατά κυριολεξία μετασχηματισμό». Ωστόσο, υπάρχει και ο «καταχρηστικός μετασχηματισμός», στον οποίο η εταιρία λύεται και είτε εισφέρεται στην συνιστάμενη νέα εταιρία το καθαρό προϊόν της εκκαθάρισης, είτε εισφέρεται στη νέα εταιρεία το σύνολο της εταιρικής περιουσίας (παθητικό και ενεργητικό), σύμφωνα με τα άρθρα 367 επ ΑΚ. Στην περίπτωση αυτή δημιουργείται νέα εταιρία και απαιτείται να τηρηθούν όλες οι διατυπώσεις σύστασης μια εταιρίας με μόνη τη διαφορά ότι στα εισφερόμενα στοιχεία περιλαμβάνεται και η εταιρική περιουσία της διαλυθείσας εταιρίας. Η μετατρεπόμενη διαλύεται, ιδρύεται νέα χωρίς να είναι εκ του νόμου διάδοχος της πρώτης, ούτε η πρώτη να λογίζεται συνεχιζόμενη από τη δεύτερη. Στο στάδιο της εκκαθάρισης η πρώτη εκπροσωπείται από τους εκκαθαριστές.

Η συγχώνευση στις ανώνυμες εταιρίες δύναται να πάρει τρεις μορφές : α) *Συγχώνευση με απορρόφηση*, όπου η μια εταιρία διευρύνεται και περιλαμβάνει στους κόλπους της τις περιουσίες των επιμέρους εταιριών και τους μετόχους, β) *συγχώνευση με δημιουργία νέας εταιρίας*, στην οποία η νέα εταιρία ενσωματώνει τις περιουσίες και τους μετόχους των συγχωνευόμενων εταιριών και στους μετόχους χορηγούνται δικές της μετοχές και γ) *η συγχώνευση με εξαγορά*. Στην συγχώνευση των εταιριών, οι συγχωνευόμενες παύουν να υπάρχουν χωρίς να προηγηθεί εκκαθάριση και διανομή της εταιρικής περιουσίας των συγχωνευομένων, η περιουσία τους μεταβιβάζεται από το νόμο στη νέα, την απορροφούσα ή εξαγοράζουσα¹⁵⁴. Ανεξάρτητα όμως από τη μορφή της συγχώνευσης ο νόμος προβλέπει μια διαδικασία προστασίας των συμφερόντων των εταιρικών δανειστών και των μετόχων της μειοψηφίας, αναγνωρίζοντας τον κίνδυνο που μπορεί να προκύψει από μια τέτοια αναδιάρθρωση της εταιρίας.

Αν η εταιρία έχει ομολογιούχους δανειστές, για την πραγματοποίηση της συγχώνευσης, απαιτείται εγκριτική απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων¹⁵⁵ (άρθρο 70 παρ. 4). Με τον ν. 3156/2003 (άρθρο 15) ο νομοθέτης περιόρισε αυτή τη διαδικασία προστασίας των συμφερόντων των ομολογιούχων μόνο στους κατόχους μετατρέψιμων ομολογιών θεωρώντας ότι στα πλαίσια της συναλλακτικής πρακτικής δεν υπάρχει λόγος τόσο μεγάλης προστασίας σε όλους τους ομολογιούχους

¹⁵⁴ Πρβλ. Δούβλης, Η μεταβίβαση τραπεζικής πίστωσης με αλληλόχροο λογαριασμό (1994), 262 επ.

¹⁵⁵ Εφόσον δεν έχουν συγκροτηθεί σε ομάδα οι ομολογιούχοι δανειστές, συγκροτούνται ad hoc, για την παροχή έγκρισης για την σχεδιαζόμενη συγχώνευση.

δανειστές. Εάν η συνέλευση των ομολογιούχων δεν εγκρίνει τη συγχώνευση, μπορεί να την επιτρέψει το δικαστήριο αν κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση των συγχωνευόμενων εταιριών ή οι εγγυήσεις που έχουν ήδη λάβει οι ομολογιούχοι δανειστές ή που τους προσφέρει η εταιρία δεν δικαιολογούν αντιρρήσεις. Μάλιστα, μέσα στα πλαίσια της προστασίας των εταιριών, των μετόχων και των τρίτων-δανειστών, το άρθρο 76 του ν. 2190/1920 εισάγει ευθύνη για κάθε ππαίσμα κατά την προετοιμασία και την πραγματοποίηση τη συγχώνευσης, κάθε μέλους του διοικητικού συμβουλίου των απορροφώμενων, εάν πρόκειται για απορρόφηση ή των εξαγοραζόμενων, εάν πρόκειται για εξαγορά και των εξαφανιζόμενων εάν πρόκειται για συγχώνευση με σύσταση νέας εταιρίας.

Αντίθετος θεσμός από την συγχώνευση είναι η διάσπαση, με την οποία επέρχεται κατάτμηση της περιουσίας μιας ανώνυμης εταιρίας (διασπώμενη) και μεταβίβασή της σε περισσότερες ανώνυμες εταιρίες (επωφελούμενες) που υπάρχουν (διάσπαση με απορρόφηση) ή που δημιουργούνται από την αρχή (διάσπαση με σύσταση νέων εταιριών). Μετά τη διάσπαση, η διασπώμενη εταιρία παύει να υπάρχει αυτοτελώς και ενυπάρχει μέσα στις επωφελούμενες εταιρίες, ενώ οι μέτοχοί της μετέχουν στις επωφελούμενες εταιρίες χωρίς απαραίτητα να αναλαμβάνουν νέες μετοχές ενώ ισχύουν και πάλι οι κανόνες της οιονεί καθολικής διαδοχής. Στην περίπτωση της διάσπασης, προβλέπεται διπλό σύστημα προστασίας των ομολογιούχων δανειστών. Σύμφωνα με το άρθρο 83 παρ. 2 του ν. 2190/1920, οι ομολογιούχοι δανειστές θα πρέπει να ικανοποιηθούν από την επωφελούμενη εταιρία στην οποία μεταβιβάστηκε η σχετική υποχρέωση. Διαφορετικά για την ικανοποίησή τους ευθύνονται εις ολόκληρον και οι λοιπές επωφελούμενες εταιρίες μέχρι του ύψους της καθαρής περιουσίας που εισφέρθηκε σε κάθε μια από τις επωφελούμενες εταιρίες¹⁵⁶. Παράλληλα, ισχύει και η διάταξη του άρθρο 70 παρ. 4 του ν. 2190/1920, όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 15 του ν. 3156/2003, σύμφωνα με το οποίο απαιτείται εγκριτική απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών για τη διάσπαση.

5. Φορολογικά ζητήματα

Μια από τις καινοτομίες που εισήγαγε ο ν. 3156/2003 είναι και η βελτίωση του κανονιστικού πλαισίου που διέπει την έκδοση του ομολογιακού δανείου και τον νέο θεσμό της τιτλοποίησης. Οι ειδικές φορολογικές ρυθμίσεις κρίθηκαν αναγκαίες προκειμένου, αφενός να καταστεί ευχερέστερη και πιο ευέλικτη αυτή η μορφή

¹⁵⁶ Πρβλ. *Παμπούκη*, Το Δίκαιο της Ανώνυμης εταιρίας (1998), 202 επ, όπου υποστηρίζει ότι η ευθύνη των λοιπών επωφελούμενων εταιριών είναι επικουρική, υπό την έννοια ότι αυτές ευθύνονται περιορισμένα και μόνο εάν δεν ικανοποιεί τους ομολογιούχους η πρώτη εταιρία. Και *Αντωνόπουλος*, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, τόμος II, Κεφαλαιουχικές Εταιρίες (1998) οπ.

χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και αφετέρου πιο λειτουργικός ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων. Σύμφωνα με το άρθρο 14 του ν. 3156/2003, απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, περιλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας, τέλος ανταποδοτικό ή μη, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά του ν. 128/1975, προμήθεια, δικαίωμα ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων, η έκδοση του ομολογιακού δανείου του ν. 3156/2003, η παροχή κάθε είδους ασφαλειών, όλες οι συμβάσεις που προβλέπονται από τον νόμο αυτό (καθώς και κάθε σχετική ή παρεπόμενη σύμβαση ή πράξη). Επίσης, απαλλάσσεται από τις ως άνω επιβαρύνσεις, κάθε καταχώριση σε δημόσια βιβλία (όπου απαιτείται), οι προσωρινοί και οριστικοί τίτλοι ομολογιών, η διάθεση και κυκλοφορία των ομολογιών, η εξόφληση του κεφαλαίου από ομολογίες, η εν γένει άσκηση δικαιωμάτων που απορρέουν από τις ομολογίες που εκδίδονται σύμφωνα με αυτό το νόμο, καθώς και η μεταβίβαση των ομολογιών εντός και εκτός οργανωμένης αγοράς ή χρηματιστηρίου. Οι φορολογικές αυτές απαλλαγές ισχύουν με την επιφύλαξη των διατάξεων που αφορούν το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών.

Στη συνέχεια, στα πλαίσια της ανάπτυξης της νέας χρηματοοικονομικής αγοράς προβλέπεται ότι για κάθε εγγραφή σύστασης, μεταβίβασης, άρσης ή διαγραφή εμπραγμάτων δικαιωμάτων ή σημειώσεων σε οποιοδήποτε δημόσιο βιβλίο, μητρώο ή κτηματολόγιο καταβάλλονται μόνο πάγια δικαιώματα έμμισθων ή άμισθων υποθηκοφυλάκων εκατό ευρώ (100€), αποκλειόμενης οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης ή τέλους. Επειδή, από τον συνδυασμό των διατάξεων των άρθρων 1276-1278 ΑΚ. και 29 παρ. ΕισΝΚποΔ, συνάγεται ότι και η προσημείωση υποθήκης αποτελεί εμπράγματο δικαίωμα υπό αναβλητική αίρεση (πληρούμενη με την τελεσίδικη επιδίκαση της απαίτησης και την τροπή της σε υποθήκη εντός προθεσμίας ενενήντα ημερών (άρθρο 1323 ΑΚ) με αναδρομικά αποτελέσματα από την ημέρα εγγραφής της προσημείωσης¹⁵⁷), έχει γίνει δεκτό ότι και η προσημείωση υποθήκης εμπίπτει στις ειδικές φορολογικές διατάξεις του ν. 3156/2003¹⁵⁸. Μάλιστα, σε περίπτωση άρνησης του υποθηκοφύλακα να εγγράψει εμπράγματο δικαίωμα στα οικεία Βιβλία του υποθηκοφυλακείου με έξοδα πάγια δικαιώματα εκατό ευρώ (100€) ο αιτών την εγγραφή δύναται να προσφύγει κατά της απόφασης αυτής στο Μονομελές Πρωτοδικείο του τόπου του υποθηκοφυλακείου με τη διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Πρβλ. ΟΛΑΠ 14/2006, www.lawdb.intrasoftnet.gr.

¹⁵⁸ Πρβλ. ΜΠρωτΜεσ 179/2007, ΧρηΔΚ (2007), 406 επ και ΜΠρωτΛαμ 256/2007, ΧρηΔΚ (2007), 407 επ, όπου αναφέρεται ότι και η εγγραφή προσημείωσης υποθήκης γίνεται ατελώς και δεν επιβάλλονται αναλογικά τέλη.

¹⁵⁹ Πρβλ. ΜΠρΡεθ 25/2007, www.lawdb.intrasoftnet.gr.

Η ιδιαίτερη φορολογική μεταχείριση που εισάγει ο ν. 3156/2003 προσδιορίζεται και από τα εξής. Οι τόκοι από ομολογιακά δάνεια και ομολογίες θεωρούνται ως εισοδήματα από κινητές αξίες και εξ' αυτού του λόγου επιβάλλεται φόρος, ο οποίος υπολογίζεται στο ποσό των τόκων που προκύπτουν με συντελεστή δέκα τοις εκατό (10%)¹⁶⁰, ο οποίος είτε παρακρατείται από τον οφειλέτη των τόκων κατά το χρόνο που γίνεται ο εκτοκισμός της κατάθεσης, είτε από εκείνον που κατέβαλε τους τόκους, κατά την εξαργύρωση των τοκομεριδίων. Αντίθετα, για ομόλογα χωρίς κουπόνια (ZERO COUPON) ο φόρος υπολογίζεται κατά την έκδοσή τους. Η διάταξη αυτή θα πρέπει να συνδυάζεται με την παρ. 8 του άρθρου 26 του ν. 2789/2000, η οποία προβλέπει την ίδια φορολογική μεταχείριση των εταιρικών ομολογιών με τις ομολογίες που εκδίδει το Ελληνικό δημόσιο. Τέλος, με την παρακράτηση αυτού του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των ομολογιούχων, εφόσον είναι φυσικά πρόσωπα, των προσώπων που αναφέρει ο ν. 2238/1994 στο άρθρο 2 παρ. 4, των συνεταιρισμών και των ενώσεών τους.

Από την άλλη πλευρά, με αφορμή την υπ' αριθμ.514/2006 Γνωμοδότηση του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους, έχει προκύψει το ζήτημα εάν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3156/2003 και κατά συνέπεια στις φορολογικές απαλλαγές οι εξής δύο περιπτώσεις : α) Η περιέλευση όλων των ομολογιών που θα εκδοθούν σε έναν ομολογιούχο δανειστή και β) η έκδοση μιας ομολογίας για όλο το ομολογιακό δάνειο. Το Νομικό Συμβουλίου του Κράτους σε αμφότερα τα ερωτήματα έδωσε αρνητική απάντηση, στηριζόμενη κυρίως στη νομική φύση του ομολογιακού δανείου, στη γραμματική ερμηνεία και στην στενή ερμηνεία των φορολογικών διατάξεων. Συγκεκριμένα, το ΝΣΚ υποστηρίζει ότι, βάσει του ορισμού του ομολογιακού δανείου, στο άρθρο 1 παρ.1 του ν. 3156/2003 και της εισηγητικής έκθεσης του νόμου, στην οποία αναζητάται ο σκοπός του νόμου, ο νομοθέτης υιοθετεί την παραδοσιακή έννοια του ομολογιακού δανείου, όπου το δάνειο εκλαμβάνεται ως ενιαίο δάνειο διαιρούμενο σε επιμέρους ομολογίες και συνεπώς κάθε ομολογία αναφέρεται σε τμήμα κεφαλαίου το οποίο αντιπροσωπεύεται από το σύνολο των ομολογιών, που μπορεί να διατίθενται και στο ευρύ κοινό. Μάλιστα, σε συνδυασμό με την αρχή της στενής ερμηνείας των φορολογικών διατάξεων, το ΝΣΚ καταλήγει ότι, εάν ο νομοθέτης ήθελε να περιλάβει και τις ως άνω περιπτώσεις στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3156/2003, θα το εξέφραζε ρητά. Εφόσον, όμως δεν υπάρχει ρητή αναφορά, οι ως άνω περιπτώσεις δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3156/2003.

¹⁶⁰Πρβλ. *Καβαλάκης*, Κωδικοποίηση φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων» (2007) 56 και *Σταματόπουλος/Καραβοκύρης*, Φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων (2005) 359 επ, το πρώτο εδάφιο της παρ. 2 του άρθρου 12 του ν. 2238/1994 όριζε συντελεστή 15% και περιορίστηκε σε 10% με το άρθρο 8 παρ. 2 του ν. 3296/2004.

