

**ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ**



ΣΧΟΛΗ ΝΟΜΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

**ΤΟΜΕΑΣ Α΄ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ
Π.Μ.Σ. ΑΣΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ – ΜΟΝΟΕΤΕΣ**

«Ζητήματα από τη χρηματοδότηση δια μέσου κινητών αξιών»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

του μεταπτυχιακού φοιτητή:

Μαρινάκη Χαράλαμπου με ΑΜ: 1064

Επιβλέποντες Καθηγητές:

Επίκουρος Καθηγητής: **Κ. Χριστοδούλου**

Λέκτορας: **Γ. Λέκκας**

Λέκτορας: **Γ. Γεωργιάδης**

*Αθήνα, 21 Νοεμβρίου 2011
Ακαδημαϊκό έτος 2010-2011*

A. Πρόλογος.....	σ. 1
------------------	------

B. Ομολογιακά δάνεια: Έννοια, νομική φύση, τύπος

1. Η ρύθμιση πριν το ν. 3156/2003.....	σ. 3
2. Ο ν. 3156/2003.....	σ. 3
3. Ομολογιακό δάνειο: έννοια και βασικά χαρακτηριστικά.....	σ. 4
4. Πλεονεκτήματα έκδοσης ομολογιακού δανείου συγκριτικά με άλλες μορφές άντλησης κεφαλαίων.....	σ. 5
α. Πλεονεκτήματα.....	σ. 5
β. Κίνδυνοι.....	σ. 7
5. Νομική φύση ομολογιακού δανείου.....	σ. 7
6. Τύπος ομολογιακού δανείου.....	σ. 8
7. Ομολογίες.....	σ. 9
α. Ενσώματες Ομολογίες.....	σ. 10
β. Άυλες Ομολογίες.....	σ. 11
8. Περιεχόμενο ομολογίας.....	σ. 13
9. Τοκομερίδια.....	σ. 14
10. Μεταβίβαση ομολογιών.....	σ. 15

Γ. Είδη Ομολογιακών δανείων

1. Επιμέρους κατηγορίες	σ. 17
2. Κοινό ομολογιακό δάνειο.....	σ. 17
3. Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες.....	σ. 18
α. Γενικά.....	σ. 18
β. Νομική φύση ανταλλάξιμων ομολογιών.....	σ. 19
4. Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες.....	σ. 20
α. Γενικά.....	σ. 20
β. Συντελεστής Μετατροπής.....	σ. 20
γ. Νομική φύση μετατρέψιμης ομολογίας.....	σ. 20
δ. Έκταση του δικαιώματος μετατροπής.....	σ. 21
ε. Μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας και επίδρασή τους στο δικαίωμα μετατροπής.....	σ. 22
στ. Προστατευτικές ρήτρες.....	σ. 24
ζ. Σκοπιμότητα έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.....	σ. 25

η. Σύγκρουση συμφερόντων.....	σ. 25
5. Μετοχοποιήσιμοι Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου.....	σ. 26
6. Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη.....	σ. 27

Δ. Σύναψη ομολογιακού δανείου

1. Αρμοδιότητα έκδοσης ομολογιακού δανείου.....	σ. 28
2. Όροι του προγράμματος.....	σ. 30
3. Δίκαιο προστασίας καταναλωτή.....	σ. 32
4. Τρόποι διάθεσης των ομολογιών.....	σ. 33
α. Κάλυψη μέσω ιδιωτικής προσφοράς.....	σ. 33
Πλεονεκτήματα.....	σ. 34
β. Κάλυψη μέσω δημόσιας προσφοράς.....	σ. 35
Σύμβαση αναδοχής.....	σ. 36
Περιεχόμενο.....	σ. 36
Μορφές.....	σ. 36
i. Αναδοχή για λογαριασμό της εκδότριας.....	σ. 36
ii. Εγγυητική αναδοχή.....	σ. 36
iii. Αναδοχή για ίδιο λογαριασμό ή σταθερή αναδοχή.....	σ. 36
5. Η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου κατά τη δημοσία προσφορά κινητών αξιών.....	σ. 37
6. Αστική ευθύνη από την έκδοση ενημερωτικού δελτίου.....	σ. 39
α. Γενικά.....	σ. 39
β. Περαιτέρω νομικές βάσεις.....	σ. 41
γ. Προϋποθέσεις.....	σ. 41

Ε. Συνέλευση των ομολογιούχων

1. Ομολογιούχοι δανειστές – σπουδαιότητα της οργάνωσης τους σε ομάδα.....	σ. 43
2. Νομική φύση της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών.....	σ. 46
3. Αρμοδιότητες της συνέλευσης.....	σ. 48
α. Γενική απαρίθμηση.....	σ. 48
β. Ίση μεταχείριση.....	σ. 50
4. Διαδικασία λήψης αποφάσεων της συνέλευσης – Αναλογική εφαρμογή κ.ν. 2190/1920.....	σ. 51
5. Σύγκληση της συνέλευσης των ομολογιούχων.....	σ. 52

6. Δικαίωμα ψήφου στη συνέλευση.....	σ. 53
7. Λήψη αποφάσεων. Απαρτία – Πλειοψηφία.....	σ. 56
8. Δημοσιότητα.....	σ. 57
9. Ελαττωματικές αποφάσεις.....	σ. 58

ΣΤ. Εκπρόσωπος των ομολογιούχων

1. Προηγούμενο νομοθετικό καθεστώς – άρθρο 4 ν. 3156/2003.....	σ. 60
2. Συγκριτικό δίκαιο.....	σ. 61
3. Ορισμός εκπροσώπου από την εκδότρια.....	σ. 62
4. Δικαιούμενα πρόσωπα.....	σ. 63
5. Σύγκρουση συμφερόντων.....	σ. 64
6. Νομική φύση της θέσης εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών.....	σ. 65
7. Ευθύνη του εκπροσώπου.....	σ. 67
8. Αρμοδιότητες εκπροσώπου ομολογιούχων δανειστών.....	σ. 68
9. Δικαστική και εξώδικη εκπροσώπηση.....	σ. 69
10. Δικαίωμα καταγγελίας.....	σ. 73
11. Μεταβολή των όρων.....	σ. 74
12. Αμοιβή του εκπροσώπου.....	σ. 75
13. Παραίτηση και αντικατάσταση του εκπροσώπου.....	σ. 76
<i>α. Παραίτηση.....</i>	<i>σ. 76</i>
<i>β. Αντικατάσταση.....</i>	<i>σ. 76</i>
<i>ι. Απόφαση της συνέλευσης.....</i>	<i>σ. 76</i>
<i>ii. Δικαστική απόφαση.....</i>	<i>σ. 77</i>

Ζ. Φορολογικά ζητήματα – Καταστρατήγηση

1. Φορολογικά ζητήματα.....	σ. 78
<i>α. Ρύθμιση του νόμου.....</i>	<i>σ. 78</i>
<i>β. Προσημείωση υποθήκης.....</i>	<i>σ. 79</i>
<i>γ. Φορολόγηση τόκων.....</i>	<i>σ. 80</i>
2. Γνωμοδότηση υπ' αριθμ. 514/2006 Νομικού Συμβουλίου Κράτους	σ.80
<i>α. Επιχειρηματολογία ΝΣΚ.....</i>	<i>σ. 80</i>
<i>β. Αντίκρουση.....</i>	<i>σ. 81</i>
<i>γ. Κριτική.....</i>	<i>σ. 82</i>
3. Καταστρατήγηση δικαίου (:).	σ. 83

Η. Αύλοι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου (ν. 2198/1994)

1. Αποϋλοποίηση τίτλων Ελληνικού Δημοσίου – Πλεονεκτήματα..... σ. 86
2. Συνέπειες της αξιογραφικής απεγχάρτωσης των δημόσιων αξιογράφων..... σ. 87
3. Έκδοσης άυλων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου – Διαδικασία..... σ. 87
 - α. Ο Διαχειριστής του Συστήματος..... σ. 87
 - β. Οι Φορείς του Συστήματος..... σ. 89
 - γ. Το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ)..... σ. 92
 - δ. Πρακτική σημασία..... σ. 93
 - ε. Διεθνής αξιολόγηση..... σ. 93
4. Έκταση της ευθύνης της Τράπεζας της Ελλάδος ως διαχειρίστριας του Συστήματος..... σ. 94
5. Διαδικασία μετατροπής κυκλοφορούντων ενσώματων τίτλων του δημοσίου σε άυλους..... σ. 94

Θ. Επίλογος..... σ. 95

Βιβλιογραφία..... σ. 97

«Ζητήματα από τη χρηματοδότηση δια μέσου κινητών αξιών»

A. Πρόλογος

Η ελληνική έννομη τάξη μετά την ένταξη της χώρας στο ευρώ έπρεπε να προσαρμοστεί στις νέες οικονομικές και νομισματικές συνθήκες που προέκυψαν. Οι ελληνικές επιχειρήσεις, υπό τη μορφή ανωνύμων εταιρειών, και δη οι τραπεζικές, καλούνταν, προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές, να αναζητήσουν χρηματοδότηση μέσω έκδοσης κινητών αξιών και όχι μέσω της παραδοσιακής οδού των διμερών ή πολυμερών δανείων. Γι' αυτό ο Έλληνας νομοθέτης έσπευσε με τη θέσπιση ν. 3156/2003 να δημιουργήσει τις κατάλληλες συνθήκες προκειμένου να αναπτυχθεί όχι μόνο η μορφή δανεισμού μέσω έκδοσης κινητών αξιών αλλά κινητών αξιών που θα είναι εύκολα μεταβιβάσιμες και εμπορεύσιμες. Και αυτό γιατί γνώριζε τη διεθνή πραγματικότητα και τις δυνατότητες χρηματοδότησης που αυτή παρείχε, με κεφάλαια από όλο τον κόσμο, κυρίως μέσω του θεσμού της αποϋλοποίησης και της δημιουργίας δευτερογενούς αγοράς τίτλων.

Πράγματι με το ν. 3156/2003 τα ομολογιακά δάνεια αναπτύχθηκαν ιδιαίτερα, παρόλο που το ελληνικό δίκαιο γνώριζε τον θεσμό ήδη από το 1923¹. Σε αυτό βέβαια συνετέλεσε και η θέσπιση ιδιαίτερος ελκυστικών φορολογικών διατάξεων και άλλων απαλλαγών, όπως για παράδειγμα η απαλλαγή από τα αναλογικά δικαιώματα των υποθηκοφυλακείων. Η συμμετοχή των τραπεζικών ιδρυμάτων στην ανάπτυξη του θεσμού ήταν καίρια. Πέραν της ευρείας έκδοσης ομολογιακών δανείων από τράπεζες, ως μέσο δανεισμού των ιδίων, η ανάληψη εκδοθεισών ομολογιών άλλων ανώνυμων εταιρειών από πιστωτικά ιδρύματα αποτελούσε τη συνηθέστερη περίπτωση κατά την έκδοση ομολογιακών δανείων από ανώνυμες εταιρείες με ιδιωτική τοποθέτηση στην Ελλάδα, λόγω της πιστοδοτικής ικανότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Ο ιστορικός νομοθέτης όμως ήθελε τη δημιουργία χρηματιστηριακής και εξωχρηματιστηριακής αγοράς ομολογιών, οι οποίες θα εκδίδονταν στα πλαίσια ομολογιακών δανείων ιδιωτικών επιχειρήσεων. Η εγχώρια αγορά δεν είχε ακόμη πεισθεί από τις δυνατότητες του νόμου με συνέπεια τα περισσότερα ομολογιακά δάνεια να αποτελούν στην ουσία «διμερή» δάνεια μεταξύ ανωνύμων εταιρειών και τραπεζικών ιδρυμάτων, εκδιδόμενα σε έγχαρτη μορφή.

¹ Βλ. το άρθρο 68 ν.δ. 17.6/13.8/1923 «περί ειδικών προνομίων επί ανωνύμων τινών εταιρειών», το ν.δ. 3746/1957, καθώς και την ειδική αλλά περιορισμένου εύρους ρύθμιση για τη χρηματοδότηση ανωνύμων εταιρειών μέσω της έκδοσης ομολογιών του κ.ν. 2190/1920.

Συν τω χρόνω, η Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου να παράσχει ρευστότητα στις τράπεζες, μέσω της έκδοσης κινητών αξιών από αυτές και ανταλλαγής τους με χρήμα, άρχισε να αποδέχεται με καλύτερους όρους (μεγαλύτερο return) εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία των αντισυμβαλλόμενων Πιστωτικών Ιδρυμάτων, και συγκεκριμένα ομολογίες υπό άυλη, απεγχαρτωμένη μορφή, ως ασφάλειες για την παροχή ενδοημερήσιας πίστωσης, βάσει της Πράξης Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής (ΠΣΝΠ) 54/27.2.2004, όπως έκτοτε έχει τροποποιηθεί. Αυτό οδήγησε στη ραγδαία ανάπτυξη της έκδοσης ομολογιακών δανείων με ομολογίες υπό άυλη μορφή και συνακόλουθα οι υπόλοιπες ανώνυμες εκδότριες εταιρείες διείδαν τα πλεονεκτήματα από την εμπορευσιμότητα των αποϋλοποιημένων ομολογιών που θα εξέδιδαν μέσω της εισαγωγής τους σε δευτερογενή αγορά.

Σήμερα ο κανόνας είναι η χρηματοδότηση μέσω έκδοσης άυλων ομολογιών και η μετατροπή όσων έγχαρτων ομολογιακών δανείων έχουν εκδοθεί σε άυλα, με την μεταβολή των σχετικών προγραμμάτων και την εισαγωγή τους σε οργανωμένες αγορές, μέσω της καταχώρισής τους σε ηλεκτρονικά συστήματα καταχώρισης άυλων τίτλων (πχ ΣΑΤ ή ΗΔΑΤ). Από την έκδοση των εν λόγω κινητών αξιών δημιουργούνται προβλήματα στην πράξη. Η παρούσα εργασία επιχειρεί να επικαιροποιήσει την καταγραφή του νομικού πλαισίου που διέπει τα ομολογιακά δάνεια του ν. 3156/2003. Η οριοθέτηση των εννοιών και η ανάλυση των ζητημάτων που σχετίζονται με την έκδοση και ανάληψη ενός ομολογιακού δανείου, είτε σε έγχαρτη είτε σε άυλη μορφή, τα είδη με τα οποία αυτό εμφανίζεται, η λειτουργία και η σημασία της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών, ο εκπρόσωπός τους, η φορολογική αντιμετώπιση του νόμου και διάφορα επιμέρους θέματα, αποτελούν αντικείμενο της παρούσης. Λίγα λόγια έχουν λεχθεί και για τους άυλους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου και το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών, που εισήχθησαν στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 2198/1994.

B. Ομολογιακά δάνεια: Έννοια, νομική φύση, τύπος

1. Η ρύθμιση πριν το ν. 3156/2003

Πριν τη θεσμοθέτηση του **ν. 3156/2003** με τίτλο «ομολογιακά δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις», ο **κ.ν. 2190/1920** ρύθμιζε τα σχετικά θέματα στα άρθρα **3α, 3β, και 3γ**. Τα άρθρα αυτά αφορούσαν τρεις συγκεκριμένες κατηγορίες ομολογιών και ειδικότερα στις: (α) μετατρέψιμες ομολογίες, (β) κερδοφόρες ομολογίες και (γ) ενυπόθηκες ομολογίες. Ο **κ.ν. 2190/1920** δεν ρύθμιζε τις ομολογίες γενικά αλλά αποσπασματικά, με διάσπαρτες διατάξεις, αφορώσες επιμέρους ζητήματα, στα άρθρα: **34 § 1, 13 § 1, 8^α §§ 2, 3, 4 και 5** (όπως ίσχυαν). Ειδικοί νόμοι ρύθμιζαν επιμέρους ζητήματα όπως: τα άρθρα **68 και 76 του ν.δ. 17.7/13.8.1923** και το **ν.δ. 3746/1957**. Ρυθμίσεις για τα ομολογιακά δάνεια περιέχονταν και στη νομοθεσία περί κεφαλαιαγοράς, όπως στο **π.δ. 350/1985** και **π.δ. 51/1992** (ο **ν. 3401/2005** τα κατήργησε).

Το πρόβλημα με το προϊσχύσαν δίκαιο ήταν η αποσπασματικότητά του ως προς τις αρχές λειτουργίας του ομολογιακού δανείου. Η αποσπασματικότητα αυτή είχε σαν αποτέλεσμα η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων να μην γίνεται μέσω ομολογιακών δανείων αλλά μέσω διαφορετικών μορφών πίστωσης/χρηματοδότησης. Αυτό είχε σαν περαιτέρω αποτέλεσμα την αύξηση του κινδύνου να οδηγηθούν οι επιχειρήσεις στην αναζήτηση κεφαλαίων εκτός ελληνικής κεφαλαιαγοράς και σε επενδύσεις εκτός ελληνικών συνόρων.

2. Ο ν. 3156/2003

Έτσι ο Έλληνας νομοθέτης προέβη στη θέσπιση του **ν. 3156/2003** (ΦΕΚ 157/τ. Α'/25.06.2003) που στόχο είχε τη δημιουργία ενός πλέγματος διατάξεων εξασφαλιστικών της δημιουργίας τόσο (α) χρηματιστηριακής όσο και (β) εξωχρηματιστηριακής αγοράς ομολόγων, εκδιδόμενων στα πλαίσια ομολογιακών δανείων ιδιωτικών επιχειρήσεων². Ο **ν. 3156/2003** τροποποίησε τη διαδικασία έκδοσης των ομολογιακών δανείων ανάλογα με το είδος του δανείου, ρύθμιζε τη δυνατότητα οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα (άρθρο 3) και το διορισμό εκπροσώπου της ομάδας αυτής (άρθρο 4), ρύθμιζε το ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες, τροποποίησε τις ρυθμίσεις που αφορούν το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο και δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, παρέσχε

² Εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003 - <http://www.hellenicparliament.gr/>.

δυνατότητα λήψης κάθε είδους εμπράγματης εξασφάλισης και όχι μόνο υποθήκης στο πλαίσιο ομολογιακού δανείου και τροποποίησε τα άρθρα 3α, 3β, 8α³, 13, 29 και 70 του κ.ν. 2190/1920, καταργώντας παράλληλα το άρθρο 3γ του κ.ν. 2190/1920 (άρθρο 15). Σκοπός του νέου ν. 3156/2003 είναι η διασφάλιση και εγγύηση της ανάπτυξης και επέκτασης των ομολογιακών δανείων στην ελληνική αγορά, προς όφελος των επιχειρήσεων και της εθνικής οικονομίας.

3. Ομολογιακό δάνειο: έννοια και βασικά χαρακτηριστικά

Το ομολογιακό δάνειο αποτελεί ειδική μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Γενικότερα η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης δύναται να συντελεσθεί με δύο τρόπους: είτε **(α) με αυτοχρηματοδότηση**, ήτοι με κεφάλαια προερχόμενα από την ίδια τη λειτουργία της επιχείρησης, είτε **(β) με χρηματοδότηση από εξωτερικούς πόρους**, ήτοι κεφάλαια προερχόμενα από τρίτους⁴. Στην πρώτη περίπτωση, για την πραγματοποίηση επενδύσεων η επιχείρηση κάνει χρήση των κερδών τα οποία τυχόν έχει, ενώ στη δεύτερη περίπτωση η επιχείρηση προβαίνει ανάλογα με την επιχειρηματική της πολιτική σε σύναψη δανείου, σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κλπ. Στην πρώτη περίπτωση η επιχείρηση, προκειμένου να συγκεντρώσει σημαντικό κεφάλαιο, αποταμιεύει κέρδη για μεγάλο χρονικό διάστημα, ενώ στη δεύτερη κάνει χρήση αποταμιεύσεων άλλων και αποταμιεύει εκ των υστέρων προκειμένου να επιστρέψει το δάνεισμα.

Το άρθρο 1 § 1 ν. 3156/2003 δίνει τον ορισμό του ομολογιακού δανείου. Έτσι: *«ομολογιακό είναι το δάνειο που εκδίδεται από ανώνυμη εταιρεία που εδρεύει στην Ελλάδα (εκδότρια) και διαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας κατά τους όρους του δανείου⁵»*. Το ομολογιακό δάνειο και οι ομολογίες που το συνθέτουν διακρίνεται από τα τραπεζικά ομόλογα του **άρθρου 9 του α.ν. 148/1969**, τα οποία είναι εξατομικευμένα αξιόγραφα που ενσωματώνουν έντοκη χρηματική απαίτηση του δικαιούχου, ανεξάρτητα από οιαδήποτε άλλα αξιόγραφα του ίδιου εκδότη.

³ Το άρθρο 8α του κ.ν. 2190/1920 τροποποιήθηκε εκ νέου βάσει του άρθρου 12 του ν. 3604/2007 (ΦΕΚ Α 189/08.08.2007).

⁴ Τρόπο χρηματοδότησης μιας επιχείρησης αποτελούν και οι νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, όπως οι συμβάσεις: leasing, factoring, forfaiting κλπ, αφού οι σκοποί που επιδιώκουν είναι κυρίως χρηματοδοτικοί. Βλ. Απ. Γεωργιάδης, Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, 5^η έκδ., Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2008.

⁵ Ο ορισμός του ομολογιακού δανείου δίνεται, κατά την εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003, για τους σκοπούς της ερμηνείας του νόμου αυτού, που αφορά στην έκδοση ομολογίων από ανώνυμες εταιρείες του κ.ν. 2190/1920. Δεν αποκλείεται η ανάλογη εφαρμογή διατάξεων του νόμου αυτού και σε άλλους ομαδικά εκδιδόμενους πιστωτικούς ή συμμετοχικούς τίτλους ή κινητές αξίες, όπως π.χ. των διατάξεων περί οργάνωσης των ομολογιούχων σε ομάδα ή περί κοινού εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών.

Τρία (3) είναι τα βασικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα του ομολογιακού δανείου: (α) η διάρκεια, (β) το ύψος και (γ) η προέλευση των κεφαλαίων. Οι ομολογίες αποτελούνται από επενδυτικά κεφάλαια μεγάλου ύψους και συνήθως μακράς διάρκειας και μοιράζονται είτε σε πλείονες κεφαλαιοδότες είτε σε έναν. Οι αξιώσεις των δανειστών - κεφαλαιοδοτών κατά της οφειλέτιδας εταιρείας ενσωματώνονται στις ομολογίες, οι οποίες αποτελούν τμήμα του ενιαίου ομολογιακού δανείου. Η διαίρεση ενός ομολογιακού δανείου σε ομολογίες διευκολύνει τη συγκέντρωση μεγάλων ποσών από ευρύτερο κύκλο προσώπων, μιας και η χορήγηση δανείου από έναν κεφαλαιοδότη, συνήθως πιστωτικό ίδρυμα, εμπεριέχει μεγαλύτερους κινδύνους σε περίπτωση αφερεγγυότητας της δανείστριας εταιρείας⁶. Πάντως, συνήθης είναι η έκδοση ομολογιακού δανείου με έναν μόνο ομολογιούχο δανειστή στα πλαίσια της σύγχρονης συναλλακτικής πρακτικής⁷.

4. Πλεονεκτήματα έκδοσης ομολογιακού δανείου συγκριτικά με άλλες μορφές άντλησης κεφαλαίων

α.. Πλεονεκτήματα: Είναι ελκυστικότερη η έκδοση ομολογιακού δανείου συγκριτικά με άλλες μορφές δανεισμού από μian ανώνυμη εταιρεία (πχ σε σχέση με απλή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κλπ). Πιο συγκεκριμένα:

- Το κόστος άντλησης κεφαλαίων είναι, σε περίπτωση έκδοσης κοινού ομολογιακού δανείου⁸, προκαθορισμένο με βάση σταθερό, συμβατικά συμφωνηθέντα, τόκο και προϋπολογισμένο επιτόκιο επί τη βάση αντικειμενικών μέτρων και σταθμών, ανεξάρτητα από την πορεία της εταιρείας, θετική ή αρνητική. Συνηθέστατα στην πράξη συμφωνείται με ρήτρες στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου ως εξής: π.χ. επιτόκιο Euribor: το προσφερόμενο επιτόκιο διατραπεζικών δανείων σε ΕΥΡΩ διάρκειας π.χ. οκτώ (8) μηνών, που υπολογίζεται με βάση έτος 360 ημερών και προσδιορίζεται από την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ομοσπονδία (Banking Federation of European Union), όπως το επιτόκιο αυτό αναγράφεται στην οθόνη οικονομικών ειδήσεων του πρακτορείου Reuters στη σελίδα EURIBOR ή άλλη ισοδύναμη οθόνη ή σελίδα, στις 12:00 π.μ. περίπου (ώρα Βρυξελλών),

⁶ Αξίζει να σημειωθεί ότι η τραπεζική εποπτική νομοθεσία περιέχει ειδικές διατάξεις για τα ανώτατα επιτρεπόμενα όρια χορηγήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων προς έναν πελάτη ή ομάδα πελατών. Ο στόχος είναι ο περιορισμός του επιχειρηματικού κινδύνου από μεγάλου ύψους χρηματοδοτικά ανοίγματα. Βλ. Τραπεζικό Δίκαιο - Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, 5^η έκδ., Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2001, σ. 320 επ.

⁷ Δ. Ρούσσης, Καταστρατήγηση δικαίου στις τραπεζικές συμβάσεις, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2010, σ. 18 επ. Ο συγγραφέας προσπαθεί να θεμελιώσει καταστρατηγικό χαρακτήρα στην εν λόγω συμπεριφορά, ήτοι έκδοση ομολογιακού δανείου με έναν ομολογιούχο δανειστή. Αντίθετη η γνμδ. Γ. Καλλιμόπουλου, Ομολογιακά δάνεια που καλύπτονται από έναν ομολογιούχο δανειστή και εφαρμογή των διατάξεων του ν. 3156/2003, Χρηδίκ, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2009, σ. 379 επ.

⁸ Η πλέον συνήθης μορφή ομολογιακού δανείου.

τρεις (3) εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη της αντίστοιχης περιόδου εκτοκισμού⁹. Αντίθετα, όταν αποφασίζεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, οι νέοι μέτοχοι συμμετέχουν στα κέρδη, με αποτέλεσμα μεγάλη εκροή κεφαλαίων ανηκόντων στην εταιρική περιουσία.

- Το κόστος άντλησης κεφαλαίων στα πλαίσια ενός ομολογιακού δανείου είναι χαμηλότερο του κόστους άντλησης ίδιων κεφαλαίων, λόγω του μικρότερου επενδυτικού κινδύνου, μιας και ο επιμερισμός του δανείου γίνεται σε περισσότερους δανειστές, οι οποίοι κατέχουν ομολογίες οι οποίες μπορούν να διαπραγματευθούν, αν έχουν εισαχθεί, σε δευτερογενή αγορά, ιδιαίτερα μάλιστα εάν έχουν εκδοθεί σε άυλη μορφή.

Στην πρακτική των ομολογιακών δανείων έχουν δημιουργηθεί ρήτρες με τις οποίες συμφωνείται ότι οι υποχρεώσεις των αρχικών ομολογιούχων δανειστών θα είναι διαιρετές (και όχι εις ολόκληρον). Και αυτό διότι η παράλειψη ενός αρχικού ομολογιούχου να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, που απορρέουν από τη σύμβαση για την κάλυψη του δανείου:

(α) δεν θα επηρεάζει με οποιονδήποτε τρόπο τις υποχρεώσεις του εκδότη προς τον πληρεξούσιο καταβολών - εκπρόσωπο των ομολογιούχων δανειστών / υπόλοιπους αρχικούς ομολογιούχους που απορρέουν από τη σύμβαση και τους όρους του δανείου,

(β) δεν θα απαλλάσσονται οι ανωτέρω, ήτοι: εκπρόσωπος των ομολογιούχων / αρχικοί ομολογιούχοι από τις δικές τους ευθύνες ή υποχρεώσεις προς τον εκδότη, και

(γ) δεν θα δημιουργείται καμία ευθύνη ή υποχρέωση για αυτούς από τη μη κάλυψη του δανείσματος από κάποιον εξ αυτών. Αυτά σε περίπτωση που οι ομολογιούχοι δανειστές είναι περισσότεροι του ενός.

- Οι καταβαλλόμενοι στους ομολογιούχους δανειστές – εταιρείας ειδικού σκοπού των άρθρων 10 και 11 του ν. 3156/2003 τόκοι: «...θεωρούνται εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις. Από τα ακαθάριστα έσοδά της εκπίπτουν, επιπλέον των δαπανών απόκτησης εισοδήματος, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 105 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος που κυρώθηκε με το ν. 2238/1994, και οι τόκοι και τα συναφή έξοδα των δανείων, πιστώσεων και συμβάσεων παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων που συνομολογεί. Σε περίπτωση αναμεταβίβασης της απαίτησης ή του ακινήτου στον αρχικώς μεταβιβάσαντα, εφαρμόζονται

⁹ Άλλες συμβατικές ρήτρες: π.χ. «Εργάσιμη ημέρα»: ημέρα κατά την οποία οι Τράπεζες λειτουργούν στην Αθήνα και παράλληλα διενεργούνται συναλλαγές στο Σύστημα Trans-European Automatic Real-Time Gross Settlement Express Transfer (περαιτέρω «TARGET»). «Λογαριασμός»: νοείται οποιοσδήποτε λογαριασμός που θα ανοιχθεί από τον πληρεξούσιο καταβολών/εκπρόσωπο των ομολογιούχων στο όνομα του εκδότη και θα χρεοπιστώνονται τα ποσά του χρέους και οι έναντι αυτού καταβολές. «Τελικό επιτόκιο»: Επιτόκιο – Περιθώριο πλέον κάθε τυχόν ισχύουσας εισφοράς ή κράτησης αποδοτέας στην ΤτΕ ή στο Ελληνικό Δημόσιο ή κάθε άλλης επιβάρυνσης που τυχόν επιβάλλεται από οποιαδήποτε άλλη αρχή. Το τελικό επιτόκιο: π.χ. καθορισμός από Πληρεξούσιο Καταβολών/εκπρόσωπο των ομολογιούχων τρεις (3) εργάσιμες ημέρες πριν την έναρξη κάθε περιόδου εκτοκισμού.

αναλόγως για την εταιρεία ειδικού σκοπού του άρθρου 10 και 11 οι διατάξεις των §§ 7, 8 και 9 του άρθρου αυτού» (άρθρο 14 § 11 ν. 3156/2003).

- Η μετοχική ισορροπία δεν ανατρέπεται από την έκδοση ομολογιών (εξαίρεση αποτελεί η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες, όπου οι ομολογίες μετατρέπονται σε μετοχές, με αποτέλεσμα τη μεταβολή της μετοχικής ισορροπίας).

- «Μόχλευση» (leverage effect). Η έκδοση ομολογιών παρέχει στην εταιρεία κεφάλαια σταθερού και χαμηλού κόστους, με αποτέλεσμα τη δυνατότητα μεγαλύτερης αύξησης της τιμής της μετοχής, μέσω της αύξησης της απόδοσης της εκδότριας εταιρείας, λόγω της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων από τους ομολογιούχους δανειστές¹⁰.

β. Κίνδυνοι: Όμως η ανάληψη μιας χρηματικής επιβάρυνσης για μεγάλο χρονικό διάστημα, λόγω έκδοσης ομολογιακού δανείου με σταθερό επιτόκιο κάποιου ύψους, ενέχει κινδύνους, σε περίπτωση ιδίως (α) μεταβολής των ευρύτερων μακρο-οικονομικών συνθηκών της σχετικής αγοράς (π.χ. πτώση των επιτοκίων των δανείων) ή (β) μεταβολής των συγκεκριμένων οικονομικών δεδομένων της εκδότριας. Οι μεγάλες δανειακές επιβαρύνσεις ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά την πορεία της μετοχής μιας εταιρείας ή και την ίδια την εταιρεία.

5. Νομική φύση ομολογιακού δανείου

Το ομολογιακό δάνειο αποτελείται από αυτοτελείς ομολογίες. Κάθε ομολογία ενσωματώνει ένα αυτόνομο και αυτοτελές δικαίωμα, το οποίο ο κάθε δανειστής μπορεί να ασκήσει, με την επιφύλαξη τυχών απαγορεύσεων που θέτουν οι όροι του προγράμματος του ομολογιακού ή ο νόμος. Η έννομη σχέση που συνδέει τους ομολογιούχους δανειστές με την εκδότρια διακρίνεται: (α) στη βασική σχέση και (β) στη σχέση που δημιουργείται από την αξιογραφική ενσωμάτωση της υποχρέωσης της εκδότριας. Η αξιογραφική ενσωμάτωση έχει σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία αυτόνομης αξιογραφικής ενοχής έναντι της εκδότριας προς επιστροφή του δανείσματος-κεφαλαίου και καταβολή των τόκων. Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση έκδοσης άυλων ομολογιών, με μόνη διαφορά τη μη ύπαρξη εγγράφου ομολογίας.

Δύο απόψεις έχουν διατυπωθεί σε ό, τι αφορά τη βασική σχέση ως αιτία – causa έκδοσης των ομολογιών. Κατά τη **θεωρία της πώλησης**, η έκδοση των ομολογιών αποτελεί εκπλήρωση συμβατικής υποχρέωσης από σύμβαση πώλησης καταρτισθείσας μεταξύ εκδότριας και ομολογιούχων δανειστών. Κατά τη **θεωρία του δανείου (κρατούσα γνώμη)**, μεταξύ εκδότριας και ομολογιούχων δανειστών καταρτίζεται σύμβαση δανείου, που

¹⁰ Γ. Σωτηρόπουλος, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, τόμ. 1, Εισαγωγή στο άρθρο 3^α κ.ν. 2190/1920, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2002, αρ. 42 - 43.

αποσβέννυται με τη χορήγηση των ομολογιών από την εκδότρια στους ομολογιούχους (**δόση αντί καταβολής, ΑΚ 419**)¹¹. Η Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003 συνηγορεί υπέρ της θεωρίας αυτής, λέγοντας ότι: «το ομολογιακό δάνειο αποτελεί δάνειο, κατά την αστυνομική έννοια των ΑΚ 806 επ.», ενώ «η διαφορά στη διαδικασία είσπραξης του δανείσματος από την εκδότρια εταιρεία (έκδοση και υποχρέωση παράδοσης ομολογίας έναντι χρημάτων) είναι διαφορά στον τρόπο κατάρτισης της σύμβασης εγγραφής, που δεν επιδρά στο χαρακτήρα της ενσωματούμενης υποχρέωσης ως υποχρέωσης από σύμβαση δανείου»¹².

Το ομολογιακό δάνειο είναι σύμβαση: (α) ενοχική, (β) διαρκής, (γ) επαχθής¹³, (δ) re καταρτιζόμενη, (ε) αιτιώδης και (στ) αμφοτεροβαρής¹⁴. Με βάση την αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361), σύμβαση υπόσχησης χορήγησης ομολογιακού δανείου μπορεί να καταρτιστεί συναινετικά (solo consensu)¹⁵. Στην περίπτωση αυτή, η ομολογία δεν πρέπει να περιέχει μόνο την υπόσχεση της εκδότριας για καταβολή χρημάτων στο δανειστή, αλλά και την - λογικώς και νομικώς - προηγούμενη υπόσχεση του δανειστή να μεταβιβάσει σ' αυτήν κατά κυριότητα το δάνεισμα. Η έκδοση συναινετικού ομολογιακού δανείου είναι επιτρεπτή, επίσης, λόγω του αιτιώδους χαρακτήρα των ομολογιών, το κύρος των οποίων εξαρτάται από την υποκείμενη δανειακή σχέση που αποτελεί την αιτία έκδοσής τους. Η σύμβαση υπόσχησης χορήγησης ομολογιακού δανείου είναι αμφοτεροβαρής¹⁶.

6. Τύπος ομολογιακού δανείου

Το ομολογιακό δάνειο, ως ιδιαίτερη μορφή δανείου, υπόκειται σε νόμιμο συστατικό έγγραφο τύπο (ΑΚ 158, άρθρο 1 § 1 ν. 3156/2003)¹⁷. Η κατάρτιση του ομολογιακού δανείου προϋποθέτει την έκδοση ομολογιών, οι οποίες αποτελούν έγγραφα της οφειλέτιδας εταιρείας, αν έχουν εκδοθεί ως ενσώματες και όχι άυλες, ενσωματώνουσες χρηματική απαίτηση των

¹¹ Σ. Ψυχράνη, όπ. π., σ. 85 επ.

¹² Αντίθετος ο Γ. Λέκκας, Εμπράγματα εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2005, σ. 12 επ., ο οποίος θεωρεί ότι η αξιογραφική ενσωμάτωση των υποχρεώσεων από το ομολογιακό δάνειο δεν δημιουργεί αυτόνομη και αφηρημένη υποχρέωση από τις ομολογίες.

¹³ Βλ. Μ. Σταθόπουλο, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 4^η έκδ., Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2004, σ. 754 επ., Απ. Γεωργιάδη, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1999, σ. 52 επ. Βλ. όμως Π. Φίλιο, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, 6^η έκδ., Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2005, σ. 363 επ., κατά τον οποίο μόνο το έντοκο δάνειο αποτελεί επαχθή σύμβαση, ενώ το άτοκο δάνειο αποτελεί χαριστική σύμβαση.

¹⁴ Αντίθετος ο Γ. Λέκκας, ό. π., σ. 15, καθόσον δημιουργεί υποχρέωση μόνο στον οφειλέτη να αποδώσει το δάνεισμα. Σε σχέση με το re καταρτιζόμενο δάνειο, έτσι Ε. Βουζίκας, ΕρμΑΚ, Εισαγωγή 806 - 809, αρ. 28, Απ. Γεωργιάδης, όπ. π., σ. 52, αρ. 18, ο ίδιος, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, τόμ. Ι, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2004, σ. 574, αρ. 6. Βλ. και ΑΠ 1598/2003, ΧρΙΔ Δ/2004, σ. 324.

¹⁵ Βλ. Απ. Γεωργιάδη, όπ. π., σ. 573.

¹⁶ Γ. Λέκκας, όπ. π., σ. 14 επ.

¹⁷ Έτσι Α. Αντάπας, εις τον ΑΚ Γεωργιάδη-Σταθόπουλου, άρθρο 888, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1982, άρθρο 888, αρ. 91. Το δάνειο, πάντως, είναι άτυπη σύμβαση. Ισχύει δηλαδή ο κανόνας της ΑΚ 158 περί άτυπων των δικαιοπραξιών.

ομολογιούχων έναντι αυτής, για απόδοση: (α) του δανείσματος, (β) των τόκων και (γ) τυχόν άλλων ωφελημάτων. Η ομολογία, κατά συνέπεια, δεν αποτελεί αποδεικτικό αλλά συστατικό έγγραφο, ήτοι αξιόγραφο¹⁸. Έτσι, η απαίτηση από ομολογιακό δάνειο αποτελεί περίπτωση πραγματοπαγούς ενοχής (**obligation ob rem ή obligation propter rem**), λόγω της στενής σύνδεσης ομολογιούχου δανειστή και ομολογίας, με την έννοια ότι την αξίωση από το ομολογιακό δάνειο έχει ο εκάστοτε δικαιούχος της ομολογίας. Σε περίπτωση μεταβίβασης της ομολογίας, μεταβάλλεται και το πρόσωπο του ομολογιούχου δανειστή (το δικαίωμα από το έγγραφο παρακολουθεί το δικαίωμα στο έγγραφο). Το ίδιο πράγμα συμβαίνει με τις άυλες ομολογίες, τις ενταγμένες σε κλειστό ηλεκτρονικό σύστημα (δικαιοστάσιο). Απλώς, η άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις άυλες ομολογίες γίνεται με την προσκόμιση βεβαίωσης, την οποία εκδίδει ο διαχειριστής του συστήματος άυλων τίτλων.

7. Ομολογίες

Σύμφωνα με το άρθρο 1 ν. 3156/2003: «ομολογιακό είναι το δάνειο που εκδίδεται αποκλειστικά από ανώνυμη εταιρεία, εδρεύουσα στην Ελλάδα (εκδότρια), διαιρούμενο σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας κατά τους όρους του προγράμματος του δανείου». Κατά την εισηγητική έκθεση: «ο όρος «αντιπροσωπεύουν» αναφέρεται στην αξιογραφική ενσωμάτωση, η οποία δεν αγνοείται από την προβληματική της αποϋλοποίησης των συμμετοχικών τίτλων»¹⁹.

Ο θεσμός των **άυλων τίτλων (αποϋλοποίηση)**, εισήχθη στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 2396/1996, με τη θέσπιση του οποίου ήρθη πλήρως η ενσωμάτωση των μετοχικών δικαιωμάτων σε έγχαρτους τίτλους. Με το άρθρο 16 του ν. 2954/2001 θεσπίσθηκε η αναλογική εφαρμογή διατάξεων του ν. 2396/1996 και στις **άυλες ομολογίες** και συγκεκριμένα των άρθρων 39, 47, 48, 49 και 51 του ν. 2396/1996. Σε κάθε περίπτωση πάντως, η δυνατότητα έκδοσης άυλων ομολογιών προβλέπεται ρητώς στο άρθρο 1 § 6 ν. 3156/2003, το οποίο ορίζει ότι: «αν για το ομολογιακό δάνειο εκδίδονται άυλες ομολογίες, η ολική εξόφληση και η άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από αυτές γίνεται με την προσκόμιση ονομαστικής βεβαίωσης». Το άρθρο 1 § 1 σε συνδυασμό με την § 6 του ιδίου άρθρου επεκτείνει τη δυνατότητα έκδοσης άυλων ομολογιών και σε ομολογίες μη εισαγόμενες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (π.χ. ΧΑ)²⁰.

¹⁸ Αν και στη σύμβαση-πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου είναι συνηθισμένος ο όρος ότι αποτελεί και αποδεικτικό τύπο (δικονομική σύμβαση).

¹⁹ Εισηγητική Έκθεση ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρ. 1.

²⁰ Ν. Βερβεσός, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, τόμ. 10, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005, σ. 316 επ. Στην περίπτωση αυτή η εκδότρια εταιρεία ορίζει ως αρμόδια μητρώα για την καταχώριση της άυλης έκδοσης, είτε α)

Έτσι, οι ομολογίες που εκδίδονται στο πλαίσιο ομολογιακού δανείου δύναται να είναι είτε (α) ενσώματες, είτε (β) άυλες. Ειδικότερα:

α. Ενσώματες Ομολογίες

Η ενσώματη ομολογία αποτελεί έγγραφο, εκδιδόμενο από τη δανειοδοτούμενη εταιρεία, το οποίο ενσωματώνει χρηματική απαίτηση κατ' αυτής, προερχόμενη από το ομολογιακό δάνειο. Για το λόγο αυτό, η ομολογία αποτελεί αξιόγραφο, μιας και για την άσκηση του δικαιώματος απαιτείται η κατοχή του τίτλου, και δεν αποτελεί απλό βεβαιωτικό έγγραφο^{21, 22}. Οι ομολογίες ως αξιόγραφα μπορούν να εκδοθούν (α) ως ανώνυμες, (β) ως ονομαστικές ή (γ) εις διαταγή²³. Βάσει όμως της Εισηγητικής Έκθεσης του ν. 3156/2003²⁴: «εν όψει της αυτής διατάξεως του άρθρου 68 § 1 του ν.δ. 17.7/13.8.1923 απλώς απαγορεύεται η έκδοση ομολογιών «εν όψει» », ήτοι ομολογιών τις οποίες η εκδότρια οφείλει να πληρώσει, όποτε και αν εμφανιστούν. Ανάλογα με το είδος των ομολογιών, εξαρτάται και ο τρόπος μεταβίβασής τους²⁵. Έτσι, σύμφωνα με τις αρχές του δικαίου των αξιογράφων:

- Οι ανώνυμες ομολογίες μεταβιβάζονται όπως κάθε κινητό, ήτοι (α) με συμφωνία περί μετάθεσης της κυριότητας του τίτλου και (β) παράδοσης της νομής (ΑΚ 1034). Είναι μάλιστα δυνατή η καλόπιστη κτήση του εγγράφου και του ενσωματωμένου δικαιώματος από μη κύριο (ΑΚ 1036), ακόμη και αν έχει μεσολαβήσει κλοπή ή απώλεια του τίτλου. Αποτελούν ανώνυμα χρεόγραφα, στα οποία εφαρμόζονται τα άρθρα 888-900 ΑΚ.

- Οι ονομαστικές ομολογίες δεν προβλέπονται ειδικά στο νόμο, αλλά η δυνατότητα έκδοσής τους συνάγεται εμμέσως από την ΑΚ 900. Οι ομολογίες αυτές μεταβιβάζονται με εκχώρηση και παράδοση του τίτλου της ομολογίας²⁶.

- Οι ομολογίες εις διαταγή μεταβιβάζονται είτε αξιογραφικά, ήτοι με οπισθογράφιση και παράδοση του τίτλου, είτε κατά το κοινό δίκαιο, δηλαδή με εκχώρηση και παράδοση της ομολογίας. Σε κάθε περίπτωση, η οπισθογράφιση είναι ταχύτερη.

το Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, είτε β) το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ) της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ - BoG). Η άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις άυλες ομολογίες γίνεται με την προσκόμιση σχετικής βεβαίωσης, την οποία εκδίδει ο διαχειριστής του συστήματος άυλων τίτλων.

²¹ Α. Κιάντου-Παμπούκη, Δίκαιο Αξιογράφων, 5^η έκδ., Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1997, σ. 4 επ.

²² Ν. Ρόκα, Αξιόγραφα, Αντ. Ν. Σάκκουλας Αθήνα, 1992, σ. 5 επ.

²³ Το άρθρο 891 ΑΚ επιτρέπει τη θέση σε κυκλοφορία ανώνυμων χρεογράφων εκδοθέντων στην ημεδαπή, μόνο στις περιπτώσεις που επιτρέπει ειδικά ο νόμος. Μάλιστα ο νόμος προβλέπει ακυρότητα για τον τίτλο που κυκλοφόρησε κατά παράβαση της διάταξης αυτής. Κατά ορθή ερμηνεία, η συγκεκριμένη διάταξη του ΑΚ δεν απαιτεί την έκδοση ad hoc νόμου, αλλά απαιτεί την ύπαρξη νόμου που να επιτρέπει γενικά την έκδοση της συγκεκριμένης κατηγορίας χρεογράφων. Έτσι, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι, ενόψει του άρθρου 68 ν.δ. 17.7/13.8.1923, επιτρέπεται η θέση σε κυκλοφορία ανώνυμων ομολογιών από ανώνυμες εταιρείες.

²⁴ Εισηγητική Έκθεση ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρο 1.

²⁵ Α. Κιάντου – Παμπούκη, όπ. π., 1997, σελ. 26 επ.

²⁶ Ζήτημα τίθεται για το αν απαιτείται και παράδοση της ονομαστικής ομολογίας προκειμένου να ολοκληρωθεί η μεταβίβαση. Βλ. Ν. Ρόκα, όπ. π., σ. 21.

β. Άυλες Ομολογίες

Η έκδοση των αξιογράφων σε άυλη μορφή (απεγχάρτωση), έχει απασχολήσει τη θεωρία σχετικά με το αν και κατά πόσο συνιστούν αξιόγραφα ή όχι. Τα αξιόγραφα, με την παραδοσιακή τους έννοια, εμφανίστηκαν στις συναλλαγές και ρυθμίστηκαν από το νομοθέτη²⁷. Όμως οι νεοπαγείς αυτές οντότητες έρχονται σε εννοιολογικές αντιφάσεις συγκριτικά με την παραδοσιακή μορφή των αξιογράφων.

Κρατεί μάλλον η άποψη που δέχεται ότι τα ηλεκτρονικά αξιόγραφα συνιστούν αξιόγραφα, όπου απλώς:

(α) η κυριότητα επί του πράγματος-τίτλου υποκαθίσταται, ως προς τα αξιόγραφα σε λογιστική μορφή, από την κυριότητα επί ασώματος αντικειμένου με τη μορφή καταχώρησης σε ηλεκτρονικό αρχείο μητρώου, και

(β) το στοιχείο της κατοχής του τίτλου από τη δυνατότητα διενέργειας χρεοπιστώσεων στο συγκεκριμένο λογαριασμό τίτλων μέσω ηλεκτρονικών καταχωρήσεων.

