



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

ΕΝΙΑΙΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΑΣΤΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΝΕΕΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΕΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2017 - 2018

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
της Δανάης Στρατηγίας Σκεύη
A.M.: 7340010217028

ΤΟ ΕΝΕΧΥΡΟ ΣΕ ΑΥΛΟΥΣ ΤΙΤΛΟΥΣ

Επιβλέποντες:

Επίκουρη καθηγήτρια κα Πούλου - Οικονομίδου Ελισάβετ

Αναπληρωτής καθηγητής κ. Ρούσσος Κλεάνθης

Επίκουρος καθηγητής κ. Χιωτέλλης Αριστείδης

Αθήνα, 2018

Copyright © [*Όνοματεπώνυμο, χρονολογία δημοσίευσης*]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Για την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας ευχαριστώ ιδιαίτερος την καθηγήτρια μου κυρία Ελισάβετ Πούλου – Οικονομίδου για την ενθαρρυντική της στάση και τη βοήθεια στην ολοκλήρωση της εργασίας σε πολύ πιεστικά πλαίσια χρόνου καθώς και για την ελευθερία που μου έδωσε να αναπτύξω τους προβληματισμούς που με απασχολούν και αποτυπώνονται στο περιεχόμενο της μελέτης. Ευχαριστώ επίσης τους ανθρώπους του επαγγελματικού μου περιβάλλοντος που με συνέδραμαν με νομικά κείμενα και συμβουλές της πράξης αλλά και τους οικείους μου που με βοηθούν όποτε το χρειαστώ.

στη γιαγιά μου

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στη σημερινή εποχή η διαρκής τεχνολογική εξέλιξη και η ανάγκη ταχύτητας στη διενέργεια των συναλλαγών έχει επηρεάσει το δικαιικό κόσμο και ιδίως τη λειτουργία της εμπράγματης ασφάλειας όταν αντικείμενο της οποίας είναι τίτλοι με άυλη υπόσταση. Μια από τις βασικές καινοτομίες που εισήγαγαν οι νέες τεχνολογίες αποτελεί το *φαινόμενο της αποϋλοποίησης* κατά το οποίο αίρεται η ενσωμάτωση των δικαιωμάτων σε έγγραφα τα οποία ενσωματώνονται πλέον με ηλεκτρονικές καταχωρίσεις σε μητρώα άυλων τίτλων. Η κυκλοφορία άυλων τίτλων πραγματοποιήθηκε αρχικά στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς με την υποχρεωτική αντικατάσταση των έγχαρτων τίτλων με άυλους εκ του λόγου ότι το «έγγραφο» αδυνατούσε να ακολουθήσει το ρυθμό των καθημερινών χρηματιστηριακών συναλλαγών (μεταβίβαση, ενεχυρίαση, εκκαθάριση κλπ). Οι πρόσφατες ρυθμίσεις του νόμου 4548/2018, αναφορικά με την αναμόρφωση του δικαίου των ανώνυμων εταιρειών, εισήγαγαν τη δυνατότητα αποϋλοποίησης των τίτλων των μη εισηγμένων ανώνυμων εταιρειών και οδήγησαν κατά αυτό τον τρόπο στη διεύρυνση της αποϋλοποίησης εκτός του πεδίου της Κεφαλαιαγοράς. Ως εκ τούτου, παρατηρείται ότι η διαρκής «αλλοίωση» παραδοσιακών δικαιικών κλάδων όπως είναι το δίκαιο των αξιολογίων επηρεάζει και μεταβάλλει το δίκαιο της εμπράγματης ασφάλειας, ιδίως ως προς το αντικείμενο της ασφάλειας.

Το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας, ειδικότερα, είναι η σύσταση ενεχύρου επί άυλων τίτλων και η εξέταση των νομικών ζητημάτων που ανακύπτουν σε όλα τα στάδια λειτουργίας του ενεχύρου. Στο πρώτο (1^ο) κεφάλαιο η ανάλυση αρχίζει από τον προσδιορισμό του πεδίου εμφάνισης άυλων τίτλων υπό το φως της νομοθετικής αλλαγής που επήλθε με το νόμο 4548/2018 και τη δυνατότητα έκδοσης άυλων τίτλων από εισηγμένες και μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες. Στη συνέχεια, για λόγους προκατανόησης σκιαγραφείται η βασική νομοθεσία και οι σκοποί που επιδιώκει το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς λόγω της ειδικότητας των χρηματιστηριακών διατάξεων και της διάσπαρτης νομοθεσίας στο μέτρο που σχετίζονται με την παρούσα εργασία. Εξάλλου, για πάνω από δύο δεκαετίες οι άυλοι τίτλοι ήταν ένα χρηματοπιστωτικό μέσο που κυκλοφορούσε μόνο στην κεφαλαιαγορά και η τελολογία και λειτουργία του είχε αναπτυχθεί στους κόλπους του χρηματιστηριακού δικαίου, ενώ σε αυτό το πλαίσιο είχε γίνει αντικείμενο μελέτης από τη θεωρία. Στη συνέχεια, εξετάζεται συνοπτικά ποια είναι η σχέση των άυλων τίτλων – και του ειδικότερου θέματος του ενεχύρου επί αυτών – με το κλασσικό αστικό δίκαιο και το δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών για να προσδιοριστεί με μεγαλύτερη σαφήνεια το πεδίο μελέτης της παρούσας εργασίας.

Στο δεύτερο (2^ο) κεφάλαιο, ερευνάται το θεμελιώδες και πρωταρχικό ερώτημα *τί είναι και ποια είναι νομική φύση των άυλων τίτλων* οι οποίοι αποσυνδεδεμένοι από το έγγραφο δημιουργούν

πλείστα νομικά και λογικά ερωτήματα, ιδίως όταν κάποιος δανειστής επιχειρεί να εξασφαλίσει την απαίτηση του μέσω της ενεχυρίασης άυλων τίτλων (μετοχών, ομολογιών κλπ). Σκιαγραφείται συνοπτικά η θέση του νομοθέτη και αναπτύσσονται οι διστάμενες απόψεις της θεωρίας. Το στάδιο αυτό είναι λογικώς προγενέστερο της εξέτασης του ειδικότερου θέματος ενεχυρίασης άυλων τίτλων διότι ο ακριβής ορισμός και η νομική τους φύση θα υποδείξουν τον τρόπο ενεχυρίασης και ρευστοποίησης τους με την εφαρμογή κατάλληλων κανόνων δικαίου.

Ακολούθως, στο τρίτο (3^ο) κεφάλαιο εξετάζεται η νομική φύση του ενεχύρου με αντικείμενο άυλους τίτλους με έμφαση στην ιδιομορφία που παρουσιάζουν λόγω της μεγάλης σπουδαιότητας που δίνεται στο ενσωματωμένο δικαίωμα. Όπως ισχύει επί παραδοσιακών αξιογράφων, ομοίως και οι άυλοι τίτλοι ενεχυριάζονται από τον εκάστοτε ενεχυρούχο δανειστή ο οποίος αποβλέπει στο ενσωματωμένο σε αυτούς δικαίωμα και ουχί στην ύπαρξη του εγγράφου το οποίο δεν έχει οικονομική αξία από μόνο του. Με γνώμονα τη συγκεκριμένη παραδοχή εξετάζεται η νομική φύση του ενεχύρου σε άυλους τίτλους και ιδίως σε σχέση με το είδος των δικαιωμάτων που ενσωματώνουν. Περαιτέρω, παρουσιάζονται συνοπτικά τα υπάρχοντα συστήματα καταχώρισης άυλων τίτλων που σήμερα είναι δύο, το Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών με διαχειριστή το Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) και το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ) με διαχειριστή την Τράπεζα της Ελλάδος. Στη συνέχεια της εργασίας αναλύονται οι διατάξεις που διέπουν τη λειτουργία του ενεχύρου στο Σ.Α.Τ.

Στο τέταρτο (4^ο) κεφάλαιο εξετάζεται η σύσταση του ενεχύρου με βάση τις κοινές διατάξεις του αστικού δικαίου και από άποψη τεχνικών διαδικασιών που ακολουθείται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ακολούθως, στο πέμπτο (5^ο) κεφάλαιο αναπτύσσεται η λειτουργία της τριμερούς ενεχυρικής σχέσης που δημιουργείται μεταξύ των μερών, δηλαδή *i.* του ενεχυραστή, *ii.* του ενεχυρούχου δανειστή, και *iii.* του φορέα του μητρώου τίτλων το οποίο είναι ταυτόχρονα θεματοφύλακας και διαχειριστής των τίτλων και βαρύνεται με παρεπόμενες υποχρεώσεις ασφάλειας του συστήματος. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην ανώμαλη εξέλιξη της ενεχυρικής σχέσης και των εννόμων συνεπειών που επέρχονται.

Στο έκτο (6^ο) κεφάλαιο, αναλύεται το μεταγενέστερο χρονικά και λογικά στάδιο της ρευστοποίησης του ενεχύρου που επέρχεται σε περίπτωση ανώμαλης εξέλιξης της σχέσης των μερών λόγω της μη ικανοποίησης ή της μη εμπρόθεσμης ικανοποίησης της ασφαλιζόμενης απαίτησης του δανειστή. Ο ενεχυρούχος δανειστής δύναται να ρευστοποιήσει το ενέχυρο και ειδικότερα ζητήματα ανακύπτουν λόγω του ότι οι άυλοι τίτλοι είναι αποκλειστικά στην κατοχή του μητρώου. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στην αναγκαστική κατάσχεση άυλων τίτλων που μπορεί να επιβληθεί από οποιονδήποτε δανειστή και -όπως η ρευστοποίηση του ενεχύρου- λαμβάνει

χώρα εις χείρας τρίτου (μητρικού τίτλων). Χρήσιμα επιχειρήματα και συμπεράσματα εξάγονται από τη μελέτη του συγκεκριμένου θεσμού ιδίως λόγω της εφαρμογής του άρθρου 991Α ΚΠολΔ.

Στο τελευταίο (7^ο) κεφάλαιο γίνεται μια ευσύννοπη περιπτωσιολογική αναφορά στις άυλες μετοχές και στις άυλες ομολογίες που αποτελούν τα πιο δημοφιλή επενδυτικά αξιόγραφα και εξετάζονται κυρίως υπό το φως των πρόσφατων νομοθετικών αλλαγών που επήλθαν βάσει του νόμου 4548/2018 για την αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών.

Η παρούσα εργασία ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των γενικών συμπερασμάτων στα νομικά θέματα που εξετάζονται στις επιμέρους ενότητες και αποβλέπει στους ακόλουθους στόχους: *i.* στην παρουσίαση των πρόσφατων νομοθετικών αλλαγών που επήλθαν ιδίως με τους νόμους 4514/2018, 4548/2018 και 4569/2018 και επηρέασαν σε πολύ μεγάλο βαθμό τους άυλους τίτλους *ii.* στη συνοπτική παρουσίαση των διάσπαρτων χρηματιστηριακών διατάξεων που ρυθμίζουν κατά βάση τα πιο τεχνικά-διαδικαστικά ζητήματα ενεχυρίασης των άυλων τίτλων στο Σ.Α.Τ., *iii.* στην ολοκληρωμένη δογματική προσέγγιση της ενεχυρίασης άυλων τίτλων μέσω της μελέτης της νομικής τους φύσης και του σκοπού που εξυπηρετούν *iv.* τη συνέχιση του επιστημονικού διαλόγου για την διεύρυνση του φαινομένου της αποϋλοποίησης ει δυνατόν σε παρεμφερείς νομικούς θεσμούς.

Αθήνα, Δεκέμβριος 2018

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

1.1	Πεδίο εμφάνισης άυλων τίτλων.....	10
1.1.1	Τίτλοι εντός κεφαλαιαγοράς.....	10
1.1.2	Τίτλοι εκτός κεφαλαιαγοράς.....	11
1.2	Ορισμός κεφαλαιαγοράς και οργανωμένων αγορών.....	11
1.2.1	Ισχύον νομοθετικό πλαίσιο κεφαλαιαγοράς αναφορικά με τους άυλους τίτλους	13
	i. ιστορική διαδρομή.....	13
	ii. πρόσφατες νομοθετικές εξελίξεις.....	17
1.2.2	Σκοποί δικαίου κεφαλαιαγοράς.....	20
1.3	Σχέση άυλων τίτλων με τους λοιπούς κλάδους δικαίου	21
1.3.1	Αστικό δίκαιο.....	21
1.3.2	Εμπορικό δίκαιο.....	22

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

2.1	Ορισμός άυλων τίτλων.....	24
2.1.1	Ορολογικά ζητήματα.....	24
2.1.2	Νομοθετική και θεωρητική προσέγγιση.....	26
2.2	Νομική φύση άυλων τίτλων.....	30
2.1.2	Νομοθετική και θεωρητική προσέγγιση.....	30
	i. αποϋλοποίηση – ακινητοποίηση.....	30
	ii. ενσωματωμένο δικαίωμα.....	33
	iii. όρια αξιογραφικής ενσωμάτωσης - ενοχική και αξιογραφική θεωρία.....	34
2.3	Συμπεράσματα.....	38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΝΕΧΥΡΟ ΣΕ ΑΥΛΟΥΣ ΤΙΤΛΟΥΣ

3.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	40
3.2	Νομική φύση ενεχύρου επί παραδοσιακών (έγχαρτων) αξιογράφων.....	42
3.3.	Νομική φύση ενεχύρου επί άυλων τίτλων.....	44
3.4.	Μητρώα καταχώρισης άυλων τίτλων	47

3.4.1 Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.).....	48
3.4.2 Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (Σ.Λ.Π.Σ.).....	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΣΤΑΣΗ ΕΝΕΧΥΡΟΥ

4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	53
4.2 Σύσταση ενεχύρου με βάση τις κοινές διατάξεις	54
4.2.1 Σύμβαση ενεχύρου.....	55
4.2.2 Έγγραφο δήλωση πρόθεσης σύστασης βάρους επί αξιών - «Λογαριασμός Αξιών» και «Ειδικός Λογαριασμός».....	55
4.2.3 Δέσμευση τίτλων.....	57
4.2.4 Καταχώριση σύστασης ενεχύρου.....	60
4.3 Σύνοψη διαδικασίας.....	61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΝΕΧΥΡΙΚΗ ΣΧΕΣΗ

5.1 Διμερής έννομη σχέση μεταξύ δικαιούχου τίτλων και φορέα μητρώου τίτλων.....	63
5.2 Τριμερής ενεχυρική σχέση μεταξύ ενεχυραστή, ενεχυρούχου δανειστή και φορέα μητρώου τίτλων.....	65
5.3 Εκατέρωθεν δικαιώματα και υποχρεώσεις που απορρέουν από την ενεχυρική σχέση.....	67
5.4 Ανώμαλη εξέλιξη της ενεχυρικής σχέσης -συσχέτιση με την ανώμαλη εξέλιξη της μεταβίβασης τίτλων.....	71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΝΕΧΥΡΟΥ & ΑΝΑΓΚΑΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΧΕΣΗ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

6.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	74
6.1.1 Διάκριση εννοιών.....	76
6.2 Ρευστοποίηση ενεχύρου επί άυλων τίτλων.....	78
6.3 Αναγκαστική κατάσχεση άυλων τίτλων.....	82
6.4 Ζήτημα απορρήτου καταχωρίσεων.....	83

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΕΙΔΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

7.1 Άυλες Μετοχές.....	85
------------------------	----

7.2 Άυλες Ομολογίες.....	87
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	88
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	93

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

1.1 Πεδίο εμφάνισης άυλων τίτλων

1.1.1 Τίτλοι εντός κεφαλαιαγοράς

Για λόγους προκατανόησης του ζητήματος ενεχυρίασης άυλων τίτλων είναι αναγκαίο να προσδιοριστεί με ακρίβεια το πεδίο εμφάνισης και κυκλοφορίας τους. Κατά αυτόν το τρόπο επιδιώκεται η σταδιακή ανάπτυξη του θέματος με την παρουσίαση της προβληματικής από τις γενικότερες στις ειδικότερες έννοιες με στόχο την ασφαλέστερη εξαγωγή συμπερασμάτων. Οι τίτλοι που κυκλοφορούν και αποθηκεύονται σε άυλη υπόσταση εντάσσονταν για περίπου είκοσι χρόνια αποκλειστικά στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς η οποία διέπεται από εξειδικευμένες χρηματιστηριακές διατάξεις.¹ Το δίκαιο κεφαλαιαγοράς έχει αποκτήσει αυθύπαρκτη νομική υπόσταση και έχει αυτονομηθεί από συναφείς κλάδους δικαίου όπως το εμπορικό δίκαιο ή ακόμη και το χρηματιστηριακό δίκαιο που είναι πιο περιορισμένο σε έκταση και αφορά συναλλαγές που πραγματοποιούνται χρηματιστηριακώς (σε αγορές χρηματιστηρίων) σε αντιδιαστολή με τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που διενεργούνται σε εναλλακτικές και άλλες αγορές.² Η κεφαλαιαγορά (αγορά κεφαλαίου) διακρίνεται εννοιολογικά από τις λοιπές αγορές, όπως είναι η αγορά χρήματος, εμπορευμάτων, συναλλάγματος γιατί είναι ο τόπος όπου συναντάται η προσφορά και η ζήτηση κεφαλαίων με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Η κεφαλαιαγορά αποτελείται από διάφορες ειδικότερες οργανωμένες αγορές μια εκ των οποίων είναι και η αγορά τίτλων που λειτουργεί βάσει συγκεκριμένων κανόνων και εξυπηρετεί ορισμένους σκοπούς.³ Εξ αυτού του λόγου είναι απαραίτητη η συνοπτική παρουσίαση του τρόπου λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και των εξυπηρετούμενων μέσω αυτής σκοπών διότι διαφορετικά η υπάρχουσα

¹ Για τη συγκεντρωτική νομοθεσία που διέπει την Κεφαλαιαγορά βλ. μεταξύ άλλων *Μ. Τσιμπρή*, Η Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς, τ. I & II, 2008, *passim*. *Ι.Ρόκας*, *Χ.Ταρνανίδου*, *Ε.Ματθαίου*, Η Κεφαλαιαγορά, 2010, *passim*

² Περαιτέρω πληροφορίες για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών βλ. *Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου*, Εισαγωγή στο Χρηματιστηριακό Δίκαιο, 2001, και ιδίως σελ. 9-32. *Δ. Αυγητίδη*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014, *passim*. *Β. Τουντόπουλο*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, *passim*

³ Χαρακτηριστικό παράδειγμα Κανονισμού που έχει εκδοθεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί ο Κωδικοποιημένος Κανονισμός Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ.) που περιέχει σημαντικές ρυθμίσεις για την ενεχυρίαση τίτλων στα πλαίσια λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

προβληματική σχετικά με το ενέχυρο επί άυλων τίτλων θα κατέληγε σε θεωρητική συζήτηση αποκομμένη από την τελολογία του δικαίου στο οποίο εντάσσεται.

1.1.2 Τίτλοι εκτός κεφαλαιαγοράς

Βασική καινοτομία που εισήχθη για πρώτη φορά στην ελληνική έννομη τάξη με το νόμο 4548/2018 αποτελεί η δυνατότητα έκδοσης άυλων τίτλων από ανώνυμες εταιρείες μη εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά κεφαλαίου. Μολονότι η έκδοση άυλων τίτλων από μη εισηγμένες εταιρείες αποτελεί μέρος της συναλλακτικής πραγματικότητας σε άλλες χώρες εδώ και πολλά χρόνια⁴, στην Ελλάδα ο νόμος 4548/2018 αναμόρφωσε ριζικά το δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών και εγείρονται ποικίλα νομικά ζητήματα ορισμένα από τα οποία αφορούν στην προβληματική της παρούσας εργασίας.⁵ Ο νομοθέτης ακολούθησε πρότυπα ξένων νομοθεσιών και παράλληλα έλαβε υπόψιν του την ελληνική εμπειρία. Οι νέες ρυθμίσεις αποβλέπουν στην καλύτερη και αποτελεσματικότερη λειτουργία των εταιρειών με την αξιοποίηση της τεχνολογίας και την εισαγωγή καινοτομιών με σκοπό τη βελτίωση της επιχειρηματικότητας.⁶ Η έκδοση άυλων τίτλων από μη εισηγμένες εταιρείες συνάδει εξάλλου με τους ευρωπαϊκούς στόχους που αποτυπώνονται σε πολλά ευρωπαϊκά νομοθετήματα πολλά από τα οποία αναφέρονται συνοπτικά κατωτέρω. Επιπλέον, η διεύρυνση της αποϋλοποίησης ως πρωτοβουλία του Έλληνα νομοθέτη συνάδει με τη γενικότερη τεχνολογική εξέλιξη στον εικοστό πρώτο αιώνα η οποία επιδρά σε τομείς της συναλλακτικής ζωής επί παραδείγματι η προώθηση της ηλεκτρονικής κατάθεσης δικογράφων (e-justice), η ηλεκτρονική κατάρτιση δικαιπραξιών (e-commerce), η διενέργεια ηλεκτρονικών πλειστηριασμών (e-auction), η δημιουργία και συνεχής επέκταση και βελτίωση των ηλεκτρονικών τραπεζικών υπηρεσιών (e-banking)⁷. Παρόλη τη θετική εξέλιξη λόγω της διευκόλυνσης των συναλλασσομένων και της προώθησης του εμπορίου η μετάβαση των άυλων τίτλων από τις εισηγμένες στις μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες δημιουργεί πλείστα όσα νομικά θέματα αναφορικά με τη λειτουργία του ενεχύρου που εξετάζονται στις επόμενες ενότητες.

1.2 Ορισμός κεφαλαιαγοράς και οργανωμένων αγορών

Η κεφαλαιαγορά είναι ο τόπος όπου συναντάται η προσφορά και η ζήτηση ομοειδών αγαθών (το κεφάλαιο ως αντικείμενο συναλλαγής), αποτελεί δηλαδή ένα μηχανισμό διακίνησης

⁴ Βλ. περισσότερες πληροφορίες σε *Γ. Μιχαλόπουλο*, Αποϋλοποίηση τίτλων κυρίως μετοχών, 1999, σελ. 123-137

⁵ Για περαιτέρω πληροφορίες βλ. *Εν.Περάκη*, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας – Ο νέος Ν. 4548/2018 με εισαγωγικές παρατηρήσεις, εκδ. ε', 2018, και ιδίως σελ 1-304

⁶ Βλ. ειδικότερα την αιτιολογική έκθεση του Ν. 4548/2018 με τίτλο «Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών» και ιδίως την ενότητα «II. Οι κύριες κατευθύνσεις της αναμόρφωσης» σελ. 2επ.

⁷ Πρβλ γενικότερα *Χ. Χρυσάνθη*, Η ηλεκτρονική εξυπηρέτηση των σύγχρονων τραπεζικών συναλλαγών, 1997, passim

χρηματικών κεφαλαίων.⁸ Από τη μια πλευρά προσφέρονται χρηματικοί πόροι από τις επιχειρήσεις ή τα φυσικά πρόσωπα που διαθέτουν τέτοιο πλεόνασμα και αναζητούν επενδύσεις με καλές αποδόσεις και από την άλλη πλευρά αναζητούνται χρηματικοί πόροι από επιχειρήσεις που έχουν ανάγκη υγιών κεφαλαίων για να υλοποιήσουν τα επιχειρηματικά τους σχέδια.⁹ Χαρακτηριστικό της αγοράς κεφαλαίου είναι η μακρόχρονη επένδυση με τον ορισμό επιστροφής του κεφαλαίου μετά από μεγάλο χρονικό διάστημα σε αντιδιαστολή με την αγορά χρήματος στην οποία τα κεφάλαια προορίζονται να επιστραφούν σε βραχύτερο χρόνο στους επενδυτές.¹⁰ Στη κεφαλαιαγορά η ενσωμάτωση της αξίωσης επιστροφής του κεφαλαίου με το πέρας της επένδυσης πραγματοποιείται με την κυκλοφορία άυλων τίτλων οι οποίοι απεικονίζουν το δικαίωμα επιστροφής του κεφαλαίου στον επενδυτή. Ένα ζήτημα γεννάται σχετικά με το εάν τα δικαιώματα ενσωματώνονται στους άυλους τίτλους με αξιολογικό τρόπο όπως συμβαίνει στα παραδοσιακά αξιόγραφα (φαινόμενο αξιολογικής ενσωμάτωσης) το οποίο εξετάζεται ενδελεχώς κατωτέρω.¹¹ Συνεπώς, στην κεφαλαιαγορά η ζήτηση κεφαλαίων από τις ανώνυμες εταιρείες που έχουν ανάγκη χρηματοδότησης συνίσταται στην έκδοση επενδυτικών αξιολογίων (ζήτηση κεφαλαίων – προσφορά επενδυτικών αξιολογίων), ενώ η προσφορά κεφαλαίων από τους επενδυτές συνίσταται στην αγορά των αξιολογίων (προσφορά κεφαλαίων – ζήτηση επενδυτικών αξιολογίων). Ως εκ τούτου, διαφαίνεται η διφυής λειτουργία της κεφαλαιαγοράς που λειτουργεί ταυτόχρονα ως αγορά κεφαλαίου με χρηματοδοτικό σκοπό κυρίως για τις συμμετέχουσες εταιρείες που έχουν ανάγκη χρηματοδότησης και ως αγορά επενδυτικών αξιολογίων με επενδυτικό σκοπό κυρίως ως προς τους επενδυτές που επιδιώκουν την μακροπρόθεσμη απόδοση των επιχειρηματικών τους σχεδίων μέσω της αγοράς επενδυτικών αξιολογίων (άυλων τίτλων).¹²

Η συμμετοχή πολυάριθμων προσώπων και η διενέργεια πολύπλοκων διαρκώς εξελισσόμενων συναλλαγών δημιούργησε την ανάγκη για ειδικότερα υποσυστήματα εντός της αγοράς κεφαλαίου που διακρίνονται μεταξύ τους με βάση διαφορετικά κριτήρια εξ απόψεως αντικειμένου, τρόπου και τόπου κατάρτισης των συναλλαγών, καθώς και επιτελούμενης λειτουργίας. Έτσι με βάση το αντικείμενο των συναλλαγών που καταρτίζονται διακρίνονται σε αγορές κεφαλαίου, χρήματος εμπορευμάτων, συναλλάγματος κλπ, με βάση τον τόπο κατάρτισης των συναλλαγών διακρίνονται σε χρηματιστηριακές και εξωχρηματιστηριακές αγορές και τέλος με βάση τη λειτουργία που επιτελούν σε πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές.¹³ Στην Ελλάδα η

⁸ Β. Τουντόπουλο, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, σελ. 49επ· Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014, σελ 2επ.

⁹ Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014 σελ. 35

¹⁰ Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014 σελ. 36

¹¹ Για την αξιολογική ενσωμάτωση ως εννοιολογικό στοιχείο των αξιολογίων και την υποχώρηση της βλ. ειδικότερα Ν. Ρόκα, Αξιόγραφα, 1992, σελ. 9-16· του ίδιου, Αξιόγραφα, εκδ. β', 2012, σελ. 9-16· Α. Κιάντου - Παμπούκη, σελ. 50-54· Ν. Δελούκα, Αξιόγραφα, εκδ. γ', 1980, σελ. 17-23· Γ. Τριανταφυλλάκης, Εισαγωγή στο Δίκαιο των Αξιολογίων, 2008, σελ 12επ.

¹² Δ. Αυγητίδης, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014, σελ.35-37

¹³ Β. Τουντόπουλο, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, σελ. 50

σημαντικότερη και γνωστότερη στο ευρύ κοινό αγορά είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) το οποίο έχει οργανωθεί με τη μορφή ομίλου επιχειρήσεων με μητρική εταιρεία την εταιρεία με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ (ATHEX).¹⁴ Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι ο διαχειριστής διαφόρων οργανωμένων αγορών όπως είναι η οργανωμένη αγορά αξιών, η οργανωμένη αγορά παραγώγων, η εναλλακτική αγορά στην οποία οι επενδυτές μπορούν να διαπραγματευτούν σε μετοχές, η αγορά άνθρακα, όπου πραγματοποιούνται οι δημοπρασίες για την πρωτογενή διάθεση των δικαιωμάτων εκπομπής αερίων θερμοκηπίου (EUAs) και η εξωχρηματιστηριακή αγορά, όπου πραγματοποιούνται μεταβιβάσεις τίτλων μεταξύ επενδυτών.¹⁵

Συνοπτικά, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η κεφαλαιαγορά αποτελεί ένα ευρύτερο τόπο συνάντησης προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίου που εξυπηρετεί χρηματοδοτικό σκοπό κατά βάση για τις εκδότριες εταιρίες, αλλά και επενδυτικό/αποταμιευτικό σκοπό κατά βάση για τους επενδυτές με την κυκλοφορία και διαπραγμάτευση επενδυτικών αξιογράφων, αποτελείται δε από περισσότερες επιμέρους οργανωμένες αγορές οι οποίες διέπονται από τους δικούς τους ειδικούς κανόνες. Λόγω της ευρύτητας του αντικειμένου της κεφαλαιαγοράς, αλλά και του δικαίου που τη διέπει η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στην οργανωμένη αγορά αξιών στην οποία διενεργούνται χρηματιστηριακές συναλλαγές σε αντιδιαστολή με τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές. Ωστόσο, λόγω της εμφάνισης άυλων τίτλων που καταχωρούνται στη δευτερογενή αγορά όπως είναι τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου θα γίνει μια συνοπτική αναφορά στη δευτερογενή αγορά τίτλων.

1.2.1 Ισχύον νομοθετικό πλαίσιο κεφαλαιαγοράς αναφορικά με τους άυλους τίτλους

i. Ιστορική διαδρομή

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς χαρακτηρίζεται από πλούσια και διάσπαρτη νομοθεσία. Το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο σχετικά με τους άυλους τίτλους προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο με την έκδοση Κανονισμών και Οδηγιών που ενσωματώνονται στην ελληνική έννομη τάξη ρυθμίζοντας την εγχώρια αγορά άυλων τίτλων. Παράλληλα, στην ελληνική έννομη τάξη πολύ σημαντική είναι η συνεισφορά της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία αποτελεί την εθνική εποπτική Αρχή που εξειδικεύει τις νομοθετικές πρωτοβουλίες και πολλές φορές χαράζει τις κατευθυντήριες γραμμές μέσω των αποφάσεων, των εγκυκλίων, των συστάσεων, των οδηγιών και των ανακοινώσεων που ψηφίζει.¹⁶ Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί ειδικότερα

¹⁴B. Τουντόπουλο, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, σελ. 50

¹⁵ Απόσπασμα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών [helex.gr/αγορές](http://www.helex.gr/el/web/guest/markets) στον ακόλουθο υπερσύνδεσμο: <http://www.helex.gr/el/web/guest/markets>

¹⁶ Απόσπασμα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην οποία αποτυπώνεται η νομοθετική της δράση στον ακόλουθο υπερσύνδεσμο http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/klawcate1

την εποπτική Αρχή της αγοράς κεφαλαίων, των εισηγμένων εταιρειών, αλλά και των φορέων της αγοράς που είναι πάροχοι επενδυτικών υπηρεσιών, οι οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), οι Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ). Παράγει διαρκές νομοθετικό έργο και εξειδικεύει το ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς όπου απαιτείται βάσει εξουσιοδοτικών νομοθετικών διατάξεων.

Στην Ελλάδα, η έννοια της κεφαλαιαγοράς είχε ταυτιστεί αρχικά με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών το οποίο ιδρύθηκε το 1876 κατά τα πρότυπα του Χρηματιστηρίου του Παρισιού¹⁷. Υπό τη σημερινή του μορφή το Χρηματιστήριο Αθηνών αποτελεί Όμιλο Επιχειρήσεων και η μητρική εταιρεία του Ομίλου έχει την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ – ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ (ATHEX)». Οι θυγατρικές εταιρείες του Ομίλου είναι οι ανώνυμες εταιρείες με τις επωνυμίες «Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων» (ATHEX CSD) και η «Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Α.Ε.»(ATHEX CLEAR). Η εταιρεία ATHEX CSD είναι αρμόδια για το διακανονισμό των χρηματιστηριακών συναλλαγών, ενώ η εταιρεία ATHEX CLEAR είναι αρμόδια για την εκκαθάριση των συναλλαγών σε αντίθεση με ότι συνέβαινε έως το 2010 που ο διακανονισμός και η εκκαθάριση πραγματοποιούνταν από το αυτό νομικό πρόσωπο με την επωνυμία «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρησης» τη γνωστή ΕΧΑΕ.¹⁸

Από τους πρώτους και σημαντικότερους νόμους που εκδόθηκαν και αποτέλεσαν τον κορμό του ελληνικού δικαίου κεφαλαιαγοράς ήταν ο **νόμος 3632/1928 «περί χρηματιστηριακών αξιών»**.¹⁹ Ο συγκεκριμένος νόμος όρισε το Χρηματιστήριο ως νομικό πρόσωπο στο πλαίσιο του οποίου καταρτίζονται «αι χρηματιστηριακά συναλλαγαί» ενώ προέβλεψε την ίδρυση και άλλων Χρηματιστηρίων Αξιών στα οποία διενεργούνται οι χρηματιστηριακές συναλλαγές²⁰ Παράλληλα χαρακτήρισε τις «χρηματιστηριακές συναλλαγές ως δικαιοπραξίες συναπτόμενες χρηματιστηριακώς και έχουσες αντικείμενον χρηματιστηριακά πράγματα».²¹ Συνεπώς, η διάκριση μεταξύ χρηματιστηριακών και εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών κατέστη ρητή ήδη από το 1928 ασχέτως που για πολλά ακόμη χρόνια στην Ελλάδα πραγματοποιούνταν συναλλαγές εντός Χρηματιστηρίου. Χαρακτηριστικό είναι δε ότι οι χρηματιστηριακές συναλλαγές βασιζόνταν κατά βάση στις έννοιες της αγοράς και της πώλησης, όπως ήταν για παράδειγμα η αγορά και η πώληση τοις μετρητοίς, επί προθεσμία και με δώρο ή διπλασιασμό.²² Η δόμηση των χρηματιστηριακών

¹⁷ Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014 σελ. 1

¹⁸ Απόσπασμα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με το αποθετήριο τίτλων στον ακόλουθο υπερσύνδεσμο: <http://www.helex.gr/el/web/guest/functions-depository>

¹⁹ Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014 σελ. 3· Α. Γεωργακόπουλο, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο, 1999, σελ. 1επ· Λιακόπουλο, Γενικό Εμπορικό Δίκαιο, εκδ. γ', 1998, σελ. 135επ· Ευ.Περάκη, Γενικό μέρος του εμπορικού δικαίου, 2004, σελ 208

²⁰ Βλ. άρθρο 1 του νόμου 3632/1928

²¹ Βλ. άρθρο 15 του νόμου 3632/1928

²² Βλ. άρθρο 16 του νόμου 3632/1928

συναλλαγών στις έννοιες της αγοράς και της πώλησης είναι σημαντική για το θέμα της μεταβίβασης και της ενεχυρίασης άυλων τίτλων που θα εξεταστούν κατωτέρω. Επίσης, την εποχή εκείνη ήταν έντονη η επέμβαση της Πολιτείας μέσω της κατάλληλης εποπτείας που ασκούσαν από τον εκάστοτε διορισμένο κυβερνητικό επόπτη.²³

Για την παρούσα μελέτη ενδιαφέρον παρουσιάζει η χρήση της έννοιας «*χρηματιστηριακά πράγματα*» από τον ιστορικό νομοθέτη για να περιγράψει το αντικείμενο των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Η αυτή ορολογία ακολουθείται στο τρίτο βιβλίου του αστικού κώδικα περί εμπραγμάτου δικαίου, στα άρθρα ΑΚ 1228 παρ. 2 και ΑΚ 1237 παρ. 2 όπου αναφέρεται ότι «*η πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων γίνεται χρηματιστηριακά*».²⁴ Η χρήση της έννοιας του «*πράγματος*» σε διατάξεις χρηματιστηριακού δικαίου καθώς και στον αστικό κώδικα για την περιγραφή χρηματοπιστωτικών μέσων σε συνάρτηση με το ότι οι έννοιες της «*αγοράς*» και της «*πώλησης*» αποτελούν την πλειοψηφία των χρηματιστηριακών συναλλαγών οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η βούληση του ιστορικού νομοθέτη συνηγορούσε στον εμπράγματο χαρακτήρα των διενεργούμενων συναλλαγών επί του Χρηματιστηρίου. Η συγκεκριμένη επισήμανση έχει σημασία για τη μετέπειτα ανάλυση του θέματος της νομικής φύσης των άυλων τίτλων και την ενεχυρίαση τους, θέματα που θα αναλυθούν εκτενώς κατωτέρω.

Ο **νόμος 1806/1988** σχετικά με την «*τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις*» συντέλεσε στην εξέλιξη του δικαίου κεφαλαιαγοράς εισάγοντας καινούργιες διατάξεις με βάση τη νέα οικονομική πραγματικότητα που είχε εν τω μεταξύ δημιουργηθεί.²⁵ Ειδικότερα, προέβλεψε τη δυνατότητα ακινητοποίησης των τίτλων των μετοχών και την υποκατάσταση τους από αποθετήρια έγγραφα. Οι μετοχικοί τίτλοι έπρεπε να κατατεθούν στην Εταιρεία Αποθετηρίων ως προϋπόθεση για τη μεταβίβαση των μετοχών και επί σύστασης ενεχύρου επί των μετοχών απαιτείτο μάλιστα η παράδοση του αποθετηρίου στον ενεχυρούχο δανειστή ή σε τρίτον και αναγγελία της σύμβασης ενεχυρίασης στην Εταιρεία Αποθετηρίων.²⁶

Με την εισαγωγή του **νόμου 2198/1994** στην ελληνική έννομη τάξη ρυθμίστηκε νομοθετικά το θέμα του δημόσιου δανεισμού με την έκδοση τίτλων και την περαιτέρω διάχυση

²³ Βλ. άρθρο 3 του νόμου 3632/1928

²⁴ Βλ. Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Έγγραφα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, 1997, κατά την οποία ο όρος «*χρηματιστηριακά πράγματα*» είναι έννοια είδους σε σχέση με τον όρο «*επενδυσιακά αξιόγραφα*» που είναι έννοια γένους· Πρβλ. επίσης Σκούρα σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, 1985, άρθρα 1228-1229, 10, σελ. 323 καθώς και Παπαδημητρόπουλο σε Απ. Γεωργιάδη ΣΕΑΚ, τ. II, 2013, άρθρα 1228 και 1237, σελ. 446-450 και 459-464

²⁵ Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014, σελ. 5

²⁶ Βλ. το νόμο 1806/1988 και ιδίως το άρθρο 33 παρ. 1 «*Η εν ζωή μεταβίβαση ονομαστικών μετοχών με χρηματιστηριακή συναλλαγή οποιασδήποτε μορφής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών γίνεται μόνο προηγηθεί κατάθεση των τίτλων των μετοχών στην Εταιρεία Αποθετηρίων, η οποία αναφέρεται στο άρθρο 33α και η οποία εκδίδει έγγραφη απόδειξη για την κατάθεση των τίτλων στο όνομα εκείνου που αποκτά τις μετοχές (αποθετήριο)*» και παρ. 7 «*Επί ενεχυρίασης ονομαστικών μετοχών, για τις οποίες έχει εκδοθεί αποθετήριο, απαιτείται και παράδοση του αποθετηρίου στον ενεχυρούχο δανειστή ή σε τρίτον και αναγγελία της σύμβασης ενεχυρίασης στην Εταιρεία Αποθετηρίων*» (η υπογράμμιση δική μας)

τους στο επενδυτικό κοινό, ιδίως με την έκδοση ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου. Ο νόμος 2198/1994 με τίτλο «...δημιουργία στην Τράπεζα της Ελλάδος Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Άυλοι Τίτλοι)...». συντέλεσε στην αποϋλοποίηση των τίτλων του ελληνικού Δημοσίου οι οποίοι έκτοτε καταχωρούνται και παρακολουθούνται στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών διαχειριστής του οποίου είναι η Τράπεζα της Ελλάδος. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο συγκεκριμένος νόμος αποτέλεσε την πρώτη νομοθετική πρωτοβουλία αποϋλοποίησης στην Ελλάδα, ενώ ακόμη και σήμερα είναι εν ισχύ και ρυθμίζει τα σχετικά με τους άυλους τίτλους που εκδίδονται από το Ελληνικό Δημόσιο. Απεναντίας, το νομοθετικό πλαίσιο που ρυθμίζει τους τίτλους που εκδίδουν οι ανώνυμες εταιρείες, ως φορείς ιδιωτικών συμφερόντων, έχει αλλάξει ριζικά. Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το ΣΛΠΣ και τον τρόπο λειτουργίας του αναφέρονται κατωτέρω.²⁷

Στο πεδίο της ιδιωτικής σφαίρας ριζική τομή αποτέλεσε ο **νόμος 2396/1996** για την έκδοση άυλων μετοχών από εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες με τον οποίο ενσωματώθηκε η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ στην ελληνική έννομη τάξη. Με το συγκεκριμένο νόμο εισήχθηκε για πρώτη φορά η κυκλοφορία άυλων μετοχών στην ελληνική Κεφαλαιαγορά. Η υποχρεωτική κυκλοφορία άυλων μετοχών αφορούσε τις εταιρείες που επιθυμούσαν να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και τις ήδη εισηγμένες εταιρείες και κατήργησε εντελώς την τήρηση έγχαρτων τίτλων, ενώ προέβλεπε επίσης τη σύσταση ενεχύρου σε άυλες μετοχές με την εφαρμογή διατάξεων για σύσταση ενεχύρου σε δικαίωμα.²⁸ Ο νόμος 2396/1996 εξακολουθεί να ισχύει έως σήμερα δηλαδή για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο από 20 χρόνια, αλλά πρόκειται να καταργηθεί στο μεγαλύτερο μέρος του δυνάμει του νόμου 4569/2018.²⁹

Το 2004 με πρωτοβουλία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το Διοικητικό της Συμβούλιο ψήφισε τον **Κανονισμό Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων** δυνάμει της απόφασης 3/304/10.6.2004. Ο συγκεκριμένος κανονισμός ο οποίος έχει τροποποιηθεί 22 φορές έως σήμερα διέπει τη λειτουργία του ηλεκτρονικού συστήματος τήρησης άυλων τίτλων (Σ.Α.Τ.) διαχειριστής του οποίου είναι το Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛΚΑΤ) που αποτελεί θυγατρική εταιρεία του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών. Αξιοσημείωτο είναι ότι στο Χρηματιστήριο Αθηνών οι *υπηρεσίες διακανονισμού τίτλων* έχουν διασπασθεί από τις *υπηρεσίες εκκαθάρισης*

²⁷ Βλ. παρακάτω κεφάλαιο (3) τρία

²⁸ Βλ. άρθρο 41 του νόμου 2396/1996 «Οι εισηγμένες, κατά την έναρξη ισχύος του άρθρου αυτού, στο Χ.Α.Α. μετοχές ανωνύμων εταιριών, καθώς και οι εφεξής εισαγόμενες (εισηγμένες ενσώματες μετοχές) καταχωρίζονται στα αρχεία της Α.Ε.ΑΠΟΘ. κατά τα οριζόμενα στα άρθρα 42 έως και 44. Η καταχώριση περιλαμβάνει, εκτός εάν γίνεται κατόπιν εκποίησης κατά το άρθρο 44, και τυχόν υφιστάμενη επικαρπία δικαιώματος ή ενέχυρο σε δικαίωμα»

²⁹ Βλ. άρθρο 29 νόμου 4569/2018 «1. Ο διαχειριστής του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) που λειτουργεί σύμφωνα με το άρθρο 1 του ν. 3756/2009, υποχρεούται να λάβει άδεια κεντρικού αποθετηρίου τίτλων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΕ) 909/2014, τις κατ' εξουσιοδότηση αυτού πράξεις και τις διατάξεις του παρόντος. 2. Από την έναρξη ισχύος της άδειας της παραγράφου 1 καταργούνται: α) οι παράγραφοι 1 και 3 του άρθρου 40, τα άρθρα 41, 42, 43, 44, 44α, 45, 46, 47, 48, 49, 51, 52, 54, 55, 56, οι παράγραφοι 1 και 2 του άρθρου 57 και το άρθρο 58 του ν. 2396/1996 (Α' 73)»

τίτλων με τη δημιουργία δύο αυτοτελών θυγατρικών εταιρειών και την εφαρμογή δύο ξεχωριστών Κανονισμών που διέπουν τη λειτουργία τους. Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας εξετάζεται ο Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ. αναφορικά με την τήρηση και τις μεταβολές σε άυλους τίτλους μια εκ των οποίων είναι και η ενεχυρίαση άυλων τίτλων.³⁰

ii. Πρόσφατες νομοθετικές εξελίξεις

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς είναι από τα πλέον εξελισσόμενα δίκαια υπό την επίδραση των νέων τεχνολογιών και την οικονομική πρόοδο ιδίως ορισμένων χωρών της Ένωσης που εισάγουν καινοτόμες ρυθμίσεις επιδεικνύοντας τη σχετική πρωτοβουλία. Τα νομοθετικά αποτελέσματα της τελευταίας δεκαετίας (2010-2020) αντανακλούν τη γενικότερη εξέλιξη και συνάμα θέτουν στο επίκεντρο τους νέους στόχους της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπως διαφαίνονται μέσα από τα κείμενα των Οδηγιών και των Κανονισμών.