Ωστόσο, μια άλλη προσέγγιση και ερμηνεία των διατάξεων του ν. 3156/2003, δύναται να καταδείξει ότι η επιχειρηματολογία της ως άνω γνωμάτευσης θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ασαφής και μετέωρη. Αρχικά, η νομική φύση του δανείου δεν επηρεάζεται από τον αριθμό των ομολογιών και τη συγκέντρωσή τους ή μη σε ένα πρόσωπο. Το χαρακτηριστικό των ομολογιών στον οποίο απέβλεψε ο νομοθέτης για να χρησιμοποιήσει το ομολογιακό δάνειο ως μορφή χρηματοδότησης είναι η αξιογραφική τους ενσωμάτωση. Οι αξιογραφικοί τίτλοι (ομολογίες) αποβλέπουν στην απλούστευση και στην ταχύτητα μεταβίβασης του δικαιώματος που ενσωματώνουν και αυτός ο χαρακτήρας τους δεν απεμπολείται είτε είναι στην κατοχή ενός ομολογιούχου, είτε περισσότερων κατά την έκδοση του δανείου ή μεταγενέστερα. Άλλωστε, ο ν. 3156/2003 προβλέπει την πιθανότητα συγκέντρωσης των ομολογιών σε έναν ομολογιούχο, στο άρθρο 2 παρ. 2 («...επιτρέπεται χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό η απόκτηση ιδίων ομολογιών από την εκδότρια εταιρία»), ενώ στην εισηγητική έκθεση του άρθρου αυτού αναφέρεται σωρευτικά στην απόκτηση ιδίων ομολογιών και από την εκδότρια εταιρία («Οι ομολογίες μπορούν να αποκτηθούν χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό και από την εκδότρια εταιρία»).

Παράλληλα, η γνωμοδότηση του ΝΣΚ εισάγει την αυθαίρετη προσθήκη στον ορισμό του άρθρο 1 του ν. 3156/2003 της «διάθεσης των ομολογιών στο ευρύ κοινό». Με άλλα λόγια, σε μια προσπάθεια αποτροπής της περιέλευσης των ομολογιών σε ένα πρόσωπο (φυσικό ή νομικό), το ΝΣΚ, παρόλο που επικαλείται την εφαρμογή της γραμματικής και στενής ερμηνείας των διατάξεων του νόμου, εισάγει το αφηρημένο κριτήριο του «ευρύ κοινού αγοραστών» με κίνδυνο να δημιουργηθεί σύγχυση και ανασφάλεια δικαίου σε μια προσπάθεια ποσοτικού προσδιορισμού της έννοιας «ευρύ κοινό». Για παράδειγμα, ανήκει στην ως άνω έννοια η περίπτωση όπου αναλαμβάνουν τις ομολογίες δύο ομολογιούχοι, ο ένας εκ των οποίων κατέχει μια ομολογία και ο άλλος τις υπόλοιπες; Ακόμη, ως προς το ζήτημα που τίθεται από το ΝΣΚ για την έλλειψη ειδικής νομοθετικής πρόβλεψης την περίπτωση της συγκέντρωσης των ομολογιών σε έναν ομολογιούχο, κατά την άποψη του γράφοντος, δεν απαιτείται ειδική μνεία ως προς αυτό την στιγμή που ούτε η έννοια του ομολογιακού δανείου, σύμφωνα με τον ν. 3156/2003, προϋποθέτει την ύπαρξη περισσότερων ομολογιούχων.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι μέχρι στιγμής, η ως άνω γνωμοδότηση δεν ασκεί καμία επιρροή στο νομοθετικό πλαίσιο των ομολογιακών δανείων, το οποίο και δεν τροποποιείται αλλά εφαρμόζεται σε αμφότερες τις περιπτώσεις για τις οποίες έγινε λόγος στην παρούσα ενότητα. Ωστόσο, εφόσον η γνωμοδότηση τύχει αποδοχής από τον εκάστοτε Υπουργό Οικονομικών και

τροποποιηθεί ο ν. 3156/2003, οι ζημιές που θα προκύψουν τόσο για το εσωτερικό τραπεζικό σύστημα, όσο και για την πραγματοποίηση επενδύσεων στην Ελλάδα είναι τεράστιες. Το μεγαλύτερο μέρος των εταιρικών χορηγήσεων από πιστωτικά ιδρύματα πραγματοποιείται με τη μορφή ομολογιακών δανείων του ν.3156/2003, τα οποία κατά την έκδοσή τους τουλάχιστον, είναι διμερή. Η αποδοχή της άποψης ότι δεν εφαρμόζονται σε αυτά οι φορολογικές απαλλαγές του ν.3156/2003, συνεπάγεται την επιβολή τεράστιων προστίμων για την απόδοση εισφορών και φόρων από τα πιστωτικά ιδρύματα¹⁶¹. Και βέβαια συνεπάγεται και διεθνή έκθεση της χώρας μας, καθώς θα πληθύνουν οι φωνές που υποστηρίζουν ότι η Ελλάδα δεν είναι κατάλληλη χώρα για επενδύσεις, λόγω του ασταθούς και ασαφούς νομοθετικού και φορολογικού της πλαισίου. Επαφίεται, λοιπόν, στην κρίση του εκάστοτε Υπουργού Οικονομικών η επιλογή της αποκόμισης βραχυπρόθεσμου οικονομικού οφέλους με την αποδοχή της γνωμοδότης του ΝΣΚ και την επιβολή των αναλογούντων προστίμων ή η υιοθέτηση ενός μακροπρόθεσμου οικονομικού σχεδιασμού, απαλλαγμένου από μικροκομματικά συμφέροντα, με σκοπό την δημιουργία ενός κατάλληλου περιβάλλοντος για εισροή ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα με πολύ περισσότερα οικονομικοκοινωνικά οφέλη για την χώρα μας.

¹⁶¹ Τα οποία βέβαια, από την δημοσίευση κιόλας της γνωμοδότησης έσπευσαν να μετακυλίσουν το οιοδήποτε μελλοντικό βάρος προκύψει στην εκδότρια εταιρία με αντίστοιχο όρο στην σύμβαση του δανείου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ΄ **ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗ ΛΗΞΗ ΤΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ**

1. Εξόφληση των ομολογιών

Η λήξη του ομολογιακού δανείου συντελείται και με την ολοσχερή εξόφληση από την εκδότρια εταιρία των ομολογιών που έχει εκδώσει. Η εξόφληση πραγματοποιείται με την καταβολή της ονομαστικής αξίας των ομολογιών στην ημερομηνία ή στις ημερομηνίες που έχει συμφωνηθεί από τα μέρη. Στην περίπτωση όπου οι ομολογίες εκδόθηκαν υπό το άρτιο (δηλαδή σε τιμή μικρότερη της ονομαστικής τους αξίας) η διαφορά που καλείται να καταβάλει η εκδότρια με την πληρωμή της ονομαστικής αξίας της ομολογίας, ονομάζεται αμοιβή έκδοσης και δεν συνιστά μορφή τόκου¹⁶². Η εξόφληση των ομολογιών μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε συνολικά σε συγκεκριμένη ημερομηνία, είτε τμηματικά, είτε με κλήρωση. Στην τελευταία αυτή περίπτωση η εταιρία εκδίδει ομολογίες με τον ίδιο χρόνο εξόφλησης, ενώ ορίζεται στη σύμβαση του δανείου ότι ορισμένες ομολογίες, που θα επιλέγονται με κλήρωση, θα εξοφλούνται νωρίτερα σε συγκεκριμένες ημερομηνίες. Οι ομολογίες που κληρώνονται καθίστανται ληξιπρόθεσμες και απαιτητές και ο δικαιούχος αυτών έχει αξίωση έναντι της εκδότριας για καταβολή του κεφαλαίου. Στην πράξη, πολλές εταιρίες προτιμούν να εξοφλούν τμηματικά τις ομολογίες, σε συγκεκριμένες, εκ των προτέρων καθορισμένες, ημερομηνίες ώστε να γνωρίζουν το ποσό που θα κληθούν να καταβάλλουν σε κάθε χρονικό σημείο (ετήσια, σε εξαμηνιαία βάση ή κάθε μήνα) και να μπορούν να ρυθμίσουν την χρηματοροή τους (cash flow). Ενώ δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου η εταιρία, προκειμένου να εξοφλήσει τις ομολογίες, προβαίνει στην έκδοση νέου ομολογιακού δανείου με ευνοϊκότερους ή μη όρους και σε άλλους τρόπους δανεισμού (πχ. καταναλωτικά δάνεια) με το προϊόν των οποίων εξοφλεί τις παλαιές ομολογίες.