Από την καταχώρηση αυτή, απορρέουν τα δικαιώματα που συνδέονται οργανικά με το αξιόγραφο (ενσωματωμένα) και τα οποία έχουν εμπράγματα ισχύ για το δικαιούχο τους. Από την ίδια στιγμή γεννιούνται για το δικαιούχο του λογαριασμού όλα τα περιουσιακής φύσης δικαιώματα που απορρέουν από τους τίτλους. Έτσι, ο δικαιούχος του λογαριασμού είναι και δικαιούχος του δικαιώματος, έχοντας την ευχέρεια να εντέλει το φορέα του μητρώου να διαθέτει-μεταβιβάζει τους τίτλους και να συστήνει επ' αυτών περιορισμένα εμπράγματα δικαιώματα²⁸.

Πλέον το άρθρο 1 § 6 ν. 3156/2003 παρέχει ρητά τη δυνατότητα στις εδρεύουσες στην Ελλάδα ανώνυμες εταιρείες να εκδίδουν μαζικά ομολογιακά δάνεια και χωρίς αξιογραφική ενσωμάτωση, με απλή ηλεκτρονική καταχώριση των πράξεων κίνησης των σχετικών λογαριασμών. Η καταχώριση αυτή, τόσο της σύναψης, όσο και της κίνησής τους (π.χ. είσπραξης, εκχώρησης κλπ) γίνεται σε ένα από τα δύο (2) ηλεκτρονικά συστήματα καταχώρισης άυλων τίτλων, ήτοι:

²⁷ Υπέρ της συμβατότητας οι: Ν. Ρόκας, Σύγχρονη τεχνολογία και εμπορικό δίκαιο, ΕΕμπΔ, Εκδ. Σάκκουλα 1998, ο οποίος προσθέτει ότι η έκλειψη του χαρτί οδηγεί απλώς σε ορολογική μετάλλαξη του αξιογράφου, μολοντί συνιστά σοβαρή δοκιμασία που διαρρηγνύει τον παραδοσιακό πυρήνα του αξιογραφικού δικαίου, Γ. Σωτηρόπουλος, Δανεισμός τίτλων, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005, σ. 81 επ., Κ. Χριστοδούλου, Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι - Επόψεις ουσιαστικού και δικονομικού δικαίου, Δίκη (35), Εκδ. EUNOMIA, Αθήνα 2004, σ. 856, Γ. Λέκκας, όπ. π., σ. 18, Γ. Λέκκας, Άυλες μετοχές και κληρονομική διαδοχή, ΧρονΙΔ, τ. Γ', Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2003, σ. 301-308. Αντίθετοι οι: Λ. Γεωργακόπουλος, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου - Αξιόγραφα, Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1997, σ. 32, ο οποίος υποστηρίζει ότι τα άυλα αξιόγραφα δεν αποτελούν κατά κυριολεξία αξιόγραφα, Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 316.

²⁸ Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 856 επ., Δ. Τσιμπανούλη, Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι, ΕπισκεΔ, τ. Β', Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2009, σ. 361 επ.

(α) στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ), το οποίο απορροφήθηκε από την εταιρεία Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρησης (ΕΧΑΕ), ή

(β) στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ), υπαγόμενο στην Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ), ρυθμιζόμενο από το ν. 2198/1994, ΦΕΚ 43 Α'.

Οι ομολογίες αυτές μπορούν να διαπραγματευτούν δημόσια, σε οργανωμένη αγορά, εφόσον αυτή συνδέεται με το ΚΑΑ, ανεξάρτητα από το αν οι ομολογίες αυτές είναι καταχωριστέες στο ΚΑΑ ή στο ΣΛΠΣ. Έτσι, αν οι εν λόγω ομολογίες είναι από τη σύσταση τους εξαρχής καταχωριστέες στο ΣΛΠΣ, τότε ως δικαιούχος των ομολογιών και της σχετικής μερίδας επενδυτή στο ΚΑΑ θα φαίνεται (α) ο κοινός εκπρόσωπος των ομολογιούχων, ως εμπιστευματοδόχος έμμεσος αντιπρόσωπος τους, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 6α ν. 3156/2003, επειδή η σχέση του με τους ομολογιούχους παραγγελεύει του εξοπλίζεται έναντι του ΚΑΑ με τραπεζικό (αν ο εκπρόσωπος είναι τράπεζα) ή επαγγελματικό απόρρητο (αν είναι ΕΠΕΥ κατ' άρθρο 4 § 2 ν. 3156/2003). Αντιθέτως, αν οι εν λόγω ομολογίες είναι από τη σύσταση τους εξαρχής καθ' εαυτές καταχωριστέες στο ΚΑΑ, τότε ως δικαιούχος των ομολογιών και της σχετικής μερίδας επενδυτή στο ΚΑΑ θα φαίνεται (β) ο ομολογιούχος και όχι ο κοινός εκπρόσωπος, σύμφωνα με τη ρητή επιφύλαξη του άρθρου 4 § 6α ν. 3156/2003 υπέρ του Κανονισμού Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών του ΚΑΑ μιας και τότε το τραπεζικό ή επαγγελματικό απόρρητο της σχέσης εκπροσώπου – ομολογιούχου ως χειριστή επενδυτή δεν ισχύει απέναντι του.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 § 1 ν. 3156/2003 είναι υποχρεωτική η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών άυλων τίτλων σε ομάδα. Αν δεν υπήρχε η σχετική νομοθετική πρόβλεψη του άρθρου 1 § 6 ν. 3156/2003, η έκδοση άυλων ομολογιών πιθανόν να προσέκρουε στο (μη πιστωτικό) σκοπό της δανειολήπτριας ανώνυμης εταιρείας και στην τραπεζική νομοθεσία, εφόσον η συγκεκριμένη ανώνυμη εταιρεία δεν αποτελεί νομίμως λειτουργούν πιστωτικό ίδρυμα. Η νομοθεσία περί άυλων ομολογιών, ήρθε να συμπληρώσει την υπάρχουσα νομοθεσία περί δανείων. Ο ν. 3156/2003 στο άρθρο 4 § 1 σε συνδυασμό με το άρθρο 3 § 1, επιβάλλει τον ορισμό ενός χρηματοπιστωτικού φορέα (Τράπεζας ή ΕΠΕΥ), ως κοινού αναγκαστικού αντιπροσώπου τους, διότι η ομάδα των ομολογιούχων δεν έχει νομική προσωπικότητα (άρθρο 3 § 1γ ν. 3156/2003).

Αν οι ομολογίες συσταθούν με καταχώριση στο σύστημα άυλων τίτλων του ΚΑΑ, ο κοινός εκπρόσωπος ενεργεί (α) ως χειριστής του σχετικού λογαριασμού των ομολογιούχων ως επενδυτών και εμφανίζονται καταχωρημένα τα ονόματα των τελικών δικαιούχων των

τίτλων²⁹. Αν όμως οι ομολογίες συσταθούν με καταχώριση στο ΣΛΠΣ, ο κοινός εκπρόσωπος ενεργεί (β) ως φορέας από τον οποίο αποκτούν τους τίτλους τους οι ομολογιούχοι δανειστές³⁰.

8. Περιεχόμενο ομολογίας

Ο νόμος και πιο συγκεκριμένα οι ν. 3156/2003 και κ.ν. 2190/1920 δεν προβλέπουν ρητά το περιεχόμενο του τίτλου της ομολογίας. Οι ομολογίες και η ονομαστική βεβαίωσή τους αν έχουν εκδοθεί ως άυλες, απαιτείται να περιλαμβάνουν τα εξής:

- Τα στοιχεία της εκδότριας εταιρείας και το χρόνο και τόπο έκδοσης των ομολογιών.
- Την ονομαστική αξία, ήτοι το ποσό που θα κληθεί να καταβάλει η εκδότρια στο δικαιούχο της ομολογίας στη λήξη του ομολογιακού δανείου.

- Το δικαιούχο, ήτοι το πρόσωπο στο οποίο θα καταβληθεί το ποσό της ομολογίας στη λήξη. Ειδικότερα, ανάλογα με το είδος της ομολογίας, διαφοροποιείται και το νομιμοποιούμενο πρόσωπο που θα εισπράξει το ποσό της ομολογίας. Έτσι, εάν η ομολογία είναι (α) ανώνυμη, το δικαιούμενο πρόσωπο δεν θα κατονομάζεται στον τίτλο ή στη βεβαίωση. Εάν η ομολογία είναι (β) ονομαστική ή (γ) εις διαταγή, ο τελικός δικαιούχος θα είναι ο κατονομαζόμενος στον τίτλο ή στη βεβαίωση.

- Τον τόπο, χρόνο και τρόπο πληρωμής.
- Το επιτόκιο, το οποίο δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει τον ανώτατο δικαιοπρακτικό τόκο.

- Το ανώτατο επιτόκιο υπερημερίας, το οποίο ρυθμίζεται από το ΠΔ/ΤΕ 2393/1996 και σε περίπτωση κατάργησής του, συμφωνείτε στην ομολογία (ή στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου) συνήθως το ίδιο επιτόκιο, το προβλεπόμενο δηλαδή από την εν λόγω ΠΔ/ΤΕ.

- Το τυχόν δικαίωμα της εκδότριας εταιρείας για πρόωρη καταγγελία της ομολογίας.
- Την υπογραφή των νόμιμων εκπροσώπων της ανώνυμης εταιρείας (μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή άλλων τυχόν εξουσιοδοτημένων σχετικά). Είναι δυνατή η θέση υπογραφής με μηχανικό τρόπο (ΑΚ 163)³¹.

- Στοιχεία απαραίτητα για τον προσδιορισμό των δικαιωμάτων των ομολογιούχων δανειστών, όπως πχ τυχόν ασφάλειες, δικαιώματα μετατροπής των ομολογιών, συμμετοχής

²⁹ Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 857.

³⁰ Δ. Τσιμπανούλης, όπ. π., σ. 356.

³¹ Το άρθρο 163 ΑΚ κάνει λόγο για ανώνυμους τίτλους, όμως θα εφαρμοσθεί αναλογικά, σύμφωνα με την κρατούσα άποψη και σε ονομαστικούς τίτλους και τίτλους εις διαταγή, εφόσον πρόκειται για μαζική έκδοση, όπως είναι το συνήθως συμβαίνον στις ομολογίες. Βλ. Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Έγγραφα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1997, σ. 127.

στα κέρδη κλπ. Ορισμένοι όροι, ενδέχεται να μην αναφέρονται στο κείμενο της ομολογίας, αλλά σε άλλα σχετικά έγγραφα, όπως πχ στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου, στα οποία γίνεται ρητώς παραπομπή, και τα οποία έτσι καθίστανται περιεχόμενο του τίτλου.

- Τον αύξοντα αριθμό της ομολογίας.
- Τα τυχόν τοκομερίδια.

Πρέπει να σημειωθεί ότι συνήθως εκδίδονται τίτλοι, ενσωματώνοντες περισσότερες της μιας ομολογίες, με αποτέλεσμα τα απορρέοντα δικαιώματα να είναι πολλαπλάσια των δικαιωμάτων των απορρεόντων εκ του αριθμού των τίτλων.

9. Τοκομερίδια

Κατά το άρθρο 1 § 5 ν. 3156/2003: *«αν για το ομολογιακό δάνειο εκδίδονται ενσώματες ομολογίες, η ολική εξόφληση και η άσκηση των δικαιωμάτων των ομολογιούχων γίνεται με την προσκόμιση των τίτλων, και των τόκων και των λοιπών ωφελημάτων, με την προσκόμιση των τοκομεριδίων ή του ειδικού στελέχους, εφόσον υφίσταται, άλλως με την προσκόμιση του τίτλου της ομολογίας και τη σημείωση της εξόφλησης επί του σώματος».*

Τα τοκομερίδια (κουπόνια) αποτελούν τμήματα του τίτλου της ομολογίας και ενσωματώνουν απαίτηση από τόκο κατά της εκδότριας. Αποτελούν παρεπόμενα έγγραφα (πχ μερισματούγραφα) διότι εκδίδονται μαζί με το κύριο έγγραφο, την ομολογία. Για όσο χρόνο είναι προσαρτημένα σε αυτήν, ακολουθούν την τύχη της. Αν αποσπασθούν όμως από το σώμα της, αποκτούν αυτοτέλεια ως αξιόγραφα, λειτουργική και συναλλακτική. Όταν η απαίτηση του τόκου καταστεί ληξιπρόθεσμη, ο δικαιούχος προσκομίζει το τοκομερίδιο στην εκδότρια προς είσπραξη του τόκου. Έτσι αποφεύγεται η προσκόμιση της ομολογίας, με συνέπεια τη μείωση του κινδύνου τυχόν απώλειας ή καταστροφής της. Ταυτόχρονα, διασφαλίζονται και τα συμφέροντα της εκδότριας, η οποία ελευθερώνεται καταβάλλοντας στο δικαιούχο του τοκομεριδίου.

Το τοκομερίδιο αποτελεί ανώνυμο χρεόγραφο, ρυθμιζόμενο στα άρθρα ΑΚ 897 επ. Η ΑΚ 897 § 1 κατοχυρώνει την αυτοτέλεια του τοκομεριδίου ως αξιογράφου, ορίζοντας ότι: *«τα τοκομερίδια του ανώνυμου χρεογράφου, εφόσον δεν ορίζεται σ' αυτά το αντίθετο, εξακολουθούν να ισχύουν και αν ακόμη αποσβεστεί η κύρια απαίτηση ή αρθεί ή μεταβληθεί η υποχρέωση πληρωμής τόκου».* Κατά την ΑΚ 897 § 2: *«εφόσον κατά την εξόφληση του κύριου τίτλου δεν αποδίδονται τέτοια τοκομερίδια, ο οφειλέτης έχει δικαίωμα να παρακρατήσει το ποσό που αναγράφεται σ' αυτά ωσότου συμπληρωθεί ο χρόνος της παραγραφής».* Έτσι, αν κατά την εξόφληση του τίτλου, ο κάτοχος δεν αποδίδει στην εταιρεία τα εκκρεμή τοκομερίδια, τότε αυτή δικαιούται να μην καταβάλλει σε αυτόν τους τόκους που

αντιστοιχούν στα τοκομερίδια, αλλά να τους παρακρατήσει μέχρι τη συμπλήρωση του χρόνου παραγραφής, αποφεύγοντας με αυτόν τον τρόπο τον κίνδυνο διπλής καταβολής (πχ εμφανίζεται τρίτος, κάτοχος των τοκομεριδίων, διάφορος του πρώτου δανειστή και αληθινού δικαιούχου).

Κατά την ΑΚ 895 εδ. 2, δεν εφαρμόζεται στα τοκομερίδια η διαδικασία κήρυξης των κλαπέντων, απολεσθέντων ή καταστραφέντων ανωνύμων χρεογράφων ως ανίσχυρων³². Ο κομιστής προστατεύεται σε περίπτωση κλοπής, απώλειας ή καταστροφής κατά την ΑΚ 898 κατά την οποία: *«ο μέχρι τότε κομιστής έχει δικαίωμα να απαιτήσει από τον οφειλέτη την πληρωμή, αν πριν από τη λήξη τους τον ειδοποίησε για την κλοπή, την απώλεια ή την καταστροφή και κανείς άλλος δεν τα παρουσίασε για πληρωμή ούτε άσκησε σχετική αγωγή»*. Η αξίωση αυτή, κατά την ΑΚ 898 § 2, μπορεί να αποκλειστεί συμβατικά, με αντίθετη ρήτρα επί του τοκομεριδίου³³.

10. Μεταβίβαση ομολογιών

Οι ομολογίες είναι κατά κανόνα ελεύθερα μεταβιβάσιμες. Είναι δυνατή όμως η δέσμευσή τους, υπό την έννοια της συμβατικής, κατά τους όρους του προγράμματος του δανείου, απαγόρευσης μεταβίβασής τους, με ρήτρα περί αμεταβιβάστου. Επίσης είναι δυνατή, κατ' ανάλογη εφαρμογή της ΑΚ 466, η συμφωνία περί ανεκχωρήτου μεταξύ εκδότριας και ομολογιούχων δανειστών. Απέναντι όμως στον εκδοχέα, ο οφειλέτης δεν μπορεί να επικαλεσθεί μία τέτοια συμφωνία, αν ο εκδοχέας απέκτησε την απαίτηση στηριζόμενος σε έγγραφό που δεν περιείχε όρο περί ανεκχωρήτου.

Κατά το άρθρο 2 § 2 ν. 3156/2003, οι ομολογίες μπορούν να αποκτηθούν χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό και από την εκδότρια. Αν η απόκτηση γίνει με αγορά ή ανταλλαγή ή έναντι εξοφλήσεως απαιτήσεων της εκδότριας ή από άλλη επαχθή αιτία, απαιτείται προηγούμενη απόφαση του ΔΣ της εκδότριας. Στην περίπτωση που η αγορά ιδίων ομολογιών γίνεται με σκοπό τη μείωση των οικονομικών υποχρεώσεων της εκδότριας εταιρείας από το ομολογιακό δάνειο, στο άρθρο 2 § 3 ν. 3156/2003 ορίζεται ότι η εκδότρια υποχρεούται να ακυρώσει τις αποκτώμενες ομολογίες αμέσως, με απόφαση του ΔΣ της. Η γνωστοποίηση αυτή γίνεται σύμφωνα με το άρθρο 5 §§ 2, 3 ν. 3156/2003, υποβάλλεται δηλαδή στη δημοσιότητα του άρθρου 26 § 2γ κ.ν. 2190/1920, ενώ σε περίπτωση που οι ομολογίες είναι εισηγμένες στο ΧΑ, η δημοσίευση πραγματοποιείται οπωσδήποτε στο ημερήσιο δελτίο τιμών του ΧΑ με δαπάνες της εκδότριας εταιρείας.

³² Βλ. Γεωργιάδη-Σταθόπουλο, άρθρο 898 ΑΚ, αριθμ. 1.

³³ Βλ. Γ. Σωτηρόπουλο, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, όπ. π., άρθρο 3α, σελ. 451 επ.

Σύμφωνα με το άρθρο 2 § 3 εδ. β' ν. 3156/2003, η μεταβίβαση ιδίων ομολογιών δύναται να λάβει χώρα και λόγω καθολικής διαδοχής ή δωρεάς. Σ' αυτήν την περίπτωση η εκδότρια οφείλει το αργότερο εντός μηνός από την κτήση τους, να γνωστοποιήσει προς τους ομολογιούχους αν θα ακυρώσει τις ομολογίες ή θα προβεί σε εκ νέου διάθεσή τους, καθορίζοντας στο χρόνο αυτό και το χρόνο και τρόπο διάθεσής τους. Παρόλο που η εν λόγω διάταξη αναφέρεται μόνο σε καθολική διαδοχή, η οποία καταλαμβάνει μόνο τη συγχώνευση των άρθρων 68 επ. κ.ν. 2190/1920, κατά την Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρο 2: *«για την ταυτότητα του λόγου, τα ίδια θα ισχύουν και σε περίπτωση εισφοράς κλάδου στην εκδότρια, η οποία δεν αποτελεί καθολική διαδοχή»*.

Πρέπει να σημειωθεί ότι λόγω της αυτοτέλειας του αξιογράφου, η απόκτηση ομολογίας από την εκδότρια δεν επιφέρει την απόσβεση της απαίτησης που ενσωματώνεται στην ομολογία με σύγχυση, κατά την ΑΚ 453. Αλλά και ανεξάρτητα από την αυτοτέλεια του αξιογράφου, ακόμη και αν υπήρχε περίπτωση συγχύσεως κατά την ΑΚ 453 εδ. α', η εκ νέου θέση της ομολογίας σε κυκλοφορία, θα ενέπιπτε στην περίπτωση της ΑΚ 453 εδ. β', οπότε θα επρόκειτο για αναβίωση της ενοχής. Έτσι δεν αποκλείεται οι ομολογίες να αποκτηθούν με σκοπό την εκ νέου θέση τους σε κυκλοφορία, μεταγενέστερα. Τούτο θα μπορούσε να δικαιολογηθεί από άποψη σκοπιμότητας πχ στο γεγονός ότι η εκδότρια εταιρεία στοχεύει (α) στην προσωρινή μείωση του δανεισμού της ή (β) στη σταθεροποίηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της.

Πάντως, στο πλαίσιο της εξωχρηματιστηριακής αγοράς, η δυνατότητα αγοράς ομολογιών από την εκδότρια, ακόμη και ο συνδυασμός της αγοράς με σύμφωνο προαιρέσεως (put and call options) ή και εξωνήσεως, δύναται να καταστήσει το ομολογιακό δάνειο μια εύχρηστη και ευέλικτη μορφή χρηματοδότησης για την εκδότρια ανώνυμη εταιρεία. Από άλλη έποψη, εάν οι ομολογίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο ή σε άλλη ρυθμιζόμενη αγορά, η αγορά ομολογιών από τον εκδότη του δανείου ή από πρόσωπα στενά συνδεδεμένα με τον εκδότη, δεν είναι ούτε θεμιτή ούτε σκόπιμη, όταν γίνεται (α) με σκοπό τη χειραγωγή της τιμής της μετοχής, ή (β) μετά από κατάχρηση εσωτερικής πληροφόρησης. Η νομοθεσία περί κεφαλαιαγοράς, μετά και την πρόσφατη μεταρρύθμιση του ν. 3606/2007 και την εισαγωγή στην ελληνική έννομη τάξη της οδηγίας MiFID³⁴, παρέχει επαρκή προστασία στους μικρομετόχους και στους επενδυτές. Έτσι, η θέσπιση ειδικών διατάξεων για την προηγούμενη γνωστοποίηση συναλλαγών και για την εσωτερική πληροφόρηση

³⁴ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC <http://www.mifidirective.com/mifid-directive.pdf>

καθώς και οι γενικές ρήτρες του κοινού δικαίου, ήτοι των ΑΚ 281, 330 και 914 παρέχουν επαρκή προστασία από τέτοιες συμπεριφορές.

Γ. Είδη ομολογιακών δανείων

1. Επιμέρους κατηγορίες

Ο ν. 3156/2003, στο κεφάλαιο Β' (άρθρα 6-9), περιλαμβάνει τέσσερις (4) επιμέρους κατηγορίες-είδη ομολογιακών δανείων, ήτοι:

- Το απλό ομολογιακό δάνειο (άρθρο 6 ν. 3156/2003)
- Το ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες (άρθρο 7 ν. 3156/2003)
- Το ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες (άρθρο 8 ν. 3156/2003) και
- Το ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη (άρθρο 9 ν. 3156/2003)³⁵.

Στο ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες και στο ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, ο νόμος παραπέμπει στις ρυθμίσεις των διατάξεων του κ.ν. 2190/1920 (3α και 3β αντίστοιχα), όπως τροποποιήθηκαν βάσει του άρθρου 15 ν. 3156/2003. Ειδικότερα:

2. Κοινό ομολογιακό δάνειο

Οι ομολογιούχοι δανειστές, στην απλή μορφή του ομολογιακού δανείου, εισπράττουν περιοδικά, ανά εξάμηνο ή έτος, τόκο, ο οποίος υπολογίζεται με βάση κάποιο επιτόκιο, σταθερό ή κυμαινόμενο. Το κεφάλαιο επιστρέφεται στη λήξη του ομολογιακού δανείου³⁶. Η Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003 στις παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρο 6, ορίζει ότι: «ο νόμος επιτρέπει την έκδοση μόνο του έντοκου δανείου, που εξ αντιδιαστολής σημαίνει ότι δεν είναι δυνατή η έκδοση άτοκου κοινού ομολογιακού δανείου. Δεν αποκλείεται, ωστόσο, η έκδοση άτοκου δανείου στην περίπτωση του ομολογιακού δανείου με ανταλλάξιμες και μετατρέψιμες ομολογίες. Κάτι τέτοιο όμως δεν είναι δυνατό σε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, δεδομένου ότι το άρθρο 3(β) του κ.ν. 2190/1920, που παραμένει ως έχει, ρητά αναφέρεται σε δικαίωμα προς απόληψη «πέραν του τόκου».

³⁵ Βλ. και Στ. Γεωργιάδη, Η σύναψη ομολογιακού δανείου από κοινωφελές ίδρυμα, εις: Γενέθλιον Απ. Γεωργιάδη, τόμ. Ι, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2006.

³⁶ Πρόκειται για τα λεγόμενα "level coupon bonds".

Ο τόκος αποτελεί το αντάλλαγμα για: (α) τη χορήγηση και (β) μη αναζήτηση του ποσού των ομολογιών για ορισμένο χρονικό διάστημα. Η έκδοση του κοινού ομολογιακού δανείου δεν υπόκειται σε κανέναν ποσοτικό περιορισμό, εκτός αν ορίζεται διαφορετικά στο καταστατικό της εκδότριας εταιρείας³⁷. Ως προς το ύψος του επιτοκίου είναι πιθανό να προβλέπονται κάποιοι περιορισμοί ή ανώτατα όρια στο καταστατικό της εκδότριας. Διαφορετικά, το ύψος του επιτοκίου θα πρέπει να καθορίζεται ελεύθερα στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου, μεταξύ της εκδότριας εταιρείας και των ομολογιούχων δανειστών, στα πλαίσια της ελευθερίας των συμβάσεων και της ιδιωτικής αυτονομίας (ΑΚ 361).

3. Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες

α.. Γενικά: Στο ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες παρέχεται στους ομολογιούχους δανειστές δικαίωμα, με δήλωσή τους, να ζητήσουν εξόφληση των ομολογιών τους, ολικά ή μερικά, με μεταβίβαση σ' αυτούς (α) άλλων ομολογιών ή (β) μετοχών ή (γ) άλλων κινητών αξιών της εκδότριας ή (δ) άλλων εκδοτών, σύμφωνα με τους όρους του προγράμματος του δανείου³⁸. Η έκδοση του δανείου αυτού δεν υπόκειται σε κανέναν περιορισμό ποσού, εκτός αν στο καταστατικό της εκδότριας ορίζεται διαφορετικά.

Η εκδότρια ή ο τρίτος, κύριος ομολογιών ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών, που παρέχει το δικαίωμα ανταλλαγής, δεσμεύεται μέχρι το χρονικό σημείο κάλυψης του εν λόγω δανείου, ότι θα έχει στην κυριότητά του, ελεύθερες από βάρη, τις υπερκείμενες ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίες και διασφαλίζει τη διατήρηση αυτών καθ' όλη τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου και μέχρι την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από αυτό. Διαφορετικά, ο παρέχων το δικαίωμα ανταλλαγής, υποχρεούται να έχει καταρτίσει σύμβαση, με την οποία να διασφαλίζεται η δυνατότητα εμπρόθεσμης παράδοσης των ομολογιών, μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε εκπλήρωση της σχετικής υποχρέωσης. Αν οι ανταλλάξιμες ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίες είναι από το νόμο υποχρεωτικά ονομαστικές, τότε οι ανταλλάξιμες ομολογίες είναι υποχρεωτικά ονομαστικές³⁹.

Πρέπει να σημειωθεί ότι το χορηγούμενο επιτόκιο στις ανταλλάξιμες ομολογίες, είναι συνήθως σταθερό και χαμηλότερο του επιτοκίου των κοινών ομολογιών, λόγω της δυνατότητας των ομολογιούχων να ζητήσουν εξόφληση της ομολογίας με μεταβίβαση σε αυτούς ομολογιών, μετοχών ή άλλων κινητών αξιών της εκδότριας ή τρίτων. Η κτήση

³⁷ Γ. Βελέντζας, Ανώνυμη Εταιρεία (απλή και εισηγμένη), Εταιρικό Δίκαιο και Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Νομική Τράπεζα, Εκδόσεις Ius, Θεσσαλονίκη 2008, σ. 521.

³⁸ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σελ. 417 επ. Στη συνηθέστερη περίπτωση το δικαίωμα επιλογής των ομολογιούχων δανειστών αφορά μετοχές τρίτης, διαφορετικής από την εκδότρια, εταιρείας, η οποία καλείται «εταιρεία στόχος».

³⁹ Γ. Βελέντζας, όπ. π., σ. 522.

ανταλλάξιμων ομολογιών, δύναται να αποβεί συμφέρουσα για τους ομολογιούχους δανειστές, διότι: (α) εκτός από την είσπραξη σταθερού προσυμφωνημένου επιτοκίου, μπορούν (β) να ασκήσουν το δικαίωμα ανταλλαγής, όταν η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της εκδότριας εταιρείας υπερβεί την τιμή ανταλλαγής, καθιστάμενοι, με αυτόν τον τρόπο, μέτοχοι της εταιρείας.

Στην κλασσική μορφή ανταλλάξιμων ομολογιών, το δικαίωμα ανταλλαγής έχουν οι ομολογιούχοι. Χορηγείται σ' αυτούς το δικαίωμα, στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου, αντί εξόφλησης σε μετρητά, να ζητήσουν παράδοση συγκεκριμένου αριθμού μετοχών. Όμως, είναι δυνατόν το συγκεκριμένο δικαίωμα ανταλλαγής να χορηγηθεί στην εκδότρια, όταν υπάρχει σχετική πρόβλεψη στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου ότι οι ομολογιούχοι, ύστερα από σχετική δήλωση της εκδότριας, χάνουν, εν όλω ή εν μέρει, το δικαίωμα να ζητήσουν την επιστροφή του δανείσματος και αντί αυτού, έχουν υποχρέωση, μετά την παρέλευση του σχετικού συμβατικού χρόνου, να δεχθούν μετοχές τρίτης εταιρείας (στόχου)⁴⁰.

β. Νομική φύση ανταλλάξιμων ομολογιών: Η νομική φύση των ανταλλάξιμων ομολογιών, συγκριτικά με αυτή των κοινών, είναι κατά βάση ίδια, μιας και χορηγούνται στους ομολογιούχους μόνο ενοχικά δικαιώματα έναντι της εκδότριας. Η ιδιαιτερότητα των ανταλλάξιμων ομολογιών συνίσταται στο ότι παρέχουν στους ομολογιούχους δικαίωμα να ζητήσουν εξόφληση με μεταβίβαση σε αυτούς: (α) μετοχών, (β) ομολογιών ή (γ) άλλων κινητών αξιών της εκδότριας ή (δ) τρίτου. Δεν αποτελούν μικτό τύπο μετοχής και ενοχικής σχέσης. Επιπρόσθετα, δεν συνάπτεται μεταξύ εκδότριας και ομολογιούχων σύμβαση ανταλλαγής, μολονότι χρησιμοποιείται στο νόμο ο όρος «ανταλλαγή». Αντίθετα, στην περίπτωση των ανταλλάξιμων ομολογιών, όπως ρυθμίζονται στο άρθρο 7 § 1 ν. 3156/2003, πρόκειται για εξόφληση του κεφαλαίου της ομολογίας, αντί καταβολής, με δικαίωμα επιλογής του ομολογιούχου. Έτσι, με την άσκηση του δικαιώματος ανταλλαγής επέρχεται: (α) εξόφληση της ομολογίας και ταυτόχρονα συνάπτεται (β) σύμβαση ανάληψης μετοχών της εκδότριας ή (γ) της τρίτης εταιρείας - στόχου, μιας και ο ομολογιούχος αποδέχεται, με τη δήλωση ανταλλαγής, την ανέκκλητη πρόταση της εταιρείας, όπως αυτή έχει διατυπωθεί στους όρους του προγράμματος του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου⁴¹.

⁴⁰ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 419 επ.

⁴¹ Τ. Γιωτάκης, Ομολογιακά δάνεια του ν. 3156/2003: είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης, τ. 7, ΕΨΙΛΟΝ 2004, σ. 125.

4. Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες

α. Γενικά: Οι ομολογίες δύναται να εκδοθούν και ως μετατρέψιμες σε μετοχές (convertible bonds)⁴². Αποτελούν μικτό τύπο χρηματοδότησης μεταξύ: α) ίδιων και β) ξένων κεφαλαίων. Ο κάτοχος μετατρέψιμων ομολογιών, δικαιούται, με δήλωσή του και υπό προκαθορισμένους - στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου - όρους, να ζητήσει μετατροπή του αξιόγραφου του σε μετοχές. Με αυτό τον τρόπο καθίσταται πλέον οικονομικός ιδιοκτήτης της εταιρείας, από απλός δανειστής⁴³. Το άρθρο 3α του κ.ν. 2190/1920 ρυθμίζει τα ομολογιακά δάνεια με μετατρέψιμες ομολογίες, σύμφωνα με το οποίο η απόφαση για έκδοση ομολογιακού δανείου μπορεί να λαμβάνεται: τόσο (α) από τη Γενική Συνέλευση, με τα αυξημένα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που προβλέπονται στα άρθρα 29 § 3 και 31 § 2 κ.ν. 2190/1920 (τακτική έκδοση), όσο και (β) από το Διοικητικό Συμβούλιο, υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 13 § 1 κ.ν. 2190/1920 (έκτακτη έκδοση). Στις αποφάσεις αυτές εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις για τη δημοσιότητα της απόφασης για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και οι διατάξεις του άρθρου 13 § 8 κ.ν. 2190/1920 (άρθρο 3α § 1 γ' κ.ν. 2190/1920).

β. Συντελεστής Μετατροπής: Οι μετατρέψιμες ομολογίες, ως θεσμός, συνδυάζουν πλεονεκτήματα τόσο των μετοχών, όσο και των ομολογιών. Ιδιαίτερα σημαντικό, πριν τη σύναψη ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες, είναι η συνομολόγηση συγκεκριμένου συντελεστή μετατροπής, ο οποίος και καθορίζει τον αριθμό των μετοχών, που θα λάβει για κάθε ομολογία ο ομολογιούχος δανειστής, όταν ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής από τη σύμβαση - πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου. Από οικονομική σκοπιά, οι μετατρέψιμες ομολογίες χαρακτηρίζονται, λόγω του δικαιώματος μετατροπής, ως μικτά αξιόγραφα, μεταξύ (α) ομολογίας και (β) μετοχής.

γ. Νομική φύση μετατρέψιμης ομολογίας: Αποτελεί έγγραφο, εκδιδόμενο από ανώνυμη εταιρεία, προσφεύγουσα σε χρηματοδότηση μέσω έκδοσης ομολογιακού δανείου και χορηγούμενο στους ομολογιούχους δανειστές που καταβάλουν το δάνεισμα, το οποίο και

⁴² Από τις μετατρέψιμες ομολογίες διακρίνονται οι ομολογίες με δικαίωμα προαίρεσης απόκτησης μετοχών, με τις οποίες παρέχεται στους ομολογιούχους δανειστές: (α) εκτός από την αξίωση καταβολής τόκου και επιστροφής του δανείου, ενσωματωμένο σε αξιόγραφο, (β) δικαίωμα κτήσης, εντός ορισμένου χρόνου ή συγκεκριμένου χρονικού σημείου και προκαθορισμένης σχέσης και τιμής, μετοχών της εκδότριας εταιρείας ή τρίτου (ομολογίες με δικαίωμα προαίρεσης). Η ουσιαστική διαφορά με τις μετατρέψιμες ομολογίες συνίσταται στο ότι η ομολογία και το δικαίωμα προαίρεσης μπορούν να διαχωριστούν. Ο ομολογιούχος δανειστής, ακόμη και μετά την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης, διατηρεί την αξίωση από την ομολογία, δηλαδή η άσκηση του δικαιώματος δεν συνεπάγεται και τη λήξη της ομολογίας. Βλ. Ν. Βερβεσός, όπ. π., σελ. 312 επ.

⁴³ Γ. Καραθανάσης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές, γ' έκδοση, εκδ. Μπένου Ε., Αθήνα 1999, σ. 635 επ.

αποτελεί την ονομαστική αξία της ομολογίας⁴⁴. Είναι αξιόγραφο και δη χρεόγραφο, το οποίο ενσωματώνει ορισμένη χρηματική απαίτηση, συνήθως έντοκη, του δικαιούχου της ομολογίας κατά της εκδότριας, προς απόδοση του ποσού - δανείου, στο οποίο αντιστοιχεί. Το δικαίωμα μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές της εκδότριας αποτελεί: (α) πρόσθετο δικαίωμα από το έγγραφο, το οποίο ασκείται κοντά στα δικαιώματα προς (β) απόδοση του δανείου και (γ) απόληψη του συμφωνημένου τόκου.

Ο δανειστής έχει δικαίωμα - διακριτική ευχέρεια σε μετατροπή - ανταλλαγή των ομολογιών του με μετοχές της εκδότριας. Με την άσκηση του δικαιώματος αυτού καταργείται η ομολογιακή σχέση και τα απορρέοντα εξ αυτής δικαιώματα (ήτοι τα δικαιώματα προς απόδοση: (α) δανείου και (β) τόκου) και δημιουργείται νέα, μετοχική πλέον σχέση, η οποία παράγεται το πρώτον με την έκδοση και παράδοση των μετοχών που αποτελούν το αντικείμενο της μετατροπής (πρωτότυπη κτήση). Λαμβάνει δε χώρα με δήλωση προς την εταιρεία, η οποία περιέχει ταυτόχρονα και αποδοχή της πρότασης για ανάληψη των μετοχών, η οποία ενυπάρχει στην έκδοση της εν λόγω ομολογίας.

Ο ομολογιούχος είναι, στην ουσία, υπό αίρεση μέτοχος της εκδότριας⁴⁵, ο οποίος δύναται να καταστεί μέτοχος αυτής, αφού ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής, προκειμένου να απολαύσει τα δικαιώματα από τη μετοχική σχέση (πχ δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και απόληψης σχετικού μερίσματος, δικαίωμα προτίμησης σε περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, δικαιώματα μειοψηφίας κλπ). Πριν την πλήρωση της εξουσιαστικής αυτής αίρεσης, ήτοι του δικαιώματος προς μετατροπή, ο ομολογιούχος αποτελεί απλώς δανειστή της εκδότριας⁴⁶. Ευνόητη για την άσκηση του εν λόγω δικαιώματος μετατροπής είναι η καλή οικονομική πορεία της εκδότριας, η οποία μεταφράζεται σε υψηλότερη αξία της μετοχής και άρα σε καλύτερο οικονομικό αποτέλεσμα, συγκριτικά με τους συμφωνημένους στην ομολογία τόκους, τους οποίους θα ελάμβανε ο δανειστής αν δεν είχε προβεί στην άσκηση του εν λόγω δικαιώματος μετατροπής.

δ. Έκταση του δικαιώματος μετατροπής: Στο άρθρο 3α § 2 κ.ν. 2190/1920 ορίζεται ότι: «Στην απόφαση του αρμόδιου οργάνου ορίζεται ο χρόνος και ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος, η τιμή ή ο λόγος μετατροπής ή το εύρος τους». Έτσι, προκειμένου να προβεί το αρμόδιο όργανο της εκδότριας σε έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες, προαπαιτείται να καθορισθεί: (α) η ονομαστική αξία των μετοχών και (β) η βάση (αναλογία),

⁴⁴ Μ. Κορδή – Αντωνοπούλου, όπ. π., σ. 125 επ.

⁴⁵ Αντίθετος ο Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 430, σύμφωνα με τον οποίο οι ομολογιούχοι δεν είναι μέτοχοι υπό αίρεση, ούτε έχουν δικαίωμα προσδοκίας.

⁴⁶ Χ. Ταρνανίδου, Η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκεΕΔ, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1999, σ. 420 επ.

σύμφωνα με την οποία θα γίνει η μετατροπή των εν λόγω ομολογιών σε μετοχές της εκδότριας. Ο προσδιορισμός της τιμής αυτής δεν εναπόκειται στην ελεύθερη κρίση της εκδότριας και των ομολογιούχων δανειστών. Ο νομοθέτης, στο άρθρο 3α § 2 κ.ν. 2190/1920, θέτει έναν ποσοτικό περιορισμό ως προς την τιμή αυτή, οριοθετώντας τη σχετική υποχρέωση της εκδότριας και το αντίστοιχο δικαίωμα των ομολογιούχων κατά το χρόνο άσκησης του δικαιώματός τους προς μετατροπή. Κατά το γράμμα του νόμου, η τιμή μετατροπής δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη της τιμής έκδοσης των ομολογιών αυτών⁴⁷.

Δικαιολογητικός λόγος της συγκεκριμένης ρύθμισης είναι το γεγονός ότι για τις νεοεκδιδόμενες μετοχές δεν εισφέρεται καμία άλλη χρηματική ή σε είδος παροχή εκ μέρους των ομολογιούχων, οι οποίοι καθίστανται, ασκώντας αργότερα το εν λόγω δικαίωμα, μέτοχοι της εκδότριας εταιρείας, πέρα από την αρχική καταβολή, η οποία είχε λάβει χώρα κατά την κτήση των μετατρέψιμων ομολογιών, η οποία και τρέπεται πλέον σε εισφορά. Τυχόν χορήγηση σ' αυτούς μετοχών μεγαλύτερης ονομαστικής αξίας της τιμής έκδοσης των ομολογιών, θα οδηγούσε σε καταστρατήγηση του θεσμού του μετοχικού κεφαλαίου, κατάσταση την οποία ρητά αποδοκιμάζει ο νόμος στη διάταξη του άρθρου 14 § 2 κ.ν. 2190/1920. Άλλωστε, η έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες αποτελεί περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με έκδοση νέων μετοχών, υπό την εξουσιαστική αίρεση της άσκησης του δικαιώματος των ομολογιούχων να μετατρέψουν τις εν λόγω ομολογίες σε μετοχές. Η αύξηση αυτή έχει ως συνέπεια την ανάλογη μείωση του ποσοστού συμμετοχής των παλαιών μετόχων στο εταιρικό μετοχικό κεφάλαιο, μιας και οι νέες μετοχές εκδίδονται αποκλειστικά προς ικανοποίηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιούχων δανειστών, μη δυνάμενων των παλαιών μετόχων να ασκήσουν ως προς αυτές το δικαίωμα τους για προτίμηση⁴⁸. Για το λόγο αυτό, η επιγενόμενη αύξηση κεφαλαίου και η παραχώρηση μετοχών της εκδότριας στους ομολογιούχους κατά το χρόνο της μετατροπής, επέρχεται μόνο στην έκταση που το επιτρέπει ο νόμος και όχι κατά την ελεύθερη κρίση των οργάνων της εταιρείας, η οποία αποτυπώνεται στο πρόγραμμα του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου.

ε. Μεταβολές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας και επίδρασή τους στο δικαίωμα μετατροπής: Η εκδότρια εταιρεία μπορεί να αναπτύξει ελεύθερα την επιχειρηματική της δράση και να διαχειριστεί την περιουσία της, όπως επιθυμεί, παρά την ύπαρξη ομολογιακού δανείου. Έτσι, δύναται να μεταβάλει την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

⁴⁷ Σύμφωνα με το άρθρο 3α § 2 εδ. 3 κ.ν. 2190/2003: «Απαγορεύεται χορήγηση μετοχών ονομαστικής αξίας ανώτερης της τιμής έκδοσης των μετατρεπόμενων ομολογιών».

⁴⁸ Χ. Ταρνανίδου, όπ. π., σ. 425 επ.

Άλλες φορές, οι μεταβολές αυτές απορρέουν από πράξεις που η εταιρεία υποχρεούται να διενεργήσει εκ του νόμου. Τέτοιες πράξεις αποτελούν πχ οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, λόγω τροπής σε κεφάλαιο: (α) των φανερών αποθεματικών, (β) των αφανών αποθεματικών, (γ) των κερδών ή (δ) της υπεραξίας των περιουσιακών της στοιχείων, που έχει συσσωρευθεί σ' αυτήν, από τις διαχειριστικές της χρήσεις. Στις περιπτώσεις αυτές, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, η οποία λαμβάνει χώρα με δέσμευση της αποταμιευμένης εταιρικής περιουσίας, ωφελεί μόνο τους μετόχους, μιας και η σχετική ωφέλεια κατανέμεται αυτόματα και αναλογικά στους μετόχους, είτε (α) με αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους, είτε (β) με έκδοση νέων μετοχών.

Όμως στα δικαιώματα αυτά δεν μπορούν να συμμετάσχουν τρίτοι, άρα ούτε και οι ομολογιούχοι δανειστές (οι οποίοι θα μετατρέψουν τις ομολογίες τους σε μετοχές της εκδότριας, με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής), παρά το γεγονός ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αποδυναμώνει το δικαίωμα μετατροπής, το οποίο και ασκείται πλέον πάνω στη νέα κεφαλαιακή δομή της εταιρείας. Έτσι, η οικονομική αξία του δικαιώματος εμφανίζεται μειωμένη για τους εξής λόγους:

- διότι το μετοχικό κεφάλαιο, στο οποίο θα μετάσχουν οι ομολογιούχοι με τη μετατροπή, θα είναι μεγαλύτερο εκείνου το οποίο υπολόγιζαν, όταν απέκτησαν τις ομολογίες.

- διότι είναι πιθανόν, με τις μεσολαβήσασες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, η εταιρική περιουσία να έχει κατανεμηθεί σε πλείονες μετοχές, με συνέπεια τη μείωση της πραγματικής αξίας της μετοχής.

Όμως, η μείωση του ποσοστού των ομολογιούχων δανειστών, ως υπό αίρεση μετόχων, στο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας, δεν δικαιολογεί την παραχώρηση δικαιώματος προς απόληψη ανάλογου μέρους της προκύπτουσας ωφέλειας από τις κεφαλαιοποιήσεις της εταιρικής περιουσίας. Ή, σε περίπτωση αντίστοιχης αύξησης κεφαλαίου με νέες εισφορές, δεν δικαιολογεί τη χορήγηση σε αυτούς δικαιώματος προτίμησης στις νεοεκδιδόμενες μετοχές. Άλλωστε, η ομολογιακή σχέση, ως δανειακή σχέση, διακρίνεται από τη μετοχική και για το λόγο ότι τα απορρέοντα εξ αυτής δικαιώματα δεν υπόκεινται στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Αντίθετα, τα δικαιώματα εξ ομολογιών εισπράττονται από αυτούς, ανεξάρτητα από την καλή ή κακή πορεία της εκδότριας. Κατά συνέπεια, δεν υπάρχει το στοιχείο της διακινδύνευσης της εταιρικής εισφοράς, το οποίο και αποτελεί το λόγο αναγνώρισης των δικαιωμάτων συμμετοχής στις μεταβολές του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας.

Μια άλλη παράμετρος στην εξεταστέα προβληματική είναι η ακόλουθη: Μπορεί η πραγματική αξία των νέων μετοχών, που θα εκδοθούν σε αντικατάσταση των ομολογιών, να είναι μικρότερη από την πραγματική αξία των παλαιών, οι οποίες λήφθηκαν ως βάση

υπολογισμού της τιμής μετατροπής στην απόφαση έκδοσης του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου από το αρμόδιο όργανο της εταιρείας.

στ. Προστατευτικές ρήτρες: Τη ζημία αυτή, των ομολογιούχων δανειστών, από τη μείωση της πραγματικής αξίας των νέων μετοχών, δύνανται να εμποδίσουν ρήτρες προστατευτικές. Οι συγκεκριμένες ρήτρες, περιλαμβάνονται στους τίτλους των μετατρέψιμων ομολογιών, ενισχύοντας τα δικαιώματα των ομολογιούχων δανειστών, τιθέμενες από την εκάστοτε εκδότρια εταιρεία με στόχο την εξασφάλιση μεγαλύτερης εμπορευσιμότητας των τίτλων που εκδίδουν. Πιο συγκεκριμένα, με τις εν λόγω ρήτρες υπόσχεται η εκδότρια στους ομολογιούχους δανειστές ότι, κατά την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής των τίτλων σε μετοχές, η τιμή μετατροπής θα διαμορφώνεται ανάλογα με τις μεταβολές που επήλθαν στο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας. Έτσι, αντισταθμίζεται η τυχόν μειωμένη αξία των μετοχών από τις μεταβολές που θα λάβουν, μελλοντικά, χώρα στην μετοχική κεφαλαιακή διάρθρωση της εκδότριας.