Το 2014 ψηφίστηκε η **Οδηγία 2014/65/ΕΕ** «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων κλπ» γνωστή και ως «MIFID II», η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το νόμο **4514/2018**. Παράλληλα, ψηφίστηκε ο εκτελεστικός Κανονισμός 2014/600 της Οδηγίας «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων κλπ» και αμφότερα τα νομοθετήματα αντικατέστησαν ή τροποποίησαν προηγούμενες Οδηγίες και Κανονισμούς και ιδίως την Οδηγία 2007/36/ΕΚ (MIFID I) που είχε ενσωματωθεί με το νόμο 3606/2007 στην ελληνική έννομη τάξη και η οποία είχε καταργήσει σχεδόν το σύνολο των προγενέστερων της νομοθετημάτων. Η Οδηγία MIFID II ανταποκρίνεται στην κάλυψη των δραστηριοτήτων των επενδυτών που συμμετέχουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές ο αριθμός των οποίων έχει αυξηθεί.³¹ Αποσκοπεί επίσης στην ενίσχυση του νομοθετικού πλαισίου για την αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων ειδικότερη κατηγορία των οποίων αποτελούν οι κινητές αξίες που πραγματεύεται η παρούσα εργασία.³²

Το 2014 ψηφίστηκε επίσης ο **Κανονισμός (ΕΕ) 909/2014** «σχετικά με τη βελτίωση του διακανονισμού αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων ...κλπ». Οι αλλαγές που έφερε εξετάζονται υπό το φως του στόχου που έχει θέσει η Ευρωπαϊκή Ένωση για τη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς διακανονισμού αξιογράφων. Ανέκαθεν ένας από του βασικούς πυλώνες «οικοδόμησης» της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν η δημιουργία κοινής εσωτερικής αγοράς μεταξύ των κρατών-μελών σύμφωνα με το άρθρο 114 ΣΛΕΕ³³ για αυτό και ο

³⁰ Απόσπασμα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με το αποθετήριο τίτλων στον ακόλουθο υπερσύνδεσμο: <http://www.helex.gr/el/web/guest/functions-depository>

³¹ Βλ. την αιτιολογική σκέψη 3 Οδηγίας 2014/65/ΕΕ

³² Βλ. την αιτιολογική σκέψη 4 Οδηγίας 2014/65/ΕΕ

³³ Βλ. το άρθρο 114 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ιδίως την παράγραφο 1 «Εκτός αν ορίζουν άλλως οι Συνθήκες, εφαρμόζονται οι ακόλουθες διατάξεις για την πραγματοποίηση των στόχων του άρθρου 26. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, αποφασίζοντας σύμφωνα με τη συνήθη νομοθετική διαδικασία και μετά από διαβούλευση με την Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή εκδίδουν τα μέτρα τα σχετικά με την προσέγγιση των

ευρωπαϊκός νομοθέτης κινούμενος προς αυτή την κατεύθυνση στοχεύει στη δημιουργία κοινής αγοράς ως προς τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Ο Κανονισμός 909/2014 που έχει άμεση ισχύ σε όλα τα κράτη-μέλη ρυθμίζει τη λειτουργία των *κεντρικών αποθετηρίων τίτλων (ΚΑΤ)* και των *συστημάτων διακανονισμού αξιογράφων* που τελούν υπό τη διαχείριση των ΚΑΤ. Οι ρυθμίσεις του αποσκοπούν στην αποτροπή τεχνικών κινδύνων κατά τη λειτουργία των κεντρικών αποθετηρίων, στη διαλειτουργικότητα των συστημάτων διακανονισμού και τήρησης αξιογράφων εντός της Ένωσης ώστε να ενθαρρύνεται η συμμετοχή των επενδυτών και να βελτιώνονται οι υπηρεσίες με την αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των ΚΑΤ, στην αποτροπή των πιστωτικών κινδύνων και των κινδύνων ρευστότητας κατά την παροχή τραπεζικών υπηρεσιών που είναι επικουρικές σε σχέση με τις υπηρεσίες διακανονισμού κ.α.³⁴.

Ο Κανονισμός (ΕΕ) 909/2014 επέδρασε ριζικά στην ισχύουσα νομοθεσία της ελληνικής έννομης τάξης η οποία προέβη στις απαιτούμενες ενέργειες για τη συμμόρφωση με το περιεχόμενο του με την υιοθέτηση του **νόμου 4569/2018** που περιέχει, μεταξύ άλλων, ρυθμίσεις *«για τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων..κλπ»*. Ο νόμος 4569/2018 τροποποίησε σε μεγάλο μέρος την ισχύουσα νομοθεσία περί άυλων τίτλων και κατήργησε πολλές διατάξεις.³⁵ Οι νέες ρυθμίσεις που εισήγαγε αποσκοπούν στην απελευθέρωση των υπηρεσιών διακανονισμού και τήρησης άυλων τίτλων που παρέχονται από τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων με την ευχέρεια εγκατάστασης ΚΑΤ σε άλλη χώρα κράτους-μέλους, και τη διασυνοριακή παροχή των υπηρεσιών τους. Προβλέπει επίσης την υποχρεωτική λήψης άδειας λειτουργίας και την εποπτεία από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων (ΚΑΤ), την εναρμόνιση του χρόνου ολοκλήρωσης του διακανονισμού των συναλλαγών, τη δημιουργία συλλογικών λογαριασμών τήρησης τίτλων πέρα από την τήρηση ατομικών λογαριασμών ανά πελάτη - επενδυτή όπως ισχύει σήμερα. Συλλογικοί λογαριασμοί υπάρχουν σήμερα μόνο στα πλαίσια λειτουργίας του Συστήματος Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ) που αφορά στην τήρηση άυλων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου. Η επέκταση στην τήρησης άυλων τίτλων των ιδιωτικών ανώνυμων εταιρειών ανταποκρίνεται καλύτερα στις ανάγκες ορισμένων επενδυτών που επιθυμούν τη συλλογική καταχώριση άυλων τίτλων και σε τελευταία ανάλυση θα πρέπει να είναι οι ίδιοι σε θέση να επιλέξουν τον τρόπο τήρησης που ταιριάζει καλύτερα στις ανάγκες τους. Αξιοσημείωτο είναι πως ο Έλληνας νομοθέτης αποσκοπεί μεν στην προσαρμογή του ελληνικού στο ενωσιακό δίκαιο, αλλά παράλληλα λαμβάνει υπόψιν τα *«ειδικότερα νομικά χαρακτηριστικά του ημεδαπού συστήματος, όπως ιδίως την εμπράγματα φυσιογνωμία που το δίκαιο έχει αποδώσει*

νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων των κρατών μελών που έχουν ως αντικείμενο την εγκαθίδρυση και τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς».

³⁴ Βλ. αιτιολογικές σκέψεις 1-3 Κανονισμού 909/2014

³⁵ Βλ. ειδικότερα κεφάλαιο Ζ «μεταβατικές, καταργούμενες, τροποποιούμενες και λοιπές διατάξεις» νόμου 4569/2018

στους άυλους τίτλους (όπως, άρθρα 42 παρ. 3, 43 παρ. 2, 46 παρ. 2, 49 του ν. 2396/1996, 991Α ΚΠολΔ) αλλά και τις ειδικότερες εταιρικές προεκτάσεις της λειτουργίας τους (άρθρο 8β παρ. 7 κ.ν. 2190/1920)»³⁶. Ως εκ τούτου, καθίσταται σαφής η θέση του νομοθέτη περί του εμπράγματος χαρακτήρα των άυλων τίτλων, ενώ η σημασία αυτής της θέσης καταδεικνύεται κατωτέρω.³⁷

Οι πρόσφατες εξελίξεις σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο βάσει του νόμου 4569/2018 επηρέασαν και τον **Κωδικοποιημένο Κανονισμό Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων** (Κανονισμός Λειτουργίας ΣΑΤ) ο οποίος καταργείται αφής στιγμής λάβει άδεια Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων (ΚΑΤ) ο διαχειριστής του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς³⁸. Με άλλα λόγια, οι πρόσφατες αλλαγές στη νομοθεσία επέβαλαν τη ψήφιση ενός νέου Κανονισμού που θα διέπει τη λειτουργία του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) σε αντικατάσταση του παλιού μόλις αδειοδοτηθεί το νέο νομικό πρόσωπο που θα διαχειρίζεται το σύστημα άυλων τίτλων. Η χρονολογική σειρά πραγματοποίησης των γεγονότων βάσει του νόμου 4569/2018 είναι η εξής: *i.* ο διαχειριστής του Σ.Α.Τ. που σήμερα είναι το Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛΚΑΤ) που αποτελεί θυγατρική εταιρεία του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών υποχρεούται να λάβει άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για να συνεχίζει να διαχειρίζεται το σύστημα άυλων τίτλων *ii.* αφής στιγμής λάβει την άδεια λειτουργίας θα μπορεί να λειτουργεί ως Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΚΑΤ), *iii.* αφής στιγμής λάβει την άδεια λειτουργίας ο Κανονισμός Σ.Α.Τ. καταργείται και τη θέση του παίρνει καινούργιος Κανονισμός που ψηφίζεται από το νέο-αδειοδοτηθέντα διαχειριστή του ΣΑΤ, *iv.* ο οποίος ο Κανονισμός Σ.Α.Τ. θα πρέπει να εγκριθεί από την Επιτροπή Υιοθετείται επίσης κοινή ορολογία των μητρώων που αποθηκεύονται οι άυλοι τίτλοι υπό την ονομασία «Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΚΑΤ)». Σύμφωνα με τη γραμματική ερμηνεία του νόμου μόλις αδειοδοτηθεί ο «νέος» διαχειριστής του ΣΑΤ ο Κανονισμός Λειτουργίας του Σ.Α.Τ παύει να ισχύει για το λόγο ότι πλέον ο νέος διαχειριστής θα ψηφίσει τον Κανονισμό Λειτουργίας του.

Η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών με αντικείμενο άυλους τίτλους σε συνδυασμό με την επιδίωξη δημιουργίας μιας κοινής αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων συνετέλεσε στη σύσταση της **Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (Ε.Α.Κ.Α.Α.)**, ή διεθνώς επονομαζόμενη ως European Securities and Markets Authority (ESMA) η οποία λειτουργεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο ως εποπτική Αρχή.

³⁶ Βλ. ειδικότερα αιτιολογική έκθεση σχεδίου νόμου 4569/2018, «μέρος πρώτο – κεντρικά αποθετήρια τίτλων», σελ 1 επ.

³⁷ Βλ. ειδικότερα Κ. Χριστοδούλου, Ηλεκτρονικά έγγραφα και ηλεκτρονική δικαιοπραξία, 2001, σελ 56-57, «...το ηλεκτρονικό έγγραφο είναι πράγμα, τόσο κατά τη διαβίβαση του, όσο και μετά τη λήψη του ...»

³⁸ Βλ. ειδικότερα άρθρα 29 παρ. 1 και άρθρο 4 νόμου 4569/2018

1.2.2 Σκοποί δικαίου κεφαλαιαγοράς

Το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς διέπεται από ορισμένες αρχές και σκοπούς που αφορούν στην ορθή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, την ικανοποίηση των επιμέρους συμφερόντων των συμμετεχόντων προσώπων (εισηγμένες εταιρείες, επενδυτές, εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών κλπ) και τη σταθερή επιδίωξη δημιουργίας μιας κοινής ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ένας από τους βασικούς στόχους της Ευρωπαϊκής Ένωσης που βασίζεται στη θεμελιώδη διάταξη του άρθρου 114 ΣΛΕΕ είναι η δημιουργία μιας ενιαίας εσωτερικής αγοράς, ειδικότερη εκδήλωση της οποίας αποτελεί η κοινή αγορά κεφαλαίου (κεφαλαιαγορά).³⁹ Ο συγκεκριμένος στόχος εκτός από το ότι πηγάζει από το άρθρο 114 ΣΛΕΕ, εντοπίζεται ήδη στις αιτιολογικές σκέψεις των πρώτων Κοινοτικών Οδηγιών για τις κινητές αξίες. Στην πρόσφατη Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MIFID II) ο Κοινοτικός Νομοθέτης υπολαμβάνει ως δεδομένο πλέον το στόχο της ενοποιημένης χρηματοπιστωτικής αγοράς και προβαίνει σε ακόμη ειδικότερα μέτρα που αποσκοπούν σε μεγαλύτερη σύγκληση. Η αιτιολογική σκέψη 137 της συγκεκριμένης Οδηγίας αναφέρει χαρακτηριστικά: *«Είναι αναγκαίο να ενισχυθεί η σύγκλιση των εξουσιών που παραχωρούνται στις αρμόδιες αρχές προκειμένου να δημιουργηθούν οι προϋποθέσεις για την ισοδύναμη εφαρμογή των διατάξεων εντός της ενοποιημένης χρηματοπιστωτικής αγοράς»*. Παρομοίως, ο πρόσφατος Κανονισμός 909/2014 για τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων προσπαθεί να καταργήσει και από άποψη τεχνικών δυσκολιών τα εσωτερικά όρια της Ένωσης για την ελεύθερη δραστηριοποίηση ξένων φορέων που λειτουργούν ως αποθετήρια τίτλων σε άλλα κράτη – μέλη της Ένωσης.

Ένας επιπλέον σκοπός του δικαίου Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η ασφάλεια και η αποτελεσματικότητα της αγοράς και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σε αυτήν με σκοπό να συμμετέχουν πιο ενεργά στις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Αρχικά, στις πρώτες Οδηγίες η προστασία των επενδυτών δεν ήταν αυτονόητο ότι αποτελούσε αυτοτελή στόχο της Ένωσης αλλά προέκυπτε από τη μέριμνα για την καλή λειτουργία της αγοράς που ενθάρρυνε τη συμμετοχή επενδυτών. Με το πέρας των χρόνων και την εξέλιξη του δικαίου της κεφαλαιαγοράς η προστασία των επενδυτών ανάχθηκε σε αυτοτελή σκοπό όπως προκύπτει από την πρόσφατη Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MIFID II). Στην 3^η αιτιολογική σκέψη της Οδηγίας αναφέρεται χαρακτηριστικά *«Ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν ενεργά στις χρηματοπιστωτικές αγορές αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια και το φάσμα των υπηρεσιών και των μέσων που τους προσφέρονται διευρύνθηκε και έγινε πιο πολύπλοκο. Ενόψει των εξελίξεων αυτών, το νομοθετικό*

³⁹ Βλ. το άρθρο 114 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ιδίως την παράγραφο 1 και επίσης Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014, σελ.19επ.· Β. Τουντόπουλο, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, σελ. 6επ.

πλαίσιο της Ένωσης θα πρέπει να καλύψει όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων που απευθύνονται στους επενδυτές. Για τον σκοπό αυτό, είναι ανάγκη να εξασφαλιστεί ο απαιτούμενος βαθμός εναρμόνισης που απαιτείται για να προσφερθεί στους επενδυτές υψηλό επίπεδο προστασίας και να επιτραπεί στις επιχειρήσεις επενδύσεων να παρέχουν τις υπηρεσίες τους σε όλη την Ένωση, ως εσωτερική αγορά, βάσει της εποπτείας της χώρας καταγωγής»

Το δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς αποτελεί ένα εκτενές πεδίο μελέτης που μπορεί να εξεταστεί υπό πολλές διαφορετικές πτυχές. Για το λόγο αυτό οι σκοποί του εν λόγω δικαίου που προναφέρθηκαν αποτελούν τους βασικότερους στόχους των Οδηγιών και Κανονισμών που σχετίζονται με την παρούσα εργασία, ιδίως η Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MIFID II) «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» και ο Κανονισμός (ΕΕ) 909/2014 για «η βελτίωση του διακανονισμού αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων κλπ».

1.3 Σχέση αύλων τίτλων με τους λοιπούς κλάδους δικαίου

1.3.1 Αστικό Δίκαιο

Το ζήτημα των αύλων τίτλων εκ πρώτης όψεως δεν μπορεί να συνδεθεί άμεσα με το αστικό δίκαιο δηλαδή με τις ιδιωτικού δικαίου διαφορές που ρυθμίζονται κατά κύριο λόγο στον αστικό κώδικα. Οι ρυθμίσεις του αστικού δικαίου υπάρχουν από το 1984 και είναι εύλογο ο ιστορικός νομοθέτης κατά τη στιγμή θεσπίσεως τους να μην είχε υπόψιν του την αποϋλοποίηση των τίτλων που διακινούνται την εποχή εκείνη χρηματιστηριακά και είχαν έγχαρτη υπόσταση. Παρόλα αυτά, ο ιστορικός νομοθέτης φαίνεται πως γνώριζε και υπήγαγε σε ρύθμιση τους τίτλους της κεφαλαιαγοράς τους οποίους ονομάζει «χρηματιστηριακά πράγματα» σύμφωνα με τις διατάξεις ΑΚ 1228 και ΑΚ 1237⁴⁰.

Το αστικό δίκαιο παρέχει το νομοθετικό πλαίσιο αλλά και το δογματικό υπόβαθρο για την εξέταση του ζητήματος του ενεχύρου σε άυλους τίτλους οι οποίοι ενεχυριάζονται σύμφωνα με τις κοινές διατάξεις. Στις ρυθμίσεις των άρθρων ΑΚ 1244 έως ΑΚ 1256 ρυθμίζεται το ενέχυρο σε ανώνυμους τίτλους (ΑΚ 1244), σε μετοχές (ΑΚ 1245), σε δικαίωμα (ΑΚ 1247), σε τίτλους εις διαταγήν (ΑΚ 1251, 1255), ενώ ανάλογα με τη φύση του ενσωματωμένου δικαιώματος στον τίτλο εφαρμόζονται οι διατάξεις για τη σύσταση ενεχύρου σε πράγμα (ΑΚ 1209 επ.) ή ενεχύρου σε απαίτηση (ΑΚ 1248-1250, 1252-1254). Η ενεχυρίαση αύλων τίτλων αποτελεί πάντα μια τεχνική διαδικασία που λαμβάνει χώρα σε μητρώα τήρησης τίτλων με τη μορφή των ηλεκτρονικών καταχωρίσεων, αλλά παρά το γεγονός αυτό καλούνται πάντα σε εφαρμογή οι κοινές διατάξεις του

⁴⁰ Βλ. Προεδρικό Διάταγμα υπ' αριθμόν 456/1984 (ΦΕΚ Α' 164/24.10.1984) για τον Αστικό Κώδικα και τον Εισαγωγικό του Νόμο.

αστικού δικαίου. Ειδικότερη ανάλυση σχετικά με το είδος και τη φύση του ενεχύρου που συστήνεται πάνω σε άυλους τίτλους λαμβάνει χώρα παρακάτω.

1.3.2 Εμπορικό δίκαιο

Οι άυλοι τίτλοι έχουν άμεση σύνδεση με το υπό την ευρεία έννοια εμπορικό δίκαιο το οποίο διακρίνεται σε διάφορες υποκατηγορίες, δύο από τις οποίες είναι το δίκαιο των αξιογράφων και το εταιρικό δίκαιο και ιδίως το δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών.

Το δίκαιο των αξιογράφων περιέχει ρυθμίσεις για την κυκλοφορία των επιμέρους έγχαρτων αξιογράφων – συναλλαγματική, επιταγή, εμπορικό χρεωστικό ομόλογο, φορτωτική, μετοχή, ομολογία κλπ - Οι άυλοι τίτλοι αποτελούν τη μετεξέλιξη των έγχαρτων αξιογράφων τα οποία έχουν απωλέσει τον έγγραφο τύπο και αντ' αυτού καταχωρούνται ηλεκτρονικά σε μητρώα. Αφής στιγμής οι άυλοι τίτλοι αποτελούν τη μετεξέλιξη έγχαρτων τίτλων, φαίνεται ότι το αξιογραφικό δίκαιο διευρύνεται και καταλαμβάνει στο ρυθμιστικό του πεδίο άυλα αξιόγραφα⁴¹. Η απάντηση που δίνεται εξαρτάται από την άποψη που θα δεχτεί κανείς περί τη νομική φύση των άυλων τίτλων και τις ανάγκες που εξυπηρετούν και ιδίως εάν δεχτεί ότι οι άυλοι τίτλοι αποτελούν αξιόγραφα (ηλεκτρονικά αξιόγραφα⁴²) ή ότι έχει απωλεσθεί το στοιχείο της αξιογραφικής ενσωμάτωσης. Το συγκεκριμένο θεωρητικό ζήτημα αποτελεί αντικείμενο πολλών συζητήσεων και αναλύεται κατωτέρω. Σε κάθε περίπτωση, το αξιογραφικό δίκαιο δεν περιέχει ειδικές διατάξεις για τους άυλους τίτλους και αποτελεί θέμα έρευνας και ερμηνείας αν οι διατάξεις του εφαρμόζονται αναλογικά ή ευθέως ή δεν εφαρμόζονται καθόλου. Η σχέση των άυλων τίτλων με το δίκαιο των αξιογράφων έχει ακόμη σημασία για την αντιμετώπιση διαφόρων πρακτικών ζητημάτων. Για παράδειγμα, ισχύει για τους άυλους τίτλους η αρχή της καλόπιστης κτήσης κυριότητας που διέπει τα «παραδοσιακά» αξιόγραφα; ισχύει μήπως η αρχή του κλειστού αριθμού των αξιογράφων; κλπ. Σε κάθε περίπτωση είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι άυλοι τίτλοι συνδέονται με το αξιογραφικό δίκαιο με κάποιον τρόπο, είτε υιοθετούν μερικές από τις βασικές λειτουργίες

⁴¹ Γενικά για το φαινόμενο της υποχώρησης της αξιογραφικής ενσωμάτωσης και τις υποστηριζόμενες απόψεις βλ. *Γ. Τριανταφυλλάκη*, Εισαγωγή στο δίκαιο των αξιογράφων, 2008, σελ. 30 επ· *Ν. Ρόκα*, Αξιόγραφα, εκδ. β', 2012, σελ. 15-16, *Κ. Χριστοδούλου*, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, 2008, σελ. 113-119, *Κ. Ρήγα*, Η απούλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ 12/2014, σελ. 1126-1138· *Δ. Τσιμπανούλη*, Επενδυτικά Αξιόγραφα σε λογιστική μορφή, Νομικό Βήμα, 2008, σελ. 823επ· *του ιδίου* Οι άυλοι τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ 2/2009, σελ. 351-388· *Α. Κιάντου – Παμπούκη*, Δίκαιο Αξιογράφων, εκδ. ζ, 2013, σελ. 50-54· *Γ. Μιχαλόπουλο*, Απούλοποίηση τίτλων, κυρίως μετοχών, 1999, σελ. 89-91, 138-146· *Κ. Παμπούκη*, Η αξιογραφική ενσωμάτωση μπροστά στη σύγχρονη τεχνολογία – Προβληματισμός σχετικά με τη θαλάσσια φορτωτική, ΕπισκΕΔ, 2007, σελ. 679επ· *Ε. Σκαλίδη*, Αξιογραφική απεγχαρτώση, ιδιαίτερα μετοχών, ΕΤρΑξΧρΔ, 1998, σελ. 321επ· *Ι. Μάρκου*, Οι «άυλοι τίτλοι» ως ιδιότυπες σχέσεις, ΕλΔικ. 2009, σελ. 329επ· *του ιδίου*, Η «εμπραγμάτωση» των ασώματων «δικαιωμάτων αξίας», ΕΤρΑξΧρΔ, 2002, σελ. 417επ· *Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου*, Έγγραφα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, 1997

⁴² *Κ. Χριστοδούλου*, Ηλεκτρονικά Έγγραφα και ηλεκτρονική δικαιοπραξία, 2001, 99-102, «με την εξαίρεση ενοχικών αξιογράφων υπό δικαιοστάσιο στην ελληνική έννομη τάξη ο νομικός χαρακτηρισμός ηλεκτρονικά αξιόγραφα» είτε μπορεί να στηρίζεται σε άλλα νομοθετήματα, όπως π.χ. ο ν. 2198/1994 (προκειμένου για τους άυλους τίτλους του ελληνικού δημοσίου) και ο ν. 2396/996 (προκειμένου για τις άυλες μετοχές) είτε ανακριβολογεί...»

του, ενώ πρέπει να αναζητηθεί εάν τελικώς έχει συντελεστεί «μεταστροφή» του αξιολογικού δικαίου⁴³.

Το δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών περιέχει ρητές διατάξεις για τους άυλους τίτλους και συγκεκριμένα ο νόμος 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών. Ο λόγος που περιέχονται διατάξεις στο συγκεκριμένο νόμο είναι ότι μόνο οι ανώνυμες εταιρείες μπορούν να εκδώσουν μετοχές και ομολογίες, οι οποίες δύνανται να αποϋλοποιηθούν. Πριν τη νομοθετική αλλαγή που επήλθε με το νόμο 4548/2018 ο οποίος αναμόρφωσε το δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών, οι άυλοι τίτλοι εκδίδονταν μόνο από ανώνυμες εταιρείες εισηγμένες στην κεφαλαιαγορά. Κατόπιν όμως των νομοθετικών αλλαγών οι άυλοι τίτλοι μπορούν πλέον να εκδίδονται από μη εισηγμένες εταιρείες δυνατότητα που εισάγεται για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο και αποτελεί καινοτομία του προσφάτου νόμου 4548/2018 και αφορά κυρίως στις άυλες μετοχές και ομολογίες που μπορεί να εκδίδει η ανώνυμη εταιρεία.⁴⁴

Επιπλέον, μια καινοτομία που εισήγαγε ο νόμος 4548/2018 και συνέχεται άμεσα με το κεντρικό ζήτημα της εργασίας, δηλαδή τη σύσταση ενεχύρου σε άυλους τίτλους, είναι η υποχρεωτική ονομαστικοποίηση των μετοχών μέχρι την 01.01.2020.⁴⁵ Το συγκεκριμένο μέτρο λήφθηκε από το νομοθέτη για λόγους «ρυθμιστικής απλοποίησης» όπως αναφέρεται στην αιτιολογική έκθεση του νόμου. Οι ενιαίοι κανόνες για τα διαφορετικά είδη μετοχών διευκολύνουν την ταυτοποίηση του ιδιοκτήτη τους, τη μεταβίβαση τους με όμοιο τρόπο και την αποφυγή διατυπώσεων που κατά καιρούς έχουν θεσπιστεί από το νομοθέτη και καθυστερούν τη μεταβίβαση τους. Ειδικότερα, η σημερινή τάση σε ευρωπαϊκό επίπεδο είναι η δυνατότητα ταύτισης του πραγματικού δικαιούχου των μετοχών με σκοπό την καταπολέμηση εγκληματικών ενεργειών, του ξεπλύματος μαύρου χρήματος και της τρομοκρατίας. Η Οδηγία 2015/849/ΕΕ θεωρεί ότι η κυκλοφορία ανωνύμων μετοχών και ακολούθως η απόκρυψη της ταυτότητας του ιδιοκτήτη τους δημιουργεί κινδύνους. Για το λόγο αυτό και με βάση εργασίες των οργάνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης που προσκαλούν τα κράτη-μέλη να εντοπίσουν τρόπους με τους οποίους οι ανώνυμες μετοχές δεν θα αποτελέσουν μέσο καταχρηστικών πρακτικών ο Έλληνας νομοθέτης προέβη στη σταδιακή αλλά πλήρη κατάργηση των ανωνύμων μετοχών. Στην αιτιολογική έκθεση του νόμου 4548/2018 αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι «...Μέσο για τη διευκόλυνση της αντιμετώπισης του ξεπλύματος κλπ. εμφανίζεται σήμερα πλέον η κατάργηση των ανωνύμων μετοχών, ή άλλα ισοδύναμα μέτρα, όπως είναι η αποϋλοποίηση ή η ακινητοποίηση τούτων και η έκδοση ονομαστικών

⁴³ Βλ. σχετικά Κ.Χριστοδούλου, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, 2008, ιδίως σελ. 116-117, Γ.Τριανταφυλλάκη, Εισαγωγή στο δίκαιο των αξιολογικών, 2008, σελ.38.

⁴⁴ Βλ. την ειδικότερα αιτιολογική έκθεση του νόμου 4548/2018 και ιδίως σελ. 2 *II Οι κύριες κατευθύνσεις της αναμόρφωσης*

⁴⁵ Α. Στάμου, η ονομαστικοποίηση των άυλων μετοχών και η ταυτοποίηση του μετόχου, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Οκτώβριος 2018 (ανέκδοτη)

πιστοποιητικών, η κατάρτιση μητρώου ιδιοκτητών ανωνύμων μετοχών, ή και άλλα μέτρα, όπως οι γαλλικοί «ταυτοποιήσιμοι τίτλοι στον κομιστή». Στο πνεύμα αυτό πολλά κράτη σήμερα έχουν είτε καταργήσει τις ανώνυμες μετοχές (όπως οι ΗΠΑ, η Αγγλία, η Αυστρία, κ.ά.), είτε υιοθετήσει εναλλακτικά ισοδύναμα μέτρα (όπως το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, ο Παναμάς, η Ελβετία, κ.ά.). Όμως η απλούστερη μέθοδος είναι η κατάργηση των ανωνύμων μετοχών, που επιτρέπει την ενοποίηση των κανόνων και αποτρέπει πολύπλοκες εναλλακτικές ρυθμίσεις, που στην ουσία τους ούτε διασώζουν την ανωνυμία, ούτε διευκολύνουν την μεταβίβαση. Πράγματι, άλλα συστήματα παρακολούθησης των ανωνύμων μετοχών δημιουργούν πρόσθετες υποχρεώσεις αναφορών, εκθέσεων κλπ. που επιτείνουν την «πληροφοριακή κόπωση» των επιχειρήσεων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, τουλάχιστον για τις εισηγμένες μετοχές, η ονομαστικοποίηση των ανωνύμων μετοχών αφορά ελάχιστες (περίπου 10 συνολικά) εταιρείες. Η κατάργηση των ανωνύμων μετοχών συνοδεύεται από διατάξεις που προβλέπουν τη διαδικασία ονομαστικοποίησης (άρθρο 184).⁴⁶ Επιπλέον ο νομοθέτης, θεώρησε πως η κατάργηση των ονομαστικών μετοχών διευκολύνει τη μεταβίβαση τους που θα γίνεται με όμοιο τρόπο. Εξάλλου, έως σήμερα οι μετοχές των εισηγμένων εταιρειών μεταβιβάζονται με όμοιες διατάξεις, χωρίς να παίζει ρόλο η διάκριση τους σε ανώνυμες και ονομαστικές. Θεώρησε συνεπώς ο νομοθέτης ότι οι μετοχές θα μεταβιβάζονται ευκολότερα εάν ισχύσουν οι ίδιοι κανόνες μεταβίβασης και εκτός του πεδίου της κεφαλαιαγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

2.1 Ορισμός άυλων τίτλων

2.1.1 Ορολογικά ζητήματα

Στο παρόν κεφάλαιο, η ανάλυση επικεντρώνεται στον ορισμό της έννοιας των άυλων τίτλων, τη σύγκριση της με συναφείς έννοιες καθώς και την εξέταση της νομικής τους φύσης. Γίνεται ειδικότερα προσπάθεια να απαντηθούν τα ακόλουθα δύο πρωταρχικά ερωτήματα που απασχόλησαν και εξακολουθούν να απασχολούν αρκετούς θεωρητικούς του δικαίου: *τι είναι οι άυλοι τίτλοι και ποια η νομική τους φύση*. Η σημασία του να δοθεί με ακρίβεια ο ορισμός των άυλων τίτλων που βρίσκονται μεταξύ του δικαίου των αξιολογίων, του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς γίνεται για λόγους συστηματικής και τελεολογικής προσέγγισης του μεταγενέστερου ζητήματος, δηλαδή πάνω σε ποιο αντικείμενο θα συσταθεί

⁴⁶ Α. Στάμου, η ονομαστικοποίηση των άυλων μετοχών και η ταυτοποίηση του μετόχου, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, Οκτώβριος 2018 (ανέκδοτη)

τελικώς το ενέχυρο. Με την παρουσίαση του θεωρητικού διαλόγου που υπάρχει και ανάλογα με τη θέση που γίνεται δέκτη στο ζήτημα του ορισμού και της νομικής φύσης των άυλων τίτλων, προσεγγίζεται το ειδικότερο θέμα της ενεχυρίασης υπό το αυτό τελολογικό πρίσμα που απηχεί ενότητα δικαίου. Εάν, με άλλα λόγια, οι άυλοι τίτλοι προσιδιάζουν περισσότερο σε ενοχικά δικαιώματα τότε εφαρμόζονται συμπληρωματικά οι διατάξεις σύστασης ενεχύρου σε δικαίωμα, και δη σε απαίτηση. Τουναντίον, εάν οι άυλοι τίτλοι προσιδιάζουν περισσότερο σε εμπράγματα δικαιώματα τότε εφαρμόζονται συμπληρωματικά οι διατάξεις σύστασης ενεχύρου σε πράγμα.

Οι άυλοι τίτλοι απαντώνται σήμερα στη νομοθεσία με ποικίλους αλλά ταυτόχρονα δόκιμους όρους οι οποίοι φαίνεται πως έχουν ταυτόσημη σημασία. Γίνεται έτσι εξαρχής σαφές ότι η έκφραση «άυλοι τίτλοι» δεν είναι η μοναδική που χρησιμοποιείται⁴⁷, αλλά στην παρούσα εργασία επιλέγεται γιατί κατά αυτό τον τρόπο εξυπηρετείται καλύτερα η γλωσσική ομοιογένεια του κειμένου και δίνεται έμφαση στον άυλο χαρακτήρα των μέχρι πρότινος έγχαρτων τίτλων. Ένας από τους σκοπούς της εργασίας εξάλλου είναι να περιγράψει τις αλλαγές που επιφέρουν οι νέες τεχνολογίες στα παραδοσιακά έγχαρτα αξιόγραφα για αυτό και η χρήση μιας φράσης που δίνει έμφαση στον άυλο χαρακτήρα των τίτλων ανταποκρίνεται καλύτερα στο συγκεκριμένο σκοπό. Επίσης, οι άυλοι τίτλοι αποτελούν μια νομική έκφραση που ικανοποιεί το δικαιοκόσμο και εμφανίζεται στην ελληνική νομοθεσία, όπως για παράδειγμα στον πρόσφατο νόμο 4548/2018 περί ανωνύμων εταιρειών, εν αντιθέσει με άλλες έννοιες που ανταποκρίνονται περισσότερο σε οικονομικούς και επενδυτικούς σκοπούς και συναντώνται στο πεδίο των χρηματοοικονομικών και σε αμιγώς χρηματιστηριακές διατάξεις όπως είναι οι έννοιες *άυλες κινητές αξίες, κινητές αξίες, άυλες αξίες, αξίες, επενδυτικά αξιόγραφα, αξιόγραφα της κεφαλαιαγοράς*.⁴⁸ Με την πρόσφατη δυνατότητα τήρησης άυλων τίτλων από μη εισηγμένες εταιρείες βάσει του νόμου 4548/2018 συνάγεται ότι είναι προτιμότερη η χρήση ενός όρου που είναι αποσυνδεδεμένος από την κεφαλαιαγορά και αφορά συνολικά τους τίτλους εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών. Μέρος της θεωρίας χρησιμοποιεί και τον όρο *τίτλοι σε λογιστική μορφή* που δίνει έμφαση στο πραγματικό γεγονός της διενέργειας ηλεκτρονικών χρεοπιστώσεων μεταξύ λογαριασμών και την καταχώριση

⁴⁷ Για τους χρησιμοποιούμενους όρους βλ. ιδίως βλ. *Δ. Τσιμπανούλη*, Επενδυτικά Αξιόγραφα σε λογιστική μορφή, Νομικό Βήμα, 2008, σελ. 823επ.· *του ιδίου* Οι άυλοι τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου, ΕπισκεΕΔ 2/2009, σελ. 351-388· *Α. Κιάντου – Παμπούκη*, Δίκαιο Αξιογράφων, εκδ. ζ, 2013, σελ. 50-54· *Γ.Τριανταφυλλάκη*, Εισαγωγή στο δίκαιο των αξιογράφων, 2008, σελ. 30 επ· *Ν. Ρόκα*, Αξιόγραφα, εκδ. β', 2012, σελ. 15-16, *Κ. Χριστοδούλου*, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, 2008, σελ. 113-119, *Κ. Ρήγα*, Η απούλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ 12/2014, σελ. 1126-1138· *Γ. Μιχαλόπουλο*, Απούλοποίηση τίτλων, κυρίως μετοχών, 1999, σελ.89-91, 138-146· *Κ.Παμπούκη*, Η αξιογραφική ενσωμάτωση μπροστά στη σύγχρονη τεχνολογία – Προβληματισμός σχετικά με τη θαλάσσια φορτωτική, ΕπισκεΕΔ, 2007, σελ. 679επ· *Ε. Σκαλίδη*, Αξιογραφική απεγχαρτώση, ιδιαίτερα μετοχών, ΕΤρΑξΧρΔ, 1998, σελ. 321επ· *Ι. Μάρκου*, Οι «άυλοι τίτλοι» ως ιδιότυπες σχέσεις, ΕλΔικ. 2009, σελ. 329επ.· *του ιδίου*, Η «εμπραγμάτωση» των ασώματων «δικαιωμάτων αξίας», ΕΤρΑξΧρΔ, 2002, σελ. 417επ, *Σ. Γεωργιάδη*, Γ φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών, ΧρΙΔ.2004, σελ. 111-112

⁴⁸ Για τα έγγραφα που επιτελούν επενδυτική λειτουργία βλ. *Μ. Κορδή- Αντωνοπούλου*, Έγγραφα του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος, 1997, ιδίως σελ. 23-50 και 65-τέλος

των τίτλων σε μητρώα.⁴⁹ Επίσης, ο όρος ηλεκτρονικά αξιόγραφα αποφεύγεται γιατί ενώ τα άυλα αξιόγραφα αποτελούν κατά κάποιο τρόπο τη μετεξέλιξη των έγχαρτων αξιογράφων, ωστόσο οι δύο έννοιες δεν ταυτίζονται πλήρως εννοιολογικά και αμφισβητείται από μέρος της θεωρίας ότι οι άυλοι τίτλοι αποτελούν αξιόγραφα έστω υπό ευρεία έννοια.⁵⁰ Ως εκ τούτου η χρησιμοποίηση της έκφρασης «άυλοι τίτλοι» καταδεικνύει την προέλευση τους από το αξιογραφικό δίκαιο χωρίς όμως να τους ταυτίζει τελείως με αξιόγραφα

2.1.2 Νομοθετική και θεωρητική προσέγγιση

Στη νομοθεσία γίνεται μια περιορισμένη προσπάθεια ορισμού των άυλων τίτλων σε ορισμένα νομοθετήματα.⁵¹ Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και συγκεκριμένα ο **νόμος 3756/2009** για το «*Σύστημα Άυλων Τίτλων, διατάξεις για την Κεφαλαιαγορά, φορολογικά θέματα και λοιπές διατάξεις*» αναφέρεται σε κινητές αξίες με λογιστική μορφή, ενώ παραπέμπει στο **νόμο 3371/2005** για τα «*Θέματα Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις*» προκειμένου να δοθεί ο ορισμός των κινητών αξιών με λογιστική μορφή. Στον τελευταίο γίνεται μεν αναφορά στις διάφορες κινητές αξίες που υπάρχουν χωρίς ωστόσο να γίνεται ανάλυση των εννοιολογικών τους γνωρισμάτων. Τουναντίον, παρατίθενται οι διάφορες κατηγορίες κινητών αξιών οι οποίες είναι «*α) οι μετοχές, β) οι ομολογίες και οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος εν γένει, γ) τα ελληνικά πιστοποιητικά και οι τίτλοι παραστατικοί μετοχών εν γένει, δ) οι τίτλοι παραστατικοί ομολογιών και λοιπών τίτλων, ε) οι τίτλοι παραστατικοί δικαιωμάτων προς κτήση μετοχών ή ομολογιών, στ) κάθε άλλη αξία, η οποία αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης και παρέχει δικαίωμα απόκτησης άλλης κινητής αξίας, μέσω εγγραφής ή ανταλλαγής ή παρέχει δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς και ζ) κάθε άλλη αξία που ορίζεται ως κινητή αξία με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς*».

Ο **νόμος 4514/2018** για τις «*αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις*» ο οποίος ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2014/65/ΕΕ, (MIFID II) αναφέρεται στις *κινητές αξίες* και παραθέτει δύο εννοιολογικά τους γνωρίσματα, κατά πρώτον ότι είναι επιδεκτικές διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά και κατά δεύτερον ότι δεν αποτελούν μέσα πληρωμής.⁵² Συνεπώς, σύμφωνα με το συγκεκριμένο νόμο προσδιορίζεται το πεδίο εμφάνισης των κινητών αξιών που είναι η αγορά κεφαλαίου και γίνεται η αντιδιαστολή των κινητών αξιών που αποτελούν επενδυτικούς τίτλους από τα μέσα πληρωμής που εξυπηρετούν τις ανάγκες της

⁴⁹ Βλ. Δ. Τσιμπανούλη, Οι επενδυτικοί τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ 2009, σ. 351 επ. του ίδιου, Επενδυτικά Αξιόγραφα σε Λογιστική Μορφή, ΝοΒ 2008, σελ. 823 επ

⁵⁰ Κ. Χριστοδούλου, Ηλεκτρονικά Έγγραφα και ηλεκτρονική δικαιοπραξία, 2001, 99-102, «με την εξαίρεση ενοχικών αξιογράφων υπό δικαιοστάσιο στην ελληνική έννομη τάξη ο νομικός χαρακτηρισμός ηλεκτρονικά αξιόγραφα» είτε μπορεί να στηρίζεται σε άλλα νομοθετήματα, όπως π.χ. ο ν. 2198/1994 (προκειμένου για τους άυλους τίτλους του ελληνικού δημοσίου) και ο ν. 2396/996 (προκειμένου για τις άυλες μετοχές) είτε ανακριβολογεί...»

⁵¹ Πρβλ. και την παρουσίαση του Κ.Ρήγα, Η μεταβίβαση άυλων τίτλων, ΕφΑΔΠολΔ, 2018, σελ.504 επ.

⁵² Βλ. άρθρο 4, στοιχείο 44, του νόμου 4514/2018 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων»

αγοράς χρήματος. Γίνεται επίσης περιπτωσιολογική αναφορά στο άρθρο 4 με τίτλο «*ορισμοί*» στις διάφορες κατηγορίες κινητών αξιών που είναι «*α) οι μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιρειών, προσωπικών εταιρειών και άλλων οντοτήτων, καθώς και αποθετήρια έγγραφα για μετοχές, β) τα ομόλογα ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, καθώς και αποθετήρια έγγραφα για τέτοιες κινητές αξίες, γ) κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων κινητών αξιών ή επιδεχόμενη διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα προσδιοριζόμενο κατ' αναφορά προς κινητές αξίες, νομίματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη*». Τα «*αποθετήρια έγγραφα*» που αναφέρονται και δεν υπήρχαν στον προϊσχύσαντα νόμο 3606/2007 είναι οι κινητές αξίες οι οποίες επιδέχονται διαπραγμάτευση στην κεφαλαιαγορά και οι οποίες αντιπροσωπεύουν κυριότητα επί των κινητών αξιών αλλοδαπού εκδότη, ενώ μπορεί να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και η διαπραγμάτευσή τους να γίνεται ανεξάρτητα από τις κινητές αξίες του αλλοδαπού εκδότη. Στο Παράρτημα I του ίδιου νόμου που περιέχεται ο «*κατάλογος υπηρεσιών και δραστηριοτήτων και χρηματοπιστωτικών μέσων*» παρατίθενται ονομαστικά τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία αποτελούν ευρύτερη έννοια γένους στην οποία εντάσσονται οι κινητές αξίες. Αποτελούν λοιπόν οι κινητές αξίες μια επιμέρους κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων όπως συνάγεται από την γραμματική ερμηνεία των διατάξεων του νόμου 4514/2018.