Όσον αφορά στη διαδικασία εξόφλησης των ομολογιών, θα πρέπει να γίνει διάκριση ανάμεσα στις ενσώματες και στις άυλες ομολογίες. Στις ενσώματες η εξόφληση λαμβάνει χώρα είτε με την ανεπιφύλακτη παράδοση των ομολογιών στην εκδότρια και με σημείωση πάνω στον τίτλο της εξόφλησης, της αιτίας και της ημερομηνίας που διενεργήθηκε, είτε με καταστροφή του τίτλου. Κάθε εγγραφή χρονολογείται και συνυπογράφεται από την εκδότρια και τον εισπράττοντα ομολογιούχο και συνιστά πλήρη απόδειξη για το περιεχόμενό της επιτρέποντας

¹⁶² Πρβλ. Βερβεσός (2005), 353.

ανταπόδειξη μόνο σε περίπτωση προφανούς λάθους. Η καταστροφή ή η σημείωση γίνονται από την εκδότρια και στοχεύουν στην αποφυγή κυκλοφορίας του τίτλου και την απόκτηση του από καλόπιστο τρίτο¹⁶³. Ομοίως, η εκδότρια οφείλει είτε να καταστρέψει τον τίτλο, είτε να σημειώσει επί του τίτλου την εξόφλησή του, στην περίπτωση εξόφλησης τόκων όπου έχει προηγηθεί η έκδοση τοκομεριδίων, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω. Εφόσον γίνει μερική εξόφληση του τίτλου, η εκδότρια δύναται να τον ακυρώσει και να εκδώσει νέο τίτλο για το υπόλοιπο του οφειλόμενου κεφαλαίου ή να κάνει πάλι σημείωση στο σώμα του τίτλου. Εξόφληση επέρχεται και με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής ή ανταλλαγής με μετοχές της εκδότριας στην περίπτωση των μετατρέψιμων ή ανταλλάξιμων ομολογιών αντίστοιχα. Τέλος, για την εξόφληση των άυλων ομολογιών είναι απαραίτητη η προσκόμιση ονομαστικής βεβαίωσης την οποία εκδίδει ο διαχειριστής του Σ.Α.Τ που είναι εγγεγραμμένες οι ομολογίες. Η εκδότρια και το Χρηματιστήριο αποστέλλουν στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) γνωστοποίηση της τελευταίας ημέρας διαπραγμάτευσης των τίτλων προκειμένου να γίνει εκκαθάριση. Με την ολοκλήρωση της εκκαθάρισης των συναλλαγών της ημέρας αυτής το ΚΑΑ θέτει στη διάθεση της εκδότριας τα στοιχεία των ομολογιούχων και στη συνέχεια διαγράφονται οι συγκεκριμένες ομολογίες.

2. Καταγγελία

Πέρα από την εξόφληση των ομολογιών κατά την ημερομηνία λήξης τους ή όχι και τη συνολική, εμπρόθεσμη αποπληρωμή του δανείου είναι δυνατή και η πρόωρη λήξη του δανείου με καταγγελία, τακτική ή έκτακτη. Οι λόγοι της τακτικής καταγγελίας περιγράφονται στη σύμβαση. «Γεγονότα καταγγελίας», όπως συνήθως αναφέρονται, είναι κυρίως αυτά π/ ου αφορούν στη μη καταβολή ληξιπρόθεσμων χρεών από την εκδότρια, στη διάθεση του ποσού του δανείου για σκοπό διάφορο από αυτόν που προβλέπεται στη σύμβαση, σε αναληθείς ή παραπλανητικές δηλώσεις των μερών σε έγγραφα ή καταστάσεις, στην ακυρότητα ή μη εκτελεστικότητα οποιασδήποτε ασφάλειας, εμπράγματης ή ενοχικής παραχώρησε η εκδότρια προς τους ομολογιούχους. Ακόμη, λόγος έκτακτης καταγγελίας της σύμβασης του δανείου είναι η ουσιαστική¹⁶⁴ χειροτέρευση της οικονομικής κατάστασης της εκδότριας, η μείωση του μετοχικού της κεφαλαίου ή η μεταβίβαση περιουσιακών της στοιχείων

¹⁶³ Πρβλ. Χριστοδούλου, Άυλες ομολογίες και δικονομικά ζητήματα από τη νομική φύση του εκπροσώπου», σελ 872, όπου καταδεικνύεται πως, από τον συνδυασμό των διατάξεων των παρ. 8 και 11 του άρθρου 4 του ν. 3156/2003, προκύπτει ότι είναι δυνατή και η καλόπιστη κτήση ομολογιών από μη δικαιούχο και η καλόπιστη εξόφληση τους από την εκδότρια εταιρία σε μη δικαιούχο.

¹⁶⁴ Πολλές φορές η λέξη «ουσιαστική» δε υπάρχει στο προδιατυπωμένο κείμενο της τράπεζας και προστίθεται μετά από διαπραγμάτευση.

(ενσώματων ή άυλων) χωρίς προηγούμενη ενημέρωση ή σύμφωνη γνώμη των ομολογιούχων¹⁶⁵. Λόγο καταγγελίας συνιστά και η μεταβολή της μετοχικής σύνθεσης της εκδότριας, με την έννοια της μεταβολής της ελέγχουσας πλειοψηφίας. Η λήψη απόφασης για λύση, εκκαθάριση, παύση εργασιών, πτώχευση, υποβολή κάποιου εκ των μερών στις διατάξεις των άρθρων 44 επ του ν. 1892/1990 συνιστούν αυτονόητα, λόγο καταγγελίας της σύμβασης του ομολογιακού δανείου. Βέβαια, επειδή η διαμόρφωση των γεγονότων καταγγελίας της σύμβασης ομολογιακού δανείου επαφίεται στη βούληση των μερών και εξαρτάται από την διαπραγματευτική τους ισχύ, μέσα στα πλαίσια της ελευθερίας των συμβάσεων, η παράθεση των ως άνω λόγων είναι ενδεικτική.

Ωστόσο, παρά την πρόβλεψη κάποιων λόγων καταγγελίας της σύμβασης του ομολογιακού δανείου από τα μέρη, εφόσον πρόκειται για αμφοτεροβαρή σύμβαση, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, τυγχάνουν εφαρμογής και οι διατάξεις των άρθρων 374 επ του Αστικού κώδικα για τις αρχές των αμφοτεροβαρών συμβάσεων. Σύμφωνα με αυτές τις αρχές, η υπαιτιότητα του μέρους που προκάλεσε την καταγγελία συνδέεται με υποχρέωση αποζημίωσης και η αδυναμία παροχής του ενός μέρους προς το άλλο σημαίνει καταγγελία της σύμβασης και προκαλεί την υπερημερία του δανειστή της παροχής. Η καταγγελία αποφασίζεται από τη συνέλευση των ομολογιούχων με τους κανόνες απαρτίας και πλειοψηφίας που ορίζει η σύμβαση. Η άσκηση όμως του δικαιώματος γίνεται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, ο οποίος επιδίδει με δικαστικό επιμελητή την απόφαση στην εκδότρια εταιρία. Αναφορικά με το δικαίωμα αυτό του εκπροσώπου, υπήρξε αμφισβήτηση εάν η καταγγελία ασκείται μόνο από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων ή εάν κάθε ομολογιούχος δύναται να ασκήσει το δικαίωμά του αυτό χωριστά. Από το άρθρο 4 παρ. 6 του ελληνικού νόμου, συνάγεται ότι, εφόσον δεν προβλέπεται στη σύμβαση¹⁶⁶, το δικαίωμα καταγγελίας ασκείται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων¹⁶⁷.