Με τον τρόπο αυτό, η εκδότρια ουσιαστικά αναλαμβάνει την υποχρέωση αναπροσαρμογής των προϋποθέσεων μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές της, στις νέες αναλογίες κεφαλαίου, που τυχόν θα προκύψουν στο μέλλον, προκειμένου να χορηγηθεί στους ομολογιούχους δανειστές μεγαλύτερος αριθμός μετοχών, ανάλογος προς τη μειωμένη πραγματική τους αξία. Αποτελεί κατ' ουσίαν (α) υποχρέωση προσδιορισμού ενός νέου λόγου μετατροπής για το υπάρχον μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο⁴⁹. Άλλοτε πάλι αποτελεί (β) υποχρέωση κάλυψης - με χρηματική παροχή - του ποσού κατά το οποίο υποτιμήθηκε το εν λόγω δικαίωμα μετατροπής, λόγω της ανωτέρω μεταβολής.

Πάντως, στην αλλοδαπή, η θεωρία τάσσεται⁵⁰ υπέρ της γενικότερης προστασίας των ομολογιούχων δανειστών, υποστηρίζοντας τη συμβατική αναγνώριση σ' αυτούς ενός «πρόωρου» δικαιώματος μετατροπής. Έτσι, με τον τρόπο αυτό, παραχωρείται δικαίωμα μετατροπής πριν την οριζόμενη, στις αποφάσεις των οργάνων της εταιρείας, προθεσμία μετατροπής. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αποκτούν τη μετοχική ιδιότητα σε χρόνο προγενέστερο, ενόψει π.χ. μιας επικείμενης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Έτσι, επιτυγχάνεται:

(α) η συμμετοχή τους σε μια μελλοντική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας και

⁴⁹ Θ. Οικονόμου, *Ανάλυση και Διαχείριση μετατρέψιμων ομολογιών*, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Γ' Τριμηνία, Αθήνα 1992, σ. 77 επ.

⁵⁰ Π. Παναγιώτου, *Το δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρείας*, Π. Ν. Σάκκουλας, Θεσσαλονίκη 1996, σ. 187 επ.

(β) η πρόωρη απόκτηση μερίσματος από τις χορηγούμενες σ' αυτούς μετοχές, αν η εταιρεία έχει κέρδη και διανείμει μέρισμα.

Κατ' αυτό τον τρόπο παρέχεται πληρέστερη προστασία στους ομολογιούχους δανειστές. Η συμβατική αυτή ρύθμιση (ρήτρα) έρχεται να συμπληρώσει το νόμο και την παρεχόμενη από αυτόν προστασία, από τυχόν αποφάσεις της εταιρείας για αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, ενόσω εκκρεμεί η άσκηση του δικαιώματος για μετατροπή. Αν όμως δεν υπάρχει σχετική συμβατική πρόβλεψη, τα δικαιώματα των ομολογιούχων δανειστών περιορίζονται στη σχετική νομοθετική πρόβλεψη. Άρα, τα συμφέροντα των ομολογιούχων, απαιτείται να προστατεύονται, προληπτικά, με τη χρήση ειδικών προστατευτικών ρητρών στο πρόγραμμα του εκάστοτε ομολογιακού δανείου⁵¹.

ζ. Σκοπιμότητα έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου: Σε περίπτωση ανόδου της τιμής της μετοχής οι ομολογιούχοι, έχοντας δικαίωμα προς μετατροπή, δύνανται να επωφεληθούν από την ανταλλαγή των ομολογιών τους, κερδίζοντας από τη διαφορά στην τιμή μεταξύ μετοχής και ομολογίας. Για το λόγο αυτό, η απόδοση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες είναι χαμηλότερη του κοινού ομολογιακού. Το μικρό, σχετικά, επιτόκιο των μετατρέψιμων ομολογιών παρέχει την ευχέρεια στην εκδότρια εταιρεία να καλύψει τις χρηματοδοτικές της ανάγκες με μικρό κόστος, ιδιαίτερα για μια εταιρεία με αλματώδη αύξηση του κύκλου εργασιών της. Ενδείκνυται επίσης όταν η εταιρεία: (α) δεν μπορεί ή (β) δεν θέλει να διανείμει μέρισμα για κάποιο χρονικό διάστημα, οπότε καθίσταται πιο δυσχερής η διάθεση μετοχών της στο επενδυτικό κοινό, έχει όμως θετικές μερισματικές προοπτικές για το μέλλον, πράγμα το οποίο αποτελεί κίνητρο για έναν επενδυτή να αποκτήσει μετατρέψιμες ομολογίες, με χαμηλότερη όμως απόδοση από το κοινό ομολογιακό δάνειο⁵².

η. Σύγκρουση συμφερόντων: Ενυπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εταιρείας και ομολογιούχων δανειστών. Ειδικότερα, σε περίπτωση μεταβολής της τιμής της μετοχής προς τα πάνω, ενώ η εκδότρια κατά κανόνα την επιθυμεί, στην περίπτωση που έχει εκδώσει μετατρέψιμες ομολογίες, ζημιώνεται από τη μετατροπή, παρά το γεγονός ότι έχει επωφεληθεί από το χαμηλότερο επιτόκιο, διότι διαθέτει μετοχές σε τιμή μικρότερη από την τρέχουσα. Εάν μάλιστα η άνοδος της τιμής της μετοχής δεν οφείλεται σε τυχαία περιστατικά αλλά σε αύξηση της εσωτερικής της αξίας, τότε με τη μετατροπή διανέμονται ουσιαστικά αφανή αποθεματικά της εκδότριας. Αντίθετα, όταν η τιμή της μετοχής πέφτει, πράγμα το οποίο μια εταιρεία δεν επιθυμεί, τότε η εκδότρια επωφελείται από την έκδοση του ομολογιακού

⁵¹ Χ. Ταρνανίδου, όπ. π., σ. 427 επ.

⁵² Γ. Σωτηρόπουλος, όπ. π., σ. 445.

δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες, διότι το δάνειο παραμένει δάνειο εξυπηρετούμενο με χαμηλότερο κόστος από ένα κοινό ομολογιακό δάνειο. Διότι σ' αυτήν την περίπτωση οι ομολογιούχοι δεν έχουν κίνητρο να προβούν σε μετατροπή.

Πάντως διαφορετικά διαμορφώνεται η κατάσταση στην περίπτωση που η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να επιλέξει ως μέθοδο χρηματοδότησης μεταξύ έκδοσης (α) μετοχών και (β) μετατρέψιμων ομολογιών. Διότι, εάν η εκδότρια θεωρεί, ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι χαμηλή με προοπτικές αύξησης, τότε δεν τη συμφέρει η έκδοση μετοχών, διότι για τη συγκέντρωση ενός συγκεκριμένου ποσού θα απαιτηθεί η έκδοση μεγαλύτερου αριθμού μετοχών, μιας και οι μετοχές θα διατεθούν φθηνά. Οι μετατρέψιμες ομολογίες αποτελούν έτσι μια εναλλακτική λύση, καθώς με τον καθορισμό συγκεκριμένης τιμής μετατροπής, όταν θα αυξηθεί η τιμή της μετοχής και οι ομολογιούχοι ασκήσουν το δικαίωμα μετατροπής, οι μετοχές που θα εκδοθούν, θα είναι λιγότερες από εκείνες που θα είχαν εκδοθεί, εάν προέβαινε αρχικά στην έκδοση μετοχών, κάνοντας αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Εάν αντίθετα, η εταιρεία θεωρεί ότι η τιμή της μετοχής είναι υψηλή και πρόκειται να πέσει, τότε θα επιλέξει την έκδοση μετοχών εκμεταλλευόμενη τη συγκεκριμένη χρονική συγκυρία, αποφεύγοντας ταυτόχρονα τη διαρκή οικονομική επιβάρυνση που συνεπάγεται η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου⁵³.

5. Μετοχοποιήσιμοι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου

Εκτός από τα ομολογιακά δάνεια με μετατρέψιμες ομολογίες η διεθνής πρακτική, με αφετηρία τη Γαλλία, επινόησε τους μετοχοποιήσιμους τίτλους. Ειδικότερα με τους μετοχοποιήσιμους τίτλους (άρθρο 10 ν. 2642/1998), παρέχεται στο ελληνικό δημόσιο η ευχέρεια έκδοσης διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο και φορολογικώς ελκυστικών κινητών αξιών υπό φυσική (αξιογραφική) μορφή ή υπό την μορφή λογιστικών εγγράφων (άυλων τίτλων), και διάθεσής τους στο επενδυτικό κοινό. Πρόκειται για έντοκους τίτλους, οι οποίοι παρέχουν στους δικαιούχους τους δικαίωμα ανταλλαγής των εν λόγω τίτλων με μετοχές δημόσιων επιχειρήσεων ή οργανισμών ή εταιρειών των οποίων κύριος είναι το Ελληνικό Δημόσιο ή η Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών (ΔΕΚΑ – μετοχές ιδιωτικοποίησης).

Σε περίπτωση μη ανταλλαγής τους εξοφλούνται στη λήξη τους. Η ευχέρεια ανταλλαγής καθίσταται ελκυστικότερη στο μέτρο που μπορεί να παρέχεται, κατά την άσκηση του σχετικού δικαιώματος, προνομιακή - στην έκταση που θα καθορίζεται με υπουργική

⁵³ Γ. Σωτηρόπουλος, όπ. π., σ. 446.

απόφαση – μεταχείριση στους δικαιούχους μετοχοποιήσιμων τίτλων έναντι των άλλων ενδιαφερομένων για την απόκτηση των συγκεκριμένων μετοχών.

Οι άυλοι μετοχοποιήσιμοι τίτλοι εξομοιώνονται πλήρως προς τους λοιπούς άυλους τίτλους του ελληνικού δημοσίου. Κατά συνέπεια, εφαρμόζονται επ' αυτών οι διατάξεις του ν. 2198/1994 και οι εκάστοτε, κατ' εφαρμογήν του εν λόγω νόμου, εκδιδόμενες κανονιστικές αποφάσεις. Με υπουργικές αποφάσεις καθορίζονται οι ειδικότεροι όροι έκδοσης των μετοχοποιήσιμων τίτλων – ενδεικτικά: (α) η (ονομαστική ή ανώνυμη) μορφή τους, (β) η ονομαστική αξία τους, (γ) το νόμισμα έκδοσης, (δ) η διάρκεια τους, (ε) η τιμή ανταλλαγής ή εξόφλησής τους, (στ) το επιτόκιο, (ζ) ο τρόπος διάθεσής τους, (η) οι ειδικότερες προϋποθέσεις άσκησης του δικαιώματος ανταλλαγής των μετοχών ιδιωτικοποίησης, (θ) οι συγκεκριμένες εταιρείες των οποίων οι μετοχές μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο ανταλλαγής (υπό την επιφύλαξη των διατάξεων του ν. 2000/1991)⁵⁴.

6. Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη

Στο άρθρο 3β κ.ν. 2190/1920 ρυθμίζεται το ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη. Οι εκδιδόμενες ομολογίες (κερδοφόρες ομολογίες), εκτός από (α) δικαίωμα προς απόληψη τόκου, παρέχουν (β) δικαίωμα απόληψης ποσοστού επί των κερδών της επιχείρησης ή (γ) δικαίωμα προς λήψη άλλης πρόσθετης παροχής. Ενόψει αυτών των παροχών, οι ομολογιούχοι δανειστές αποδέχονται συνήθως χαμηλότερο επιτόκιο από το επιτόκιο ενός κοινού ομολογιακού δανείου. Οι κερδοφόρες ομολογίες ομοιάζουν με τις προνομιούχες μετοχές, από οικονομική σκοπιά.

Η απόφαση για έκδοση ομολογιακού δανείου με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της εκδότριας εταιρείας λαμβάνεται από τη Γενική Συνέλευση με τα αυξημένα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που προβλέπονται στα άρθρα 29 § 3 και 31 § 2 κ.ν. 2190/1920. Πριν την τροποποίηση του άρθρου 3β κ.ν. 2190/1920 με το άρθρο 15 § 6 ν. 3156/2003, προβλεπόταν δυνατότητα λήψης απόφασης για την έκδοση ομολογιακού δανείου με κερδοφόρες ομολογίες και από το Διοικητικό Συμβούλιο κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 13 §1 β' (με χορήγηση εξουσιοδότησης από τη Γενική Συνέλευση), διάταξη που είχε δημιουργήσει στη θεωρία αμφισβήτηση, για το κατά πόσο ήταν ή όχι δυνατή και η χορήγηση εξουσιοδότησης και με καταστατική πρόβλεψη. Η αμφισβήτηση αυτή έλαβε τέλος με τη θέσπιση του άρθρου 15 § 6 ν. 3156/2003.

⁵⁴ Γ. Ν. Μιχαλόπουλος, όπ. π., σ. 56 επ.

Αντί ποσοστού στα κέρδη μπορεί επίσης να παρασχεθεί στους ομολογιούχους δανειστές άλλη πρόσθετη παροχή, που να εξαρτάται (α) από το ύψος της παραγωγής ή (β) από το εν γένει πεδίο δραστηριότητας της εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή ο νόμος επιδιώκει να εξασφαλίσει στους ομολογιούχους μια παροχή, ακόμη κι αν η εταιρεία λόγω κακής οικονομικής πορείας δεν πραγματοποιεί κέρδη. Η παροχή αυτή μπορεί να είναι και χρηματική και πρέπει να είναι ανάλογη (α) με το ύψος της παραγωγής της εκδότριας εταιρείας, εφόσον πρόκειται για βιομηχανική ή βιοτεχνική εταιρεία, ή (β) με το επίπεδο γενικά της δραστηριότητας της, εφόσον αυτή ασκεί εμπορική δραστηριότητα. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, η εξάρτηση από το επίπεδο της δραστηριότητας περιλαμβάνει οποιονδήποτε δείκτη, που έχει σχέση με τις εργασίες της εταιρείας, όπως π.χ. οι τιμές των προϊόντων της, ο αριθμός των εργαζομένων σ' αυτήν, το ύψος των κερδών ή του κύκλου εργασιών της εκδότριας⁵⁵.

Δ. Σύναψη ομολογιακού δανείου

1. Αρμοδιότητα έκδοσης ομολογιακού δανείου

Σύμφωνα με το ν. 3156/2003, προκειμένου να εκδοθεί ομολογιακό δάνειο, απαιτείται απόφαση από τη Γενική Συνέλευση της εκδότριας με την **κοινή απαρτία** του άρθρου 29 § 1, 2 κ.ν. 2190/1920 και την **κοινή πλειοψηφία** του άρθρου 31 § 1 κ.ν. 2190/1920. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 29 § 1 κ.ν. 2190/1920: «*Η γενική συνέλευσις ευρίσκεται εν απαρτία και συνεδριάζει εγκύρως επί των θεμάτων της ημερησίας διατάξεως, όταν παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται κατ' αυτήν μέτοχοι εκπροσωπώντας το 1/5 (ένα πέμπτο) τουλάχιστον του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου*». Κατά την § 2 του ίδιου άρθρου: «*Μη συντελεσθείσης τοιαύτης απαρτίας η γενική συνέλευση συνέρχεται εκ νέου εντός είκοσι (20) ημερών από της χρονολογίας της ματαιωθείσης συνεδριάσεως προσκαλουμένη προ δέκα (10) τουλάχιστον ημερών, ευρίσκεται δε κατά την επαναληπτικήν ταύτην συνεδρίαν εν απαρτία και συνεδριάζει εγκύρως επί των θεμάτων ημερησίας διατάξεως, οιονδήποτε και αν είναι το κατ' αυτήν εκπροσωπούμενον τμήμα του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου. Νεότερη πρόσκληση δεν απαιτείται, εάν στην αρχική πρόσκληση ορίζονται ο τόπος και ο χρόνος των επαναληπτικών εκ του νόμου συνεδριάσεων, για την περίπτωση μη επίτευξης απαρτίας*».

⁵⁵ Λ. Γεωργακόπουλος, Το δίκαιο των εταιρειών, τομ. ΙΙΙ, Η ανώνυμος εταιρεία, Β', Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1974, σελ. 178 επ.

Κατά το άρθρο 31 § 1 κ.ν. 2190/1920: «*Αι αποφάσεις της γενικής συνέλευσεως λαμβάνονται κατ' απόλυτον πλειοψηφίαν των εν αυτή εκπροσωπούμενων ψήφων*»⁵⁶. Πρέπει να τονιστεί ότι ο συγκεκριμένος κανόνας δεν τηρείται αλλά επιδέχεται εξαιρέσεων, λόγω των συνθηκών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και της πρακτικής των κοινοπρακτικών ή κοινόπρακτων δανείων (syndicated loans)⁵⁷. Στο πρόγραμμα του εκάστοτε ομολογιακού καθορίζονται τα συγκεκριμένα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας, ανάλογα με τους ειδικότερους σκοπούς που εξυπηρετεί η συγκεκριμένη έκδοση ομολογιακού δανείου από την εκδότρια εταιρεία.

Ο ν. 3156/2003 στα άρθρα 8 και 9 προβαίνει σε ειδικότερη ρύθμιση, ορίζοντας ότι για την έκδοση: (α) μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου (άρθρο 8 ν. 3156/2003 και 3α κ.ν. 2190/1920) και (β) ομολογιακού δανείου με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη (άρθρο 9 ν. 3156/2003 και 3β κ.ν. 2190/1920), απαιτείται **αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία** κατά τα οριζόμενα στα άρθρα 29 § 3 και 31 § 2 κ.ν. 2190/1920.

Ειδικότερα το άρθρο 29 § 3 κ.ν. 2190/1920 ορίζει ότι: «*Κατ' εξαίρεση, ... , η συνέλευση ευρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα επί θεμάτων της ημερήσιας διάταξης, όταν παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται σε αυτήν μέτοχοι εκπροσωπώντας τα δύο τρίτα (2/3) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου*». Το άρθρο 31 § 2 κ.ν. 2190/1920 ορίζει ότι: «*Κατ' εξαίρεση, οι αποφάσεις που λαμβάνονται από τις §§ 3 και 5 του άρθρου 29 λαμβάνονται με πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) των ψήφων που εκπροσωπούνται στη συνέλευση*».

Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν θίγεται, σύμφωνα με το άρθρο 3α § 1 β' κ.ν. 2190/1920, η δυνατότητα έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 13 § 1 κ.ν. 2190/1920, δυνατότητα η οποία δεν ισχύει στην περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη της εκδότριας εταιρείας. Η ίδια δυνατότητα παρέχεται και (α) για τα κοινά ομολογιακά δάνεια και (β) για τα δάνεια με ανταλλάξιμες ομολογίες, είτε με σχετική πρόβλεψη στο καταστατικό της εκδότριας είτε κατόπιν χορήγησης σχετικής εξουσιοδότησης από τη Γενική Συνέλευση⁵⁸.

⁵⁶ Η ρύθμιση του άρθρου 1 § 2 ν. 3156/2003 έχει δημιουργήσει θεωρητική συζήτηση, σχετικά με την απαιτούμενη απαρτία και πλειοψηφία για τη λήψη απόφασης έκδοσης κοινού ομολογιακού δανείου σε περίπτωση που το καταστατικό προβλέπει αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Στις πιο πολλές περιπτώσεις, η συγκεκριμένη διάταξη του καταστατικού αποτελούσε ακριβή επανάληψη των παλαιότερων άρθρων 29 § 2 και 31 § 2 κ.ν. 2190/2003, κατά τα οποία χρειάζονται αυξημένα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας για την έκδοση ομολογιακού δανείου. Το ζήτημα των ποσοστών απαρτίας και πλειοψηφίας που απαιτούνται στη συγκεκριμένη περίπτωση παραμένει ανοικτό.

⁵⁷ Βλ και Wood Ph, *The Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, London 1980.

⁵⁸ Γ. Βελέντζας, *όπ. π.*, σ. 512 επ.

Το περιεχόμενο της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης, με την οποία εξουσιοδοτείται το Διοικητικό Συμβούλιο να προβεί στην έκδοση του ομολογιακού δανείου - στις περιπτώσεις όπου αυτό προβλέπεται - δεν αποτυπώνεται στο νόμο, θα πρέπει όμως σε αυτήν να περιέχεται:

(α) η διάρκεια της εξουσιοδότησης, η οποία δεν θα πρέπει να υπερβαίνει τα πέντε (5) έτη,

(β) το είδος των ομολογιών και επομένως το παρεχόμενο στους ομολογιούχους δικαίωμα, και

(γ) το συνολικό ύψος του δανείου.

Τα στοιχεία αυτά συνιστούν υποχρεωτικό περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής απόφασης. Εφόσον δεν περιέχονται κάποια από αυτά, τότε η εξουσιοδοτική απόφαση της Γενικής Συνέλευσης πάσχει ακυρότητα. Στην περίπτωση της εξουσιοδότησης του Διοικητικού Συμβουλίου από τη Γενική Συνέλευση, το τελευταίο αποφασίζει ελεύθερα εάν και πότε θα κάνει χρήση της παρασχεθείσας εξουσιοδότησης (ευρύτατη διακριτική ευχέρεια, εκτός αν προβλέπεται κάποια σχετική ρήτρα που να περιορίζει την εξουσία αυτή). Εφόσον αποφασίσει να προβεί στην έκδοση του ομολογιακού δανείου, τότε δεσμεύεται όχι μόνο από το υποχρεωτικό αλλά και από το προαιρετικό περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής απόφασης. Όταν όμως στην απόφαση της Γενικής Συνέλευσης δεν περιέχονται σαφείς υποδείξεις για τους όρους του ομολογιακού, τότε τα όρια της διαμόρφωσης των όρων του ομολογιακού δανείου αποτελούν ζήτημα ερμηνείας της εν λόγω εξουσιοδοτικής απόφασης.

Υπό εξαιρετικές προϋποθέσεις, μπορεί να τεθεί ζήτημα ευθύνης του Διοικητικού Συμβουλίου για κακή χρήση της διακριτικής του ευχέρειας, εάν δεν κάνει χρήση της εξουσιοδότησης της Γενικής Συνέλευσης, παρόλο που αυτού του είδους η χρηματοδότηση αποτελούσε το ενδεδειγμένο μέτρο⁵⁹.

2. Όροι του προγράμματος

Σύμφωνα με το άρθρο 1 § 3 ν. 3156/2003, οι όροι του ομολογιακού δανείου, ιδίως αυτοί που αφορούν: (α) το ανώτατο ποσό του δανείου⁶⁰, (β) τη μορφή, (γ) την ονομαστική αξία ή τον αριθμό των ομολογιών, (δ) τον τρόπο κάλυψης του ομολογιακού δανείου, (ε) το επιτόκιο, (στ) τον τρόπο προσδιορισμού του, (ζ) ωφελήματα και εξασφαλίσεις που παρέχονται στους

⁵⁹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 323 επ.

⁶⁰ Σε περίπτωση μη διάθεσης του συνόλου των ομολογιών, το αρμόδιο όργανο δύναται να έχει ορίσει ότι το δάνειο θα εκδίδεται μέχρι του ποσού που θα καλυφθεί εντός συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Σε περίπτωση που δεν υπάρχει σχετική πρόβλεψη στην απόφαση του αρμοδίου οργάνου, θα πρέπει εν αμφιβολία να γίνει δεκτό, κατά αναλογική εφαρμογή του άρθρου 13α § 1 κ.ν. 2190/1920, ότι ματαιούται η έκδοση του δανείου.

ομολογιούχους, (η) τον ορισμό του πληρεξουσίου καταβολών, (θ) την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα, (ι) το χρόνο της αποπληρωμής και την εν γένει εξόφληση των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις ομολογίες, (ια) τη διαδικασία καταγγελίας και (ιβ) την προθεσμία μέσα στην οποία πρέπει να διατεθούν οι ομολογίες, διαμορφώνονται από το όργανο που αποφασίζει την έκδοση του ομολογιακού δανείου. Το εν λόγω άρθρο προβαίνει σε μια ενδεικτική απαρίθμηση των όρων που δύνανται να περιλαμβάνονται στη σχετική απόφαση της Γενικής Συνέλευσης ή του Διοικητικού Συμβουλίου αντιστοίχως.

Σύμφωνα με την αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361), το ομολογιακό δάνειο δύναται να περιλαμβάνει ρήτρες και όρους, υπό την προϋπόθεση ότι οι συγκεκριμένοι όροι και ρήτρες δεν έρχονται σε αντίθεση: (α) με τη νομική φύση του ομολογιακού δανείου και (β) του συγκεκριμένου, κάθε φορά, είδους ομολογιακού δανείου, του οποίου η έκδοση αποφασίστηκε από την εκδότρια εταιρεία.

Επειδή από το χρόνο λήψης της απόφασης του αρμοδίου οργάνου για την έκδοση ομολογιακού δανείου, μέχρι το χρόνο έκδοσης του, μεσολαβεί σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα, εντός του οποίου είναι δυνατόν να επέλθουν μεταβολές στο οικονομικό περιβάλλον, παρέχεται η δυνατότητα εξουσιοδότησης από το αρμόδιο όργανο: (α) στο Διοικητικό Συμβούλιο ή (β) σε μέλος αυτού, για τον καθορισμό των ειδικότερων λεπτομερειών, δηλαδή για την εξειδίκευση συγκεκριμένων ζητημάτων της απόφασης αυτής, στην έκταση που έχει ορισθεί από αυτήν. Γι' αυτό και το άρθρο 3α § 2 κ.ν. 2190/1920, το οποίο αφορά την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, σε συμφωνία με το ν. 3156/2003, ορίζει ότι η τελική τιμή ή ο λόγος μετατροπής ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εκδότριας εταιρείας πριν από την έκδοση του συγκεκριμένου δανείου.

Κατά το άρθρο 1 § 4 ν. 3156/2003: «*Η εκδότρια εκδίδει πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου, το οποίο περιέχει τους όρους του δανείου και δεσμεύει τον ομολογιούχο και κάθε καθολικό ή ειδικό διάδοχό του, καθώς και κάθε τρίτο που έλκει δικαιώματα από τα ανωτέρω πρόσωπα*». Η ρύθμιση αυτή είναι πολύ σημαντική, ιδίως σε περίπτωση έκδοσης άυλων ομολογιακών τίτλων, όπου εξαιτίας του άυλου χαρακτήρα των, ενδέχεται να δημιουργηθούν ζητήματα σχετικά με την άσκηση των δικαιωμάτων των ομολογιούχων δανειστών, ιδίως σε περιπτώσεις δικαστικής επιδίωξης των (αν και στην πρακτική δεν συνηθίζεται η δικαστική επιδίωξη των δικαιωμάτων που απορρέουν από ομολογιακά δάνεια). Πρέπει να τονισθεί ότι το πρόγραμμα δεν περιλαμβάνει μόνο: (α) τους όρους του ομολογιακού δανείου αλλά και (β) τους όρους κατάρτισης της αμοτεροβαρούς σύμβασης εγγραφής. Η κοινοποίηση του προγράμματος στον αποδέκτη αποτελεί πρόταση της εκδότριας εταιρείας προς σύναψη

σύμβασης εγγραφής και όχι απλή πρόσκληση, απευθυντέα σε ορισμένο ή αόριστο (σε περίπτωση δημόσιας εγγραφής) αριθμό προσώπων^{61, 62}. Ζήτημα αποτελεί η δυνατότητα ελέγχου των όρων του ομολογιακού δανείου βάσει του δικαίου προστασίας καταναλωτή (ν. 2241/1994).

3. Δίκαιο προστασίας καταναλωτή

Οι όροι ενός ομολογιακού δανείου δεν αποτελούν, συνήθως, αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης. Αντίθετα είναι προδιατυπωμένοι από την πλευρά της εκδότριας. Κατά συνέπεια, ο ομολογιούχος δανειστής δεν έχει δυνατότητα επιρροής στη διαμόρφωση τους. Οπότε θα πρέπει, είτε:

(α) να τους αποδεχθεί και να συνάψει τη σύμβαση, είτε

(β) να αρνηθεί τη σύναψη της συγκεκριμένης σύμβασης ('take it or leave it')⁶³.

Κατά συνέπεια, οι όροι του ομολογιακού δανείου μπορεί να λεχθεί ότι επιβάλλονται, μονομερώς από την εκδότρια στον ομολογιούχο - επενδυτή, η οποία εκδότρια δύναται, υπό προϋποθέσεις, να υπαχθεί στην έννοια του προμηθευτή κατ' άρθρο 1 § 4β ν. 2251/1994⁶⁴. Για τον λόγο αυτό, ίσως είναι αναγκαίος σε κάποιες περιπτώσεις ο δικαστικός έλεγχος των όρων ενός ομολογιακού δανείου, βάσει του δικαίου προστασίας του καταναλωτή. Από το προστατευτικό πεδίο του ν. 2251/1994 εξαιρούνται: (α) όλες εκείνες οι περιπτώσεις στις οποίες οι όροι του δανείου αποτέλεσαν αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης, καθώς και (β) οι περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες οι επενδυτές δεν εμπίπτουν στην έννοια του καταναλωτή⁶⁵.

Αντίθετη γνώμη και σαφώς ορθότερη, σε ό,τι αφορά την εφαρμογή των διατάξεων του δικαίου περί προστασίας του καταναλωτή, συναντάται στη γερμανική βιβλιογραφία, όπου υποστηρίζεται ότι η παρεχόμενη προστασία στους ομολογιούχους δανειστές: (α) από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, (β) το νόμο για τους ομολογιούχους δανειστές (SchVG) αλλά και

⁶¹ Εισηγητική Έκθεση ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρον, άρθρο 1.

⁶² Γ. Βελέντζας, ο.π., σ. 512.

⁶³ Έτσι και στο αγγλοσαξωνικό δίκαιο, βλ. Wood Ph, International Loans, Bonds and Securities Regulation, Sweet & Maxwell, London 1995, σ. 11 επ.

⁶⁴ Κατά το άρθρο 1 § 4β ν. 2251/1994, όπως αυτή αντικαταστάθηκε με την § 5 του άρθρου 1 ν. 3587/2007, ως προμηθευτής ορίζεται: «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο το οποίο, κατά την άσκηση της επαγγελματικής ή επιχειρηματικής δραστηριότητάς του, προμηθεύει προϊόντα ή υπηρεσίες στον καταναλωτή».

⁶⁵ Κατά το άρθρο 1 § 4α ν. 2251/1994, όπως αυτή αντικαταστάθηκε με την § 5 του άρθρου 1 ν. 3587/2007, ως καταναλωτής ορίζεται: «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή ενώσεις προσώπων χωρίς νομική προσωπικότητα για τα οποία προορίζονται τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται στην αγορά και τα οποία κάνουν χρήση των προϊόντων ή υπηρεσιών αυτών, εφόσον αποτελούν τον τελικό αποδέκτη τους». Με το ν. 3587/2007 προστέθηκαν στο προστατευτικό πεδίο εφαρμογής του και οι ενώσεις προσώπων χωρίς νομική προσωπικότητα καθώς και «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που εγγυάται υπέρ καταναλωτή, εφόσον δεν ενεργεί στο πλαίσιο της επαγγελματικής ή επιχειρηματικής του δραστηριότητας».

(γ) από το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας είναι επαρκής⁶⁶, ενώ σε περίπτωση σταθερής αναδοχής, στην περίπτωση δηλαδή στην οποία η ανάδοχος τράπεζα αγοράζει τους τίτλους για να τους πωλήσει περαιτέρω στο επενδυτικό κοινό, οι όροι του ομολογιακού αποτελούν συστατικό στοιχείο του μεταβιβαζόμενου πράγματος, δηλαδή της μεταβιβαζόμενης ομολογίας, και όχι αντικείμενο της σύμβασης πώλησης μεταξύ μεταβιβάζοντος και αποκτώντος, αποκλεισμένης έτσι της εφαρμογής των διατάξεων περί προστασίας του καταναλωτή.

Η άποψη αυτή, σύμφωνα με γνώμη της θεωρίας⁶⁷, δεν μπορεί να θεωρηθεί συμβατή με την ελληνική έννομη τάξη, καθώς οι διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και των ανωνύμων εταιρειών δεν μπορούν να υποκαταστήσουν την από το δίκαιο του καταναλωτή παρεχόμενη προστασία, ενώ, όσον αφορά τις ενστάσεις στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι και σε αυτήν την περίπτωση είναι δυνατός ο δικαστικός έλεγχος των όρων του ομολογιακού δανείου, αφού αυτό είναι προορισμένο να διατεθεί στο ευρύ κοινό και η μεσολάβηση της τράπεζας εξυπηρετεί απλώς τη διάθεση του ομολογιακού δανείου μέσω του δικτύου της.

Τέλος θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι ακόμη και η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα, που διασφαλίζει την άσκηση των δικαιωμάτων των ομολογιούχων κατά τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου, δεν τους εξασφαλίζει από την ενδεχόμενη καταχρηστικότητα όρων του ομολογιακού δανείου κατά την ανάληψη των ομολογιών από τους ομολογιούχους δανειστές⁶⁸.

4. Τρόποι διάθεσης των ομολογιών

Οι ομολογίες που εκδίδονται από την εκδότρια εταιρεία μπορούν να διατεθούν με δύο τρόπους, είτε (α) μέσω ιδιωτικής προσφοράς, είτε (β) μέσω δημόσιας προσφοράς. Ειδικότερα:

α. Κάλυψη μέσω ιδιωτικής προσφοράς: Συνήθως τα ομολογιακά δάνεια καλύπτονται μέσω ιδιωτικής προσφοράς. Ειδικότερα, η πρόσκληση για την κάλυψη του ποσού του δανείου δεν απευθύνεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό αλλά σε έναν περιορισμένο αριθμό προσώπων. Στην περίπτωση αυτή, η προσφυγή στον περιορισμένο αυτό κύκλο προσώπων μπορεί να γίνεται είτε (α) απευθείας από την εκδότρια είτε (β) μέσω χρηματοπιστωτικών και επενδυτικών οργανισμών (επενδυτικών τραπεζών, επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών

⁶⁶ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 347 με περαιτέρω παραπομπές στη γερμανική βιβλιογραφία.

⁶⁷ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 347 επ.

⁶⁸ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 348.

υπηρεσιών κ.α.). Η ιδιωτική προσφορά, ως έννοια, προσδιορίζεται βάσει αριθμητικών και λειτουργικών–τελολογικών κριτηρίων.

Αριθμητικά κριτήρια περιλαμβάνονται στο άρθρο 10 § 1 εδ. β' ν. 3156/2003, στο οποίο ορίζεται ότι: «Για τους σκοπούς του νόμου «ιδιωτική τοποθέτηση» είναι η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα», ενώ στο άρθρο 3 § 2 εδ. β' ν. 3401/2005 ορίζεται ότι: «όταν η προσφορά κινητών αξιών απευθύνεται σε λιγότερα από 100 φυσικά ή νομικά πρόσωπα ανά κράτος-μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές, δεν απαιτείται η σύνταξη ενημερωτικού δελτίου». Ενδείκτες οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη προκειμένου να κριθεί μία προσφορά ως ιδιωτική είναι:

(α) η παροχή επαρκούς και αξιόπιστης πληροφόρησης προς τους αποδέκτες της πρόσκλησης και χωρίς τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου⁶⁹,

(β) η επενδυτική εμπειρία των αποδεκτών της πρόσκλησης, καθώς και

(γ) η διατύπωση της πρόσκλησης, η οποία στην περίπτωση της ιδιωτικής προσφοράς γίνεται κατά τρόπο προσωποπαγή, ώστε να αποκλείεται η διεύρυνση των προσώπων που λαμβάνουν γνώση του γεγονότος⁷⁰.

Τα εν λόγω κριτήρια είναι σχετικά και εξειδικεύονται σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση, με γνώμονα πάντοτε την καλύτερη και πληρέστερη προστασία των επενδυτών-ομολογιούχων δανειστών⁷¹. Κρίσιμο για την αναγκαιότητα ή όχι οργανωμένης ενημέρωσης (μέσω σύνταξης ενημερωτικού δελτίου) δεν είναι το πρόσωπο εκείνων που τελικά απέκτησαν τους τίτλους αλλά το πρόσωπο των αποδεκτών της πρόσκλησης για απόκτηση των τίτλων, ανεξαρτήτως του αν τα συγκεκριμένα πρόσωπα επένδυσαν τελικά στους εν λόγω τίτλους.

Πλεονεκτήματα: Τα πλεονεκτήματα που έχει η έκδοση ομολογιακού δανείου μέσω ιδιωτικής προσφοράς αφορούν:

(α) στην αποφυγή του κόστους του ενημερωτικού δελτίου,

(β) στην αποφυγή της διαδικασίας έγκρισης αυτού από το διοικητικό συμβούλιο της επιτροπής κεφαλαιαγοράς,

(γ) στη δυνατότητα διαπραγμάτευσης των όρων έκδοσης του ομολογιακού δανείου (η οποία διαφέρει αναλόγως του μεγέθους της εκδότριας εταιρείας), καθώς και

⁶⁹ Προϋπόθεση που είναι αναγκαία στην περίπτωση της δημόσιας προσφοράς.

⁷⁰ Π.χ. η χρησιμοποίηση των μέσων μαζικής ενημέρωσης δεν συμβαδίζει με την έννοια της ιδιωτικής προσφοράς.

⁷¹ Γ. Σωτηρόπουλος, εις Δίκαιο Ανωνύμων Εταιριών, 2002, άρθρο 3α κ.ν. 2190/1920, σ. 456 επ., Δ. Αυγητίδης, Η δημόσια εγγραφή και η επαρκής διασπορά ως προϋπόθεση εισαγωγής μετοχών στο Χρηματιστήριο, 9ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2000, σ. 249 επ., Δ. Τσιμπανούλης, Πρόσκληση στο κοινό για συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο υπό ίδρυση τράπεζας. Προϋποθέσεις έγκρισης δημόσιας εγγραφής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ΔΕΕ, τ. 4, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1997, σ. 355 επ.

(δ) στη δυνατότητα ενδεχόμενης διαπραγμάτευσης σε περίπτωση που η εκδότρια βρεθεί σε οικονομική αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της (αναδιάρθρωση χρέους – reprofiling).

Πάντως, στη συναλλακτική πρακτική, η έκδοση των ομολογιακών δανείων γίνεται, κατά κύριο λόγο, με αντισυμβαλλόμενο ένα ή δύο μόνο πρόσωπα, συνήθως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία αναλαμβάνουν τις εκδιδόμενες ομολογίες με σκοπό την περαιτέρω μεταβίβαση τους σε τρίτα πρόσωπα, συνήθως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αυτά.

β. Κάλυψη μέσω δημόσιας προσφοράς: Εναλλακτικό τρόπο κάλυψης ενός ομολογιακού δανείου αποτελεί η προσφυγή στο ευρύ επενδυτικό κοινό μέσω δημόσιας προσφοράς⁷². Η έννοια της δημόσιας προσφοράς δίδεται στο άρθρο 2 § 1δ της Οδηγίας 2003/71/EK, το οποίο μεταφέρθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 3401/2005. Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 2 § 1δ ν. 3401/2005, ως «*Δημόσια Προσφορά Κινητών Αξιών*», νοείται: «*δημόσια ανακοίνωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται στο κοινό και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της δημόσιας προσφοράς ή εγγραφής και τις προσφερόμενες υφιστάμενες ή νέες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή του για την αγορά αυτών των κινητών αξιών*».

Οπότε, εάν εκδοθούν ομολογίες, η ανάληψη τους γίνεται με δημόσια εγγραφή, η οποία αποτελεί την αποδοχή από την εκδότρια εταιρεία των προτάσεων των επενδυτών - ομολογιούχων δανειστών, οι οποίες προτάσεις υποβλήθηκαν σε συμφωνία με τους όρους της δημόσιας προσφοράς⁷³. Η δημόσια εγγραφή δεν συνδέεται αναγκαστικά με την εισαγωγή των ομολογιών σε οργανωμένη αγορά, παρά το γεγονός ότι έπεται αρκετά συχνά η εισαγωγή⁷⁴.

Για τη διενέργεια δημόσιας εγγραφής στο πλαίσιο της δημόσιας προσφοράς μεσολαβεί (α) πιστωτικό ίδρυμα ή (β) ΕΠΕΥ ως ανάδοχος. Η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων

⁷² Ως ευρύ επενδυτικό κοινό εννοείται κύκλος προσώπων, που δεν δύναται να προσδιορισθεί ατομικά. Το γεγονός ότι ο καθορισμός των μελλοντικών επενδυτών μπορεί να λάβει χώρα στη βάση συγκεκριμένων κριτηρίων, όπως λ.χ. συγκεκριμένο επάγγελμα ή εισόδημα, δεν έχει ουσιώδη σημασία, αφού στη συγκεκριμένη περίπτωση οι επενδυτές δεν ορίζονται ο καθένας ατομικά, αλλά κατηγοριοποιούνται. Βλ. Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 328.

⁷³ Λ. Γεωργακόπουλος, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο: το δίκαιο του ελληνικού συστήματος της κεφαλαιαγοράς και χρηματαγοράς, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1999, σ. 136 επ.

⁷⁴ Λ. Γεωργακόπουλος, Αδεια δημόσιας εγγραφής και εισαγωγής τίτλων στο Χρηματιστήριο, ΔΕΕ, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1995, σ. 22 επ. Αντίθετοι οι Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 331, και Π. Παπανικολάου, Η ευθύνη της Τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1998, σ. 153, υπό το προγενέστερο καθεστώς, που θεωρεί ότι η εκδότρια εταιρεία θα πρέπει να ζητήσει εντός έτους από την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής την εισαγωγή των ομολογιών στο Χρηματιστήριο, ώστε να διασφαλίζεται η δυνατότητα περαιτέρω ρευστοποίησης των τίτλων μέσω της δευτερογενούς αγοράς, ενώ περαιτέρω θεωρεί ότι η δημόσια εγγραφή συνιστά ουσιαστική προϋπόθεση για την εισαγωγή των τίτλων στο Χρηματιστήριο.

αποτελεί κύρια επενδυτική δραστηριότητα σύμφωνα με το άρθρο 4 § 1 περ. στ' ν. 3606/2007, η οποία παρέχεται από ΕΠΕΥ και πιστωτικά ιδρύματα που έχουν άδεια να ασκούν καθήκοντα ΕΠΕΥ (άρθρο 6 § 1γ ν. 3401/2005 και άρθρο 9 § 1 ν. 3606/2007).

Σύμβαση αναδοχής: Η σύμβαση αναδοχής συνάπτεται μεταξύ της εκδότριας των κινητών αξιών, είτε (α) αυτές διατεθούν στο κοινό με δημόσια προσφορά, είτε (β) αποτελέσουν αντικείμενο εισαγωγής χωρίς δημόσια προσφορά, και του αναδόχου, ο οποίος επιλέγεται από την εκδότρια.

Περιεχόμενο: Περιεχόμενο της σύμβασης είναι η ανάθεση στον ανάδοχο του συνολικού έργου της εποπτείας, διεκπεραίωσης και ολοκλήρωσης της διαδικασίας της δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής⁷⁵. Η σύμβαση αναδοχής αποτελεί σύμβαση υπέρ τρίτου και πιο συγκεκριμένα υπέρ των ομολογιούχων δανειστών ή τουλάχιστον σύμβαση με προστατευτική ενέργεια υπέρ των δανειστών.

Μορφές: Η σύμβαση αναδοχής μπορεί να προσλάβει μία από τις ακόλουθες μορφές:

i. Αναδοχή για λογαριασμό της εκδότριας. Στη μορφή αυτή εμφάνισης της σύμβασης, ο ανάδοχος αναλαμβάνει να ενεργήσει την προσφορά των τίτλων στο κοινό για λογαριασμό της εκδότριας, ενεργώντας ως πληρεξούσιος προς τα έξω και ως εντολοδόχος (πράκτορας) προς τα έσω. Ο ανάδοχος δεν δεσμεύει, ούτε διακινδυνεύει ίδια κεφάλαια, δεν χρηματοδοτεί την εκδότρια και περιορίζεται να θέτει στη διάθεση της εκδότριας τις υπηρεσίες και την οργάνωση του έναντι προμήθειας, η οποία βέβαια μπορεί να μετακυλιστεί στη συνέχεια από την εκδότρια στους εγγραφόμενους, κατόπιν συμφωνίας, συνήθως αναγραφόμενης στους όρους-πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου. Η μορφή αυτή αναδοχής μπορεί να ονομασθεί και «αναδοχή κατά πληρεξουσιότητα» και έχει ως αποτέλεσμα ότι η εκδότρια φέρει τον κίνδυνο επιτυχίας ή αποτυχίας της εγγραφής στη δημόσια προσφορά.

ii. Εγγυητική αναδοχή. Ο κατά πληρεξουσιότητα ανάδοχος μπορεί να συμφωνήσει ότι εγγυάται την επιτυχία της εγγραφής στη δημόσια προσφορά, αναλαμβάνοντας αφενός να προσφέρει ως πράκτορας προς το κοινό τους τίτλους και αφετέρου να καλύψει τους τίτλους, οι οποίοι δεν θα αναληφθούν από το κοινό. Στην περίπτωση αυτή, ο κίνδυνος επιτυχίας δεν φέρεται πλέον από την εκδότρια αλλά από τον ανάδοχο. Η μορφή αυτή αναδοχής έχει εγγυοδοτική χρηματοδοτική λειτουργία.

iii. Αναδοχή για ίδιο λογαριασμό ή σταθερή αναδοχή. Στη μορφή αυτή αναδοχής, ο ανάδοχος συνομολογεί με την εκδότρια ότι αναλαμβάνει τις εκδιδόμενες ομολογίες ως πρώτος ομολογιούχος και ταυτόχρονα αναλαμβάνει την υποχρέωση να τις προσφέρει προς το

⁷⁵ Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, 2^η έκδ., Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2008, σ. 69.

κοινό. Η τιμή προσφοράς στο κοινό περιλαμβάνει περιθώριο κέρδους του αναδόχου, ονομαζόμενο και στην περίπτωση αυτή ως προμήθεια. Η αναδοχή μπορεί να διαμορφωθεί και υπό τη διαλυτική αίρεση της κάλυψης από το κοινό, οπότε ο ανάδοχος αναλαμβάνει τους νέους τίτλους, αλλά η ανάληψη ανατρέπεται, αν εντός της ταχθείσας ημερομηνίας οι τίτλοι αναληφθούν από το κοινό⁷⁶.

5. Η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών

Ο ν. 3401/2005 απαιτεί την έκδοση ενημερωτικού δελτίου, για τα αναγκαία στοιχεία που πρέπει να παρατίθενται, προκειμένου να πληροφορηθεί το επενδυτικό κοινό, ώστε να είναι δυνατή η εκτίμηση της ενδεχόμενης επένδυσης όσον αφορά τους αναλαμβανόμενους κινδύνους, τα περιθώρια κέρδους και διάφορα άλλα στοιχεία. Η πλήρης και ακριβής πληροφόρηση για τις κινητές αξίες και τους εκδότες τους αποσκοπεί:

- (α) στην προστασία των επενδυτών,
- (β) στη δημιουργία εμπιστοσύνης στις κινητές αξίες και
- (γ) στην ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς⁷⁷.

Έτσι, στο άρθρο 3 § 1 ν. 3401/2005 ορίζεται ότι: «δεν επιτρέπεται η δημόσια προσφορά κινητών αξιών στην Ελλάδα χωρίς την προηγούμενη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου». Ο ν. 3401/2005, κατήργησε την προγενέστερη νομοθεσία, η οποία ήταν πολυδιασπασμένη, προκειμένου να ενσωματώσει στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2003/71/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 4ης Νοεμβρίου 2003, που ως στόχους είχε την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Στο ν. 3401/2005 καθορίζεται: (α) το περιεχόμενο, (β) οι όροι κατάρτισης, (γ) έγκρισης και (δ) δημοσιοποίησης του ενημερωτικού δελτίου καθώς και (ε) το μέτρο ευθύνης από την έκδοση και δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου, ενώ περιλαμβάνονται και (στ) οι εξαιρούμενοι από τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου τύποι προσκλήσεων, κινητών αξιών και εκδοτών (άρθρα 3 και 4 ν. 3401/2005)⁷⁸. Πιο συγκεκριμένα, το ενημερωτικό δελτίο

⁷⁶ Λ. Γεωργακόπουλος, όπ. π., σ. 140 επ., Μ. Κορδή – Αντωνοπούλου, όπ. π., 2008, σ. 68 επ., Γ. Βελέντζας, Ανώνυμη Εταιρία (απλή και εισηγμένη), όπ. π., σ. 967 επ.