Ο **νόμος 3606/2007** για τις «*αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις*» που εξακολουθεί να ισχύει αλλά πολύ μεγάλο μέρος των διατάξεων του έχουν καταργηθεί⁵³ και ο οποίος ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2004/39/EK, (MIFID I) χρησιμοποίησε πρώτος τους ορισμούς και την περιπτωσιολογική κατηγοριοποίηση των κινητών αξιών που υιοθέτησε ο μεταγενέστερος νόμος 4514/2018. Στο άρθρο 2 με τίτλο «*ορισμοί*» αναφερόταν ότι οι κινητές αξίες είναι δεκτικές διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά με εξαίρεση τα μέσα πληρωμής και γινόταν περιπτωσιολογική αναφορά σε υπάρχουσες κινητές αξίες. Στο άρθρο 5 του ίδιου νόμου με τίτλο «*χρηματοπιστωτικά μέσα*» γινόταν επίσης αναφορά στις κινητές αξίες ως επιμέρους κατηγορία των χρηματοπιστωτικών μέσων.. Συνεπώς, όπως εξακολουθεί να ισχύει χωρίς αλλαγές και στο νεότερο νόμο 4514/2018, τα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν μια ευρύτερη έννοια γένους σε σχέση με τις κινητές αξίες που αποτελούν την έννοια είδους.

Ο **νόμος 2396/1996** για τις άυλες μετοχές περιλαμβάνει επίσης απαρίθμηση των κινητών αξιών στο άρθρο 2 παρ. 6 και τις συσχετίζει με τα χρηματιστηριακά πράγματα που αναφέρονται στο νόμο αυτό. Ειδικότερα, αναφέρει ότι κινητές αξίες είναι οι «*..α. οι μετοχές και οι λοιπές αξίες με χαρακτηριστικά μετοχών, β. οι ομολογίες και οι λοιποί χρεωστικοί τίτλοι, που αποτελούν*

⁵³ Ο νόμος 4514/2018 κατήργησε με το άρθρο 97 τα άρθρα 1 έως 70 του νόμου 3606/2007 ως εξής: «*άρθρο 97 Καταργούμενες διατάξεις Από την έναρξη ισχύος του παρόντος καταργούνται οι διατάξεις των άρθρων 1 έως και 70 του ν. 3606/2007 (Α' 195) και του άρθρου 59 του ν. 4509/2017 (Α' 201)*».

αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, γ. κάθε άλλος τίτλος ο οποίος αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης, και ο οποίος παρέχει δικαίωμα απόκτησης άλλης κινητής αξίας, μέσω, εγγραφής ή ανταλλαγής ή που παρέχει δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς. Τα μέσα πληρωμής αποκλείονται». Περαιτέρω, ορισμοί των χρηματοπιστωτικών μέσων περιέχονται επίσης στο **νόμο 3301/2004** για τη χρηματοοικονομική ασφάλεια. Ειδικότερα, στο άρθρο 2 στοιχείο ε' αναφέρεται ότι τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι οι «μετοχές και άλλοι τίτλοι που ισοδυναμούν με μετοχές και ομολογίες και άλλα είδη χρεωστικών μέσων, εφόσον αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά και οποιοδήποτε άλλοι τίτλοι που είναι συνήθως διαπραγματεύσιμοι και οι οποίοι παρέχουν το δικαίωμα απόκτησης μετοχών, ομολογιών ή άλλου είδους κινητών αξιών με εγγραφή, αγορά ή ανταλλαγή ή οι οποίοι συνεπάγονται διακανονισμό τοις μετρητοίς, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής, περιλαμβανομένων των μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, των μέσων χρηματαγοράς και των αξιώσεων σε σχέση με ή των δικαιωμάτων επί ή σε σχέση με τα ανωτέρω στοιχεία».

Ο εφαρμοζόμενος κατά τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών Κωδικοποιημένος Κανονισμός Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων (**Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ.**) ο οποίος εκδόθηκε με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς περιέχει τους όρους «*άυλοι τίτλοι*», «*άυλες κινητές αξίες*», «*άυλες αξίες*», «*αξίες*» και «*αλλοδαπές κινητές αξίες*».⁵⁴ Μολονότι ο Κανονισμός περιέχει ενδεδειγμένες ρυθμίσεις για τη λειτουργία του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) ως μηχανογραφικού – λειτουργικού συστήματος στο οποίο καταχωρούνται και παρακολουθούνται οι άυλοι τίτλοι, δεν περιέχει ούτε στο άρθρο 1 με τίτλο «*ορισμοί*» αλλά ούτε και σε επόμενο σημείο κάποιον ειδικότερο ορισμό των κινητών αξιών. Οι παραπάνω παραλλάσσουσες έννοιες με ταυτόσημη σημασία υπολαμβάνονται ως δεδομένες στον Κανονισμό Σ.Α.Τ. και επίσης χρησιμοποιούνται αυτούσιες σε συμβάσεις ενεχυρίασης άυλων τίτλων, σε συμβάσεις μεταβίβασης άυλων τίτλων και σε άλλου τύπου συμβατικά κείμενα επομένως είναι υποχρέωση του νομοθέτη και του εκάστοτε συμβαλλόμενου να προσδιορίσει την ειδικότερη νομική φύση του αντικειμένου των εν λόγω συμβάσεων.

Από την προηγηθείσα παράθεση των ορισμών που υπάρχουν στα διάφορα νομοθετήματα παρατηρείται ότι χρησιμοποιούνται πολλές παραλλάσσουσες έννοιες, ενώ οι κινητές αξίες που απαντώνται ως έννοια σε διάφορα νομοθετήματα είναι κατά βάση μια περιγραφική έννοια. Ο νομοθέτης δεν προβαίνει σε ορισμούς με βάση εννοιολογικά γνωρίσματα και ούτε προβαίνει σε νομικό χαρακτηρισμό των εννοιών παρά αρκείται σε περιπτωσιολογική αναφορά. Τα κοινά εννοιολογικά χαρακτηριστικά που εντοπίζονται είναι η εμφάνιση και κυκλοφορία στην

⁵⁴ 22^η τροποποίηση Κανονισμού Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων δυνάμει της από 16/824/19.7.2018 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β' 3879/07.09.2018). Βλ. συνδυαστικά άρθρο 1 & 2 του νόμου 3756/2009 για την έκδοση του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ.

κεφαλαιαγορά και ο επενδυτικός χαρακτήρας των κινητών αξιών που συνάγεται με βάση το επιχείρημα ότι αποτελούν μια επιμέρους κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων και a contrario δεν αποτελούν μέσα χρηματαγοράς.⁵⁵ Ωστόσο, λόγω της πρόσφατης μεταρρύθμισης του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών που εισήγαγε ο νόμος 4514/2018 οι άυλοι τίτλοι εκφεύγουν του πεδίου της κεφαλαιαγοράς διότι εκδίδονται από μη εισηγμένες εταιρείες.

Σύμφωνα με μερίδα της θεωρίας ένα επιπλέον κοινό εννοιολογικό στοιχείο των άυλων τίτλων είναι ότι αποτελούν αντικαταστατά πράγμα κατά την έννοια του ΑΚ 950⁵⁶. Η άποψη αυτή, εάν και κρατούσα για τα αξιόγραφα της κεφαλαιαγοράς, έρχεται σε αντίθεση με άλλες θέσεις της θεωρίας σύμφωνα με τις οποίες τα αξιόγραφα της κεφαλαιαγοράς παράγονται μεν μαζικά, αλλά έχουν στοιχεία που τα εξατομικεύουν και συνεπώς αποτελούν μη αντικαταστατά πράγματα. Για παράδειγμα, τη στιγμή της εκκαθάρισης των συναλλαγών οι τίτλοι εξατομικεύονται μέσω του δικαιώματος επιλογής.⁵⁷ Επίσης, προσδιορίζονται και από άλλα στοιχεία όπως είναι το όνομα του εκδότη, το είδος του ενσωματωμένου δικαιώματος και η έκταση των δικαιωμάτων που αποδεικνύονται από τη συμφωνία μεταξύ των μερών. Κατά την άποψη μου ορθότερη κρίνεται η πρώτη άποψη, που είναι η κρατούσα γιατί οι άυλοι τίτλοι εξατομικεύονται μεν, αλλά με βάση την ποσότητα και ομαδοποιούνται με βάση τον αριθμό τους. Επίσης ενσωματώνουν ανά κατηγορία τίτλων ισοδύναμα δικαιώματα. Για παράδειγμα, συστήνεται ενέχυρο σε 1000 ονομαστικές μετοχές της εταιρείας Α αξίας 0,30ευρώ η καθεμία, ή επέρχεται άρση του ενεχύρου για 400 ονομαστικές μετοχές της εταιρείας Α αξίας 0,30 η καθεμία επειδή περιορίστηκε η ασφαλιζόμενη απαίτηση κλπ. Στα συγκεκριμένα παραδείγματα, οι τίτλοι είναι της ίδιας κατηγορίας (μετοχές) και η μικρή αξία του κάθε τίτλου (0,30 ευρώ ανά τίτλο) και ο μεγάλος αριθμός κυκλοφορίας τίτλων (1000 τίτλοι) έχει ως συνέπεια η εξατομίκευση τους να λαμβάνει χώρα κατά ποσότητα, ενώ αυτός είναι ο κανόνας για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Συμπερασματικά, οι άυλοι τίτλοι εκδίδονται από μη εισηγμένες και από εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες. Όταν εκδίδονται από εισηγμένες εταιρείες *i.* αποτελούν μια επιμέρους κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων που κυκλοφορούν στην κεφαλαιαγορά και *ii.* παρουσιάζουν επενδυτική λειτουργία σε αντιδιαστολή με τα μέσα της χρηματαγοράς, *iii.* ενώ κατά την ορθότερη άποψη αποτελούν αντικαταστατά πράγματα.⁵⁸ Όταν εκδίδονται από μη εισηγμένες εταιρείες *i.* είναι ορθότερο να θεωρήσουμε ότι δεν παύουν να επιτελούν επενδυτική λειτουργία σε αντιδιαστολή με τα μέσα της χρηματαγοράς που αποτελούν μέσα πληρωμής *ii.* και αποτελούν

⁵⁵ Κ. Ρήγα, Η απούλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 12/2014, σελ 1126επ.

⁵⁶ Πρβλ. Κ. Ρήγα, Η απούλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 12/2014, σελ. 1126επ

⁵⁷ Βλ. Ι. Μάρκου, Η «εμπραγμάτωση» των ασώματων «δικαιωμάτων αξίας», ΕΤρΑξΧρΔ 2/2002, σελ. 417 επ., ιδίως 426· Λασκαρίδης σε Απ.Γεωργιάδη, ΣΕΑΚ, Τόμος ΙΙ, εκδ. 2013, άρθρο 950, παρ.7, σελ. 16

⁵⁸ Βλ. αντί άλλων Σ. Γεωργιάδη, Η φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών, ΧρΙΔ, 2004 σελ. 111-112 για την ευσύνοπτη και συγκεντρωτική παρουσίαση των εννοιολογικών χαρακτηριστικών των κινητών αξιών.

αντικαταστατά πράγματα λόγω του μεγάλου αριθμού κυκλοφορίας τους και του προσδιορισμού τους κατά ποσότητα παρά με εξατομικευμένο τρόπο. Το ποια είναι ακριβώς η νομική τους φύση, ιδίως αν συνεχίζουν να αποτελούν αξιόγραφα και να εφαρμόζονται διατάξεις αξιογραφικού δικαίου, εξετάζεται ευθύς αμέσως.

2.2 Νομική φύση άυλων τίτλων

2.1.2 Νομοθετική και θεωρητική προσέγγιση

i. αποϋλοποίηση – ακινητοποίηση

Η αποϋλοποίηση των αξιογράφων εντάσσεται στη γενικευμένη τάση αποϋλοποίησης που λαμβάνει χώρα παγκοσμίως τόσο αναφορικά με τις χρηματιστηριακές ή εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές έχουσες αντικείμενο τίτλους διαπραγματευόμενους στην κεφαλαιαγορά, όσο και αναφορικά με τις συναλλαγές έχουσες αντικείμενο τίτλους που ανήκουν σε μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες. Η διενέργεια ηλεκτρονικών συναλλαγών μόνο στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς αποτελούσε εδώ και δύο δεκαετίες τον κανόνα στην ελληνική έννομη τάξη γιατί εξυπηρετούσε τις ανάγκες της ταχύτητας και της άμεσης εκκαθάρισης και διακανονισμού. Το παράδοξο είναι ότι ενώ το έγγραφο αποτέλεσε αρχικά τον φορέα ενσωμάτωσης δικαιωμάτων για τη ευχερέστερη διεκπεραίωση των συναλλαγών τελικά η χρήση του ξεπεράστηκε από την ανάγκη για ταχύτερη διεκπεραίωση που ικανοποιείται πλέον μέσω των ηλεκτρονικών καταχωρίσεων. Πρόσφατα οι ηλεκτρονικές καταχωρίσεις και η αποϋλοποίηση επεκτάθηκε σε μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες και το φαινόμενο της αποϋλοποίησης διευρύνθηκε.

Κατά την κλασική διδασκαλία του αξιογραφικού δικαίου τα αξιόγραφα παρουσιάζουν τρία εννοιολογικά γνωρίσματα, *i.* έγγραφο, *ii.* ενσωματωμένο δικαίωμα και *iii.* αξιογραφική ενσωμάτωση του δικαιώματος στο έγγραφο⁵⁹. Η αποϋλοποίηση αφορά στο πρώτο εννοιολογικό γνώρισμα, δηλαδή την ύπαρξη ή μη εγγράφου. Αποϋλοποίηση σημαίνει ειδικότερα ότι το έγγραφο καταργείται και το ενσωματωμένο δικαίωμα που μπορεί να είναι συμμετοχικό δικαίωμα (μετοχή), αφηρημένη υπόσχεση χρέους (ομολογία) και άλλα είδη δικαιωμάτων καταχωρείται σε ειδικό για το σκοπό αυτό ηλεκτρονικό αρχείο⁶⁰. Όροι με ταυτόσημη σημασία είναι η απεγχάρτωση και η απενσωμάτωση, (dematerialization, decorporalisation, detirisation, scripturalisation, dematerialising⁶¹). Παρομοίως, η ηλεκτρονική καταχώριση ονομάζεται και λογιστική εγγραφή

⁵⁹ Βλ. Γ. Τριανταφυλλάκη, Εισαγωγή στο δίκαιο των αξιογράφων, 2008, σελ. 11 επ. · Κ. Παμπούκη, Η αξιογραφική ενσωμάτωση μπροστά στη σύγχρονη τεχνολογία – Προβληματισμός σχετικά με τη θαλάσσια φορτωτική, ΕπισκεΔ, 2007, σελ. 679 επ.

⁶⁰ Κ. Χριστοδούλου, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, εκδ. 2008, σελ. 114

⁶¹ Κ. Ρήγα, Η αποϋλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 12/2014, σελ. 1126 επ.

χωρίς να αλλάζει κατ' ουσίαν η σημασία της έννοιας, ενώ και οι δύο εκφράσεις που χρησιμοποιούνται από την θεωρία υποδηλώνουν την αποϋλοποίηση των τίτλων ως απόρροια της σύγχρονης τεχνολογικής εξέλιξης. Ως εκ τούτου, παρατηρείται ότι το έγγραφο ως εννοιολογικό στοιχείο του αξιογράφου και θεμελιώδης έννοια πάνω στην οποία στηρίζεται το αξιογραφικό δίκαιο παύει να υφίσταται και τη θέση του παίρνει η ηλεκτρονική καταχώριση σε κάποιο μητρώο.⁶² Το ερώτημα που τίθεται είναι αν η ηλεκτρονική καταχώριση αποτελεί μια αμιγώς τεχνική πράξη που αντικαθιστά την ύπαρξη του εγγράφου ή εάν πέρα από τεχνική πράξη αποκτά και μια νομική διάσταση υπολαμβάνεται ως έγγραφο(πράγμα) υπό την ευρεία έννοια. Εξετάζεται εν ολίγοις η νομική φύση των άυλων τίτλων ως ηλεκτρονικές καταχωρίσεις δικαιωμάτων και η σχέση τους με το έγγραφο. Στα «παραδοσιακά» έγχαρτα αξιόγραφα η ύπαρξη του εγγράφου και η κυριότητα επί αυτού επιλύει με βεβαιότητα το πρόβλημα ότι ο δικαιούχος τους έχει εμπράγματα εξουσίες πάνω σε πράγμα (χαρτί, έγγραφο, αξιόγραφο). Ωστόσο, αμφισβητείται εάν στα ηλεκτρονικώς καταχωρούμενα δικαιώματα (άυλους τίτλους) ο δικαιούχος τους έχει εμπράγματα ή ενοχικές εξουσίες. Αν οι άυλοι τίτλοι εξομοιωθούν με αξιόγραφα, δηλαδή θεωρηθεί ότι η ηλεκτρονική καταχώριση έχει εμπράγματο χαρακτήρα τότε γίνεται λόγος για πράγματα και ακολούθως για ηλεκτρονικά αξιόγραφα, αλλά εάν αντιμετωπιστούν ως αμιγώς τεχνικές πράξεις, δηλαδή θεωρηθεί ότι η ηλεκτρονική καταχώριση δεν έχει νομική σημασία τότε τα δικαιώματα αποκτούν αυτοτελή αξία (δηλαδή τα μετοχικά δικαιώματα, τα δικαιώματα των ομολογιών κλπ) και τότε γίνεται λόγος για ασώματο δικαίωμα αξίας ενώ δεν μπορεί να γίνει λόγος για ηλεκτρονικά αξιόγραφα (πράγματα/έγγραφα).⁶³ Ανάλογα λοιπόν με τη νομική φύση των άυλων τίτλων και ιδίως την απάντηση στο ερώτημα αν αποτελούν πράγματα ή ασώματα δικαιώματα επηρεάζεται ο τρόπος σύστασης, λειτουργίας και ρευστοποίησης του ενεχύρου.

Η νομική φύση των άυλων τίτλων συνεπεία της αποϋλοποίησης έχει την έννοια ότι νοούνται ως πράγματα με την ευρεία έννοια, δηλαδή ως ασώματα αντικείμενα, με τελολογική διαστολή της έννοιας του πράγματος.⁶⁴ Άρα, οι άυλοι τίτλοι (ασώματα αντικείμενα)

⁶²Κ. Ρήγα, Η αποϋλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 12/2014, σελ 1126επ.

⁶³Κ. Ρήγα, Η αποϋλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 12/2014, σελ 1126επ. Χριστοδούλου, Κωνσταντίνος, Ηλεκτρονικά Έγγραφα και ηλεκτρονική δικαιοπραξία, 2001, σελ. 56-57 και 99-102

⁶⁴Για τη χρήση της διασταλτικής ερμηνείας από πλευράς μεθοδολογίας δικαίου βλ. μεταξύ άλλων Π. Παπανικολάου, Μεθοδολογία του Ιδιωτικού Δικαίου και Ερμηνεία των Δικαιοπραξιών, 2000, σελ. 141-147. Κατά την εκεί υποστηριζόμενη άποψη χωρεί διασταλτική (ευρεία) ερμηνεία του γράμματος του νόμου, ώστε α. κατά μια άποψη να ανταποκρίνεται στη σκέψη του ιστορικού νομοθέτη, β. κατά δεύτερη άποψη να ανταποκρίνεται στο πνεύμα του νόμου, υπό την έννοια της τελολογικά επιβαλλόμενης διόρθωσης του γράμματος του νόμου και γ. κατά τρίτη άποψη να εντάσσει στην ερμηνευόμενη έννοια (εν προκειμένω στην έννοια του πράγματος) και τις περιπτώσεις εκείνες που εντάσσονται στην περιφέρεια της έννοιας του πράγματος αλλά πάντως καλύπτονται από το δυνατό της λεκτικό νόημα της έννοιας χωρίς ωστόσο να ανήκουν στον πυρήνα της έννοιας. Και οι τρεις περιπτώσεις αποτελούν διαφορετικές προσεγγίσεις της διασταλτικής ερμηνείας που κατά μια έννοια είναι διορθωτική ερμηνεία και οι οποίες επιστρατεύονται εν προκειμένω για να αντιμετωπιστεί το ζήτημα της απεγχάρτωσης, δηλαδή της αντικατάστασης του πράγματος (ΑΚ 947) από την ηλεκτρονική καταχώριση σε μητρώο Πρβλ ωστόσο. Κ. Τσάτσο, Το πρόβλημα της ερμηνείας του Δικαίου, εκδ.β', 1978, σελ. 197-200 και την εκεί ασκούμενη κριτική στη αυτοτέλεια της διασταλτικής και συσταλτικής ερμηνεία. Κατά τον εν λόγω συγγραφέα, αμφότερες οι ως άνω ερμηνευτικές μέθοδοι αποτελούν

εξομοιώνονται τελικά με τα έγχαρτα αξιόγραφα (έγγραφο = πράγμα) και αποτελούν το αντικείμενο εμπράγματων δικαιωμάτων.⁶⁵ Ειδικότερα, αποτελούν αντικείμενο κυριότητας, ενεχύρου και επικαρπίας.⁶⁶ Το δικαίωμα της κυριότητας νοείται ως κυριότητα σε ασώματο αντικείμενο το οποίο είναι η ηλεκτρονική καταχώριση σε μητρώο άυλων τίτλων, η κατοχή νοείται ως διενέργεια χρεοπιστώσεων, δηλαδή διαδοχικών ηλεκτρονικών καταχωρίσεων τίτλων που διενεργούνται από τον έναν λογαριασμό τήρησης τίτλων στον άλλον.⁶⁷ Το ενέχυρο νοείται ειδικότερα, ως ηλεκτρονική καταχώριση της ένδειξης του ενεχύρου σε λογαριασμό τήρησης άυλων τίτλων. Η προσαρμογή παραδοσιακών εννοιών στα νέα τεχνολογικά δεδομένα προκαλεί μια δυσκολία στη λειτουργία των κλασικών εμπράγματων δικαιωμάτων, ιδίως στο ποιο είναι το αντικείμενο τους, αλλά η λύση που δίνεται εξυπηρετεί καλύτερα τις χρηματιστηριακές και εμπορικές συναλλαγές και ευσταθεί με τη χρήση ερμηνευτικών εργαλείων της μεθοδολογίας του δικαίου.⁶⁸ Ερεισμα για τη συγκεκριμένη νομική μεταχείριση εννοιών όπως η *ηλεκτρονική καταχώριση* και *διενέργεια χρεοπιστώσεων* βρίσκεται επίσης στους νόμους 2198/1994, 3301/2004 και 4141/2013. Η δογματική δικαιολόγηση στο ότι τελικώς εξομοιώνονται οι άυλοι τίτλοι με πράγματα υπό την ευρεία έννοια (ασώματα αντικείμενα) αναπτύσσεται περαιτέρω παρακάτω στο τμήμα της εξέτασης των ορίων της αξιολογικής ενσωμάτωσης.

Έννοια παράλληλη με την έννοια της αποϋλοποίησης που τέμνεται αλλά δεν ταυτίζεται τελείως με αυτήν είναι η ακινητοποίηση. Η ακινητοποίηση ως θεσμός υποδηλώνει την αποθήκευση των τίτλων στην κατοχή ενός τρίτου προσώπου το οποίο αποτελεί το θεματοφύλακα ακόμα και το διαχειριστή τους. Οι άυλοι τίτλοι δεν βρίσκονται στην σφαίρα κατοχής του δικαιούχου τους όπως συμβαίνει κατά κανόνα επί των «παραδοσιακών» έγχαρτων αξιολογικών, αλλά ο τρίτος θεματοφύλακας αναλαμβάνει τη φύλαξη τους. Η ακινητοποίηση αποτελεί δε το μέσο για την περαιτέρω τιτλοποίηση ή αποϋλοποίηση τους.⁶⁹ Οι νομικές ενέργειες της σύστασης ενεχύρου, της μεταβίβασης, της ρευστοποίησης των άυλων τίτλων διέρχονται από τη φυσική εξουσία των μητρώων τήρησης και ως εκ τούτου τα θέματα που εγείρονται αφορούν στο είδος

ειδικότερες εκδηλώσεις της από τον ίδιο περιγραφόμενης τελολογικής ερμηνείας. Ευρύτερη ανάλυση βλ. σε Π. Σούρλα, Δίκαιο και δικανική κρίση, 2017, σελ. 875 επ.

⁶⁵ Χριστοδούλου, Κωνσταντίνος, Ηλεκτρονικά Έγγραφα και ηλεκτρονική δικαιοπραξία, 2001, σελ. 56-57 «...το ηλεκτρονικό έγγραφο είναι πράγμα, τόσο κατά τη διαβίβαση του, όσο και μετά τη λήψη του ...» και 99-102, «με την εξαίρεση ενοχικών αξιολογικών υπό δικαιοστάσιο στην ελληνική έννομη τάξη ο νομικός χαρακτηρισμός ηλεκτρονικά αξιόγραφα» είτε μπορεί να στηρίζεται σε άλλα νομοθετήματα, όπως π.χ. ο ν. 2198/1994 (προκειμένου για τους άυλους τίτλους του ελληνικού δημοσίου) και ο ν. 2396/996 (προκειμένου για τις άυλες μετοχές) είτε ανακριβολογεί...»

⁶⁶ Πρβλ. ΑΚ 973 εμπράγματα δικαιώματα με κατάλληλη προσαρμογή. Για παράδειγμα, δεν νοείται εμπράγματο δικαίωμα υποθήκης σε άυλους τίτλους λόγω της κινητής τους φύσης

⁶⁷ Κ. Ρήγα, Η αποϋλοποίηση των αξιολογικών της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 12/2014, σελ 1126επ. με περαιτέρω παραπομπές σε Martin, De la nature corporelle des valeurs mobilières, Dalloz 1996, σελ 47επ.· Α. Maffei, De la nature juridique des titres dematerializes intermedies en droit francais, revue de droit uniforme 2005, σελ 237 επ.

⁶⁸ Βλ. ανωτέρω την υποσημείωση 64

των σχέσεων που αναπτύσσονται σε αυτά τα τριμερή σχήματα. Για παράδειγμα, για την ενεχυρίαση των τίτλων απαιτείται η μεσολάβηση του τρίτου ο οποίος καταχωρεί το εμπράγματο βάρος σε ειδικούς προς τούτο λογαριασμούς και έχοντας την κατοχή και το δικαίωμα διαχείρισης των τίτλων αναλαμβάνει τις υποχρεώσεις ενημέρωσης των αρχείων και σωστής καταχώρισης του ενεχύρου επί των συγκεκριμένων τίτλων, ενώ σε κανένα χρονικό στάδιο δεν βρίσκονται οι τίτλοι στην κατοχή του ενεχυρούχου δανειστή. Η μεταβίβαση τίτλων επίσης, πραγματοποιείται με μεταβίβαση της νομής που ασκείται δια μέσω του μητρώου με έκταξη. Οι νομική διάσταση της αποϋλοποίησης και της ακινητοποίησης στο πλαίσιο δημιουργίας τριμερών εννόμων σχέσεων κτά την ενεχυρίαση των τίτλων αναλύεται παρακάτω στο πέμπτο (5^ο) κεφάλαιο για τις ενεχυρικές σχέσεις μεταξύ των μερών και τις έννομες συνέπειες που δημιουργούνται σε περίπτωση ανώμαλης εξέλιξης των σχέσεων.

ii. ενσωματωμένο δικαίωμα

Το κοινό στοιχείο που απαντάται σε όλα τα είδη τίτλων και υπό οποιαδήποτε μορφή ευρίσκονται (έγχαρτοι ή άυλοι) είναι η ύπαρξη δικαιώματος ενοχικού, συμμετοχικού, εμπράγματος ή άλλου. Στην περίπτωση των άυλων τίτλων το δικαίωμα αποτυπώνεται με καταχώριση σε ηλεκτρονικό μητρώο τήρησης τίτλων και στην περίπτωση των έγχαρτων τίτλων αποτυπώνεται με εγγραφή επί του σώματος των τίτλων. Η ύπαρξη του δικαιώματος είναι το λογικώς προηγούμενο αλλά και το λογικώς αναγκαίο για την επακόλουθη συζήτηση περί ενσωμάτωσης του δικαιώματος σε έγγραφο ή σε ηλεκτρονικό μητρώο. Αποτελεί λογικώς αναγκαίο στοιχείο διότι η ανυπαρξία δικαιώματος θα καθιστούσε άνευ νοήματος τον προβληματισμό περί του υλικού φορέα στον οποίο αποτυπώνεται το δικαίωμα. Για παράδειγμα, το μετοχικό δικαίωμα, ως δικαίωμα συμμετοχής σε εταιρεία με δυνατότητα λήψης του περιοδικού μερίσματος κατά το τέλος της κάθε εταιρικής χρήσης, αποτυπώνεται σε έγχαρτη ή σε άυλη μετοχή και εάν για οποιοδήποτε λόγο πάψει να υφίσταται το μετοχικό δικαίωμα, όπως λόγω πτωχεύσεως της εταιρείας και κατάργησης των μετοχών, ουδεμία χρησιμότητα έχει η συζήτηση για το εάν η μετοχή είναι έγχαρτη ή άυλη. Επιπρόσθετο επιχείρημα αποτελεί το γεγονός ότι οι άυλοι τίτλοι αποτελούν δηλωτικά αξιόγραφα, δηλαδή ενσωματώνουν προϋπάρχοντα δικαιώματα τα οποία συστήνονται ανεξάρτητα από την ύπαρξη εγγράφου. Για το λόγο αυτό, το δικαίωμα δύναται να ενσωματωθεί σε μητρώο μέσω ηλεκτρονικής καταχώρισης, χωρίς να επηρεάζονται τα περιουσιακά και διοικητικά δικαιώματα του δικαιούχου του άυλου τίτλου τα οποία προϋπάρχουν της καταχώρισης και συνεχίζουν να υπάρχουν ανεξάρτητα από αυτήν. Η συγκεκριμένη διαπίστωση είναι σημαντική διότι αναδεικνύει τον πυρήνα του προβληματισμού ο οποίος δεν συνίσταται στο περιεχόμενο του δικαιώματος το οποίο παραμένει ανεπηρέαστο από την αλλαγή της φύσης των αξιογράφων, αλλά σε αυτήν την ίδια την *αξιογραφική ενσωμάτωση*, δηλαδή στην

εξέταση αν τελικώς υπάρχει πράγμα υπό την ευρεία έννοια στο οποίο αποτυπώνεται το δικαίωμα (εμπράγματα φύση της ηλεκτρονικής καταχώρισης που νοείται ως πράγμα υπό ευρεία έννοια με τελλογική διαστολή) ή αν ελλείψει πράγματος μιλάμε πλέον για ασώματο δικαίωμα αξίας (ενοχική φύση της ηλεκτρονικής καταχώρισης που νοείται περισσότερο ως απαίτηση). Το συγκεκριμένο θέμα εξετάζεται ευθύς παρακάτω αλλά ως προς το ενσωματωμένο δικαίωμα δεν παρατηρείται τελικώς καμία αλλαγή στα ήδη παραδεδεγμένα παρά το φαινόμενο της αποϋλοποίησης.

iii. όρια αξιογραφικής ενσωμάτωσης -ενοχική και αξιογραφική θεωρία

Η αξιογραφική ενσωμάτωση των δικαιωμάτων (ενσωμάτωση δικαιώματος σε έγγραφο) αποσκοπεί στην ταχύτερη μεταβίβαση τους και τη μείωση των υπαρχόντων κινδύνων για τα συμμετέχοντα πρόσωπα και αυτά είναι τα βασικά πλεονεκτήματα που είχαν οδηγήσει στη δημιουργία και ευρεία κυκλοφορία των αξιογράφων. Παρατηρείται, ωστόσο, σήμερα ότι η ενσωμάτωση σε έγγραφο καθίσταται περιττή αφού δεν διευκολύνει πλέον την ταχύτητα των συναλλαγών των ανωνύμων εταιρειών ιδίως ως προς το ζήτημα της μεταβίβασης αξιογράφων, ενώ ενέχει παράλληλα τους κινδύνους της τήρησης του έγχαρτου αξιογράφου το οποίο είναι δεκτικό κλοπής, αλλοίωσης του περιεχομένου του λόγω της φυσικής φθοράς, παραχάραξης κλπ.

Το αξιογραφικό δίκαιο εξελίσσεται περισσότερο από δύο δεκαετίες με τη «μεταστροφή» από την έγγραφη ενσωμάτωση στην άυλη καταχώριση σε μητρώο τίτλων του εκάστοτε δικαιώματος (συμμετοχικού, ενοχικού, εμπράγματος) και τίθεται το ερώτημα εάν πλέον γίνεται λόγος για αξιογραφική ενσωμάτωση, δηλαδή της ιδιαίτερης σύνδεσης του εγγράφου με κάποιο δικαίωμα που αποτελεί ένα από τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα των αξιογράφων, ή εάν λόγω της ηλεκτρονικής καταχώρισης δεν νοείται πλέον ενσωμάτωση.⁷⁰ Όπως προεκτέθηκε στο σημείο της αποϋλοποίησης, κατά την κλασική διδασκαλία του αξιογραφικού δικαίου τα αξιόγραφα παρουσιάζουν τρία εννοιολογικά γνωρίσματα, *i.* την ύπαρξη εγγράφου, *ii.* το δικαίωμα *iii.* την αξιογραφική ενσωμάτωση του δικαιώματος στο έγγραφο, δηλαδή τη σύνδεση του εγγράφου και του δικαιώματος η οποία είναι τόσο στενή, ώστε η κατοχή του εγγράφου αποτελεί την ουσιαστική προϋπόθεση για την άσκηση του δικαιώματος⁷¹. Απόρροια της στενής σχέσης εγγράφου και δικαιώματος είναι ότι ο κομιστής του αξιογράφου θεωρείται ότι ο νόμιμος δικαιούχος του ενσωματωμένου δικαιώματος (τεκμήριο κυριότητας, καλόπιστη κτήση από μη κύριο, αρχή του απρόβλητου των ενστάσεων έναντι κάθε μεταγενέστερου κομιστή κλπ). Παραπάνω εξετάστηκε το στοιχείο του εγγράφου και διαπιστώθηκε ότι η αποϋλοποίηση οδήγησε στην κατάργηση του

⁷⁰Κ.Παμπούκη, Η αξιογραφική ενσωμάτωση μπροστά στη σύγχρονη τεχνολογία – Προβληματισμός σχετικά με τη θαλάσσια φορτωτική, ΕπισκΕΔ, 2007, σελ.679 επ.

⁷¹ Ν. Ρόκα, Αξιόγραφα, 1992, σελ. 5επ.: του ιδίου, Αξιόγραφα, εκδ. β', 2012, σελ. 4επ.

εγγράφου υπό την κλασσική του μορφή, αλλά στη θεώρηση του πλέον ως ηλεκτρονική καταχώριση σε μητρώο. Οδηγηθήκαμε δηλαδή στη διευρυμένη έννοια του εγγράφου, ως πράγμα υπό την ευρεία έννοια με τελολογική διαστολή της έννοιας του πράγματος (ασώματο αντικείμενο, ηλεκτρονική καταχώριση). Στην παρούσα ενότητα εξετάζεται το εννοιολογικό στοιχείο της αξιογραφικής ενσωμάτωσης, εάν δηλαδή το δικαίωμα ενσωματώνεται σε μητρώο ή εάν λόγω της απούλοποίησης η αρχή της ενότητας (*δικαίωμα επί του εγγράφου και δικαίωμα εκ του εγγράφου*) διασπάται και παύει να υφίσταται. Ευθύς αμέσως εξετάζονται οι διαφορετικές απόψεις της θεωρίας ως προς το ζήτημα της αξιογραφικής ενσωμάτωσης.

Σύμφωνα με μια μερίδα της θεωρίας που εκφράζει μια ενδιαφέρουσα, πλην μη κρατούσα, άποψη οι άυλοι τίτλοι έχουν προεχόντως ενοχικό χαρακτήρα. Οι θιασώτες της ενοχικής θεωρίας, όπως καλείται, υποστηρίζουν ότι οι άυλοι τίτλοι είναι *δικαιώματα* ή *αξίες* που βρίσκονται καταχωρημένα σε ηλεκτρονικά μητρώα και η άυλη ηλεκτρονική καταχώριση οδηγεί τελικά στην ολοκληρωτική άρση της αξιογραφικής ενσωμάτωσης. Από τη μια πλευρά οι άυλοι τίτλοι υποδηλώνουν την απουσία εγγράφου και οποιασδήποτε ενσωμάτωσης δικαιώματος και από την άλλη πλευρά οι έγχαρτοι τίτλοι (παραδοσιακά αξιόγραφα) προϋποθέτουν εννοιολογικά την ύπαρξη εγγράφου επί του σώματος του οποίου ενσωματώνεται το δικαίωμα. Η λέξη «άυλος» εξάλλου είναι και γραμματικά αντίθετη με τη λέξη «έγγραφο» και η παρουσία του ενός προϋποθέτει την απουσία του άλλου και όπως είχε παρατηρηθεί *«άγραφο αξιόγραφο χωρίς χαρτί και χωρίς υπογραφή είναι αδιανόητα διότι ή είναι άγραφο (και δεν είναι αξιόγραφο) ή είναι αξιόγραφο (και δεν είναι άγραφο)»*.⁷²

Εκ του λόγου ότι οι άυλοι τίτλοι καταχωρούνται ηλεκτρονικά ενώ απουσιάζει παντελώς κάθε ίχνος εγγράφου⁷³ υποστηρίζεται ότι εκλείπουν τα αξιογραφικά τους χαρακτηριστικά που προϋποθέτουν κάποιου είδους ενσωμάτωση σε υλικό φορέα και ότι τελικώς ταυτίζονται με τα ίδια τα δικαιώματα. Σύμφωνα με την άποψη αυτή διασπάται ο θεσμός της αξιογραφικής ενσωμάτωσης και η αρχή της ενότητας – δικαίωμα επί και εκ του τίτλου - και το ενσωματωμένο δικαίωμα (δικαίωμα εκ του τίτλου) αποκτά κυρίαρχο ρόλο και αυθυπαρξία, ενώ τα αξιογραφικά χαρακτηριστικά του τίτλου (δικαίωμα επί του τίτλου) μειώνονται ή εκλείπουν εντελώς. Η προπεριγραφείσα πορεία από το έγχαρτο στο άυλο αξιόγραφο έχει χαρακτηριστεί μετάβαση από το αξιογραφικό δικαίωμα στο *ασώματο δικαίωμα αξίας* τόσο στην Ελλάδα όσο και στη Γερμανία (*Wertrecht stricto sensu*).⁷⁴ Το αξιογραφικό δικαίωμα ως απόρροια της ύπαρξης του εγγράφου παύει να υφίσταται λόγω του ότι στη θέση του εγγράφου υπεισέρχεται η *ηλεκτρονική καταχώριση*

⁷² Κατά την έκφραση του καθηγητή εμπορικού δικαίου *Α.Ν. Γεωργακόπουλου*, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, τόμος 2, οι εμπορικές πράξεις, τεύχος 1 αξιόγραφα, έκδ. β', 1997, σελ. 30επ.

⁷³ Πρβ. με θεσμό ακινητοποίησης κατά τον οποίο τηρείται έγχαρτη έκδοση του τίτλου

⁷⁴ Βλ. εκτενώς *Ι. Μάρκου*, Η «εμπραγματώση» των ασώματων «δικαιωμάτων αξίας», ΕΤρΑξΧρΔ 2/2002, σελ. 432 επ.

σε μητρώο η οποία δεν μπορεί να θεωρηθεί ως πράγμα υπό την έννοια της ΑΚ 947 «Πράγματα κατά την έννοια του νόμου είναι μόνο τα ενσώματα αντικείμενα».⁷⁵ Αφής στιγμής δεν υφίσταται πράγμα με την έννοια της ΑΚ 947, και ούτε δύναται να εξομοιωθεί η ηλεκτρονική καταχώριση με πράγμα, όπως συμβαίνει επί διαφόρων μορφών ενέργειας κατά ρητή νομοθετική πρόβλεψη, δεν νοείται ούτε εμπράγματο δικαίωμα το οποίο ως εξουσία έννομη, απόλυτη, άμεση πάνω σε πράγμα προϋποθέτει την ύπαρξη πράγματος. Συνεχίζει η ενοχική θεωρία ότι τόσο η κατοχή, όσο και η κυριότητα είναι λογικώς αδύνατο να εκδηλώνονται σε ασώματο δικαίωμα όπως εκδηλώνονται στα παραδοσιακά έγχαρτα αξιόγραφα. Στα τελευταία η κατοχή του εγγράφου αποτελεί το μέσο – όχημα για *i.* τη μεταβίβαση του δικαιώματος μέσω της παράδοσης της νομής και κατοχής του εγγράφου στον αποκτώντα, *ii.* για την ενεχυρίαση του τίτλου μέσω της παράδοση του εγγράφου στον ενεχυρούχου δανειστή, *iii.* για τη νομιμοποίηση του δικαιούχου έναντι του οφειλέτη από το φαινόμενο κατοχής του εγγράφου και *iv.* για την ελευθέρωση του οφειλέτη εάν καταβάλλει στον κομιστή του εγγράφου ο οποίος τεκμαίρεται ως δικαιούχος της ενσωματωμένης απαίτησης.⁷⁶

Περαιτέρω, υποστηρίζεται ότι το ενοχικό δικαίωμα (μετοχικό δικαίωμα, δικαίωμα απόληψης αξίας ομολογιών) μπορεί να σωματοποιείται και να αποκτά ιδιότητες που προσιδιάζουν σε πράγμα εντασσόμενο έτσι στην περιουσία του δανειστή του όπως συμβαίνει επί εμπράγματων δικαιωμάτων. Η παραδοχή αυτή έχει ως συνέπεια τη δυνατότητα προστασίας του δικαιούχου των δικαιωμάτων έναντι όλων (*erga omnes*) από προσβολή που λαμβάνει χώρα από οποιονδήποτε λόγω της μετουσίωσης του ενοχικού δικαιώματος σε σωματικό ή οιονεί σωματικό πράγμα.⁷⁷ Με το να εξασφαλίζεται στο δικαιούχο άμεση εξουσία η οποία ωστόσο εξακολουθεί να απορρέει από ενοχικό δικαίωμα δεν αλλάζει ο πυρήνας του δικαιώματος από ενοχικό σε εμπράγματο, απλώς διαστέλλεται η έννοια του ενοχικού δικαιώματος.

Περαιτέρω, η αναγνώριση του ενοχικού χαρακτήρα των άυλων τίτλων συμμορφώνεται με τη βασική αρχή του δικαίου αξιογράφων για τον κλειστό αριθμό των αξιογράφων (*Numerus clausus*) διότι οι νέες κατηγορίες άυλων τίτλων που εμφανίζονται ιδίως στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς (για παράδειγμα οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος, δικαιώματα προς κτήση μετοχών ή ομολογιών, κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων κινητών αξιών ή επιδεχόμενη διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα προσδιοριζόμενο κατ' αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη) δεν προσκρούουν στον κανόνα του κλειστού αριθμού των αξιογράφων. Οι άυλοι

⁷⁵ *I. Μάρκου*, Η «εμπραγμάτωση» των ασώματων «δικαιωμάτων αξίας», ΕΤρΑξΧρΔ 2/2002, σελ. 449

⁷⁶ *Κ. Ρήγα*, Η απούλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ 12/2014, σελ. 1134επ.

⁷⁷ *Κ. Ρήγα*, Η απούλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ 12/2014, σελ. 1134επ.

τίτλοι που παρέχουν ενοχικές εξουσίες δεν έρχεται αντιμέτωποι με το θεμελιώδη αυτό κανόνα και το περιεχόμενό τους καθορίζεται ελεύθερα από τον ίδιο τον εκδότη.

Επιπρόσθετο επιχείρημα στην ενοχική θεωρία παρείχε μέχρι πρόσφατα ο νόμος 2396/1996 για τις άυλες μετοχές στο άρθρο 41 εδ. β' του οποίου ορίζεται ότι «*Η καταχώριση – ενν. των εισηγμένων και εισαγόμενων μετοχών – περιλαμβάνει [...] και τυχόν υφιστάμενη επικαρπία δικαιώματος ή ενέχυρο σε δικαίωμα*». Ο νομοθέτης δηλαδή κάνει λόγο για ενέχυρο άυλων μετοχών που συστήνεται πάνω σε δικαίωμα για το οποίο εφαρμόζονται οι διατάξεις περί ενέχυρου δικαιώματος. Ως εκ τούτου, συναγόταν η νομοθετική πρόθεση να αντιμετωπιστούν οι άυλες μετοχές ως δικαιώματα, ήτοι ενοχικές σχέσεις.⁷⁸ Το επιχείρημα αυτό εγκαταλείπεται, ωστόσο, λόγω της εξαγγελθείσα κατάργησης του άρθρου 41 του νόμου 2396/1996 μεταξύ άλλων διατάξεων σύμφωνα με το άρθρο 29 παρ. 2 του νόμου 4569/2018 για «τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων» καθώς και τη ρητή πρόθεση του νομοθέτη για την «*εμπράγματα φυσιογνωμία*» των άυλων τίτλων όπως αποτυπώνεται στο γενικό μέρος της αιτιολογικής έκθεσης του νόμου 4569/2018.