Κατά την άποψη του γράφοντος η επιλογή αυτή είναι ορθότερη καθώς, δεδομένων των τεράστιων οικονομικών συμφερόντων που προκύπτουν από τη σύμβαση ομολογιακού δανείου, αποτρέπεται το ενδεχόμενο μιας βιαστικής καταγγελίας από έναν ομολογιούχο που δεν έχει σταθμίσει σωστά τη ζημία που θα υποστεί η εκδότρια εταιρία, αφενός και αφετέρου σε δικονομικό επίπεδο, αποφεύγεται η άσκηση πολλαπλών αγωγών για το ίδιο ζήτημα (με τον ίδιο ή διαφορετικούς λόγους καταγγελίας) το οποίο συν τοις άλλοις, συνεπάγεται και πολύ υψηλό κόστος για τους ομολογιούχους. Από την άλλη, εφόσον ο εκπρόσωπος

¹⁶⁵ Ο όρος αυτός ισχύει και για τους εγγυητές, σε περίπτωση που έχουν δοθεί προσωπικές εγγυήσεις.

¹⁶⁶ Συνήθως προβλέπεται.

¹⁶⁷ Πρβλ. Βερβεσός (2005), 462.

αδρανή ή παραλείπει να καταγγείλει τη σύμβαση του ομολογιακού δανείου, ως οφείλει, οι ομολογιούχοι δανειστές δύνανται να καταγγείλουν τη σύμβασή τους με τον εκπρόσωπο και να ασκήσουν οι ίδιοι το ως άνω δικαίωμα. Μετά την καταγγελία της σύμβασης, οι ομολογιούχοι δανειστές ασκούν πλέον ατομικά όλα τα απορρέοντα από την σύμβαση δικαιώματα. Στο αγγλικό και στο ελβετικό δίκαιο ορίζεται ρητά ότι το δικαίωμα πρόωρης καταγγελίας ασκείται μόνο από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχο, ενώ στο γερμανικό δίκαιο, πριν από την αλλαγή του νόμου, προβλεπόταν ότι το δικαίωμα αυτό είναι αμεταβίβαστο και ως εκ τούτου παρέμενε στους ομολογιούχους δανειστές, πράγμα το οποίο δε ισχύει πλέον, ούτε στη Γερμανία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε΄ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

1. Γενικά

Στη Νομική Σχολή του Σικάγο ήδη από το 1954 άρχισε να διαμορφώνεται η πεποίθηση ότι τα οικονομικά και το Δίκαιο είναι δύο τομείς που συνδέονται πολύ στενά μεταξύ τους και αλληλοσυμπληρώνονται σε πολλά σημεία. Η ιδέα της οικονομικής προσέγγισης του Δικαίου όμως, δεν ήταν νέα. Βρισκόταν εν σπέρματι στα έργα των Adam Smith, Cesare, Beccaria και άλλων. Τα επόμενα χρόνια, πολλοί αμερικανοί οικονομολόγοι διατύπωσαν θεωρίες μέσω των οποίων πέτυχαν να καταδείξουν την εφαρμογή της μεθοδολογίας της οικονομικής επιστήμης σε διάφορους κλάδους του Δικαίου¹⁶⁸. Η σύγχρονη οικονομική ανάλυση του Δικαίου προσφέρει μια βάση γόνιμης συνεργασίας της Οικονομικής και της Νομικής επιστήμης, με την έννοια ότι δημιουργείται για πρώτη φορά μια γνήσια θεωρία δικαίου, τόσο για την εξήγηση και πρόβλεψη των συνεπειών των νομικών ρυθμίσεων, όσο και για την αξιολόγησή τους, με κριτήριο την ευημερία και την αποτελεσματικότητα των κανόνων στην επίτευξη του στόχου που ετέθη από τον νομοθέτη¹⁶⁹. Πρόκειται για ένα εργαλείο για τον δικαστή και τον νομοθέτη προκειμένου να κατανοήσουν καλύτερα την αγορά ώστε, αφενός να μην την στρεβλώνουν με τους κανόνες δικαίου που θέτουν ή εφαρμόζουν και αφετέρου να την διορθώνουν, όταν είναι αναγκαίο, με τους κανόνες της οικονομικής επιστήμης, ώστε να επιτευχθεί ο απαραίτητος εξορθολογισμός της νομοθεσίας και της απονομής δικαιοσύνης με σκοπό την μεγιστοποίηση της κοινωνικής και οικονομικής ευημερίας¹⁷⁰.

2. Η οικονομική ανάλυση σε σχέση με την έκδοση ομολογιακού δανείου

¹⁶⁸ Το περίφημο «θεώρημα του Coase» υποστήριζε ότι : *Αν τα μέρη αφεθούν ελεύθερα να διαπραγματευθούν θα κατορθώσουν να φτάσουν στο πλέον αποτελεσματικό (από οικονομική άποψη) αποτέλεσμα, ανεξάρτητα από τα υφιστάμενα, εμπράγματα κυρίως, δικαιώματα.* Αυτό βέβαια μπορεί να συμβεί σε έναν κόσμο με μηδενικά συναλλακτικά έξοδα και με καλή πληροφόρηση των μερών. Οπότε το δικαίωμα θα καταλήξει σε αυτόν που το αξιολογεί περισσότερο. Χατζή, Σημειώσεις από διαλέξεις του σε παραδόσεις του μαθήματος «Οικονομική Ανάλυση του Δικαίου» στο μεταπτυχιακό τμήμα του Παντείου Πανεπιστημίου.

¹⁶⁹ Πρβλ. Γέμπτος, Οι θεωρητικές βάσεις της Οικονομικής Ανάλυσης του Δικαίου, ΝοΒ 47 (1999), 1 επ.

¹⁷⁰ Πρβλ. Γέμπτος Οικονομία και Δίκαιο, τ. Β΄, Οικονομική ανάλυση βασικών θεσμών του Ιδιωτικού Δικαίου (2001), Δούβλης, Οι τάσεις ενοποίησης του περιουσιακού δικαίου και ο ρόλος του εμπορικού δικαίου, ΧρΙΔ 2005, 961.

Ο πιο χαρακτηριστικός κλάδος δικαίου όπου μπορεί κανείς να διαπιστώσει την προσέγγιση των Οικονομικών στο Δίκαιο είναι το δίκαιο των συμβάσεων, γιατί αποτελεί τη βάση του οικονομικού δικαίου και ρυθμίζεται από θεμελιώδεις κανόνες δικαίου. Σε μία σύμβαση δύο άτομα ανταλλάσσουν υποσχέσεις οι οποίες ουσιαστικά περιορίζουν τις μελλοντικές τους ενέργειες, αλλά το κάνουν γιατί το κόστος του περιορισμού των μελλοντικών τους ενεργειών είναι μικρότερο από το όφελος που αναμένουν από τις ενέργειες ακόμη και μελλοντικές, του αντισυμβαλλομένου τους. Βασικά θεμέλια της Οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου ως αξιολογικής θεωρίας δικαιοκτικών θεσμών είναι ότι οι άνθρωποι δρουν ορθολογικά και αναζητούν τον αποτελεσματικότερο τρόπο για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους και να αυξήσουν την ευημερία τους, το οποίο και συνιστά τον κύριο άξονα των ενεργειών τους. Η οικονομική ανάλυση υποθέτει αρχικά ότι τα μέρη μπορούν να ρυθμίσουν αποτελεσματικά τη συμβατική τους σχέση και να επιλύσουν τα πιθανά προβλήματα που θα προκύψουν ώστε να καλυτερεύσουν την θέση τους με την εκπλήρωση της σύμβασης. Ο ρόλος του δικαίου στις συμβάσεις έγκυται στην ύπαρξη των κανόνων εκείνων που θα βοηθήσουν τα μέρη στην αντιμετώπιση των προβλημάτων-ατελειών της σύμβασης, τόσο κατά την σύναψή της, όσο και κατά την λειτουργία της, προκειμένου να αποφευχθεί η προσφυγή των μερών στα δικαστήρια.