⁷⁷ Π. Παπανικολάου, όπ. π., σ. 134 επ., Σ. Παγώνη, Η υποχρέωση των εκδοτών εταιρειών για διαφάνεια και πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, ΕΤρΑξΧρΔ, εκδ. Κ. Κραβαρίτου, Θεσσαλονίκη 2005, σ. 305 επ.

⁷⁸ Κατά το άρθρο 3 § 2 ν. 3401/2005: «Δεν απαιτείται η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου ούτε η προβλεπόμενη από το άρθρο 8α του κ.ν. 2190/ 1920 και το άρθρο 10 του ν. 876/1979 άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στα ακόλουθα είδη προσφορών:

(α) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται μόνον σε ειδικούς επενδυτές,

αποτελεί έντυπο με πληροφορίες, το οποίο απευθύνεται αορίστως στο επενδυτικό κοινό και περιλαμβάνει όλα εκείνα τα στοιχεία που κρίνονται απαραίτητα για να διαμορφώσουν οι επενδυτές και οι σύμβουλοι γνώμη για την εκδότρια και τις κινητές της αξίες. Έτσι, σε ότι αφορά **την εκδότρια**, το ενημερωτικό δελτίο απαιτείται να αναφέρει:

- τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης,
- την οικονομική της κατάσταση,
- τα κέρδη,
- τις ζημίες και
- τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρίας,

ενώ σε ότι αφορά **τις κινητές αξίες**, οι οποίες θα αποτελέσουν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς, θα πρέπει να αναφέρεται:

- ο αριθμός και το ποσοστό των κινητών αξιών,
- τυχόν δικαιώματα που ενσωματώνονται και
- την αναμενόμενη τιμή προσφοράς.

Πάντως κατά το άρθρο 7 ν. 3401/2005: «Οι ελάχιστες πληροφορίες που πρέπει να περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο και στο βασικό ενημερωτικό δελτίο και η μορφή των δελτίων ορίζονται στα άρθρα 3 έως 26 του Κανονισμού της Επιτροπής (ΕΚ) αριθ. 809/2004 (ΕΕ L 149, 30.4.2004)».

Κατά το άρθρο 5 § 4 ν. 3401/2005: «Ο εκδότης, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά μπορεί να καταρτίζει το ενημερωτικό δελτίο είτε ως ενιαίο έγγραφο είτε με τη μορφή χωριστών εγγράφων. Το ενημερωτικό δελτίο που απαρτίζεται από χωριστά έγγραφα περιλαμβάνει το έγγραφο αναφοράς, το σημείωμα κινητών αξιών και το περιληπτικό σημείωμα. Το έγγραφο αναφοράς περιέχει τις πληροφορίες που αφορούν τον εκδότη. Το σημείωμα κινητών αξιών περιέχει τις πληροφορίες για τις κινητές αξίες που αποτελούν το αντικείμενο της δημόσιας προσφοράς ή της εισαγωγής για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά». Έτσι, ανάλογα τη μορφή που προσλαμβάνει το ενημερωτικό δελτίο, μπορεί να καταρτιστεί είτε (α) ως ενιαίο δελτίο, που περιλαμβάνει περιληπτικό σημείωμα, είτε (β) με τη μορφή χωριστών εγγράφων και ειδικότερα του

(β) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε λιγότερα από εκατό (100) φυσικά ή νομικά πρόσωπα ανά κράτος - μέλος, τα οποία δεν είναι ειδικοί επενδυτές,

(γ) προσφορά κινητών αξιών η οποία απευθύνεται σε επενδυτές οι οποίοι αποκτούν κινητές αξίες, με συνολική αξία τουλάχιστον πενήντα χιλιάδων (50.000) ευρώ ανά επενδυτή, για κάθε επιμέρους προσφορά,

(δ) προσφορά κινητών αξιών η ονομαστική αξία των οποίων ανά μονάδα ανέρχεται σε τουλάχιστον πενήντα χιλιάδες (50.000) ευρώ,

(ε) προσφορά κινητών αξιών με συνολική αξία μικρότερη από εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ, όριο το οποίο υπολογίζεται σε περίοδο δώδεκα μηνών».

εγγράφου αναφοράς που περιέχει πληροφορίες για την εκδότρια εταιρεία, του σημειώματος κινητών αξιών που περιέχει πληροφορίες για τις κινητές αξίες και του περιληπτικού σημειώματος.

Μετά την κατάρτιση του ενημερωτικού δελτίου, υποβάλλεται υποχρεωτικά προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ), η οποία μετά από έλεγχο το εγκρίνει και το κοινοποιεί στα πρόσωπα που το υπέβαλαν προς έγκριση, δηλαδή είτε στην εκδότρια εταιρεία είτε στον ανάδοχο της έκδοσης (άρθρα 2 και 13 ν. 3401/2005)⁷⁹. Έπεται η δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου, η οποία πραγματοποιείται με την κατάθεση του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εγκεκριμένου πλέον ενημερωτικού δελτίου και από εκείνη τη στιγμή είναι διαθέσιμο στο επενδυτικό κοινό. Η διάθεση στο κοινό γίνεται με κάποιον από τους προβλεπόμενους στο άρθρο 14 § 2 ν. 3401/2005 τρόπους, ήτοι:

- «(α) με καταχώριση σε μία ή περισσότερες εφημερίδες εθνικής ή ευρείας κυκλοφορίας, ή
- (β) σε έντυπη μορφή που τίθεται στη διάθεση του κοινού δωρεάν στα γραφεία της οργανωμένης αγοράς ή του εκδότη και στα γραφεία των αναδόχων ή συμβούλων που διαθέτουν ή πωλούν τις κινητές αξίες, ή
- (γ) σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα του εκδότη καθώς και, εφόσον υφίσταται, στην ιστοσελίδα των αναδόχων ή συμβούλων που διαθέτουν ή πωλούν τις κινητές αξίες, ή
- (δ) σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα της οργανωμένης αγοράς στην οποία ζητείται η εισαγωγή για διαπραγμάτευση, ή
- (ε) σε ηλεκτρονική μορφή στην ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από την 1.1.2007»⁸⁰.

6. Αστική ευθύνη από την έκδοση ενημερωτικού δελτίου

α. Γενικά: Σύμφωνα με το άρθρο 6 § 1 ν. 3401/2005: «Την ευθύνη για τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο φέρουν: (α) ο εκδότης, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή των κινητών αξιών για διαπραγμάτευση ανάλογα με την περίπτωση, (β) τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των παραπάνω προσώπων, καθώς και (γ) οι ανάδοχοι ή σύμβουλοι». Τα πρόσωπα αυτά πρέπει να βεβαιώνουν με δηλώσεις τους, που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο, ότι: «καθόσον γνωρίζουν, οι πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι αληθείς και δεν υπάρχουν παραλείψεις που να αλλοιώνουν το περιεχόμενο του» (άρθρο 6 § 3 εδ. β'). Η υποχρεωτική σύμπραξη του αναδόχου στην έκδοση

⁷⁹ Γ. Βελέντζας, όπ. π., σ. 1096 επ., όπου αναλύονται περαιτέρω τα ζητήματα σχετικά με τη συγκεκριμένη διαδικασία και τα δικαιολογητικά που χρειάζονται προκειμένου να εγκριθεί το ενημερωτικό δελτίο.

⁸⁰ Μ. Κορδή – Αντωνοπούλου, όπ. π., 2008, σ. 62 επ., Μ. Κορδή – Αντωνοπούλου, Το νομικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου, Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2006, σελ 39 επ., Γ. Βελέντζας, όπ. π., σ. 1103 επ.

του ενημερωτικού δελτίου, δικαιολογείται από την ανάγκη ύπαρξης ενός φερέγγυου και αξιόπιστου οργανισμού, ο οποίος θα εγγυάται προς τους επενδυτές την πληρότητα και την ακρίβεια του περιεχομένου.

Η εμπειρία, η εξειδίκευση και η γενικότερη θέση του αναδόχου στην αγορά επενδυτικών αξιογράφων είναι στοιχεία που εμπνέουν εμπιστοσύνη στον επενδυτή για την ορθότητα του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου και την εν γένει ποιότητα της έκδοσης των κινητών αξιών ή της εισαγωγής τους προς διαπραγμάτευση (καθώς και στη δεύτερη αυτή περίπτωση είναι απαραίτητη τόσο (α) η έκδοση ενημερωτικού δελτίου όσο και (β) η σύμπραξη αναδόχου σε αυτό). Η εμπιστοσύνη αυτή υποκαθιστά το έλλειμμα πρόσβασης του επενδυτή στην πηγή της πληροφόρησης, παράλληλα όμως δημιουργεί και ιδιαίτερες συναλλακτικές υποχρεώσεις πρόνοιας και προστασίας των περιουσιακών συμφερόντων του επενδυτικού κοινού.

Το άρθρο 25 § 1 ν. 3401/2005 ορίζει ότι: *«Τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο σύμφωνα με το άρθρο 6 ευθύνονται έναντι αυτών που απέκτησαν κινητές αξίες μέσα στους πρώτους δώδεκα (12) μήνες από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου για κάθε θετική ζημία που υπέστησαν από υπαιτιότητα των υπευθύνων προσώπων του άρθρου 6 ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου»*. Σε αντίθεση με την προϊσχύουσα ρύθμιση του άρθρου 3α π.δ. 350/1985, η οποία καθιέρωνε ειδική ευθύνη των αναδόχων, η καινούργια διάταξη θεσπίζει μια γενικότερη ρύθμιση της αστικής ευθύνης για το πλημμελές ενημερωτικό δελτίο⁸¹.

Σύμφωνα με το άρθρο 25 § 2 ν. 3401/2005: *«ο ζημιωθείς φέρει το βάρος αποδείξεως της ζημίας που υπέστη και της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της υπαιτιότητας των υπευθύνων προσώπων του άρθρου 6 και της ζημίας»*, ενώ στην § 3 του ίδιου άρθρου ορίζεται ότι: *«τα υπεύθυνα πρόσωπα του άρθρου 6 φέρουν το βάρος απόδειξης της έλλειψης υπαιτιότητας»*. Έτσι, όσον αφορά την κατανομή του βάρους απόδειξης, ο νόμος καθιερώνει νόθο αντικειμενική ευθύνη, καθώς ο ζημιωθείς δεν χρειάζεται να αποδείξει υπαιτιότητα του ζημιώσαντα, αλλά ο τελευταίος οφείλει να αποδείξει την έλλειψη υπαιτιότητας του.

Ακολούθως, στο ίδιο άρθρο του ν. 3401/2005 προβλέπεται η παραγραφή των αξιώσεων για αποζημίωση μετά την πάροδο τριών (3) ετών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου (άρθρο 25 § 4 ν. 3401/2005) και η ακυρότητα κάθε ρήτρας περιοριστικής ή απαλλακτικής της ευθύνης των προσώπων αυτών (άρθρο 25 § 6 ν. 3401/2005).

⁸¹ Όσον αφορά τη ρύθμιση του καταργηθέντος άρθρου 3α π.δ. 350/1985 βλ. Π. Παπανικολάου, όπ. π., σ. 145 επ.

β. Περαιτέρω νομικές βάσεις: Η αστική ευθύνη με βάση το άρθρο 25 ν. 3401/2005, δεν αποκλείει την ευθύνη των προαναφερόμενων προσώπων με βάση τις γενικές διατάξεις:

(α) περί ενδοσυμβατικής ευθύνης (στην περίπτωση ύπαρξης σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών μεταξύ ζημιωθέντα και αναδόχου ή ύπαρξης σύμβασης πώλησης),

(β) αδικοπρακτικής ευθύνης με βάση τις ΑΚ 914 και 919 (οι οποίες με την επιφύλαξη συνδρομής των αυστηρότερων προϋποθέσεων τους, παρέχουν πληρέστερη αποκατάσταση της επελθούσας ζημίας) αλλά και

(γ) ειδικής ευθύνης του παρέχοντος υπηρεσίες του άρθρου 8 ν. 2251/1994.

γ. Προϋποθέσεις ευθύνης: Προκειμένου να ευθύνεται κάποιος με βάση το άρθρο 25 ν. 3401/2005 απαιτείται:

Ενημερωτικό δελτίο: Η σύμπραξη κάποιων ή όλων των προσώπων, των αναφερόμενων στο άρθρο 6 ν. 3401/2005 στην έκδοση και δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου.

Απόκτηση ομολογιών: Η κτήση των ομολογιών, στις οποίες αφορά το δημοσιευθέν ενημερωτικό δελτίο.

Πλημμέλεια του ενημερωτικού δελτίου: Η ρύθμιση της § 3, όπως και η αντίστοιχη του άρθρου 3α π.δ. 350/1985, αποτελεί υιοθέτηση μιας λύσης, με την οποία ο νομοθέτης στοχεύει να αντιμετωπίσει τις δυσκολίες καταλογισμού γνήσιας αδικοπρακτικής ευθύνης, με τη σκέψη, ότι τα υπεύθυνα πρόσωπα, κατά τεκμήριο τουλάχιστον, είναι σε θέση να ανταποκριθούν στην αντιστροφή του βάρους απόδειξης.

Πλημμέλεια συνιστά η έλλειψη ακρίβειας και πληρότητας του ενημερωτικού δελτίου, όροι που δεν αναφέρονται σε δύο ευχερώς διακριτές μορφές πλημμέλειας του ενημερωτικού δελτίου και θα πρέπει να εκλαμβάνονται ως ενιαία προσέγγιση του ενημερωτικού δελτίου ενέχουσα αρνητική αξιολόγηση του περιεχομένου του από τη σκοπιά ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού. Μέτρο για τη διαπίστωση ανακρίβειας ή ατέλειας του ενημερωτικού δελτίου αποτελεί ο βαθμός ανταπόκρισης του περιεχομένου του στις διατάξεις του ν. 3401/2005 και του Κανονισμού 809/2004⁸². Θα πρέπει λοιπόν να διαπιστωθεί ότι το ενημερωτικό δελτίο περιέχει τα στοιχεία που απαιτούνται από τις άνω διατάξεις, χωρίς βέβαια να εξαντλείται εκεί η υποχρέωση των υπεύθυνων προσώπων. Δεν αποκλείεται δηλαδή, η παράλειψη κάποιοι στοιχείου – εκτός εκείνων που θεωρούνται ως αναγκαία – να

⁸² Κατά το άρθρο 5 § 1 ν. 3401/2005, το οποίο αποτελεί κατευθυντήρια διάταξη: «το ενημερωτικό δελτίο περιέχει όλες τις πληροφορίες, οι οποίες ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών, που αποτελούν το αντικείμενο της δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, είναι απαραίτητες προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν με εμπεριστατωμένο τρόπο να αξιολογούν τα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις, την οικονομική κατάσταση, τα κέρδη, τις ζημίες και τις προοπτικές του εκδότη και του τυχόν εγγυητή, καθώς και τα δικαιώματα που ενσωματώνονται σε αυτές τις κινητές αξίες. Οι πληροφορίες αυτές παρουσιάζονται με εύληπτο και κατανοητό τρόπο».

αποτελεί πληροφορία τόσο κρίσιμη σε συγκεκριμένη περίπτωση που να καθιστά το ενημερωτικό δελτίο ελαττωματικό⁸³. Περαιτέρω, ο βαθμός πληρότητας και ακρίβειας του ενημερωτικού δελτίου εξαρτάται όχι μόνο από την αντικειμενικά διαγνώσιμη συμμόρφωση του περιεχομένου του προς τις κείμενες διατάξεις αλλά και από το κατά πόσο το περιεχόμενο αυτό μπορεί να αναλυθεί και να κατανοηθεί από τα πρόσωπα στα οποία απευθύνεται⁸⁴.

Υπαιτιότητα του αναδόχου: Σύμφωνα με το άρθρο 25 ν. 3401/2005, αρκεί πλέον και ελαφρά αμέλεια για τη στοιχειοθέτηση της ευθύνης, σε μία προσπάθεια αντικειμενικοποίησης της ευθύνης. Τα αναφερόμενα στο άρθρο 6 ν. 3401/2005 πρόσωπα ευθύνονται ακόμα και αν δεν μπορεί να τους καταλογιστεί βαριά αμέλεια για το ελάττωμα του ενημερωτικού δελτίου. Προς την ίδια κατεύθυνση αντικειμενικοποίησης της ευθύνης αποβλέπει και η απαλλαγή του ζημιωθέντα επενδυτή από το βάρος απόδειξης της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ ζημίας και υπαιτιότητας του ζημιώσαντα. Θα πρέπει στο σημείο αυτό να προσθέσουμε ότι, μολονότι ο ν. 3401/2005 δεν περιλαμβάνει διάταξη αντίστοιχη με την καταργηθείσα του άρθρου 3α § 6 π.δ. 350/1985, όπου ρητά προβλεπόταν ότι η ευθύνη των υπεύθυνων προσώπων μπορεί (α) να μειώνεται ή (β) να αίρεται, αν συντρέχει πταίσμα του ζημιωθέντα, ισχύει ούτως ή άλλως η γενική ρύθμιση της ΑΚ 300 ως λόγος περιορισμού της ευθύνης. Συντρέχον πταίσμα που θα μπορούσε να δικαιολογήσει περιορισμό και άρση της ευθύνης των υπεύθυνων προσώπων για το ενημερωτικό δελτίο θα μπορούσε να αποτελέσει η παράλειψη τους να προβούν σε στοιχειώδη έλεγχο του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου, ο οποίος θα αρκούσε προκειμένου να αποκαλύψουν το σφάλμα του και να αποτρέψουν την απόκτηση κινητών αξιών από τους επενδυτές⁸⁵.

Ζημία: Τα υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο πρόσωπα ευθύνονται μόνο για τη θετική ζημία του επενδυτή, αποκλεισμένης της δυνατότητας του επενδυτή να ζητήσει αποζημίωση και για διαφυγόν κέρδος. Ο ζημιωθείς δύναται, κατά συνέπεια, να αξιώσει μόνο τη μείωση της υπάρχουσας περιουσίας του, αυτή δηλαδή, που προκαλείται από τη μεταγενέστερη της αγοράς πώληση των ομολογιών σε τιμή χαμηλότερη, εξαιτίας της πλημμέλειας του ενημερωτικού δελτίου, στερούμενος έτσι τη δυνατότητα να ζητήσει αποκατάσταση τυχόν αποθετικής ζημίας εξαιτίας απώλειας, π.χ. μελλοντικών κερδών προερχόμενων από την επένδυση των ίδιων χρημάτων σε άλλες κινητές αξίες. Η ρύθμιση αυτή εισάγει απόκλιση από

⁸³ Δ. Αυγητίδης, Ευθύνη αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο, ΕπισκεΔ τ. Α', Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2007, σ. 17.

⁸⁴ Πρόκειται για τη διερεύνηση των χαρακτηριστικών του μέσου επενδυτή και το ζήτημα του «ουσιώδους» της πλημμέλειας του ενημερωτικού δελτίου, το οποίο έχει αποτελέσει αντικείμενο ενδελεχούς ενασχόλησης από την αγγλοαμερικανική και γερμανική θεωρία και νομολογία, πρβλ. Δ. Αυγητίδη, όπ. π., σ. 18 με περαιτέρω παραπομπές.

⁸⁵ Γ. Βελέντζας, όπ. π., σ. 1121.

τον κανόνα της πλήρους αποζημίωσης του άρθρου 298 ΑΚ, που καλύπτει το σύνολο σχεδόν των περιπτώσεων αδικοπρακτικής ευθύνης στο δίκαιο μας⁸⁶.

Αιτιώδης συνάφεια: Αναφορικά με την αιτιώδη συνάφεια, ο επενδυτής φέρει το βάρος απόδειξης, ότι η ζημία την οποία υπέστη ήταν πρόσφορη συνέπεια της παράνομης συμπεριφοράς του ζημιώσαντα, της πλημμέλειας δηλαδή του ενημερωτικού δελτίου. Θα πρέπει, ειδικότερα, να αποδείξει ότι αγόρασε τις ομολογίες εμπιστευόμενος την ακρίβεια και πληρότητα στοιχείων του ενημερωτικού δελτίου, τα οποία στη συνέχεια αποδείχθηκαν εσφαλμένα και ατελή σε σχέση με την τιμή η οποία ορίσθηκε, ενώ θα πρέπει περαιτέρω να αποδείξει ότι η μεταγενέστερη πώληση των ομολογιών σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή αγοράς οφείλεται ακριβώς στην πλημμέλεια αυτή του ενημερωτικού δελτίου.

Παραγραφή: Οι αξιώσεις για αποζημίωση κατά των υπευθύνων του άρθρου 6 ν. 3401/2005 παραγράφονται μετά πάροδο τριών (3) ετών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου, κατ' απόκλιση από τη γενική πενταετή (5) παραγραφή για τις απαιτήσεις από αδικοπραξία. Αφετηρία δεν αποτελεί η γνώση του επενδυτή για το σφάλμα του ενημερωτικού δελτίου αλλά το τυπικό γεγονός της δημοσίευσης.

Ε. Συνέλευση των ομολογιούχων

1. Ομολογιούχοι δανειστές – σπουδαιότητα της οργάνωσης τους σε ομάδα

Το άρθρο 3 του ν. 3156/2003 εισήγαγε την οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα. Σκοπός του νόμου, όπως ορίζεται στην Εισηγητική Έκθεση, είναι η θέσπιση ενός πλέγματος διατάξεων, εξασφαλιστικών της δημιουργίας (α) χρηματιστηριακής και (β) εξωχρηματιστηριακής αγοράς ομολόγων, προς όφελος των επιχειρήσεων και της εθνικής οικονομίας. Μέχρι τη θέση σε ισχύ του ν. 3156/2003, οι ομολογιούχοι δανειστές δεν ήταν οργανωμένοι, από το νόμο, σε συνέλευση για να προασπίζουν τα δικαιώματά τους έναντι της εκδότριας, ούτε διέθεταν δικαιώματα ελέγχου ή επιρροής στη διοίκηση της εταιρείας⁸⁷. Οι ομολογιούχοι ήταν απλοί και ανεξάρτητοι δανειστές, ήτοι ο καθένας ενεργούσε ατομικώς, με συνέπεια τη μη καλύτερη δυνατή προάσπιση των συμφερόντων τους, με κίνδυνο μάλιστα να δημιουργηθούν και πρακτικά αδιέξοδα, όπως π.χ. στην περίπτωση που η εκδότρια

⁸⁶ Δ. Αυγητίδης, όπ. π., σ. 19, Γ. Βελέντζας, όπ. π., σ. 1117.

⁸⁷ Πάντως το ελληνικό δίκαιο γνώριζε την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα. Π.χ. στο άρθρο 70 § 4 εδ. 1 του κ.ν. 2190/1920, προτού αυτό αντικατασταθεί με το άρθρο 15 § 21 ν. 3156/2003 οριζόταν ότι: «αν υπάρχουν ομολογιούχοι δανειστές, τουλάχιστον σε μια από τις συγγενεζόμενες εταιρείες, η απόφαση για τη συγχώνευση απαιτεί έγκριση των δανειστών αυτών». Βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 372 επ.

επιθυμούσε να τροποποιήσει τους όρους του ομολογιακού δανείου⁸⁸. Πλέον, με το ν. 3156/2003 θεσπίζεται ένα ελάχιστο πλαίσιο οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών μεταξύ τους και κοινής εκπροσώπησης τους προς τα έξω⁸⁹.

Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 3 § 1 ν. 3156/2003: «*Η οργάνωση των ομολογιούχων ομολογιακού δανείου σε ομάδα είναι υποχρεωτική (α) σε περίπτωση έκδοσης οποιουδήποτε είδους δανείου με άυλες ομολογίες, (β) σε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου των άρθρων 10 και 11 και (γ) σε κάθε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου, που εξασφαλίζεται με εμπράγματα ασφάλειες. Σε κάθε άλλη περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου με ενσώματες ομολογίες, η οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδες είναι προαιρετική*».

Συνεπώς, ο ίδιος ο ν. 3156/2003, στη λεπτομερή ρύθμισή του, ουσιαστικά προτρέπει την οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα, παρόλο που επιτρέπει τη δυνατότητα μη αξιοποίησης των δυνατοτήτων αυτο-οργάνωσης των δανειστών σε ομάδα, σε κάθε περίπτωση, πλην των αυστηρά προσδιορισμένων στο νόμο περιπτώσεων όπου η οργάνωση αυτή είναι υποχρεωτική. Καθορίζει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της οργάνωσής τους αυτής και οριοθετεί τα πλεονεκτήματα από την εν λόγω οργάνωση.

Οι λόγοι που οδήγησαν το νομοθέτη στη θέσπιση δυνατότητας οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα ήταν κυρίως πρακτικοί. Η οργάνωση αυτή διασφαλίζει ευελιξία και ασφάλεια (flexibility and security - flexicurity) στη συμβατική σχέση μεταξύ εκδότριας εταιρείας και ομολογιούχων⁹⁰. Ειδικότερα:

(α) Καθίσταται δυνατή η λήψη αποφάσεων από τη συνέλευση ακόμα και αν δεν συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων όλοι οι ομολογιούχοι⁹¹.

⁸⁸ Για τα ισχύοντα πριν από τη θέσπιση του ν. 3156/2003, βλ. και Ν. Βερβεσό εις Ευ. Περάκη, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, 3^η έκδ., Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2010, άρθρο 3α και 3γ, σ. 161 επ.

⁸⁹ Βλ. και Tennekoon R, The Law and Regulation of International Finance, Butterworths, London 1991, σ. 222 επ.

⁹⁰ Β. Τουντόπουλος, Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003. Επισκευή, τ. Δ', Π. Ν. Σάκουλας, Αθήνα 2003, σ. 972 επ.

⁹¹ Άλλωστε η συμμετοχή όλων των ομολογιούχων στη διαδικασία λήψης αποφάσεων είναι δυσχερής στο μέτρο που η ταυτότητα των ομολογιούχων δεν είναι πάντοτε γνωστή στην εκδότρια εταιρεία, στην περίπτωση έκδοσης ανώνυμων ομολογιών. Η λήψη αποφάσεων από τη συνέλευση με τα απαιτούμενα βέβαια ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας κυρίως επί θεμάτων αλλαγής των όρων του ομολογιακού δανείου είναι απολύτως αναγκαία σε εκείνες τις περιπτώσεις κατά τις οποίες η οικονομική κατάσταση της εκδότριας επιβάλλει την μεταβολή των όρων του ομολογιακού δανείου με περιορισμό της αξίωσης των ομολογιούχων, μεταβολή η οποία δεν θα ήταν δυνατή χωρίς την προηγούμενη οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα και χωρίς κοινή εκπροσώπηση αυτών κατά τη διαπραγμάτευση της αλλαγής των όρων του δανείου με την εκδότρια. Η απόφαση της γενικής συνέλευσης είναι επίσης αναγκαία και στις περιπτώσεις της υποκατάστασης ή αναδιάρθρωσης της οφειλέτριας εταιρείας και αντικατάστασης των χορηγηθεισών εξασφαλίσεων. Βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 341 και 372.

(β) Για τη λήψη αποφάσεων δεν είναι απαραίτητη η σύμφωνη γνώμη όλων των ομολογιούχων. Δεν απαιτείται δηλαδή ομοφωνία⁹². Αρκεί απόφαση της ομάδας, με συγκεκριμένα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας, οριζόμενα στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου, η οποία τους δεσμεύει. Με τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται η συμμετοχή των ομολογιούχων δανειστών στην εταιρική ζωή, όπου αυτή είναι απαραίτητη για την άσκηση των περιουσιακών τους δικαιωμάτων.

Η ευελιξία αυτή στη σύμβαση - πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου δεν αποβαίνει μόνο προς όφελος των ομολογιούχων δανειστών αλλά και προς όφελος της εκδότριας εταιρείας. Ειδικότερα, με την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα προφυλάσσεται η εκδότρια από τις σε βάρος της αξιώσεις μεμονωμένων δανειστών, καθώς η εκδότρια συναλλάσσεται με τους ομολογιούχους μέσω του εκπροσώπου αυτών, ο οποίος έχει την ιδιότητα: είτε (α) ενός πιστωτικού ιδρύματος είτε (β) μιας ΕΠΕΥ.

Επίσης, σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 1 § 7 ν. 3156/2003, ο ομολογιούχος ασκεί τα δικαιώματά του, ατομικώς, από τη λήξη του ομολογιακού δανείου, εκτός αν προβλέπουν διαφορετικά οι όροι του δανείου⁹³. Η διάταξη αυτή, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, αναφέρεται στη διάκριση μεταξύ (α) δανείου, στο οποίο τα δικαιώματα ασκούνται ατομικώς και (β) δανείου, στο οποίο τα δικαιώματα ασκούνται συλλογικώς, διάκριση η οποία έχει σχέση μεν με την οργάνωση ή μη των ομολογιούχων σε ομάδα αλλά κυρίως με την έκταση της εκπροσωπευτικής εξουσίας του εκπροσώπου της ομάδας.

Η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα στοχεύει στην αντιμετώπιση των κοινών κινδύνων που συνεπάγεται για αυτούς η έκδοση ομολογιακού δανείου. Οι κίνδυνοι αυτοί πηγάζουν, αρχικώς, από το γεγονός ότι οι όροι του ομολογιακού δανείου τίθενται μονομερώς από την εκδότρια, γεγονός που αναλόγως με τα πραγματικά περιστατικά, ίσως προσδίδει στη σύμβαση το χαρακτήρα σύμβασης προσχώρησης (Γ.Ο.Σ).

Στην περίπτωση των δανειστών που δεν αποτελούν θεσμικούς επενδυτές, πολλές φορές κατά τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου, είτε (α) λόγω έλλειψης γνώσεων είτε (β) λόγω του μικρού ύψους της απαίτησης, δεν έχουν τη δυνατότητα να ασκήσουν τα δικαιώματά τους, ιδίως όταν η έκδοση του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου γίνεται με πρόσκληση προς το κοινό. Αντιθέτως, η συνέλευση των ομολογιούχων, εκπροσωπούμενη από πιστωτικό

⁹² Για την αναποτελεσματικότητα των ρητρών περί ομοφωνίας (UAC) στη διεθνή πρακτική των ομολογιακών δανείων βλ. Kahan M, Rethinking corporate bonds: the Trade-off between individual and collective rights, 77 New York University Law Review 1040, σ. 1054-56.

⁹³ Σύμφωνα με τη νομολογία του ελβετικού ακυρωτικού, οι δανειστές δύνανται να ασκήσουν τα δικαιώματά τους ατομικώς και στην περίπτωση που αυτά θεμελιώνονται σε παράβαση κανόνων σχετικών με την ορθή σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου. Βλ. N. Βερβεσό, όπ. π., σ. 371 επ.

ίδρυμα ή ΕΠΕΥ⁹⁴ έχει τη δυνατότητα να λάβει όλα τα απαραίτητα μέτρα (α) για την παρακολούθηση του δανείου και (β) την ικανοποίηση των απαιτήσεων των ομολογιούχων δανειστών, τα οποία αυτοί δεν θα είχαν τη δυνατότητα να λάβουν, αν δεν ήταν οργανωμένοι σε ομάδα.

Γίνεται λοιπόν αντιληπτό το γεγονός ότι η οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα ενισχύει τη θέση τους, μιας και συλλογικά μπορούν ευχερέστερα να αντιμετωπίσουν τους κινδύνους από την έκδοση του ομολογιακού δανείου, αν αναλογισθεί κανείς και το χαρακτήρα της σύμβασης ομολογιακού δανείου ως σύμβασης προσχώρησης, υπό την ανωτέρω έννοια. Έτσι, με την οργάνωσή τους σε ομάδα, οι ομολογιούχοι δανειστές έχουν τη δυνατότητα: (α) να παρακολουθούν ευχερέστερα το δάνειο και (β) να λαμβάνουν όλα τα αναγκαία μέτρα στις περιπτώσεις όπου π.χ. η εκδότρια βρίσκεται σε αδυναμία ή υπερημερία προς εκπλήρωση ή όπου π.χ. ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δεν προβαίνει στην άσκηση του δικαιώματος πρόωρης καταγγελίας του ομολογιακού δανείου, με αποτέλεσμα τη βλάβη ή δυνατότητα βλάβης τους από την παράληψή του αυτή.

2. Νομική φύση της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 3 § 1 εδ. γ' ν. 3156/2003 η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών αποτελεί ομάδα⁹⁵. Η νομική φύση της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών διαφέρει από την έννομη σχέση που δημιουργείται μεταξύ εταιρείας και ομολογιούχου δανειστή, με την απόκτηση της συγκεκριμένης ομολογίας, έγχαρτης ή άυλης. Ειδικότερα, σύμφωνα με το νόμο, η ομάδα αυτή δεν έχει νομική προσωπικότητα, άρα δεν είναι φορέας δικαιωμάτων και υποχρεώσεων⁹⁶. Έχει όμως ικανότητα διαδίκου, σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις του ΚΠολΔ⁹⁷. Ομοιάζει δηλαδή με την «κοινοπραξία» και τα

⁹⁴ Η υποχρεωτική εκπροσώπηση από ΕΠΕΥ ή πιστωτικό ίδρυμα ισχύει όταν είναι υποχρεωτική από το νόμο η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα.

⁹⁵ Πριν από τη θέσπιση του ν. 3156/2003, το άρθρο 3γ του κ.ν. 2190/1920, που ρύθμιζε το ενυπόθηκο ομολογιακό δάνειο, ως τη μόνη περίπτωση εμπραγμάτως εξασφαλισμένου ομολογιακού δανείου, προέβλεπε την ύπαρξη εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών, όχι όμως και τη συγκρότηση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα, η οποία λαμβάνει συλλογικά αποφάσεις σχετικά με το ομολογιακό δάνειο. Η ελλιπής αυτή ρύθμιση του άρθρου 3γ κ.ν. 2190/1920, ίσως αποτέλεσε την αιτία για την οποία το ενυπόθηκο ομολογιακό δάνειο κατέστη θεσμός ουσιαστικά ανενεργός στην ελληνική συναλλακτική πρακτική. Η ανάγκη ειδικής ρύθμισης της εμπράγματης εξασφάλισης του ομολογιακού δανείου στο ελληνικό δίκαιο ανακύπτει λόγω της ιδιαίτερης νομικής φύσης του ομολογιακού δανείου, η οποία διακρίνει το ομολογιακό δάνειο από άλλες μορφές χρηματοδότησης. Στις κλασσικές μορφές χρηματοδότησης υπάρχει διμερής πιστωτική σχέση μεταξύ δανειστή και οφειλέτη. Στο ομολογιακό δάνειο η πιστωτική σχέση μετατρέπεται σε πολυμερή, αφού οι δανειστές είναι εξ υποθέσεως περισσότεροι, οπότε ανακύπτει η ανάγκη ρύθμισης των μεταξύ τους σχέσεων. Βλ. Γ. Σωτηρόπουλο, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, άρθρο 3α, όπ. π., σ. 453 επ., Γ. Λέκκα, όπ. π., σ. 12 επ.

⁹⁶ Η ελληνική ρύθμιση ακολουθεί το ελβετικό δίκαιο. Αντίθετα, κατά το γαλλικό δίκαιο γίνεται δεκτό ότι η ομάδα των ομολογιούχων έχει νομική προσωπικότητα. Βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 374 όπου παραπέμπει σε Ripert G./Roblot R., Traite de Droit commercial, v. I, 15e édition, LGDJ, Paris 1998, σ. 1341.

⁹⁷ ΚΠολΔ 62 επ.

προβλήματα που ανακύπτουν από την εκπροσώπησή της στις συναλλαγές με τους δανειστές της, η οποία κοινοπραξία δεν έχει νομική προσωπικότητα.

Εννοιολογικό χαρακτηριστικό της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών είναι το γεγονός ότι η απαίτηση τους απέναντι στην εκδότρια βασίζεται σε κοινή νομική και ιστορική βάση, χωρίς να θεμελιώνεται κοινός σκοπός μεταξύ των ομολογιούχων δανειστών. Κάθε ομολογία διατηρεί την αυτοτέλεια της, είτε (α) ως αξιόγραφο, είτε (β) ως απλή καταγραφή στο ΣΑΤ, ήτοι σε άυλη μορφή και κάθε ομολογιούχος δανειστής επιθυμεί την ικανοποίηση ιδίων συμφερόντων. Διότι, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρον, άρθρο 1: *«το ομολογιακό δάνειο εκλαμβάνεται ως ενιαίο δάνειο διαιρούμενο σε επιμέρους ομολογίες, και συνεπώς κάθε ομολογία αναφέρεται σε τμήμα του κεφαλαίου το οποίο αντιπροσωπεύεται από το σύνολο των ομολογιών. Τούτο δε σημαίνει ότι οι ομολογίες αποβάλλουν την αυτοτέλεια τους».*

Η έννομη σχέση που συνδέει τους ομολογιούχους δανειστές δεν βασίζεται σε μεταξύ τους σύμβαση αλλά επιβάλλεται από το νόμο. Το κοινό στοιχείο, το οποίο οδηγεί στην οργάνωσή τους σε ομάδα, είναι η αξίωσή τους έναντι της εκδότριας, από τη σύμβαση έκδοσης του ομολογιακού δανείου. Όμως, η συνύπαρξη ατόμων και η οργάνωσή τους σε ομάδα με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση του κοινού συμφέροντος, δεν μπορεί να οδηγήσει σε θεμελίωση κοινού σκοπού μεταξύ τους, ως εννοιολογικού στοιχείου της αστικής εταιρείας κατά την έννοια των ΑΚ 741 επ.

Κατά συνέπεια, μάλλον κρατούσα στη θεωρία είναι η άποψη που θεωρεί την ομάδα ως μια ιδιαίτερη μορφή κοινωνίας (*sui generis*) και όχι ως αστική εταιρεία των άρθρων ΑΚ 741 επ., μολονότι και η άποψη αυτή υποστηρίζεται⁹⁸. Δεν πρόκειται όμως (α) για κοινωνία συμφερόντων υπό στενή έννοια (*schlichte Interessengemeinschaft*), καθώς τα ατομικά–υποκειμενικά συμφέροντα των ομολογιούχων δεν ταυτίζονται πάντα, η δε εξυπηρέτηση των ατομικών – υποκειμενικών συμφερόντων ενός ομολογιούχου δανειστή δύναται να έρχεται σε αντίθεση με τα συμφέροντα των λοιπών, αλλά (β) για κοινωνία δικαιωμάτων που θεμελιώνεται με ρητή νομοθετική διάταξη⁹⁹. Κατά συνέπεια, η ομάδα των ομολογιούχων δανειστών συνιστά ένωση προσώπων, η οποία βρίσκει έρεισμα, όπως άλλωστε αντίστοιχα βρήκε η συνέλευση των πτωχευτικών πιστωτών, στο νόμο. Τα δικαιώματα αυτά προβλέπονται άλλωστε ρητώς στο ν. 3156/2003 και δύνανται να εξειδικευθούν ή να

⁹⁸ Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρον, άρθρο 3: *«η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα με μεταγενέστερη ομόφωνη απόφαση τους, στις περιπτώσεις που αυτό δεν προβλέπεται υποχρεωτικά από το νόμο, συνιστά αστική εταιρεία».* Ομοίως Χριστοδούλου, Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι, Δίκη 35, 2004, σ. 871, ο οποίος επί τη βάσει της εισηγητικής έκθεσης θεωρεί την ομάδα των ομολογιούχων ως *«αναγκαστική αστική εταιρεία».*

⁹⁹ Β. Τουντόπουλος, όπ. π., σ. 977.

διευρυνθούν στους όρους - πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου. Θα μπορούσε δηλαδή να υποστηριχθεί ότι αποτελεί μια μορφή αστικής εταιρείας ειδικού τύπου (*suí generis*), με βάση τις ειδικότερες ρυθμίσεις του ν. 3156/2003.

3. Αρμοδιότητες της συνέλευσης

α. Γενική απαρίθμηση: Τα συμφέροντα των ομολογιούχων δανειστών διακρίνονται: (α) σε ατομικά και (β) σε κοινά. Κατά τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων της συνέλευσης των ομολογιούχων δεν υιοθετείται (α) το πρότυπο του κ.ν. 2190/1920 (άρθρο 34), δηλαδή της ειδικής και συγκεκριμένης απαρίθμησης των αρμοδιοτήτων της συνέλευσης των μετόχων, ούτε υπάρχει (β) μια γενική ρήτρα, σύμφωνα με την οποία η συνέλευση των ομολογιούχων δύναται να λαμβάνει αποφάσεις. Ακολουθείται ένα ενδιάμεσο σύστημα¹⁰⁰. Σύμφωνα με το σύστημα αυτό, οι αρμοδιότητες της συνέλευσης επαφίενται, κατά κύριο λόγο, στη βούληση των συμβαλλομένων μερών, εκτός από κάποια ζητήματα, τα οποία με διατάξεις αναγκαστικού δικαίου αποτίθενται στην αποκλειστική αρμοδιότητα της συνέλευσης των ομολογιούχων.

Ειδικότερα, σύμφωνα με το ν. 3156/2003, οι αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων, οι οποίες υπάγονται στην αποκλειστική αρμοδιότητα της συνέλευσης, είναι οι ακόλουθες:

- η τροποποίηση των όρων του δανείου με όρους δυσμενέστερους των αρχικών (άρθρο 1 § 8 ν. 3156/2003)¹⁰¹
- η αντικατάσταση του εκπροσώπου των ομολογιούχων (άρθρο 4 § 12 ν. 3156/2003)
- η παραίτηση από ένδικο βοήθημα ή ένδικο μέσο, η υποβολή αίτησης πτώχευσης ή θέσης υπό την ειδική εκκαθάριση των άρθρων 46 επ. ν. 1892/1990 (ΦΕΚ 101 Α') κατά της εκδότριας ή κατά άλλου υποχρέου, σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου, ο συμβιβασμός, η κατάρτιση συμβάσεως του άρθρου 44 ν. 1892/1990 με την εκδότρια εταιρεία ή άλλο υπόχρεο, σύμφωνα με τους όρους του δανείου ή παροχή ψήφου σε πτωχευτικό συμβιβασμό (άρθρο 4 § 6 γ ν. 3156/2003)

Οι εν λόγω αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών είναι αποκλειστικές, μη δυνάμενες να μεταβιβασθούν - εκχωρηθούν σε τρίτους ή να περιορισθούν

¹⁰⁰ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 376.

¹⁰¹ Η συγκεκριμένη απόφαση δύναται να ληφθεί μόνο με απαρτία και πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) του συνόλου του δανείου.

με βάση όρους του ομολογιακού δανείου¹⁰². Ακόμη στις εκ του νόμου επιφυλασσόμενες αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων ανήκει και αυτή του άρθρου 70 § 4 κ.ν. 2190/1920. Σύμφωνα με αυτήν:

- οι δανειστές με μετατρέψιμες ομολογίες τουλάχιστον μιάς από τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις - εταιρείες, παρέχουν την έγκρισή τους στη συγχώνευση (άρθρο 70 § 4 κ.ν. 2190/1920). Εφόσον οι ομολογιούχοι δεν έχουν συγκροτηθεί υποχρεωτικά εκ του νόμου σε ομάδα, η συνέλευση συνίσταται *ad hoc* και παρέχει την έγκρισή της στην εν λόγω συγχώνευση.

Κατά τα λοιπά, οι αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών καθορίζονται στους όρους της σύμβασης - προγράμματος του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου. Έτσι, είναι δυνατόν να προβλέπεται στο πρόγραμμα ενός ομολογιακού δανείου μια σειρά από αρμοδιότητες, όπως π.χ. για:

- την άσκηση κάθε είδους ένδικων μέσων και βοηθημάτων, τακτικών και έκτακτων, με σκοπό την παροχή οριστικής ή προσωρινής δικαστικής προστασίας,
- τις κάθε είδους διαδικαστικές πράξεις και ενέργειες κατά τη διαδικασία της αναγκαστικής εκτέλεσης, συμπεριλαμβανομένης και της κατάσχεσης,
- την αναγγελία και επαλήθευση των απαιτήσεων των ομολογιούχων δανειστών σε πλειστηριασμούς και πτωχεύσεις, ειδικές ή δικαστικές εκκαθαρίσεις και
- τις δίκες που φορούν την εκτέλεση ή την πτώχευση καθώς και κάθε άλλη διαδικασία αναγκαστικής ή συλλογικής εκτέλεσης (άρθρο 4 § 6 β ν. 3156/2003).

Οι αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων καθορίζονται από τα συμβαλλόμενα μέρη με βάση (α) το είδος του ομολογιακού δανείου¹⁰³ και (β) τα γενικότερα δεδομένα της κάθε συγκεκριμένης περίπτωσης. Ισχύει άλλωστε η αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361). Η ευχέρεια αυτή συμβαδίζει απόλυτα και με το πνεύμα του ν. 3156/2003, αφού και στην εισηγητική έκθεση του νόμου τονίζεται ότι σε καθεστώς ελεύθερης ιδιωτικής οικονομίας είναι ιδιαίτερα ωφέλιμη, αν όχι και αναγκαία, η ευέλικτη προσαρμογή της αγοράς με τις κατά το δυνατόν λιγότερες νομοθετικές παρεμβάσεις.

Οι αρμοδιότητες της συνέλευσης δεν είναι όμως απεριόριστες, καθώς (α) από το σκοπό (ratio) της οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα αλλά και (β) από τον

¹⁰² Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρο 4, η αποκλειστική αρμοδιότητα της συνέλευσης δικαιολογείται: «... είτε λόγω της καθοριστικής επίδρασης στη νομική κατάσταση της εκδότριας (υποβολή αίτησης πτώχευσης και ειδική εκκαθάριση του άρθρου 46 του ν. 1892/1990) είτε λόγω ουσιώδους επιδράσεως στο ύψος της απαίτησης των ομολογιούχων ή τις υπέρ αυτών εμπράγματα εξασφαλίσεις (κατάρτιση συμβάσεως του άρθρου 44 του ν. 1892/1990, εξώδικος συμβιβασμός, πτωχευτικός συμβιβασμός)...».

¹⁰³ Τα είδη των δυνατών ομολογιακών δανείων περιγράφονται αναλυτικά στο παράρτημα Ι της παρούσης εργασίας.

δεσμευτικό χαρακτήρα των αποφάσεων που λαμβάνονται για το σύνολο των ομολογιούχων δανειστών, προκύπτει ότι η συνέλευση των ομολογιούχων αποφασίζει μόνο για θέματα που αφορούν την προάσπιση των κοινών συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών (τελολογικό κριτήριο). Ζητήματα που εκφεύγουν της προάσπισης των κοινών συμφερόντων δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο απόφασης της ομάδας των δανειστών και δεν δεσμεύουν τους ομολογιούχους. Η επιβολή π.χ. πρόσθετων υποχρεώσεων στους ομολογιούχους δεν δεσμεύει τους ομολογιούχους. Τέτοιοι είδους αποφάσεις άλλωστε δεν δεσμεύουν ούτε την εκδότρια εταιρεία.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 3 § 2 ν. 3156/2003 η ομάδα των ομολογιούχων δανειστών δεν έχει τη δυνατότητα να αποφασίζει για τη μεταβολή των όρων του ομολογιακού δανείου σε βάρος της εκδότριας χωρίς τη συναίνεση της τελευταίας. Ούτε έχει τη δυνατότητα να προβαίνει σε επαύξηση δικαιωμάτων των ομολογιούχων, χωρίς την εκπεφρασμένη συναίνεση της εκδότριας.