Παραλλάσσουσα άποψη της ενοχικής θεωρίας⁷⁹ υποστηρίζει ότι η αξιογραφική ενσωμάτωση του δικαιώματος έχει αρθεί μερικώς λόγω της αλλαγής του υλικού φορέα από το έγγραφο στο ηλεκτρονικό μητρώο, χωρίς ωστόσο, να ταυτίζεται η ηλεκτρονική καταχώριση με έγγραφο. Κατά την άποψη αυτή οι άυλοι τίτλοι δεν αποτελούν πράγματα μεν, αλλά αποτελούν αντικείμενα που ενσωματώνουν ηλεκτρονικά ορισμένο πράγμα

Στον αντίποδα απαντάται η αξιογραφική θεωρία, οι υποστηρικτές της οποίας υπολαμβάνουν τους άυλους τίτλους ως ηλεκτρονικά αξιόγραφα, δηλαδή ως οιονεί αξιόγραφα στα οποία η ενσωμάτωση του δικαιώματος λαμβάνει χώρα σε ηλεκτρονικό μητρώο τήρησης άυλων τίτλων αντί να τίθεται επί του σώματος του έγχαρτου τίτλου που δεν υφίσταται πλέον⁸⁰. Η διαφοροποίηση στην αξιογραφική ενσωμάτωση είναι απόρροια των αλλαγών που έφερε η σύγχρονη τεχνολογική εξέλιξη και η ανάγκη των συναλλαγών για απεγχάρτωση των δικαιωμάτων εκ των εγγράφων με την καταχώριση τους σε μητρώα. Η απούλοποίηση, ωστόσο, δεν εξικνείται έως το βαθμό της άρσης της αξιογραφικής ενσωμάτωσης η οποία εξακολουθεί να υπάρχει με την αναγκαία τελολογική διαστολή της παραδεδεγμένης έννοιας του πράγματος. Κατά την άποψη αυτή που τείνει να γίνει η κρατούσα, ιδίως μετά τις πρόσφατες εξελίξεις που εισήγαγε ο νόμος 4569/2018 για τα «Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων», οι άυλοι τίτλοι υπολαμβάνονται ως οιονεί πράγματα μέσω της αναγκαίας τελολογικής διαστολής της έννοιας του πράγματος όπως ορίζεται

⁷⁸Ι. Μάρκου, Η «εμπράγματος» των ασώματων «δικαιωμάτων αξίας», ΕΤρΑξΧρΔ 2/2002, σελ. 449. Πολύ σημαντική είναι η πρόσφατη νομοθετική αλλαγή που έλαβε χώρα με το νόμο 4569/2018 στον οποίο αποτυπώνεται η νομοθετική βούληση για την ύπαρξη εμπράγματος φύσης των άυλων τίτλων καθώς και την κατάργηση του άρθρου 41 του νόμου 2396/1996 περί άυλων μετοχών.

⁷⁹Γ. Σωτηρόπουλου, Ο δανεισμός τίτλων, 2005, ιδίως σελ. 90

⁸⁰Κ. Χριστοδούλου, Ηλεκτρονικά Έγγραφα και ηλεκτρονική δικαιοπραξία, 2001, σελ. 99-102, του ιδίου, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, εκδ. 2008, σελ. 116-117

στο άρθρο ΑΚ 947 και της έννοιας του αξιογράφου (που εν τοις πράγμασι αποτελεί πράγμα) ώστε να περιλαμβάνει και τις ηλεκτρονικές καταχωρίσεις ως ενσωματώσεις δικαιωμάτων σε μητρώα.

Το εμπράγματο δικαίωμα της κυριότητας εκδηλώνεται στη δυνατότητα ηλεκτρονικής καταχώρισης, ενώ η κατοχή εκδηλώνεται στη δυνατότητα διενέργειας χρεοπιστώσεων μεταξύ διαφορετικών λογαριασμών γιατί έτσι καθίσταται αντιληπτή η έννοια της φυσικής εξουσίας σε ηλεκτρονικό μητρώο. Η ερμηνευτικές δυσχέρειες που απαντώνται από πλευράς του δόγματος του κλασσικού αστικού δικαίου αντιμετωπίζονται με γνώμονα τις νομοθετικές επιλογές (βούληση σημερινού και ιστορικού νομοθέτη) και την απόλυτη προστασία που παρέχουν τα εμπράγματα δικαιώματα έναντι των ενοχικών δικαιωμάτων. Η εμπράγματα φύση των τίτλων που έχει ως απόρροια την εφαρμογή διατάξεων αξιογραφικού δικαίου έχει ως αποτέλεσμα την άμεση και απόλυτη (erga omnes) εξουσία του δικαιούχου των τίτλων, ενώ εάν οι άυλοι τίτλοι θεωρούνταν ότι προσιδιάζουν σε ενοχικά δικαιώματα η εξουσία που θα παρείχαν στο δικαιούχο θα ήταν έμμεση και σχετική και συνεπώς κατά πολύ περιορισμένη.

2.3 Συμπεράσματα

Η κατά τα παραπάνω αναπτυχθείσα ενοχική θεωρία εκκινεί από την αδυναμία θεώρησης μια άυλης τεχνικής πράξης, όπως είναι η ηλεκτρονική καταχώριση δικαιώματος, ως ενσώματο αγαθό (πράγμα), αδυναμία η οποία φαίνεται εκ πρώτης όψεως ανυπέρβλητη. Η λύση της θεώρησης των άυλων τίτλων ως ενοχικές σχέσεις (αξίες – αυτοτελή δικαιώματα) φαίνεται να λύνει κάποια αρχικά δογματικά ζητήματα χωρίς την επίκληση ερμηνευτικών κανόνων και την τελολογική διαστολή παραδεδεγμένων εννοιών (πράγμα, αξιόγραφο). Η άποψη αυτή, ωστόσο, που εκκινεί από τον αμιγώς ενοχικό χαρακτήρα των άυλων τίτλων οδηγεί τελικά σε ποικίλα ερμηνευτικά εμπόδια και αδιέξοδα που οδηγούν στην ανάγκη μεταγενέστερης επίκλησης κανόνων του εμπράγματος δικαίου για την επίλυση τους. Επικαλείται δε τη «σωματοποίηση» των αξιών – ασώματων δικαιωμάτων για να προσδώσει σε αυτά απόλυτη προστασία (erga omnes) υπέρ των δικαιούχων τους μια εξουσία δηλαδή που χαρακτηρίζει τα εμπράγματα δικαιώματα. Κατά αυτόν τον τρόπο όμως τα ζητήματα περιπλέκονται και αποκτούν μια εννοιοκρατική διάσταση που δεν δίνει απαντήσεις σε πρακτικά ζητήματα.

Αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι η τελολογία των άυλων τίτλων, που μέχρι την εισαγωγή του νόμου 4548/2018 περί αναμόρφωσης του εταιρικού δικαίου αποτελούσαν προνόμιο έκδοσης μόνο των εισηγμένων εταιρειών, εξυπηρετεί πρωτίστως επενδυτικούς σκοπούς. Ο επενδυτικός χαρακτήρας των άυλων τίτλων (άυλες μετοχές, άυλες ομολογίες κλπ) που πλέον χαρακτηρίζει και τίτλους μη εισηγμένων ανώνυμων εταιρειών αντιδιαστέλλεται από το χρηματοδοτικό σκοπό των μέσων χρηματαγοράς (άυλο χρήμα, επιταγές) γιατί αποβλέπει στην μακροπρόθεσμη απόδοση των

ενσωματωμένων δικαιωμάτων και δευτερευόντως σε άμεσες ανάγκες πληρωμών των δικαιούχων. Επίσης, οι άυλες μετοχές και οι άυλες ομολογίες που αποτελούν τα γνωστότερα επενδυτικά αξιόγραφα της κεφαλαιαγοράς ενσωματώνουν συμμετοχικά δικαιώματα (μετοχές) και αφηρημένη υπόσχεση χρέους (ομολογίες) και ως τέτοια είναι αμφίβολο αν μπορούν να χαρακτηριστούν ως απαιτήσεις (ενοχικό δικαίωμα). Αυτό είναι πασιδηλο για τις μετοχές που τις περισσότερες φορές χρησιμοποιούνται ως μέσο συμμετοχής στην εταιρεία, στη λήψη αποφάσεων, στο δικαίωμα προτίμησης, στον περιορισμό της ευθύνης του μετόχου λόγω της αυτοτέλειας του νομικού προσώπου. Δεν συνάδει εξάλλου με τους σκοπούς της ανώνυμης εταιρείας που αποτελεί κεφαλαιουχική εταιρεία η απόκτηση μετοχών για τη βραχυπρόθεσμη απόληψη κερδών, παρά το ότι αποτελεί την πρακτική ορισμένων μετόχων, ιδίως μικρομετόχων. Οι ομολογίες παρομοίως, περιέχουν μια αφηρημένη υπόσχεση χρέους προς τους ομολογιούχους δανειστές οι οποίοι αποβλέπουν να εισπράξουν κατά τη λήξη της ομολογίας το ενσωματωμένο ποσό. Η απόκτηση ομολογιών γίνεται πρωτίστως για επενδυτικούς σκοπούς και αυτό αποδεικνύεται τόσο από το ρίσκο στην απόδοση του χρηματικού ποσού και των τόκων αλλά και στη συχνά μακροπρόθεσμη απόδοση. Ως εκ τούτου, δεν είναι λογικό να εξομοιωθούν ως προς τη νομική μεταχείριση οι επενδυτικοί τίτλοι με τα μέσα χρηματαγοράς (άυλο χρήμα, επιταγές) που αποτελούν απαιτήσεις των δικαιούχων τους κατά των εκδοτών και άρα ενοχικά δικαιώματα.

Επίσης, η κεφαλαιαγορά έχει δομηθεί στις έννοιες της «αγοράς» και της «πώλησης» που ανήκουν συστηματικά στην ύλη του εμπραγμάτου δικαίου και όχι στην έννοια της εκχώρησης που ανήκει συστηματικά στο ενοχικό δίκαιο και ταιριάζει περισσότερο στο θεσμό του άυλου χρήματος και στους τίτλους που ενσωματώνουν χρηματικές απαιτήσεις (συναλλαγματική, επιταγή κλπ).⁸¹ Ο συνδυασμός της επενδυτικής λειτουργίας των άυλων τίτλων και της οργάνωσης της κεφαλαιαγοράς στις έννοιες της αγοράς και της πώλησης οδηγεί στο συμπέρασμα ότι προσιδιάζουν στις λειτουργίες του εμπράγματος δικαίου. Τη νομική φύση των άυλων τίτλων ως πράγματα και οιονεί αξιόγραφα υιοθετεί και ο δικονομικός νομοθέτης με τη διάταξη 991Α ΚΠολΔ σχετικά με την κατάσχεση των άυλων τίτλων ως πράγματα εις χείρας τρίτων παρά ως απαιτήσεις εις χείρας τρίτων.⁸² Ως εκ τούτου, οι άυλοι τίτλοι αποτελούν πράγματα μέσω της τελολογικής διεύρυνσης της έννοιας και άρα οιονεί αξιόγραφα εφαρμοζόμενων σε αυτούς κανόνες του εμπράγματος και αξιογραφικού δικαίου.

⁸¹ Βλ. περισσότερα για την εκχώρηση ως αλλοίωση της ενοχής καθ' υποκείμενον σε Γ. Μπαλή, Ενοχικόν Δίκαιον έκδ. Γ', ανατύπωση 1969, σελ. 468επ.· Μ. Σταθόπουλο, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, εκδ. Ε', 2018, σελ. 1660επ.

⁸² Βλ. περισσότερα για τη διαδικασία κατασχέσεως σε Κ. Ρήγα, Το αντικείμενο και η προσήκουσα διαδικασία της κατασχέσεως άυλων τίτλων, ΕφΑΔ 12/2014, σελ. 1000-1014. και ιδίως σελ. 1005επ.· Δ. Τσιμπανούλη, Η αναγκαστική κατάσχεση άυλων μετοχών, ΔΕΕ, 8-9/2002, σελ. 823-835 και ιδίως 828επ.· Δ. Τσικρικάς, σε Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920, εκδ. γ', 201... άρθρο 8β, σελ 459-470 και ιδίως σελ.464επ.· Σ. Κουσσούλης, σε Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920, εκδ. β', 2003, άρθρο 8β, σελ.397-408 και ιδίως σελ. 402επ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΝΕΧΥΡΟ ΣΕ ΑΥΛΟΥΣ ΤΙΤΛΟΥΣ

3.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται το κεντρικό ζήτημα της εργασίας που αφορά στην ενεχυρίαση των άυλων τίτλων, δηλαδή τη σύσταση εμπράγματος βάρους και τον περιορισμό του δικαιώματος κυριότητας. Εξετάζεται ο τρόπος σύστασης του ενεχύρου τόσο από άποψη θεωρητικής προσέγγισης των νομικών ζητημάτων που ανακύπτουν όσο και από άποψη τεχνικών διαδικασιών που λαμβάνουν χώρα στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) που λειτουργεί στα πλαίσια του Χρηματιστηρίου Αθηνών και το οποίο διαχειρίζεται το Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛ.Κ.Α.Τ. πρώην ΕΧΑΕ).

Η ενεχυρίαση άυλων τίτλων αποτελεί έναν από τους τρόπους εμπράγματης εξασφάλισης των πιστώσεων, ενώ οι βασικές λειτουργίες της εμπράγματης ασφάλειας που απορρέουν από το αστικό και το αστικό δικονομικό δίκαιο εξακολουθούν να ισχύουν και δεν αναιρούνται εκ μόνου του γεγονότος ότι μεταβάλλεται το αντικείμενο του ενεχύρου (άυλοι τίτλοι). Είναι θεμιτό να αντιμετωπίζεται η ενεχυρίαση άυλων τίτλων με βάση τις παραδεδεγμένες αρχές και λειτουργίες της εμπράγματης ασφάλειας οι οποίες αποτελούν το σημείο αναφοράς και το δικαιικό θεμέλιο εξέτασης του ζητήματος.

Ως εκ τούτου, το ενέχυρο αποτελεί ένα διαδεδομένο είδος εμπράγματης ασφάλειας που εμφανίζεται κατά κύριο λόγο στα πλαίσια τραπεζικού δανεισμού και συστήνεται μεταξύ δύο προσώπων ως μια παρεπόμενη εξασφαλιστική συμφωνία για την παροχή «πίστωσης» ως άμεση ή έμμεση χρηματοδότηση του ενεχυράζοντος με σκοπό την ενίσχυση της αγοραστικής του δύναμης.⁸³ Στην περίπτωση δε που η κύρια σχέση μεταξύ δανειστή και οφειλέτη εξελιχθεί ανώμαλα και ο πιστολήπτης αδυνατεί να επιστρέψει την παρασχεθείσα πίστωση κατά τους όρους της μεταξύ τους συμφωνίας ενεργοποιείται η παρεπόμενη εξασφαλιστική σύμβαση ενεχύρου στην οποία ανατρέχει ο δανειστής για να ικανοποιηθεί από τον πλειστηριασμό του αντικειμένου της ασφάλειας.⁸⁴ Το ενέχυρο αποτελεί ένα περιορισμένο εμπράγματο δικαίωμα αξίας και εμφανίζει τα χαρακτηριστικά των περιορισμένων εμπράγματων δικαιωμάτων, δηλαδή *i. τη δύναμη της διώξης, ii. τη δύναμη της παρακολούθησης, iii. δικαίωμα προτίμησης έναντι των ενοχικών*

⁸³ Βλ. *Απ. Γεωργιάδη*, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. β' 2008, σελ. 1 με περαιτέρω παραπομπή σε *Ξ. Ζολώτα*, Θεωρητική οικονομική, εκδ. β' 1944

⁸⁴ Βλ. *Απ. Γεωργιάδη*, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. β' 2008, σελ. 11

δανειστών και iv. ικανοποίηση του δανειστή βάσει της χρονικής προτεραιότητας.⁸⁵) Επίσης, το ενέχυρο διέπεται από τις γενικές αρχές που διέπουν όλα τα εμπράγματα δικαιώματα, δηλαδή από i. την αρχή του κλειστού, ii. την αρχή της δημοσιότητας και iii. την αρχή της ειδικότητας καθώς και από τις αρχές που διέπουν μόνο τα δικαιώματα εμπράγματης ασφάλειας, δηλαδή i. την αρχή ουδενί δουλεύει το ίδιο ii. την αρχή του παρεπομένου και iii. την αρχή του αδιαιρέτου.⁸⁶ Αποτελεί επίσης δικαίωμα αξίας, με την έννοια ότι ο ενεχυρούχος δανειστής μπορεί μόνο να εκποιήσει το βεβαρημένο αντικείμενο και να ικανοποιηθεί από το προϊόν του πλειστηριάσματος και όχι να ικανοποιηθεί άμεσα από το πράγμα αντλώντας άμεση ωφέλεια από αυτό.⁸⁷ Με αφετηρία τις γενικές αρχές και τους κανόνες του δικαίου της εμπράγματης ασφάλειας εξετάζεται η ιδιομορφία στην ενεχυρίαση άυλων τίτλων.

Αναφορικά με τις νομικές διατάξεις που καλούνται σε εφαρμογή, η μέχρι πρότινος αποκλειστική εμφάνιση των άυλων τίτλων στην οργανωμένη αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και σε άλλες οργανωμένες αγορές, δηλαδή η εμφάνιση τους κατά αποκλειστικότητα στην Κεφαλαιαγορά, είχε ως συνέπεια την εφαρμογή ειδικών χρηματιστηριακών διατάξεων. Ο Όμιλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών και η Τράπεζα της Ελλάδος δια μέσω των αρμόδιων οργάνων τους έχουν θεσπίσει ειδικές διατάξεις για τον τρόπο σύστασης του ενεχύρου επί άυλων τίτλων και τη ρευστοποίηση του καθώς και την κατάσχεση άυλων τίτλων από τρίτους δανειστές.⁸⁸ Οι διατάξεις εμφανίζουν κυρίως τεχνικό -διαδικαστικό χαρακτήρα, εγείρουν ωστόσο νομικά ερωτήματα. Αξιοσημείωτο είναι ωστόσο ότι οι συγκεκριμένες ρυθμίσεις δεν έχουν την ισχύ νόμου αλλά ψηφίζονται κατόπιν εξουσιοδοτικών διατάξεων ή εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τον τρόπο λειτουργίας μιας συγκεκριμένης αγοράς αξιών. Ως εκ τούτου, παρατηρείται ότι δεν υπάρχει μια ενιαία νομοθετική ρύθμιση με αξιώσεις καθολικής ισχύος, αλλά αντ' αυτής υπάρχει πολυνομία και ρυθμίσεις διαφορετικής νομικής ισχύος ανάλογα με την τήρηση τίτλων σε συγκεκριμένη αγορά.

ΡΙζική μεταβολή επήλθε το 2018 στο δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών βάσει του νόμου 4548/2018 με την πρόβλεψη της δυνατότητας έκδοσης και τήρησης ηλεκτρονικά καταχωρούμενων τίτλων από μη εισηγμένες εταιρείες. Η νομοθετική μεταρρύθμιση εγείρει το ζήτημα του τρόπου ενεχυρίασης άυλων τίτλων που ανήκουν σε μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες, εάν δηλαδή θα πρέπει να εφαρμοστούν χρηματιστηριακές διατάξεις για την επίλυση τεχνικών ζητημάτων ή άλλων μη ρυθμισμένων θεμάτων στο δίκαιο των ανωνύμων εταιρειών.

⁸⁵ Βλ. εκτενώς, Διακόπουλο σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, Εισαγ. παρατηρήσεις στα άρθρα 1209-1256, 6, επ., σελ. 281 επ., 10 επ., σελ. 282 επ. Απ. Γεωργιάδη, Εμπράγματο δίκαιο, εκδ. β', 2010, σελ. 1008 επ, τον ίδιο, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. β', 2008, σελ. 370 επ..

⁸⁶ Βλ. και προηγούμενη υποσ.. Πρβλ. και Δ. Παπαστερίου, Εμπράγματο Δίκαιο, τ. III, 2008, σελ. 254 επ.

⁸⁷ Βλ. αντί άλλων Απ. Γεωργιάδη, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. β', 2008, σελ. 370.

⁸⁸ Βλ. περισσότερο στον Κωδικοποιημένο Κανονισμό Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων (Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ.) ιδίως στο άρθρο 50 «Καταχώρηση κατάσχεσης επί αξιών και εκποίηση αυτών»

Κατόπιν των ανωτέρω εισαγωγικών παρατηρήσεων συνάγεται το συμπέρασμα ότι το ενέχυρο σε άυλους τίτλους θα πρέπει αντιμετωπισθεί υπό διπλό πρίσμα, αφενός ενταγμένο στη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς με βάση τους σκοπούς που εξυπηρετεί και αφετέρου ενταγμένο στη συναλλακτική δραστηριότητα των μη εισηγμένων ανώνυμων εταιρειών. Παράλληλα, οι διατάξεις του αστικού δικαίου περί ενεχύρου και οι διατάξεις του αστικού δικονομικού δικαίου περί αναγκαστικής εκτελέσεως αποκτούν ιδιαίτερη σημασία γιατί προσδίδουν ασφάλεια δικαίου και ένα στέρεο δογματικό εργαλείο.

3.2 Νομική φύση ενεχύρου επί παραδοσιακών (έγχαρτων) αξιογράφων

Με αφετηρία την «παραδοσιακή» μορφή ενεχύρου που συστήνεται πάνω σε κινητά πράγματα αντιμετωπίζεται το ερώτημα *ποιο είναι το αντικείμενο του ενεχύρου που συστήνεται σε άυλους τίτλους και ποιες διατάξεις καλούνται σε εφαρμογή*. Ενώ δηλαδή ο κύριος ενός κινητού πράγματος συστήνει ενέχυρο με αντικείμενο το κινητό πράγμα το οποίο παραδίδει στην κατοχή του ενεχυρούχου δανειστή με σκοπό τη λήψη κάποιας μορφής πίστωσης, συνηθέστερα ενός δανείου, η μετατόπιση της συζήτησης στους άυλους τίτλους ανήκοντες σε εισηγμένες και μη εισηγμένες εταιρείες οδηγεί στη σύσταση ενεχύρου σε ηλεκτρονικά καταχωρημένα δικαιώματα (συμμετοχικά, ενοχικά κλπ) σε μητρώα. Το εάν τα ηλεκτρονικά καταχωρημένα δικαιώματα συνιστούν πράγματα ή ενοχικές απαιτήσεις εξετάστηκε ανωτέρω στο δεύτερο κεφάλαιο σχετικά με τη νομική φύση των άυλων τίτλων και προκρίθηκε η πρώτη άποψη, δηλαδή η θεώρηση τους ως πράγματα υπό ευρεία έννοια με τελλολογική διαστολή της έννοιας του πράγματος. Ο νομικός χαρακτηρισμός των άυλων τίτλων που προηγήθηκε έγινε με σκοπό την ενιαία τελλολογική προσέγγιση των άυλων τίτλων ως αντικείμενο του ενεχύρου, αλλά η ιδιομορφία των άυλων τίτλων δεν περιορίζεται μόνο στην αναγνώριση του εμπράγματος χαρακτήρα τους.

Καταρχήν το ενέχυρο που συστήνεται σε αξιόγραφα υπό την παραδοσιακή μορφή εμφάνισης τους με έγχαρτη υπόσταση παρουσιάζει μια ιδιομορφία σε σχέση με τα λοιπά πράγματα που έγκειται στη νομική φύση των αξιογράφων. Τα αξιόγραφα είναι έγγραφα που ενσωματώνουν με απόλυτο τρόπο ένα δικαίωμα το οποίο για να ασκηθεί και συνήθως για να μεταβιβασθεί περαιτέρω εξαρτάται από την κατοχή του εγγράφου.⁸⁹ Όπως λέγεται προσφιλώς το *δικαίωμα εκ του εγγράφου* ακολουθεί το *δικαίωμα επί του εγγράφου*.⁹⁰ Η στενή σύνδεση μεταξύ ενσωματωμένου δικαιώματος και κατοχής του εγγράφου δημιουργεί το εύλογο ερώτημα εάν το ενέχυρο που συστήνεται σε αξιόγραφο αποτελεί ενέχυρο δικαιώματος ή ενέχυρο πράγματος. Ο

⁸⁹ Βλ. Απ. Γεωργιάδη, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ.β', 2008, σελ 580· Για την ενεχυρίαση ανώνυμων και ονοματικών τίτλων βλ. Θ. Σκούρα, Ενεχύραση μετοχών και γενικά ανώνυμων τίτλων σε αφιέρωμα εις Κωνσταντίνον Ν. Ρόκαν υπό του Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών Επιστημολόγων, 1985, σελ.514-528

⁹⁰ Α.Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, τόμος 2, οι εμπορικές πράξεις, τεύχος 1 αξιόγραφα, έκδ. β', 1997, σελ. 30επ.

ενεχυρούχος δανειστής ενδιαφέρεται για το ενσωματωμένο δικαίωμα από το οποίο θα αντλήσει σε περίπτωση ρευστοποίησης οικονομική αξία και ουδόλως ενδιαφέρεται για το έγγραφο που από μόνο του δεν έχει καμία οικονομική αξία. Αυτή η θεμελιώδης παραδοχή οδηγεί στην ενεχυρίαση των αξιογράφων με απώτερο σκοπό την επιβάρυνση του ενσωματωμένου δικαιώματος και ουχί του εγγράφου.

Η θεωρία επιλύει τον προβληματισμό που ανακύπτει με τη συστηματική ένταξη του αξιογράφου στην κατηγορία του ενεχύρου δικαιώματος με εφαρμογή των διατάξεων για το ενέχυρο δικαιώματος (ΑΚ 1247), για το ενέχυρο απαίτησης (ΑΚ 1248-1250) και μόνο κατ' αναλογία εφαρμογή των διατάξεων για το ενέχυρο πράγματος μέσω της ΑΚ 1256 που αποτελεί το νομικό όχημα για την εφαρμογή διατάξεων του ενεχύρου πράγματος αναλογικά στην ενεχυρίαση δικαιώματος.⁹¹ Ο συνδυασμός των εφαρμοστέων διατάξεων στα έγχαρτα αξιόγραφα τόσο για το ενέχυρο δικαιώματος, όσο και για το ενέχυρο πράγματος εξηγείται από το φαινόμενο της αξιογραφικής ενσωμάτωσης, ήτοι της άμεσης σύνδεσης και της κοινής τύχης εγγράφου και δικαιώματος που καλεί σε συνδυαστική εφαρμογή ένα διαφορετικό σύστημα διατάξεων με διαφορετικές ουσιαστικές και δικονομικές συνέπειες.

Παρατηρείται, ωστόσο, ότι σε ορισμένες περιπτώσεις ο νομοθέτης επεμβαίνει και επιλέγει το πλέγμα διατάξεων που θα κληθούν σε εφαρμογή. Για παράδειγμα, προβαίνει στην επιλογή της εφαρμογής των διατάξεων ενεχύρου σε πράγμα (ΑΚ 1209επ.) όσον αφορά στους ανώνυμους τίτλους και στις μετοχές (για τις μετοχές υποστηρίζει η θεωρία ότι η νομοθετική επιλογή απορρέει από την ΑΚ 1245, η οποία εντάσσεται στο υποσύστημα του ΑΚ 1244 και αφορά μάλιστα τόσο τις ανώνυμες όσο και τις ονομαστικές μετοχές).⁹² *Συνάγεται δηλαδή ότι ανάλογα με το σκοπό που εξυπηρετούν, τη λειτουργία του ενσωματωμένου δικαιώματος και τη διαμορφωμένη πρακτική των συναλλαγών εφαρμόζονται διαφορετικές διατάξεις.* Για παράδειγμα, η επιταγή αποτελεί μέσο πληρωμής και το ενσωματωμένο σε αυτή δικαίωμα είναι χρηματική απαίτηση του κομιστή της έναντι του εκδότη της επιταγής, η συναλλαγματική παρομοίως ενσωματώνει χρηματική απαίτηση του κομιστή της έναντι του εκδότη. Η μετοχή, λόγω της τριπλής φύσης που έχει, όταν υπολαμβάνεται ως αξιόγραφο ενσωματώνει συμμετοχικό δικαίωμα του μετόχου στη λειτουργία της εταιρείας, ενώ οι ομολογίες ως αξιόγραφα ενσωματώνουν όταν είναι ανώνυμες μια αφηρημένη υπόσχεση χρέους το οποίο υπόσχεται ότι θα ικανοποιήσει ο εκδότης των τίτλων σε κάποιο μελλοντικό χρονικό σημείο έναντι του κομιστή των ομολογιών και όταν είναι ονομαστικές μια χρηματική μεν απαίτηση, αλλά προέχει ο επενδυτικός τους χαρακτήρας. Η διαφοροποίηση των δικαιωμάτων που ενσωματώνονται αντανακλά τη διαφορετική χρήση των επιμέρους αξιογράφων που δεν προορίζονται όλα για τον ίδιο σκοπό και ακολούθως τη διαφορετική τους

⁹¹ Βλ. αντί άλλων *Απ. Γεωργιάδη*, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ.β', 2008, σελ 580

⁹² Βλ. *Απ. Γεωργιάδη*, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ.β', 2008, σελ 580

τελολογία παρά την κοινή τους κατηγοριοποίηση υπό τον τίτλο «αξιόγραφα». Ακολουθως, διαφορετική πρέπει να είναι και είναι η νομική τους μεταχείριση. Για παράδειγμα, η ενεχυρίαση συναλλαγματικής ή επιταγής αποτελούν χαρακτηριστικό παράδειγμα ενεχύρου σε δικαίωμα και δη σε απαίτηση. Τουναντίον, η ενεχυρίαση μετοχών (ονομαστικών ή ανώνυμων) και η ενεχυρίαση εν γένει ανώνυμων τίτλων αποτελούν περίπτωση ενεχύρου σε πράγμα το οποίο συνάγεται από τη νομοθετική επιλογή των άρθρων ΑΚ 1244 και ΑΚ 1245. Εκ των ανωτέρω συνάγεται ότι ο νομοθέτης παραπέμπει σε διαφορετικό πλέγμα διατάξεων με κριτήριο το είδος και τη νομική φύση του ενσωματωμένου δικαιώματος διότι διαφοροποιεί το σκοπό που εξυπηρετεί το κάθε αξιόγραφο.

Ο νομοθέτης του Αστικού Κώδικα φαίνεται πως εξαρτά επίσης το είδος του ενεχύρου (ενέχυρο σε πράγμα, σε δικαίωμα κλπ) από το επιπρόσθετο κριτήριο της ταυτότητας του δικαιούχου τίτλου, εάν δηλαδή πρόκειται για ανώνυμο τίτλο, ονομαστικό τίτλο ή τίτλο εις διαταγήν. Στο άρθρο ΑΚ 1244 περί ενεχύρου σε ανώνυμους τίτλους ορίζεται ότι οι ανώνυμοι τίτλοι ενεχυριάζονται όπως τα κινητά πράγματα. Φαίνεται δηλαδή να εξαρτά τον τρόπο ενεχυρίασης με βάση το αν είναι γνωστή ή όχι η ταυτότητα του κομιστή του τίτλου. Δεδομένου ότι οι ανώνυμοι τίτλοι μεταβιβάζονται ευχερέστερα ως πράγματα με παράδοση και παραλαβή κρίνει ότι η ενεχυρίαση ως πράγματα, με εφαρμογή διατάξεων ενεχύρου πραγμάτων είναι προτιμότερη για τους ανώνυμους τίτλους.

3.3. Νομική φύση ενεχύρου επί άυλων τίτλων

Στο πεδίο ενεχυρίασης των άυλων τίτλων από τη συνδυαστική επισκόπηση των διατάξεων του αστικού κώδικα σχετικά με το ενέχυρο τίτλων συνάγεται ότι *το κριτήριο για τη σύσταση ενεχύρου σε άυλους τίτλους πρέπει είναι ο σκοπός που εξυπηρετούν, η λειτουργία του ενσωματωμένου δικαιώματος και η διαμορφωμένη πρακτική των συναλλαγών.* Το ενσωματωμένο στον τίτλο δικαίωμα δεν μεταβάλλεται από το πραγματικό γεγονός της αποϋλοποίησης του τίτλου και ως εκ τούτου δεν φαίνεται να υπάρχει λόγος αντιμετώπισης των άυλων αξιογράφων υπό διαφορετικό τελολογικό πρίσμα. Οι άυλες μετοχές ενσωματώνουν συμμετοχικά δικαιώματα, οι άυλες ομολογίες αφηρημένη υπόσχεση χρέους (ανώνυμες) και χρηματική απαίτηση (ονομαστικές) που ωστόσο εξαρτάται από μελλοντικό γεγονός και τις περισσότερες φορές με υψηλό ρίσκο στην απόδοση, ενώ και οι δύο μορφές τίτλων που αποτελούν τους δημοφιλέστερους άυλους τίτλους εξυπηρετούν επενδυτικό σκοπό. Ως εκ τούτου ο δικαιολογητικός λόγος που πρέπει να ενεχυριάζονται ως πράγματα εντοπίζεται στο σκοπό που εξυπηρετούν ο οποίος είναι περισσότερο επενδυτικός παρά χρηματικός (επενδυτικοί τίτλοι και όχι μέσα πληρωμής) και έτσι αντιδιαστέλλονται από τις χρηματικές απαιτήσεις. Επίσης, όπως εκτενώς αναλύθηκε ανωτέρω η νομική φύση των άυλων τίτλων ως ηλεκτρονικές καταχωρίσεις σε μητρώα και σε αντιδιαστολή

με το ενσωματωμένο σε αυτούς δικαίωμα- προσλαμβάνει εμπράγματα υπόσταση και εξομοιούνται ως οιονεί πράγματα. Το επιχείρημα αυτό μπορεί να αντληθεί ως ένα βαθμό από τις ΑΚ ΑΚ 1228 παρ.2, ΑΚ1237 παρ. 2 περί «χρηματιστηριακών πραγμάτων», αν και ορθότερο είναι να κριθεί με βάση το σκοπό που εξυπηρετούν οι άυλοι τίτλοι και την ευχερέστερη νομική τους μεταχείριση.

Κριτήριο για το είδος του ενεχύρου που συστήνεται αντλείται επίσης από το αστικό δικονομικό δίκαιο, σύμφωνα με το οποίο στο στάδιο της εκτέλεσης η μεν ρευστοποίηση ενεχύρου σε απαίτηση επέρχεται με εκχώρηση της απαίτησης, συνήθως στην πράξη με τη μεταφορά των χρημάτων σε λογαριασμό του δανειστή, η δε ρευστοποίηση ενεχύρου σε πράγμα επέρχεται με τη διενέργεια πλειστηριασμού.⁹³ Οι ενεχυριασμένοι άυλοι τίτλοι (άυλες ομολογίες, άυλες μετοχές) που αποτελούν χρηματιστηριακά πράγματα (ΑΚ 1228 παρ. 2 & ΑΚ 1237 παρ. 2) ρευστοποιούνται χρηματιστηριακά με τη διενέργεια ηλεκτρονικού πλειστηριασμού.⁹⁴ Εάν για παράδειγμα συσταθεί ενέχυρο επί άυλων μετοχών, η διενεργούμενη ρευστοποίηση του ενεχύρου θα είναι χρηματιστηριακή εκποίηση πράγματος με τη διενέργεια πλειστηριασμού. Οι εμφανιζόμενοι πλειοδότες αλλά και ο ενεχυρούχος ο δανειστής έχουν εύλογο ενδιαφέρον να επιτευχθεί ένα υψηλό τίμημα, παρά να εκχωρηθούν μετοχικά δικαιώματα με τη μορφή εκχώρησης απαίτησης.

Αναφορικά με την ταυτότητα του δικαιούχου των τίτλων (τίτλοι ανώνυμοι, ονομαστικοί, εις διαταγήν) παρατηρείται ότι στους άυλους τίτλους η ταυτότητα του δικαιούχου παίζει μικρή σημασία για το λόγο ότι λόγω της μεσολάβησης του φορέα του μητρώου η ταυτότητα του κυρίου των τίτλων είναι ήδη γνωστή. Επίσης δεν μπορεί να λάβει χώρα παράδοση και παραλαβή των τίτλων που συμβαίνει στους ανώνυμους τίτλους αλλά μεταβίβαση με έκταξη της οιονεί νομής και κατοχής. Καθ' όμοιο τρόπο, ο δικαιούχος (ενεχυραστής) ενεχυριάζει τους τίτλους δια μέσω του φορέα του μητρώου στα πλαίσια μια τριμερούς σχέσης, ενώ δυσχερώς νοείται ενεχυρίαση ανώνυμων τίτλων λόγω της ήδη γνωστής ταυτότητας του κυρίου των τίτλων. Οι πιο πρόσφατες νομοθετικές εξελίξεις που επήλθαν στο θεσμικό νόμο 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιρειών οδήγησαν στη σταδιακή υποχρεωτική ονομαστικοποίηση όλων των μετοχών έως το 2020 και άρα στην πλήρη κατάργηση των ανώνυμων μετοχών.⁹⁵ Τίθεται κατά τη γνώμη μου εν αμφιβόλω εάν τελικώς η διάκριση σε ανώνυμους και ονομαστικούς άυλους τίτλους παίζει κάποιο ουσιαστικό ρόλο στο ζήτημα της ενεχυρίασης τους ιδίως υπό το πρίσμα της σταδιακής κατάργησης των ονομαστικών μετοχών. Εξάλλου, αναφορικά με τους τίτλους εις διαταγήν το φαινόμενο της απούλοποίησης οδηγεί εκ των πραγμάτων στη θέση τους σε αχρησία.

⁹³ Βλ. περισσότερα για την εκχώρηση ως αλλοίωση της ενοχής καθ' υποκείμενον σε Γ. Μπαλή, Ενοχικόν Δίκαιον έκδ. γ', ανατύπωση 1969, σελ. 468επ.· Μ. Σταθόπουλο, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, εκδ. ε', 2018, §27, σελ. 1660επ.

⁹⁴ Βλ. Απόφαση 28 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα «Αναγκαστική Εκποίηση Μετοχών»

⁹⁵ Α. Στάμου, η ονομαστικοποίηση των άυλων μετοχών και η ταυτοποίηση του μετόχου, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, Οκτώβριος 2018 (ανέκδοτη)

Για να γίνει πιο εύληπτη η λειτουργία του ενεχύρου με ένα παράδειγμα, ας υποθεθεί ότι ένα φυσικό πρόσωπο, ο μέτοχος μιας εισηγμένης ανώνυμης εταιρείας, έχει στην κυριότητα του 100 μετοχές αξίας 1 ευρώ η καθεμία οι οποίες βρίσκονται καταχωρημένες σε Λογαριασμό Χειριστή στην Μεριδα Επενδυτή που τηρεί στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.). Προκειμένου να λάβει χρηματοδότηση μέσω χορήγησης δανείου από την Τράπεζα Χ συνάπτει σύμβαση ενεχύρου με αντικείμενο το σύνολο των μετοχών του προς εξασφάλιση του δανείου. Η κυριότητα επί των άυλων μετοχών εκδηλώνεται με την ηλεκτρονική καταχώριση των μετοχικών δικαιωμάτων που πηγάζουν από τη σχέση του με την εκδότρια εταιρεία στο συγκεκριμένο λογαριασμό που τηρεί στο Σ.Α.Τ. Η κατοχή του επί των άυλων μετοχών εκδηλώνεται ως διενέργεια χρεοπιστώσεων από τον έναν λογαριασμό στον άλλο, καθ' όμοιο τρόπο που το «πράγμα» αλλάζει χέρια μεταξύ διαφόρων προσώπων με την έννοια της φυσικής εξουσίασης του από διαφορετικά πρόσωπα. Οι βασικές σκέψεις για την κυριότητα και την κατοχή επιλύουν ακολούθως τα ερμηνευτικά προβλήματα της ενεχυρίασης. Η κυριότητα στις ενεχυριασμένες άυλες μετοχές εκδηλώνεται με τη μορφή της ηλεκτρονικής καταχώρισης των ενεχυριασμένων μετοχικών δικαιωμάτων σε ειδικό λογαριασμό και ο ενεχυράζων-μέτοχος είναι ο κύριος ενεχυριασμένων τίτλων σε άυλη μορφή. Η κατοχή στις ενεχυριασμένες μετοχές ανήκει στο φορέα του μητρώου, δηλαδή στο διαχειριστή του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) και η ενεχυρούχος τράπεζα Χ δεν έχει την κατοχή των τίτλων παρότι αυτό συμβαίνει στην κλασική μορφή ενεχύρου σε πράγμα. Εκ των ανωτέρω παρατηρείται ότι στο ενέχυρο επί άυλων τίτλων η κυριότητα και η κατοχή επί αυτών βρίσκονται σε πολύ κοντινή ερμηνευτική απόσταση. Εξάλλου, σύμφωνα με όσα ισχύουν έως σήμερα⁹⁶ το ενεχυριαζόμενοι τίτλοι καταχωρούνται σε έναν ξεχωριστό λογαριασμό στον οποίο μεταφέρονται, τον «ειδικό λογαριασμό». Ο λογαριασμός αυτός ανήκει στον ενεχυράζοντα με την έννοια ότι είναι κύριος και δικαιούχος των ηλεκτρονικά καταχωρημένων τίτλων και των ενσωματωμένων δικαιωμάτων, αλλά τηρείται στο Σ.Α.Τ. και κάτοχος τους είναι ο φορέας του μητρώου, δηλαδή το Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛ.Κ.Α.Τ.). Η κατοχή του ΕΛ.Κ.Α.Τ. εκδηλώνεται τη στιγμή της διενέργειας της πίστωσης των τίτλων στον ειδικό λογαριασμό και της χρέωσης του προηγούμενου λογαριασμού όπου αυτοί βρίσκονταν. Σε κάθε περίπτωση συνάγεται ότι τόσο στον «άυλο κόσμο» όσο και στον «υλικό κόσμο» υφίσταται το εμπράγματο δικαίωμα της κυριότητας και το φυσικό στοιχείο της κατοχής και ιδίως η κατοχή παίζει σημαντικό ρόλο στις σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των μερών λόγω της ανάμειξης του φορέα του μητρώου στη δημιουργούμενη τριμερή έννομη σχέση.

⁹⁶ Πρβλ. ωστόσο τις διατάξεις του νόμου 4569/2018 και ιδίως το άρθρο 29 «μεταβατικές και καταργούμενες διατάξεις» με το οποίο εξαγγέλλεται η κατάργηση του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ. και η έγκριση νέου Κανονισμού «Από την έναρξη ισχύος της άδειας της παραγράφου 1 καταργείται η αριθμ. 3/304/10.6.2004 (Β'01) απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τα πάσης φύσεως θέματα που προβλέπονται από αυτήν ρυθμίζονται από τον Κανονισμό λειτουργίας που εγκρίνεται, σύμφωνα με το άρθρο 4 και τους όρους του παρόντος άρθρου».

3.4 Μητρώα καταχώρισης άυλων τίτλων

Οι άυλοι τίτλοι που κυκλοφορούν στην Ελλάδα καταχωρούνται σε ηλεκτρονικά μητρώα άυλων τίτλων, τα οποία σήμερα είναι δύο, το *Σύστημα Άυλων Τίτλων* το οποίο διαχειρίζεται η Ανώνυμη Εταιρεία Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (Ελ.Κ.Α.Τ.) και το *Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών* το οποίο διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος.⁹⁷ Η ύπαρξη δύο διαφορετικών συστημάτων καταχώρισης άυλων τίτλων στην ελληνική έννομη τάξη έχει τις ρίζες της σε ιστορικούς και πρακτικούς λόγους. Το Σύστημα Τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος ακολούθησε τα πρότυπα του συστήματος τήρησης τίτλων του Βελγικού Δημοσίου το οποίο προέβλεπε τη δημιουργία συλλογικών λογαριασμών για τη μαζική καταχώριση των τίτλων, ενώ χρησιμοποιήθηκε και παρόμοιο λογισμικό. Τουναντίον, το Σύστημα Τίτλων του Χρηματιστηρίου Αθηνών ακολούθησε την τήρηση ατομικών μερίδων και λογαριασμών για κάθε επενδυτή, ενώ το λογισμικό που χρησιμοποιήθηκε κατασκευάστηκε ειδικά για το εν λόγω σύστημα.⁹⁸

Οι πρόσφατες νομοθετικές εξελίξεις που επήλθαν με το νόμο 4548/2018 προβλέπουν τη δυνατότητα τήρησης άυλων τίτλων που ανήκουν σε μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες σε συλλογικούς λογαριασμούς, έτσι ώστε *το κριτήριο τελικά να είναι η εξυπηρέτηση των αναγκών του κάθε επενδυτή για την τήρηση σε ατομικούς ή συλλογικούς λογαριασμούς*. Ο νομοθέτης έχει εξαγγείλει επίσης την ψήφιση του εθνικού νόμου για τη δυνατότητα τήρησης συλλογικών λογαριασμών μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Τίτλων (ΚΑΤ).⁹⁹ Παρατηρείται ότι θα τεθεί σε λειτουργία ένα κεντρικό μητρώο, υπό την ονομασία *Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (Κ.Α.Τ.)* για να συνάδει με την ορολογία του Ευρωπαϊκού Κανονισμού 909/2014 (σχετικά με τη βελτίωση του διακανονισμού αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και την τροποποίηση προγενέστερων Οδηγιών) και προβλέπεται δε η δυνατότητα τήρησης άυλων τίτλων ανεξάρτητα αν πρόκειται για τίτλους εισηγμένων ή μη εισηγμένων εταιρειών ως απόρροια της διεύρυνσης του φαινομένου της απούλοποίησης. Το Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (Κ.Α.Τ.) αποτελεί νομικό πρόσωπο το οποίο προβαίνει στην αρχική καταχώριση αξιογράφων στο σύστημα λογιστικής εγγραφής, στην παροχή και τήρηση λογαριασμών αξιογράφων σε ανώτατο επίπεδο, καθώς και στη διαχείριση συστήματος διακανονισμού αξιογράφων.¹⁰⁰ Χαρακτηριστικό

⁹⁷ Βλ. κείμενο νόμου 3756/2009 για το «*σύστημα άυλων τίτλων κλπ*» και νόμου 2198/1994 για το «*Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών κλπ*»

⁹⁸ Βλ. Δ. Τσιμπανούλη, *Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου*, ΕπισκεΕΔ, 2009, σελ 351επ.