Σύμφωνα λοιπόν με τα ανωτέρω, η οικονομική ανάλυση του δικαίου βρίσκει πρόσφορο έδαφος και στη σύμβαση του ομολογιακού δανείου, η οποία έχει κατεξοχήν οικονομικό αντικείμενο. Με άλλα λόγια, στη σύμβαση ομολογιακού δανείου, δύο ορθολογικά σκεπτόμενα μέρη προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την ωφέλειά τους και να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις τους με τον αποτελεσματικότερο γι' αυτά τρόπο, οδηγούνται οικιοθελώς σε συμβατική δέσμευση. Με την νομική αυτή δέσμευση η εκδότρια εταιρία στοχεύει στην χρηματοδότηση για την επίτευξη των επενδύσεών της και οι ομολογιούχοι επιδιώκουν το μεγαλύτερο δυνατό όφελος από το επιτόκιο ή άλλα ωφελήματα, ανάλογα με τη μορφή του δανείου. Η υλοποίηση της σύμβασης γίνεται μέσα από τους όρους του προγράμματος του δανείου. Εφόσον οι όροι λειτουργήσουν αποτελεσματικά καθ' όλη την διάρκεια του δανείου θα επιτευχθεί ο σκοπός για τον οποίο συνήφθη η σύμβαση. Με τον καθορισμό των όρων της σύμβασης τα μέρη επιχειρούν να προβλέψουν και να αποτρέψουν κάθε ενδεχόμενη ατέλεια προκειμένου να λειτουργήσει σωστά η σύμβαση. Μια ιδιαίτερα σημαντική ατέλεια που παρατηρείται στις συμβάσεις έχει να κάνει με τη διαπραγματευτική ισχύ των μερών. Η οικονομική θεωρία καταδεικνύει ότι όταν στην σύμβαση επιβάλλονται, από τον διαπραγματευτικά ισχυρότερο στο ασθενέστερο μέρος, κάποιοι όροι δυσμενείς για το τελευταίο, όπως οι γενικοί όροι συναλλαγών, η σύμβαση παρουσιάζει «εξωτερικότητες», όπως ονομάζονται και πολύ δύσκολα θα

λειτουργήσει σωστά. Βέβαια, στη σύμβαση ομολογιακού δανείου δεν ανακύπτει τέτοιου είδους ζήτημα καθώς λόγω της ανάλυσης που προηγήθηκε, κατ' ουσίαν δεν υπάρχει θέμα διαπραγματευτικά κατώτερου μέρους.

Η οικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι μεταξύ των στοιχείων που θα πρέπει να προβλέπει μια σύμβαση είναι και η κατανομή του κινδύνου σε περίπτωση αδυναμίας παροχής κάποιου από τα μέρη. Στο ομολογιακό δάνειο τον κίνδυνο της μη πληρωμής του δανείου τον αναλαμβάνει είτε η εκδότρια, όταν παραχωρεί εμπράγματα ασφάλεια σε κινητά ή ακίνητά της, είτε τρίτο πρόσωπο που εγγυάται για την αποπληρωμή του δανείου. Βέβαια και το πιστωτικό ίδρυμα συνήθως ασφαρίζεται σε τρίτα μέρη (ασφαλιστικές επιχειρήσεις) για τις πιστώσεις που παρέχει. Επειδή όμως από το Δίκαιο δεν είναι δυνατόν να απαγορευθεί σε κανένα από τα μέρη να αθετήσει την σύμβαση εφόσον το επιλέξει, για την περίπτωση αυτή ο Posner εισήγαγε τη θεωρία της «αποτελεσματικής αθέτησης της σύμβασης». Η θεωρία αυτή ορίζει τι θα πρέπει να συμβεί αν αυτός που υποσχέθηκε κάτι στον αντισυμβαλλόμενο του, μετανιώσει είτε γιατί πιστεύει ότι δεν τον συμφέρει πια η εκπλήρωση της σύμβασης, είτε γιατί κάποιος άλλος του προσφέρει μεγαλύτερο αντάλλαγμα. Για την περίπτωση αυτή, υπάρχει η πρόβλεψη αποζημίωσης του μέρους που βλάπτεται από την αθέτηση της σύμβασης, τόσο στις γενικές διατάξεις του αστικού κώδικα, όσο και στους όρους του ομολογιακού δανείου.

Στο σημείο αυτό καθίσταται εμφανής η διαφοροποίηση με το Δίκαιο, όπου υπάρχει μια κυκλική πορεία, όταν για παράδειγμα μια έννομη σχέση άρχεται βάσει αστικού δικαίου, ολοκληρώνεται με βάσει το ίδιο δίκαιο. Αντίθετα, στις συμβάσεις, ενώ τα μέρη ξεκινούν από κάποια νομική βάση (ανάλογα με τον χαρακτήρα της σύμβασης), όταν υλοποιηθεί αποτελεσματικά η σύμβαση, καταλήγει σ' ένα οικονομικό αποτέλεσμα. Ενώ δηλαδή, ο νομικός μανδύας είναι πολύ έντονος στην αρχή τη σύμβασης, κατά την λειτουργία της ατονεί η νομική υφή και υπερισχύει η οικονομική της αποτελεσματικότητα, στην οποία μάλιστα όφειλε να αποβλέπει εξ αρχής ο νομικός που συντάσσει την σύμβαση. Έτσι λοιπόν, επαληθεύεται και πάλι η άποψη που υποστηρίζει ότι η Οικονομία και το Δίκαιο συνιστούν «δύο όψεις του ίδιου νομίσματος», καθώς ούτε το Δίκαιο μπορεί να «αγνοήσει» τις απαιτήσεις της αγοράς, ούτε η Οικονομία μπορεί να λειτουργήσει σ' ένα άναρχο επίπεδο χωρίς κανόνες και νόμους.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο εμπορικό δίκαιο, οι απαιτήσεις της οικονομίας και της αγοράς σε εθνικό επίπεδο, αλλά και όπως διαμορφώνονται μέσα από τη διεθνή πρακτική είναι εκείνοι οι παράγοντες που καταδεικνύουν την ανάγκη για τροποποίηση των κανόνων δικαίου ή την εισαγωγή νέων θεσμών και νέου νομικού πλαισίου. Έτσι η ανάγκη επέκτασης της επενδυτικής δραστηριότητας των ελληνικών επιχειρήσεων, προκειμένου να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητά τους έναντι των επιχειρήσεων των άλλων κρατών της ευρωπαϊκής ένωσης, μέσα στα πλαίσια της Κοινής Αγοράς, αφενός και η προσδοκία προσέλκυσης ξένων επενδύσεων αφετέρου, οδήγησαν στον επαναπροσδιορισμό του υπάρχοντος νομικού πλαισίου και την εισαγωγή νέων θεσμών που εξυπηρετούν καλύτερα τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Με την ψήφιση του ν. 3156/2003, καταργήθηκαν ή τροποποιήθηκαν διατάξεις που βρίσκονταν διάσπαρτες στον κν 2190/1920 και σε άλλα νομοθετήματα για τα ομολογιακά δάνεια και εισήχθησαν νέοι και πιο ευέλικτοι θεσμοί, που καθιστούν ευκολότερη την χρηματοδότηση ακόμη και των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, μέσω της σύναψης ομολογιακού δανείου και της τιτλοποίησης απαιτήσεων στα πλαίσια τόσο της χρηματιστηριακής όσο και της εξω-χρηματιστηριακής αγοράς. Επίσης, οι διατάξεις του ν. 3156/2003 συνέβαλαν στη σύγκλιση της ελληνικής νομοθεσίας προς τις λοιπές νομοθεσίες των κρατών-μελών της ευρωπαϊκής ένωσης, ειδικότερα σε ό,τι αφορά στην εξασφάλιση του δανείου με εμπράγματα ασφάλειες και στο θεσμό της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών και του εκπροσώπου αυτών.