β. Ίση μεταχείριση: Οι ευρείες αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων ενδέχεται να δημιουργήσουν κινδύνους για τους μεμονωμένους δανειστές που δεσμεύονται από τη βούληση της πλειοψηφίας, κίνδυνοι οι οποίοι σε μεγάλο βαθμό εξαλείφονται με τη θέσπιση ειδικών διατάξεων στο πρόγραμμα του δανείου για την προστασία των ομολογιούχων της μειοψηφίας από την εκάστοτε βούληση της πλειοψηφίας. Τέτοιες διατάξεις είναι για παράδειγμα το άρθρο 3 § 2 ν. 3156/2003, που ορίζει ότι η συνέλευση των ομολογιούχων δεν επιτρέπεται να καθιερώνει άνιση μεταχείριση μεταξύ των ομολογιούχων δανειστών¹⁰⁴. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης εξυπηρετεί την προάσπιση των κοινών συμφερόντων των ομολογιούχων, αφού η άνιση μεταχείριση των ομολογιούχων αντιτίθεται στο χαρακτήρα του δανείου ως ενιαίου.

Συμπερασματικά και σε ό, τι αφορά μια πρώτη οριοθέτηση των αρμοδιοτήτων μεταξύ της συνέλευσης των ομολογιούχων και του εκπροσώπου των, δύναται να λεχθεί ότι:

(α) εφόσον στη σύμβαση του ομολογιακού δανείου δεν υπάρχει σχετική πρόβλεψη για την υπαγωγή ενός θέματος στην αρμοδιότητα της συνέλευσης και

(β) εφόσον δεν πρόκειται για περίπτωση, η οποία εκ του νόμου υπάγεται στην αποκλειστική αρμοδιότητα αυτής, τότε ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων είναι αρμόδιος σχετικά, χωρίς να είναι απαραίτητη κάποια ad hoc χορήγηση εξουσιοδότησης από τη

¹⁰⁴ Άνιση μεταχείριση καθιερώνεται, ιδίως, όταν αποφασίζεται από τη συνέλευση ο περιορισμός των δικαιωμάτων των ομολογιούχων (π.χ. περιορισμός του επιτοκίου, μετάθεση της ημερομηνίας πληρωμής) ή η αύξησή τους (παροχή ασφαλειών) για συγκεκριμένους ομολογιούχους και όχι όλους. Συνεπώς, απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων θα πρέπει να ισχύει για όλους, εκτός βέβαια αν οι λοιποί δανειστές αποδέχονται τη λήψη της εις βάρος τους απόφασης, πράγμα το οποίο σπάνια θα συμβαίνει. Βλ. Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 381.

συνέλευση¹⁰⁵. Πάντως, η συνέλευση, ως το ανώτερο όργανο της ομάδας των ομολογιούχων είναι αρμόδια για τις τροποποιήσεις των όρων του ομολογιακού δανείου. Μάλιστα, είναι ανεπίτρεπτο να χορηγηθεί σχετική εξουσιοδότηση περί τροποποίησης των όρων στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, αφού αυτό αποτελεί αποκλειστική αρμοδιότητα της συνέλευσης.

4. Διαδικασία λήψης αποφάσεων της συνέλευσης – Αναλογική εφαρμογή κ.ν. 2190/1920

Η σύγκληση, λειτουργία και λήψη αποφάσεων της συνέλευσης των ομολογιούχων ρυθμίζεται (α) στο ν. 3156/2003 και (β) στους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου, ενώ (γ) εφαρμόζονται αναλογικά - εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά στο νόμο ή στη σύμβαση-πρόγραμμα του ομολογιακού - οι διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 περί γενικών συνελεύσεων¹⁰⁶, σύμφωνα με το άρθρο 3 § 5 ν. 3156/2003. Ειδικότερα, η αναλογική εφαρμογή των διατάξεων όχι μόνο του τρίτου κεφαλαίου του κ.ν. 2190/1920 αλλά και άλλων διατάξεων που αφορούν τη γενική συνέλευση, όπως το δικαίωμα της μειοψηφίας προς αναβολή λήψης απόφασης, προκύπτει από τη συστηματική ερμηνεία του άρθρου 3 § 5 ν. 3156/2003 και του άρθρου 70 § 4 κ.ν. 2190/1920, σχετικά με την έγκριση που παρέχουν οι ομολογιούχοι δανειστές με μετατρέψιμες ομολογίες στη συγχώνευση της εκδότριας εταιρείας με απόφαση που λαμβάνεται από ad hoc συνέλευση αυτών, καθώς σύμφωνα με την παραπάνω διάταξη: (α) για τη σύγκληση της συνέλευσης των δανειστών με μετατρέψιμες ομολογίες, (β) τη συμμετοχή σε αυτή, (γ) την παροχή πληροφοριών και (δ) την αναβολή λήψης αποφάσεων, εφαρμόζονται αναλογικά οι σχετικές διατάξεις για τη γενική συνέλευση. Στο πλαίσιο αυτό θα πρέπει, με αναλογική εφαρμογή των διατάξεων του κ.ν. 2190/1920, να αναγνωρισθεί κατ' αρχήν στην μειοψηφία των ομολογιούχων δανειστών να ζητούν (α) την αναβολή λήψης απόφασης ή (β) την παροχή πληροφοριών σχετικά με την εκδότρια εταιρεία από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Σε κάθε περίπτωση όμως, δεν έχουν οι ομολογιούχοι αυτοτελές δικαίωμα συμμετοχής και ομιλίας στη γενική συνέλευση των μετόχων της

¹⁰⁵ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 378, Β. Τουντόπουλος, όπ. π., σ. 979 επ.

¹⁰⁶ Κατά τη διατύπωση του νόμου, η σύγκληση, λειτουργία και λήψη αποφάσεων διέπεται συμπληρωματικά από τις διατάξεις του κ.ν. 2190/1920, εφόσον δεν υπάρχουν ειδικότερες νομοθετικές ή συμβατικές ρυθμίσεις. Η διατύπωση αυτή δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ιδιαίτερα επιτυχής και δημιουργεί ερμηνευτικά προβλήματα καθώς η λειτουργία της γενικής συνέλευσης δεν προσδιορίζεται με τη μεγαλύτερη δυνατή ακρίβεια στον κ.ν. 2190/1920. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την αναφορά του νομοθέτη σε «λήψη αποφάσεων», έννοια που εντάσσεται στη λειτουργία της γενικής συνέλευσης υπό ευρεία έννοια, καθιστά ασαφές το πλέγμα των αναλογικά εφαρμοζόμενων διατάξεων, καθώς διατάξεις σχετικές άμεσα ή έμμεσα με τη λειτουργία της γενικής συνέλευσης βρίσκονται διάσπαρτες στον κ.ν. 2190/1920 και όχι μόνο στο τρίτο κεφάλαιο που τιτλοφορείται «γενική συνέλευση».

εκδότριας, ενώ ανάλογο δικαίωμα συμμετοχής στα όργανα της εκδότριας δεν χορηγείται ούτε στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων¹⁰⁷.

5. Σύγκληση της συνέλευσης των ομολογιούχων

Σύμφωνα με το άρθρο 3 § 4 εδ. 1 ν. 3156/2003: «η συνέλευση των ομολογιούχων συγκαλείται οποτεδήποτε (1) από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων ή (2) το Διοικητικό Συμβούλιο ή (3) τον εκκαθαριστή ή (4) το σύνδικο της πτώχευσης της εκδότριας». Έτσι, η συνέλευση συγκαλείται οποτεδήποτε κρίνεται σκόπιμο αυτό από τα ως άνω αναφερόμενα μέρη και δεν υπόκειται η άσκηση του δικαιώματος σε προηγούμενη έγκριση ή περιορισμό. Δικαίωμα σύγκλησης της συνέλευσης έχει και (5) η μειοψηφία των ομολογιούχων δανειστών δια του εκπροσώπου των ομολογιούχων. Το ελάχιστο ποσοστό μειοψηφίας που απαιτείται για την άσκηση του ως άνω δικαιώματος δεν προβλέπεται στο ν. 3156/2003, αλλά καθορίζεται συμβατικά, στους όρους του προγράμματος του δανείου.

Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 3 § 4 εδ. 2 ν. 3156/2003: «οι όροι του δανείου προβλέπουν υποχρεωτικά το ελάχιστο ποσοστό επί του συνολικού ανεξόφλητου υπολοίπου του ομολογιακού δανείου που πρέπει να συγκεντρώνουν ένας ή περισσότεροι ομολογιούχοι, προκειμένου να μπορούν να ζητήσουν από τον εκπρόσωπο τους τη σύγκληση της συνέλευσης των ομολογιούχων»¹⁰⁸.

Η μειοψηφία δύναται να επιδιώξει δικαστικά τη σύγκληση της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών, μέσω της διαδικασίας των ασφαλιστικών μέτρων, εφόσον ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων αρνείται παράνομα να συγκαλέσει τη συνέλευση, παρά το σχετικό αίτημα της μειοψηφίας. Πάντως, η υποβολή του αιτήματος αυτού από τη μειοψηφία δεν δημιουργεί αυτόματα και υποχρέωση του εκπροσώπου να συγκαλέσει τη συνέλευση των ομολογιούχων. Αντίθετα, η άσκηση του δικαιώματος αυτού ελέγχεται βάσει της ΑΚ 281. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη δυνατότητα άρνησης σύγκλησης της συνέλευσης από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, εφόσον το εν λόγω αίτημα υποβληθεί καταχρηστικά, χωρίς να δικαιολογεί τη σύγκληση της¹⁰⁹. Βέβαια, το πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου συνήθως προβλέπει λεπτομερώς τον τρόπο σύγκλησης της συνέλευσης οπότε θα είναι δυσχερής η επίκληση ισχυρισμού περί καταχρηστικότητας, μιας και αποτελεί συνομολογηθέντα όρο της εν λόγω σύμβασης δανείου.

¹⁰⁷ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 379 επ.

¹⁰⁸ Δικαιοσυγκριτικά, στο αγγλοσαξωνικό δίκαιο ο trustee έχει το δικαίωμα, αλλά και την υποχρέωση, μετά από αίτηση τουλάχιστον 10% της μειοψηφίας, η οποία υπολογίζεται ανάλογα με το ποσό του κεφαλαίου, να προβεί σε σύγκληση της συνέλευσης των ομολογιούχων. Βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 382.

¹⁰⁹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 382 επ.

Διατυπώσεις δημοσιότητας: Διατυπώσεις δημοσιότητας πρέπει να τηρούνται, προς προστασία των συμφερόντων των δανειστών, προκειμένου να προσκαλείται η συνέλευση, οι οποίες καθορίζονται ειδικότερα (α) στους όρους του εν λόγω προγράμματος του δανείου, εφαρμοζόμενων συμπληρωματικά (β) των σχετικών άρθρων του κ.ν. 2190/1920. Κατά συνέπεια, θα πρέπει να απευθύνεται σε κάθε ομολογιούχο δανειστή ξεχωριστά πρόσκληση προκειμένου να προσέλθει σε συγκεκριμένο τόπο και χρόνο, με ευθύνη του συγκαλούντος. Επίσης, απαιτείται να αναφέρονται στην πρόσκληση τα θέματα της ημερήσιας διάταξης.

Όσον αφορά τη δημοσιότητα των προσκλήσεων, ανάλογα με το αν (α) το ομολογιακό δάνειο διατίθεται στο κοινό ή αν (β) οι ομολογίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, ορίζεται αντίστοιχα στο άρθρο 5 §§ 2 και 3 ν. 3156/2003 ότι: «ο διορισμός, η αντικατάσταση του εκπροσώπου, σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου και της σύμβασης μεταξύ του εκπροσώπου και της εκδότριας, καθώς και οι προσκλήσεις των συνελεύσεων των ομολογιούχων υποβάλλονται στη δημοσιότητα του άρθρου 26 § 2 εδ. γ' του κ.ν. 2190/1920, εκτός αν το ομολογιακό δάνειο δεν διατίθεται στο κοινό» και ότι: «αν οι ομολογίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η δημοσίευση πραγματοποιείται οπωσδήποτε στο ημερήσιο δελτίο τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών με δαπάνες της εκδότριας».

Οι δαπάνες δημοσίευσης βαρύνουν, όπως ρητά ορίζεται στο άρθρο 5 § 3 ν. 3156/2003, την εκδότρια, όσον αφορά τις εισηγμένες στο ΧΑΑ ομολογίες. Η διάταξη αυτή εφαρμόζεται αναλογικά στις λοιπές περιπτώσεις έκδοσης ομολογιακού δανείου, εκτός αν ορίζεται διαφορετικά στους όρους του προγράμματος του δανείου. Το αυτό προκύπτει και από τις διατάξεις περί γενικών συνελεύσεων του κ.ν. 2190/1920¹¹⁰. Πάντως, τα έξοδα αυτά, όπως και γενικότερα άλλα έξοδα, όπως π.χ. περί αμοιβής του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών, δύναται η εκδότρια να τα μετακυλίσει στους ομολογιούχους, παρακρατώντας τη σχετική δαπάνη από τις περιοδικές χρηματικές καταβολές σ' αυτούς. Αυτά προβλέπονται συμβατικά, με ρήτρες στο πρόγραμμα του εκάστοτε ομολογιακού δανείου.

6. Δικαίωμα ψήφου στη συνέλευση

Προκειμένου να συμμετάσχουν οι ομολογιούχοι στη συνέλευση, προϋποτίθεται η κατάθεση των ομολογιών (α) στο ταμείο παρακαταθηκών και δανείων (ΤΠΔ) ή (β) σε οιαδήποτε τράπεζα εδρεύουσα στην Ελλάδα, τουλάχιστον πέντε (5) ημέρες πριν την ορισθείσα για τη συνεδρίαση συνέλευση, όπως προβλέπεται στο άρθρο 28 κ.ν. 2190/1920, αναλογικά εφαρμοζόμενου. Για την άσκηση του δικαιώματος ψήφου δεν αποτελεί

¹¹⁰ Β. Τουντόπουλος, όπ. π., σ. 982.

προϋπόθεση η ολική εξόφληση της ομολογίας. Ο ομολογιούχος δανειστής δύναται να μετάσχει στη συνέλευση με αντιπρόσωπο, ενώ σε περίπτωση όπου η ομολογία ανήκει σε περισσότερους από κοινού, το δικαίωμα ψήφου ασκείται από κοινού μέσω κοινού εκπροσώπου¹¹¹.

Δικαίωμα ψήφου στη συνέλευση παρέχει κάθε ομολογία, όχι με την έννοια του έγχαρτου ή άυλου τίτλου αλλά της ενσωματούμενης σε αυτό ομολογίας, όπως αναφέρεται στην Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρον, άρθρο 3. Σε κάθε τίτλο είναι δυνατή η ενσωμάτωση πλειόνων ομολογιών. Έτσι, τίτλος που ενσωματώνει περισσότερες από μία ομολογίες παρέχει τόσα δικαιώματα ψήφου όσα και οι ενσωματούμενες σ' αυτόν ομολογίες, προς συμμόρφωση άλλωστε και με την αρχή της ισότητας των ομολογιών. Σύμφωνα με την αρχή αυτή, όλες οι ομολογίες, οι ανήκουσες στο αυτό ομολογιακό δάνειο, παρέχουν ίσα δικαιώματα στους ομολογιούχους δανειστές.

Εξαιρέσεις: Ο κανόνας βέβαια αυτός γνωρίζει και εξαιρέσεις, οι οποίες αποσκοπούν στην αντιμετώπιση καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων. Ειδικότερα:

(α) το πρόσωπο, το κατέχον ποσοστό, που αντιπροσωπεύει τουλάχιστον το ένα τέταρτο (1/4) του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας, στερείται του δικαιώματος ψήφου, σύμφωνα με το άρθρο 3 § 3 εδ. γ' ν. 3156/2003. Επίσης,

(β) δεν μπορούν να εκπροσωπήσουν τους ομολογιούχους δανειστές πρόσωπα, τα οποία έχουν κάποια από τις ιδιότητες του άρθρου 23^a § 1 κ.ν. 2190/1920 σε σχέση με την εκδότρια εταιρεία. Τα πρόσωπα αυτά έχουν τη δυνατότητα συμμετοχής στη συνέλευση και δύνανται να ασκήσουν το δικαίωμα ψήφου, εφόσον οι ίδιοι είναι ομολογιούχοι και δεν συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας σε ποσοστό ανώτερο του ενός τετάρτου (1/4)¹¹². Η απαγόρευση του δικαιώματος ψήφου θα πρέπει να επεκταθεί:

(γ) στις περιπτώσεις εκείνες όπου οι ομολογίες ανήκουν στην ίδια την εκδότρια ή σε θυγατρική της, ή

(δ) όταν η εκδότρια έχει τη δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος ψήφου (όπως π.χ. στην περίπτωση παράδοσης σ' αυτήν ομολογιών προς εξασφάλιση, ως αξίας λόγω ενεχύρου), ή

(ε) όταν η εκδότρια είναι αντιπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών¹¹³. Περαιτέρω,

¹¹¹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 383.

¹¹² Β. Τουντόπουλος, όπ. π., σ. 983.

¹¹³ Στις διεθνείς ομολογίες δεν είναι επιτρεπτή η εν λευκώ εξουσιοδότηση της εκδότριας εταιρείας. Αντίθετα, επιτρέπεται η εξουσιοδότηση, εφόσον υπάρχουν επαρκείς εγγυήσεις ότι η εκδότρια θα ακολουθήσει τις εντολές του ομολογιούχου. Βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 384.

(στ) ο εγγυητής του ομολογιακού απαγορεύεται να ασκήσει το δικαίωμα ψήφου. Η συγκεκριμένη απαγόρευση, μολονότι δεν προβλέπεται ρητώς στο ν. 3156/2003, προκύπτει από τη γενική αρχή ότι: «κανένας δεν μπορεί να συμμετάσχει σε αποφάσεις που αφορούν δικές του υποθέσεις»¹¹⁴.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 § 3 εδ. β' ν. 3156/2003: «αν συσταθεί επικαρπία ή ενέχυρο επί ομολογιών το δικαίωμα ψήφου στη συνέλευση των ομολογιούχων ασκείται όπως ορίζουν οι συμβαλλόμενοι, εκτός αν προβλέπουν διαφορετικά οι όροι του δανείου». Η διατύπωση αυτή δεν μπορεί να θεωρηθεί επιτυχής, διότι επαναφέρει στην ομολογία την προβληματική της διάστασης μεταξύ: (α) των όρων του προγράμματος του ομολογιακού δανείου και (β) της σύμβασης μεταξύ ομολογιούχου και ενεχυρούχου δανειστή, προβληματική γνωστή από την επιβάρυνση της μετοχής με ενέχυρο ή επικαρπία.

Ειδικότερα, δημιουργείται σύγκρουση σε μια τέτοια περίπτωση, όπου ενώ απαγορεύεται στους όρους ενός ομολογιακού δανείου η άσκηση του δικαιώματος ψήφου από τον ενεχυρούχο δανειστή ή τον επικαρπωτή, συνάπτεται σύμβαση σύστασης ενεχύρου ή επικαρπίας επί της συγκεκριμένης ομολογίας, με την οποία παρέχεται δικαίωμα ψήφου στον ενεχυρούχο δανειστή ή στον επικαρπωτή. Σε μια τέτοια περίπτωση, όπου υπάρχουν δύο συμβάσεις, δεν είναι προφανές ποια διάταξη υπερισχύει τελικά. Διότι, κατά το γράμμα του νόμου, υπερισχύουν των όρων του προγράμματος του ομολογιακού δανείου κάθε αντίθετη συμφωνία μεταξύ (α) ομολογιούχου και (β) ενεχυρούχου δανειστή ή επικαρπωτή¹¹⁵, εκτός αν ορίζει διαφορετικά το πρόγραμμα του δανείου. Εδώ διαφαίνεται ο νόμος να παίρνει θέση υπέρ της σχετικής ρήτρας του συνομολογηθέντος προγράμματος του ομολογιακού δανείου, υπηρετώντας την ανάγκη για ασφάλεια δικαίου, κρίσιμη στις συναλλαγές. Αλλά πρέπει να αναλογιστεί κανείς και τους ιδιαίτερους σκοπούς που εξυπηρετεί η συγκεκριμένη έκδοση του εν λόγω δανείου.

Πάντως, δεν είναι προφανής ο λόγος μιας τέτοιας εξαίρεσης: (α) από την αρχή της σχετικότητας των ενοχών και (β) την αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων. Άλλωστε, σύμφωνα με μέρος της θεωρίας, μια τέτοια πρόβλεψη στο καταστατικό της εταιρείας, έχει το

¹¹⁴ Στο πλαίσιο της εν λόγω αρχής, απαγορεύεται γενικά η άσκηση του δικαιώματος ψήφου σε εκείνον ο οποίος με την απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων: (α) αποδεσμεύεται από υποχρέωσή του ή (β) όταν η απόφαση αφορά τη σύναψη σύμβασης μαζί του ή (γ) την κατάθεση ενδίκου μέσου ή (δ) την κατάργηση δίκης μ' αυτόν. Η εν λόγω αρχή, πρέπει να ερμηνεύεται τελοολογικά με σκοπό την αποφυγή προσπαθειών παράκαμψής της. Βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 384. Επίσης απαγορεύεται η άσκηση δικαιώματος ψήφου από θυγατρική της εκδότριας ή από εγγυητή του δανείου.

¹¹⁵ Β. Τουντόπουλος, όπ. π., σ. 984.

χαρακτήρα εξωεταιρικής συμφωνίας μόνον, η οποία και δεν μπορεί να τριτενεργήσει στη σχέση μεταξύ μετόχου και ενεχυρούχου δανειστή¹¹⁶.

7. Λήψη αποφάσεων: Απαρτία – Πλειοψηφία

Σύμφωνα με το άρθρο 3 § 2 εδ. 1 ν. 3156/2003: «η ομάδα των ομολογιούχων λαμβάνει αποφάσεις σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στους όρους του δανείου, δεν επιτρέπεται όμως να καθιερώνει άνιση μεταχείριση μεταξύ των ομολογιούχων ή να αποφασίζει τη μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές». Κατά συνέπεια, τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που απαιτούνται για τη λήψη αποφάσεων από τους ομολογιούχους δανειστές, δεν καθορίζονται στο ν. 3156/2003 αλλά στους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου. Όπως μάλιστα αναφέρεται στην Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρον, άρθρο 3: «...παρέχεται ευρύτατη ευχέρεια για τον καθορισμό της απαρτίας και της πλειοψηφίας υπό τις οποίες συνέρχεται και αποφασίζει η συνέλευση των ομολογιούχων χωρίς καμία δέσμευση από τις πλειοψηφίες που προβλέπει ο κ.ν. 2190/1920 για τη συνέλευση των μετόχων, οι οποίες εφαρμόζονται μόνο αν δεν ορίζεται διαφορετικά στους όρους του δανείου». Έτσι, ο κανόνας είναι η ελεύθερη διαμόρφωση των ποσοστών απαρτίας και πλειοψηφίας, ανάλογα με τους σκοπούς που εξυπηρετεί το εκάστοτε ομολογιακό δάνειο.

Ρητή πρόβλεψη στο νόμο των απαιτούμενων ποσοστών απαρτίας και πλειοψηφίας υφίσταται: (α) στην περίπτωση τροποποίησης όρων του ομολογιακού δανείου με όρους δυσμενέστερους από τους αρχικούς, σύμφωνα με το άρθρο 1 § 8 ν. 3156/2003, κατά το οποίο απαιτείται απαρτία και πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) του συνόλου του δανείου, καθώς και (β) στο άρθρο, σχετικά με τη λήψη απόφασης σε περίπτωση ύπαρξης ομολογιούχων δανειστών με μετατρέψιμες ομολογίες σε υπό συγχώνευση εταιρία.

Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 70 § 4 κ.ν. 2190/1920: «αν υπάρχουν δανειστές με ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές τουλάχιστον μίας από τις συγχωνεύόμενες εταιρείες, η απόφαση για συγχώνευση πρέπει να εγκριθεί και από τους δανειστές αυτούς. Η έγκριση (της συγχώνευσης) παρέχεται με απόφαση που λαμβάνεται σε συγκροτούμενη μόνο για την παροχή της έγκρισης αυτής συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών με ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας που καθορίζονται από τα άρθρα 29 § 1 και 2 και 31 § 1 κ.ν. 2190/1920, τα οποία υπολογίζονται στο σύνολο των ομολογιακών δανείων κάθε εταιρείας».

Κατά συνέπεια, εκτός των ως άνω ρητώς καθοριζόμενων στο νόμο περιπτώσεων, τα συμβαλλόμενα μέρη είναι ελεύθερα να καθορίσουν τα ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας

¹¹⁶ Θ. Σκούρας, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, τόμ. 4, άρθρο 30α κ.ν. 2190/1920, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2000, αριθμ. 13 επ. Η εν λόγω θέση όμως, αφορά μετοχική σχέση, αναλογικά εφαρμοζόμενη στην περίπτωση εκδόσεως και διάθεσης ομολογιακού δανείου, με άυλες ή έγχαρτες ομολογίες.

για τη λήψη αποφάσεων από τη συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Στην πρακτική, τα προγράμματα των ομολογιακών δανείων προβλέπουν συχνά, ιδιαίτερα αν τα ομολογιακά δάνεια έχουν εκδοθεί ως άυλα, ρήτρες οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα, αναλόγως πάντοτε του σκοπού του δανείου και των συμφερόντων των συμβαλλομένων μερών, με τις οποίες η ομάδα δύναται να λαμβάνει αποφάσεις με απαρτία και πλειοψηφία 70% ή 90%. Έτσι προβλέπεται π.χ. όρος στο δάνειο περί απαρτίας κατά τον οποίο, ως ποσοστό απαρτίας: «...νοούνται οι κάτοχοι ποσοστού 90% επί του ανεξόφλητου κεφαλαίου των ομολογιών» ή όρος περί πλειοψηφίας κατά τον οποίο, ως ποσοστό πλειοψηφίας: «...νοούνται οι κάτοχοι ποσοστού 90% επί του ανεξόφλητου κεφαλαίου των ομολογιών». Οι όροι στα εν λόγω ομολογιακά δάνεια είναι ισχυροί, αν δεν προβλέπονται αντίθετοι όροι στο νόμο. Πολλές φορές ίσως, κάποιοι όροι είναι καταχρηστικοί, αλλά πρέπει κάθε φορά να εξετάζεται το τι ήθελαν τα μέρη με την εν λόγω έκδοση. Ο σκοπός του δανείου θα έχει βαρύνουσα σημασία στην εν λόγω κρίση, αν αναλογισθεί κανείς το γεγονός ότι τα μέρη είναι συνήθως εταιρείες οργανωμένες τέλεια (όπως είναι τα τραπεζικά ιδρύματα) και με δυνατότητες νομικής προστασίας και δεν είναι απλοί καταναλωτές, χωρίς γνώσεις ή εμπειρία.

Σημείο αναφοράς πάντως αποτελεί, κατά την πρακτική των διεθνών ομολογιακών δανείων, η συγκεκριμένη ονομαστική αξία του ομολογιακού δανείου¹¹⁷. Ομολογίες μη παρέχουσες δικαίωμα ψήφου, δεν θα πρέπει να υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας και πλειοψηφίας. Μάλιστα, αν δεν επιτευχθεί το ποσοστό απαρτίας και πλειοψηφίας, θα πρέπει να προβλέπεται στους όρους του δανείου επαναληπτική διαδικασία ψηφοφορίας. Πάντως, εάν στους όρους του εν λόγω ομολογιακού δανείου δεν προβλέπονται τα απαιτούμενα - για τη λήψη απόφασης - ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας, εφαρμόζονται αναλογικώς οι διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 περί γενικών συνελεύσεων, σύμφωνα με το άρθρο 70 § 4 εδ. 3 κ.ν. 2190/1920¹¹⁸.

8. Δημοσιότητα

Τα θέματα τα σχετικά με τη δημοσιότητα των αποφάσεων της συνέλευσης ρυθμίζονται στο άρθρο 5 ν. 3156/2003. Η τήρησή δημοσιότητας έχει ως στόχο την προστασία αφενός (α) των ομολογιούχων δανειστών, αφετέρου (β) των επενδυτών, ενώ επιβάλλονται ειδικότερες υποχρεώσεις δημοσιότητας υπέρ της εκδότριας. Ειδικές ρυθμίσεις ισχύουν για τα

¹¹⁷ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 386.

¹¹⁸ Κατά το άρθρο 70 § 4 εδ. 3 κ.ν. 2190/1920: «για τη σύγκληση αυτής της συνέλευσης, τη συμμετοχή σ' αυτή, την παροχή πληροφοριών, την αναβολή λήψης αποφάσεων, την ψηφοφορία, καθώς και την ακύρωση των αποφάσεών της, εφαρμόζονται αναλόγως οι σχετικές διατάξεις για την γενική συνέλευση των μετόχων».

ομολογιακά δάνεια που διατίθενται στο κοινό και τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο ομολογίες¹¹⁹.

Έτσι, στο άρθρο 5 § 1 ν. 3156/2003 ορίζεται ότι: «οι αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων γνωστοποιούνται στην εκδότρια αμελλητί και με κάθε πρόσφορο τρόπο, με επιμέλεια του εκπροσώπου των ομολογιούχων». Η § 1 αφορά την ενημέρωση της εκδότριας σχετικά με τις αποφάσεις των ομολογιούχων. Οι σχετικές αποφάσεις πρέπει να γνωστοποιούνται αμελλητί σ' αυτήν, με κάθε πρόσφορο μέσο. Μη τήρηση της υποχρέωσης αυτής ενδέχεται να δημιουργήσει ζητήματα ευθύνης του εκπροσώπου των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας, κατά την ΑΚ 914, εφόσον πληρούνται οι όροι της. Έτσι, στο πρόγραμμα ενός ομολογιακού δανείου, ιδιαίτερα αν έχει εκδοθεί σε άυλη μορφή, προβλέπεται συμβατικός όρος στον οποίο περιγράφεται αναλυτικά η διαδικασία με την οποία γνωστοποιούνται οι αποφάσεις της γενικής συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών στην εκδότρια, χωρίς να υπάρχουν κενά ή ασάφειες, προκειμένου να λαμβάνει η εκδότρια εταιρεία γνώση, (α) άμεσα και (β) με τρόπο αντικειμενικώς ασφαλή.

Αν το ομολογιακό δάνειο διατίθεται στο κοινό τότε, σύμφωνα με το άρθρο 5 § 2 ν. 3156/2003, ο διορισμός, η αντικατάσταση και οι δηλώσεις του εκπροσώπου προς τους ομολογιούχους δανειστές υποβάλλονται στη δημοσιότητα του άρθρου 26 § 2 εδ. γ' κ.ν. 2190/1920 (δημοσίευση σε οικονομική εφημερίδα). Η δημοσιότητα αυτή έχει δηλωτικό χαρακτήρα, ενώ δεν εφαρμόζεται η διάταξη του άρθρου 26 § 2 εδ. γ' κ.ν. 2190/1920, αν οι ομολογίες δεν διατίθενται στο κοινό.

Αν οι ομολογίες είναι εισηγμένες στο Χ.Α. τότε σύμφωνα με το άρθρο 5 § 3 ν. 3156/2003, η δημοσίευση πραγματοποιείται οπωσδήποτε στο ημερήσιο δελτίο τιμών του Χ.Α. με δαπάνες της εκδότριας. Ειδικά για τις υποχρεώσεις που υπέχει η εκδότρια εισηγμένων στο Χ.Α. ομολογιών, ισχύουν οι επιβαλλόμενες από το άρθρο 12 ν. 3371/2005 και οι από τα άρθρα 288 επ. του Κανονισμού Χρηματιστηρίου Αθηνών, διατυπώσεις δημοσιότητας¹²⁰. Πάντως, συμβατικά, είναι δυνατόν προστεθούν από την εκδότρια πρόσθετες υποχρεώσεις δημοσιότητας, ενώ δεν γίνεται να μειωθούν, πέραν των αναγκαστικώς προβλεπόμενων στο νόμο, για λόγους (α) ασφάλειας των συναλλαγών και (β) προστασίας των συναλλασσομένων.

¹¹⁹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 411 επ.

¹²⁰ Η από 22.04.2008, [8η Έκδοση](#) του Κανονισμού του ΧΑ (Σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 3152/2003 και την υπ' αριθμ. 4/358/8-11-2005 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς - μετά την 7η Τροποποίηση, σύμφωνα με την από 17-4-2008 απόφαση του ΔΣ του ΧΑ που εγκρίθηκε με την υπ' αριθμ. 1/469/18-4-2008 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς).

9. Ελαττωματικές αποφάσεις

Σύμφωνα με το άρθρο 3 § 5 ν. 3156/2003: «αν δεν προβλέπεται διαφορετικά στο νόμο αυτόν ή στους όρους του δανείου, για τη σύγκληση τη λειτουργία και τη λήψη αποφάσεων της συνέλευσης των ομολογιούχων εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 περί γενικών συνελεύσεων των μετόχων. Τυχόν ακυρότητα της απόφασης της συνέλευσης των ομολογιούχων για οποιονδήποτε λόγο δεν μπορεί να προταθεί μετά πάροδο έξι (6) μηνών από τη λήψη της απόφασης». Έτσι, ελλείπει ειδικής ρύθμισης στο ν. 3156/2003 περί ελαττωματικών αποφάσεων της συνέλευσης των ομολογιούχων, εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 για τις ελαττωματικές αποφάσεις της γενικής συνέλευσης. Κατά συνέπεια εφαρμόζονται οι γενικές ρυθμίσεις του κ.ν. 2190/1920, κατά τις οποίες οι ελαττωματικές αποφάσεις διακρίνονται, ανάλογα με το είδος και τη βαρύτητα του ελαττώματος τους σε: (α) άκυρες, (β) ακυρώσιμες και (γ) ανυπόστατες,¹²¹.

Έτσι, άκυρες είναι οι αποφάσεις, οι οποίες ελήφθησαν κατά παράβαση των όρων του ομολογιακού δανείου ή των αναλόγως εφαρμοζόμενων διατάξεων του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών, όσον αφορά:

(α) τη συγκρότηση της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών,
(β) τις διατάξεις περί απαρτίας και πλειοψηφίας,
(γ) τις διατάξεις με τις οποίες παραβιάζεται η αρχή της ίσης μεταχείρισης των ομολογιούχων. Άκυρες είναι επίσης:

(δ) οι αποφάσεις με τις οποίες αποφασίζεται η μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές, παρά το γεγονός ότι το συγκεκριμένο ομολογιακό δάνειο δεν έχει αποφασισθεί μετατρέψιμο στην έκδοση και

(ε) οι αποφάσεις, οι οποίες ελήφθησαν κατά κατάχρηση δικαιώματος, σύμφωνα με την ΑΚ 281¹²².

Η ακυρότητα των σχετικών αποφάσεων μπορεί να προβληθεί από πρόσωπο, το οποίο έχει έννομο συμφέρον, με έγερση αναγνωριστικής αγωγής εντός ειδικής αποσβεστικής προθεσμίας έξι (6) μηνών¹²³. Η συγκεκριμένη προθεσμία δύναται να διακοπεί ή να ανασταλεί σύμφωνα με τα γενικώς ισχύοντα στο κοινό δίκαιο. Η διάταξη του άρθρου 3 § 5 ν. 3156/2003 είναι ειδική σε σχέση με τις διατάξεις των άρθρων 35α, 35β και 35γ του κ.ν.

¹²¹ Αυτό προκύπτει επίσης από τη διάταξη του άρθρου 70 § 4 κ.ν. 2190/1920, σύμφωνα με την οποία για την ακύρωση των αποφάσεων της συνέλευσης των ομολογιούχων, που συνέρχεται για να εγκρίνει τη συγχώνευση, εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις για τη γενική συνέλευση των μετόχων. Βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 386.

¹²² Αυτό π.χ. θα συμβαίνει, όταν η εν λόγω απόφαση των ομολογιούχων θα έχει ως μοναδικό στόχο να πλήξει τα συμφέροντα της μειοψηφίας της συνέλευσης. Βλ. Β. Τουντόπουλο, όπ. π., σ. 985.

¹²³ Β. Τουντόπουλος, όπ. π., σ. 985 επ., Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 386.

2190/1920¹²⁴ και αποσκοπεί στην αποτροπή αβεβαιοτήτων σχετικά με την ομαλή πορεία και κανονική αποπληρωμή του ομολογιακού δανείου. Η εν λόγω διάταξη αποτελεί αναγκαστικό δίκαιο, με συνέπεια τη μη δυνατότητα συμβατικής σύντμησης ή παράτασης της νόμιμης εξάμηνης (6) αποσβεστικής προθεσμίας.

ΣΤ. Εκπρόσωπος των ομολογιούχων

1. Προηγούμενο νομοθετικό καθεστώς – άρθρο 4 ν. 3156/2003

Ο θεσμός του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών υπήρχε στην ελληνική έννομη τάξη. Προβλεπόταν στο άρθρο 3γ §§ 2, 5, 6, και 8 κ.ν. 2190/1920, όπου, ως εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών, μπορούσε να οριστεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ύστερα από πρόταση της εκδότριας, μόνο ανώνυμη τραπεζική εταιρεία. Μάλιστα, ο εκπρόσωπος δεν εκπροσωπούσε την εκδότρια αλλά μόνο τους ομολογιούχους και μόνο στις περιπτώσεις που σχετίζονταν με τα δικαιώματα των ομολογιούχων από την υποθήκη¹²⁵. Πάντως, οι συμβαλλόμενοι μπορούσαν να ορίσουν, συμβατικά, εκπρόσωπο που να ενεργεί για λογαριασμό τους¹²⁶.

Πλέον, στο άρθρο 4 § 1 ν. 3156/2003 θεσπίζεται ρητώς ο θεσμός του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών. Έτσι: «σε κάθε περίπτωση οργάνωσης των ομολογιούχων σε ομάδα είναι υποχρεωτικός ο ορισμός εκπροσώπου της ομάδας από την εκδότρια εταιρεία με έγγραφη σύμβαση». Ειδικότερα, κατά την § 2 του άρθρου 4 ν. 3156/2003 ως: «εκπρόσωπος των ομολογιούχων ορίζεται μόνο Πιστωτικό ίδρυμα ή Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) των άρθρων 23 και 27 § 2 του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ Α' 73), που επιτρέπεται να παρέχουν στην Ελλάδα την επενδυτική υπηρεσία αναδόχου έκδοσης κινητών αξιών».

Ο θεσμός αυτός είναι αναγκαίος διότι, μόνο με τον εκπρόσωπό τους έχουν οι ομολογιούχοι τη δυνατότητα να προασπίσουν καλύτερα τα κοινά συμφέροντά τους, τα οποία απορρέουν από το ομολογιακό δάνειο. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων, ο οποίος καλείται στην πρακτική πληρεξούσιος καταβολών, έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

(α) παρακολουθεί αν η εκδότρια εταιρεία τηρεί τις συμβατικές της δεσμεύσεις από το πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου

¹²⁴ Το άρθρο 35α του κ.ν. 2190/1920 αντικαταστάθηκε από το άρθρο 44 του ν. 3604/2007 και πλέον προστέθηκαν τα νέα άρθρα 35α, 35β, 35γ, τα οποία διακρίνουν τις ελαττωματικές αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των ΑΕ σε: (α) ακυρώσιμες, (β) άκυρες και (γ) ανυπόστατες αντίστοιχα.

¹²⁵ Λ. Γεωργακόπουλος, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου – Εταιρείες, Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1996, σ. 185. Γ. Σωτηρόπουλος, εις ΔικΑΕ, Άρθρο 3γ, αριθμ. 24.

¹²⁶ ΑΠ 550/1960, με σχόλια Λ. Γεωργακόπουλου, βλ. Ν. Βερβεσό, όπ. π., σ. 392.

(β) διεξάγει διαπραγματεύσεις με την εκδότρια, ιδιαίτερα όσον αφορά τη μεταβολή των συγκεκριμένων όρων του ομολογιακού δανείου

(γ) εκπροσωπεί τους ομολογιούχους έναντι τρίτων και

(δ) προβαίνει στη δικαστική διεκδίκηση οφειλών της εκδότριας έναντι των ομολογιούχων δανειστών.

Πλέον, μέσω του εκπροσώπου, δύναται η εκδότρια να έρχεται σε επαφή και να επικοινωνεί με τους δανειστές της, με συνέπεια να μην χρειάζεται πλέον ατομική διαπραγμάτευση με κάθε ομολογιούχο χωριστά, όπως απαιτείτο πριν την εισαγωγή του άρθρου 4 του ν. 3156/2003.

2. Συγκριτικό δίκαιο

Ο θεσμός του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών εισήχθει στην ελληνική έννομη τάξη, αφοτου δοκιμάστηκε σε άλλες. Τα χαρακτηριστικά του εν λόγω θεσμού διαφέρουν ανάλογα με την εκάστοτε έννομη τάξη. Πιο συγκεκριμένα:

(α) στο αγγλοσαξωνικό δίκαιο, στο οποίο έχει αναπτυχθεί ο θεσμός του “trust”¹²⁷, οι ομολογίες μεταβιβάζονται σε έναν ανεξάρτητο “trustee”, ο οποίος έχει την υποχρέωση να τις διαχειρίζεται, σύμφωνα με το συμφέρον των “beneficiaries”. Ειδικότερα, ο “trustee” (εμπιστευματοδόχος) αναλαμβάνει την υποχρέωση να τηρεί και να διοικεί τις ομολογίες επ’ ονόματί του, προς όφελος και για λογαριασμό των εκάστοτε ομολογιούχων, κατά το ποσοστό συμμετοχής κάθε ομολογιούχου στο ομολογιακό δάνειο, να συγκαλεί τη συνέλευση των ομολογιούχων στις περιπτώσεις που προβλέπονται στους όρους του εκάστοτε ομολογιακού δανείου, καθώς και να λαμβάνει κάθε είδους μέτρο για λογαριασμό των ομολογιούχων, σύμφωνα με τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών¹²⁸.

(β) στο γερμανικό δίκαιο, το οποίο εφαρμόζεται συχνά στα διεθνή ομολογιακά δάνεια, υπάρχουν παραλλαγές του “trustee”, όπως ο “Anleihereunhänder”. Υπάρχει όμως και η δυνατότητα μη ύπαρξης καταπιστευματούχου, του οποίου τα καθήκοντα αναλαμβάνει η πληρώτρια τράπεζα¹²⁹.

(γ) στο ελβετικό δίκαιο υπάρχει ο “Anleiherverteter” (εκπρόσωπος των ομολογιούχων), ο οποίος ορίζεται είτε (γα) από τη συνέλευση των ομολογιούχων, είτε (γβ) συμβατικά στους

¹²⁷ Χρ. Δεληγιάννη-Δημητράκου, Trust και Καταπίστευση - Συγκριτική θεώρηση, 2^η έκδ., Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2002.

¹²⁸ Γ. Λέκκας, όπ. π., σ. 27 επ.

¹²⁹ Μάλιστα, στα διεθνή ομολογιακά δάνεια με εφαρμοστέο το γερμανικό δίκαιο, αποφεύγεται ο διορισμός καταπιστευματούχου, στα ομόλογα του δημοσίου ή νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου. Βλ. Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 393.

όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου. Στη δεύτερη περίπτωση ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων θεωρείται ως αντιπρόσωπος των ομολογιούχων και της εκδότριας.

(δ) στο γαλλικό δίκαιο υπάρχει ο “representant de la masse des obligataires”, ο οποίος είτε (δα) εκλέγεται από τη συνέλευση των ομολογιούχων, είτε (δβ) ορίζεται στη σύμβαση ανάληψης των ομολογιών και κατέχει κάποιες εξουσίες - προνόμια του καταπιστευματούχου.

Κοινό στοιχείο σε όλες αυτές τις έννομες τάξεις αποτελεί η υποχρέωση προάσπισης των συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών έναντι της εκδότριας και των πιστωτών αυτής.

Έτσι, στην ελληνική έννομη τάξη, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 4 ν. 3156/2003: *«ο εκπρόσωπος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους έναντι της εκδότριας και των τρίτων και ενεργεί για την προάσπιση των συμφερόντων των ομολογιούχων σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού, τους όρους του δανείου και τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων».*

3. Ορισμός εκπροσώπου από την εκδότρια

Κατά την κρατούσα άποψη, η σύμβαση που υπογράφεται μεταξύ εκδότριας και εκπροσώπου αποτελεί «σύμβαση υπέρ τρίτου», από την οποία οι ομολογιούχοι αποκτούν δικαιώματα, ως τρίτοι. Στην πράξη, ο ορισμός του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών αποτελεί τμήμα της σύμβασης αναδοχής μεταξύ της εκδότριας εταιρείας και της κοινοπραξίας τραπεζών ή ΑΕΠΕΥ για την έκδοση ομολογιακού δανείου¹³⁰, ο οποίος δεν κατονομάζεται συνήθως στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου ως εκπρόσωπος των ομολογιούχων αλλά ως πληρεξούσιος πληρωμών. Έτσι, ο εκπρόσωπος, με την είσοδό του στη σύμβαση, δεσμεύει όλους τους ομολογιούχους δανειστές. Με την ανάληψη των ομολογιών, έγχαρτων ή άυλων, παρέχουν οι ομολογιούχοι σιωπηρώς έγκριση στην επιλογή της εκδότριας, με συνέπεια ο εκπρόσωπος να εκλέγεται ομόφωνα από τους ομολογιούχους δανειστές. Κατά συνέπεια, οι ομολογιούχοι αποκτούν δικαιώματα κατά του εκπροσώπου: είτε (α) με την απόκτηση ομολογίας από την ανάδοχο της συγκεκριμένης έκδοσης τράπεζα ή ΕΠΕΥ, είτε (β) από τρίτον, στη δευτερογενή αγορά. Στον αντίποδα, στην περίπτωση αντικατάστασης του εκπροσώπου, οι ομολογιούχοι λαμβάνουν την απόφασή τους αυτή με την προβλεπόμενη στους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου απαρτία και πλειοψηφία, αλλιώς σύμφωνα με τις αναλογικώς εφαρμοζόμενες διατάξεις του κ.ν. 2190/1920.

Ο ορισμός του εκπροσώπου από την εκδότρια δεν πρέπει να δημιουργεί την εντύπωση (α) ότι αποτελεί όργανο της τελευταίας ή (β) ότι εκπροσωπεί αυτή, εκτός από τους

¹³⁰ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 394.

ομολογιούχους δανειστές και τα συμφέροντά τους. Το συμπέρασμα αυτό δύναται να συναχθεί από τη διάταξη του άρθρου 4 § 3 ν. 3156/2003, η οποία απαγορεύει τον ορισμό συγκεκριμένων νομικών προσώπων, συνδεόμενων με τους εκεί αναφερόμενους τρόπους με την εκδότρια, προς αποφυγή συγκρούσεως συμφερόντων. Επιπλέον επιχείρημα παρέχει και η διάταξη του άρθρου 5 § 1 ν. 3156/2003 σύμφωνα με την οποία ο εκπρόσωπος δεν υπέχει έναντι αυτής καμίας υποχρέωσης, πέραν της γνωστοποίησης σ' αυτήν αμελλητί, με κάθε πρόσφορο μέσο, των αποφάσεων της συνέλευσης των ομολογιούχων. Άλλωστε κατά το άρθρο 4 § 4 ν. 3156/2003: *«ο εκπρόσωπος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους έναντι της εκδότριας και των τρίτων και ενεργεί για την προάσπιση των συμφερόντων των ομολογιούχων σύμφωνα με (α) τις διατάξεις του νόμου αυτού, (β) τους όρους του δανείου και (γ) τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων».*

4. Δικαιούμενα πρόσωπα

Εκπρόσωπος των ομολογιούχων δεν μπορεί να είναι οποιοδήποτε πρόσωπο, φυσικό ή νομικό. Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 2 ν. 3156/2003: *«εκπρόσωπος των ομολογιούχων ορίζεται μόνο (α) Πιστωτικό Ίδρυμα ή (β) Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) των άρθρων 23 και 27 § 2 ν. 2396/1996 (ΦΕΚ Α' 73), που επιτρέπεται να παρέχουν στην Ελλάδα την επενδυτική υπηρεσία αναδόχου έκδοσης κινητών αξιών».* Λόγος για τη νομοθετική αυτή επιλογή είναι η αυξημένη πίστη και προστασία των συναλλαγών.