⁹⁹ Αιτιολογική έκθεση του σχεδίου νόμου του Υπουργείου Οικονομίας και Ανάπτυξης με Τίτλο «*Αναμόρφωση του Δικαίου των Ανωνύμων Εταιρειών*», Ι. Επί του νομοσχεδίου γενικά, περίπτωση 7, «*...Εκκρεμεί επίσης η εθνική νομοθεσία για τη δυνατότητα τήρησης συλλογικών λογαριασμών μέσω του Αποθετηρίου...*»

¹⁰⁰ Για περισσότερες πληροφορίες βλ. αιτιολογικές σκέψεις 1,2 και Παράρτημα, Τμήμα Α Κανονισμού (ΕΕ) 909/2014

παράδειγμα συστήματος διακανονισμού αξιογράφων αποτελεί το Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) που λειτουργεί στην ελληνική έννομη τάξη για το οποίο γίνεται λόγος ευθύς παρακάτω. Αυτές είναι οι τρεις βασικές υπηρεσίες που παρέχει το Κ.Α.Τ. σύμφωνα με όσα αναφέρονται στο παράρτημα του Κανονισμού 909/2014 που αποτελεί τη νομοθετική βάση για την ρύθμιση των ζητημάτων σχετικά με τους άυλους τίτλους

3.4.1 Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.)

Ο Κανονισμός (ΕΕ) 909/2014 επέφερε ριζικές μεταβολές στο ισχύον νομοθετικό πλαίσιο για τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων και την καταχώριση των άυλων τίτλων σε Συστήματα Διακανονισμού Αξιογράφων. Ο Ευρωπαίος νομοθέτης μέσω του συγκεκριμένου Κανονισμού εξαγγέλλει την πρόθεση του για τη δημιουργία μιας ολοκληρωμένης αγοράς διακανονισμού αξιογράφων, χωρίς διάκριση μεταξύ εθνικών και διασυνοριακών συναλλαγών που είναι αναγκαία για την ορθή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς¹⁰¹, ενώ η δημιουργία εσωτερικής αγοράς μεταξύ των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί ένας από τους θεμελιώδεις και βασικούς στόχους της Ένωσης.

Το ένα εκ των δύο συστημάτων ηλεκτρονικής καταχώρισης τίτλων που λειτουργούν στην ελληνική έννομη τάξη είναι το Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών στο οποίο καταχωρούνται οι άυλοι τίτλοι και οι μεταβολές που πραγματοποιούνται επί αυτών. Για να χρησιμοποιηθεί η ορολογία του Κανονισμού (ΕΕ) 909/2014 τα , το Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) αποτελεί Σύστημα Διακανονισμού Αξιογράφων. Επί του παρόντος, ο διαχειριστής του Σ.Α.Τ. είναι η ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία *Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (Ελ.Κ.Α.Τ. ή ATHEXCSD)* η οποία αποτελεί θυγατρική εταιρεία του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η δημιουργία του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) προβλέπεται στο νόμο 3756/2009 όπου ορίζεται ότι ο τρόπος λειτουργίας του καθορίζεται από Κανονισμό που εκδίδεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Πράγματι το 2004 ψηφίσθηκε ο *Κανονισμός Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων (Κανονισμός Σ.Α.Τ.)* δυνάμει της υπ' αριθμόν 3/304/10.6.2004 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β' 901/16.6.2004). Έκτοτε ο εν λόγω Κανονισμός έχει τροποποιηθεί αρκετές φορές με αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ισχύει σήμερα κατόπιν της εικοστής δεύτερης τροποποίησης που υπέστη με την απόφαση 16/824/19.7.2018.¹⁰² Στον Κανονισμό Λειτουργίας Σ.Α.Τ. ρυθμίζεται το κανονιστικό πλαίσιο καταχώρισης και μεταβολών σε άυλους τίτλους, περιέχονται διατάξεις για τις μερίδες και τους λογαριασμούς επενδυτών που τηρούνται σε αυτό, διατάξεις για τις διάφορες κατηγορίες άυλων αξιών και χρηματιστηριακών προϊόντων που

¹⁰¹ Βλ. την αιτιολογική σκέψη 4 του Κανονισμού 909/2014/ΕΕ

¹⁰² Δημοσίευση τελευταίας τροποποίησης *Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ.* στο ΦΕΚ Β' 3879/07.09.2018

διαπραγματεύονται με ηλεκτρονικές καταχωρίσεις, όπως είναι τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (Δ.Α.Κ.) τα Ελληνικά Πιστοποιητικά (ΕΛ.ΠΙΣ), οι ομολογίες, οι μετοχές κλπ. Επίσης, προβλέπονται οι διαδικαστικές προϋποθέσεις για τη σύσταση του ενεχύρου και τη ρευστοποίηση του σε περίπτωση ανώμαλης εξέλιξης της κύριας συμβατικής σχέσης.¹⁰³

Το νομικό πρόσωπο που έχει αναλάβει τη διαχείριση του Συστήματος Αύλων Τίτλων είναι η ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία *Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (Ελ.Κ.Α.Τ. ή ATHEXCSD)* που έχει αναλάβει υπηρεσίες διακανονισμού χρηματιστηριακών συναλλαγών, καταχώριση αξιών, εταιρικών πράξεων, υποστήριξη ημεδαπών και αλλοδαπών αξιών και υπηρεσίες εξυπηρέτησης επενδυτών.¹⁰⁴ Αξιοσημείωτη είναι η αλλαγή των νομικών προσώπων που κατά περιόδους έχουν διατελέσει διαχειριστές του. Αρχικά, η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των συναλλαγών πραγματοποιούνταν από υπηρεσία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στη συνέχεια ο νόμος 1806/1988 για τα «*χρηματιστήρια αξιών, τις χρηματιστηριακές εταιρείες και άλλες διατάξεις*»¹⁰⁵ προέβλεψε την ίδρυση του *Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών Α.Ε. (Κ.Α.Α)* με έργο τη φύλαξη των τίτλων, τις μεταβολές αποθετηρίων, την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και συναφείς δραστηριότητες που είχε τη μορφή ανώνυμης εταιρείας. Το Κ.Α.Α. λειτούργησε έως το 2006 οπότε και απορροφήθηκε από την ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία *Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών, Εκκαθάρισης, Διακανονισμού και Καταχώρησης (Ε.Χ.Α.Ε.)* που συστάθηκε δυνάμει του νεότερου νόμου 3606/2007 για τις «*αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων*» ο οποίος κατήργησε το προηγούμενο νομοθετικό πλαίσιο.¹⁰⁶ Το έτος 2010 οι υπηρεσίες διακανονισμού και εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών διασπάστηκαν γιατί έως τότε διενεργούνταν από τον ίδιο φορέα, ήτοι την Ε.Χ.Α.Ε. Η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών αποσχίστηκε και ανατέθηκε στην ανώνυμη εταιρεία *Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΕΤΕΚ ή ATHEXClear)* ως μέλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ενώ ο διακανονισμός των συναλλαγών παρέμεινε στην Ε.Χ.Α.Ε και μετέπειτα στο Ελ.Κ.Α.Τ που λειτουργεί σήμερα.¹⁰⁷

¹⁰³ Κωδικοποιημένος Κανονισμός Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων, άρθρο 1· Απόσπασμα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με την αγορά αξιών στον ακόλουθο υπερσύνδεσμο: <http://www.helex.gr/el/web/guest/markets-securities>. s

¹⁰⁴ Κωδικοποιημένος Κανονισμός Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων., Παρατηρήσεις, σελ. 2

¹⁰⁵ Βλ. ειδικότερα το άρθρο 33α του νόμου. 1806/1988

¹⁰⁶ Ο νόμος 3606/2007 για τις «αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» ο οποίος ενσωμάτωσε την Οδηγία 2004/39/ΕΟΚ (MIFID I) κατήργησε με το άρθρο 85 το άρθρο 33^α του προγενέστερου νόμου 1806/1988 για τις «χρηματιστηριακές εταιρείες, χρηματιστηριακές διατάξεις κλπ» που προέβλεπε τη δημιουργία του *Κεντρικού Αποθετηρίου Α.Ε.*· βλ. απόσπασμα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με τις λειτουργίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών και το Αποθετήριο στον ακόλουθο υπερσύνδεσμο: <http://www.helex.gr/el/functions-depository>

¹⁰⁷ βλ. απόσπασμα από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών σχετικά με τις λειτουργίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών και την Εκκαθάριση στον ακόλουθο υπερσύνδεσμο: <http://www.helex.gr/el/web/guest/clearing>

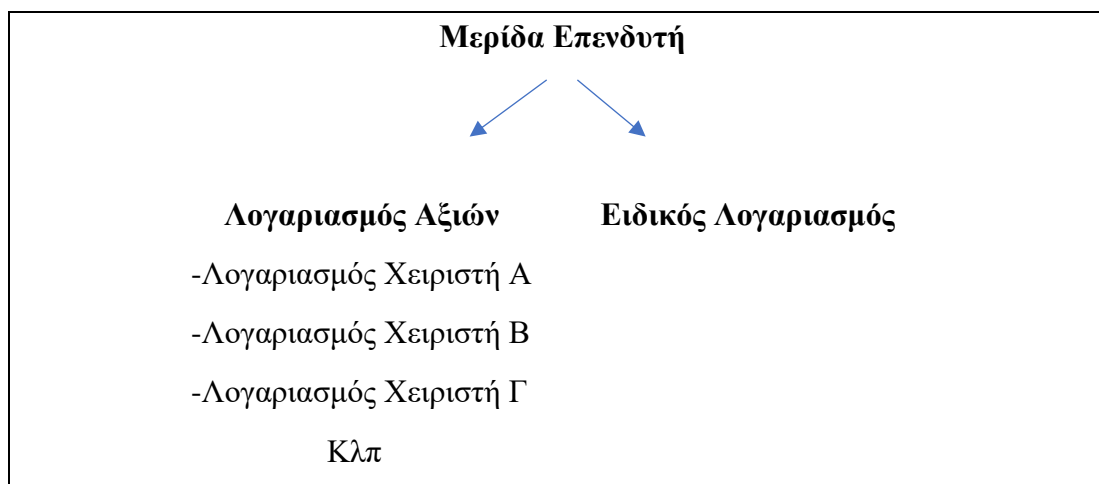
Προκειμένου να κατανοηθεί η λειτουργία του ενεχύρου σε άυλους τίτλους είναι απαραίτητη η ευσύνοπτη επεξήγηση του τρόπου λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) το οποίο αποτελεί ένα μηχανογραφικό - λειτουργικό σύστημα καταχώρισης και παρακολούθησης κινητών αξιών σε λογιστική μορφή και παρακολούθησης των επ' αυτών μεταβολών.¹⁰⁸ Όλοι οι άυλοι τίτλοι που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.) καταχωρούνται υποχρεωτικά στο Σ.Α.Τ. και οι δικαιούχοι τους δεν μπορούν να αποκλίνουν από την εν λόγω υποχρέωση ηλεκτρονικής καταχώρισης τηρώντας για παράδειγμα έγχαρτους τίτλους εκτός λειτουργίας του Σ.Α.Τ. Η δυνατότητα τήρησης έγχαρτων τίτλων αφορά τίτλους μη εισηγμένων και εισηγμένων εταιρειών των οποίων οι δικαιούχοι επιλέγουν την ακινητοποίηση ως τρόπο φύλαξης. Οι δικαιούχοι τίτλων ανηκόντων σε εισηγμένες εταιρείες μπορούν να προβαίνουν στην ακινητοποίηση τους και να καταχωρίζονται στο κεντρικό αποθετήριο τίτλων δυνάμει της νομοθετικής αλλαγής που επήλθε με το νόμο 4569/2018 διότι μέχρι πρότινος η «ακινητοποίηση» τίτλων αποτελούσε δυνατότητα μόνο των μη εισηγμένων εταιρειών.¹⁰⁹

Στο Σ.Α.Τ. προϋπόθεση για την καταχώριση, την παρακολούθηση και τη διενέργεια μεταβολών επί των άυλων τίτλων είναι η δημιουργία «Μερίδων» και «Λογαριασμών» και για καθένα δικαιούχο άυλων τίτλων ανοίγεται και τηρείται μια «Μερίδα». Οι τρεις βασικές Μεριδες που υπάρχουν στο σύστημα άυλων τίτλων (Σ.Α.Τ.) και σχετίζονται με τη ενεχυρίαση άυλων τίτλων είναι η Μεριδα Επενδυτή, η μερίδα Εκδότη και η Μεριδα Μέλους. Οι δικαιούχοι άυλων τίτλων, φυσικά ή νομικά πρόσωπα, που συμμετέχουν στην οργανωμένη αγορά αξιών είναι οι επενδυτές, οι εκδότριες εταιρείες, τα μέλη του Χ.Α., ο Ειδικός Διαπραγματευτής, ο Ειδικός Διαπραγματευτής Μεριδίων Δ.Α.Κ., ο Ειδικός Διαπραγματευτής Σ.Χ.Π., ο Διαχειριστής Συστήματος, ο Χειριστής, ο Πάροχος και ο Διαχειριστής Σ.Α.Τ. Παράλληλα, για λόγους πρακτικής οργάνωσης οι μερίδες περιλαμβάνουν «Λογαριασμούς» στους οποίους τηρούνται οι άυλοι τίτλοι του κάθε δικαιούχου. Στις περισσότερες Μεριδες δικαιούχων τηρούνται ο «Λογαριασμός Αξιών» και ο «Ειδικός Λογαριασμός» που περιλαμβάνουν άυλους τίτλους. Η βασική τους διαφορά έγκειται στο ότι ο Λογαριασμός Αξιών αποτελεί μια ευρύτερη έννοια γιατί αποτελείται από πολλούς λογαριασμούς που διαχειρίζονται επιμέρους Χειριστές, δηλαδή ο Λογαριασμός Αξιών αποτελείται τελικά από επιμέρους «Λογαριασμούς Χειριστών». Τουναντίον ο Ειδικός Λογαριασμός έχει μόνο έναν Χειριστή, το Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων Α.Ε. (Ελ.Κ.Α.Τ.) που είναι ο Διαχειριστής του Σ.Α.Τ. Εάν μπορούσε να αποτυπωθεί με τη μορφή

¹⁰⁸ Βλ. το άρθρο 2 του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ.

¹⁰⁹ Βλ. το άρθρο 8 του νόμου 4569/2018, «...Κινητές αξίες εκδότη μπορεί να κατατίθενται για ακινητοποίηση και να καταχωρίζονται στο κεντρικό αποθετήριο τίτλων σε λογιστική μορφή, σύμφωνα με όσα ειδικότερα προβλέπονται στον Κανονισμό του. 2. Οι κινητές αξίες που ακινητοποιούνται σε κεντρικό αποθετήριο τίτλων παριστάνονται με λογιστικές εγγραφές ή αποθετήρια που εκδίδονται και καταχωρίζονται με λογιστική εγγραφή...».

πίνακα η περιγραφείσα οργάνωση θα προσελάμβανε την κάτωθι μορφή λαμβάνοντας ως παράδειγμα τη Μερίδα που τηρεί ένας Επενδυτή στην οργανωμένη αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών:



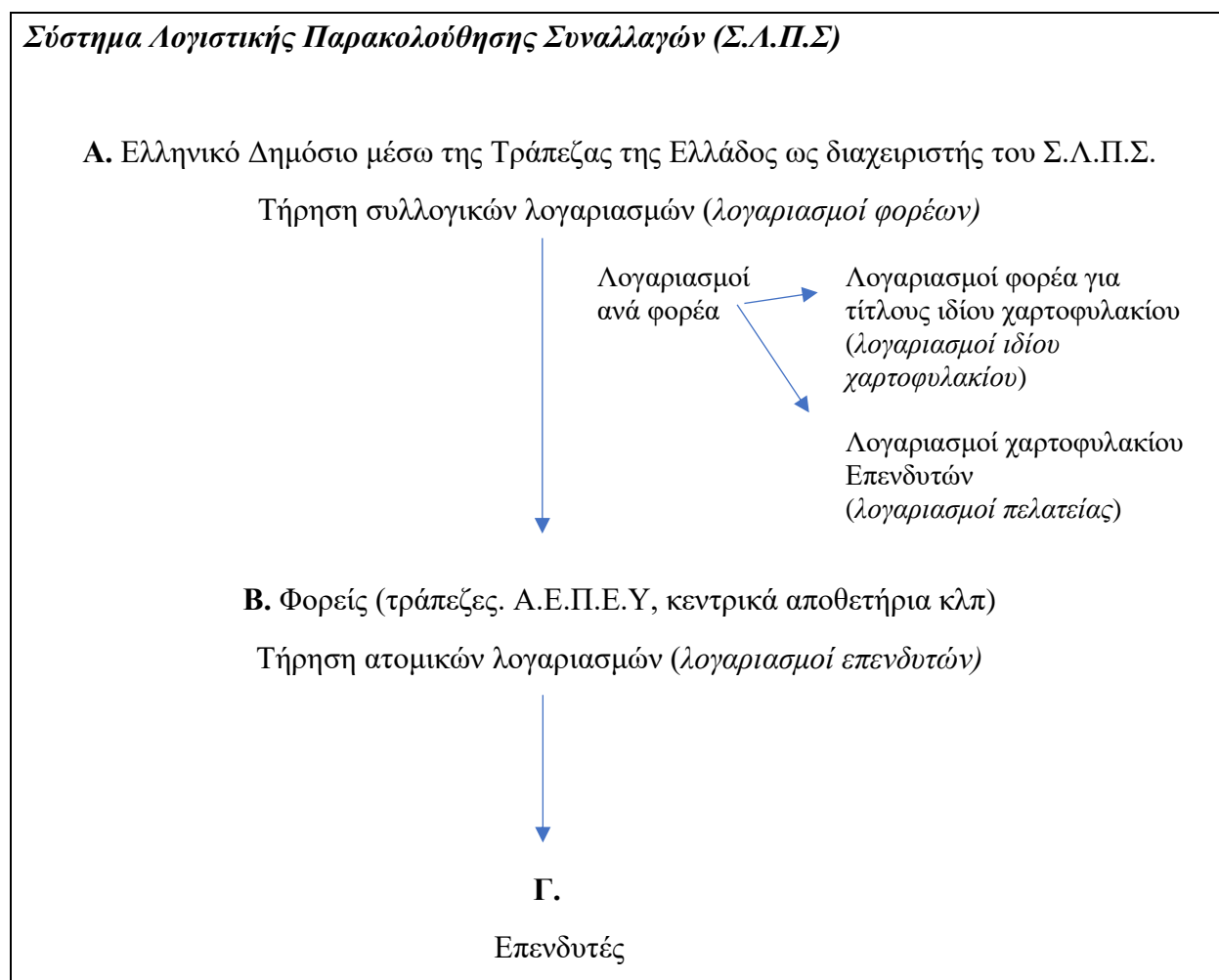
3.4.2 Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (Σ.Λ.Π.Σ.)

Το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (ΣΛΠΣ) με διαχειριστή την Τράπεζα της Ελλάδος αποτελεί το δεύτερο σύστημα διακανονισμού αξιογράφων που λειτουργεί στην Ελλάδα και συστάθηκε με το νόμο 2198/1994. Το άρθρο 5 του νόμου 2198/1994 προέβλεψε τη δημιουργία του Συστήματος και όρισε για πρώτη φορά τη δυνατότητα του Ελληνικού Δημοσίου να δανείζεται χωρίς την έκδοση τίτλων με την παρακολούθηση του δανείου μέσω λογιστικών εγγραφών. Το Ελληνικό Δημόσιο προχώρησε σε αυτήν την πρωτοβουλία λόγω της θεαματικής αύξησης της ζήτησης των δανειακών τίτλων προς το επενδυτικό κοινό σε συνδυασμό με την παρατηρούμενη καθυστέρηση στη διαχείριση των τίτλων και στην εκτύπωση τους καθώς και στο υψηλό κόστος που συνεπαγόταν η εκτύπωση τους. Παράλληλα, αποτέλεσε και μια προσπάθεια εκσυγχρονισμού των συναλλαγών που απαιτούν ταχύτητα στη διεκπεραίωση και την άμεση ενημέρωση των λογαριασμών των συμμετεχόντων φορέων. Με την ξαφνική εισαγωγή του Συστήματος Λογιστικής Παρακολούθησης προς αποφυγή του αιφνιδιασμού και για την καταπολέμηση της δυσπιστίας του επενδυτικού κοινού διατηρήθηκε η δυνατότητα της υλικής αποτύπωσης των συναλλαγών με την έκδοση τίτλων σε φυσική μορφή.¹¹⁰

Η μορφή του Συστήματος (ΣΛΠΣ) έχει τη δομή πυραμίδας στην κορυφή της οποίας τοποθετείται το Ελληνικό Δημόσιο που επιδιώκει το δημόσιο δανεισμό με την έκδοση ομολόγων σε φυσική ή άυλη μορφή. Ακολουθεί η Τράπεζα της Ελλάδος που είναι ο διαχειριστής του Συστήματος και ο «εντολοδόχος» του Δημοσίου που εκφράζει τη βούληση του. Η Τράπεζα της Ελλάδος πραγματοποιεί τη συναλλακτική επαφή μεταξύ του Δημοσίου με τους επιμέρους

¹¹⁰ Για περισσότερες πληροφορίες βλ. την αιτιολογική έκθεση και τις διατάξεις του νόμου 2198/1994

αδειοδοτημένους φορείς. Στο Σύστημα (ΣΛΠΣ) τηρούνται οι *λογαριασμοί των φορέων* που είναι συλλογικοί λογαριασμοί στους οποίους καταχωρούνται οι τίτλοι μαζικά χωρίς τη δυνατότητα εξατομίκευσης του τελικού δικαιούχου – επενδυτή. Οι φορείς, οι οποίοι είναι νομικά ή φυσικά πρόσωπα είναι κατά κύριο λόγο τραπεζικά ιδρύματα που έρχονται σε επαφή με τους δικαιούχους – επενδυτές και τηρούν τους *λογαριασμούς των επενδυτών*. Οι λογαριασμοί των επενδυτών είναι ατομικοί λογαριασμοί στους οποίους αποτυπώνεται με ακρίβεια ο αριθμός των άυλων τίτλων που τηρεί ο εκάστοτε επενδυτής.¹¹¹ Αξιοσημείωτο είναι ότι η ενεχυρίαση των τίτλων λαμβάνει χώρα σε ξεχωριστό λογαριασμό ενεχύρου ο οποίος μπορεί να τηρείται στο Σύστημα ή στον Φορέα. Εάν θέλαμε να αποτυπώσουμε σχηματικά την εν λόγω δομή των εμπλεκόμενων μερών στο σύστημα δανεισμού τίτλων του Δημοσίου θα είχε την εξής μορφή:



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΣΤΑΣΗ ΕΝΕΧΥΡΟΥ

¹¹¹ Βλ. Κ. Χριστοδούλου, *Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου*, εκδ. 2008, σ. 126-127

4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η αποϋλοποίηση των τίτλων έχει ως συνέπεια η ενεχυρίαση να λαμβάνει χώρα με ηλεκτρονικό τρόπο με τη διενέργεια λογιστικής εγγραφής της ένδειξης του ενεχύρου σε λογαριασμό που ευρίσκεται στο μητρώο τήρησης τίτλων και για συγκεκριμένη ποσότητα τίτλων. Αφής στιγμής δεν υφίσταται έγγραφο η *κυριότητα* του ενεχυραστή νοείται σε ασώματο αντικείμενο που έχει καταχωρηθεί λογιστικά σε μητρώο, ενώ η *κατοχή* του φορέα του μητρώου νοείται ως η δυνατότητα διενέργειας χρεοπιστώσεων μεταξύ των διαφόρων λογαριασμών, δηλαδή πίστωσης σε διαφορετικό λογαριασμό με ταυτόχρονη χρέωση του προηγούμενου λογαριασμού.¹¹² Το ενέχυρο συστήνεται συνεπώς σε άυλους τίτλους (ασώματα αντικείμενα) που μεταφέρονται σε ειδικό προς τούτο λογαριασμό και στον οποίο σημειώνεται η ένδειξη του ενεχύρου. Από άποψη τεχνικών διεργασιών που λαμβάνουν χώρα στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.), συγκεκριμένος αριθμός άυλων τίτλων που τηρούνται σε *λογαριασμό αξιών* επενδυτή μεταφέρεται στον *ειδικό λογαριασμό* διότι μόνο σε αυτόν είναι δυνατό να συσταθεί το ενέχυρο και καταχωρείται η ένδειξη του ενεχύρου.

Αξιοσημείωτη είναι, ωστόσο, η μεταβολή που επήλθε με το νόμο 4569/2018 για τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων κλπ ο οποίος εξήγγειλε την κατάργηση του ειδικού λογαριασμού στον οποίο λαμβάνει χώρα η ενεχυρίαση άυλων τίτλων. Μολονότι δηλαδή η διαδικασία ενεχυρίασης περιέχει ως αναγκαίο τεχνικό στάδιο τη μεταφορά των προς ενεχυρίαση τίτλων σε ειδικό προς τούτο λογαριασμό, στον λεγόμενο *ειδικό λογαριασμό*, στο μέλλον προβλέπεται η κατάργηση των ειδικών λογαριασμών που τηρούνται στο Σ.Α.Τ. Επί του παρόντος, βρισκόμεθα σε μεταβατικό στάδιο διότι η κατάργηση των ειδικών λογαριασμών εξαρτάται από την υποχρέωση του διαχειριστή του Σ.Α.Τ. (σήμερα είναι το Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων - ΕΛ.Κ.Α.Τ) να λάβει άδεια κεντρικού αποθετηρίου τίτλων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Συνεπώς, μέχρι να λάβει τη συγκεκριμένη άδεια η ύπαρξη *ειδικών λογαριασμών* στους οποίους λαμβάνει χώρα ενεχυρίαση εξακολουθεί να υφίσταται.¹¹³ Παρόλα αυτά, το Διοικητικό Συμβούλιο της Ανώνυμης Εταιρείας Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) δημοσίευσε την απόφαση 7 με την οποία αποσκοπεί να ρυθμίσει τα τεχνικά και τα διαδικαστικά θέματα για την εφαρμογή των

¹¹² Βλ. ειδικότερα ανάλυση κεφαλαίου 2 για τη νομική φύση των άυλων τίτλων· Βλ επίσης Κ. Ρήγα, Η αποϋλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 2014, σελ.1126 επ., ιδίως, 1127 επ.)· Δ. Τσιμπανούλη, Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι στην τομή εμπραγμάτου και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ, 2009, σελ.351 επ.· τον ίδιο, Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο, 2001, σελ 638 επ., τον ίδιο Επενδυτικά Αξιογράφα σε λογιστική μορφή, ΝοΒ 2008, 823 επ.

¹¹³ Για περισσότερες πληροφορίες βλ. το νόμο 4569/2018 για τα «Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων κλπ» και ιδίως το Κεφάλαιο Ζ' αυτού που περιέχει τις «μεταβατικές, καταργούμενες, τροποποιούμενες και λοιπές διατάξεις». Το άρθρο 29 παρ. 7 ορίζει ειδικά ότι «Υφιστάμενοι, κατά το χρόνο έναρξης ισχύος της αδείας της παραγράφου 1, ειδικοί λογαριασμοί του άρθρου 15 της αριθμ. 3/304/10.6.2004 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς παύουν να τηρούνται στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) από την έναρξη ισχύος της αδείας της παραγράφου 1»

μεταβατικών διατάξεων του άρθρου 29 παρ. 7,8 και 9 του ν. 4569/2018 που προβλέπουν μεταξύ άλλων την κατάργηση των ειδικών λογαριασμών.¹¹⁴

Επίσης ως εισαγωγική παρατήρηση - και όπως προεκτέθηκε αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο - ο ενεχυρούχος δανειστής ενδιαφέρεται για το ενσωματωμένο δικαίωμα που ενέχει οικονομική αξία και ουχί για τους άυλους τίτλους ως ηλεκτρονικές καταχωρίσεις των δικαιωμάτων σε μητρώο. Λόγω όμως της αδυναμίας θεώρησης των άυλων τίτλων ως ενοχικές σχέσεις - δικαιώματα επειδή προέχει ο εμπράγματος τους χαρακτήρας και για όλους τους ανωτέρω αναφερθέντες λόγους, εφαρμόζονται οι διατάξεις ενεχύρου σε πράγμα. Ευθύς αμέσως παρουσιάζεται η διαδικασία σύστασης του ενεχύρου από άποψη ουσιαστικού δικαίου και τεχνικών διαδικασιών που λαμβάνουν χώρα στο Σ.Α.Τ.

4.2 Σύσταση ενεχύρου με βάση τις κοινές διατάξεις

Η σύσταση του ενεχύρου σε άυλους τίτλους πραγματοποιείται συνδυαστικά, αφενός με εφαρμογή των κοινών διατάξεων του αστικού κώδικα (ΑΚ 1211, ΑΚ 1212) και αφετέρου με εφαρμογή των ειδικών διαδικασιών που προβλέπονται στον Κανονισμό Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ.). Η σύσταση ενεχύρου μπορεί να διέπεται επίσης από ειδικότερα νομοθετήματα όπως είναι το νομοθετικό διάταγμα 17.7/13.8.1923 με συμβαλλόμενο συνήθως από την πλευρά του ενεχυρούχου δανειστή κάποιο τραπεζικό ίδρυμα,¹¹⁵ το νόμο 3301/2004 για τη χρηματοοικονομική ασφάλεια κ.α. Η παρούσα μελέτη περιορίζεται στην εξέταση του ενεχύρου με βάση τις γενικές διατάξεις ενεχυρίασης που προβλέπονται στον Αστικό Κώδικα. Περαιτέρω δε ο Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ. προβλέπει στα άρθρα 45 «*Δέσμευση Αξιών λόγω...σύστασης βάρους επί αυτών*» και 48 «*Καταχώρηση σύστασης ενεχύρου επί αξιών*» τις ειδικότερες προϋποθέσεις για τη σύσταση ενεχύρου επί άυλων τίτλων. Το άρθρο 45 εκφράζει ευρύτερο νόημα διότι αφορά στη δέσμευση των τίτλων με πρόθεση εξωχρηματιστηριακής μεταβίβασης τους ή με πρόθεση σύστασης βάρους σε αυτούς που μπορεί να συνίσταται σε ενέχυρο ή επικαρπία. Από την άλλη πλευρά, το άρθρο 48 αφορά αποκλειστικά στο ενέχυρο και τη διαδικασία που ακολουθείται στο Σ.Α.Τ. για τη σύσταση ενεχύρου σε άυλους τίτλους. Οι προϋποθέσεις και οι ακολουθούμενες διαδικασίες που πρέπει να πληρούνται για τη σύσταση ενεχύρου επί άυλων τίτλων περιγράφονται κατωτέρω.

¹¹⁴ Για περισσότερες πληροφορίες βλ. την απόφαση 7 του Δ.Σ. του ΕΛ.Κ.Α.Τ για τα «*τεχνικά και διαδικαστικά θέματα για την εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 29 παρ. 7,8 και 9 του ν. 4569/2018*»

¹¹⁵ Για περαιτέρω πληροφορίες σχετικά με την ενεχυρίαση που λαμβάνει χώρα σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.δ. 17.7/13.8.1923 βλ. *Π. Μάζη*, Εμπράγματο Εξασφάλιση Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών – Σύμφωνα με το Ν.Δ. της 17.7./13.8.1923 «*περί ειδικών διατάξεων επί ανωνύμων εταιρειών και την υπόλοιπη σχετική ειδική νομοθεσία*» εκδ. β', 1993, passim

4.2.1 Σύμβαση ενεχύρου

Η σύσταση του κοινού ενεχύρου λαμβάνει χώρα *i.* με τη συμφωνία των μερών για τη σύσταση ενεχύρου (ΑΚ 1211 εδ.α') η οποία μπορεί να γίνει με ιδιωτικό έγγραφο βέβαιης χρονολογίας ή με συμβολαιογραφικό έγγραφο (ΑΚ1211 εδ. α') και *ii.* την παράδοση του πράγματος στον ενεχυρούχο δανειστή (ΑΚ1211 εδ. α') ή την παράδοση του σε τρίτο θεματοφύλακα με κοινή συμφωνία των μερών (ΑΚ 1212). Σε περίπτωση παράδοσης του πράγματος προς φύλαξη σε τρίτο η κατοχή ανήκει στον τρίτο και η νομή ασκείται από τον ενεχυραστή δια μέσω του τρίτου.(ΑΚ 980 εδ. α'). Για να λάβει χώρα σύσταση ενεχύρου πρέπει η κυριότητα του πράγματος να ανήκει στον ενεχυραστή γιατί ενεχυρίαση ξένου πράγματος δεν είναι δυνατή λόγω του σοβαρού περιορισμού του δικαιώματος κυριότητας που επέρχεται. Αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι στη σύσταση ενεχύρου τυγχάνει εφαρμογής ο κανόνας ΑΚ 1036 περί καλόπιστης κτήσης κινητού παρά μη κύριο και άρα κατ' αναλογία είναι δυνατή η καλόπιστη ενεχυρίαση πράγματος από μη κύριο εάν ο ενεχυρούχος δανειστής είναι καλόπιστος κατά την κτήση του δικαιώματος ενεχύρου.

Οι προαναφερθέντες κανόνες δικαίου αφορούν στην περίπτωση που αντικείμενο ενεχύρου είναι κινητό πράγμα. Τυγχάνουν δε εφαρμογής στο υπό εξέταση ζήτημα της ενεχυρίασης άυλων τίτλων λόγω της εμπράγματης φύσης τους και της θεώρησης τους ως πράγματα υπό τελλολογική διαστολή της έννοιας.¹¹⁶ Ως εκ τούτου, η σύμβαση ενεχύρου με αντικείμενο άυλους τίτλους θα ακολουθήσει τους κανόνες σύστασης ενεχύρου με αντικείμενο κινητό πράγμα. Θα συναφθεί δηλαδή μεταξύ των μερών σύμβαση ενεχύρου σε άυλους τίτλους/κινητές αξίες κλπ που θα περιβληθεί είτε τον τύπο του ιδιωτικού εγγράφου με βέβαιη χρονολογία, είτε του συμβολαιογραφικού εγγράφου και θα επιδοθεί στο μητρώο τήρησης τίτλων προς γνώση του και για τις νόμιμες συνέπειες. Η επελθούσα αποϋλοποίηση έχει ως συνέπεια να νοείται ενεχυρίαση τίτλων πάντοτε εις χείρας του τρίτου (Σ.Α.Τ.) ως θεματοφύλακας που έχει επίσης εξοπλιστεί με εξουσίες διαχείρισης των τίτλων.

4.2.2 .Εγγραφή δήλωση πρόθεσης σύστασης βάρους επί αξιών - «Λογαριασμός Αξιών» και «Ειδικός Λογαριασμός»

Ο κύριος άυλων τίτλων που επιθυμεί να ενεχυριάσει όλους ή μέρος αυτών πρέπει να ακολουθήσει επίσης τις διαδικασίες που ορίζονται λεπτομερώς στον Κανονισμό Λειτουργίας

¹¹⁶ Για τους λόγους που αναγνωρίζεται η εμπράγματη φύση των άυλων τίτλων βλ ανωτέρω στα υπό 2 και 3 κεφάλαια σχετικά με τη νομική φύση των άυλων τίτλων και τη νομική φύση του ενεχύρου επί άυλων τίτλων Βλ. επίσης την πολύ πρόσφατη νομοθετική ρύθμιση που επήλθε με το νόμο 4569/2018 στην αιτιολογική έκθεση του οποίου ο νομοθέτης τοποθετείται ευθέως περί της «εμπράγματης φυσιογνωμίας που το δίκαιο έχει αποδώσει στους άυλους τίτλους (όπως, άρθρα 42 παρ. 3, 43 παρ. 2, 46 παρ. 2, 49 του ν. 2396/1996, 991Α ΚΠολΔ) αλλά και τις ειδικότερες εταιρικές προεκτάσεις της λειτουργίας τους (άρθρο 8β παρ. 7 κ.ν. 2190/1920)».

Σ.Α.Τ. Ειδικότερα, πρέπει να υποβάλλει *έγγραφο δήλωση σύστασης ενεχύρου* στο Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛ.Κ.Α.Τ ή ATHEXCSD) υπό την ιδιότητα του ως διαχειριστή του Σ.Α.Τ. Η δήλωση υποβάλλεται είτε απευθείας στο ΕΛ.Κ.Α.Τ εάν οι τίτλοι τηρούνται στον «*Ειδικό Λογαριασμό*», είτε στον αρμόδιο Χειριστή που διαχειρίζεται το Λογαριασμό Χειριστή εάν τηρούνται στο «*Λογαριασμό Αξιών*». Άρα το κριτήριο για την ορθή υποβολή της δήλωσης εξαρτάται από το φορέα που διαχειρίζεται τους τίτλους, αλλά σε κάθε περίπτωση για να πραγματοποιηθεί η ενεχυρίαση πρέπει να είναι ήδη καταχωρημένοι ή να καταχωρισθούν στον «*Ειδικό Λογαριασμό*». Ως εκ τούτου εάν τηρούνται ήδη στον Ειδικό Λογαριασμό το ΕΛ.Κ.Α.Τ (ως αρμόδιος διαχειριστής) παραλαμβάνει την *έγγραφο δήλωση* και προχωρά αμέσως στη δέσμευση τους. Στον αντίποδα, εάν είναι καταχωρημένοι στο Λογαριασμό Αξιών, ο Χειριστής του συγκεκριμένου Λογαριασμού Χειριστή (ως αρμόδιος διαχειριστής) παραλαμβάνει την *έγγραφο δήλωση* και προχωρά στη δέσμευση και τη μεταφορά τους στον Ειδικό Λογαριασμό.

Η δήλωση του δικαιούχου των τίτλων για τη σύσταση ενεχύρου που απευθύνεται προς το Χειριστή του Λογαριασμού Χειριστή πρέπει να αναφέρει *i.* το πρόσωπο υπέρ του οποίου πρόκειται να συσταθεί το βάρος (εν προκειμένω τον ενεχυρούχο δανειστή), *ii.* το χρονικό διάστημα της δέσμευσης των αξιών που δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερο των 30 ημερών από την ημέρα της δήλωσης και *iii.* το λογαριασμό στον οποίο θα μεταφερθούν οι αξίες μετά την ανάκληση της δήλωσης εάν τυχόν ανακληθεί, ή μετά τη λήξη της ημερομηνίας δέσμευσης των τίτλων. Παρατηρείται από τη γραμματική ερμηνεία του άρθρου 45 του Κανονισμού Σ.Α.Τ. ότι το αναγκαίο περιεχόμενο της δήλωσης αφορά μόνο στην περίπτωση που η δήλωση απευθύνεται προς τον Χειριστή του Λογαριασμού Χειριστή. Ωστόσο, θα πρέπει να γίνει ερμηνευτικά δεκτό ότι η δήλωση έχει το ίδιο περιεχόμενο στην περίπτωση που υποβάλλεται απευθείας στο ΕΛ.Κ.Α.Τ¹¹⁷ για όσους τίτλους διαχειρίζεται το τελευταίο.

Τα ειδικότερα σχετικά με την πρόθεση σύστασης βάρους προβλέπονται στο νόμο 2396/1996 στον οποίο εμπεριέχονται ρυθμίσεις μόνο για τις άυλες μετοχές, αλλά ο Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ. παραπέμπει σε αυτόν και συγκεκριμένα στο άρθρο 48 για να ρυθμίσει γενικά τη σύσταση βάρους επί άυλων τίτλων ανεξάρτητα αν πρόκειται για μετοχές ή όχι. Έτσι, το άρθρο 48 του νόμου 2396/1996 φαίνεται ότι λειτουργεί συμπληρωματικά προς τον Κανονισμό Σ.Α.Τ. που ρυθμίζει συνολικά τους άυλους τίτλους του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Σε συνέχεια των ανωτέρω, είναι αξιοσημείωτη η νομοθετική εξαγγελία περί πλήρους κατάργησης του Ειδικού Λογαριασμού η οποία προβλέπεται στο άρθρο 29 του νόμου 4569/2018 σχετικά με τα «Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων» και δυνάμει του συγκεκριμένου νόμου έχει ήδη

¹¹⁷ Η ανώνυμη εταιρεία Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛ.Κ.Α.Τ) είναι διαχειριστής του ΣΑ.Τ. και διαχειριστής των ειδικών λογαριασμών στους οποίους είναι καταχωρημένοι άυλοι τίτλοι.

δημοσιευθεί η απόφαση 7 του Ελ.Κ.Α.Τ. η οποία ρυθμίζει τα τεχνικά και διαδικαστικά θέματα για την κατάργηση του ειδικού λογαριασμού και τη μεταφορά σε άλλους λογαριασμούς όσων κινητών αξιών βρίσκονται καταχωρημένες εκεί.¹¹⁸ Αξιοσημείωτη είναι επίσης η νομοθετική εξαγγελία περί καταργήσεως του μεγαλύτερου μέρους του νόμου 2396/1996 και ιδίως του τμήματος που αναφέρεται στην ενεχυρίαση άυλων μετοχών που προβλέπεται στον ίδιο νόμο (Ν. 4569/2018).¹¹⁹

4.2.3 Δέσμευση τίτλων

Αφής στιγμής υποβληθεί η δήλωση σύστασης βάρους – ενεχύρου -στο ΕΛ.Κ.Α.Τ. η σύσταση του ενεχύρου πρέπει να πραγματοποιηθεί εντός των επόμενων 30 ημερών από την υποβολή της δήλωσης. Οι άυλοι τίτλοι παραμένουν δεσμευμένοι το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και ουδεμία συμβατική τους διάθεση μπορεί να πραγματοποιηθεί.¹²⁰ Ο δικαιολογητικός λόγος της απαγόρευσης διάθεσης των τίτλων είναι το γεγονός ότι μεσολαβεί κάποιος χρόνος μεταξύ της στιγμής που θα εκδηλωθεί η πρόθεση σύστασης βάρους μέχρι τη στιγμή που πράγματι θα συσταθεί με τη σύναψη σύμβασης μεταξύ των μερών και ο νομοθέτης επιθυμεί να διασφαλίσει ότι ο κύριος των τίτλων θα τους διατηρήσει στην κυριότητα του και δεν θα έχει προλάβει να τους μεταβιβάσει ή ενεχυριάσει περαιτέρω. Το ενέχυρο ειδικότερα αποτελεί παρεπόμενο δικαίωμα που προϋποθέτει τη σύναψη της κύριας σύμβασης πίστωσης, ώστε εάν υποθεθεί ότι κατά τη σύναψη της κύριας σύμβασης πίστωσης έχει ήδη εκλείψει το αντικείμενο της εμπράγματης ασφάλειας (μεταβίβαση των τίτλων ή ενεχυρίαση πρώτης τάξης) ο δανειστής θα εκτίθετο σε κίνδυνο σύναψης της σύμβασης πίστωσης χωρίς την απαιτούμενη εξασφάλιση. Η περίπτωση αυτή, ωστόσο, προϋποθέτει κακοβουλία του οφειλέτη-ενεχυραστή που δεν θα είναι τόσο συχνή στην πράξη.

Σε κάθε περίπτωση, το διάστημα των τριάντα ημερών από τη στιγμή της δέσμευσης των τίτλων μέχρι την ενεχυρίαση τους λειτουργεί προστατευτικά για τον ενεχυρούχο δανειστή από τυχόν μεταβίβαση τους σε κάποιον τρίτο προτού λάβει χώρα η ενεχυρίαση. Το γεγονός ότι οι τίτλοι είναι στην κατοχή του μητρώου αντί στην κατοχή του ενεχυράζοντος καθιστά ευχερέστερες τις μεταβολές επί αυτών χωρίς να λάβει γνώση ο ενεχυρούχος δανειστής με αποτέλεσμα είτε την αδυναμία σύστασης ενεχύρου γιατί οι τίτλοι μεταβιβάστηκαν ήδη σε νέο δικαιούχο είτε γιατί ενεχυριάστηκαν σε δανειστή που αποκτά ενέχυρο πρώτης τάξεως. Στην περίπτωση αυτή το

¹¹⁸ Βλ. εισαγωγικές παρατηρήσεις του παρόντος (4^{ου}) κεφαλαίου σχετικά με τις νομοθετικές αλλαγές που επήλθαν με το νόμο 4569/2018.