Μέσα σε αυτή την λογική, η παρούσα μελέτη, μετά από μια σύντομη εννοιολογική οριοθέτηση, επιχείρησε να παρουσιάσει τα γενικά χαρακτηριστικά του ομολογιακού δανείου, αλλά και τις ιδιομορφίες που εμφανίζουν οι διάφορες μορφές που μπορεί να πάρει αυτό ανάλογα με την νομική φύση των ομολογιών που το απαρτίζουν. Επίσης, αναζήτησε τα νομικά ζητήματα που δύναται να αντιμετωπίσει ο δικηγόρος της πράξης τόσο κατά τη σύναψη σύμβασης κοινού ομολογιακού δανείου, όσο και κατά τη λειτουργία και τη λήξη της. Νομικά ζητήματα που σχετίζονται άμεσα με την δυνατότητα ή μη μεταβίβασης των ομολογιών, με τον νέο θεσμό της οργάνωσης των ομολογιούχων σε ομάδα και του ορισμού εκπροσώπου αυτής, με την νομική φύση της θέσης του και τις αρμοδιότητές του. Παράλληλα, ετέθησαν και προβληματισμοί όπως το αν, σε ποιο βαθμό και με ποιο νομικό πλαίσιο είναι δυνατή η προστασία της εκδότριας εταιρίας από ενδεχόμενη ύπαρξη γενικών όρων

συναλλαγών στη σύμβαση του ομολογιακού δανείου, εφόσον οι όροι του δανείου μπορούν να χαρακτηριστούν ως τέτοιοι και η εκδότρια ως ασθενέστερο μέρος.

Ακόμη αναζητήθηκε το επίπεδο προστασίας των ομολογιούχων δανειστών από την παροχή προσωπικών εγγυήσεων από τους μετόχους ή τρίτους και την παραχώρηση εμπραγμάτων δικαιωμάτων επί κινητών και ακινήτων της εκδότριας εταιρίας. Όπως και η μορφή που λαμβάνει η προστασία των δανειστών σε περίπτωση νομικής αναδιάρθρωσης της εκδότριας εταιρίας. Τέλος, εξετάστηκαν νομικά ζητήματα που προκύπτουν από την καταγγελία της σύμβασης του δανείου και την πρόωρη λήξη των ομολογιών. Με δεδομένο ότι αντικείμενο της παρούσας μελέτης συνιστούν κυρίως τα κοινά ομολογιακά δάνεια, όπως διαμορφώθηκαν από τον νέο νόμο, υπήρξαν ελάχιστες τοποθετήσεις επί των ομολογιακών δανείων με άυλες ομολογίες, διαπραγματεύσιμες στο ΧΑΑ, με στόχο μόνο να πλαισιώσουν την βασική και πιο συνήθη μορφή ομολογιακών δανείων που εκδίδει η πλειοψηφία των ελληνικών επιχειρήσεων. Ενώ, λόγω της αδιαμφισβήτητης οικονομικής υφής αυτής της μορφής χρηματοδότησης, παρουσιάστηκαν οι καινοτομίες που επέφερε ο ν. 3156/2003 σε φορολογικό επίπεδο και επιχειρήθηκε μια επιγραμματική τοποθέτηση για τον κλάδο της οικονομική ανάλυσης του δικαίου και μια εν σπέρματι οικονομική ανάλυση της σύμβασης ομολογιακού δανείου.

Με αφετηρία, λοιπόν, την εξέταση του γενικότερου νομοθετικού πλαισίου που αφορά στα ομολογιακά δάνεια, όπως διαμορφώθηκε από τον ν. 3156/2003 και από τα νέα νομοθετήματα, του ν. 3604/2007 για τις ανώνυμες εταιρίες, του ν. 3601/2007 για τα πιστωτικά ιδρύματα και του ν. 3587/2007 που τροποποίησε τον νόμο για την προστασία του καταναλωτή, κατέστη εφικτή η αναζήτηση της λειτουργίας των ειδικότερων νομικών δεσμών που δημιουργούνται από τη σύναψη μιας σύμβασης ομολογιακού δανείου, του τρόπου που μεταλλάσσονται αυτοί κατά την λειτουργία του δανείου και πως διαμορφώνονται κατά την λήξη αυτού. Ωστόσο, είναι άξιο μνείας ότι πέρα από τις ειδικές διατάξεις του ν. 3156/2003, βάση και δικαιοπρακτικό θεμέλιο και του ομολογιακού δανείου-όπως και πολλών άλλων θεσμών του εμπορικού δικαίου-συνιστούν οι διατάξεις του αστικού κώδικα, τόσο εκείνες που αφορούν στο δάνειο (άρθρο 806 επ ΑΚ), στην ελευθερία της βούλησης των συμβαλλομένων μερών (άρθρο 361 επ ΑΚ) και στις αρχές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών (άρθρο 281 ΑΚ), όσο και οι διατάξεις που αφορούν στις αρχές των αμφοτεροβαρών συμβάσεων συνολικότερα. Πρόκειται για μια αδιάκοπη κυκλική πορεία και εναλλαγή μεταξύ ειδικών νομοθετημάτων και διατάξεων του αστικού δικαίου. Η ίδια κυκλική πορεία και εναλλαγή που εντοπίζεται και στη σχέση ανάμεσα στην οικονομική και νομική υφή της σύμβασης ομολογιακού δανείου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

I. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- *Αντωνόπουλος Β.*, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, τ. ΙΙ, Κεφαλαιουχικές Εταιρίες, 1998 (2^η έκδ.)
- *Αυγητίδης Δ.*, Ευθύνη του αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο, ΕπισκεΔ 2007, 3 επ
- *Βαθρακοκοίλης Β.*, Ερμηνεία-Νομολογία ΑΚ, τ. Γ', Ειδικό Ενοχικό, 2003
- *Βελέντζας Γ.*, Ενημέρωση του καταναλωτή στις τραπεζικές συμβάσεις, ΕΤρΑΧρΔ 2/2003, 487 επ
- *Του ιδίου*, Ανώνυμη εταιρία : Ερμηνεία-Νομολογία, 1999
- *Βερβεσός Ν.*, εις το Δίκαιο της α.ε, τ. 10, 2005
- *Γέμπος Π.*, Οι θεωρητικές βάσεις της Οικονομικής Ανάλυσης του Δικαίου, ΝοΒ 47/1999, 1 επ
- *Του ιδίου*, Οικονομία και Δίκαιο, τ. ΙΙ, Οικονομική ανάλυση βασικών θεσμών του Ιδιωτικού Δικαίου, 2001
- *Γεωργακόπουλος Λ.*, Δίκαιο Εταιριών, α.ε-ε.π.ε-προσωπικές, Νομολογία κατ' άρθρον, 2004
- *Του ιδίου*, Δίκαιο Ανωνύμων Εταιριών, Νομολογία κατ' άρθρο, 2004
- *Του ιδίου*, Εγχειρίδιο Εμπορικού δικαίου, τ. ΙΙ, Αξιόγραφα, 1997 (2^η έκδ.)
- *Γεωργιάδης Απ./Σταθόπουλος Μ.*, Ερμηνεία ΑΚ άρθρα 806-809, 2000
- *Γιωτάκη Τ.*, Ομολογιακά δάνεια του ν. 3156/2003: Είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης, ΕΦΙΛΟΝ 7/2004, 1 επ
- *Γραμματικάκη – Αλεξίου*, Ιδιωτικό Διεθνές Δίκαιο, (1998)
- *Δάσκαλος Κ.*, Χρηματοδότηση επιχειρήσεων, 1999 (2^η έκδ.)
- *Δούβλης Β.*, Οι πρόσφατες νομολογιακές εξελίξεις στο πεδίο εφαρμογής των ΑΚ 862-863 στις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις, ΔΕΕ 1998, 238 επ
- *Του ιδίου*, Η υπαγωγή ή μη των τραπεζικών εγγυητών στον ν. 2251/1994 για την προστασία των καταναλωτών, ΔΕΕ 2003, 876 επ
- *Του ιδίου*, Το αντίστροφο των παραγράφων 1 εδ.α' και 3 του άρθρου 23α του ν. 2190/1920: Μια υποτιμημένη νομολογιακή παράμετρος εφαρμογής της παρ. 2 του υπόψη άρθρου στις εταιρικές συναλλαγές», ΕΛΔικ.48/2007, 29 επ
- *Του ιδίου*, Η μεταβίβαση τραπεζικής πίστωσης με αλληλόχρεο λογαριασμό, 1994
- *Του ιδίου*, Ευρωπαϊκό Τραπεζικό Δίκαιο, 2003
- *Του ιδίου*, Οι τάσεις ενοποίησης του περιουσιακού δικαίου και ο ρόλος του εμπορικού δικαίου, ΧρΙΔ 2005, 961 επ
- *Καβαλάκης Γ.*, Κωδικοποίηση φορολογίας εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων, 2007
- *Καράκωστας Ι.*, Ερμηνεία-Νομολογία ΑΚ., 2006
- *Κιάντου-Παμπούκη Α.*, Δίκαιο Αξιογράφων, 1997
- *Κορδή-Αντωνοπούλου Μ.*, Έγγραφα χρηματοπιστωτικού τομέα, 1997
- *Κοτσίρης Λ.*, Οικονομική Ανάλυση του Δικαίου, Digesta Δ/2006, 1 επ
- *Του ιδίου*, Πτωχευτικό Δίκαιο, 2001
- *Λεβαντής Ε.*, Δίκαιο α.ε ν.2190/1920, τ. Ι, 2000
- *Λέκκας Γ.*, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, 2005
- *Μανουσάκη Ν.*, Τύποι ευρωομολόγων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ΕΕμπΔ 2000, 424 επ
- *Μεντής Γ.*, Γενικοί όροι συναλλαγών σε καταναλωτικές και εμπορικές συμβάσεις, 2000
- *Του ιδίου*, Όρια ευθύνης του εγγυητή στις τραπεζικές καταναλωτικές συμβάσεις, ΧρΙΔ Δ/2004, 185 επ
- *Παμπούκη Κ.*, Το Δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, 1998 (4^η έκδ.)
- *Του ιδίου*, Η επιλογή του εφαρμοστέου δικαίου και οι κανόνες αμέσου εφαρμογής στην Σύμβαση της Ρώμης για το εφαρμοστέο δίκαιο στις συμβατικές ενοχές, ΝοΒ 1992, 1327 επ
- *Παπανικολάου Π./Χριστοδούλου Κ.*, Νέο Δίκαιο της ευθύνης του πωλητή, 2003
- *Ρόκας Ν.*, Εμπορικές εταιρίες, 2006 (5^η έκδ.)
- *Του ιδίου*, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2002
- *Σινανιώτη-Μαρούδη Α.*, Εμπορικό Δίκαιο, τ. Ι, Εμπορικές εταιρίες, 2004

- Σπυρόπουλος Σ., Διασφάλιση μετοχικού κεφαλαίου μέσω απαγόρευσης απόκτησης, ανάληψης και κατοχής μετοχών της μητρικής α.ε από θυγατρική της, ΔΕΕ 2004, 528 επ
- Σταματόπουλος Δ./Καραβοκύρης Α., Φορολογία εισοδήματος, φυσικών και νομικών προσώπων, 2005
- Σωτηρόπουλος Γ., Η ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου για επιχειρηματικές επιλογές. Η ισχύς του Business Judgment Rule στην Ελλάδα, ΔΕΕ 2004, 773 επ
- Του ιδίου, εις Ε. Περάκη ΔικΑΕ Άρθρο 3α ν. 2190/1920, τ. Ι, 2002, (2^η έκδ.)
- Τρόβα Ε., Trust: Μια απόπειρα συμφιλίωσης του Ηπειρωτικού με το Αγγλοσαξωνικό σύστημα Δικαίου, ΕΕΕυρΔ: 3: 1994, 479 επ
- Τουντόπουλος Β., Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών, σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του Ν.3156/2003, ΕπισκεΔ 2003, 374 επ
- Χρυσάνθη Χ., Μεταβίβαση δανείων, Η μετάθεση του πιστωτικού κινδύνου της δανειακής σύμβασης, ΔΕΕ 1996,133 επ
- Χριστοδούλου Κ., Αύλοι ομολογιακοί τίτλοι: απόψεις ουσιαστικού και δικονομικού αστικού δικαίου, Δ 2004, 867 επ
- Χριστοπούλου-Καραφλού Χ., Η επίδραση του δικαίου της προστασίας των καταναλωτών στο άρθρο 332 παρ. 2 εδ.β' περ. α' ΑΚ ΧριΔ 2006, 760 επ
- Ψυχράνης Σ., Τραπεζικό Δίκαιο-Δίκαιο τραπεζικών συμβάσεων, 2001 (5^η έκδ.)
- Του ιδίου, Περί συνδυασμού συμβάσεων α) ανοίγματος πιστώσεως με τρέχοντα λογαριασμό, β) αναδοχής εκδόσεως ομολογιακού δανείου, γ) factoring και δ) leasing, ΕΕμπΔ 2005, 450 επ
- Του ιδίου, Περί της συμβάσεως πιστώσεως με ανοικτό λογαριασμό και της εγγυήσεως συγγενικού του πρωτοφειλέτη προσώπου για συγκεκριμένες πιστώσεις, ΕΕμπΔ 2003,180 επ

II. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Tennekoon R, The law and regulation of international Finance, 1991.
- Wood Ph, The Law and practice of international finance, 1980
- Kahan M, Rethinking corporate bonds: the Trade-off between individual and collective rights, 1041 επ
- McDaniel M, Bondholders and Corporate Governance, 413 επ
- Ripert/Roblot, Traite de Droit commercial, v. Ι, 1998

ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

(ΟΛ) ΑΠ
1/1998

ΑΠ
230/1997
1438/200
681/1998
200/2007

ΣΤΕ
1244/2004

ΕφΑθ
3672/2002
582/2000
4902/2002
6989/2003

ΕφΘεσ
1404/1998
1078/2005
1166/1993
830/1997

ΕφΠειρ
3672/2002
91/2002
ΠΠρΑθ
2437/78,

ΠΠρΘεσ
21552/1996

ΠΠρΠειρ
31/2002
2881/2004

ΜΠρΘεσ
29783/2005

ΜΠρΜεσ
179/2007

ΜΠρΛαμ
256/2007

ΜΠρΡεθ
25/2007

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

www.dsanet.gr
www.hri.org/keimena/economy.gr
www.news.kathimerini.gr
www.naftemporiki.gr

www.lawdb.intrasoftnet.gr