Τη θεωρία έχει απασχολήσει το ερώτημα¹³¹, αν ο ορισμός ως εκπροσώπου τράπεζας ή ΕΠΕΥ καταλαμβάνει (α) τόσο την υποχρεωτική οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα, όσο και την προαιρετική, ή (β) εάν στη δεύτερη περίπτωση υπάρχει η δυνατότητα καθορισμού από την ομάδα προσώπου διάφορου από τα προβλεπόμενα στο νόμο (π.χ. κάποιο πρόσωπο από την ομάδα των ομολογιούχων δανειστών ή και τρίτο). Σύμφωνα με το γράμμα του νόμου (γραμματική ερμηνεία) η πρώτη άποψη φαίνεται να υπερισχύει. Όμως θα μπορούσε να υποστηριχθεί και η άποψη ότι το άρθρο 4 § 2 αφορά μόνο την υποχρεωτική οργάνωση των ομολογιούχων και όχι την προαιρετική. Αυτό προκύπτει ερμηνευτικά από την απόφασή τους να οργανωθούν σε ομάδα, παρόλο που κάτι τέτοιο δεν επιβάλλεται από το νόμο. Έτσι, συνεπές προς την απόφασή τους αυτή είναι να έχουν τη δυνατότητα οι ομολογιούχοι να ορίσουν πρόσωπο της δικής τους εκλογής, ως εκπρόσωπό τους, και όχι μόνο κάποιο από τα οριζόμενα στο νόμο, ήτοι τράπεζα ή Ε.Π.Ε.Υ.

¹³¹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 395.

Άλλωστε, αυτό προκύπτει και από την Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρα 3 και 4, η οποία συνδέει τον περιορισμό στην επιλογή των προσώπων με την αναγκαιότητα αυξημένης πίστης που πρέπει να έχει ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών, εξαιτίας της επιλογής του από την εκδότρια. Στην περίπτωση της προαιρετικής οργάνωσης των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα, η αναγκαιότητα αυτή δεν υπάρχει, εκλείπει, λόγω της εκλογής του εν λόγω εκπροσώπου από τους ίδιους τους ομολογιούχους δανειστές. Κατά συνέπεια, δεν υφίσταται στη συγκεκριμένη περίπτωση ο δικαιοπολιτικός περιορισμός του ν. 3156/2003 στα εν λόγω πρόσωπα του άρθρου 4 § 2.

5. Σύγκρουση συμφερόντων

Σημαντική είναι η διασφάλιση της ανεξαρτησίας του εκπροσώπου των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας. Έτσι, ο νομοθέτης καταρχήν περιόρισε τα πρόσωπα που δύναται να οριστούν ως εκπρόσωποι μόνο (α) στα πιστωτικά ιδρύματα και (β) στις ΕΠΕΥ (βλ. ανωτέρω § 4). Περαιτέρω, θέσπισε ειδικούς απαγορευτικούς κανόνες προκειμένου να αποφύγει τη σύγκρουση συμφερόντων στο πρόσωπο του εκπροσώπου. Η σύγκρουση αυτή είναι ιδιαίτερα έντονη όταν η εκδότρια έχει οικονομικά προβλήματα, οπότε τα συμφέροντα της αντιτίθενται πλήρως των συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών¹³².

Έτσι, ο Έλληνας νομοθέτης στο άρθρο 4 § 3 ν. 3156/2003 ορίζει ότι: *«απαγορεύεται ο ορισμός ως εκπροσώπου των ομολογιούχων:*

(α) της εκδότριας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης κατά την έννοια του άρθρου 42ε' του κ.ν. 2190/1920,

(β) εταιρείας που έχει παράσχει οποιουδήποτε είδους εμπράγματα ή προσωπική ασφάλεια για την εξασφάλιση υποχρεώσεων που απορρέουν από το ομολογιακό δάνειο,

(γ) εταιρείας η οποία έχει εκδώσει μετοχές, ομολογίες ή άλλες κινητές αξίες που είναι ανταλλάξιμες στο πλαίσιο του ομολογιακού δανείου.

Η απαγόρευση αυτή δεν ισχύει εάν το άρθροισμα της αξίας των μετοχών, ομολογιών και κινητών αξιών που έχει εκδώσει η εταιρεία που πρόκειται να ορισθεί ως εκπρόσωπος των ομολογιούχων, δεν υπερβαίνει ποσοστό πέντε τοις εκατό (5%) της συνολικής αξίας των μετοχών, ομολογιών και άλλων κινητών αξιών που προσφέρονται στο πλαίσιο της ανταλλαγής. Για τον υπολογισμό του ανωτέρω ποσοστού, λαμβάνεται υπόψη η αξία κατά το χρόνο ορισμού του εκπροσώπου και η αποτίμηση πραγματοποιείται σύμφωνα με τις διατάξεις της § 2 του άρθρου 32 του ν. 1969/1991 (ΦΕΚ Α' 167)».

¹³² Βλ. για το αγγλοσαξωνικό δίκαιο και McDaniel M, Bondholders and Corporate Governance, The Business Lawyer 41 (2), σ. 413-460 (1986).

Κατά τη θεωρία¹³³, η παραπάνω ρύθμιση δεν είναι επαρκής, μιας και η προβληματική της σύγκρουσης συμφερόντων αντιμετωπίζεται αποσπασματικά. Ειδικότερα, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις όπου η σύγκρουση συμφερόντων είναι προφανής, σε ό,τι αφορά τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Ιδίως, όταν ο εκπρόσωπος είναι (α) οικονομικός σύμβουλος ή (β) έχει παράσχει ταυτόχρονα πιστώσεις στην εκδότρια. Εδώ, υπάρχει ο κίνδυνος η εκπρόσωπος των ομολογιούχων - πιστώτρια τράπεζα να παραλείπει εσκεμμένα να ενημερώνει τους ομολογιούχους, σε ό,τι αφορά την πραγματική οικονομική κατάσταση της εκδότριας, προκειμένου αυτή να επιτύχει την επιστροφή των πιστώσεών της, με βλαπτικές βέβαια συνέπειες για τα συγkéκριμένα συμφέροντα των εν λόγω ομολογιούχων δανειστών. Επίσης (γ) συχνά στα διεθνή ομολογιακά δάνεια παρατηρείται το φαινόμενο, ως επρόσωπος των ομολογιούχων να ορίζεται η τράπεζα, η οποία είχε αναλάβει ως ανάδοχος τη διάθεση των ομολογιών. Εδώ, η τράπεζα - εκπρόσωπος των ομολογιούχων, παρά το γεγονός ότι εκ του νόμου υποχρεούται να προασπίζει τα συμφέροντα των ομολογιούχων, συνδέεται συμβατικά με την εκδότρια, με ταυτόχρονη υποχρέωση εκπλήρωσης των αναληφθησών - από τη σύμβαση αναδοχής - υποχρεώσεων, οι οποίες δεν λήγουν με την περάτωση της διάθεσης των ομολογιών (διαρκής ενοχή). Δεν πρέπει, ακόμη, να παραγνωρίζεται (δ) το γεγονός ότι η ίδια τράπεζα έχει, περαιτέρω, δικαιολογημένο εμπορικό συμφέρον μελλοντικής ανάληψης ενδεχόμενων εκδόσεων της οφειλέτιδας εταιρείας. Επίσης (ε) δεν αποκλείεται η ίδια τράπεζα να έχει ίδιο συμφέρον εις βάρος των υπολοίπων ομολογιούχων, π.χ. όταν κατέχει ομολογίες της εκδότριας εταιρείας, είτε ως ιδιοκτήτρια, είτε ως διαχειρίστρια χαρτοφυλακίου.

6. Νομική φύση της θέσης του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών

Δυο (2) θεωρίες έχουν διατυπωθεί σχετικά, σε ό,τι αφορά τη νομική φύση της σχέσης μεταξύ του εκπροσώπου των ομολογιούχων και της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών. (α) Η θεωρία της καταπίστευσης (Treuhandsstheorie) και (β) η θεωρία της αντιπροσώπευσης (Vertretertheorie). Ειδικότερα:

(α) κατά τη θεωρία της καταπίστευσης, ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών επέχει θέση καταπιστευματούχου, στον οποίο έχουν μεταβιβασθεί τα δικαιώματα των ομολογιούχων, ενώ οι ομολογιούχοι έχουν ενοχικές αξιώσεις απέναντί του¹³⁴.

(β) κατά τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, ο εκπρόσωπος είναι αντιπρόσωπος των ομολογιούχων και ενεργεί έναντι αυτών¹³⁵.

¹³³ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 397 επ.

¹³⁴ Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 875.

Κατά την Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, Παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρο 4: «...ο εκπρόσωπος είναι εντολοδόχος και πληρεξούσιος των ομολογιούχων...». Ο νομοθέτης με το ν. 3156/2003 ακολουθεί τη θεωρία της αντιπροσώπευσης. Κατά συνέπεια, ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών δεν ασκεί δικά του δικαιώματα αλλά ενεργεί ως εκ του νόμου αντιπρόσωπος των ομολογιούχων, τα αποτελέσματα της δράσης του οποίου επέρχονται στο πρόσωπο τους. Η ελληνική έννομη τάξη είναι, εν μέρει, ασύμβατη με το θεσμό του “Trust”, με άμεση συνέπεια να μην μπορεί να βρει πρόσφορο έδαφος εφαρμογής η θεωρία της καταπίστευσης. Η αξίωση από τις ομολογίες παραμένει στους ομολογιούχους και δεν εκχωρείται στον εκπρόσωπο, ο οποίος και ενεργεί ως πληρεξούσιος αυτών και για λογαριασμό τους (άρθρο 4 §§ 6 και 7 ν. 3156/2003). Άλλωστε, κατά το άρθρο 12 § 2 εδ. 2 ν. 3156/2003: «οι κάθε μορφής εμπράγματα ασφάλειες παραχωρούνται στο όνομα του εκπροσώπου των ομολογιούχων και για λογαριασμό των ομολογιούχων, με σύμβαση μεταξύ του παρέχοντος την ασφάλεια και του εκπροσώπου» (πρόκειται κατ' ουσίαν για έμμεση αντιπροσώπευση)¹³⁶. Αυτό είναι προφανές όσον αφορά τις προσωπικές ασφάλειες, οι οποίες εξαιτίας του παρεπόμενου χαρακτήρα τους δύνανται να χορηγηθούν μόνο υπέρ των ομολογιούχων.

Πρέπει όμως να τονισθεί ότι οι εξουσίες του εκπροσώπου των ομολογιούχων εξέρχονται εκείνων του αντιπροσώπου των άρθρων ΑΚ 211 επ., διότι οι ομολογιούχοι δεν δύνανται να προβούν ατομικά στην άσκηση δικαιωμάτων τα οποία έχουν ανατεθεί στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, εφόσον δεν προβλέπεται κάτι διαφορετικό στους όρους του ομολογιακού δανείου. Άλλωστε κατά το άρθρο 1 § 7 ν. 3156/2003: «από τη λήξη του ομολογιακού δανείου ο ομολογιούχος ασκεί τα δικαιώματά του ατομικώς, εκτός εάν προβλέπουν διαφορετικά οι όροι του δανείου». Επίσης, κατά το άρθρο 4 § 11 ν. 3156/2003: «πράξεις του εκπροσώπου των ομολογιούχων, ακόμη και αν είναι καθ' υπέρβαση της εξουσίας του, δεσμεύουν τους ομολογιούχους και τους ειδικούς και καθολικούς διαδόχους τους έναντι της εκδότριας και των τρίτων, εκτός εάν η εκδότρια ή ο τρίτος γνώριζαν την υπέρβαση της εξουσίας».

Εσωτερική σχέση: Σε ό,τι αφορά την εσωτερική (βασική) σχέση μεταξύ εκπροσώπου και ομολογιούχων δανειστών κρατεί η άποψη ότι είναι σύμβαση εντολής (ΑΚ 713 επ.). Υπέρ της άποψης αυτής συνηγορεί το γεγονός ότι η υποχρέωση καταβολής της αμοιβής του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών βαρύνει την εκδότρια και όχι τους

¹³⁵ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 398.

¹³⁶ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 399. Κατά τον Λ. Γεωργακόπουλο, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου - Αξιόγραφα, σ. 190, γίνεται δεκτό, όσον αφορά την περίπτωση του εκπροσώπου του καταργηθέντος άρθρου 3γ κ.ν. 2190/1920, ότι πρόκειται περί εντολής, όχι όμως γνήσιας αλλά συνοδευόμενης από εμπίστευμα (trust). Το ίδιο υποστηρίζει και ο Γ. Σωτηρόπουλος, όπ. π., αριθμ. 24.

ομολογιούχους. Επίσης, όπως προαναφέρθηκε, ο εκπρόσωπος είναι εντολοδόχος και πληρεξούσιος των ομολογιούχων, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά: (α) στους όρους του δανείου, (β) στις διατάξεις του νόμου ή (γ) της παρεχόμενης από αυτόν υπηρεσίας.

Άλλη γνώμη υποστηρίζει ότι η έννομη σχέση που συνδέει τον εκπρόσωπο με τους ομολογιούχους είναι σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών (ΑΚ 648 επ.)¹³⁷. Υπέρ της άποψης αυτής συνηγορεί το γεγονός ότι η καταβολή της αμοιβής από την εκδότρια είναι δικαιολογημένη, διότι ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων διορίζεται από την εκδότρια, με πρωτοβουλία αυτής και προς διευκόλυνσή της. Επίσης το γεγονός ότι η καταβολή της αμοιβής από τους ομολογιούχους δανειστές θα αντέκειτο στην αρχή της μη επιβολής πρόσθετων υποχρεώσεων στους ομολογιούχους.

7. Ευθύνη του εκπροσώπου

Ζήτημα ευθύνης του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών τίθεται στις περιπτώσεις όπου: (α) οι απαιτήσεις των ομολογιούχων δεν ικανοποιούνται ή (β) ικανοποιούνται μερικώς και (γ) ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δεν έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, όπως απαιτείτο. Αυτό συμβαίνει όταν π.χ. ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δεν ενημέρωσε ή δεν παρείχε τις απαιτούμενες πληροφορίες στους ομολογιούχους δανειστές, όσον αφορά τη μη εκπλήρωση των συμβατικών υποχρεώσεων της εκδότριας εταιρείας.

Στο άρθρο 4 § 9 εδ. 1 ν. 3156/2003, καθορίζεται το μέτρο ευθύνης του εκπροσώπου, σύμφωνα με το οποίο: *«ο εκπρόσωπος ευθύνεται εναντι των ομολογιούχων κατά τους όρους του ομολογιακού δανείου για κάθε πταίσμα»*. Πρέπει να γίνει δεκτό ότι ο εκπρόσωπος ευθύνεται και για ελαφρά αμέλεια, για λόγους προστασίας των ομολογιούχων δανειστών. Μάλιστα κατά το άρθρο 4 § 14 η ευθύνη του αυτή ισχύει μέχρι την αντικατάστασή του με άλλον¹³⁸.

Πρέπει να σημειωθεί ότι, κατά το νόμο, εφόσον ο εκπρόσωπος διορίστηκε άκυρα και αποδέχθηκε το διορισμό του, παρόλο που είχε γνώση της ακυρότητας, καθώς και αυτός που

¹³⁷ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 400.

¹³⁸ Κατά το άρθρο 4 § 14 ν. 3156/2003: *«ο νέος εκπρόσωπος των ομολογιούχων, συγχρόνως με την ανάληψη των καθηκόντων του, με δήλωσή του που κοινοποιείται στην εκδότρια, προσχωρεί στη σύμβαση της § 1 του άρθρου αυτού και εφεξής αντικαθιστά τον προηγούμενο εκπρόσωπο. Ο αντικατασταθείς εκπρόσωπος υποχρεούται αμελλητί να αποδώσει στον αντικαταστάτη τα κατατεθειμένα για λογαριασμό των ομολογιούχων κεφάλαια και τις κατατεθεισες κινητές αξίες και να του παραδώσει όλα τα έγγραφα και βιβλία που αφορούν το ομολογιακό δάνειο. Ως προς τις συναλλαγές που αφορούν το ομολογιακό δάνειο, δεν ισχύουν έναντι του αντικαταστάτη οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων που αντικαταστάθηκε ευθύνεται έναντι της εκδότριας και των ομολογιούχων για πράξεις ή παραλείψεις του μέχρι την αντικατάστασή του από το νέο εκπρόσωπο»*.

υπαίτια παρέλειψε να αντικατασταθεί παρά την ύπαρξη κάποιου κωλύματος, ευθύνεται κατά τις διατάξεις περί διοίκησης αλλοτρίων (ΑΚ 730 επ.). Δεν αποκλείεται η ευθύνη του εκπροσώπου σύμφωνα με τις διατάξεις περί αδικοπραξίας, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις της ΑΚ 914^{139, 140}.

Ρήτρες περιοριστικές της ευθύνης: Η εγκυρότητα στη σύμβαση – πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου τέτοιων ρητρών περιορισμού της ευθύνης του εκπροσώπου μόνο για δόλο και βαριά αμέλεια, πρέπει να αξιολογηθεί με βάση: (α) το ν. 2251/1994 περί προστασίας του καταναλωτή και (β) την ΑΚ 332. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 2 § 6 εδ. α' και § 8 και 2 § 7 ιγ', συνάγεται ότι η απαλλακτική ρήτρα της ευθύνης του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών για ελαφρά αμέλεια είναι άκυρη ως καταχρηστική. Κατά την ΑΚ 332, είναι απόλυτα άκυρες οι ρήτρες αποκλεισμού ή περιορισμού της ευθύνης για δόλο ή βαριά αμέλεια. Όρια στη σύναψη τέτοιων ρητρών θέτει η ΑΚ 332 § 2, κατά την οποία είναι άκυρη η απαλλακτική ρήτρα, που περιλαμβάνεται σε συμβατικό όρο, ο οποίος δεν αποτέλεσε αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης, αφού οι όροι του ομολογιακού δανείου είναι προδιατυπωμένοι, χωρίς, κατά κανόνα, δυνατότητα προηγούμενου επηρεασμού τους από τους ομολογιούχους δανειστές. Κατά συνέπεια, εφόσον πρόκειται για προδιατυπωμένους όρους, τυχόν απαλλαγή του εκπροσώπου για ελαφρά αμέλεια αντίκειται στην ΑΚ 332 § 2¹⁴¹.

8. Αρμοδιότητες του εκπροσώπου

Κατά το άρθρο 4 § 4 ν. 3156/2003: «ο εκπρόσωπος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους έναντι της εκδότριας και των τρίτων και ενεργεί για την προάσπιση των συμφερόντων των ομολογιούχων σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού, τους όρους του δανείου και τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων». Έτσι, οι αρμοδιότητες του εκπροσώπου καθορίζονται: (α) στο ν. 3156/2003, (β) στους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου και (γ) στις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων. Με τη σύμβαση - πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου δύναται να ανατίθενται περισσότερες αρμοδιότητες από τις νόμιμες, στο μέτρο που οι αρμοδιότητες αυτές δεν ανήκουν, σύμφωνα με το νόμο, στις αποκλειστικές αρμοδιότητες της συνέλευσης των ομολογιούχων. Είναι δυνατή η μεταβίβαση με απόφαση της συνέλευσης περισσότερων αρμοδιοτήτων από αυτές που προβλέπονται στο νόμο και στους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου, μόνο

¹³⁹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 401.

¹⁴⁰ Κατά το άρθρο 4 § 9 εδ. β' ν. 3156/2003: «ο εκπρόσωπος που διορίστηκε ακύρως και αποδέχθηκε το διορισμό του ενώ γνώριζε την ακυρότητα, καθώς και αυτός που υπαιτίως παρέλειψε να αντικατασταθεί, ευθύνεται σύμφωνα με τις διατάξεις της διοίκησης αλλοτρίων, χωρίς να αποκλείεται περαιτέρω ευθύνη από αδικοπραξία».

¹⁴¹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 401.

με τη σύμφωνη γνώμη της εκδότριας. Οι μεταβιβασθείσες στον εκπρόσωπο αρμοδιότητες πρέπει να εξειδικεύονται λεπτομερώς, πράγμα πολύ σύνηθες στην πρακτική σύνταξης των προγραμμάτων των ομολογιακών δανείων. Δεν είναι επιτρεπτές γενικές εξουσιοδοτήσεις του εκπροσώπου προς μεταβολή των όρων του ομολογιακού δανείου μαζί με την εκδότρια¹⁴².

Η απαρίθμηση των αρμοδιοτήτων του εκπροσώπου των ομολογιούχων είναι ενδεικτική. Ειδικότερα, οι κύριες αρμοδιότητες του εκπροσώπου συνίστανται:

(α) στη σύγκληση της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών (άρθρο 3 § 4 ν. 3156/2003),

(β) στην εφαρμογή των αποφάσεων αυτής (άρθρο 4 § 4 ν. 3156/2003¹⁴³) και

(γ) στην εκπροσώπηση των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας και των τρίτων (άρθρο 4 § 6 ν. 3156/2003), χωρίς να αποκλείονται άλλες, ειδικότερες, ανάλογα με τη φύση και το σκοπό που εξυπηρετεί η έκδοση του εκάστοτε ομολογιακού δανείου.

9. Δικαστική και εξώδικη εκπροσώπηση

Οι προβλεπόμενες στο νόμο αρμοδιότητες αφορούν κυρίως τη δικαστική και εξώδικη εκπροσώπηση των ομολογιούχων δανειστών¹⁴⁴. Ειδικότερα, σε ό, τι αφορά τη δικαστική εκπροσώπηση τους, ο εκπρόσωπος ενεργεί ως (α) μη δικαιούχος και (β) μη υπόχρεος διάδικός. Κατ' αποτέλεσμα, οι ομολογιούχοι δανειστές δεν μπορούν να ασκήσουν πλαγιαστική αγωγή¹⁴⁵ και δεσμεύονται από το δεδικασμένο των αποφάσεων των δικών του εκπροσώπου. Με τον τρόπο αυτό πραγματώνεται η νομοθετική επιλογή να αφαιρεθεί από

¹⁴² Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 402.

¹⁴³ Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 4 ν. 3156/2003, κατά το οποίο: «Ο εκπρόσωπος...ενεργεί για την προάσπιση των συμφερόντων των ομολογιούχων σύμφωνα με...τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων».

¹⁴⁴ Η ρύθμιση του άρθρου 4 § 6 ν. 3156/2003, έχει δημιουργήσει έντονη θεωρητική συζήτηση σχετικά με τη συνταγματικότητα της, καθώς από τη σύσταση και απόκτηση των ομολογιών, οι ομολογιούχοι στερούνται τη δυνατότητα δικαστικής και εξώδικης επιδίωξης των δικαιωμάτων τους στο όνομα τους, η οποία πλέον ανήκει στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων μέχρι τη λήξη του δανείου. Έτσι, κατά τη διάρκεια της ομολογίας ο διαχειριστής του συστήματος άϋλων τίτλων (ΣΑΤ) συναλλάσσεται μόνο με τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, αναφορικά με το σύνολο του ομολογιακού δανείου, αγνοώντας τα ονόματα των δανειστών (εξώδικη στερητική κοινή αντιπροσώπευση), ενώ αποστερούνται και της εξουσίας ατομικής δικαστικής επιδίωξης των δικαιωμάτων τους καθώς για την άσκηση των σχετικών ένδικων βοηθημάτων ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δεν χρειάζεται ειδική εξουσιοδότηση, ενώ οποιαδήποτε απόφαση που θα απαγόρευε στον κοινό εκπρόσωπο την άσκηση του ένδικου βοηθήματος θα λαμβάνονταν και πάλι με την κοινή πλειοψηφία της συνέλευσης. Αντιστάθμισμα στις αυξημένες αυτές αρμοδιότητες του κοινού εκπροσώπου μπορεί να θεωρηθεί α) η άσκηση πλαγιαστικής αγωγής του ομολογιούχου δανειστή κατά της εκδότριας εταιρείας, ως οφειλέτιδας του οφειλέτη του, β) η δυνατότητα άσκησης αυτοτελούς πρόσθετης παρέμβασης σε ανοιγείσα δίκη μεταξύ του εκπροσώπου και της εκδότριας εταιρείας και γ) η μη δέσμευση από τυχόν δυσμενές δεδικασμένο μετά την μεταβίβαση των ομολογιών τους. Βλ. Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 869.

¹⁴⁵ Το ίδιο γίνεται δεκτό και στην περίπτωση του συνδίκου πτωχεύσεως. Αντίθετος ο Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 874 επ.

τον αληθή φορέα της έννομης σχέσης η νομιμοποιητική εξουσία και να παραχωρηθεί στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων (άρθρα 1 § 7 και 4 § 6 ν. 3156/2003)¹⁴⁶.

Στην περίπτωση όμως που προβλέπεται στους όρους του δανείου ότι οι ομολογιούχοι νομιμοποιούνται παράλληλα στην άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις ομολογίες που έχουν εκδοθεί, είτε σε έγχαρτη, είτε σε άυλη μορφή, τότε απαλλάσσονται από την υποκειμενική εμβέλεια του δεδικασμένου της τελεσίδικης δικαστικής απόφασης που θα εκδοθεί, αφού το αντίθετο θα έθιγε τη δυνατότητα αυτοτελούς εκ μέρους τους διεξαγωγής της σχετικής δίκης (μη γνήσια περίπτωση μη δικαιούχου και μη υπόχρεου διαδίκου)¹⁴⁷. Πάντως, για λόγους προστασίας των ομολογιούχων δανειστών, πρέπει να γίνει δεκτό, ότι εφόσον το αποτέλεσμα της σχετικής δίκης του εκπροσώπου είναι θετικό για τους ομολογιούχους δανειστές, τότε το δεδικασμένο εκτείνεται και απέναντί τους¹⁴⁸. Άλλωστε, θα ήταν ανεπιεικές για τους ομολογιούχους στην περίπτωση ευνοϊκού δεδικασμένου να δύναται να προταθεί από την εκδότρια στη δίκη περί την εκτέλεση (βλ. άρθρο 919 § 1 ΚΠολΔ), ότι το δεδικασμένο αφορά μόνο τη δίκη μεταξύ (α) της εκδότριας και (β) του εκπροσώπου των ομολογιούχων, ο οποίος και μόνο δύναται να επισπεύσει την αναγκαστική εκτέλεση κατά της εκδότριας, και δεν επεκτείνεται και στους ομολογιούχους δανειστές, οι οποίοι, σε περίπτωση απροθυμίας του εκπροσώπου, θα έπρεπε να ασκήσουν εκ νέου αγωγές. Πάντως, η άποψη αυτή είναι ευνοϊκή και για τα συμφέροντα της εκδότριας, διότι έτσι αποφεύγεται η δικαστική διαμάχη με κάθε ομολογιούχο χωριστά. Επίσης, ο ομολογιούχος δύναται να ασκήσει αυτοτελή πρόσθετη παρέμβαση σε δίκη που διεξάγει ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων¹⁴⁹.

Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 6 β' ν. 3156/2003: «ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων ασκεί, στο όνομά του, με μνεία της ιδιότητάς του και ότι ενεργεί για λογαριασμό της ομάδας των ομολογιούχων, χωρίς να απαιτείται ειδική εξουσιοδότηση από τη συνέλευση των ομολογιούχων, εκτός αν τέτοια ειδική εξουσιοδότηση απαιτείται κατά τους όρους του ομολογιακού δανείου ή της σύμβασης ορισμού του εκπροσώπου, τα κάθε είδους ένδικα μέσα και βοηθήματα, τακτικά και έκτακτα, με τα οποία σκοπείται η παροχή οριστικής ή προσωρινής ένδικης προστασίας, τις κάθε είδους διαδικαστικές πράξεις και ενέργειες κατά τη διαδικασία της αναγκαστικής εκτέλεσης περιλαμβανομένης και της κατάσχεσης, της αναγγελίας και επαλήθευσης των απαιτήσεων των ομολογιούχων σε πλειστηριασμούς, πτωχεύσεις, ειδικές ή διαδικαστικές εκκαθαρίσεις και τις δίκες που αφορούν την εκτέλεση ή την πτώχευση και κάθε

¹⁴⁶ Αντίθετος ο Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 874 επ.

¹⁴⁷ Στ. Κουσούλης, εις: Κεραμέα/Κονδύλη/Νίκα, Ερμηνεία ΚΠολΔ, Άρθρον 325, τόμ. Ι, Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2000, αριθμ. 4.

¹⁴⁸ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 404.

¹⁴⁹ Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 875.

άλλη διαδικασία αναγκαστικής ή συλλογικής εκτέλεσης». Για τις συγκεκριμένες ενέργειες ο εκπρόσωπος δεν χρειάζεται ειδική εξουσιοδότηση από τη συνέλευση των ομολογιούχων, εκτός αν τέτοια εξουσιοδότηση απαιτείται κατά τους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου.

Αντίθετα, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 6 γ' ν. 3156/2003: «για την παραίτηση από ένδικο βοήθημα ή ένδικο μέσο, την υποβολή αίτησης πτώχευσης ή θέσης υπό την ειδική εκκαθάριση των άρθρων 46 επ. του ν. 1892/1990 (ΦΕΚ Α' 101) κατά της εκδότριας ή κατ' άλλου υπόχρεου, σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου, καθώς και για το συμβιβασμό, την κατάρτιση συμβάσεως του άρθρου 44 του ν. 1892/1990 με την εκδότρια ή άλλο υπόχρεο σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου ή την παροχή ψήφου σε πτωχευτικό συμβιβασμό των ανωτέρω, απαιτείται απόφαση της γενικής συνέλευσης των ομολογιούχων». Όλες αυτές οι ενέργειες έχουν καθοριστική σημασία στην νομική κατάσταση της εκδότριας, στο ύψος της απαίτησης των ομολογιούχων ή στις υπέρ αυτών εμπράγματα εξασφαλίσεις.

Όσον αφορά την εξώδικη εκπροσώπηση των ομολογιούχων δανειστών, στις αρμοδιότητες του εκπροσώπου των ομολογιούχων ανήκει ο διακανονισμός των διατυπώσεων ενώπιον κάθε τρίτου όσον αφορά τις ομολογίες που θα εκδοθούν¹⁵⁰. Έτσι κατά το άρθρο 4 § 6 α' ν. 3156/2003: «όπου κατά τις κείμενες διατάξεις απαιτείται η εγγραφή του ονόματος του ομολογιούχου, εγγράφεται η επωνυμία του εκπροσώπου των ομολογιούχων και ο ακριβής προσδιορισμός του ομολογιακού δανείου, με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 58 του ν. 2533/1997, όπως ισχύει, και του Κανονισμού Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (ΚΑΑ), όπως εκάστοτε ισχύει».

Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων είναι επίσης υπεύθυνος για την είσπραξη των κεφαλαίων, των προοριζόμενων για την εξόφληση των υποχρεώσεων από ομολογιακά δάνεια. Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 7 ν. 3156/2003: «ο εκπρόσωπος καταθέτει, αμέσως μετά την είσπραξή τους, τα κεφάλαια που προορίζονται για την εξόφληση υποχρεώσεων από τα ομολογιακά δάνεια, (α) εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, υποχρεωτικά σε χωριστή έντοκη κατάθεση που τηρείται σε αυτόν. (β) Αν είναι ΕΠΕΥ, η κατάθεση γίνεται σε οποιοδήποτε Πιστωτικό Ίδρυμα που λειτουργεί στην Ελλάδα. Στην κατάθεση γίνεται ειδική μνεία ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία διακριτή από την περιουσία του εκπροσώπου των ομολογιούχων και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο κατατίθεται. Τα κεφάλαια και οι τόκοι αποδίδονται στους ομολογιούχους κατά το λόγο των απαιτήσεων καθενός από αυτούς, όπως ορίζεται στο ομολογιακό δάνειο. Εμπράγματα ασφάλεια που παρέχεται για λογαριασμό των ομολογιούχων

¹⁵⁰ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 404.

και τα χρηματικά κεφάλαια, που εισπράττει ο εκπρόσωπος για λογαριασμό τους ή κινητές αξίες που κατατίθενται σε αυτόν, δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από τον ίδιο τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων ή τους δανειστές του, ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του».

Ως είσπραξη, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 7 ν. 3156/2003, δεν νοείται μόνο η οριστική αλλά και η προσωρινή, όπως π.χ. στην αναγκαστική εκτέλεση, εάν η είσπραξη λάβει χώρα έναντι προσκομίσεως από τον εκπρόσωπο εγγυητικής επιστολής, πριν ο πίνακας κατατάξεως καταστεί τελεσίδικος. Σε κάθε περίπτωση, ο εκπρόσωπος δεν υποχρεούται να εισπράξει έναντι εγγυητικής επιστολής, εκτός εάν έχει αναλάβει σχετική υποχρέωση. Τότε, τα έξοδα και οι αμοιβές για την έκδοση εγγυητικής επιστολής ικανοποιούνται προνομιακά κατά το άρθρο 4 § 16 ν. 3156/2003¹⁵¹, ¹⁵². Πάντως, σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρο 4, δεδομένου ότι δεν υπάρχει ρητή πρόβλεψη στο νόμο, η απόδοση των κεφαλαίων και των τόκων στους ομολογιούχους δανειστές δύναται να λάβει χώρα, ακόμη και πριν καταστεί οριστική η είσπραξη, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, υπό την προϋπόθεση ότι συμφωνεί προς τούτο ο εκπρόσωπος.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 4 § 8 ν. 3156/2003: «ο εκπρόσωπος εκδίδει τις πάσης φύσεως βεβαιώσεις και πιστοποιητικά, που αφορούν δικαιώματα και υποχρεώσεις από την έκδοση των τίτλων ομολογιών, με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 58 του ν. 2533/1997 (ΦΕΚ Α' 228), όπως ισχύει, του άρθρου 51 του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ Α' 73), όπως ισχύει, και του Κανονισμού Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (ΚΑΑ), όπως εκάστοτε ισχύει, που αφορούν τις βεβαιώσεις που εκδίδονται από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Σε περίπτωση καταγγελίας του ομολογιακού δανείου ή αν οπωσδήποτε προκύψουν ληξιπρόθεσμες και απαιτητές υποχρεώσεις της εκδότριας από την έκδοση των άϋλων τίτλων, οι σχετικές βεβαιώσεις παρέχουν πλήρη απόδειξη κατά της εκδότριας και μπορούν να προσκομισθούν σε κάθε αρμόδιο δικαστήριο ή αρχή κατά την παροχή δικαστικής προστασίας υπέρ των ομολογιούχων».

Κατά το άρθρο 4 § 5 ν. 3156/2003: «ο εκπρόσωπος συνεργάζεται με το διαχειριστή του συστήματος άϋλων τίτλων (ΣΑΤ) για την καταχώριση των ομολογιών στους λογαριασμούς των δικαιούχων τους και την παρακολούθηση των μεταβολών στα πρόσωπα αυτών». Κατά

¹⁵¹ Βλ. Εισηγητική Έκθεση ν. 3156/2003, Παρατηρήσεις κατ' άρθρον, άρθρο 4.

¹⁵² Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 16 ν. 3156/2003: «η αμοιβή και τα πάσης φύσεως έξοδα του εκπροσώπου που πραγματοποιήθηκαν προς όφελος των ομολογιούχων ικανοποιούνται με τις απαιτήσεις της τρίτης σειράς των προνομίων του άρθρου 975 ΚΠολΔ. Σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης που επισπεύδεται από τον εκπρόσωπο, η αμοιβή και τα πάσης φύσεως έξοδα του εκπροσώπου, που πραγματοποιήθηκαν προς όφελος των ομολογιούχων από την πρώτη πράξη εκτελέσεως και μέχρι την είσπραξη, λογίζονται ως έξοδα της εκτέλεσης κατά το άρθρο 975 του ΚΠολΔ».

συνέπεια, ο διαχειριστής δεν έρχεται σε επαφή με τον κάθε ομολογιούχο ξεχωριστά, αλλά συνεργάζεται με τον εκπρόσωπο τους, για το σύνολο του ομολογιακού δανείου.

Σύμφωνα με το άρθρο 4.2 § 3 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΚΧΑ)¹⁵³, ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων έχει την υποχρέωση να ανακοινώνει στο ΧΑ τις ανωτέρω δικαστικές και εξώδικες πράξεις, τις οποίες εκτελεί σύμφωνα με τις §§ 4 έως 8 του άρθρου 4 του ν. 3156/2003, καθώς και όσες πληροφορίες που περιέχονται σε αυτόν, εφόσον αυτές αφορούν την φερεγγυότητα της εκδότριας ή την πορεία του ομολογιακού δανείου. Εκτός όμως από την έμμεση αυτή πληροφόριση του επενδυτικού κοινού, ο εκπρόσωπος, ως αντιπρόσωπος και εντολοδόχος των ομολογιούχων, είναι επιφορτισμένος με το καθήκον ενημέρωσης των εντολοδόχων του σχετικά με όλα εκείνα τα γεγονότα που αφορούν το ομολογιακό δάνειο και τα οποία δύναται να επηρεάσουν τη θέση των και την άσκηση των δικαιωμάτων από αυτούς, όπως π.χ. συμβατικές παραβάσεις της εκδότριας, οι οποίες δικαιολογούν καταγγελία της σύμβασης ομολογιακού δανείου από την πλευρά τους. Σε ό, τι αφορά την οικονομική δραστηριότητα της εκδότριας και ιδίως τη χρήση του αντληθέντος κεφαλαίου από το ομολογιακό δάνειο, ο εκπρόσωπος δεν έχει υποχρέωση παρακολούθησης¹⁵⁴.

10. Δικαίωμα καταγγελίας

Η αρμοδιότητα άσκησης του δικαιώματος (πρόωρης) καταγγελίας αποτελεί σημαντική πτυχή της όλης λειτουργίας της διαρκούς σύμβασης του ομολογιακού δανείου. Καίριο ζήτημα αποτελεί η δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος αυτού: (α) από τον κάθε ομολογιούχο δανειστή ξεχωριστά ή (β) μόνο από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων¹⁵⁵. Από το άρθρο 4 §

¹⁵³ Από τη δημοσίευση στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ), ως και των τυχόν τροποποιήσεών του, ο Κανονισμός του ΧΑ, όπως εκάστοτε ισχύει, δεσμεύει τα Μέλη των Οργανωμένων Αγορών του ΧΑ, τους εκδότες κινητών αξιών που είναι εισηγμένες ή έχουν υποβάλει αίτηση για την εισαγωγή τους σε Οργανωμένη Αγορά του ΧΑ και εν γένει τα πρόσωπα στα οποία αφορά ο Κανονισμός αυτός, σύμφωνα με τις επί μέρους περί ισχύος διατάξεις του. Βλ. Κανονισμό Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΚΧΑ), σύμφωνα με το άρθρο 43 του ν. 3606/2007 (ΦΕΚ Α/195/17.8.2007) και την υπ' αριθμ. 1/477/1-7-2008 εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β/1456/24.7.2008), όπως έχει τροποποιηθεί, μέχρι και την 4η Τροποποίηση, σύμφωνα με την από 23.5.2011 απόφαση του Δ.Σ. του ΧΑ, που εγκρίθηκε με την υπ' αριθμ. 41/586/26.5.2011 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β/.... /31.5.2011).

¹⁵⁴ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 405 επ.

¹⁵⁵ Στην περίπτωση όπου εφαρμοστέο είναι το αγγλικό ή το ελβετικό δίκαιο, το δικαίωμα πρόωρης καταγγελίας ασκείται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων και όχι από κάθε ομολογιούχο ξεχωριστά. Μάλιστα, στα διεθνή ομολογιακά δάνεια προβλέπεται ο όρος “no-action clause”, σύμφωνα με τον οποίο παρεμποδίζεται η άσκηση του δικαιώματος καταγγελίας από τους ομολογιούχους χωριστά. Αντίθετα, στο γερμανικό δίκαιο το δικαίωμα καταγγελίας θεωρείται αμεταβίβαστο, οπότε και παραμένει στους ομολογιούχους δανειστές. Στο γερμανικό δίκαιο, το δικαίωμα καταγγελίας αποτελεί μη αυτόνομο (βοηθητικό) διαπλαστικό δικαίωμα, το οποίο παρακολουθεί την κύρια αξίωση, χωρίς την οποία δεν μπορεί να εκχωρηθεί σε τρίτο. Στην πράξη όμως έχουν διαμορφωθεί περιορισμοί του δικαιώματος καταγγελίας κάθε ομολογιούχου, όπως π.χ. με την παροχή του

7 ν. 3156/2003, συνάγεται ότι το δικαίωμα καταγγελίας ασκείται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, εφόσον δεν προβλέπεται κάτι διαφορετικό στους όρους του ομολογιακού δανείου. Πάντως, στους όρους των ομολογιακών δανείων, η πρόβλεψη ενός “non action clause” αποτελεί τον κανόνα. Μάλιστα, στην περίπτωση όπου δεν έχει ορισθεί εκπρόσωπος, το δικαίωμα καταγγελίας ασκείται συνήθως από το διαχειριστή πληρωμών, όρος ο οποίος χρησιμοποιείται συχνά, αντί του όρου του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών, στην ελληνική πρακτική των ομολογιακών δανείων.

Με το να επιτρέπεται από τον Έλληνα νομοθέτη η άσκηση του δικαιώματος καταγγελίας μόνο από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, επιδιώκεται η αποτροπή:

(α) μιας βιαστικής καταγγελίας από κάποιον ομολογιούχο ατομικά, η οποία δύναται να επιφέρει γενικότερη ανασφάλεια και ανάλογες αντιδράσεις από άλλους δανειστές της εκδότριας (race to the courthouse door)¹⁵⁶ και

(β) του ενδεχομένου κάποιοι ομολογιούχοι να παρακάμπτουν τη δεσμευτικότητα των αποφάσεων της γενικής συνέλευσης των ομολογιούχων, ενεργώντας ατομικά, εις βάρος των συμφερόντων των λοιπών ομολογιούχων.

Πρέπει να σημειωθεί επίσης ότι, η άσκηση του δικαιώματος καταγγελίας ατομικά, συνεπάγεται πολυδιάσπαση των αγωγών με συνέπεια το κόστος για κάθε ομολογιούχο δανειστή να είναι υψηλότερο της άσκησης του ως άνω δικαιώματος από τον εκπρόσωπό τους συλλογικά.

Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων έχει το δικαίωμα, όχι όμως την υποχρέωση, να καταγγείλει το ομολογιακό δάνειο. Όμως, αν παραμένει αδρανής και παραλείπει να προβεί σε καταγγελία της σύμβασης του ομολογιακού, ως όφειλε να πράξει, τότε οι ομολογιούχοι δύνανται να καταγγείλουν τη σύμβαση με τον εκπρόσωπο και να προβούν σε αντικατάστασή του: (α) με σχετική απόφαση της συνέλευσής τους ή (β) με δικαστική απόφαση, σύμφωνα με το άρθρο 4 §§ 13 και 15 ν. 3156/2003.

11. Μεταβολή των όρων

Η τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου με όρους δυσμενέστερους των αρχικών δύναται, σύμφωνα με το άρθρο 1 § 8 ν. 3156/2003, να αποφασισθεί μόνο από τη γενική συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Η απόφαση αυτή λαμβάνεται με απαρτία

δικαιώματος καταγγελίας στη μειοψηφία του 10% ή του 25% των ομολογιούχων ή εμμέσως στον καταπιστευματούχο, όταν ως καταγγελία θεωρείται, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, η αξίωση των εγγυήσεων της εκδότριας από τον καταπιστευματούχο. Βλ. Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 406. Πάντως, στο νομοσχέδιο για την αλλαγή του SchVG προβλέπεται κανόνας, κατά τον οποίο το δικαίωμα καταγγελίας ασκείται αποκλειστικά από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων δανειστών.

¹⁵⁶ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 407.

και πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) του συνόλου του δανείου. Η επιφύλαξη της συγκεκριμένης αρμοδιότητας στη συνέλευση των ομολογιούχων δεν σημαίνει ότι δεν μπορεί να εξουσιοδοτηθεί κατά περίπτωση ο εκπρόσωπος από τη γενική συνέλευση να προβαίνει σε μεταβολή των όρων του προγράμματος του ομολογιακού δανείου. Η απόφαση αυτή της συνέλευσης, πρέπει να λαμβάνεται με την ίδια αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία του άρθρου 1 § 8 ν. 3156/2003, ενώ θα πρέπει να προβλέπονται - συγκεκριμένα - στην εν λόγω απόφαση τα δικαιώματα των συγκεκριμένων ομολογιούχων που επιβαρύνονται με την αλλαγή των όρων του δανείου. Αντίθετα, δεν επιτρέπεται γενική εξουσιοδότηση του εκπροσώπου από τη γενική συνέλευση, να μεταβάλει μαζί με την εκδότρια τους όρους του δανείου. Αυτό θα αφαιρούσε τη συγκεκριμένη αρμοδιότητα από τη γενική συνέλευση και θα τη μεταβίβαζε στο διοικητικό συμβούλιο, πράγμα αντίθετο προς τη βούληση του νομοθέτη, ο οποίος επιφύλαξε την αρμοδιότητα αυτή στη συνέλευση των ομολογιούχων¹⁵⁷.

12. Αμοιβή του εκπροσώπου

Κατά το άρθρο 4 § 10 ν. 3156/2003: *«ο εκπρόσωπος για την ικανοποίηση ιδίων απαιτήσεών του κατά της εκδότριας, πλην των αναφερομένων στην § 16, δεν έχει δικαίωμα συμψηφισμού ή κατάσχεσης ή επίσχεσης ή οποιοδήποτε προνόμιο επί των κεφαλαίων που καταβάλλονται και των κινητών αξιών που κατατίθενται σε αυτόν από την εκδότρια ή από τρίτους, με σκοπό την εκπλήρωση υποχρεώσεων της εκδότριας από το ομολογιακό δάνειο»*. Έτσι, η εκδότρια φέρει εκ του νόμου την υποχρέωση να καταβάλει την αμοιβή του εκπροσώπου καθώς επίσης και τα πάσης φύσεως έξοδά του, που πραγματοποιήθηκαν προς όφελος των ομολογιούχων δανειστών. Προκειμένου να αποφευχθεί η όποια διστακτικότητα σε ότι αφορά την ανάληψη των αρμοδιοτήτων του εκπροσώπου, οι ανωτέρω αξιώσεις του εκπροσώπου των ομολογιούχων ικανοποιούνται μαζί με τις απαιτήσεις της τρίτης σειράς των προνομίων της ΚΠολΔ 975¹⁵⁸. Σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης, η οποία επισπεύδεται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, η αμοιβή και τα πάσης φύσεως έξοδα του εκπροσώπου που πραγματοποιήθηκαν προς όφελός τους, από την πρώτη πράξη εκτέλεσης μέχρι την είσπραξη, θεωρούνται ως έξοδα εκτέλεσης κατά την ΚΠολΔ 975¹⁵⁹. Σε κάθε

¹⁵⁷ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 408.

¹⁵⁸ Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 16 εδ. α' ν. 3156/2003: *«Η αμοιβή και τα πάσης φύσεως έξοδα του εκπροσώπου που πραγματοποιήθηκαν προς όφελος των ομολογιούχων ικανοποιούνται με τις απαιτήσεις της τρίτης σειράς των προνομίων του άρθρου 975 ΚΠολΔ»*.