¹¹⁹ Στο άρθρο 29 «μεταβατικές και καταργούμενες διατάξεις» του νόμου 4569/2018 ορίζεται η προσεχής κατάργηση μεγάλου μέρους διατάξεων του νόμου 2396/1996 που ρυθμίζουν τα σχετικά με την ενεχυρίαση μετοχών, ιδίως η κατάργηση των άρθρων 41, 42, 43, 44, 44α, 45, 46, 47, 48, 49, 51, 52, 54, 55, 56, οι παράγραφοι 1 και 2 του άρθρου 57 και το άρθρο 58 του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ Α' 73)

¹²⁰ Η περίοδος δέσμευσης των τίτλων και οι έννομες συνέπειες της ρυθμίζονται από τα άρθρα 45 και 48 του Κανονισμού Σ.Α.Τ του νόμου 2396/1996 περί άυλων μετοχών τα οποία εφαρμόζονται συμπληρωματικά για τους άυλους τίτλους

πρόσωπο που είχε εκδηλώσει πρώτο ενδιαφέρον να συστήσει ενέχυρο επί των τίτλων θα αποκτούσε το ενέχυρο βεβαρημένο από την σύσταση που τελικά θα λάμβανε χώρα πρώτη βάσει της αρχής της χρονικής προτεραιότητας. Στο κλασσικό δίκαιο των αξιογράφων ο κίνδυνος αυτός αντισταθμίζεται από την παράδοση του ενεχυριασμένου πράγματος στην κατοχή και οιονεί νομή του ενεχυρούχου δανειστή και έτσι κάθε νέος δανειστή μπορεί να γνωρίζει ότι το πράγμα είναι ενεχυριασμένο. Στην περίπτωση των άυλων τίτλων που η κατοχή των τίτλων ανήκει στο μητρώο, η περίοδος της δέσμευσης λειτουργεί προστατευτικά για τον δανειστή που εκδήλωσε ενδιαφέρον σύστασης ενέχυρου μέχρις ότου ολοκληρωθεί η σύσταση του. Ειδικότερα θέματα που προκύπτουν από την ανώμαλη σχέση των μεταξύ των μερών αναλύονται εκτενώς κατωτέρω σε επόμενο κεφάλαιο.

Παρά την απαγόρευση συμβατικής διάθεσης των δεσμευμένων τίτλων κατά το χρονικό διάστημα των 30 ημερών που δίνεται εκ του νόμου για τη σύσταση του βάρους περαιτέρω συμβατική διάθεση μπορεί να γίνει μόνο σε δύο περιπτώσεις, *i)* εάν τούτο επιτρέπεται επειδή προβλέπεται στη δήλωση σύστασης ενέχυρου και *ii)* εάν ανακληθεί η δήλωση εγγράφως με τη συναίνεση του κατονομαζόμενου προσώπου. Στην πρώτη περίπτωση η δήλωση μπορεί να προβλέπει τη δυνατότητα συμβατικής διάθεσης όλων ή ορισμένων δεσμευμένων τίτλων σύμφωνα με τη συμβατική ελευθερία που διέπει το ενοχικό δίκαιο. Η διαμόρφωση του περιεχομένου της δήλωσης αποτελεί ενδοτικό δίκαιο και ανταποκρίνεται στους κανόνες της ελευθερίας των συμβάσεων. Στη δεύτερη περίπτωση, *«ο δικαιούχος μπορεί να ανακαλέσει εν όλω ή εν μέρει τη δήλωση σύστασης ενέχυρου κατά τον ίδιο τρόπο που την υπέβαλε, εφόσον στο έγγραφο της ανάκλησης διατυπώνεται η συναίνεση του κατονομαζόμενου προσώπου»*.¹²¹ Η ανάκληση της δήλωσης ερμηνεύεται υπό το φως των διατάξεων του αστικού δικαίου για τη δήλωση βουλήσεως που απευθύνεται σε άλλον (ΑΚ 167επ.). Ο δικαιούχος άυλων τίτλων μπορεί να ανακαλέσει την έγγραφη δήλωση του για τη σύσταση ενέχυρου όσο ακόμα εκκρεμεί η σύσταση του βάρους δηλαδή εντός του χρονικού διαστήματος των 30 ημερών. Για την εγκυρότητα της ανάκλησης της δήλωσης απαιτείται να πληρούνται επιπλέον τρεις προϋποθέσεις: *i)* η ανάκληση να γίνει εγγράφως ως συστατικός τύπος, *ii)* να απευθύνεται στο Ελ.Κ.Α.Τ και *iii)* να συναινέσει επί του εγγράφου το κατονομαζόμενο πρόσωπο υπέρ του οποίου ήθελε συσταθεί το βάρος. Οι συγκεκριμένες προϋποθέσεις συνάδουν με τη φύση της συγκεκριμένης δήλωσης ανάκλησης ως δήλωση βουλήσεως. Αφής στιγμής η δήλωση έχει νομική ενέργεια τη στιγμή που περιέρχεται στη σφαίρα του μητρώου κατά το άρθρο ΑΚ 167, καθ' όμοιο τρόπο πρέπει να περιέλθει στη σφαίρα του μητρώου η ανάκληση της. Επίσης, κατά παρέκκλιση της αρχής του ατύπου των δικαιοπραξιών τόσο η δήλωση σύστασης βάρους, όσο και η ανάκληση αυτής περιβάλλονται τον έγγραφο τύπο,

¹²¹ Βλ. ειδικότερα την παράγραφο 3 του άρθρου 45 του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ.

ως συστατικό τύπο της δικαιοπραξίας. Η δήλωση ενεργεί έναντι πάντων. Στην περίπτωση που η ανάκληση της δήλωσης συντελεσθεί μετά το πέρας των 30 ημερών θα είναι άνευ νομικής σημασίας γιατί οι άυλοι τίτλοι είτε θα έχουν επιβαρυνθεί με ενέχυρο και τότε η απόσβεση του ενεχύρου θα μπορεί να επέλθει με την ικανοποίηση της ασφαλιζόμενης απαίτησης ή με τους λοιπούς τρόπους που προβλέπονται στο νόμο, είτε θα έχουν αποδεσμευθεί με την άπρακτη παρέλευση του χρονικού διαστήματος δέσμευσης των 30 ημερών για την σύσταση του ενεχύρου.

Στο επόμενο στάδιο σύμφωνα με το άρθρο 45 παρ. 2 του Κανονισμού Σ.Α.Τ. *«η δέσμευση διενεργείται μόνο για τις αξίες ή τα δικαιώματα, που αναφέρονται στην έγγραφη δήλωση του δικαιούχου»*. Η δέσμευση των άυλων τίτλων υπόκειται στην αρχή της ειδικότητας που διέπει όλα τα εμπράγματα δικαιώματα όπως είναι το ενέχυρο και αποτελείται από δύο μορφές, την ειδικότητα ως προς το αντικείμενο του ενεχύρου το οποίο πρέπει να ορίζεται με ακρίβεια και αφετέρου την ειδικότητα ως προς την ασφαλιζόμενη απαίτηση η οποία πρέπει να προσδιορίζεται με σαφήνεια, χωρίς ωστόσο να απαιτείται να προσδιορίζεται το ύψος της απαίτησης. Σύμφωνα με το άρθρο 1218 ΑΚ το ενέχυρο *«ασφαλίζει την απαίτηση σε όλη της την έκταση»* και εξ αυτού του λόγου δεν απαιτείται να αναφέρεται στη συμφωνία των μερών το ύψος της απαίτησης¹²². Αξιοσημείωτο είναι ότι η αρχή της ειδικότητας ισχύει και στο στάδιο της δέσμευσης των άυλων τίτλων που αποτελεί προκαταρκτικό στάδιο που προηγείται της σύστασης του ενεχύρου. Ως εκ τούτου η «δέσμευση» αποτελεί μια μονομερή δήλωση βουλήσεως που επιφέρει έννομα αποτελέσματα, ήτοι μια δικαιοπραξία, που ανάγεται σε αναγκαίο προστάδιο για τη μετέπειτα σύσταση ενεχύρου. Αφής στιγμής το ενέχυρο θα πρέπει να αφορά συγκεκριμένους άυλους τίτλους βάσει της αρχής της ειδικότητας καθ' όμοιο τρόπο η δέσμευση που λαμβάνει χώρα πριν τη σύσταση ενεχύρου διέπεται από τη αρχή της ειδικότητας και επιβάλλει το σαφή προσδιορισμό των προς ενεχυρίαση τίτλων.

Σύμφωνα δε με το άρθρο 45 *«...η δέσμευση δεν επεκτείνεται σε νέες αξίες ή δικαιώματα, που τυχόν προκύπτουν από τις ήδη δεσμευμένες (ενν. αξίες ή δικαιώματα). Σε περίπτωση μείωσης του αριθμού των μετοχών διά της συνενώσεως περισσότερων μετοχών σε μία (περίπτωση reverse split), οι δεσμευμένες στον Ειδικό Λογαριασμό αξίες μπορούν να υποστούν ανάλογη μείωση»*. Η μη επέκταση του ενεχύρου σε νέους άυλους τίτλους πέραν των ήδη δεσμευμένων είναι απόρροια της αρχής της ειδικότητας που εφαρμόζεται και κατά το στάδιο της δέσμευσης. Η ποσότητα των δεσμευμένων τίτλων είναι συγκεκριμένη και πρέπει να προσδιορίζεται με σαφήνεια γιατί αποβλέπει κυρίως στην προστασία του ενεχυραστή που κινδυνεύει να καταστήσει υπέγγυο μεγαλύτερο μέρος της περιουσίας του από το αρχικώς συμφωνηθέν. Συναφές είναι, ωστόσο, το ζήτημα της επέκτασης του ενεχύρου σε νέους τίτλους που τυχόν εκδοθούν από την ανώνυμη εταιρεία. Η επέκταση ή μη του ενεχύρου σε νέους τίτλους αποτελεί ζήτημα ενδοτικού δικαίου το

¹²² Πρβλ. Λιακόπουλο, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, άρθρο 1218, 3, σελ.306· Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. β', 2008, σελ. 374-375· Φ.Δωρή, Εμπράγματοι ασφάλεια, 1986, σελ.119

οποίο μπορεί να ρυθμίζεται από τη συμφωνία των μερών στη σύμβαση ενεχύρου και δευτερευόντως από κανόνες που έχουν διαπλασθεί νομολογιακά¹²³ Τουναντίον, η δέσμευση των τίτλων που πρόκειται να ενεχυριασθούν είναι αποτέλεσμα μιας μονομερούς δικαιοπραξίας της δήλωσης σύστασης ενεχύρου εκ μέρους του ενεχυραστή και θεωρείται τελικώς ορθότερο κατά την περίοδο της δέσμευσης το αντικείμενο του μελλοντικού ενεχύρου να παραμένει σταθερό, εκτός αν προβλέπει ρητά ο ενεχυραστής στη δήλωση του το αντίθετο.

Σύμφωνα με το άρθρο 45 παρ. 2 του Κανονισμού Σ.Α.Τ. «*η δέσμευση διενεργείται... αποκλειστικά για τον αναφερόμενο σε αυτήν σκοπό*». Η δέσμευση των άυλων τίτλων πραγματοποιείται για τον αποκλειστικό σκοπό της μετέπειτα ενεχυρίασης των άυλων τίτλων που λαμβάνει χώρα εντός των 30 ημερών του διαστήματος της δέσμευσης. Η αρχή του σκοπού δικαιολογείται από το ότι η δέσμευση διενεργείται με δικαιολογητικό σκοπό τη σύσταση του ενεχύρου. Περαιτέρω δε σύμφωνα με το άρθρο 45 παρ. 4 του Κανονισμού Σ.Α.Τ. «*ο δηλών δικαιούχος δύναται μετά από σχετικό αίτημά του να λάβει βεβαίωση δέσμευσης των αξιών. Η βεβαίωση αυτή περιέχει, πέραν των στοιχείων της παρ. 4 του άρθρου 51, και τον αριθμό των αξιών ή δικαιωμάτων που δέσμευσε ο δηλών δικαιούχος*».

4.2.4 Καταχώριση σύστασης ενεχύρου

Αφής υποβληθεί η δήλωση σύστασης ενεχύρου από τον δικαιούχο των τίτλων και δεσμευτούν οι τίτλοι από το μητρώο (ΕΛ.Κ.Α.Τ) επέρχεται το στάδιο της καταχώρισης του ενεχύρου. Η διαδικασία που λαμβάνει χώρα στο Σ.Α.Τ. είναι η ακόλουθη: Ο ενεχυραστής δίνει εντολή στο πρόσωπο που χειρίζεται τους άυλους τίτλους που προορίζονται για ενεχυρίαση, δηλαδή στο Χειριστή του Λογαριασμού Χειριστή, να μεταφέρει τους άυλους τίτλους στον Ειδικό Λογαριασμό. Εξάλλου η ενεχυρίαση λαμβάνει χώρα μόνο εφόσον οι προς ενεχυρίαση τίτλοι είναι καταχωρημένοι στο Ειδικό λογαριασμό για αυτό σε περίπτωση που είναι ήδη καταχωρημένοι εκεί δεν απαιτείται να γίνει κάποια περαιτέρω ενέργεια για τη μεταφορά τους. Μόλις οι άυλοι τίτλοι μεταφερθούν ή εφόσον βρίσκονται ήδη καταχωρημένοι στον Ειδικό Λογαριασμό υποβάλλεται στο μητρώο (ΕΛ.Κ.Α.Τ) η σύμβαση ενεχύρου που έχει συναφθεί μεταξύ του ενεχυραστή και του ενεχυρούχου δανειστή με βάση τις γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου ή ειδικότερων νομοθετημάτων (ν.δ. 17.7/13.8.1923, Ν. 3301/2004). Η διαδικασία ηλεκτρονικής καταχώρισης στον ειδικό λογαριασμό πραγματοποιείται παράλληλα με την επίδοση της σύμβασης ενεχύρου στο Χρηματιστήριο Αθηνών, το οποίο δεν μπορεί να προχωρήσει τις ηλεκτρονικές καταχωρίσεις χωρίς να λάβει γνώση του περιεχομένου της σύμβασης ενεχύρου.

¹²³ Βλ. κατωτέρω κεφάλαιο 5

Περαιτέρω, υποβάλλεται στο μητρώο (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) η αίτηση καταχώρισης ενεχύρου την οποία υπογράφουν αμφότερα τα μέρη βάσει ειδικού εντύπου που υπάρχει και διατίθεται στα μέρη. Το αναγκαίο περιεχόμενο της αίτησης σύμφωνα με το άρθρο 48 του Κανονισμού Σ.Α.Τ. είναι το ακόλουθο. Περιλαμβάνει «i. τα στοιχεία αναγνώρισης των συμβαλλομένων (συμπεριλαμβανομένων και των Κωδικών Αριθμών Μεριδας Επενδυτή τους), ii. την περίληψη του περιεχομένου της σύμβασης του ενεχύρου. iii. τον αριθμό της δήλωσης πρόθεσης σύστασης βάρους, σε περίπτωση που έχει προηγηθεί τέτοια δήλωση. Στην περίπτωση αυτή, το Κ.Α.Α προβαίνει στην καταχώρηση του ενεχύρου, εφόσον διαπιστώσει την πλήρη ταύτιση των στοιχείων του κατονομαζόμενου στη δήλωση ως μελλοντικού ενεχυρούχου δανειστή με τα στοιχεία του ενεχυρούχου δανειστή, όπως αυτά αναγράφονται στην υποβληθείσα αίτηση καταχώρισης ενεχύρου».

Με τη μεταφορά των προς ενεχυρίαση άυλων τίτλων στον Ειδικό Λογαριασμό και την υποβολή των απαιτούμενων εγγράφων στο μητρώο (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) εισάγεται η ένδειξη ενεχύρου και ολοκληρώνεται η σύσταση του ενεχύρου η οποία ισχύει erga omnes. Η ισχύς της ενεχυρίασης έναντι πάντων είναι απόρροια του εμπράγματος δικαιώματος ενεχύρου το οποίο παρέχει στον ενεχυρούχο δανειστή απόλυτη εξουσία ως οιονεί νομέας (διάνοια δικαιούχου) επί άυλων τίτλων αλλά και στην εμπράγματη φύση του αντικειμένου του ενεχύρου (δηλαδή των άυλων τίτλων). Αποτελεί εξάλλου επιχείρημα της μερίδας της θεωρίας που υποστηρίζει τον εμπράγματο χαρακτήρα των άυλων τίτλων ότι κατ' αυτόν τον τρόπο οι τίτλοι παρέχουν απόλυτη προστασία στον δικαιούχο τους άποψη η οποία προκρίνεται ως ορθότερη. Αντιθέτως, η θεώρηση τους ως ενοχικά δικαιώματα (ασώματα δικαιώματα αξίας) οδηγεί στο συμπέρασμα ότι παρέχουν σχετική προστασία, μόνο μεταξύ των συμβαλλομένων μερών.

4.3 Σύνοψη διαδικασίας

Η σύσταση ενεχύρου επί άυλων τίτλων παρουσιάζει την ιδιαιτερότητα της μεσολάβησης του φορέα του μητρώου (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) που λειτουργεί ως θεματοφύλακας και διαχειριστής των τίτλων με αποτέλεσμα τη διενέργεια διαφόρων διαδικασιών μέσω ηλεκτρονικών καταχωρίσεων. Η προπεριγραφείσα διαδικασία θα μπορούσε να καταγραφεί συνοπτικά ως εξής:

i. **Σύμβαση σύστασης ενεχύρου:** Τα ενδιαφερόμενα μέρη συνάπτουν τη σύμβαση ενεχύρου για ορισμένη ποσότητα άυλων τίτλων, για παράδειγμα σε 300 άυλες μετοχές ονομαστικής αξίας 1 ευρώ η καθεμία. Οι άυλοι τίτλοι ανήκουν κατά κυριότητα στον ενεχυραστή και βρίσκονται στην κατοχή του μητρώου (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) με τη μορφή της ηλεκτρονικής καταχώρισης. Τη νομή ασκεί ο ενεχυραστής δια μέσω του μητρώου ως τρίτου κατ' άρθρο 980 ΑΚ (άσκηση νομής μέσω άλλου).

ii. **Δήλωση σύστασης ενεχύρου:** Ο κύριος των τίτλων (που είναι παράλληλα δικαιούχος των ενσωματωμένων δικαιωμάτων) υποβάλλει τη δήλωση σύστασης ενεχύρου που αποτελεί μια μονομερή δικαιοπραξία.

iii. **Μεταφορά στον Ειδικό Λογαριασμό:** Οι άυλοι τίτλοι μεταφέρονται με πρωτοβουλία του κυρίου τους και με τη μεσολάβηση του Χειριστή του Λογαριασμού Χειριστή στον Ειδικό Λογαριασμό στον οποίο πραγματοποιείται η ενεχυρίαση.¹²⁴

iv. **Δέσμευση των τίτλων:** Το μητρώο (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) προχωρεί στη δέσμευση των άυλων τίτλων για χρονικό διάστημα 30 ημερών το οποίο ξεκινάει από την ημέρα υποβολής της δήλωσης σύστασης ενεχύρου.

v. **Υποβολή της σύμβασης ενεχύρου:** Επιδίδεται στην ανώνυμη εταιρεία με την επωνυμία Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. η συναφθείσα σύμβαση σύστασης ενεχύρου σε άυλους τίτλους με κοινή έγγραφη παραγγελία των μερών.

vi. **Υποβολή της αίτησης καταχώρισης ενεχύρου:** Υποβάλλεται στο μητρώο (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) η αίτηση καταχώρισης του ενεχύρου που έχει υπογραφεί από αμφότερα τα μέρη

v. **Σύσταση ενεχύρου:** Η σύσταση του ενεχύρου ολοκληρώνεται με την ολοκλήρωση των ανωτέρω (i-vi) διαδικασιών.

Η νομολογία είναι αρκετά περιορισμένη στο ζήτημα της ενεχυρίασης άυλων τίτλων λόγω της ειδικότητας των διαδικασιών που υλοποιούνται από εξουσιοδοτημένα προς τούτο πρόσωπα. Παρόλα αυτά η απόφαση 1769/2010 του Εφετείου Αθηνών αναφέρεται στις διατάξεις που καλούνται σε εφαρμογή καθώς στην διαδικασία που λαμβάνει χώρα επί ενεχυρίασης άυλων μετοχών. *«Επίσης για τη σύσταση ενεχύρου επί άυλων τίτλων εισηγμένων στο ΧΑΑ απαιτείται, όπως προκύπτει από τις διατάξεις του ΑΚ, του άρθρου 65 του «Κανονισμού Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών και Λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων» σε συνδυασμό με το άρθρο 49 παρ. 1 του Ν 2396/1996: α) Κατάρτιση σύμβασης ενεχύρου κατά το ελληνικό δίκαιο μεταξύ οφειλέτη και δανειστή, που να προσδιορίζει την απαίτηση και να εξειδικεύει τις μετοχές επί των οποίων συνιστάται το ενέχυρο σύμφωνα με την αρχή της ειδικότητας, που διέπει το εμπράγματο δίκαιο, β) Εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 49 του Ν 2396/1996 σύμφωνα με τις οποίες, για τη σύσταση του ενεχύρου επί άυλων μετοχών απαιτείται η επίδοση του σχετικού εγγράφου στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ), το οποίο και διαβιβάζει αμελλητί στην εκδότρια εταιρία κάθε έγγραφο συστατικό ενεχύρου επί μετοχών της, καθώς» και των διατάξεων του άρθρου 65 του Κανονισμού Εκκαθάρισης (Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 9820/154/16.3.1999 ΦΕΚ Β` 900) σύμφωνα με*

¹²⁴Πρβλ. ωστόσο τη νομοθετική εξαγγελία για την προσεχή κατάργηση του Ειδικού Λογαριασμού που προβλέπεται στο άρθρο 29 του νόμου 4569/2018 σχετικά με τα «Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων» και δυνάμει του οποίου έχει δημοσιευθεί ήδη η απόφαση 7 του Ελ.Κ.Α.Τ. η οποία ρυθμίζει τα τεχνικά και διαδικαστικά θέματα για την κατάργηση του ειδικού λογαριασμού και τη μεταφορά σε άλλους λογαριασμούς όσων κινητών αξιών βρίσκονται καταχωρημένες εκεί

τις οποίες για την καταχώρηση από το ΚΑΑ στο ΣΑΤ ενεχύρου επί άυλων τίτλων: α) προηγείται εντολή του ενεχυραστή προς τον Χειριστή του συγκεκριμένου Λογαριασμού Χειριστή, για μεταφορά των ενεχυρασθέντων αξιών στον Ειδικό Λογαριασμό της Μεριδας του ενεχυραστή και β) Στη συνέχεια υποβάλλονται στο ΚΑΑ η σύμβαση σύστασης ενεχύρου και η αίτηση καταχωρήσεως που συμπληρώνεται σε ειδικό έντυπο και υπογράφεται από αμφοτέρους τους συμβαλλόμενους».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΝΕΧΥΡΙΚΗ ΣΧΕΣΗ

5.1 Διμερής έννομη σχέση μεταξύ δικαιούχου τίτλων και φορέα μητρώου τίτλων

Μεταξύ των μερών δημιουργείται μια βασική έννομη σχέση η οποία αφορά στην αρχική καταχώριση, την τήρηση και τη διαχείριση των τίτλων και η οποία είναι πρωθύστερη της ενεχυρικής σχέσης. Η ενεχυρική σχέση δημιουργείται μεταξύ των μερών συνεπεία της σύστασης ενεχύρου, αλλά στο πλαίσιο λειτουργίας μητρώων τίτλων προηγείται η καταχώριση των τίτλων στα εκάστοτε μητρώα (κεντρικά αποθετήρια τίτλων, κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι, μητρώα τίτλων, διαμεσολαβητές κλπ). Υποκείμενα της συγκεκριμένης σχέσης είναι ο εκάστοτε δικαιούχος των τίτλων (μέτοχος, ομολογιούχος κλπ) και ο φορέας του μητρώου τίτλων. Ως εκ τούτου, το ερώτημα που τίθεται και έχει απασχολήσει τη θεωρία αφορά στο νομικό χαρακτηρισμό της σχέσης που συνδέει τους κυρίους και δικαιούχους των τίτλων με τους φορείς των εκάστοτε μητρώων τίτλων και εάν είναι ειδικότερα σχέση παρακαταθήκης, σχέσης διαχείρισης, μισθωτική σχέση, σχέση λογαριασμού κλπ.¹²⁵

Η καταχώριση σε μητρώα (βλ. ανωτέρω Σ.Α.Τ., Σ.Λ.Π.Σ.) συντελείται με τη δημιουργία αντίστοιχου λογαριασμού δικαιούχου, ενώ ο εκάστοτε φορέας του μητρώου (πχ Α.Ε.Π.Ε.Υ.) είναι αρμόδιος για την τήρηση του λογαριασμού και την ηλεκτρονική καταχώριση των τίτλων. Η καταχώριση τίτλων από νομικής απόψεως νοείται ως εκδήλωση της κατοχής σε αυτούς και ο φορέας του μητρώου αποτελεί το θεματοφύλακα που βαρύνεται με την υποχρέωση φύλαξης (τήρησης σε ηλεκτρονικά αρχεία). Η έννομη σχέση που δημιουργείται παρουσιάζει στοιχεία της σύμβασης παρακαταθήκης.¹²⁶ Από την ερμηνεία της σύμβασης παρακαταθήκης που έχει ως αντικείμενο τη φύλαξη κινητού πράγματος και την υποχρέωση απόδοσης προκύπτει αναμφίβολα ότι ο νομοθέτης παραπέμπει σε υλικά αντικείμενα (ΑΚ 947 παρ. 1).¹²⁷ Η προηγηθείσα ανάλυση,

¹²⁵ Βλ. Κ. Χριστοδούλου, *Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου*, εκδ. 2008, σελ. 114-115

¹²⁶ Κ. Χριστοδούλου, *Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου*, εκδ. 2008, ιδίως σελ. 115· Δ. Τσιμπανούλη, *Οι επενδυτικοί Τίτλοι στην τομή εμπραγμάτου και ενοχικού δικαίου*, ΕπισκΕΔ, 2009, σελ.351-388

¹²⁷ Σ. Γεωργιάδη, *Η φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών*, ΧρΙΔ, 2004, σελ. 118

ωστόσο, που ανέδειξε την ευρεία ερμηνεία της έννοιας του πράγματος ώστε να καταλαμβάνει ασώματα αντικείμενα οδηγεί στο συμπέρασμα ότι νοείται φύλαξη άυλων τίτλων με εφαρμογή των ΑΚ 822 επ.

Η νομική σχέση που συνδέει το φορέα του μητρώου με το δικαιούχο των τίτλων παρουσιάζει επιπρόσθετα χαρακτηριστικά για το λόγο ότι ο φορέας των τίτλων διενεργεί ποικίλες πράξεις που έχουν νομική σημασία (π.χ. αρχική καταχώριση τίτλων, σύσταση ενεχύρου και επικαρπίας, μεταβίβαση τίτλων κλπ). Είναι καταρχάς αρμόδιος για την ηλεκτρονική καταχώριση τους, αλλά προβαίνει επίσης σε πράξεις διαχείρισης των τίτλων με την έννοια της παροχής παρεπόμενης υπηρεσίας. Αυτό προκύπτει ευθέως από τη γραμματική ερμηνεία της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MIFID II) σχετικά με «*την αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων*» και το νόμο 4514/2018 που την ενσωμάτωσε. Στο Παράρτημα I, Τμήμα Β της εν λόγω Οδηγίας απαριθμείται ο κατάλογος υπηρεσιών και δραστηριοτήτων των Α.Ε.Π.Ε.Υ. και αναφέρεται ότι παρεπόμενες υπηρεσίες συνιστούν, μεταξύ άλλων «*...η φύλαξη και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της θεματοφυλακής και συναφών υπηρεσιών όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων/παρεχόμενων ασφαλειών και με εξαίρεση την πρόβλεψη και τήρηση λογαριασμών αξιόγραφων σε ανώτατο επίπεδο (υπηρεσία κεντρικής διατήρησης), όπως αναφέρεται στο σημείο 2 του τμήματος Α του παραρτήματος του Κανονισμού 909/2014...*»¹²⁸ Όπως εξετάστηκε ανωτέρω, οι Α.Ε.Π.Ε.Υ. μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες φύλαξης και διαχείρισης κινητών αξιών καθώς και τήρησης λογαριασμών για λογαριασμό τρίτων όπως ακριβώς οι λοιποί φορείς του μητρώου.¹²⁹

Παρατηρείται επίσης στη θεωρία ότι ο φορέας των μητρώου νομιμοποιεί το δικαιούχο των τίτλων απέναντι στην εκδότρια εταιρεία και απέναντι στα διαδεχόμενα μητρώα τήρησης τίτλων στην αλυσίδα μητρώων που μπορεί να υφίστανται ιδίως σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Αναβαθμίζεται έτσι και καθίσταται πολύ σημαντικός ο ρόλος των εκάστοτε φορέων για την άσκηση των ενσωματωμένων στους τίτλους δικαιωμάτων. Το σημαντικό ρόλο των μητρώων και των φορέων των μητρώων ανέδειξε εξάλλου ο Κανονισμός (ΕΕ) 909/2014 με τον οποίο θεσπίστηκαν ομοίμορφες υποχρεώσεις που επιβλήθηκαν στους συμμετέχοντες στην αγορά διακανονισμού και θεσπίστηκαν κοινοί κανόνες για τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων (ΚΑΤ) που διαχειρίζονται συστήματα διακανονισμού αξιογράφων. Ο Κανονισμός απέβλεψε στην ασφάλεια και την αποτελεσματικότητα του διακανονισμού στην Ένωση αποτρέποντας αποκλίνουσες εθνικές

¹²⁸ Παρόμοια διάταξη περιλάμβανε η καταργηθείσα διάταξη του νόμου 3606/2007 σχετικά με την «*αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων*» στο άρθρο 4 παρ. 2 του οποίου αναφέρεται ότι ως παρεπόμενες υπηρεσίες που παρέχουν οι ΕΠΕΥ νοούνται «*...η φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της παροχής υπηρεσιών θεματοφύλακα και παροχής συναφών υπηρεσιών όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων ή παρεχόμενων ασφαλειών...*».

¹²⁹ Βλ. παραπάνω και επίσης Α. Στάμου, Η ονομαστικοποίηση των άυλων μετοχών και η ταυτοποίηση του μετόχου, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, Οκτώβριος 2018 (ανέκδοτη)

ρυθμίσεις. Οι συγκεκριμένες και πολλές ακόμη ειδικώς αναφερόμενες στον εν λόγω Κανονισμό πρωτοβουλίες, προστατεύουν τους δικαιούχους τίτλων (και κατ' επέκταση τους δικαιούχους εμπράγματων δικαιωμάτων όπως είναι οι ενεχυρούχοι δανειστές) στην άσκηση των δικαιωμάτων τους. Εγγυώνται επίσης την ορθή καταχώριση των δικαιωμάτων και συνεπώς τη νομιμοποίηση των δικαιούχων τίτλων. Εάν δεν υπήρχαν σαφείς και ειδικές ρυθμίσεις για την ορθή λειτουργία των φορέων τίτλων θα οδηγούμασταν στην ανασφάλεια των συναλλαγών, στη δυσπιστία των συναλλασσομένων δικαιούχων τίτλων και σε τελευταία ανάλυση θα μετακυλίετο το βάρος απόδειξης της ζημίας στον εκάστοτε δικαιούχο τίτλων, πράγμα που είναι αντικειμενικώς πολύ δύσκολο να πραγματοποιηθεί. Εξ αυτών των λόγων αναδεικνύεται η σημασία να υπάρχει σαφές ρυθμιστικό πλαίσιο και εποπτεία των φορέων των μητρώων.¹³⁰

5.2 Τριμερής ενεχυρική σχέση μεταξύ ενεχυραστή, ενεχυρούχου δανειστή και φορέα μητρώου τίτλων

Στη συνήθη του μορφή το ενέχυρο σε πράγμα συστήνεται σε υλικό αντικείμενο (ξένο κινητό πράγμα) που παραδίδεται στην κατοχή του ενεχυρούχου δανειστή με αποτέλεσμα να δημιουργείται μια διμερής έννομη σχέσης μεταξύ των συμβαλλομένων μερών, δηλαδή μεταξύ του ενεχυραστή και του ενεχυρούχου δανειστή. Ο ενεχυραστής παραδίδει στην κατοχή του ενεχυρούχου δανειστή το πράγμα και ο τελευταίος ασκεί τις εξουσίες που πηγάζουν από τη σύμβαση ενέχυρου χωρίς να μπορεί να πράττει όσα ο κύριος, αλλά είναι ο οιονεί νομέας με διάνοια δικαιούχου και ο κάτοχος του ενεχυριασμένου πράγματος. (ΑΚ 1211).¹³¹ Σε ορισμένες περιπτώσεις δε τα μέρη συμφωνούν να παραμείνει στην κατοχή του πράγματος ένα τρίτο πρόσωπο το οποίο αναλαμβάνει το ρόλο του θεματοφύλακα με υποχρέωση φύλαξης και προστασίας από απώλεια, κλοπή, καταστροφή κλπ (ΑΚ 1212).¹³² Η ενεχυρική σχέση διατηρείται ακόμη και αν αλλάξει το πρόσωπο του ενεχυραστή επειδή μεταβιβάσει περαιτέρω το πράγμα και εκ του λόγου αυτού σημασία έχει η ιδιότητα του εκάστοτε προσώπου ως κυρίου του πράγματος και όχι το συγκεκριμένο πρόσωπο που είναι κύριος σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Για αυτό είναι

¹³⁰ Δ. Τσιμπανούλη, Οι επενδυτικοί Τίτλοι στην τομή εμπραγμάτου και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ, 2009, σελ.351-388 «.Το γεγονός δηλαδή της τήρησης των εν λόγω επενδυτικών αξιογράφων σε λογιστική μορφή σε λογαριασμό μητρώου δεν επιτρέπεται να θίγει την έκταση και το περιεχόμενο των περιουσιακής και διοικητικής φύσεως δικαιωμάτων που συνδέονται οργανικά με τους τίτλους.»

¹³¹ Βλ. Απ. Γεωργιάδη, Εμπράγματο Δίκαιο, εκδ.β', σελ.1123· Λιακόπουλο, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, άρθρο 1211, 11, σελ.201 επ. · Φ.Δωρή, Εμπράγματο ασφάλεια, 1986, σελ.106 επ. · Δ.Παπαστερίου, Εμπράγματο Δίκαιο, τ. III, 2008, σελ.280 επ.

¹³² Περισσότερα για τη σύσταση ενέχυρου με έκταξη της οιονεί νομής βλ. Φ. Δωρή, Εμπράγματο ασφάλεια, 1986, σελ. 107 σημ. 13.5· Λιακόπουλο, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, άρθρο, 1211, 12, σελ.292.

ακριβέστερο να γίνεται λόγος για ενεχυρικό οφειλέτη που μπορεί να ταυτίζεται ή όχι με τον ενεχυραστή.¹³³

Η σύσταση του ενεχύρου σε άυλους τίτλους έχει ως συνέπεια τη δημιουργία μιας ενοχικής έννομης σχέσης μεταξύ των μερών (ενεχυρική σχέση) ανάλογη με αυτή που δημιουργείται στην κλασική ενεχυρίαση που διενεργείται με αντικείμενο κινητό πράγμα. Η έννομη σχέση είναι τριμερής και δημιουργείται μεταξύ του ενεχυρικού οφειλέτη / ενεχυραστή (κύριος των τίτλων), του ενεχυρούχου δανειστή (οιονεί νομέας) και του φορέα του μητρώου των άυλων τίτλων (τρίτος - κάτοχος των τίτλων). Ο ενεχυρούχος δανειστής ασκεί την οιονεί νομή επί των άυλων τίτλων μέσω του μητρώου τήρησης τους (ΑΚ 980, περ. β'). Το γεγονός της υποχρεωτικής αποϋλοποίησης τίτλων στην κεφαλαιαγορά καθιστά την παρουσία του «τρίτου» υποχρεωτική, αλλά και η πρόσφατη δυνατότητα τήρησης άυλων τίτλων από μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες αναβαθμίζει το ρόλο και την παρουσία των «τρίτων».

Εκ των ανωτέρω παρατηρείται ότι παρά την επέλευση της αποϋλοποίησης στο ζήτημα της ενεχυρίασης άυλων τίτλων, οι σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των μερών επιλύονται με βάση τους γενικούς κανόνες του αστικού δικαίου ιδίως σε περίπτωση ανώμαλης εξέλιξης. Περαιτέρω δε εντάσσονται στο γενικότερο ζήτημα που ρυθμίζεται σε ευρωπαϊκό επίπεδο και αφορά στις σχέσεις των μερών που συμμετέχουν σε τριμερή συστήματα καταχώρισης άυλων τίτλων. Ειδικά για τις άυλες μετοχές και την άσκηση των δικαιωμάτων των δικαιούχων άυλων μετοχών η Οδηγία 2007/36/EK (SRD I) για «την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών» προβλέπει ότι τα κράτη μέλη πρέπει να διασφαλίζουν την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας γιατί η άσκηση των δικαιωμάτων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αποτελεσματικότητα των ενδιάμεσων φορέων.¹³⁴ Οι ενδιάμεσοι φορείς διαδραματίζουν πολύ μεγάλο ρόλο στην άσκηση των μετοχικών δικαιωμάτων γιατί κατέχουν τα υλικά μέσα και μόνο με τη δική τους παρέμβαση μπορεί να δράσει ο εκάστοτε μέτοχος. Η πρόσφατη Οδηγία 2017/828/EE (SRD II) για «την ενθάρρυνση της μακροπρόθεσμης ενεργού συμμετοχής των μετόχων» η οποία τροποποιεί την προηγούμενη Οδηγία 2007/36/EK προχωρά ένα βήμα παραπέρα τη ρύθμιση. Στην αιτιολογική σκέψη 4 αναγνωρίζει το πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι στην άσκηση των δικαιωμάτων τους που απορρέουν από την κυριότητα μετοχών εισηγμένων εταιρειών οι οποίες κατέχονται από διαδοχικούς διαμεσολαβητές. Οι «πολύπλοκες αλυσίδες διαμεσολαβητών» όπως χαρακτηρίζονται εμποδίζουν την ενεργό

¹³³ Για τη νομική φύση και τα αμοιβαία δικαιώματα και υποχρεώσεις των μερών βλ. Απ. Γεωργιάδη, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ.β', σελ. 498 επ.

¹³⁴ Βλ. επίσης, Δ. Τσιμπανούλη, Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου, ΕπισκεΔ, 2009, σελ. 351-388

συμμετοχή των μετόχων στην άσκηση των μετοχικών τους δικαιωμάτων.¹³⁵ Από την άλλη πλευρά, οι εισηγμένες εταιρείες ως εκδότριες των άυλων μετοχών επιθυμούν να γνωρίζουν την ταυτότητα των μετόχων που έχουν στην κυριότητα τους άυλες μετοχές για να διευκολύνεται η άμεση επικοινωνία μεταξύ τους και να ενισχύεται η άσκηση των μετοχικών δικαιωμάτων. Το αίτημα της εκατέρωθεν επικοινωνίας από τις εκδότριες εταιρείες και τους μετόχους αλλά και της πρόσβασης στα στοιχεία του άλλου μέρους είναι πιο επιτακτικό σε διασυνοριακές συναλλαγές που εμπλέκονται πολλοί μέτοχοι, φυσικά ή νομικά πρόσωπα, διαφορετικών εθνικοτήτων.¹³⁶ Ο Κοινοτικός Νομοθέτης, αναγνωρίζοντας τα σημερινά προβλήματα, κινήθηκε προς την κατεύθυνση της ενοποίησης των συστημάτων των διαμεσολαβητών σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Συνεπώς, η παρέμβαση των μητρώων καθίσταται πολύ σημαντική για την άσκηση, τη μεταβίβαση και την επιβάρυνση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τους άυλους τίτλους για το λόγο ότι οι άυλοι τίτλοι βρίσκονται πλέον στην κατοχή τους και άρα στην απόλυτη σφαίρα ελέγχου τους. Με την παρουσία του διαμεσολαβητή ο οποίος μπορεί να είναι κεντρικός φορέας άυλων τίτλων, ΕΠΕΥ, τραπεζικό ίδρυμα κλπ δημιουργείται πλέον μια τριμερής έννομη σχέση στα πλαίσια της οποίας γεννώνται εκατέρωθεν δικαιώματα και υποχρεώσεις

5.3 Εκατέρωθεν δικαιώματα και υποχρεώσεις που απορρέουν από την ενεχυρική σχέση

Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μερών που απορρέουν από την ενεχυρική σχέση ρυθμίζονται σε μεγάλο βαθμό με βάση την αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361) δεδομένου ότι συνάπτεται μεταξύ τους σύμβαση ενεχύρου στην οποία ρυθμίζονται οι επιμέρους απονεμόμενες εξουσίες. Σε κάθε περίπτωση οποιοδήποτε είναι το περιεχόμενο της συμφωνίας υλοποιείται δια της μεσολάβησης του τρίτου (αποθετήριο τίτλων/ φορέας μητρώου τίτλων) από τον οποίο εξαρτάται η άσκηση των εκατέρωθεν δικαιωμάτων και υποχρεώσεων.

Ο ενεχυρούχος δανειστής ασκεί την οιονεί νομή των άυλων τίτλων δια μέσω του αποθετηρίου τίτλων (ΑΚ 1212), έχει δηλαδή διάνοια δικαιούχου ηλεκτρονικά καταχωρημένων δικαιωμάτων -ομολογιών, μετοχών κλπ- και προστατεύεται από τις αγωγές της διατάραξης και αποβολής από τη νομή (ΑΚ 996 και παραπομπή σε ΑΚ 984 επ.). Επίσης, ως εμπράγματος δικαιούχος ενεχύρου σε άυλους τίτλους προστατεύεται με τις αγωγές προσβολής της κυριότητας με τις οποίες προστατεύεται και ο κύριος (ΑΚ 1236 σε συνδυασμό με ΑΚ 1094 & ΑΚ 1108). Οι συγκεκριμένες ρυθμίσεις αποτελούν μέρος των κοινών διατάξεων του αστικού δικαίου που εφαρμόζονται στην ενεχυρίαση πράγματος που βρίσκεται στην κατοχή του ενεχυρούχου δανειστή

¹³⁵ Αιτιολογική σκέψη αρ. 4, Οδηγίας 2017/828/ΕΕ, για την τροποποίηση της οδηγίας 2007/36/ΕΚ όσον αφορά την ενθάρρυνση της μακροπρόθεσμης ενεργού συμμετοχής των μετόχων

¹³⁶ Α. Στάμου, η ονομαστικοποίηση των άυλων μετοχών και η ταυτοποίηση του μετόχου, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, Οκτώβριος 2018 (ανέκδοτη)

(ΑΚ 1211). Κρίνεται, ωστόσο, σκόπιμη η προστασία του ενεχυρούχου δανειστή άυλων τίτλων με τα συγκεκριμένα έννομα βοηθήματα κατάλληλα εφαρμοζόμενα στην περίπτωση που οι ενεχυριασμένοι άυλοι τίτλοι βρίσκονται στην κατοχή του φορέα του μητρώου. Ο ενεχυρούχος δανειστής μπορεί να στραφεί εναντίον του μητρώου τίτλων για πλημμελή τήρηση ή διαχείριση των άυλων τίτλων, ιδίως σε περίπτωση εσφαλμένης καταχώρισης τους σε λογαριασμό τρίτου, και εάν αποδειχθεί το σφάλμα του μητρώου θα ευθύνεται ενδοσυμβατικά για το λόγο ότι κατέχει και διαχειρίζεται τους τίτλους ενεχυριασμένους τίτλους.¹³⁷ Το συγκεκριμένο ζήτημα εξετάζεται πιο αναλυτικά παρακάτω σχετικά με την ανώμαλη εξέλιξη της σχέσης των μερών.

Περαιτέρω, σύμφωνα με τις κοινές διατάξεις ο ενεχυρούχος δανειστής δικαιούται να παίρνει τα ωφέληματα του πράγματος, δηλαδή τους πολιτικούς και φυσικούς καρπούς (ΑΚ 1221), δικαιούται να τάξει συγκεκριμένη προθεσμία στον ενεχυρικό οφειλέτη για τη συμπλήρωση της ασφάλειας αν η ασφάλεια του κινδυνεύει από επαπειλούμενη καταστροφή ή ουσιώδη μείωση της αξίας του πράγματος (ΑΚ 1228).