¹⁵⁹ Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 16 εδ. β' ν. 3156/2003: *«Σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης που επισπεύδεται από τον εκπρόσωπο, η αμοιβή και τα πάσης φύσεως έξοδα του εκπροσώπου, που πραγματοποιήθηκαν προς όφελος των ομολογιούχων από την πρώτη πράξη εκτέλεσεως και μέχρι την είσπραξη, λογίζονται ως έξοδα της εκτέλεσης κατά το άρθρο 975 του ΚΠολΔ»*. Πρέπει να σημειωθεί ότι το άρθρο 10 § 17 ν. 3156/2003 εισάγει

περίπτωση, ο κανόνας της αμοιβής του εκπροσώπου από την εκδότρια δεν αποκλείει συμφωνίες ή όρους στο πρόγραμμα του εκάστοτε ομολογιακού, σύμφωνα με τις οποίες κάποια από τα εν λόγω έξοδα αναλαμβάνονται από τους ίδιους τους ομολογιούχους δανειστές¹⁶⁰.

13. Παραίτηση και αντικατάσταση του εκπροσώπου

α. Παραίτηση: Η παραίτηση του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών αποτελεί λόγο λήξης της σχέσης του με τους ομολογιούχους. Ειδικότερα, η παραίτηση δύναται να είναι: είτε (α) οικειοθελής, είτε (β) υποχρεωτική. Η οικειοθελής παραίτηση δεν πρέπει να γίνεται σε χρονικό σημείο άκαιρο, ήτοι χρονικό σημείο κατά το οποίο είναι δυσχερής η ανεύρεση αντικαταστάτη - εκπροσώπου. Έτσι, είναι θεμιτό και σκόπιμο να προβλέπεται σχετικός όρος στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου για τη συγκεκριμένη περίπτωση. Υποχρεωτική είναι η παραίτηση, όταν ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων απολέσει μεταγενέστερα τις ιδιότητες του άρθρου 4 § 2 ν. 3156/2003, ή εφόσον συντρέξει στο πρόσωπό του κάποιο από τα κώλυμα του άρθρου 4 § 3 ν. 3156/2003¹⁶¹. Επίσης, λόγο παραίτησης πρέπει να αποτελεί και η συνδρομή στο πρόσωπο του εκπροσώπου άλλης ιδιότητας ή διαφορετικών περιστάσεων, οι οποίες δεν προβλέπονται μεν στο άρθρο 4 § 3 ν. 3156/2003, αλλά δημιουργούν σύγκρουση συμφερόντων στον εκπρόσωπο των ομολογιούχων¹⁶².

β. Αντικατάσταση: Είναι δυνατή η αντικατάσταση του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών με τους εξής τρόπους, ήτοι:

- (i) με απόφαση της γενικής συνέλευσης των ομολογιούχων, ή
- (ii) με δικαστική απόφαση.

ι. Απόφαση της συνέλευσης: Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών δύναται με απόφασή της να καταγγείλει τη σύμβαση με τον εκπρόσωπο και να τον αντικαταστήσει με νέο. Η απόφαση αυτή λαμβάνεται με την απαρτία και πλειοψηφία που προβλέπεται στους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου, αλλιώς σύμφωνα με τις διατάξεις του

εξαίρεση από την § 16 άρθρου 4 του ίδιου νόμου, το οποίο και προβλέπει συγκεκριμένη σειρά εξόφλησης απαιτήσεων στη διαδικασία της τιτλοποίησης απαιτήσεων (securitisation). Βλ. Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 408.

¹⁶⁰ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 408.

¹⁶¹ Κατά το άρθρο 4 § 13 εδ. 1 ν. 3156/2003: «αν ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων απολέσει μεταγενέστερα τις ιδιότητες της § 2 ή συντρέξει στο πρόσωπό του κώλυμα της § 3, υποχρεούται να παραιτηθεί».

¹⁶² Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 409.

κ.ν. 2190/1920¹⁶³, οι οποίες εφαρμόζονται αναλογικά. Για την καταγγελία της σύμβασης και την αντικατάσταση του εκπροσώπου δεν είναι αναγκαία η συγκατάθεση της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών. Η διαδικασία αντικατάστασης του εκπροσώπου από την ομάδα ακολουθείται και όταν ο εκπρόσωπος παραιτηθεί (α) οικειοθελώς ή (β) υποχρεωτικά ή όταν ο διορισμός του είναι (γ) άκυρος ή (δ) ακυρωθεί^{164, 165}. Πάντως στην πρακτική, η αντικατάσταση του εκπροσώπου των ομολογιούχων δανειστών - πληρεξουσίου καταβολών συμφωνείται, συμβατικώς, στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου και απαιτείται (α) μια κάποια σχετική απαρτία και πλειοψηφία και (β) η σύμφωνη γνώμη της εκδότριας εταιρείας, προς μια κάποια εξασφάλιση της όλης χρηματοδότησης της, ενόψει και του συγκεκριμένου σκοπού του εν λόγω δανείου.

ii. Δικαστική απόφαση: Στις περιπτώσεις όπου ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων είναι υποχρεωμένος να παραιτηθεί, όταν δηλαδή δεν είναι πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ και συντρέχουν στο πρόσωπό του τα κωλύματα της § 3, καθώς και όταν δεν έχει αντικατασταθεί με απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών, δύναται να προκληθεί η αντικατάστασή του με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου της έδρας της εκδότριας. Η απόφαση αυτή εκδίδεται κατά τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας (ΚΠολΔ 739 επ.). Την αίτηση δύναται να υποβάλει η εκδότρια εταιρεία ή οποιοσδήποτε ομολογιούχος¹⁶⁶. Σε επείγουσες περιπτώσεις και για να αποτραπεί επικείμενος κίνδυνος, είναι δυνατή η προσωρινή αντικατάσταση του εκπροσώπου των ομολογιούχων και ο διορισμός νέου με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου της έδρας της εκδότριας κατά τη διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων (ΚΠολΔ 682 επ.). Την αίτηση αυτή δύναται να υποβάλει (α) η εκδότρια ή (β) οποιοσδήποτε ομολογιούχος¹⁶⁷.

Σε κάθε περίπτωση (αντικατάσταση του εκπροσώπου με απόφαση της γενικής συνέλευσης ή δικαστική απόφαση), ο νέος εκπρόσωπος ταυτόχρονα με την ανάληψη των καθηκόντων του με δήλωσή του που κοινοποιείται στην εκδότρια, προσχωρεί στην στη

¹⁶³ Άρθρο 3 § 5 ν. 3156/2003.

¹⁶⁴ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 409.

¹⁶⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 12 ν. 3156/2003: «ο εκπρόσωπος μπορεί να αντικατασταθεί με απόφαση των ομολογιούχων, η οποία λαμβάνεται με την απαρτία και πλειοψηφία, όπως προβλέπεται στους όρους του δανείου, διαφορετικά σύμφωνα με την § 5 του άρθρου 3. Με την ίδια διαδικασία αντικαθίσταται ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων αν παραιτηθεί ή αν είναι άκυρος ο διορισμός του ή αν ανακληθεί».

¹⁶⁶ Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 13 εδ. 2 ν. 3156/2003: «αν δεν παραιτηθεί ή δεν αντικατασταθεί σύμφωνα με την § 12, αντικαθίσταται με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου της έδρας της εκδότριας που εκδίδεται κατά τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας (άρθρα 739 επ. ΚΠολΔ) μετά από αίτηση της εκδότριας ή οποιουδήποτε ομολογιούχου. Σε κάθε περίπτωση ακρότητας ή έκπτωσης εκπροσώπου ακολουθείται η διαδικασία αντικατάστασής του σύμφωνα με την § 12».

¹⁶⁷ Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 15 ν. 3156/2003: «σε επείγουσες περιπτώσεις και για να αποτραπεί επικείμενος κίνδυνος, η προσωρινή αντικατάσταση εκπροσώπου των ομολογιούχων και ο προσωρινός διορισμός νέου πραγματοποιείται με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου της έδρας της εκδότριας, που εκδίδεται κατά τη διαδικασία των άρθρων 682 επ. του ΚΠολΔ μετά από αίτηση της εκδότριας ή οποιουδήποτε ομολογιούχου».

σύμβαση του άρθρου 4 § 1 και από τη στιγμή αυτή αντικαθιστά τον προηγούμενο εκπρόσωπο. Ο νέος εκπρόσωπος υπεισέρχεται στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις του προηγούμενου εκπροσώπου. Ο παλαιός εκπρόσωπος έχει την υποχρέωση, αμελλητί, να αποδώσει στο νέο (α) τα κατατεθειμένα κεφάλαια και (β) τις κατατεθειμένες κινητές αξίες, για λογαριασμό των ομολογιούχων δανειστών, και συνάμα (γ) να του παραδώσει όλα τα σχετικά έγγραφα και βιβλία που αφορούν το ομολογιακό δάνειο. Σε ότι αφορά τις συναλλαγές, τις αφορώσες το εν λόγω ομολογιακό, δεν ισχύουν έναντι του αντικαταστάτη οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου¹⁶⁸. Ultima ratio όλων των ανωτέρω είναι η μη απόκλιση από το χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής των εκδοθέντων τίτλων βάσει του προγράμματος του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου, που έχει εκδοθεί έγχαρτα ή σε άυλη μορφή¹⁶⁹.

Ζ. Φορολογικά ζητήματα – Καταστρατήγηση (;)

1. Φορολογικά ζητήματα

α. Ρύθμιση του νόμου: Ο ν. 3156/2003 βελτίωσε το κανονιστικό πλαίσιο της έκδοσης ομολογιακών δανείων και εισήγαγε τον θεσμό των άυλων ομολογιών, ταυτόχρονα με την θεσμοθέτηση της τιτλοποίησης απαιτήσεων (securitization) στην ελληνική έννομη τάξη. Για την επέκταση του θεσμού θεσπίστηκαν ειδικές φορολογικές ρυθμίσεις προκειμένου να καταστεί ευχερέστερη και πιο ευέλικτη η εν λόγω μορφή χρηματοδότησης.

Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 14 § 1 ν. 3156/2003: «η έκδοση ομολογιακού δανείου του νόμου αυτού, η παροχή κάθε είδους ασφαλειών, όλες οι συμβάσεις που προβλέπονται στο νόμο αυτόν, καθώς και κάθε σχετική ή παρεπόμενη σύμβαση ή πράξη και η καταχώρηση αυτών σε δημόσια βιβλία όπου απαιτείται, οι προσωρινοί και οριστικοί τίτλοι ομολογιών, η διάθεση και κυκλοφορία αυτών, η εξόφληση του κεφαλαίου από ομολογίες και από επιχειρηματικές απαιτήσεις που τις καλύπτουν και εν γένει η άσκηση δικαιωμάτων που απορρέουν από ομολογίες που εκδίδονται σύμφωνα με το νόμο αυτό και από επιχειρηματικές απαιτήσεις που

¹⁶⁸ Σύμφωνα με το άρθρο 4 § 14 ν. 3156/2003: «ο νέος εκπρόσωπος των ομολογιούχων, συγχρόνως με την ανάληψη των καθηκόντων του, με δήλωση του που κοινοποιείται στην εκδότρια, προσχωρεί στη σύμβαση της § 1 του άρθρου αυτού και εφεξής αντικαθιστά τον προηγούμενο εκπρόσωπο. Ο αντικατασταθείς εκπρόσωπος υποχρεούται αμελλητί να αποδώσει στον αντικαταστάτη τα κατατεθειμένα για λογαριασμό των ομολογιούχων κεφάλαια και τις κατατεθειμένες κινητές αξίες και να του παραδώσει όλα τα έγγραφα και βιβλία που αφορούν το ομολογιακό δάνειο. Ως προς τις συναλλαγές που αφορούν το ομολογιακό δάνειο, δεν ισχύουν έναντι του αντικαταστάτη οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων που αντικαταστάθηκε ευθύνεται έναντι της εκδότριας και των ομολογιούχων για πράξεις οι παραλήψεις του μέχρι την αντικατάστασή του από το νέο εκπρόσωπο».

¹⁶⁹ Ν. Βερβεσός, όπ. π., σ. 410.

τις καλύπτουν, η μεταβίβαση ομολογιών εντός ή εκτός οργανωμένης αγοράς ή χρηματιστηρίου απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, περιλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας, τέλος, ανταποδοτικό ή μη, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, εισφορά του ν. 128/1975, προμήθεια, δικαίωμα ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων, με την επιφύλαξη των διατάξεων που αφορούν το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών»¹⁷⁰.

Επίσης, στο άρθρο 14 § 2 ν. 3156/2003 ορίζεται ότι: «για κάθε εγγραφή σύστασης ή μεταβίβασης ή άρση ή διαγραφή εμπραγμάτων δικαιωμάτων ή σημειώσεων σε οποιοδήποτε δημόσιο βιβλίο, μητρώο ή κτηματολόγιο και για την καταχώριση των συμβάσεων των άρθρων 10 και 11, καταβάλλονται μόνο πάγια δικαιώματα έμμισθων ή άμισθων υποθηκοφυλάκων εκατό (100) ευρώ, αποκλειόμενης οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης ή τέλους».

β. Προσημείωση υποθήκης: Επειδή, από τον συνδυασμό των διατάξεων των άρθρων 1276 έως 1278 ΑΚ. και 29 § 2 ΕισΝΚπολΔ, συνάγεται ότι και η προσημείωση υποθήκης αποτελεί εμπράγματο δικαίωμα υπό αναβλητική αίρεση, η οποία πληρούται με την τελεσίδικη επιδίκαση της απαίτησης και την τροπή της σε υποθήκη εντός αποκλειστικής προθεσμίας ενενήντα (90) ημερών (1323 ΑΚ) με αναδρομικά αποτελέσματα από την ημέρα εγγραφής της εν λόγω προσημείωσης¹⁷¹, γίνεται δεκτό ότι και η προσημείωση υποθήκης εμπίπτει στις ειδικές φορολογικές διατάξεις του ν. 3156/2003.

Στην πράξη εμφανίστηκε με μεγάλη συχνότητα, κατά την έκδοση των ομολογιακών δανείων εξασφαλισμένα με προσημείωση υποθήκης επί ακινήτων, η άρνηση (α) των υποθηκοφυλάκων και (β) των προϊστάμενων των κτηματολογικών γραφείων να τις εγγράψουν στα οικεία βιβλία, ζητώντας να τους καταβληθούν τα αναλογικά τους δικαιώματα και όχι το πόσο των εκατό (100) ευρώ που ορίζει το άρθρο 14 § 2 ν. 3156/2003, προβάλλοντας: άλλοτε (α) τον ισχυρισμό ότι η προσημείωση υποθήκης δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του άρθρου 14 § 2 ν. 3156/2003, άλλοτε (β) ότι η διάταξη του εν λόγω άρθρου είναι αντισυνταγματική, αντιτιθέμενη στο άρθρο 5 § 1 Σ, άλλοτε (γ) ότι δεν εφαρμόζεται η εν λόγω διάταξη στα ομολογιακά δάνεια αλλά μόνο στην τιτλοποίηση

¹⁷⁰ Σύμφωνα με την υπ' αριθμ. 49/2006 Γνωμοδότηση του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους (ΝΣΚ), εμπίπτουν στην απαλλαγή από την εισφορά του ν. 128/1975, που προβλέπεται στο άρθρο 14 § 1 ν. 3156/2003, ομολογιακά δάνεια, τα οποία δεν διατίθενται από οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, αλλά με ιδιωτική τοποθέτηση σε ομολογιούχους δανειστές, οι οποίοι είναι αλλοδαπά νομικά πρόσωπα με έδρα τόσο στα κράτη μέλη όσο και σε τρίτες χώρες. Μάλιστα, ο τόπος υπογραφής των ομολογιακών δανείων, τα οποία ρυθμίζονται από το ν. 3156/2003 και των σχετικών εγγράφων, δεν ασκεί καμία επιρροή στα δάνεια αυτά, υπό την αίρεση ότι εκδίδονται από ανώνυμη εταιρεία με έδρα στην Ελλάδα.

¹⁷¹ Βλ. ΟΛΑΠ 14/2006, www.lawdb.intrasoftnet.gr.

απαιτήσεων και άλλοτε (δ) ότι οι εν λόγω ρυθμίσεις συνιστούν κρατική ενίσχυση αντιβαίνουσα στο κοινοτικό δίκαιο¹⁷².

Η πλειονότητα των δικαστικών αποφάσεων που εκδόθηκαν υποχρεώνουν τους υποθηκοφύλακες και τους προϊστάμενους των κτηματολογικών γραφείων να εγγράψουν τις εμπράγματα ασφάλειες στα οικεία βιβλία. Μάλιστα, σε περίπτωση άρνησης του υποθηκοφύλακα να εγγράψει εμπράγματο δικαίωμα στα οικεία βιβλία του υποθηκοφυλακείου με έξοδα, πάγια δικαιώματα εκατό (100) ευρώ, τότε ο αιτών την εγγραφή μπορεί να προσφύγει κατά της εν λόγω απόφασης στο Μονομελές Πρωτοδικείο του τόπου του υποθηκοφυλακείου σύμφωνα με την ταχεία διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων¹⁷³.

γ. Φορολόγηση τόκων: Η ιδιαίτερη φορολογική μεταχείριση που εισάγει ο ν. 3156/2003 για τη διευκόλυνση της έκδοσης έγχαρτων ή άυλων ομολιακών δανείων φαίνεται και από τα ακόλουθα. Οι τόκοι από ομολογιακά δάνεια και ομολογίες θεωρούνται ως εισοδήματα από κινητές αξίες, φορολογούμενοι με συντελεστή δέκα τοις εκατό (10%)¹⁷⁴, ο οποίος παρακρατείται: είτε (α) από τον οφειλέτη των τόκων κατά το χρόνο που γίνεται ο εκτοκισμός της κατάθεσης, είτε (β) από εκείνον που κατέβαλε τους τόκους κατά την εξαργύρωση των τοκομερίδιων¹⁷⁵. Αντίθετα, στις άυλες ομολογίες (Zero Coupon Bonds) ο φόρος υπολογίζεται στην έκδοση. Η διάταξη αυτή θα πρέπει να συνδυαστεί με την § 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. Με την παρακράτηση του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των ομολογιούχων δανειστών, εφόσον είναι: (α) φυσικά πρόσωπα, (β) πρόσωπα από τα αναφερόμενα στο άρθρο 2 § 4 ν. 2238/1994 και (γ)

¹⁷² Βλ. ΜΠρωτΜεσ 179/2007, ΧρηΔικ (2007), σ. 406 επ, ΜΠρωτΛαμ 256/2007, ΧρηΔικ (2007), σ. 407 επ, όπου τονίζεται ότι και η εγγραφή προσημείωσης υποθήκης γίνεται ατελώς, χωρίς να επιβάλλονται τα αναλογικά τέλη. Βλ. και ΕφΚρ 194/2009, κατά την οποία: «η προσημείωση υποθήκης, όπως ακριβώς και η πλήρης υποθήκη, συνιστά μορφή εμπράγματης ασφάλειας, που κατατείνει στην προνομιακή ικανοποίηση του δανειστή από το προϊόν της ρευστοποίησης του υπέγγυου πράγματος, ενώ αποτελεί, ταυτόχρονα, και θεσμό του δικονομικού δικαίου και συγκεκριμένα ασφαλιστικό μέτρο. Ως ασφαλιστικό μέτρο η προσημείωση υποθήκης συνίσταται στη δέσμευση του ακινήτου του οφειλέτη για την εξασφάλιση χρηματικής απαίτησης του δανειστή όταν κινδυνεύει η μελλοντική ικανοποίησή της. Για την εγγραφή της προσημείωσης υποθήκης στο κτηματολόγιο ή στο υποθηκοφυλακείο, εφόσον με αυτήν εξασφαλίζεται απαίτηση από ομολογιακό δάνειο που υπάγεται στο Ν 3156/2003, απαιτείται η καταβολή μόνον παγίων δικαιωμάτων 100 ευρώ αποκλειόμενης άλλης επιβάρυνσης ή τέλους. Και τούτο διότι το άρθρο 14 του ως άνω νόμου που προβλέπει την ως άνω καταβολή αναφέρεται σε κάθε εγγραφή σύστασης ή μεταβίβασης ή άρση ή διαγραφή εμπραγμάτων δικαιωμάτων, και επομένως, αν και η προσημείωση υποθήκης είναι μεν εμπράγματο δικαίωμα, αλλά υπό αναβλητική αίρεση, σε κάθε περίπτωση όμως, με την τελεσίδικη επιδίκαση της απαίτησης, τρέπεται σε υποθήκη και ανατρέχει στον χρόνο εγγραφής της προσημείωσης».

¹⁷³ Βλ. ΜΠρΡεθ 25/2007, www.lawdb.intrasoftnet.gr.

¹⁷⁴ Γ. Καβαλάκης, όπ. π., σ. 56, Δ. Σταματόπουλος/Α. Καραβοκύρης, Φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων, εκδ. Σταματόπουλος Δημ., Αθήνα 2005, σ. 359 επ. Το εδ. α' της § 2 του άρθρου 12 του ν. 2238/1994 όριζε συντελεστή 15% και στη συνέχεια μειώθηκε στο 10%, με το άρθρο 8 § 2 του ν. 3296/2004.

¹⁷⁵ Γ. Καβαλάκης, Φορολογία Εισοδήματος Φυσικών και Νομικών προσώπων, IPIROTIKI Publications SA, Αθήνα 1997, σ. 56.

συνεταιρισμοί. Η φορολογική αυτή μεταχείριση είναι ίδια με την προβλεπόμενη και για τη φορολόγηση των τόκων των ομολόγων που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο.

2. Γνωμοδότηση υπ' αριθμ. 514/2006 Νομικού Συμβουλίου Κράτους

α. Επιχειρηματολογία ΝΣΚ: Με την υπ' αριθμ. 514/2006 Γνωμοδότηση του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους (ΝΣΚ), έχει προκύψει ζήτημα σχετικά (α) με το κατά πόσον η περιέλευση όλων των ομολογιών σε έναν και μόνο δανειστή ή ο ειδικός όρος έκδοσης μίας μόνον ομολογίας για το σύνολο του ομολογιακού δανείου, εμπίπτουν στις διατάξεις του ν. 3156/2003 και κατ' αποτέλεσμα στις φορολογικές του διατάξεις, χωρίς να αντίτιθενται στη νομική φύση του ομολογιακού δανείου, και σχετικά (β) με το αν οι διατάξεις του άρθρου 14 ν. 3156/2003, που προβλέπουν απαλλαγή από κάθε έμμεσο φόρο, για κάθε πράξη που αναφέρεται σε αυτό, περιλαμβάνουν και απαλλαγή από το Φόρο Προστιθέμενης Αξίας (ΦΠΑ). Το Νομικό Συμβούλιο του Κράτους απάντησε αρνητικά στα δύο πρώτα ερωτήματα, βασιζόμενο ιδίως: (α) στη νομική φύση του ομολογιακού δανείου, (β) στη γραμματική ερμηνεία του ν. 3156/2003, (γ) ερμηνεύοντας στενά τις ειδικότερες φορολογικές διατάξεις, και (δ) διατυπώνοντας το συλλογισμό ότι εάν ο νομοθέτης ήθελε να συμπεριλάβει και τις συγκεκριμένες κατηγορίες στις διατάξεις του ν. 3156/2003, θα το εξέφραζε ρητά, ενώ προς ισχυροποίηση της αρνητικής του απάντησης, τονίζει ότι με αυτόν τον τρόπο αποφεύγεται η καταστρατήγηση των φορολογικών διατάξεων του ν. 3156/2003 με την έκδοση ομολογιακού δανείου που υποκρύπτει απλή - διμερή στην ουσία της - δανειακή σύμβαση. Λόγω δε της αρνητικής απάντησης στα ανωτέρω δεν προχώρησε στην εξέταση του τελευταίου ερωτήματος.

Ειδικότερα, το ΝΣΚ υποστήριξε ότι, σύμφωνα με τον ορισμό του ομολογιακού δανείου στο άρθρο 1 § 1 του ν. 3156/2003 και την Εισηγητική Έκθεση του εν λόγω νόμου, ο νομοθέτης υιοθετεί την παραδοσιακή έννοια του ομολογιακού δανείου, όπου το δάνειο εκλαμβάνεται ως ενιαίο δάνειο, διαιρούμενο σε επιμέρους ομολογίες, και ότι, κατά συνέπεια, κάθε ομολογία αναφέρεται σε τμήμα κεφαλαίου, το οποίο αντιπροσωπεύεται από το σύνολο των εν λόγω ομολογιών, οι οποίες δύναται να διατίθενται και στο 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 διατύπωνε ρητώς. Εφόσον, όμως δεν υφίσταται τέτοια αναφορά, οι ανωτέρω περιπτώσεις δεν μπορούν να υπαχθούν στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3156/2003.

β. Αντίκρουση: Ωστόσο, είναι δυνατόν να ακολουθήσει κανείς διαφορετική προσέγγιση. Καταρχήν: (α) ο αριθμός των ομολογιών και (β) η συγκέντρωσή τους ή μη σε ένα πρόσωπο, δεν επηρεάζουν τη νομική φύση του ομολογιακού δανείου. Το χαρακτηριστικό των ομολογιών στο οποίο απέβλεψε ο νομοθέτης για τα ομολογιακά δάνεια, ως σύγχρονα μέσα χρηματοδότησης, είναι η αξιογραφική τους ενσωμάτωση, έγχαρτη ή άυλη, όπως προαναφέρθηκε στον οικείο τόπο. Οι ομολογίες (έγχαρτοι τίτλοι ή εγγραφές στο ΣΑΤ) αποβλέπουν στην απλούστερη και ταχύτερη μεταβίβαση του ενσωματωμένου σ' αυτές δικαιώματος και ο εν λόγω χαρακτήρας τους δεν απομειώνεται, από το γεγονός ότι βρίσκονται στην κατοχή ενός ομολογιούχου ή πλειόνων ομολογιούχων δανειστών κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου ή μεταγενεστέρως. Άλλωστε, ο νομοθέτης προβλέπει τη δυνατότητα συγκέντρωσης των ομολογιών σε έναν και μόνο ομολογιούχο δανειστή, στο άρθρο 2 § 2 του ν. 3156/2003, σύμφωνα με το οποίο: «....επιτρέπεται χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό η απόκτηση ιδίων ομολογιών από την εκδότρια εταιρεία», ενώ στην Εισηγητική Έκθεση του άρθρου αυτού, Παρατηρήσεις κατ' άρθρο, άρθρο 2, αναφέρεται σωρευτικά στην απόκτηση ιδίων ομολογιών και από την εκδότρια εταιρεία¹⁷⁶.

γ. Κριτική: Η εν λόγω γνωμοδότηση του ΝΣΚ εισάγει την αυθαίρετη προσθήκη στον ορισμό του άρθρου 1 ν. 3156/2003 της: «διάθεσης των ομολογιών στο ευρύ κοινό». Συνεπώς, προσπαθώντας την αποτροπή της περιέλευσης των ομολογιών σε ένα πρόσωπο (φυσικό ή νομικό), το ΝΣΚ, παρόλο που επικαλείται την εφαρμογή της γραμματικής ερμηνείας του ν. 3156/2003 και της στενής ερμηνείας εν γένει των φορολογικών διατάξεων, εισάγει το αφηρημένο κριτήριο του «ευρύ κοινού αγοραστών», προσπαθώντας να προσδιορίσει ποσοτικά την αφηρημένη έννοια «ευρύ κοινό», με αποτέλεσμα την δημιουργία κινδύνου σύγχυσης και ανασφάλειας δικαίου. Θα μπορούσε, για παράδειγμα, να επιχειρηματολογήσει κανείς ότι ανήκει στην εν λόγω έννοια η περίπτωση όπου αναλαμβάνουν τις ομολογίες δύο (2) ομολογιούχοι δανειστές, ο ένας εκ των οποίων κατέχει μια ομολογία και ο άλλος τις υπόλοιπες. Ακόμη, όσον αφορά το ειδικότερο ζήτημα της έλλειψης συγκεκριμένης νομοθετικής πρόβλεψης στην περίπτωση της συγκέντρωσης των ομολογιών σε έναν και μόνο ομολογιούχο δανειστή, δεν απαιτείται ειδική αναφορά στο νόμο τη στιγμή που ούτε η ίδια η έννοια του ομολογιακού δανείου, σύμφωνα με τον ν. 3156/2003, δεν προϋποθέτει την ύπαρξη περισσότερων ομολογιούχων δανειστών¹⁷⁷.

¹⁷⁶Βλ. Εισηγητική Έκθεση ν. 3156/2003, Παρατηρήσεις κατ' άρθρον, άρθρο 2: «Οι ομολογίες μπορούν να αποκτηθούν χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό και από την εκδότρια εταιρεία».

¹⁷⁷ Πάντως, τα τραπεζικά ιδρύματα, μετά τη δημοσίευση της εν λόγω γνωμοδότησης από το ΝΣΚ, έσπευσαν να μετακυλίσουν τα όποια μελλοντικά βάρη θα προέκυπταν στις εκδότριες εταιρείες, με αναπροσαρμογή των ειδικών ρητρών στα πρόγραμμα των ήδη εκδοθέντων και λειτουργούντων ομολογιακών δανείων.

Η ως άνω γνωμοδότηση δεν λαμβάνει υπόψη τον σκοπό του ν. 3156/2003, ο οποίος αποβλέπει στη δημιουργία ελκυστικής αγοράς προσέλκυσης κεφαλαίων προς αποφυγή αναζήτησης των εκτός ελλαδικού χώρου. Πρέπει να διευκρινιστεί ότι, η εν λόγω γνωμοδότηση δεν επιρρεάζει το νομοθετικό πλαίσιο των ομολογιακών δανείων. Στην πράξη, το μεγαλύτερο μέρος των εταιρικών χορηγήσεων από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε εταιρείες, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α) ή μη, πραγματοποιείται με τη μορφή ομολογιακών δανείων του ν. 3156/2003, τα οποία, στην έκδοσή τους, είναι διμερή. Πάντως, η αποδοχή της άποψης ότι δεν εφαρμόζονται σε αυτά οι φορολογικές απαλλαγές του ν. 3156/2003, συνεπάγεται την επιβολή προστίμων για τη μη απόδοση εισφορών και φόρων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, κάτι το οποίο μέχρι σήμερα δεν έχει συμβεί.

3. Καταστράγγιση δικαίου (;)

Στη συναλλακτική πρακτική, η σύναψη συμβάσεων έκδοσης ομολογιακών δανείων ακολουθεί συγκεκριμένα πρότυπα, τα οποία αποκλίνουν από τον τύπο που προκρίνει ο ν. 3156/2003. Ειδικότερα, οι ανώνυμες εταιρείες προσφεύγουν σε ομολογιακά δάνεια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα. Κατά κανόνα, στη συμφωνία έκδοσης ενός ομολογιακού δανείου συμβαλλόμενα πρόσωπα είναι: (α) αφενός μια ανώνυμη εταιρεία και (β) αφετέρου ένας ομολογιούχος δανειστής, συνήθως χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Το εν λόγω χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αναλαμβάνει εξ ολοκλήρου την υποχρέωση χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρείας, καταβάλλοντας και εκταμιεύοντας το σύνολο του ποσού του ομολογιακού δανείου. Η εταιρεία εκδίδει, έγχαρτες ή εισάγει - απευθείας ή μετά από μετατροπή - στο ΣΑΤ (αποϋλοποίηση) ομολογίες (μια ή πλείονες) και παραδίδει την κατοχή τους στη δανείστρια τράπεζα. Οι εν λόγω ομολογίες επιστρέφονται στην εκδότρια καθώς το εν λόγω δάνειο εξυπηρετείται τμηματικά και ακυρώνονται, και η εκδότρια εταιρεία χρησιμοποιεί το δάνειο αυτό, προκειμένου να καλύψει συγκεκριμένες ανάγκες για κεφάλαια κίνησης, λειτουργικά έξοδα, ή προκειμένου να εξοφλήσει ή ρυθμίσει προγενέστερες πιστώσεις, ήδη ληξιπρόθεσμες.

Ακολούθως, η εκδότρια εταιρεία προβαίνει στη σύναψη συμβάσεων παρακολουθηματικών της κυρίας σύμβασης, εξασφαλιστικών της απαίτησης του μοναδικού συνήθως ομολογιούχου δανειστή, εκ του ομολογιακού δανείου, οι οποίες προβλέπουν (α) προσωπικές ή (β) εμπράγματα ασφάλειες προς τον ομολογιούχο δανειστή¹⁷⁸. Ταυτόχρονα, η

¹⁷⁸ Οι εξασφαλιστικές αυτές συμβάσεις είναι συνήθως: (α) προσωπικές εγγυήσεις των μετόχων της εκδότριας, (β) εταιρικές εγγυήσεις των θυγατρικών ή της μητρικής εταιρείας της εκδότριας, (γ) πλασματική ενεχύραση του ν. 2844/2000 πάγιου εξοπλισμού ή κινητών της εκδότριας, (δ) υποθήκη σε ακίνητο της εκδότριας, (ε) εκχώρηση επιχειρηματικών απαιτήσεων ή ονομαστικών τίτλων, λόγω ενεχύρου, (στ) σύσταση ενεχύρου σε απαίτηση από

εκδότρια αναλαμβάνει την υποχρέωση να μην επιβαρύνει την εταιρική της περιουσία με άλλες ασφάλειες υπέρ τρίτων δανειστών, να μην εκποιήσει περιουσιακά της στοιχεία χωρίς τη σύμφωνη γνώμη – συναίνεση του μοναδικού ομολογιούχου δανειστή ή του μελλοντικού κατόχου των εν λόγω ομολογιών, στον οποίο ο μοναδικός ομολογιούχος δανειστής τυχόν μεταβιβάσει στο μέλλον, και να μην προβεί στη σύναψη γενικότερα επαχθών συμβάσεων με τρίτους (ειδικές περιοριστικές ρήτρες – financial covenants, ατυπικές ασφάλειες – atypische).

Οι εν λόγω ρήτρες που συνομολογούνται στη σύμβαση – πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου και οι οποίες δεσμεύουν ενοχικά την περιουσία της εκδότριας εταιρείας είναι πολλές με συνέπεια να δεσμεύεται η επιχειρηματική της δραστηριότητα και η μελλοντική της πιστωτική επέκταση από το εν λόγω πιστωτικό ίδρυμα - μοναδικό ομολογιούχο δανειστή, ο οποίος και κατέχει τις εν λόγω ομολογίες, έγχαρτες ή άυλες. Είναι φανερό η εξάρτηση από την εν λόγω πιστώτρια τράπεζα της εκδότριας εταιρείας, ιδίως αν οι εκδοθείσες ομολογίες είναι: (α) μετατρέψιμες, (β) ανταλλάξιμες ή (γ) κερδοφόρες. Μπορεί να λεχθεί, ότι το σχήμα αυτό αντιτίθεται στον ίδιο το σκοπό του ν. 3156/2003, ο οποίος επιθυμεί την απεξάρτηση της εκδότριας από έναν και μόνο δανειστή, δια της χρηματοδότησης της από πλείονες δανειστές, μέσω ιδίως του θεσμού της απούλοποιημένης έκδοσης και διασποράς των εν λόγω ομολογιών στην δευτερογενή αγορά, που είσηχθει για πρώτη φορά, τουλάχιστον για τις εταιρικές ομολογίες, με τον ν. 3156/2003. Παράπλευρη απώλεια είναι η συγκέντρωση και μη διάχυση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου, με συνέπεια τη δημιουργία συστημικών κινδύνων, ιδίως σε μια οικονομία όπως η εγχώρια. Επίσης, οι εν λόγω ομολογίες δεν καθίστανται αντικείμενο περαιτέρω μεταβίβασης και άρα κυκλοφορίας στο πλαίσιο λειτουργίας της δευτερογενούς αγοράς αξιογράφων, όπως κάνει λόγο και η Εισηγητική Έκθεση του ν. 3156/2003, παρατηρήσεις κατ' άρθρο. Ο ν. 3156/2003 επιθυμεί τη δημιουργία ενός πολυμερούς μηχανισμού χρηματοδότησης της επιχείρησης, προκειμένου να διαχέεται ο πιστωτικός κίνδυνος σε περισσότερους του ενός δανειστές, εφόσον η εν λόγω επιχείρηση βρεθεί σε αδυναμία εκπλήρωσης των συμβατικών της υποχρεώσεων.

Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών αποτελείται από έναν και μόνο δανειστή (μονοσυμμετοχική). Έτσι, η όλη της λειτουργία και αρμοδιότητα για τη λήψη αποφάσεων για τη διαχείριση του εν λόγω ομολογιακού δανείου υφίσταται μόνο τυπικά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μη λειτουργία των σχετικών προβλέψεων του ν. 3156/2003, οι οποίες έλκουν την καταγωγή τους από το εταιρικό δίκαιο, για τη λήψη αποφάσεων με ειδικά προβλεπόμενα στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας, βάσει του

τραπεζική κατάθεση του ν.δ. 17.7/13.8.1923, (ζ) υποθήκη σε πακτωμένες μηχανές της εκδότριας κατά το ν. 4112/1929 κλπ. Βλ. Δ. Ρούσση, όπ. π., σ. 59 επ.

προτύπου του κ.ν. 2190/1920, και πιο συγκεκριμένα βάσει των αρχών: (α) της πλειοψηφίας, (β) της προάσπισης των κοινών συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών, (γ) της ίσης μεταχείρισης αυτών και (δ) της εξασφάλισης ενός ελάχιστου επιπέδου προστασίας της μειοψηφίας^{179, 180}.

Ο νόμος, με βάσει τη διάρθρωση του ν. 3156/2003, επιδίωκε: (α) την εύρυθμη συνεργασία των ομολογιούχων δανειστών με την εκδότρια εταιρεία, (β) την πλειοψηφική λήψη αποφάσεων από την ομάδα των ομολογιούχων δανειστών, (γ) την ενημέρωσή τους, (δ) την πρόβλεψη αυξημένων ποσοστών απαρτίας και πλειοψηφίας για την επί τα χείρω τροποποίηση των όρων του προγράμματος του ομολογιακού δανείου και (ε) την τήρηση συγκεκριμένων διαδικασιών για τη συλλογική λήψη της σημαντικότερης ίσως απόφασης της εν λόγω σύμπραξης, ήτοι τη λύση ή μη της συμβατικής σχέσης σε περίπτωση επέλευσης λόγων καταγγελίας του δανείου.

Η θεμελίωση άλλωστε, σε σειρά διατάξεων, αποκλειστικής αρμοδιότητας της συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών αποτελεί ενσυνείδητη απόφασή του νομοθέτη του ν. 3156/2003 για την ανάδειξη ενός συλλογικού οργάνου με συγκεκριμένα καθήκοντα και αποφασιστική επίδραση στη νομική και οικονομική κατάσταση της εκδότριας, στην επιδίωξη της απαίτησης των δανειστών καθώς και στην ίδια την εξέλιξη της *sui generis* σύμβασης δανεισμού της εκδότριας. Όμως η συναλλακτική πρακτική κατάρτισης σύμβασης από έναν και μόνο ομολογιούχο δανειστή αντιστρατεύεται την επιλογή του ιστορικού νομοθέτη του ν. 3156/2003. Πολλώ μάλλον αν αναλογιστεί κανείς την περίπτωση επέλευσης γεγονότων που συνιστούν σπουδαίο λόγο καταγγελίας της σύμβασης από τη βούληση του μοναδικού ομολογιούχου δανειστή, ο οποίος είναι και ο μοναδικός συμμετέχων στη συνέλευση των ομολογιούχων. Έτσι, πχ μπορεί να συμφωνηθεί όρος στο πρόγραμμα ομολογιακού δανείου¹⁸¹, ο οποίος να προβλέπει ότι σπουδαίος λόγος καταγγελίας αποτελεί η μη εξόφληση μίας και μόνης τοκοχρεωλυτικής δόσης του ομολογιακού δανείου από την εκδότρια, με συνέπεια η εν λόγω απόφαση για τη λύση ή όχι της σύμβασης να εξαρτάται από την αποκλειστική βούληση του μοναδικού ομολογιούχου δανειστή, με αποτέλεσμα τη δυνατότητα καταχρηστικής άσκησης του δικαιώματος καταγγελίας του συγκεκριμένου ομολογιακού δανείου¹⁸².

¹⁷⁹ Δ. Ρούσσης, όπ. π., σ. 62.

¹⁸⁰ Άλλωστε, ο ίδιος ο νόμος στο άρθρο 70 § 4 εδ. 1 του κ.ν. 2190/1920, εξαρτούσε την εκτέλεση της απόφασης για τη συγχώνευση της οφειλέτριας ανώνυμης εταιρείας από την προηγούμενη έγκριση των ομολογιούχων δανειστών της.

¹⁸¹ Ο οποίος εμφανίζεται στην πρακτική σχετικά συχνά.

¹⁸² Στην αρμοδιότητα της γενικής συνέλευσης των ομολογιούχων υπάγονται σύμφωνα με το νόμο, όπως προελέχθει: (α) η απόφαση για άσκηση ενδίκων μέσων, (β) η παραίτηση από ένδικο βοήθημα ή μέσο, (γ) η

Πάντως, στο πλαίσιο ελευθερίας των συμβάσεων και εν όψει του εκάστοτε συγκεκριμένου σκοπού που εξυπηρετεί η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου από την εκδότρια, επικρατεί η ΑΚ 361 και η ελευθερία σύναψης συμβάσεων, με πρακτικό αποτέλεσμα τη χρησιμοποίηση του ν. 3156/2003 και των φορολογικών διευκολύνσεων που αυτός παρέχει για την οικονομικότερη χρηματοδότηση της εκάστοτε εκδότριας, είτε αυτή επιλέξει διμερές είτε πολυμερές σχήμα για τη μεσοπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη χρηματοδότησή της¹⁸³. Και η επιλογή αυτή δεν συνιστά καταστρατήγηση, κατά τη γνώμη του γράφοντος.

Η. Άυλοι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου

1. Αποϋλοποίηση τίτλων Ελληνικού Δημοσίου - ν. 2198/1994 - Πλεονεκτήματα

Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου είναι ομόλογα, εκδοθέντα σε (α) έγχαρτη (αξιογραφική) ή (β) άυλη (υπό μορφή ηλεκτρονικής καταχώρησης) μορφή, τα οποία ενσωματώνουν απαιτήσεις ιδιωτών, συνήθως χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή ασφαλιστικών οργανισμών, εγχώριων ή αλλοδαπών, κατά του Δημοσίου από δημόσιο δανεισμό. Παλαιότερα εκδίδονταν μόνο σε έγχαρτη μορφή. Πλέον, με τις ρυθμίσεις των άρθρων 5 επ. του ν. 2198/1994 (όπως τροποποιήθηκαν και συμπληρώθηκαν από τις διατάξεις του άρθρου 15 ν. 2469/1997) θεσμοθετείται η δυνατότητα σύναψης δανείων του Ελληνικού Δημοσίου σε λογιστική μορφή, μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος (Bank of Greece – BOG), με φυσικά ή νομικά πρόσωπα και με πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα, τα οποία έχουν δυνατότητα άσκησης τέτοιων δραστηριοτήτων σύμφωνα με το νόμο, χωρίς έκδοση δημόσιων έγχαρτων αξιογράφων (ομολόγων ή εντόκων γραμματίων). Η εν λόγω ρύθμιση του ν. 2198/1994 εισήχθει στην ελληνική έννομη τάξη διότι, η τιτλοποίηση των απαιτήσεων αυτών (securitization) εξυπηρετεί καλύτερα σκοπούς δημοσιονομικούς¹⁸⁴. Παράλληλα, οι εν λόγω απαιτήσεις καθίστανται επενδυτικά εργαλεία στις δευτερογενείς αγορές. Οι εν λόγω τίτλοι είναι συνήθως αφορολόγητοι, ανώνυμοι, ήτοι έως κάποιο βαθμό αναιτιώδεις, απαλλαγμένοι των ελαττωμάτων της σχέσης του δικαιοπαρόχου τους με τον οφειλέτη - πιστωτικό ίδρυμα.

υποβολή αίτησης πτώχευσης ή θέσης σε διαδικασία αφερεγγυότητας της εκδότριας, (δ) η προσφυγή σε δικαστικές πράξεις, καθώς και (ε) η έναρξη διαδικασιών αναγκαστικής εκτέλεσης για την ικανοποίηση απαιτήσεων των δανειστών.

¹⁸³ Βλ. Γ. Καλλιμόπουλο, όπ. π., σ. 383 επ., ο οποίος με γραμματικά επιχειρήματα υπερασπίζεται την πλήρη ελευθερία διαμόρφωσης του ομολογιακού δανείου και με κάλυψη του από έναν ομολογιούχο δανειστή ή με έκδοση μιας ομολογίας, τονίζοντας ότι δεν αποτελεί η περίπτωση αυτή καταστρατήγηση των εν λόγω κανόνων δικαίου του ν. 3156/2003.

¹⁸⁴ Και πιο συγκεκριμένα, φθηνότερο δανεισμό του Δημοσίου επί τη προσδοκία «επενδυτικού» κέρδους του κομιστή «αγοραστή», βλ. Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 856 επ.

Κατά συνέπεια μεταβιβάζονται και κυκλοφορούν με ευχέρεια χωρίς επιπλέον κόστος (inconveniency)¹⁸⁵.

Έτσι, ο δημόσιος δανεισμός είναι δυνατός όχι μόνο με την έκδοση έγχαρτων ομολόγων, αλλά κυρίως με ειδικές ηλεκτρονικά τηρούμενες, σε βάσεις δεδομένων, καταχωρήσεις – λογαριασμούς από ιδιώτες επενδυτές – δανειστές (παράλληλο σύστημα). Μάλιστα, τα άυλα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, είτε (α) υπό άυλη μορφή, είτε (β) έγχαρτα και αποϋλοποιημένα μεταγενεστέρως, δεν μπορούν να επανεγχαρτωθούν, ούτε οι σχετικές απαιτήσεις να ενσωματωθούν σε αξιόγραφο¹⁸⁶, διότι σύμφωνα με το άρθρο 10 § 1^α ν. 2198/1994, παρασχέθηκε η δυνατότητα, με κοινή υπουργική απόφαση, να αποϋλοποιηθούν τα υπό το προγενέστερο καθεστώς εκδοθέντα έγχαρτα ομόλογα, όχι όμως η επανεγχώρτωση των αποϋλοποιημένων απαιτήσεων.

2. Συνέπειες της αξιογραφικής απεγχώρτωσης των δημόσιων αξιογράφων

Μετά την αποϋλοποίησή τους, σύμφωνα με το ν. 2198/1994, τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου καθίστανται άυλα. Κατά συνέπεια, ανατρέπεται ο κανόνας που ισχύει στο δίκαιο των αξιογράφων, σύμφωνα με τον οποίο το δικαίωμα εκ του εγγράφου παρακολουθεί άρρηκτα το δικαίωμα επί του εγγράφου έτσι ώστε για την άσκηση του δικαιώματος να είναι απαραίτητη η κατοχή του αξιογράφου που το εγχαρτώνει. Ελλείψει έγχαρτων ομολόγων, οι Φορείς χορηγούν βεβαιώσεις στους δανειστές – επενδυτές, οι οποίες αποτελούν αποδεικτικά έγγραφα των δικαιωμάτων τους. Οι εν λόγω βεβαιώσεις δεν είναι αξιόγραφα. Έτσι, μετά την αποϋλοποίηση: (α) το δικαίωμα επί του καταργηθέντος εγγράφου υποκαθίσταται από το δικαίωμα επί του δικαιώματος του οποίου έχει συντελεσθεί η λογιστική εγγραφή, (β) η μεταβίβαση του δικαιώματος δεν γίνεται με μεταβίβαση εγγράφου αλλά με μεταφορά, δηλαδή πίστωση, του αντίστοιχου ποσού στο λογαριασμό του δικαιούχου, (γ) η ενεχύρωση άυλων τίτλων δεν είναι ενέχυρο επί πράγματος αλλά ενέχυρο επί δικαιώματος εφόσον έχει συντελεσθεί η εγγραφή του αντίστοιχου ποσού σε ειδικό λογαριασμό ενεχύρου, τηρούμενο κατά περίπτωση στο Σύστημα ή στον Φορέα (άρθρο 6 §§ 8 - 9 ν. 2198/1994).

3. Έκδοσης άυλων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου – Διαδικασία

α. Ο Διαχειριστής του Συστήματος: Οι ιδιώτες - επενδυτές δεν προβαίνουν σε απευθείας συναλλακτική επαφή με το Δημόσιο. Οι Φορείς προβαίνουν σε αγορά των

¹⁸⁵ Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 856 επ.