Σχετικά με τις υποχρεώσεις που βαρύνουν τον ενεχυρούχο δανειστή, ο τελευταίος δεν απολαύει πλήρη δικαίωμα κυριότητας, αλλά περιορισμένο εμπράγματο δικαίωμα ενεχύρου με αντικείμενο άυλους τίτλους. Υποχρεούται συνεπώς να αποφεύγει κάθε πράξη που πλήττει το δικαίωμα κυριότητας του δικαιούχου των ενεχυριασμένων τίτλων. Υποχρεούται δηλαδή να μην διαθέτει ή μετενεχυράζει περαιτέρω τους τίτλους και να μην ασκεί τα ενσωματωμένα σε αυτούς δικαιώματα άνευ της συναίνεσης του ενεχυραστή. (ΑΚ 1224). Η διάταξη καθιερώνει κανόνα ενδοτικού δικαίου και συνεπώς είναι δυνατή διαφορετική συμφωνία των μερών. Περαιτέρω, λόγω της μεσολάβησης του φορέα τίτλων, καθίσταται δυσχερές για τον ενεχυρούχο δανειστή να προβεί σε πράξεις που επιφέρουν νομικές συνέπειες χωρίς τη σύμπραξη του φορέα ο οποίος δε έχει ρόλο θεματοφύλακα και διαχειριστή των τίτλων. Η υποχρεωτική του μεσολάβηση λειτουργεί εξασφαλιστικά για την περίπτωση που ο ενεχυρούχος δανειστής επιθυμεί να πράξει πέραν των εξουσιών που του έχουν απονεμηθεί βάσει της σύμβασης ενεχύρου. Ο φορέας τίτλων, στον οποίο είτε έχει κοινοποιηθεί η σύμβαση ενεχύρου, είτε μπορεί να λάβει γνώση του περιεχομένου της (για την περίπτωση που μεσολαβεί μια διαδοχική αλυσίδα μητρώων) υποχρεούται να εξακριβώσει την έκταση των απονεμόμενων εξουσιών και τον φορέα άσκησης τους (ενεχυραστής ή ενεχυρούχος δανειστής). Σε περίπτωση μη ρητής πρόβλεψης στη σύμβαση ή σε περίπτωση αμφιβολίας, κατά την άποψη μου, βαρύνεται να έρθει σε επικοινωνία με αμφοτέρωτα τα μέρη προτού προβεί στην εκτέλεση της συγκεκριμένης εντολής (π.χ. περαιτέρω ενεχυρίασης των τίτλων). Το συμπέρασμα αυτό συνάγεται από το ρόλο που κατέχει ως διαχειριστής και φορέας νομιμοποίησης του εκάστοτε δικαιούχου έναντι της εταιρείας, έναντι άλλων μητρώων, έναντι τρίτων δικαιούχων.

¹³⁷ Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ.β', 2008, σελ. 498,490

κλπ. Από την άλλη, ο βαθμός ανάμειξης του φορέα πρέπει να γίνεται σε ορθολογικά πλαίσια και να μην εξικνεύεται μέχρι του βαθμού της άρνησης εκτέλεσης εντολών ή την υπερβολική καθυστέρηση τους. Μια τέτοια λύση θα επιβράδυνε τις συναλλαγές και θα οδηγούσε στην ανάδειξη του φορέα τίτλων ως οιονεί δικαστή στη διενέργεια καθημερινών συναλλαγών. Θεωρώ ορθότερη την επέμβαση του φορέα τίτλων σε νομικές ενέργειες (διενέργεια εντολών) που επιφέρουν οριστικά και αμετάκλητα αποτελέσματα, όπως επί παραδείγματι η πλήρης αποξένωση του κυρίου των τίτλων από αυτούς με πρωτοβουλία του ενεχυρούχου δανειστή. Το ζήτημα της ανώμαλης εξέλιξης της σχέσης των μερών αναλύεται περισσότερο ευθύς παρακάτω.

Πέραν του γεγονότος ότι οι εκατέρωθεν εξουσίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και συμφωνίας των μερών, στο νόμο υπάρχουν ορισμένες διατάξεις ενδοτικού δικαίου αναφορικά με τα μη περιουσιακά δικαιώματα που απορρέουν από τις μετοχές. Οι μετοχές όταν υπολαμβάνονται ως αξιόγραφα παρέχουν δικαιώματα συμμετοχής στη λειτουργία της εταιρείας υπέρ των μετόχων, όπως για παράδειγμα τη συμμετοχή στη Γενική Συνέλευση, την άσκηση δικαιωμάτων ψήφου, την άσκηση δικαιωμάτων μειοψηφίας κλπ. Το ερώτημα που έχει απασχολήσει τη θεωρία και τη νομολογία είναι το ποιος ασκεί τα συμμετοχικά δικαιώματα σε περίπτωση ενεχυρίασης των μετοχών, εάν δηλαδή τα συγκεκριμένα δικαιώματα ασκεί ο ενεχυραστής ή ο ενεχυρούχος δανειστής και πως επηρεάζεται η άσκηση τους από τη διαμεσολάβηση του μητρικού τίτλων. Σύμφωνα με την ΑΚ 1245 που καθιερώνει κανόνα ενδοτικού δικαίου στις συνελεύσεις των μετόχων συμμετέχει ο ενεχυραστής, εκτός αν ορίστηκε διαφορετικά. Συνεπώς, καταρχήν το δικαίωμα ανήκει στον ενεχυραστή και μόνο κατόπιν αντίθετης συμφωνίας μπορεί να συμμετάσχει στη Γενική Συνέλευση ο ενεχυρούχος δανειστής. Η αιτιολογία της συγκεκριμένης ρύθμισης αποσκοπεί στο να συνεχίσει ο μέτοχος να ασκεί τα μετοχικά του δικαιώματα παρά την επιβάρυνση των μετοχών του με ενέχυρο διότι η συμμετοχή στη γενική συνέλευση και στη λήψη των αποφάσεων είναι συνυφασμένη και εγγύτερη στο δικαίωμα κυριότητας του μετόχου. Τουναντίον ο ενεχυρούχος δανειστής ενδιαφέρεται πρωτίστως για την εξασφάλιση της απαιτήσεως του και δευτερευόντως για την πορεία της εταιρείας με την ουσιαστική ανάμειξη στη λειτουργία της. Περαιτέρω, η διάταξη δεν διακρίνει μεταξύ ονομαστικών και ανώνυμων μετοχών και θεωρείται ότι καταλαμβάνει και τα δύο είδη μετοχών.

138

¹³⁸ Γενικότερα επί των αναπτυσσόμενων ζητημάτων βλ. *Σκούρα*, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 1245, 2, 3 επ., σελ.362 επ., Πρβλ. επίσης *Απ.Γεωργιάδη*, *Εμπράγματο Δίκαιο*, εκδ.β', 2010, σελ.1166 και συναφώς – εν σχέσει με την περίπτωση της επικαρπίας μετοχών, *Ρούσσο*, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, άρθρο 1177, 19 επ., σελ.166 επ.

Αντίστοιχη είναι και η ρύθμιση του άρθρου 54¹³⁹ νόμου 4548/2018 του δικαίου ανωνύμων εταιρειών η οποία εναρμονίζεται με το άρθρο ΑΚ 1245¹⁴⁰ και προβλέπει ότι το δικαίωμα ψήφου στη γενική συνέλευση ασκείται από το ενεχυραστή και μόνο κατόπιν αντίθετης συμφωνίας ασκείται από τον ενεχυρούχο δανειστή. Η αντίθετη συμφωνία μπορεί να προβλέπει ότι ο ενεχυρούχος δανειστή ασκεί το δικαίωμα ψήφου αλλά να προβλέπει περαιτέρω την από κοινού άσκηση του δικαιώματος από τα δύο μέρη ή άλλες δυνατότητες. Πέρα από το δικαίωμα ψήφου και τα λοιπά μη περιουσιακά δικαιώματα, όπως είναι το δικαίωμα παράστασης στη γενική συνέλευση, το δικαίωμα λήψης πληροφοριών, το δικαίωμα ακύρωσης γενικής συνέλευσης, κ.λπ., ασκούνται από το πρόσωπο που ασκεί το δικαίωμα ψήφου.¹⁴¹ Ο νομοθέτης κρίνει ότι το πλέγμα των μη περιουσιακών δικαιωμάτων θα πρέπει να ανήκει στο ίδιο πρόσωπο για το λόγο ότι αποτελεί εκδήλωση της συμμετοχής του στη λειτουργία της εταιρείας. Ως εκ τούτου είναι ορθότερο τα συγκεκριμένα δικαιώματα να ανήκουν στο ίδιο πρόσωπο που θα σχηματίζει ενιαία και σφαιρική εποπτεία του εταιρικού γίνεσθαι χωρίς να οδηγηθούμε σε ένα κατακερματισμό που μπορεί να πλήξει την ασφαλή λειτουργία της εταιρείας ή ακόμα και στην ακύρωση αποφάσεων γενικών συνελεύσεων.

Την ίδια κατεύθυνση ακολουθεί ο νομοθέτης αναφορικά με τις ομολογίες που εκδίδουν οι ανώνυμες εταιρείες ως προς το ζήτημα της άσκησης του δικαιώματος ψήφου στη συνέλευση των ομολογιούχων. Το άρθρο 63 του νόμου 4548/2018 προβλέπει ότι το δικαίωμα ψήφου ασκείται από τον ενεχυραστή και μόνο κατόπιν διαφορετικής συμφωνίας ασκείται από τον ενεχυρούχο δανειστή κατά αναλογία με τη ρύθμιση για τις μετοχές.¹⁴² Τα μέρη ανατρέχουν σε κάθε περίπτωση στους όρους του ομολογιακού δανείου στα πλαίσια του οποίου μπορεί να απαγορεύεται η ανάθεση του δικαιώματος ψήφου στον ενεχυρούχο δανειστή.¹⁴³ Τα περιουσιακά δικαιώματα καθορίζονται από το δίκαιο του ενεχύρου, δηλαδή από τις κοινές διατάξεις του αστικού δικαίου.¹⁴⁴

Ένα θέμα που έχει απασχολήσει κατά καιρούς τη θεωρία και τη νομολογία αφορά στο επιτρεπτό ή μη της επέκτασης του ενεχύρου σε νέους άυλους τίτλους που προκύπτουν λόγω μιας μεταβολής που λαμβάνει χώρα στο κεφάλαιο της εταιρείας με αποτέλεσμα την έκδοση νέων τίτλων. Συχνότερη είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των ανωνύμων εταιρειών που μπορεί να επέρχεται με κεφαλαιοποίηση των υπαρχόντων κερδών, με χρηματοδότηση, με ονομαστική

¹³⁹ Το άρθρο 54 του νόμου 4548/2018 αντιστοιχεί στο άρθρο 30α του κ.ν. 2190/1920 σχετικά με το ενέχυρο και την επικαρπία

¹⁴⁰ Βλ. ανάλυση του άρθρου 54 στην αιτιολογική έκθεση του νόμου 4548/2018 σχετικά με την εναρμόνιση του άρθρου 54 με το ΑΚ 1245.

¹⁴¹ Βλ. ανάλυση του άρθρου 54 στην αιτιολογική έκθεση νόμου 4548/2018 σχετικά με τις δυνατότητες της συμφωνίας των μερών ως προς την άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου και των λοιπών μη περιουσιακών δικαιωμάτων.

¹⁴² Βλ. ανάλυση του άρθρου 63 στην αιτιολογική έκθεση νόμου 4548/2018 «..ε) Το ζήτημα του δικαιώματος ψήφου στην περίπτωση επικαρπίας ή ενεχύρου ρυθμίζεται όπως στις μετοχές (άρθρο 54)»

¹⁴³ Βλ. άρθρο 63 του νόμου 4548/2018

¹⁴⁴ Βλ. ανάλυση του άρθρου 54 στην αιτιολογική έκθεση νόμου 4548/2018 «...Τα περιουσιακά δικαιώματα καθορίζονται από το δίκαιο του ενεχύρου και της επικαρπίας...»

αύξηση του κεφαλαίου κλπ. Το ζήτημα που έχει απασχολήσει σχετικά με το εάν οι νέοι τίτλοι θα αποκτηθούν από τον ενεχυρούχο δανειστή (επέκταση ενεχύρου) ή εάν θα παραμείνουν στην κυριότητα του ενεχυραστή (μη επέκταση ενεχύρου) πλέον λύνεται σε μεγάλο βαθμό με συμβατική πρόβλεψη κατά το στάδιο σύστασης του ενεχύρου. Η κρατούσα άποψη στη θεωρία διακρίνει μεταξύ αύξησης του κεφαλαίου «άνευ πληρωμής» και σε πραγματική αύξηση του κεφαλαίου. Στην πρώτη περίπτωση το ενέχυρο επεκτείνεται στους νέους τίτλους, ενώ στη δεύτερη περίπτωση το ενέχυρο παραμένει στους ήδη υπάρχοντες τίτλους και οι νεοαποκτηθέντες τίτλοι δεν βαρύνονται με ενέχυρο.¹⁴⁵

Στο Σ.Α.Τ. που λειτουργεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν την υποχρέωση γνωστοποίησης της σύστασης ενεχύρου που λαμβάνει χώρα επί άυλων κινητών αξιών με την υποβολή του σχετικού εγγράφου που υπογράφεται και από τα δύο μέρη. Το έγγραφο αποτελεί τη Γνωστοποίηση της Σύστασης Ενεχύρου επί Άυλων Κινητών Αξιών και περιέχει τη υποχρέωσης σημείωσης της ένδειξης του προσώπου (δανειστή ή οφειλέτη) το οποίο δικαιούται να ασκεί τα περιουσιακά και μη περιουσιακά δικαιώματα που απορρέουν από τους άυλους τίτλους καθώς και την έκταση του ενεχύρου επί των περιουσιακών στοιχείων και των δικαιωμάτων που απορρέουν από τους άυλους τίτλους. Η υποβολή του συγκεκριμένου εγγράφου έχει πληροφοριακό χαρακτήρα προς το Σ.Α.Τ. για τη διασφάλιση ότι πρόκειται να γίνει σωστή καταχώριση, αλλά θα πρέπει επίσης να αντιμετωπίζεται σε συνάρτηση με τη σύμβαση σύστασης ενεχύρου χωρίς να μπορεί να αποκλίνει από το περιεχόμενο των ρυθμίσεων της.

5.4 Ανώμαλη εξέλιξη της ενεχυρικής σχέσης -συσχέτιση με την ανώμαλη εξέλιξη της μεταβίβασης τίτλων

Το ζήτημα της ανώμαλης εξέλιξης της ενεχυρικής σχέσης εξετάζεται σε συνάρτηση με την ανώμαλη εξέλιξη της μεταβίβασης των τίτλων για το λόγο ότι οι άυλοι τίτλοι σε αμφότερες τις περιπτώσεις βρίσκονται στην κατοχή του φορέα του μητρώου τίτλων και η προβληματική αντιμετωπίζεται με παρόμοιο τρόπο. Επιπλέον, παρατηρείται ότι η θεωρία έχει αντιμετωπίσει πιο συστηματικά το θέμα της μεταβίβασης των άυλων τίτλων και την ανώμαλη εξέλιξη της σχέσης των μερών και είναι ορθότερο και ασφαλέστερο να εξεταστεί η ανώμαλη εξέλιξη της ενεχυρικής σχέσης από την ίδια αφετηρία.

Αναφορικά με τη μεταβίβαση των άυλων τίτλων των δικαιούχων οι *χρεοπιστώσεις* διενεργούνται σε ηλεκτρονική μορφή οι οποίες έχουν τη νομική σημασία της *μεταβίβασης* του τίτλου και άρα την κτήση ή απώλεια δικαιώματος του δικαιούχου του τίτλου. Από τεχνικής

¹⁴⁵Πρβλ. αντιθ. *Ε. Πούλου* παρατηρήσεις σε ΑΠ 1188/2012, ΧρΙΔ 2013, σελ. 116επ. κατά την οποία δεν πρέπει να επέρχεται επέκταση του ενεχύρου επί αύξησης μετοχικού κεφαλαίου λόγω κεφαλαιοποίησης των κερδών της εταιρείας

απόψεως η μεταβίβαση τίτλων γίνεται με τη μεταφορά τους σε άλλο λογαριασμό με οριστικό και αμετάκλητο τρόπο που θα αποτρέπει τη δυνατότητα αναίρεσης της και την περίπτωση «πληθωρισμού τίτλων» που είναι εμφανέστερη σε συλλογικούς λογαριασμούς τήρησης τίτλων¹⁴⁶ Αρμόδιος για τη μεταβίβαση των τίτλων είναι ο φορέας του μητρώου ο οποίος πράττει σύμφωνα με τις εντολές των δικαιούχων και επουδενί αυτοβούλως χωρίς νόμιμη αιτία. Σε περίπτωση λανθασμένης χρέωσης του λογαριασμού ενός προσώπου από σφάλμα του φορέα (αφαίρεση τίτλων) ή σε περίπτωση λανθασμένης πίστωσης του λογαριασμού ενός προσώπου από σφάλμα του φορέα (προσθήκη τίτλων) αναδεικνύεται το πρόβλημα ποιος θα επωμιστεί το βάρος της εσφαλμένης χρέωσης / πίστωσης λογαριασμού αντίστοιχα. Το ερώτημα είναι επίσης σε ποιον θα μεταβιβαστεί τελικά η κυριότητα των τίτλων η οποία επήλθε συνεπεία εσφαλμένης διενέργειας χρεοπίστωσης λογαριασμού και εάν μπορεί τα πράγματα να επανέλθουν στην προγενέστερη κατάσταση. Το ζήτημα ομοιάζει επίσης με την προβληματική της καλόπιστης κτήσης κυριότητας κινητού πράγματος από μη κύριο (ΑΚ 1036επ.). Τα εν λόγω ερωτήματα έχουν απασχολήσει κατά καιρούς τη θεωρία και παρά τη διαφορετική θεωρητική αφετηρία (ενοχική ή αξιολογική προσέγγιση άυλων τίτλων) επιλύονται με τελικά με βάση τον κανόνα του αστικού δικαίου για την καλόπιστη κτήση κινητού παρά μη κύριο. Εάν θεωρήσουμε ότι οι άυλοι τίτλοι αποτελούν κινητά πράγματα (ηλεκτρονικά αξιόγραφα) κατά τελολογική διαστολή της έννοιας του πράγματος, όπως αναπτύχθηκε ανωτέρω στο 1^ο κεφάλαιο, τότε νοείται εφαρμογή του κανόνα 1036, 1037, 1039 ΑΚ περί καλόπιστης κτήσης κινητού από μη κύριο. Η άποψη αυτή είναι σύμφωνη με τη νομική φύση των άυλων τίτλων που εξομοιούνται με «πράγματα» και άρα τυγχάνουν εφαρμογής οι διατάξεις ΑΚ 1036-1039. Σύμφωνα με την ΑΚ 1036 επέρχεται καλόπιστη κτήση πράγματος από πρόσωπο που αγνοούσε την έλλειψη κυριότητας του μεταβιβάζοντος και καθ' όμοιο τρόπο γίνεται δεκτό ότι επέρχεται καλόπιστη κτήση άυλων τίτλων από πρόσωπο που αγνοούσε την εσφαλμένη χρέωση του λογαριασμού λόγω της μεσολάβησης του φορέα. Η εσφαλμένη χρέωση λογαριασμού προσώπου δεν ταυτίζεται απόλυτα με την καλόπιστη κτήση κινητού πράγματος από μη κύριο για το λόγο ότι ο διαμεσολαβητής - φορέας των τίτλων δεν είναι ποτέ κύριος των τίτλων όταν τους μεταβιβάζει. Ο φορέας είναι ο διαμεσολαβητής μεταξύ των δύο συμβαλλομένων για το λόγο ότι έχει τα υλικά μέσα για τη διενέργεια χρεοπιστώσεων, δηλαδή χρεώνει και πιστώνει τίτλους μεταξύ λογαριασμών (κτήση και απώλεια κυριότητας). Η μεταβίβαση των άυλων τίτλων που γίνεται από το φορέα είναι πάντοτε μεταβίβαση από μη κύριο αλλά από πρόσωπο που έχει τη σχετική εξουσία να πράξει τούτο. Όταν χρεώνει εσφαλμένα άλλο λογαριασμό ο φορέας ενεργεί χωρίς ειδική προς τούτο εντολή και οι συγκεκριμένοι άυλοι τίτλοι αφαιρούνται παράνομα από τον κύριο τους ο οποίος δεν έχει καμία γνώση για τη συγκεκριμένη μεταβίβαση. Η νομική πλημμέλεια συνίσταται

¹⁴⁶ Για το ζήτημα του πληθωρισμού τίτλων βλ. ειδικότερα Δ. Τσιμπανούλη, Οι επενδυτικοί τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ 2009, σ. 351 επ και τις περαιτέρω παραπομπές

στην απουσία νόμιμης αιτίας της μεταβίβασης (σφάλμα του μητρώου) και όχι στην έλλειψη κυριότητας του δικαιούχου των τίτλων. Ωστόσο, η εσφαλμένη μεταβίβαση άυλων τίτλων από σφάλμα του φορέα προσομοιάζει στη μεταβίβαση πραγμάτων από μη κύριο και την καλόπιστη κτήση από το νέο κτήτορα και αντιμετωπίζεται με επίκληση των ίδιων κανόνων. Συνεπώς, ο νέος κτήτορας αποκτά κατά κυριότητα τους τίτλους χωρίς να υποχρεούται να τους επιστρέψει στον κύριο τους δια μέσω του φορέα και μόνο αν είναι κακόπιστος, γνωρίζει δηλαδή την έλλειψη εντολής προς το φορέα-διαμεσολαβητή δεν αποκτά κυριότητα στους τίτλους. Με βάση τον κανόνα της «καλόπιστης κτήσης κινητού παρά μη κύριο» ο νέος κτήτορας αποκτά τους τίτλους και ο φορέας φέρει υποχρέωση αποζημίωσης του αληθινού κυρίου και δικαιούχου τους για την εσφαλμένη χρέωση λόγω της σύμβασης τήρησης και διαχείρισης που τους συνδέει.

Ερωτάται επιπλέον αν τυγχάνει εφαρμογής η διάταξη ΑΚ 1039 κατά την οποία *«αν πρόκειται για χρήματα και ανώνυμους τίτλους η μεταβίβαση από μη κύριο σε εκείνον που αποκτά επέρχεται καλόπιστα και αν ακόμη αυτά είχαν ξεφύγει από τη νομή του κυρίου με κλοπή ή με απώλεια»*. Η διάταξη αυτή θεμελιώνει καλόπιστη κτήση από το νέο κτήτορα και σε περίπτωση απώλειας ή κλοπής από τη σφαίρα εξουσίας του κυρίου τους.¹⁴⁷ Εν προκειμένω οι ανώνυμοι άυλοι τίτλοι (έως το 2020 θα σταματήσουν να κυκλοφορούν ανώνυμες μετοχές, και θα υπάρχουν μόνο ονομαστικές) έχουν περιέλθει στην κατοχή του φορέα του μητρώου τίτλων με τη συναίνεση του κυρίου τους και άρα δεν μπορεί να νοηθεί απώλεια ή κλοπή τους ώστε να τυγχάνει εφαρμογής η ΑΚ 1039, αλλά σύμβαση παρακαταθήκης/διαχείρισης κλπ.

Μια επιπρόσθετη νομική βάση για την ισχύ του κανόνα της καλόπιστης κτήσης άυλων τίτλων από το νέο κτήτορα απορρέει από το δίκαιο των αξιογράφων, κατά το οποίο ισχύει η αρχή της καλόπιστης κτήσης του αξιογράφου από μη κύριο που έχει στην κατοχή του το έγγραφο. Ο αποκτών δεν χρειάζεται να ελέγξει την κυριότητα του μεταβιβάζοντος τον τίτλο, αλλά αρκείται στο τεκμήριο της κατοχής του τίτλου από τον κομιστή του. Καθ' όμοιο τρόπο ο αποκτών άυλους τίτλους καλύπτεται από την πίστωση τους στο λογαριασμό του που διενεργείται από το φορέα, ενώ στην πραγματικότητα οι τίτλοι προέρχονται από λογαριασμό τρίτου προσώπου λόγω εσφαλμένης χρέωσης του λογαριασμού του τρίτου. Οι άυλοι τίτλοι εξάλλου είναι ηλεκτρονικά αξιόγραφα διότι, όπως αναλύεται εκτενώς σε προηγούμενη ενότητα, συγκεντρώνουν τα βασικά χαρακτηριστικά των αξιογράφων, i. ύπαρξη δικαιώματος (συμμετοχικό, ενοχικό), ii. ασώματο αντικείμενο στη θέση του εγγράφου κατόπιν τελολογικής διαστολής της έννοιας και iii. ηλεκτρονική καταχώριση δικαιώματος σε αρχείο με την έννοια της ενσωμάτωσης του δικαιώματος. Εξ αυτών των λόγων εφαρμόζονται οι αρχές του αξιογραφικού δικαίου, μια εκ των

¹⁴⁷ Βλ. αντί άλλων, *Απ.Γεωργιάδη* σε *Απ.Γεωργιάδη/Σταθόπουλου*, τ. V, άρθρο 1038-1039, 16, σελ.463. Για την έννοια του όρου «ανώνυμοι τίτλοι» που είχε υπόψη του ο νομοθέτης του ΑΚ και για την περίπτωση της διάταξης του άρθρου 1039, πρβλ. *Γ.Μπαλή*, *Γενικά αρχαία του αστικού δικαίου*, εκδ.ζ', 1955, 189, σελ.500 επ

οποίων είναι η καλόπιστη κτήση αξιογράφων από εσφαλμένη χρέωση λογαριασμού που γίνεται με σφάλμα του φορέα.

Όσα αναφέρονται ανωτέρω για τη μεταβίβαση άυλων τίτλων ισχύουν *mutandis mutandis* και για την ενεχυρίαση τους. Αυτό προκύπτει από τις γενικές διατάξεις του αστικού κώδικα όπως είναι η ΑΚ 1215 σύμφωνα με την οποία το ενέχυρο που συστήνεται από μη κύριο αποκτάται από τον ενεχυρούχο δανειστή όπως αποκτάται η κυριότητα κινητού από μη κύριο με αναλογική εφαρμογή των διατάξεων ΑΚ 1036 επ. Περαιτέρω, το ενδιαφέρον της θεωρίας έχει επικεντρωθεί περισσότερο στο ζήτημα της ανώμαλης εξέλιξης της σχέσης των μερών επί μεταβίβασης τίτλων για το λόγο ότι αποτελεί πολύ συχνή συναλλαγή στην πράξη· παρατηρείται, ωστόσο, η κοινή αντιμετώπιση των προβλημάτων που ανακύπτουν σχετικά με την ενεχυρίαση άυλων τίτλων με την αναλογική εφαρμογή ρυθμίσεων περί μεταβίβασης, όπου δεν υπάρχει σαφής νομοθετική ρύθμιση των θεμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΝΕΧΥΡΟΥ & ΑΝΑΓΚΑΣΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΧΕΣΗ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

6.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Το ερώτημα που διατρέχει όλο τον κορμό της εργασίας περί της νομικής φύσης των άυλων τίτλων έρχεται στο προσκήνιο για την αντιμετώπιση των δικονομικών ζητημάτων της ρευστοποίησης του ενεχύρου. Ο ενεχυρούχος δανειστής ενδιαφέρεται να ικανοποιηθεί από το περιεχόμενο του ενσωματωμένου δικαιώματος που έχει αποτυπωθεί με ηλεκτρονικό τρόπο στο μητρώο τίτλων, αλλά από την άλλη δεν μπορεί να παραβλεφθεί η ύπαρξη των άυλων τίτλων (ασώματα αντικείμενα) στους οποίους έχει δοθεί μια οιονεί εμπράγματη υπόσταση παρά την έλλειψη οικονομικής αξίας στις ηλεκτρονικές καταχωρίσεις. Η προηγηθείσα ανάλυση που παρουσίασε την προβληματική καταλήγει στην εμπράγματη / αξιογραφική φύση των άυλων τίτλων, προσιδιάζουν δηλαδή σε κινητά πράγματα με βασικό επιχείρημα την τελολογική διαστολή της έννοιας του πράγματος και την ενσωμάτωσή τους σε ηλεκτρονικά αρχεία. Ακολούθως, καλούνται σε εφαρμογή οι διατάξεις για τον εκποίηση κινητού πράγματος που έχει χρηματιστηριακή αξία (ΑΚ 1237 παρ. 2 και 1228 παρ.2) και συγκεκριμένα για τη χρηματιστηριακή εκποίηση πραγμάτων που βρίσκονται στα χέρια τρίτου. (ΚΠολΔ 982 παρ. 1 περ β'). Τουναντίον, δεν εφαρμόζονται διατάξεις για την αναγκαστική κατάσχεση χρηματικών απαιτήσεων (ΚΠολΔ 982 παρ. 1 περ α') διότι θα καταλήγαμε στην εξομοίωση των άυλων τίτλων

με μέσο πληρωμής και νόμιμο χρήμα.¹⁴⁸ Η εξομοίωση αυτή δεν είναι δυνατή ούτε από πλευράς ουσιαστικού δικαίου, ούτε από πλευράς αστικού δικονομικού δικαίου.¹⁴⁹

Περαιτέρω το ενέχυρο σε πράγμα αποσβήνεται με διάφορους τρόπους που προβλέπονται στις κοινές διατάξεις του αστικού δικαίου. Γίνεται δεκτό ότι τόσο οι γενικοί όσο και οι ειδικοί αποσβεστικοί λόγοι του ενεχύρου που προβλέπονται στον αστικό κώδικα συνάδουν με τη φύση και τη λειτουργία των άυλων τίτλων στους οποίους εφαρμόζονται κατάλληλα προσαρμοζόμενοι όπως προκύπτει από την παραπομπή ειδικών διατάξεων στις γενικές διατάξεις¹⁵⁰ καθώς και το ότι εν γένει η λειτουργία του ενεχύρου είναι αντικείμενο ρύθμισης του αστικού και αστικού δικονομικού δικαίου και σε πιο περιορισμένη έκταση ειδικότερων νομοθετημάτων (πχ νομοθετικό διάταγμα 17.7/13.8.1923¹⁵¹, νόμος 3301/2004). Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται, ωστόσο, στην εξέταση των γενικών διατάξεων και ουχί ειδικότερων νομοθετημάτων.

Γενικοί αποσβεστικοί λόγοι που προβλέπονται στο αστικό δίκαιο αποτελούν η υλική εξαφάνιση του ενεχυράσματος και υποκατάσταση του από τη χρηματική απαίτηση του δανειστή με περιεχόμενο την οικονομική αξία των κατεστραμμένων τίτλων (ΑΚ 1223) (π.χ. βλάβη συστήματος και καταστροφή του αρχείου των ηλεκτρονικά καταχωρημένων τίτλων), η νομική εξαφάνιση του ενεχυράσματος (π.χ. πλήρωση της διαλυτικής αίρεσης από την οποία τελεί το ενέχυρο και άρα αυτοδίκαιη κτήση των τίτλων από τον κύριο με τη μεταφορά τους σε λογαριασμό του κυρίου) (ΑΚ 1223), η στερητική αναδοχή χρέους από νέο οφειλέτη αν δεν συμφώνησε τη διατήρηση του ενεχυράσματος να συνεχίσει να βαρύνει το νέο οφειλέτη (ΑΚ 471, 475).¹⁵²

¹⁴⁸ Για την εννοιολογική και λειτουργική διάκριση της διαδικασίας κατασχέσεως απαιτήσεως αφενός και κινητών πραγμάτων εις χείρας τρίτου κατά την διάταξη του άρθρου 982 παρ.1 περ.α' και περ. β', βλ. *Ι.Μπρίνια*, Αναγκαστική Εκτέλεσις, τ.Γ', εκδ.β', 1980, άρθρο 982, §442, σελ.1234 επ.· *Ν.Νίκα*, Δίκαιο Αναγκαστικής Εκτελέσεως, τ.Π, Ειδικό μέρος, εκδ.β', 2018, §59, 16 επ., σελ.695 επ.· *Κεραμέα/Κανδύλη/Νίκα/(-Νικολόπουλο)*, ΚΠολΔ, τ.Π, 2000, άρθρο 982, 5, 6, σελ.1912· *Γ.Νικολόπουλο*, Αναγκαστική Εκτέλεση, εκδ.β', 2011, σελ.431· *Γ.Ορφανίδη*, Οι προϋποθέσεις για την επιβολή της κατασχέσεως εις χείρας τρίτου, Εισήγηση στο 41^ο Συνέδριο της Ε.Ε.Δ., σε Κατάσχεση εις χείρας τρίτου, 2017, σελ.25 επ. ιδίως 40.

¹⁴⁹ Για το συναφές θέμα της αναγκαστικής κατάσχεσης άυλων τίτλων που διενεργείται σύμφωνα με τη διαδικασία κατάσχεσης πράγματος κατ' άρθρο 991Α ΚΠολΔ βλ. *Δ. Τσιμπανούλη*, Η αναγκαστική κατάσχεση άυλων μετοχών, ΔΕΕ, 8-9/2002, σελ. 828επ.· *Κ. Ρήγα*, Το αντικείμενο και η προσήκουσα διαδικασία της κατασχέσεως άυλων τίτλων, ΕφΑΔ 12/2014, σελ.1005επ.

¹⁵⁰ Βλ. Κωδικοποιημένο Κανονισμό Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων και ιδίως το άρθρο 48 παρ. 3 «..*Η άρση της καταχώρησης του ενεχύρου και η συνακόλουθη αποδέσμευση των βεβαρυσμένων αξιών γίνεται στο Σ.Α.Τ. συνεπεία αποσβέσεως του ενεχύρου σύμφωνα με τα οριζόμενα στο νόμο...*». Ο εξειδικευμένος Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ. παραπέμπει στις κοινές διατάξεις του αστικού δικαίου για την απόσβεση του ενεχύρου.

¹⁵¹ Για περαιτέρω πληροφορίες σχετικά με την ενεχυρίαση που λαμβάνει χώρα σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.δ. 17.7/13.8.1923 βλ. *Π. Μάζη*, Εμπράγματη Εξασφάλιση Τραπεζών και Αωνόμων Εταιρειών – Σύμφωνα με το Ν.Δ. της 17.7./13.8.1923 «περί ειδικών διατάξεων επί αωνόμων εταιρειών και την υπόλοιπη σχετική ειδική νομοθεσία» εκδ. Β', 1993, passim

¹⁵² Περαιτέρω ανάλυση βλ. σε *Κ. Βαβούσκο*, Εμπράγματων Δίκαιον, εκδ. ε', 1979, σελ. 412-413· *Απ. Γεωργιάδη*, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ.β', 2008, §26, σελ. 505-507· *Φ. Δωρή*, Εμπράγματη Ασφάλεια, 1986, σελ. 127· *Γ. Μπαλή*, Εμπράγματων Δίκαιον, εκδ. Β', 1951, σελ. 476επ· *Α. Παπαδημητρόπουλο*, σε Απ.Γεωργιάδη, ΣΕΑΚ, τ. Π, εκδ. 2013, σελ. 472επ.· *Ι. Σπυριδάκη*, Το συμβατικό ενέχυρο πράγματος κατά τον Αστικό Κώδικα, 2003, σελ. 215επ.· *Α. Τούση*, Εμπράγματων Δίκαιον, εκδ. Δ', 1986, σελ. 925επ.· *Π. Φίλιο*, Εμπράγματο Δίκαιο, εκδ. δ', 2011, σελ. 339επ.

Από την άλλη πλευρά, ειδικοί αποσβεστικοί λόγοι του ενεχύρου που προβλέπονται στο αστικό δίκαιο αποτελούν η απόσβεση της ασφαλιζόμενης απαίτησης χάριν στην οποία έχει συσταθεί (ΑΚ 1243 περ. 1), η ρευστοποίηση του ενεχύρου με τη διενέργεια πλειστηριασμού και η συνακόλουθη απόκτηση των τίτλων ελεύθερων βαρών από το νέο κύριο σε περίπτωση μη ικανοποίησης της ασφαλιζόμενης απαίτησης (ΑΚ 1240), η μονομερής δήλωση του ενεχυρούχου δανειστή προς τον ενεχυραστή ότι παραιτείται από το δικαίωμα ενεχύρου (ΑΚ 1243 περ. 3) και η ένωση στο ίδιο πρόσωπο της κυριότητας και του δικαιώματος του ενεχύρου. (ΑΚ 1243 περ. 4).¹⁵³ Η ΑΚ 1243 περ. 2 προβλέπει επίσης ως αποσβεστικό λόγο την απόδοση του πράγματος από τον ενεχυρούχο δανειστή στον ενεχυραστή (ενεχυρικός οφειλέτης ή προσωπικός οφειλέτης), αμφιβάλλω όμως αν ο συγκεκριμένος τρόπος απόσβεσης συνάδει με τη λειτουργία των άυλων τίτλων η κατοχή των οποίων έχει ανατεθεί και ανήκει σε τρίτον (μητρώο τίτλων). Το γεγονός της φυσικής εξουσίασης από τον ενεχυρούχο δανειστή (φαινόμενο κατοχής) δεν αποτελεί πλέον στοιχείο για να δημιουργηθεί η πεποίθηση στους τρίτους ότι έχει συσταθεί ενέχυρο υπέρ του δεδομένου ότι οι άυλοι τίτλοι βρίσκονται αποκλειστικά στην κατοχή των μητρώων. Ως εκ τούτου δεν είναι δυνατή στην πράξη η παράδοση των άυλων τίτλων στην κατοχή του ενεχυρούχου δανειστή διότι πάντα μεσολαβεί το μητρώο τήρησης τίτλων το οποίο διατηρεί την κατοχή. Στο πλαίσιο λειτουργίας του Σ.Α.Τ. υποβάλλεται εγγράφως η γνωστοποίηση της άρσης του ενεχύρου επί άυλων κινητών αξιών που υπογράφεται από τους δύο συμβαλλόμενους. Έτσι το μητρώο διασφαλίζει ότι έχει επέλθει πράγματι η άρση του ενεχύρου για κάποιον αποσβεστικό λόγο και αποφεύγεται η πιθανότητα λάθους.

6.1.1 Διάκριση Εννοιών

Ο φυσιολογικός τρόπος απόσβεσης του ενεχύρου ο οποίος απορρέει από την αρχή του παρεπομένου είναι η εμπρόθεσμη ικανοποίηση του ενεχυρούχου δανειστή από τον ενεχυραστή, είτε είναι προσωπικός οφειλέτης είτε τρίτος ενεχυρικός οφειλέτης, κατά τη λήξη της ασφαλιζόμενης απαίτησης. Η φυσιολογική απόσβεση της κύριας έννομης σχέσης (συνηθέστερα σύμβαση δανείου) συμπαρασύρει σε απόσβεση την παρεπόμενη εξασφαλιστική έννομη σχέση.¹⁵⁴ Η συγκεκριμένη έννομη συνέπεια απορρέει από την ΑΚ 1243 περ.1 αλλά και από την όλη λειτουργία του θεσμού του ενεχύρου ενώ το γεγονός ότι αντικείμενο του ενεχύρου είναι άυλοι τίτλοι, ονομαστικοί ή ανώνυμοι, δεν μεταβάλλει τη νομική μεταχείριση.

Σε περίπτωση ανώμαλης εξέλιξης της σχέσης των μερών λόγω της εκπρόθεσμης ή μη προσήκουσας (μερικής) ικανοποίησης της ασφαλιζόμενης απαίτησης του ενεχυρούχου δανειστή

¹⁵³ Πρβλ και προηγούμενη υποσ.

¹⁵⁴ Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ., β', 2008, σελ. 502

ο τελευταίος δύναται να ρευστοποιήσει το ενέχυρο με τη διενέργεια πλειστηριασμού και να ικανοποιηθεί προνομιακά από το προϊόν της ρευστοποίησης. Η εξουσία ρευστοποίησης και προνομιακής ικανοποίησης από το εκπλειστηρίασμα αποτελεί την κύρια εξουσία που προσπορίζει το δικαίωμα ενεχύρου. Η συγκεκριμένη εξουσία εκφράζεται παραστατικά με το εξής παράδειγμα: Ο Α (οφειλέτης) και ο Β (δανειστής) έχουν συνάψει σύμβαση δανείου και ο Α προς εξασφάλιση του δανείου του συστήνει ενέχυρο σε 30 ονομαστικές μετοχές που έχει στην κυριότητα του της εταιρείας Γ και οι οποίες είναι καταχωρημένες στο Σύστημα Άυλων Τίτλων του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Με τη λήξη του δανείου, ο οφειλέτης και ενεχυραστής Α αδυνατεί να επιστρέψει πλήρως το οφειλόμενο ποσό του δανείου κατά τους όρους της συναφθείσας σύμβασης δανείου και ο δανειστής Β επισπεύδει αναγκαστική εκτέλεση εις βάρος του προβαίνοντας στη ρευστοποίηση των 30 ονομαστικών μετοχών προς ικανοποίηση της ασφαλιζόμενης απαίτησης. Η ρευστοποίηση λαμβάνει χώρα στα πλαίσια λειτουργίας του Σ.Α.Τ. με τη διενέργεια χρηματιστηριακής εκποίησης κατά τη ειδικότερα οριζόμενα στην εν ισχύ απόφαση αρ. 28 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η θεωρία έχει απασχοληθεί ιδιαίτερα με το ζήτημα της κατάσχεσης άυλων τίτλων από το οποίο αντλούνται τελεολογικά και νομικά επιχειρήματα για τη επίλυση ζητημάτων που ανακύπτουν κατά της εξέτασης της ρευστοποίησης των άυλων τίτλων.¹⁵⁵ Η ρευστοποίηση του ενεχύρου αντιδιαστέλλεται από την κατάσχεση των άυλων τίτλων που αποτελεί πράξη αναγκαστικής εκτέλεσης και μπορεί να διενεργηθεί από οποιονδήποτε δανειστή κατά του οφειλέτη του από οποιαδήποτε αιτία (πχ. από αδικοπραξία, ενδοσυμβατική υποχρέωση κλπ) και ουχί στα πλαίσια εξασφαλιστικής συμφωνίας σύστασης ενεχύρου.¹⁵⁶ Η αναγκαστική κατάσχεση άυλων τίτλων οδηγεί στον πλειστηριασμό και στην ικανοποίηση του δανειστή από το πλειστηρίασμα ο οποίος κατατάσσεται ως εγχειρόγραφος δανειστής, ενώ το ενέχυρο σε άυλους τίτλους οδηγεί σε προνομιακή ικανοποίηση του δανειστή ο οποίος κατατάσσεται ως ενέγγυος δανειστής και προηγείται στην τάξη από τις ενοχικές ασφάλειες. Η συγκεκριμένη σχέση θα μπορούσε να εκφρασθεί παραστατικά με το εξής παράδειγμα: Ο Α και ο Β είναι συμβαλλόμενα μέρη σε μια σύμβαση κατασκευής ενός φωτοβολταϊκού σταθμού, αλλά λόγω διαφωνιών περί την εκτέλεση του έργου ο Β (εργοδότης) καταφέρνει να επιδικασθεί υπέρ του αποζημίωση 20.000 ευρώ λόγω πραγματικών ελαττωμάτων του έργου κατά του Α (εργολάβος). Ο δανειστής Β εξοπλισμένος με εκτελεστό τίτλο τη δικαστική απόφαση μπορεί να στραφεί κατά του Α επισπεύδοντας αναγκαστική εκτέλεση εις βάρος του και να προβεί στην αναγκαστική κατάσχεση των 30 ονομαστικών άυλων μετοχών που ο Α τηρεί σε λογαριασμό επενδυτή στο Σύστημα Άυλων Τίτλων του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η ενοχική αξίωση του Β κατά του Α θα καταταγεί τυχαία

¹⁵⁵ Πρβλ. προηγούμενη υποσημείωση 128

¹⁵⁶ Βλ. περισσότερο στον Κωδικοποιημένο Κανονισμό Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων (Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ.) ιδίως στο άρθρο 50 «Καταχώρηση κατάσχεσης επί αξιών και εκποίηση αυτών»

και θα ικανοποιηθεί από τυχόν εναπομείναν πλειστηρίασμα, ενώ οι υπάρχοντες ενέγγυοι δανειστές θα προηγούνται στην κατάταξη κατά τη διανομή του πλειστηριάσματος.

Παρά το γεγονός ότι η προβληματική της κατάσχεση άυλων τίτλων δεν συνδέεται άμεσα με την προβληματική της ρευστοποίησης του ενεχύρου, στην παρούσα ενότητα εξετάζεται ακροθιγώς η προβληματική της κατάσχεσης για το λόγο ότι αποτελεί πράξη αναγκαστικής εκτέλεσης με αντικείμενο άυλους τίτλους και η διαδικασία που ακολουθείται είναι στο μεγαλύτερο μέρος της κοινή με τη ρευστοποίηση με μικρές παραλλαγές, ιδίως στα πλαίσια λειτουργίας του Συστήματος Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) που εξετάζεται κατωτέρω. Η δικονομική μεταχείριση της ρευστοποίησης του ενεχύρου επί άυλων τίτλων και της κατάσχεσης άυλων τίτλων είναι παρόμοια δεδομένου ότι αντικείμενο της ρευστοποίησης/κατάσχεσης είναι άυλοι τίτλοι ηλεκτρονικώς καταχωρημένοι σε μητρώα που εκποιούνται χρηματιστηριακώς. Επίσης, εφαρμόζονται κοινές διατάξεις του αστικού δικονομικού δικαίου για τη διενέργεια πλειστηριασμού τίτλων ευρισκόμενων εις χείρας τρίτου (892επ. ΚΠολΔ). Οι σημαντικότερες διαφοροποιήσεις εντοπίζονται στον τρόπο έναρξης της αναγκαστικής εκτέλεσης και στην κατάταξη των δανειστών στο στάδιο της διανομής του πλειστηριάσματος.