¹⁸⁶ Σύμφωνα με το άρθρο 10 § 1α ν.2198/ 1994 e contrario. Βλ. Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 856 επ. Κατά τον Χριστοδούλου, αν κάτι τέτοιο συμβεί θα πρόκειται για διακριτή υπόσχεση χάριν καταβολής.

σχετικών τίτλων στην «πρωτογενή αγορά» από την Τράπεζα της Ελλάδος και τους μεταπωλούν στους επενδυτές στη λεγόμενη «δευτερογενή αγορά». Η Τράπεζα της Ελλάδος ως «Διαχειριστής», μεσολαβεί, στο μέτρο που αποκτά ιδίω ονόματι δικαιώματα και υποχρεώσεις προς το Δημόσιο και τις Τράπεζες, ενεργώντας ως έμμεσος αντιπρόσωπος του Δημοσίου. Κατά συνέπεια, ο άυλος τίτλος αρχικά συστήνεται από την ΤτΕ προς τον Φορέα, έπειτα μεταβιβάζεται από αυτόν στον δανειστή – επενδυτή και μετά μεταβιβάζεται περαιτέρω από επενδυτή σε επενδυτή.

Ειδικότερα, η Τράπεζα της Ελλάδος, βάσει του ν. 2198/1994 Κεφ. Β' (ΦΕΚ 43/Α/22.3.94), είναι ο «Διαχειριστής» του «Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή» (στο εξής, το «Σύστημα»)¹⁸⁷. Μέσω του Συστήματος,

¹⁸⁷ **Κανονισμός Λειτουργίας του «Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (άυλοι τίτλοι)».** 1. Γενικά: Η Τράπεζα της Ελλάδος με το Ν. 2198/94 Κεφ. Β (ΦΕΚ 43/Α/22.3.94) ορίστηκε Διαχειριστής του "Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή" (στο εξής: το «Σύστημα»). Μέσω του Συστήματος πραγματοποιείται η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των συναλλαγών με αντικείμενο άυλους τίτλους που είναι καταχωρημένοι σε λογαριασμούς φορέων στο Σύστημα, βάσει των διατάξεων του ν. 2198/1994 (άρθρα 5 – 12). Το Σύστημα διασφαλίζει στους συμμετέχοντες ότι η διάθεση και η πληρωμή των τίτλων θα πραγματοποιούνται ταυτόχρονα (*delivery versus payment*). Η ταυτοποίηση των συναλλαγών που εκκαθαρίζονται μέσω του Συστήματος βασίζεται στην αρχή της διπλής ειδοποίησης του Συστήματος από τους συμβαλλομένους. Ο διακανονισμός των συναλλαγών γίνεται για κάθε συναλλαγή χωριστά (μία προς μία συναλλαγή) σε συνεχή χρόνο καθόλη τη διάρκεια της ενδοημερήσιας λειτουργίας του Συστήματος.

2. Πεδίο Εφαρμογής. Το Σύστημα αποτελεί το μητρώο (αρχείο) στο οποίο είναι καταχωρημένοι οι τίτλοι με λογιστική μορφή του Ελληνικού Δημοσίου καθώς και λοιπών φορέων (άρθρα 5 και 11 του Ν. 2198/94), με βάση τους όρους ειδικών συμβάσεων που συνάπτονται μεταξύ των εκδοτών και της Τράπεζας της Ελλάδος και διαχειρίζεται, με την έννοια της εκκαθάρισης και διακανονισμού, τις συναλλαγές επί των τίτλων αυτών σε επίπεδο Συστήματος. Ειδικότερα, το Σύστημα εκκαθαρίζει και διακανονίζει συναλλαγές επί των παρακάτω κατηγοριών τίτλων, οποιασδήποτε διάρκειας, που εκδίδονται με λογιστική μορφή :

Α. Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου: (α) σε ευρώ i) έντοκα ii) ομόλογα iii) λοιποί τίτλοι (β) σε ξένο νόμισμα

Β. Τίτλοι άλλων φορέων Γ. Προϊόντα προθεσμιακών αγορών (futures, options κλπ).

Οι άυλοι τίτλοι (κατηγορίες i), ii) και iii)) του Ελληνικού Δημοσίου που έχουν εκδοθεί μέχρι και τις 31/12/2000 έχουν ελάχιστη ονομαστική αξία διαπραγμάτευσης (lot) το 0,01 ευρώ (ένα ευρώλεπτό) ενώ αυτοί που έχουν εκδοθεί ή εκδίδονται από 2/1/2001 και μετά, έχουν ονομαστική αξία διαπραγμάτευσης (lot) τα 1.000 ευρώ και τα πολλαπλάσια αυτής. Οι τίτλοι που προέρχονται από αποσύνδεση τοκομεριδίων ομολόγων (stripping) έχουν ελάχιστη ονομαστική αξία διαπραγμάτευσης (lot) :

* Real Time Gross Settlement / Delivery versus Payment Model 1 (RTGS/DvP model 1) 9

- το 0,01 ευρώ (1 ευρώλεπτό) για τα τοκομερίδια που προέρχονται από ομόλογα γνωστού επιτοκίου,
- τη 1 μονάδα τοκομεριδίου για τα τοκομερίδια που προέρχονται από ομόλογα “παραμετρικού” επιτοκίου.
Οι όροι που διέπουν την εισαγωγή και διαχείριση από το Σύστημα των τίτλων των κατηγοριών Β. και Γ. καθορίζονται κάθε φορά από την Τράπεζα της Ελλάδος. Σε κάθε έκδοση τίτλων που καταχωρούνται στο Σύστημα, με συνέπεια και οι συναλλαγές επί των τίτλων της εκδόσεως αυτής να παρακολουθούνται και διακανονίζονται από το Σύστημα, δίδεται ένας κωδικός αναγνώρισης σύμφωνα με το διεθνές σύστημα κωδικοποίησης τίτλων ISIN (International Securities Identification Number). Ο κωδικός αυτός συμπεριλαμβάνεται στις ειδοποιήσεις (εντολές, οδηγίες / orders, instructions) που αποστέλλουν στο Σύστημα οι υπεύθυνοι για την εκκαθάριση των σχετικών συναλλαγών συμμετέχοντες φορείς για να γίνουν οι εγγραφές στους λογαριασμούς τους. Οι εκδόσεις τίτλων που παρακολουθούνται στο Σύστημα έχουν την πιο κάτω κωδικοποίηση : GRANANANAYYZ όπου τα ANANANA είναι 7 αλφαριθμητικοί χαρακτήρες και αποτελούν

πραγματοποιείται η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των συναλλαγών με αντικείμενο άυλους τίτλους, οι οποίοι είναι καταχωρισμένοι σε λογαριασμούς Φορέων στο Σύστημα, βάσει των διατάξεων του ν. 2198/1994 (άρθρα 5 - 12). Το Σύστημα διασφαλίζει στους συμμετέχοντες ότι η διάθεση και η πληρωμή τίτλων θα πραγματοποιούνται ταυτόχρονα (“Delivery Versus Payment”). Η ταυτοποίηση των συναλλαγών που εκκαθαρίζονται μέσω του Συστήματος βασίζεται στην αρχή της διπλής ειδοποίησης του Συστήματος από τους συμβαλλομένους. Ο διακανονισμός των συναλλαγών γίνεται για κάθε συναλλαγή χωριστά (μια προς μια συναλλαγή) σε συνεχή χρόνο (RTGD/DvP model 1), καθόλη τη διάρκεια της ενδοημερήσιας λειτουργίας του Συστήματος.

Οι διαδικασίες έκδοσης ποικίλουν ανάλογα με τον τρόπο διάθεσης των τίτλων, όπως π.χ. (α) διάθεση με πώληση μέσω δημοπρασιών, (β) διάθεση μέσω αναδόχων ή (γ) μέσω πρόσκλησης των επενδυτών για εκδήλωση ενδιαφέροντος αγοράς¹⁸⁸. Τα δάνεια και οι υποδιαιρέσεις τους (άυλοι τίτλοι), παρακολουθούνται μέσω λογιστικών εγγραφών στο διαχειριζόμενο από την κεντρική τράπεζα Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ)¹⁸⁹.

Με την καταχώριση τιτλοποιείται η απαίτηση του Φορέα, δηλαδή δημιουργείται ο εν λόγω άυλος τίτλος, ο οποίος και δύναται πλέον να μεταβιβαστεί περαιτέρω στο επενδυτικό κοινό.

β. Οι Φορείς του Συστήματος: Στη σύναψη των δανείων μεσολαβούν οι λεγόμενοι «Φορείς» του Συστήματος, φυσικά ή νομικά πρόσωπα, συνήθως τράπεζες¹⁹⁰, οι οποίοι

τον κωδικό έκδοσης του τίτλου, ενώ τα ψηφία ΥΥ και Ζ αποτελούν τους κωδικούς αριθμούς ελέγχου (Κ.Α.Ε.) των οποίων ο τρόπος υπολογισμού αναλύεται στο συνημμένο παράρτημα αρ. 1 του Κανονισμού ΣΛΠΣ.

¹⁸⁸ Γ. Προβόπουλος, Ο εκσυγχρονισμός του συστήματος διακίνησης τίτλων του Δημοσίου, Δελτίο ΕΕΤ, Αθήνα 1994.

¹⁸⁹ Ομοίως παρακολουθούνται τα τοκομερίδια των τίτλων, τα οποία αποτελούν αντικείμενο αυτοτελούς συναλλαγής.

¹⁹⁰ **Φορείς που συμμετέχουν στο Σύστημα:** 3.1 Φυσικό ή νομικό πρόσωπο συμμετέχει στο Σύστημα ως μέλος/φορέας κατόπιν Πράξεως του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τους φορείς που επιλέγονται, το Σύστημα ανοίγει και τηρεί λογαριασμούς τίτλων και εξουσιοδοτείται να κινεί τους τρεχούμενους λογαριασμούς ταμειακής διαχείρισης σε ευρώ ή λογαριασμούς καταθέσεων σε ευρώ, για την ταμειακή τακτοποίηση των συναλλαγών που διενεργούν οι φορείς τόσο για λογαριασμό τους όσο και για λογαριασμό των επενδυτών - πελατών τους. Η συμμετοχή φορέως στο Σύστημα θεωρείται ως ανέκκλητη – καθόλη τη διάρκεια της συμμετοχής του φορέως στο Σύστημα – εξουσιοδότηση προς την Τράπεζα της Ελλάδος, ως Διαχειρίστρια του Συστήματος, να κινεί τους ανωτέρω λογαριασμούς για σκοπούς εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών επί των τίτλων που εισάγονται στο Σύστημα προς εκκαθάριση. Από την έναρξη λειτουργίας του συστήματος πληρωμών TARGET2-GR, την 19η Μαΐου 2008, ως τρεχούμενοι λογαριασμοί ταμειακής διαχείρισης νοούνται οι λογαριασμοί που τηρούν οι άμεσοι συμμετέχοντες στο σύστημα πληρωμών TARGET2, σύμφωνα με την Κατευθυντήρια Γραμμή ΕΚΤ/2007/2 σχετικά με το Διευρωπαϊκό Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων και Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο TARGET2 και τον Κανονισμό Λειτουργίας του Συστήματος Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων και Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο TARGET2-GR. Από την ίδια ημερομηνία, ο διακανονισμός του ταμειακού σκέλους των συναλλαγών, πέραν των προβλεπόμενων στον παρόντα Κανονισμό, διενεργείται σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού Λειτουργίας του Συστήματος TARGET2-GR, όπως εκάστοτε ισχύει και τυχόν εξειδικεύεται με σχετικές

ορίζονται κατά κατηγορίες ή ονομαστικά με πράξεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (ΠΔ/ΤΕ) και επιλέγονται κατά την καθοριζόμενη, ομοίως, διαδικασία στην βάση ιδίως των απαιτούμενων ασφαλειών υπέρ των επενδυτών, στους οποίους διατίθενται περαιτέρω οι άυλοι τίτλοι (δευτερογενής αγορά). Η μεταβίβαση των άυλων τίτλων από τους λογαριασμούς επενδυτών του Φορέα στους επενδυτές - δανειστές ενεργεί μεταξύ των μερών (τράπεζας και

εγκυκλίους ή και οδηγίες της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τους τίτλους που κατέχουν οι συμμετέχοντες φορείς για λογαριασμό επενδυτών / πελατών τους και, εν γένει, τρίτων, τηρούν αυτοί στα βιβλία τους λογαριασμούς τίτλων για λογαριασμό των επενδυτών - πελατών τους, τηρουμένων των σχετικών διατάξεων της νομοθεσίας για το διαχωρισμό των περιουσιακών στοιχείων του φορέως από εκείνα των πελατών του, καθώς και μεταξύ των κατ' ιδίαν πελατών του. Στο Σύστημα (εκτός της Τράπεζας της Ελλάδος και του Υπουργείου Οικονομικών) μπορούν να συμμετέχουν :

- τα Πιστωτικά/Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα της ζώνης του Ευρώ,
- οι Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας για την παροχή τουλάχιστον των επενδυτικών υπηρεσιών της λήψης και εκτέλεσης εντολών επί χρηματοπιστωτικών μέσων και της φύλαξης και διοικητικής διαχείρισης χρηματοπιστωτικών μέσων, εφόσον είναι εγκατεστημένες στην Ελλάδα ή δικαιούνται να παρέχουν στην Ελλάδα τις εν λόγω επενδυτικές υπηρεσίες,
- το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.,
- τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων και τα Συστήματα Διακανονισμού τίτλων που λειτουργούν σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και έχουν γίνει αποδεκτά από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών για τη συμμετοχή τους στις πιστωτικές λειτουργίες του,
- Διεθνή Κεντρικά Αποθετήρια τίτλων (π.χ. EUROCLEAR, CLEARSTREAM), σύμφωνα με τους ειδικότερους όρους που καθορίζονται με ΠΔ/ΤΕ και περιγράφονται στο κείμενο των σχετικών συμβάσεων και
- άλλοι φορείς που τυχόν καθορίζονται με Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος ή εγκρίνονται ατομικώς, εφόσον αυτοί πληρούν εχέγγυα επαρκούς οργάνωσης. Σχετικώς λαμβάνεται υπόψη αν οι φορείς αυτοί υπόκεινται σε ειδικό νομικό ή κανονιστικό καθεστώς οργάνωσης και λειτουργίας, αν υπόκεινται σε ειδική εποπτεία κλπ.

3.2 Προκειμένου να συμμετάσχει φυσικό ή νομικό πρόσωπο στο Σύστημα ως φορέας, πρέπει να υποβάλει αίτηση στην Τράπεζα της Ελλάδος, Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου, με την οποία να ζητεί την απόκτηση αυτής της ιδιότητας, καθώς και το άνοιγμα των παρακάτω λογαριασμών:

- α) λογαριασμών τίτλων στο Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή και
- β) τρεχούμενου λογαριασμού ταμειακής διαχείρισης σε ευρώ στο πλαίσιο λειτουργίας του συστήματος πληρωμών TARGET2 ή, προκειμένου περί προσώπων ή φορέων που δεν εμπίπτουν στην κατηγορία των Πιστωτικών / Χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως ανωτέρω, λογαριασμού καταθέσεων σε ευρώ στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο υποψήφιος φορέας δύναται, αντί να ανοίξει ο ίδιος επ' ονόματί του λογαριασμό στο πλαίσιο λειτουργίας του συστήματος πληρωμών TARGET2, να δηλώσει στην Τράπεζα της Ελλάδος, ως Διαχειρίστρια του Συστήματος, γνωστοποιώντας την επωνυμία και τον Κωδικό Αναγνώρισης Τράπεζας (BIC), το πιστωτικό ίδρυμα που θα ενεργεί ως τράπεζα διακανονισμού (settlement bank) κατά την έννοια του Κανονισμού Λειτουργίας του Συστήματος Ταχείας Μεταφοράς Κεφαλαίων και Διακανονισμού σε Συνεχή Χρόνο TARGET2-GR, δηλαδή το πιστωτικό ίδρυμα στο λογαριασμό TARGET2 του οποίου θα διακανονίζεται το ταμειακό σκέλος των συναλλαγών που θα διενεργεί ο φορέας στο Σύστημα. Με την επιφύλαξη διαφορετικής πρόβλεψης στις οικείες ενότητες του παρόντος Κανονισμού, όπου στον παρόντα Κανονισμό γίνεται αναφορά σε τρεχούμενους λογαριασμούς ταμειακής διαχείρισης των φορέων θα νοείται ως αναφορά στους λογαριασμούς που τηρούν στο πλαίσιο λειτουργίας του συστήματος TARGET2 είτε οι ίδιοι οι φορείς είτε τα πιστωτικά ιδρύματα που ενεργούν ως τράπεζες διακανονισμού, κατά τα ανωτέρω αναφερόμενα.

Εφόσον η αίτηση γίνει αποδεκτή, υπογράφεται σχετική σύμβαση (υπόδειγμα αρ. 1) από το φορέα (δια του νομίμου εκπροσώπου του), με την οποία αυτός δεσμεύεται για την πιστή εφαρμογή του Κανονισμού Λειτουργίας του Συστήματος. Η συμμετοχή φορέως στο Σύστημα συνιστά ανεπιφύλακτη αποδοχή του παρόντος Κανονισμού μετά των Παραρτημάτων του. Σε κάθε συμμετέχοντα φορέα δίδεται ένας κωδικός αριθμός, ο οποίος χρησιμοποιείται για την κωδικοποίηση των λογαριασμών τίτλων που θα τηρεί στο Σύστημα. Ο κωδικός αυτός αριθμός αναφέρεται σε όλες τις ειδοποιήσεις (εντολών / οδηγιών για μεταβίβαση τίτλων ή σύστασης δικαιωμάτων επ' αυτών) που αποστέλλει ο συμμετέχων φορέας στο Σύστημα.

3.3 Με Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (ΠΔ/ΤΕ) δύναται να καθορίζονται για συμμετέχοντα φορέα ή κατηγορία συμμετεχόντων φορέων ειδικοί όροι κατάρτισης συναλλαγών που εκκαθαρίζονται από το Σύστημα και διακανονισμού των, με σκοπό τη διασφάλιση του ομαλού διακανονισμού των συναλλαγών. Βλ. http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/System_RegulationEL.pdf σ. 10 επ.

πελάτη), χωρίς να παράγει αποτελέσματα σε όφελος ή σε βάρος του ελληνικού Δημοσίου ή της ΤτΕ, Διαχειριστή του Συστήματος, ολοκληρώνεται δε με μεταφορά (πίστωση) του αντίστοιχου ποσού στον λογαριασμό του δικαιούχου επενδυτή.

Οι λογαριασμοί των Φορέων, διακρίνονται σε: (α) λογαριασμούς ιδίου χαρτοφυλακίου, (β) χαρτοφυλακίου επενδυτών (πελατείας) και (γ) ενεχύρου, τηρούνται στο Σύστημα, ενώ οι λογαριασμοί των επενδυτών τηρούνται στους Φορείς, χωριστά κατά κατηγορίες τίτλων με κοινά χαρακτηριστικά (άρθρο 6 ν. 2198/1994). Ως Φορέας νοείται και η Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων, η οποία συμμετέχει στο ΣΛΠΣ της ΤτΕ, μέσω της οποίας γίνεται συμψηφιστικά, στο τέλος κάθε συνεδριάσεως του Χρηματιστηρίου (ΧΑ), η εκκαθάριση των χρηματικών απαιτήσεων και των απαιτήσεων επί των άυλων τίτλων από συναλλαγές στο σύστημα (άρθρο 58 § 1 ν. 2533/1997)¹⁹¹.

Για την κατοχύρωση των δικαιωμάτων των επενδυτών η ρύθμιση προβλέπει ότι: (α) η διάθεση των άυλων τίτλων του επενδυτή από τον φορέα επιτρέπεται μόνο ύστερα από συναίνεση-εντολή του επενδυτή, η έλλειψη της οποίας δεν αντιστασεται πάντως κατά της καλής πίστης τρίτων και (β) οι λογαριασμοί τίτλων υπό λογιστική μορφή καλύπτονται από το απόρρητο λογαριασμών καταθέσεων (άρθρα 7 και 12 ν. 2198/1994) διότι η τήρηση των τίτλων σε λογαριασμούς καταργεί το πλεονέκτημα της ανωνυμίας τους. Προς την κατεύθυνση της κατοχύρωσης των δικαιωμάτων των επενδυτών, θεσπίζεται το ακατάσχετο των λογαριασμών που τηρούνται στο Σύστημα (άρθρο 7 § 2 ν. 2198/1994)¹⁹².

Η αξίωση του επενδυτή επί του δικαιώματος του οποίου έχει συντελεσθεί η λογιστική εγγραφή, στρέφεται μόνο κατά του Φορέα που τηρεί τον σχετικό λογαριασμό. Εάν το δημόσιο δεν έχει εκπληρώσει τις κατά νόμο υποχρεώσεις του, ο επενδυτής έχει αξίωση εκ του τίτλου μόνο κατά του δημοσίου. Εάν το χαρτοφυλάκιο επενδυτών του φορέα δεν επαρκεί για την ικανοποίηση του επενδυτή, ο επενδυτής ικανοποιείται προνομιακά από το ίδιο χαρτοφυλάκιο (τίτλων της αυτής κατηγορίας) του φορέα, αλλιώς ικανοποιείται σύμμετρα εφόσον ούτε το χαρτοφυλάκιο επαρκεί για την ικανοποίηση των δικαιούχων. Για το υπόλοιπο της απαίτησης τους οι επενδυτές ικανοποιούνται προνομιακώς από την υπόλοιπη περιουσία του φορέα, κατατασσόμενοι ως προνομιούχοι πριν από την σειρά των απαιτήσεων της ΚΠολΔ 975 περ. 3 και πριν από τη διαίρεση κατά την ΚΠολΔ 977. Η καταβολή των ληξιπρόθεσμων τόκων και κεφαλαίων των τίτλων από το Δημόσιο στην ΤτΕ και η απόδοση από την ΤτΕ στους φορείς των τόκων και κεφαλαίων των οφειλόμενων τίτλων κατά την λήξη

¹⁹¹ Γ. Ν. Μιχαλόπουλος Αποϋλοποίηση τίτλων κυρίως μετοχών, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1999, ο οποίος υποστηρίζει την αντισυνταγματικότητα της διάταξης αυτής, σ. 51 επ

¹⁹² Γ. Ν. Μιχαλόπουλος, όπ. π., σ. 54 επ.

του δανείου, αποσβένουν τις υποχρεώσεις του Δημοσίου και της ΤτΕ αντίστοιχα. Για την ικανοποίηση των εκ των τίτλων απαιτήσεων έναντι του φορέα κατά κεφάλαιο και τόκους, οι επενδυτές κατατάσσονται προνομιακώς (άρθρο 8 ν. 2198/1994).

γ. Το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ): Το Σύστημα λογιστικής παρακολούθησης συναλλαγών επί τίτλων με λογιστική μορφή το οποίο διαχειρίζεται η ΤτΕ, παρακολουθεί την έκδοση και διακίνηση των τίτλων με λογιστικές εγγραφές που γίνονται με τη χρήση συστημάτων ηλεκτρονικού υπολογιστή. Τα ζητήματα που τίθενται είναι ζητήματα ηλεκτρονικής δήλωσης βουλήσεως¹⁹³.

Για τους συμμετέχοντες Φορείς το Σύστημα τηρεί λογαριασμούς τίτλων και εξουσιοδοτείται να κινεί λογαριασμούς σε ευρώ ή καταθέσεων σε ευρώ για την ταμειακή τακτοποίηση των συναλλαγών που διεξάγουν οι Φορείς τόσο (α) για λογαριασμό τους, όσο και (β) για λογαριασμό των επενδυτών - πελατών τους. Οι συμμετέχοντες Φορείς τηρούν αντιστοίχως λογαριασμούς τίτλων για λογαριασμό των επενδυτών - δανειστών. Δεν επιτρέπεται όμως να τηρούν λογαριασμούς τίτλων ως πελάτες άλλων Φορέων, που συμμετέχουν στο Σύστημα. Οι λογιστικές εγγραφές στους λογαριασμούς τίτλων γίνονται στις ονομαστικές αξίες των τίτλων κατά κωδικό έκδοσης, ενώ στους λογαριασμούς ευρώ γίνονται στην αξία διακανονισμού που συμφωνήθηκε.

Το Σύστημα δέχεται και επεξεργάζεται ειδοποιήσεις για συναλλαγές επί τίτλων τόσο στην πρωτογενή αγορά όπου πραγματοποιείται η αρχική διάθεση των τίτλων, όσο και στην δευτερογενή αγορά με αναγγελία, κατά κωδικό έκδοσης τίτλου, στο Σύστημα όλων των σχετικών συναλλαγών. Τα αποδεικτικά των συναλλαγών επί τίτλων που εκδίδονται από τους Φορείς, που συμμετέχουν στο Σύστημα δεν είναι διαπραγματεύσιμα ούτε μεταβιβάσιμα, αλλά απλώς πιστοποιούν τις συγκεκριμένες συναλλαγές.

Οι εν λόγω Τίτλοι δύνανται να ενεχυρασθούν. Η ενεχύραση τίτλων από τους συμμετέχοντες Φορείς και τους επενδυτές - δανειστές τελείται με σχετική ειδοποίηση του Συστήματος από τον ενεχυριάζοντα και ταυτόχρονη έγγραφη σύμφωνη γνώμη του ενεχυρούχου δανειστή. Το Σύστημα εγγυάται ότι οι ενεχυρασθέντες τίτλοι δεν θα

¹⁹³ Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 126 επ.

αποδεσμευθούν χωρίς την έγγραφη σύμφωνη γνώμη του ενεχυρούχου δανειστή που θα συσχετίζεται προς την σχετική ειδοποίηση αποδέσμευσης του ενεχυριάζοντος οφειλέτη, διαφορετικά η αξία των τίτλων πιστώνεται σε ειδικό άτοκο δεσμευμένο λογαριασμό που τηρείται στην ΤτΕ στο όνομα και των δύο συμβαλλομένων¹⁹⁴.

δ. Πρακτική σημασία: Η πρακτική σημασία της διάκρισης των λογαριασμών στο Σύστημα και στους Φορείς είναι σημαντική διότι: (α) ο Επενδυτής, έχει αξίωση από τον τίτλο, στρεφόμενη μόνο κατά του Φορέα στον οποίο τηρείται ο λογαριασμός του, σύμφωνα με το άρθρο 8 § 2^a ν. 2198/1994¹⁹⁵ και (β) διότι ως ακατάσχετοι ορίζονται στο νόμο μόνο οι λογαριασμοί στο Σύστημα και όχι οι λογαριασμοί στους Φορείς, σύμφωνα με το άρθρο 7 § 2 ν. 2198/1994, των οποίων η κατάσχεση απλώς δυσχεραίνεται, λόγω του απορρήτου. Πλέον το θέμα αυτό έχει λυθεί από το άρθρο 24 ν. 2915/2000¹⁹⁶.

ε. Διεθνής αξιολόγηση: Το Σύστημα αξιολογείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), όσον αφορά την τήρηση διεθνών κανόνων, για την εκκαθάριση και τον διακανονισμό τίτλων, ενόψει του γεγονότος ότι οι εν λόγω άυλοι τίτλοι χρησιμοποιούνται: (α) ως εμπράγματα ασφάλεια σε συναλλαγές νομισματικής πολιτικής καθώς και (β) για την παροχή ενδοημερήσιας ρευστότητας στα τραπεζικά ιδρύματα από την Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με τους κανόνες που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Επίσης, μέσω του Συστήματος επιτυγχάνεται (γ) ο διακανονισμός των συναλλαγών του [Συστήματος Ανταποκριτριών Κεντρικών Τραπεζών \(Correspondent Central Banking Model\)](#) που σχετίζονται με τίτλους σε λογιστική μορφή και αφορούν στην άσκηση της νομισματικής

¹⁹⁴ Οι ειδοποιήσεις προς το Σύστημα μπορούν να αποστέλλονται εγγράφως είτε (α) με telex ή fax διασφαλισμένης αυθεντικότητας είτε (β) με swift είτε (γ) με τηλεμετάδοση, όταν αυτό γίνει εφικτό. Σε κάθε περίπτωση οι ειδοποιήσεις που έχουν ήδη σταλεί στο Σύστημα για συναλλαγές μπορούν να ακυρωθούν ή να τροποποιηθούν με μεταγενέστερη ειδοποίηση ακύρωσης ή με μεταγενέστερη τροποποίηση της αρχικής ειδοποίησης και νέα ειδοποίηση με πλήρη στοιχεία της νέας συναλλαγής. Για την ακύρωση ή τροποποίηση προϋπόθεση είναι η έγκαιρη ενημέρωση του Συστήματος το αργότερο δύο ώρες πριν από την έναρξη της τελικής εκκαθάρισης της ημερομηνίας συμψηφισμού που αναγράφεται στην ειδοποίηση της προς ακύρωση ή τροποποίηση της συναλλαγής. Βλ. Γ. Ν. Μιχαλόπουλο, όπ. π., σ. 54 επ.

Το άνοιγμα του Συστήματος και η έναρξη εισαγωγής ειδοποιήσεων που αποστέλλουν οι συμμετέχοντες φορείς γίνεται ταυτόχρονα με την έναρξη του ωραρίου τραπεζικών συναλλαγών, όπως και τελευταία προθεσμία λήψης ειδοποίησης για συναλλαγές με τρέχουσα ημερομηνία συμψηφισμού είναι η λήξη του επισήμου ωραρίου τραπεζικών συναλλαγών. Κατά την διάρκεια της ημέρας πραγματοποιούνται τρεις (3) προσωρινές εκκαθαρίσεις των συναλλαγών προκειμένου να τακτοποιούνται εγκαίρως οι τυχόν διαφορές και να αποφεύγεται η μη τελική τακτοποίηση των ειδοποιήσεων. Η τελική εκκαθάριση περιλαμβάνει τον οριστικό συμψηφισμό (με την διαδικασία του πολυμερούς συμψηφισμού), το κλείσιμο του οριστικού συμψηφισμού και το κλείσιμο της ημέρας κατά το οποίο οριστικοποιούνται οι εγγραφές στους αντίστοιχους λογαριασμούς τίτλων και ευρώ.

¹⁹⁵ Η αξίωση είναι ικανοποιήτεια από το χαρτοφυλάκιο επενδυτών του φορέα αυτού, αν δε το τελευταίο δεν επαρκεί για την ικανοποίηση του επενδυτή, τότε αυτός ικανοποιείται προνομιακά από το «ίδιο χαρτοφυλάκιο» του Φορέα (άρθρο 8 § 3α ν.2198/ 1994). Αν ούτε το ίδιο χαρτοφυλάκιο επενδυτών του Φορέα δεν αρκεί, τότε οι δικαιούχοι ικανοποιούνται συμμετρως από το ίδιο χαρτοφυλάκιο του Φορέα (άρθρο 8 § 3β ν.2198/ 1994) κι αν δε ούτε αυτό επαρκεί τότε ικανοποιούνται προνομιακά από τη λοιπή του περιουσία κατά κεφάλαιο και τόκους (άρθρ.8 § 5 και 7 ν.2198/ 1998). Βλ. Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 856 επ.

¹⁹⁶ Κ. Χριστοδούλου, όπ. π., σ. 856 επ. Βλ. και Σ 94 § 4 β, γ, και ΟΛΑΠ 17/2002 καθώς και άρθρο 4 ν. 3068/2002.

πολιτικής στη ζώνη του ευρώ (Euro-zone). Οι διαδικασίες λειτουργίας του Συστήματος αναφέρονται αναλυτικά στον [Κανονισμό Λειτουργίας του Συστήματος](#)¹⁹⁷.

Έτσι, η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) ενεργεί τις εγγραφές (α) λήψης, (β) εξυπηρέτησης και (γ) αποπληρωμής των δανείων για λογαριασμό του ελληνικού δημοσίου (άρθρο 5 ν. 2198/1994). Πάντως, η απεγχάρτωση των δημόσιων αξιογράφων που έχουν εκδοθεί είναι, όπως προελέχθη, προαιρετική, στο βαθμό που διατηρείται ταυτόχρονα η δυνατότητα έκδοσης από το δημόσιο και απόκτησης από τους επενδυτές σε ενσώματη μορφή.

4. Έκταση της ευθύνης της Τράπεζας της Ελλάδος ως διαχειρίστριας του Συστήματος.

Η ΤτΕ ενεργώντας ως διαχειρίστρια του Συστήματος δεν υπέχει συμβατική ή εξωσυμβατική ευθύνη. Υπέχει ευθύνη μόνο για: (α) δόλο ή (β) βαριά αμέλεια (ΑΚ 332). Απαλλάσσεται της ευθύνης για τυχόν ζημίες των Φορέων που μπορεί να προκληθούν από ανωτέρα βία, καθώς και για αδυναμία των υπολογιστικών της συστημάτων από οποιαδήποτε αιτία, ακόμα και προσωρινή, ή για την περίπτωση απώλειας δεδομένων (data) που περιέχουν ή για οποιαδήποτε δόλια χρήση των εν λόγω δεδομένων από τρίτο.

5. Διαδικασία μετατροπής

Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομικών και Διοικητή ΤτΕ (ΥπΟικ και Δ/ΤΕ)¹⁹⁸ παρέχεται η δυνατότητα μετατροπής σε άυλους όλων των ενσώματων τίτλων του δημοσίου που κυκλοφορούν και έχουν εκδοθεί πριν ή μετά την ημερομηνία έναρξης της λειτουργίας του ΣΛΠΣ. Η διαδικασία είναι η εξής:

(α) Η ΤτΕ ενημερώνει έγκαιρα τους Φορείς, για την κατ' έκδοση και κατηγορία ομολόγων ημερομηνία αποϋλοποίησης όπως αυτή θα καθορίζεται από το Υπουργείο Οικονομικών. Η ενημέρωση των φορέων θα προηγείται της ημερομηνίας αποϋλοποίησης κατά είκοσι (20) τουλάχιστον ημέρες, έτσι ώστε οι φορείς να διαθέτουν τον απαραίτητο χρόνο για την ενημέρωση των επενδυτών - πελατών τους και την συγκέντρωση, τον έλεγχο και την αποστολή των ενσώματων τίτλων στην ΤτΕ.

(β) Κατά την καθορισθείσα ημερομηνία αποϋλοποίησης οι φορείς αναγγέλλουν με telex στο Τμήμα εντόκων γραμματίων και ομολόγων του δημοσίου, το ποσό (συνολική ονομαστική αξία) των προς αποϋλοποίηση ομολόγων κατά κατηγορία, διάρκεια και έκδοση,

¹⁹⁷ <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/PaymentsSystems/bogs.aspx>

¹⁹⁸ Κοινή απόφαση ΥπΟικ και Δ/ΤΕ 2054061/7197/0023/23.7.1997 (άρθρο 10 ν. 2198/1994 όπως ισχύει).

με ρητή αναφορά στο ποσό των ομολόγων ιδίου χαρτοφυλακίου των τραπεζών και το ποσό των ομολόγων χαρτοφυλακίου πελατείας τους¹⁹⁹.

(γ) Το συγκεκριμένο Τμήμα καταχωρεί τα ποσά που αναγγέλλονται στο μηχανογραφικό αρχείο των απούλοποιηθέντων τίτλων και μέχρι της 12^{ης} ώρας της επομένης εργάσιμης ημέρας, δίνει εντολή στο Τμήμα διαχείρισης τίτλων με λογιστική μορφή για πίστωση του σχετικού λογαριασμού άυλων τίτλων του φορέα. Οι τίτλοι αυτοί υπόκεινται, από την ημερομηνία πίστωσης, στις διατάξεις του Κανονισμού λειτουργίας του ΣΛΠΣ.

(δ) Η προσκόμιση των ενσώματων τίτλων από τους φορείς στο Τμήμα εντόκων γραμματίων και ομολόγων του δημοσίου προς απούλοποίηση, γίνεται το αργότερο εντός δεκαπέντε (15) ημερών από την ημερομηνία αποστολής του telex. Στα προς απούλοποίηση ομόλογα πρέπει να έχουν προσαρτηθεί όλα τα τοκομερίδιά, τα οποία δεν έχουν λήξει²⁰⁰.

(ε) Μετά την παραλαβή των προς απούλοποίηση τίτλων, ενημερώνεται με τα συνολικά και αναλυτικά στοιχεία τους το μηχανογραφικό αρχείο των απούλοποιηθέντων τίτλων, συσχετίζεται το αρχείο αυτό με το αρχείο δεσμευμένων τίτλων και τέλος γίνεται σύγκριση της συνολικής ονομαστικής αξίας των καταχωρηθέντων προς απούλοποίηση τίτλων (κατά κατηγορία χαρτοφυλακίου) με αυτήν που έχει αναγγελθεί από τον φορέα μέσω του telex. Ομοίως αντιμετωπίζεται η υπόθεση διαφοροποίησης των ονομαστικών αξιών, κατά περιπτώσεις²⁰¹.

Θ. Επίλογος

Τα ομολογιακά δάνεια, είτε έγχαρτης είτε άυλης μορφής, διαδραματίζουν σπουδαίο ρόλο στην χρηματοδότηση των ανωνύμων εταιρειών στην Ελλάδα. Η διεθνής πρακτική έχει επιρεάσει σε μέγιστο βαθμό την εγχώρια οικονομική και επιχειρηματική ζωή. Πλέον, η απούλοποίηση αποκτά το ρόλο που ο ιστορικός νομοθέτης της είχε επιφυλάξει. Στο πλαίσιο της παρούσης εργασίας, έγινε μια απόπειρα καταγραφής και να επικαιροποίησης του θεσμικού πλαισίου των ομολογιακών δανείων του ν. 3156/2003. Υπό το πρίσμα αυτό, καταγράφηκαν οι προβλεπόμενες κατηγορίες ομολογιακών δανείων στην ελληνική έννομη τάξη, με ταυτόχρονη αναφορά στο όλο νομικό πλαίσιο που τα διέπει, από την έκδοσή τους έως τη λήξη και καταγγελία τους. Καταβλήθηκε προσπάθεια να τονισθεί η σπουδαιότητα της

¹⁹⁹ Γ. Ν. Μιχαλόπουλος, όπ. π., σ. 54 επ.

²⁰⁰ Οι τίτλοι που προσκομίζονται και τα τοκομερίδια θα πρέπει να έχουν ακυρωθεί με σφραγίδα και διατηρηθεί κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στην εν λόγω κοινή απόφαση. Βλ. Γ. Ν. Μιχαλόπουλος, όπ. π., σ. 54 επ.

²⁰¹ Γ. Ν. Μιχαλόπουλος, όπ. π., σ. 54 επ.

συνέλευσης των ομολογιούχων δανειστών καθώς και ο ρόλος του εκπροσώπου της και παρουσιάστηκαν διάφορα επιμέρους θέματα, όπως τα φορολογικά και η θέση του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους επί της ιδιαίτερης αυτής μορφής δανεισμού διαμέσου κινητών αξιών.

Ο ν. 3156/2003 περιέχει βασικές κατευθύνσεις, οι οποίες συγκεκριμενοποιούνται μέσω της αποτύπωσης της ιδιωτικής βούλησης των εμπλεκόμενων μερών στο πρόγραμμα του εκάστοτε ομολογιακού δανείου. Τα δικαιώματα της εκδότριας και των ομολογιούχων διατυπώνονται σαφώς και προστατεύονται συμβατικά. Ο θεσμός της απούλοποίησης, ήδη εισαχθείς στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 2198/1994, έχει αρχίσει να διαδραματίζει σημαίνοντα ρόλο στην όλη χρηματοδότηση των ελληνικών ανωνύμων εταιρειών, τραπεζικών ή κοινών. Οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν αποκτήσει πλέον πρόσβαση σε κεφάλαια παγκόσμια. Προβλήματα δημιουργούνται στην πράξη. Ο νόμος δεν είναι πάντοτε αρκετά σαφής και η ιδιωτική βούληση τον χρησιμοποιεί ως εργαλείο για την ταχύτερη, οικονομικότερη και ασφαλέστερη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Η πράξη έχει δώσει λύσεις σε πολλά ζητήματα, μέσω επινόησης ειδικών συμβατικών ρητρών, οι οποίες αντιμετωπίζουν τα εν λόγω ανακύπτοντα προβλήματα ενδελεχώς και στην ουσία τους. Πλέον, η χρηματοδότηση δια μέσου κινητών αξιών κινεί τα νήματα, όχι μόνο της εγχώριας αλλά της παγκόσμιας οικονομίας.

“Gloria Deo! Finis Malorum!!!”²⁰²

²⁰² Μετάφραση : «Δόξα τω Θεώ! Τέλειωσαν τα βάσανα!».

Βιβλιογραφία

Ι. Ελληνική:

Α. Αντάπασης, εις τον ΑΚ Γεωργιάδη-Σταθόπουλου, άρθρο 888, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1982.

Δ. Αυγητίδης, Η δημόσια εγγραφή και η επαρκής διασπορά ως προϋπόθεση εισαγωγής μετοχών στο Χρηματιστήριο, 9ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικολόγων, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2000.

Δ. Αυγητίδης, Ευθύνη αναδόχου για το ενημερωτικό δελτίο, ΕπισκεΔ τ. Α', Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2007.

Χ. Απαλλαγάκη, Τέλη εγγραφής προσημείωσης υποθήκης κατά το άρθρο 14 ν. 3156/2003, ΕφΑΔ, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

Γ. Βελέντζας, Ανώνυμη Εταιρία (απλή και εισηγμένη), Εταιρικό Δίκαιο και Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Νομική Τράπεζα, Εκδόσεις Ius, Θεσσαλονίκη 2008.

Ν. Βερβεσός, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, τόμ. 10, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

Ε. Βουζίκας, ΕρμΑΚ, άρθρα 806-809.

Λ. Γεωργακόπουλος, Άδεια δημόσιας εγγραφής και εισαγωγής τίτλων στο Χρηματιστήριο, ΔΕΕ, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1995.

Λ. Γεωργακόπουλος, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου - Αξιόγραφα, Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1997.

Λ. Γεωργακόπουλος, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου – Εταιρείες, Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1996.

Α. Γεωργακόπουλος, Το δίκαιο των εταιρειών, τομ. ΙΙΙ, Η ανώνυμος εταιρεία, Β', Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1974.

Α. Γεωργακόπουλος, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο: το δίκαιο του ελληνικού συστήματος της κεφαλαιαγοράς και χρηματαγοράς, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1999.

Απ. Γεωργιάδης, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1999.

Απ. Γεωργιάδης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, τόμ. Ι, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2004.

Απ. Γεωργιάδης, Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, 5^η έκδ., Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2008.

Στ. Γεωργιάδης, Η σύναψη ομολογιακού δανείου από κοινωφελές ίδρυμα, εις: Γενέθλιον Απ. Γεωργιάδη, τόμ. Ι, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2006.

Τ. Γιωτάκης, Ομολογιακά δάνεια του ν. 3156/2003: είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης, τ. 7, ΕΨΙΛΟΝ 2004.

Χρ. Δεληγιάννη-Δημητράκου, Trust και Καταπίστευση - Συγκριτική θεώρηση, 2^η έκδ., Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2002.

Γ. Καβαλάκης, Φορολογία Εισοδήματος Φυσικών και Νομικών προσώπων, IPIROTIKI Publications SA, Αθήνα 1997.

Γ. Καλλιμόπουλος, Ομολογιακά δάνεια που καλύπτονται από έναν ομολογιούχο δανειστή και εφαρμογή των διατάξεων του ν. 3156/2003, ΧρηΔίκ, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2009.

Γ. Καραθανάσης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές, γ' έκδοση, εκδ. Μπένου Ε., Αθήνα 1999.

Α. Κιάντου-Παμπούκη, Δίκαιο Αξιογράφων, 5^η έκδ., Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1997.

Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Έγγραφα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1997.

Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Το νομικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου, Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2006.

Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, 2^η έκδ., Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2008.

Στ. Κουσούλης, εις: Κεραμέα/Κονδύλη/Νίκα, Ερμηνεία ΚΠολΔ, Άρθρον 325, τόμ. Ι, Εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2000.

Γ. Λέκκας, Άυλες μετοχές και κληρονομική διαδοχή, ΧρονΙΔ, τ. Γ', Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2003.

Γ. Λέκκας, Εμπράγματα εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2005.

Γ. Ν. Μιχαλόπουλος, Αποϋλοποίηση τίτλων κυρίως μετοχών, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1999.

Θ. Οικονόμου, Ανάλυση και Διαχείριση μετατρέψιμων ομολογιών, Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Γ' Τριμηνία, Αθήνα 1992.

Σ. Παγώνη, Η υποχρέωση των εκδοτών εταιρειών για διαφάνεια και πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, ΕΤρΑξΧρΔ, εκδ. Κ. Κραβαρίτου, Θεσσαλονίκη 2005.

Π. Παναγιώτου, Το δικαίωμα προτίμησης στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρίας, Π. Ν. Σάκκουλας, Θεσσαλονίκη 1996.

Π. Παπανικολάου, Η ευθύνη της Τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1998.

Ευ. Περάκης, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, 3^η έκδ., Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2010.

Γ. Προβόπουλος, Ο εκσυγχρονισμός του συστήματος διακίνησης τίτλων του Δημοσίου, Δελτίο ΕΕΤ, Αθήνα 1994.

Ν. Ρόκας, Αξιόγραφα, Αντ. Ν. Σάκκουλας Αθήνα, 1992.

Ν. Ρόκας, Σύγχρονη τεχνολογία και εμπορικό δίκαιο, ΕΕμπΔ, Εκδ. Σάκκουλα 1998.

Λ. Ρούσσης, Καταστρατήγηση δικαίου στις τραπεζικές συμβάσεις, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2010.

Θ. Σκούρας, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, τόμ. 4, άρθρο 30α κ.ν. 2190/1920, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2000.

Μ. Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 4^η έκδ., Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2004.

Λ. Σταματόπουλος/Α. Καραβοκύρης, Φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων, εκδ. Σταματόπουλος Δημ., Αθήνα 2005.

Γ. Σωτηρόπουλος, Δανεισμός τίτλων, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

Γ. Σωτηρόπουλος, εις το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, τόμ. 1, Εισαγωγή στο άρθρο 3^α κ.ν. 2190/1920, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2002.

Χ. Ταρνανίδου, Η τιμή μετατροπής στις μετατρέψιμες ομολογίες, ΕπισκΕΔ, Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 1999.

Β. Τουντόπουλος, Η συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών. Σκέψεις σχετικά με το άρθρο 3 του ν. 3156/2003. ΕπισκΕΔ, τ. Δ', Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2003.

Λ. Τσιμπανούλης, Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι, ΕπισκΕΔ, τ. Β', Π. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2009.

Α. Τσιμπανούλης, Πρόσκληση στο κοινό για συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο υπό ίδρυση τράπεζας. Προϋποθέσεις έγκρισης δημόσιας εγγραφής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ΔΕΕ, τ. 4, Νομ. Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1997.

Π. Φύλιος, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, 6^η έκδ., Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2005.

Κ. Χριστοδούλου, Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι - Επόμενες ουσιαστικού και δικονομικού αστικού δικαίου, Δίκη (35), Εκδ. EUNOMIA, Αθήνα 2004.

Κ. Χριστοδούλου, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2008.

Σπ. Ψυχομάνης, Τραπεζικό Δίκαιο - Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, 5^η έκδ., Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 2001.

II. Ξενόγλωσση:

Kahan M, Rethinking corporate bonds: the Trade-off between individual and collective rights, 77 New York University Law Review 1040 (2002).

McDaniel M, Bondholders and Corporate Governance, The Business Lawyer 41 (2), 413-460 (1986).

Ripert G./Roblot R., Traite de Droit commercial, v. I, 15e édition, LGDJ, Paris 1998.

Tennekoon R, The Law and Regulation of International Finance, Butterworths, London 1991.

Wood Ph, International Loans, Bonds and Securities Regulation, Sweet & Maxwell, London 1995.

Wood Ph, The Law and Practice of International Finance, Sweet & Maxwell, London 1980.