6.2 Ρευστοποίηση ενεχύρου επί άυλων τίτλων

Η ρευστοποίηση του ενεχύρου σε άυλους τίτλους διαφοροποιείται ανάλογα με τον τρόπο ενεχυρίασης, εάν δηλαδή ακολουθεί τις γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου ή τις διατάξεις ειδικότερων νομοθετημάτων όπως είναι το νομοθετικό διάταγμα 17.7/13.8.1923 για τις ειδικές διατάξεις επί ανωνύμων εταιρειών¹⁵⁷ και ο νόμος 3301/2004 για τη χρηματοοικονομική ασφάλεια. Στην παρούσα μελέτη, η ανάλυση επικεντρώνεται στην εξέταση των γενικών διατάξεων του αστικού δικαίου σε συνδυασμό με τις ειδικές διατάξεις που εφαρμόζονται στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) όπου η εκποίηση των τίτλων διενεργείται χρηματιστηριακά σύμφωνα με την απόφαση αρ. 28 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την «αναγκαστική εκποίηση μετοχών». Η συγκεκριμένη απόφαση αφορά μεν τις άυλες μετοχές, αλλά γίνεται ερμηνευτικά δεκτό ότι τελικώς καταλαμβάνει όλους τους άυλους τίτλους που εκποιούνται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από διορισμένα μέλη του και δεν περιορίζεται μόνο στην εκποίηση μετοχών. Αυτό προκύπτει μεν από την έλλειψη κάποιας σχετικής απόφασης που να αφορά στους λοιπούς άυλους τίτλους αλλά και από την έλλειψη δικαιολογητικού λόγου διαφοροποίησης των διενεργούμενων διαδικασιών χρηματιστηριακής εκποίησης μεταξύ των διαφόρων ειδών τίτλων. Εξ αυτού του λόγου το κενό καλύπτεται αναλογικά από την απόφαση για την εκποίηση μετοχών.

¹⁵⁷ Πρβλ. προηγούμενη υποσημείωση 131

Το ενέχυρο που έχει συσταθεί με εφαρμογή των γενικών διατάξεων του αστικού κώδικα σε συνδυασμό με τις προβλεπόμενες ρυθμίσεις στον Κανονισμό Λειτουργίας Σ.Α.Τ. ρευστοποιείται με εφαρμογή των γενικών διατάξεων ΑΚ 1237, ΑΚ1238, ΑΚ1240 – 1242 σε συνδυασμό με την απόφαση αρ. 28 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τις διατάξεις του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, 991Α ΚΠολΔ και 982επ. ΚΠολΔ για την κατάσχεση κινητού πράγματος ευρισκόμενου εις χείρας τρίτου¹⁵⁸.

Σύμφωνα με την ΑΚ 1237 η ρευστοποίηση επέρχεται υπό δύο προϋποθέσεις· αφενός τη λήξη της ασφαλιζόμενης απαίτησης (συχνότερα θα πρόκειται για δάνειο που κατέστη ληξιπρόθεσμο) και αφετέρου η ασφαλιζόμενη απαίτηση να είναι χρηματική ή να μετατράπηκε σε χρηματική στη συνέχεια.¹⁵⁹ Ειδικότερα δεν απαιτείται ο ενεχυραστής να έχει καταστεί υπερήμερος, αλλά αρκεί απλώς η λήξη της ασφαλιζόμενης απαίτησης για τη ρευστοποίηση.¹⁶⁰

Περαιτέρω, σύμφωνα με όσα ορίζει γενικά η ΑΚ 1237 η ρευστοποίηση επέρχεται με την πώληση του πράγματος με πλειστηριασμό και με εκτελεστό τίτλο τη σύμβαση ενεχύρου που έχει συνταχθεί με συμβολαιογραφικό έγγραφο (ΑΚ 1211 σε συνδ. με 904 ΚΠολΔ) και ελλείψει εκτελεστού τίτλου κατόπιν έκδοσης δικαστικής απόφασης που συνιστά εκτελεστό τίτλο (904 ΚΠολΔ) για την πώληση του πράγματος με πλειστηριασμό. Γίνεται επίσης δεκτό ότι δεν απαιτείται η κατάσχεση του ενεχυριασμένου πράγματος λόγω επαρκούς προσδιορισμού του στη σύμβαση ενεχύρου και λόγω της παράδοσης του στον ενεχυρούχο δανειστή με την οποία εξαφανίζεται ο κίνδυνος διάθεσης του από τον κύριο του πράγματος.¹⁶¹ Στην περίπτωση που το πράγμα είναι κατατεθειμένο προς φύλαξη σε τρίτο πρόσωπο, όπως δηλαδή συμβαίνει με τους άυλους τίτλους που βρίσκονται στην κατοχή του Συστήματος Άυλων Τίτλων, φαίνεται πως η πιστή εφαρμογή της ΑΚ 1237 δεν διευκολύνει τη διενέργεια πλειστηριασμού. Ο νομοθέτης στην ΑΚ 1237 είχε στο νου του περισσότερο την περίπτωση που το πράγμα βρίσκεται στην κατοχή του ενεχυρούχου δανειστή και ο τελευταίος μπορεί να προβεί σε αναγκαστική εκτέλεση χωρίς προηγούμενη κατάσχεση για το λόγο ότι έχει τη φυσική εξουσία του πράγματος. Απεναντίας, στην περίπτωση των άυλων τίτλων οι οποίοι βρίσκονται διαρκώς στην κατοχή του μητρώου τίτλων φαίνεται πως η κατάσχεση τους είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τη διενέργεια του πλειστηριασμού λόγω του ότι απαιτείται να προσδιορισθεί με ακρίβεια το αντικείμενο της

¹⁵⁸ Βλ. περισσότερα για τη διαδικασία κατασχέσεως σε *Κ. Ρήγα*, Το αντικείμενο και η προσήκουσα διαδικασία της κατασχέσεως άυλων τίτλων, ΕφΑΔ 12/2014, σελ. 1000επ.

¹⁵⁹ *Απ. Γεωργιάδης*, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. β', 2008, σελ. 502 επ.

¹⁶⁰ *Γ.Μπαλής*, Εμπράγατον Δίκαιον, εκδ.β', 1951, §215 · *Ι.Σπυριδάκης*, Το δίκαιον της εμπραγμάτου ασφαλείας, τ.ΙΙΙ, Ενέχυρον, 1976, §164, σελ.101 · *Νικολόπουλος* σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, άρθρο 1237, 3, σελ.338.

¹⁶¹ · *Ι.Μπρίνια*, Αναγκαστική Εκτέλεσις, τ.Β, εκδ.β', 1979, §418, σελ.1119· *Απ. Γεωργιάδη*, Η εξασφάλιση των Πιστώσεων, εκδ. 2008, §26, σελ. 503επ· *τον ίδιο*, Εμπράγατο Δίκαιο, εκδ.β', 2010, §89, 82, σελ.1128 · *Α. Παπαδημητρόπουλο* σε Απ.Γεωργιάδη, ΣΕΑΚ, Τόμος ΙΙ, εκδ. 2013, άρθρο 1237, σελ. 459-464.

κατάσχεσης.¹⁶² Η λύση αυτή υποβάλλεται και από το ότι το μητρώο τίτλων (Σ.Α.Τ.) είναι αυτό που θα διενεργήσει τη χρηματιστηριακή εκποίηση χωρίς να παραδώσει την κατοχή των τίτλων στον ενεχυρούχο δανειστή και για αυτό χρειάζεται να περιγράφεται με ακρίβεια το είδος και η ποσότητα των προς εκποίηση τίτλων. Η διαδικασία που θα ακολουθηθεί είναι σύμφωνη με τα άρθρα ΚΠολΔ 982 επ. και ιδίως τη διάταξη ΚΠολΔ 991Α που αφορά αποκλειστικά άυλες κινητές αξίες. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη διάταξη οι άυλοι τίτλοι κατάσχονται ως πράγματα που βρίσκονται στα χέρια του μητρώου και εκποιούνται χρηματιστηριακά σύμφωνα με τη διαδικασία που προβλέπει η απόφαση αρ. 28 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Αξιοσημείωτο είναι ότι στο παρελθόν η δικονομική μεταχείριση των τίτλων ήταν πιο ασαφής λόγω της απουσίας της διάταξης 991Α ΚΠολΔ και είχε δημιουργηθεί αμφιβολία για την εκποίηση των τίτλων ως χρηματικές απαιτήσεις ή πράγματα. Τελικώς επικράτησε η δικονομική μεταχείριση των άυλων τίτλων ως πράγματα ή ηλεκτρονικά αξιόγραφα, ενώ η δικονομική μεταχείριση ενισχύει τις φωνές της θεωρίας που από πλευράς ουσιαστικού δικαίου υποστηρίζουν τον εμπράγματο και αξιογραφικό και χαρακτήρα των άυλων τίτλων.

Με βάση τις προηγηθείσες παρατηρήσεις η ρευστοποίηση του ενεχύρου ακολουθεί την κατάσχεση πράγματος και την εκποίηση του με τη διενέργεια πλειστηριασμού. Σύμφωνα με την 983 ΚΠολΔ σε συνδυασμό με την απόφαση αριθμό 28 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προκειμένου να διενεργηθεί εκποίηση ο ενεχυρούχος δανειστής κατά τη λήξη του ασφαλισμένου χρέους υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα ακόλουθα έγγραφα i. γραπτό αίτημα για τον διορισμό μέλους του Χρηματιστηρίου Αθηνών το οποίο θα διενεργήσει την εκποίηση, ii. τον εκτελεστό τίτλο (904 ΚΠολΔ) που είναι είτε η σύμβαση ενεχύρου που έχει συνταχθεί με συμβολαιογραφικό έγγραφο (ΑΚ 1211) είτε δικαστική απόφαση (ΑΚ 1237), iii. την κατασχετήρια έκθεση, iv. την έκθεση επίδοσης του εκτελεστού τίτλου προς τον ενεχυραστή ώστε να φανεί ότι έχει πράγματι ενημερωθεί για την επικείμενη διενέργεια πλειστηριασμού καθώς και v. την ενημέρωση των εμπλεκόμενων σε ενέχυρο που εκδίδεται από Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΕΛ.Κ.Α.Τ.) που αποτελεί το μητρώο τίτλων του Σ.Α.Τ. υπό τη σημερινή του επωνυμία. Για την έγκυρη διενέργεια πλειστηριασμού ο ενεχυρούχος δανειστής υποχρεούται επιπλέον κατά τη λήξη του ασφαλισμένου χρέους να επιδώσει στον ενεχυραστή εναντίον του οποίου επισπεύδεται η εκτέλεση i. τον εκτελεστό τίτλο (904 ΚΠολΔ) και ii. την κατασχετήρια

¹⁶² Πρβλ. συναφώς και *Νικολόπουλο*, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, άρθρο 1237 αρ. 8, ο οποίος βέβαια κάνει λόγο και για επιπρόσθετη δυνατότητα αιτήσεως σχετικής δικαστικής άδειας κατά την πρόβλεψη της διάταξης του άρθρου 1237 ΑΚ. Βλ. και *Ι.Μπρίνια*, Αναγκαστική Εκτέλεσις, τ. Β', εκδ.β', 1979, άρθρο 976, 418, σελ.1119 επ. και *Π.Γέσιου-Φαλσή*, Δίκαιο Αναγκαστικής Εκτέλεσεως, τ.Πα', Ειδικό μέρος, εκδ.γ', 2018, §54, 134, σελ.274, δεχόμενος ότι στην περίπτωση που το ενεχύρασμα κατέχει τρίτος (1212 ΑΚ), που αρνείται να το αποδώσει, μπορεί να ακολουθηθεί – αναλογικώς εφαρμοζόμενη – η διαδικασία της κατασχέσεως εις χείρας τρίτου (άρθρα 982 επ. ΚΠολΔ), οπότε αντί για τον εκτελεστό τίτλο δυνατή είναι η επίδοση της δικαστικής άδειας του άρθρου 1237 ΑΚ (πρβλ. και άρθρο 983 παρ.1^α ΚΠολΔ).

έκθεση. Αφής στιγμής υποβληθούν όλα τα έγγραφα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα οποία είναι πλήρη και οριστεί η ημερομηνία του πλειστηριασμού που ορίζεται από τον δικαστικό επιμελητή στην κατασχετήρια έκθεση συνήθως σε συμφωνία με τον αρμόδιο υπάλληλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χορηγεί την άδεια εκποίησης. Στη συνέχεια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκδίδει απόφαση με την οποία διορίζεται το μέλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών που θα διενεργήσει την εκποίηση που δεν μπορεί να έρχεται σε σύγκρουση συμφερόντων με τον ενεχυρούχο δανειστή, καθορίζεται το είδος και ο αριθμός των εκποιούμενων αξιών, η ημερομηνία, η ώρα και ο χώρος διενέργειας της εκποίησης, αναφέρεται η τιμή εκκίνησης της εκποίησης, όπως έχει οριστεί από τον επισπεύδοντα, ως ποσοστό απόκλισης από την αμέσως προηγούμενη τιμή κλεισίματος. Στη συνέχεια η «απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κοινοποιείται στο Χρηματιστήριο Αθηνών, στο Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων (ΕΛ.ΚΑ.Τ.), στο μέλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών, που διορίστηκε για τη διενέργεια της εκποίησης, στον συμβολαιογράφο, στον δικηγόρο του επισπεύδοντος, στον οφειλέτη, οι τίτλοι του οποίου εκποιούνται, στον ενεχυρούχο δανειστή... Η εκποίηση λαμβάνει χώρα με ηλεκτρονική διαβίβαση εντολών σε ειδικό χώρο του Χρηματιστηρίου Αθηνών στον οποίο είναι δυνατή η παρακολούθηση της εξέλιξης της διαδικασίας εκποίησης. Τη διαδικασία παρακολουθούν ο εξουσιοδοτημένος χειριστής (υπάλληλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών) του συστήματος ΟΑΣΗΣ, υποσύστημα μετοχών, ο εκπρόσωπος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ο συμβολαιογράφος και ο εκπρόσωπος του μέλους, που έχει διοριστεί για να διενεργήσει την εκποίηση. Η εκποίηση γίνεται σύμφωνα με τα οριζόμενα στο άρθρο 99 του Κανονισμού του Χ.Α Απόφαση 4/358/8.11.2005 του Δ.Σ. της Ε.Κ.. Εάν δεν επιτευχθεί πλήρης εκποίηση των τίτλων την ορισμένη ημέρα, η διαδικασία για το εναπομείναν υπόλοιπο συνεχίζεται την επόμενη ημέρα. Εάν και την επόμενη ημέρα παραμείνει υπόλοιπο, συμφωνείται νέα ημερομηνία μεταξύ υπαλλήλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, συμβολαιογράφου και μέλους και δημοσιεύεται νέα σχετική ανακοίνωση στο Η.Δ.Τ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών»

Το ενέχυρο αποσβήνεται για έναν από τους ανωτέρω αναφερθέντες νόμιμους λόγους τηρουμένων των διαδικασιών που λαμβάνουν χώρα στο Χρηματιστήριο Αθηνών με την συνδρομή και την παρουσία των εξειδικευμένων προς τούτο μελών. Περαιτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 48 § 3 του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ. ρυθμίζεται η άρση του καταχωρημένου ενεχύρου «..και η συνακόλουθη αποδέσμευση των βεβαρημένων αξιών γίνεται στο Σ.Α.Τ. συνεπεία αποσβέσεως του ενεχύρου σύμφωνα με τα οριζόμενα στο νόμο...». Παρατηρείται ότι πρώτα επέρχεται η απόσβεση του ενεχύρου που μπορεί να επέλθει λόγω εκποίησης των ενεχυριασμένων τίτλων, λόγω πληρωμής της ασφαλιζόμενης απαίτησης ή για έναν από τους λοιπούς νόμιμους λόγους, και εν συνεχεία επέρχεται η άρση του ενεχύρου η οποία είναι αναγκαία γιατί παράγει την απόδειξη απόσβεσης του ενεχύρου. Επισημαίνεται, ότι η άυλη φύση των τίτλων επιτάσσει την ηλεκτρονική εγγραφή της νομικής μεταβολής για να παράγει έννομες συνέπειες.

6.3 Αναγκαστική κατάσχεση άυλων τίτλων

Η αναγκαστική κατάσχεση με αντικείμενο άυλους τίτλους αποτελεί πράξη αναγκαστικής εκτέλεσης η οποία διενεργείται με βάση τις κοινές διατάξεις του αστικού δικονομικού δικαίου, ενώ από άποψης διαδικασιών που λαμβάνουν χώρα χρηματιστηριακώς με βάση ειδικούς κανονισμούς. Τέτοιοι είναι ο Κωδικοποιημένος Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ. και ιδίως το άρθρο 50 σχετικά με την «καταχώρηση κατάσχεσης επί αξιών και εκποίηση αυτών» αλλά και η απόφαση με αριθμό 28 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την «αναγκαστική εκποίηση μετοχών». Τα λοιπά ειδικά νομοθετήματα που υπάρχουν και τα οποία παρεκκλίνουν από τις ρυθμίσεις του αστικού κώδικα, όπως είναι το νομοθετικό διάταγμα 17.7./13.8.1923 και ο νόμος 3301/2004, εκφεύγουν του αντικειμένου μελέτης της παρούσας εργασίας.

Ο δικονομικός νομοθέτης περιέλαβε στις διατάξεις του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας τη διάταξη 991Α ΚΠολΔ σύμφωνα με την οποία *«αν αντικείμενο της κατάσχεσης είναι κινητές αξίες ή χρηματοπιστωτικά μέσα που τηρούνται σε άυλη μορφή και εκποιούνται σε χρηματιστήριο ή άλλη ρυθμιζόμενη αγορά που λειτουργεί στην ημεδαπή, εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις των άρθρων 983 επόμενα. Η κατάσχεση θεωρείται ως κατάσχεση πράγματος που βρίσκεται στα χέρια τρίτου. Η εκποίηση των κινητών αξιών ή των χρηματοπιστωτικών μέσων που κατασχέθηκαν γίνεται στο πλαίσιο δημόσιου αναγκαστικού πλειστηριασμού, σύμφωνα με τη διαδικασία που προβλέπεται σε αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς»*. (η υπογράμμιση δική μας). Ο δικονομικός νομοθέτης λαμβάνοντας υπόψιν τον τρόπο λειτουργίας των οργανωμένων αγορών τοποθετήθηκε στο ζήτημα του τρόπου κατάσχεσης άυλων τίτλων σχετικά με το οποίο είχε προηγηθεί εκτενής θεωρητικός διάλογος προς την κατεύθυνση της κατάσχεσης άυλων τίτλων ως κινητά πράγματα ευρισκόμενα εις χείρας τρίτου.¹⁶³ Σύμφωνα με τη βούληση του δικονομικού νομοθέτη που ανευρίσκεται στην αιτιολογική σκέψη της συγκεκριμένης διάταξης η νομοθετική μεταχείριση αποβλέπει στον εξορθολογισμό της διαδικασίας της πολιτικής δίκης, αλλά πάντως η υιοθετούμενη προσέγγιση περιορίζεται στην εκτελεστική διαδικασία. Ως εκ τούτου ο νομοθέτης απέφυγε να τοποθετηθεί γενικότερα για τη νομική φύση των άυλων τίτλων αλλά παρενέβη νομοθετικά προς επίλυση του

¹⁶³ Πρβλ. την παρουσίαση των Δ.Τσικρικά, σε Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920, εκδ. γ', 2013, άρθρο 8β, σελ 459-470 και ιδίως σελ.464επ. · Σ. Κουσουλή, σε Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920, εκδ. β', 2003, άρθρο 8β, σελ.397-408 και ιδίως σελ. 402επ. · Δ.Τσιμπανούλη, Η αναγκαστική κατάσχεση άυλων μετοχών, ΔΕΕ, 2002, σελ.823 επ. ιδίως 828 επ.· του ίδιου, Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ, 2009, σελ.358 επ. · Κ. Ρήγα, Το αντικείμενο και η προσήκουσα διαδικασία της κατασχεσεως άυλων τίτλων, ΕφΑΔ 2014, σελ. 1000-1014. και ιδίως σελ. 1005επ.· Βλ. και ΕφΑθ 7258/2005, ΔΕΕ, 2005, 1184.

θέματος της εκτέλεσης με παραπομπή στην αναγκαστική κατάσχεση κινητών πραγμάτων εις χείρας τρίτου (ΚΠολΔ 983επ.).¹⁶⁴

Η νομοθετική βούληση αποτυπώνεται στην αιτιολογική έκθεση του νόμου 3994/2011 που τροποποίησε τον Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας και προσέθεσε το άρθρο 991Α ΚΠολΔ σχετικά με τις άυλες κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο κατάσχεσης. Η προσθήκη του άρθρου 991Α ΚΠολΔ αποβλέπει στην προσαρμογή του Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας «..στην συντελεσθείσα αποϋλοποίηση των τίτλων μετοχών και των λοιπών χρηματοπιστωτικών μέσων των οποίων η υπεγγυότητα στα διωκτικά μέτρα των δανειστών είναι σκόπιμο να ρυθμισθεί και νομοθετικώς [...] η προτεινόμενη ρύθμιση υπαγορεύεται από την απεγχάρτωση (αποϋλοποίηση) τίτλων μετοχών και λοιπών χρηματοπιστωτικών μέσων που είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένες αγορές. Κρίθηκε, ότι η εξέλιξη αυτή δεν θα έπρεπε να οδηγήσει αυτή καθ' εαυτή στην αποδοχή άλλου είδους αναγκαστικής εκτέλεσης σε σχέση με το παρελθόν. Η υιοθετούμενη προσέγγιση περιορίζεται πάντως στην εκτελεστική διαδικασία. Η προτεινόμενη νέα ρύθμιση ανταποκρίνεται στις σύγχρονες ανάγκες και στην πραγματικότητα της συναλλακτικής ζωής». Ως εκ τούτου συνάγεται ότι η δικονομική μεταχείριση των άυλων τίτλων ως κινητά πράγματα υπαγορεύεται από το φαινόμενο της αποϋλοποίησης με την απεγχάρτωση των χρηματοπιστωτικών μέσων. Ο νομοθέτης δεν προσδιορίζει με ακρίβεια ποιες είναι οι σύγχρονες ανάγκες και η πραγματικότητα της συναλλακτικής ζωής που οδηγούν στη δικονομική μεταχείριση των άυλων τίτλων ως κινητά πράγματα για αυτό και η απάντηση πρέπει να δοθεί με βάση το πλαίσιο κυκλοφορίας χρηματοπιστωτικών μέσων (μεταξύ αυτών και κινητών αξιών) που μέχρι πρότινος ήταν αποκλειστικά η κεφαλαιαγορά, δηλαδή ο χώρος συγκέντρωσης κεφαλαίων με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα που δομείται σε πολύ μεγάλο βαθμό στις έννοιες της αγοράς και της πώλησης. Οι θέσεις της θεωρίας γύρω από τη φύση των άυλων τίτλων ως κινητά πράγματα παρουσιάστηκαν εκτενώς στο πρώτο κεφάλαιο.

6.4. Ζήτημα απορρήτου καταχωρίσεων

Το θέμα της επιβολής αναγκαστικής κατάσχεσης σε άυλους τίτλους του οφειλέτη που τηρούνται ηλεκτρονικά σε συγκεκριμένο λογαριασμό ευρισκόμενο εις χείρας του μητρώου άυλων τίτλων είχε προκαλέσει σύγκρουση με το απόρρητο των καταχωρίσεων. Η θεωρία και η νομολογία είχαν απασχοληθεί στο παρελθόν με το ζήτημα της αναγκαστικής κατάσχεσης άυλων εις βάρος

¹⁶⁴ Για τη τεολογία και τον ειδικότερο τρόπο λειτουργίας της διάταξης του άρθρου 991 Α ΚΠολΔ, βλ. και Π.Γέσιου-Φαλτσή, Δίκαιο Αναγκαστικής Εκτελέσεως, τ.Ιβ', Ειδικό μέρος, εκδ.β', 2018, §64, 80 επ., σελ.56 επ. · Ν.Νίκα, Δίκαιο Αναγκαστικής Εκτελέσεως, τ.ΙΙ, Ειδικό μέρος, εκδ.β', 2018, §59, 28 επ., σελ.703 επ. · Κ.Ρήγα, Το αντικείμενο και η προσήκουσα διαδικασία κατάσχεσης, ΕφΑΔΠολΔ, 2014, σελ.1000 επ. · Ευ.Ασημακοπούλου, Η κατάσχεση των άυλων μετοχών, Παρέμβαση στο 41^ο Συνέδριο της Ε.Ε.Δ., 2017, σελ.143 επ. · Μ.Μαργαρίτη/Α.Μαργαρίτη, Ερμηνεία ΚΠολΔ, 2012, άρθρο 991Α, αρ. 1

του απορρήτου των καταχωρούμενων στοιχείων στους λογαριασμούς και είχαν αρχικά οδηγηθεί στη θέση της απαγόρευσης της κατάσχεσης άυλων τίτλων διότι θα οδηγούμασταν σε ανεπίτρεπτη παραβίαση του απορρήτου του περιεχομένου των ηλεκτρονικών λογαριασμών.

Σταδιακά η θέση της νομολογίας άλλαξε και βρέθηκε η χρυσή τομή στην άρση του απορρήτου έως του βαθμού που απαιτείται για την επιβολή της αναγκαστικής κατάσχεσης. Η άποψη αυτή που πρέπει να κριθεί ορθή ικανοποιεί το σκοπό της αναγκαστικής εκτέλεσης που συνίσταται στην ικανοποίηση του δανειστή με την επιτυχή έκβαση της εκτέλεσης και παράλληλα διαφυλάττει την ιδιωτικότητα του οφειλέτη ο οποίος υφίσταται τη μικρότερη δυνατή βλάβη μέσω της περιορισμένης άρσης του απορρήτου των λογαριασμών του.

Το Σύστημα Άυλων Τίτλων ρυθμίζει νομικά το θέμα στο άρθρο 22 του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ. σύμφωνα με το οποίο οι «καταχωρίσεις στα αρχεία του Ελ.Κ.Α.Τ (πρώην Κ.Α.Α) που αφορούν άυλες αξίες είναι απόρρητες». Κατοχυρώνεται ρητά το απόρρητο των λογαριασμών στους οποίους τηρούνται πάσης φύσεως άυλοι τίτλοι από την πρόσβαση οποιουδήποτε τρίτου με σκοπό την προστασία της ιδιωτικής ζωής του δικαιούχου του λογαριασμού. Το απόρρητο, ωστόσο, μπορεί να αρθεί για λόγους επίσπευσης αναγκαστικής κατάσχεσης της περιουσίας του δικαιούχου των άυλων τίτλων. Η άρση απορρήτου είναι αναγκαία για την ικανοποίηση του εκάστοτε δανειστή, αλλά πρέπει να υπόκειται στην τήρηση της αρχής της αναλογικότητας από άποψη έκτασης της άρσης αλλά και χρονικής διάρκειας. Συνεπώς, η άρση του απορρήτου γίνεται συναρτήσει της επιβολής της συγκεκριμένης κατάσχεσης, έως το ποσό που επιδιώκει ο δανειστής που στηρίζεται σε νόμιμο εκτελεστό τίτλο, για απαίτηση που στηρίζεται σε συγκεκριμένο σκοπό και για συγκεκριμένο χρόνο. Ο δανειστής μπορεί να ενημερωθεί για το πλήθος των άυλων τίτλων μέχρι του ποσού που καλύπτεται η απαίτηση του και να προβεί σε αναγκαστική δέσμευση για το αριθμό τίτλων η οποία θα επιβληθεί μια φορά. Οποιαδήποτε μελλοντική κατάσχεση θα πρέπει να διενεργηθεί με ξεχωριστή πράξη επίδοσης κατασχετηρίου και κατ' αυτό τον τρόπο καλύπτεται η χρονική έκταση της κατάσχεσης. Ο νόμος 2915/2001 σχετικά με την «επιτάχυνση της τακτικής διαδικασίας ενώπιον των πολιτικών δικαστηρίων και λοιπές δικονομικές και συναφείς ρυθμίσεις» προβλέπει στο άρθρο 24 το οποίο τροποποιήθηκε προσφάτως με το άρθρο 30 του νόμου 4569/2018 ότι «Το απόρρητο των κάθε μορφής καταθέσεων σε πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και των κινητών αξιών που τηρούνται σε λογιστική μορφή σε κεντρικό αποθετήριο τίτλων το οποίο λειτουργεί στην Ελλάδα ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν ισχύει έναντι του δανειστή που έχει δικαίωμα κατάσχεσης της περιουσίας του δικαιούχου της κατάθεσης ή της κινητής αξίας. Το απόρρητο αίρεται μόνο για το χρηματικό ποσό που απαιτείται για την ικανοποίηση του δανειστή».¹⁶⁵ Ο νομοθέτης προέβη σε από κοινού ρύθμιση

¹⁶⁵ Ο νόμος 2915/2001 υπό την προϊσχύσασα μορφή όριζε ότι «Το απόρρητο των κάθε μορφής καταθέσεων σε πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και των άυλων μετοχών που καταχωρίζονται στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) του

για τις χρηματικές καταθέσεις και τους άυλους τίτλους οι οποίοι είναι καταχωρημένοι σε ηλεκτρονικούς λογαριασμούς σχετικά με το θέμα του απορρήτου. Όρισε ρητά ότι υποχωρεί το απόρρητο για κατάσχεση συγκεκριμένου ύψους απαίτηση του δανειστή και όχι αόριστα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΕΙΔΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΥΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

7.1 Άυλες Μετοχές

Μια από τις πιο διαδεδομένες κατηγορίες τίτλων που παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στην εμπορική ζωή είναι οι μετοχές οι οποίες εμφανίζουν τριπλό εννοιολογικό περιεχόμενο. Η νομική τους φύση συνίσταται ειδικότερα σε i. τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου, ii. μετοχική σχέση από την οποία πηγάζουν δικαιώματα και μετοχικές υποχρεώσεις και iii. αξιόγραφο που ενσωματώνει τη μετοχική σχέση και ένα τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου.¹⁶⁶ Διακρίνονται δε σε πολλά διαφορετικά είδη (ανώνυμες, ονομαστικές, κοινές, προνομιούχες, μετοχές επικαρπίας, άυλες κλπ). Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στις μετοχές υπολαμβανόμενες ως αξιόγραφα και στη διάκριση τους με βάση το εάν έχουν υλική υπόσταση (ενσώματες) ή εάν έχουν απούλοποιηθεί (άυλες).

Μέχρι πρότινος η νομοθεσία προέβλεπε την έκδοση άυλων μετοχών μόνο στο πλαίσιο εταιρειών που είχαν εισαχθεί σε ρυθμιζόμενες αγορές, ενώ για τις μη εισηγμένες εταιρείες η έκδοση ενσώματων μετοχών ήταν μονόδρομος. Αξιοσημείωτη είναι η μεταστροφή που συντελέστηκε με το νόμο 4548/2018 περί τροποποίησης του θεσμικού νόμου των ανωνύμων εταιρειών. Σύμφωνα με το άρθρο 34 του συγκεκριμένου νόμου «..το κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρείας διαιρείται σε μετοχές οι οποίες μπορούν να ενσωματώνονται σε μετοχικούς τίτλους μιας ή περισσότερων μετοχών ή, με τις προϋποθέσεις του νόμου, να είναι άυλες». Εισάγεται για πρώτη φορά στην ελληνική έννομη τάξη η δυνατότητα έκδοσης άυλων μετοχών από μη εισηγμένες εταιρείες και έτσι φαίνεται πως το φαινόμενο της απούλοποίησης δεν είναι αποκλειστικά συνυφασμένο με την κεφαλαιαγορά.

Βασική συνέπεια της απούλοποίησης είναι επίσης η όμοια νομική μεταχείριση των ονομαστικών και των ανωνύμων άυλων μετοχών. Με την καταχώριση τους σε ηλεκτρονικά αρχεία η διάκριση σε ονομαστικές και ανώνυμες μετοχές παύει να υφίσταται και αποκτά νόημα

Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.) δεν ισχύει έναντι του δανειστή που έχει δικαίωμα κατάσχεσης της περιουσίας του δικαιούχου της κατάθεσης ή της μετοχής. Το απόρρητο αίρεται μόνο για το χρηματικό ποσό που απαιτείται για την ικανοποίηση του δανειστή».

¹⁶⁶ Γ. Τριανταφυλλάκης, Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου, εκδ. 2009, κεφάλαιο 5^ο, σελ. 277

με την έξοδο των άυλων μετοχών από το χρηματιστήριο.¹⁶⁷ Επίσης, στο Σ.Α.Τ. επέρχεται ηλεκτρονική ονομαστικοποίηση λόγω της καταχώρισης των στοιχείων των δικαιούχων των ονομαστικών και των ανωνύμων εταιρειών.¹⁶⁸ Αξιοσημείωτη είναι δε η καινοτομία που εισάγεται με το άρθρο 184 του νόμου 4548/2018 κατά παραπομπή από το άρθρο 40 σχετικά με τις ανώνυμες μετοχές. Από ενάρξεως ισχύος του νέου νόμου περί ανωνύμων εταιρειών (ν. 4548/2018) απαγορεύεται η έκδοση νέων ανωνύμων μετοχών από τις ελληνικές εταιρείες, ενώ προβλέπεται η σταδιακή κατάργηση των ανωνύμων μετοχών έως την 1.1.2020. Η ονομαστικοποίηση των μετοχών επέρχεται αυτόματα χωρίς να χρειάζεται τροποποίηση του καταστατικού

Το άρθρο 40§ 2 του νόμου 4548/2018 περιέχει επιπλέον διατάξεις για το ειδικό βιβλίο μετόχων γιατί «προστίθενται η δυνατότητα τήρησης του βιβλίου αυτού από κεντρικό αποθετήριο τίτλων, πιστωτικό ίδρυμα ή επιχείρηση επενδύσεων, καθώς και η δυνατότητα ηλεκτρονικής τήρησης του βιβλίου». Παρέχεται συνεπώς η δυνατότητα σε εταιρεία να αντικαταστήσει τα έγχαρτα βιβλία και να προβαίνει σε ηλεκτρονικές καταχωρίσεις των στοιχείων των μετόχων της. Η συγκεκριμένη ρύθμιση συνάδει με τη υποχρεωτική ονομαστικοποίηση όλων των μετοχών διότι η ηλεκτρονική καταχώριση καθιστά δύσκολη την απόκρυψη της ταυτότητας των μετόχων. Η δυνατότητα τήρησης του βιβλίου μετόχων από κεντρικό αποθετήριο τίτλων, πιστωτικό ίδρυμα ή επιχείρηση επενδύσεων δεν διευκρινίζεται αν αφορά την ηλεκτρονική τήρηση ή την τήρηση σε έγχαρτη μορφή, συνάγεται ωστόσο ότι προτιμητέα είναι η ηλεκτρονική τήρηση σε βιβλίο μετόχων για το λόγο ότι αυτή είναι η σημερινή πρακτική αναφορικά με την τήρηση λοιπών χρηματοπιστωτικών μέσων ή χρηματικών μέσων. Θα ήταν αναντίστοιχη η τήρηση σε έγχαρτη μορφή με την καθιέρωση δυνατότητας ηλεκτρονικής καταχώρισης.

Το άρθρο 40§ 5 του νόμου 4548/2018 πηγαίνει ένα βήμα παραπέρα με την καθιέρωση της δυνατότητας αποϋλοποίησης ή ακινητοποίησης των μετοχών σε συμμόρφωση με το περιεχόμενο του Κανονισμού (ΕΕ) 909/2014 για τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων. Κατά αυτό τον τρόπο διευκολύνονται οι πολυμετοχικές εταιρείες, που επιθυμούν να τηρούν το βιβλίο μετόχων ηλεκτρονικά, και οι εταιρείες που εισάγουν τις μετοχές τους σε αλλοδαπές ρυθμιζόμενες αγορές ή πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης, προτείνονται ορισμένες βελτιώσεις, ιδίως η δυνατότητα ακινητοποίησης μετοχών. Σημειώνεται ότι ο Κανονισμός (ΕΕ) 909/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τη βελτίωση του διακανονισμού αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων (L257/28.8.2014) προβλέπει την έκδοση ή τήρηση των «εισηγμένων» τίτλων σε λογιστική μορφή είτε με τη μορφή της ακινητοποίησης, είτε με αυτήν της άμεσης αποϋλοποίησης (βλ. σημείο 11 του προοιμίου και άρθρα 2παρ. 1 σημ. 3 και 3

¹⁶⁷ Βλ. το άρθρο 52 του νόμου. 2396/1996

¹⁶⁸ Βλ.Ν. Ρόκα, Εμπορικές εταιρείες, εκδ. 8^η, 2018, σελ. 398-399

παρ. 1). Μέχρι σήμερα το ελληνικό δίκαιο προβλέπει για τις ελληνικές εταιρείες μόνο την άμεση αποϋλοποίηση. Με τη νέα διάταξη του άρθρου 40 και την αντίστοιχη του άρθρου 59 για τις ομολογίες δίνεται η δυνατότητα στις ελληνικές εταιρείες να κάνουν χρήση και των δύο δυνατοτήτων που προβλέπει ο Κανονισμός. Βασική διαφοροποίηση από το προηγούμενο καθεστώς του ν. 2190/1920 είναι ότι σε περίπτωση που έχουν εκδοθεί μετοχές σε λογιστική μορφή, μέτοχος έναντι της εταιρείας θεωρείται όχι αποκλειστικά ο εγγεγραμμένος στο μητρώο κεντρικού αποθετηρίου τίτλων, αλλά και ο ταυτοποιούμενος ως τέτοιος μέσω των εγγεγραμμένων διαμεσολαβητών. Η εν λόγω διάταξη ουσιαστικά συνιστά παραπομπή στις διατάξεις της ειδικής νομοθεσίας που διέπει τη λειτουργία των κινητών αξιών σε λογιστική μορφή και αποτελούν προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις του παραπάνω Κανονισμού (ΕΕ) 909/2014, με τον οποίο καθίσταται υποχρεωτική και στην ελληνική έννομη τάξη η παροχή δυνατότητας τήρησης κινητών αξιών σε λογιστική μορφή και σε συλλογικούς λογαριασμούς. Τέλος, δεν προβλέπονται προσωρινοί τίτλοι, που λόγω της τεχνολογίας δεν διακρίνονται πλέον από τους οριστικούς»

7.2.1 Άυλες Ομολογίες

Οι ομολογίες αποτελούν ένα είδος αξιογράφου που εκδίδονται στα πλαίσια σύναψης ομολογιακού δανείου από εταιρείες του ιδιωτικού τομέα.¹⁶⁹ Ανήκουν στην ευρύτερη κατηγορία των ανωνύμων χρεογράφων και ενσωματώνουν υπόσχεση χρηματικής παροχής του εκδότη στον κομιστή του εγγράφου (ΑΚ 888επ). Σημαντική είναι η κατάταξη τους στα επενδυτικά αξιόγραφα που αποτελούν ένα τρόπο επίτευξης κέρδους με μακροπρόθεσμη απόδοση.¹⁷⁰ Οι ομολογίες μπορεί να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες, να έχουν υλική υπόσταση ή να είναι άυλες.¹⁷¹

Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας αξιοσημείωτη είναι η πρόσφατη τροποποίηση που επήλθε αναφορικά με την υποχρεωτική συγκρότηση των ομολογιούχων σε ομάδα. Η υποχρέωση αυτή μέχρι πρότινος ήταν συνδεδεμένη με την ύπαρξη άυλων ομολογιών. Ο νόμος 4548/2018, ωστόσο, στο άρθρο 63 αποσύνδεσε πλέον οριστικά την ύπαρξη ομάδας ομολογιούχων δανειστών με την ύπαρξη άυλων ομολογιών και συνέδεσε τη συγκεκριμένη υποχρέωση με την εισαγωγή του ομολογιακού δανείου σε οργανωμένη αγορά ή σε Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Μοναδική εξαίρεση προβλέφθηκε για την περίπτωση

¹⁶⁹ Βλ. μεταξύ άλλων Ν. Ρόκα, Αξιογραφα, εκδ. β', 2012, σελ. 174· Μ Κορδή – Αντωνοπούλου, Έγγραφα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, 1997, σελ. 125επ· Για πρακτικά παραδείγματα σχετικά με τις ομολογίες βλ. Α. Αντάπασης, Κ. Κάμισιου-Μπέτζου, Α.Ι.Αθανασίου, Πρακτικά Θέματα του Δικαίου των Αξιογράφων, εκδ. β', 2011, σελ. 157-158, Σχετικά με τις ομολογίες ως τίτλοι σταθεράς προσόδου και σχετικά με την έκδοση τους βλ. Α. Δημητρακόπουλου, Τα χρεόγραφα, 1952, σελ. 8 και σελ 17-18

¹⁷⁰ Βλ. αντί άλλων Μ Κορδή – Αντωνοπούλου, Έγγραφα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, 1997, σελ. 112·

¹⁷¹ Γενικά για τις άυλες ομολογίες βλ. αντί άλλων Κ.Χριστοδούλου, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, 2008, σελ. 119-122· του ιδίου, Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι, Δίκη, 2004 σελ. 856-902

βραχυπρόθεσμων τίτλων, στην περίπτωση των οποίων δεν είναι αναγκαία η συγκρότηση σε ομάδα, επειδή δεν παρίσταται ανάγκη τροποποίησης των όρων του.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Εισαγωγικά: Οι εκτεθείσες απόψεις στις ενότητες που προηγούνται αναδεικνύουν ορισμένα δογματικά ζητήματα στη λειτουργία του ενεχύρου υπό την επίδραση των νέων τεχνολογιών και με την εφαρμογή ειδικών νομοθετημάτων της κεφαλαιαγοράς και του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών. Η ανάλυση έχει ως κεντρικό άξονα τους *άυλους τίτλους* ή αλλιώς *ηλεκτρονικά αξιόγραφα, άυλες αξίες, κινητές αξίες κλπ*, τους οποίους εξετάζει ως αντικείμενο ενεχυρίασης στα πλαίσια συμβάσεων ενεχύρου που συνάπτονται κατά τις γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου (ενέχυρο σε άυλες μετοχές, ενέχυρο σε άυλες ομολογίες κλπ). Εκφεύγει συνεπώς από το πεδίο μελέτης η ενεχυρίαση που λαμβάνει χώρα με βάση ειδικά νομοθετήματα, όπως είναι το νομοθετικό διάταγμα 17.7/13.8.1923 συνηθέστερα με συμβαλλόμενο μέρος κάποιο τραπεζικό ίδρυμα, ή ο νόμος 3301/2004 για τη χρηματοοικονομική ασφάλεια κ.α. Η ανάλυση επικεντρώνεται πρωτίστως στην ενεχυρίαση άυλων τίτλων που διενεργείται στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών και όχι στη διαδικασία που λαμβάνει χώρα στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών (Σ.Λ.Π.Σ.) που τηρείται στην Τράπεζα της Ελλάδος η λειτουργία του οποίου παρουσιάζεται με ευσύνοπτο τρόπο.

Νομοθετικές εξελίξεις: Το ενέχυρο σε άυλους τίτλους ήταν για πάνω από είκοσι χρόνια συνυφασμένο με τη λειτουργία της Κεφαλαιαγοράς στους κόλπους της οποίας εντάσσονταν λειτουργικά οι άυλοι τίτλοι (βλ. Ν. 2198/1994, Ν. 2396/1996). Η αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών που επήλθε με το νόμο 4548/2018 εισήγαγε πολλές καινοτομίες στην ελληνική έννομη τάξη με κυριότερη (για την παρούσα εργασία) τη δυνατότητα έκδοσης άυλων τίτλων από μη εισηγμένες εταιρείες. Μετατοπίστηκε έτσι το φαινόμενο της απούλοποίησης εκτός του πεδίου της Κεφαλαιαγοράς. Περαιτέρω δε, η πρόσφατη υιοθέτηση του νόμου 4569/2018 για τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων μετέβαλε τον τρόπο τήρησης τους από τα μητρώα τίτλων σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο γιατί προέβλεψε τη δυνατότητα διασύνδεσης των μητρώων μεταξύ τους και τη λειτουργία τους με όμοιους κανόνες προς ενίσχυση της ενεργούς συμμετοχής των μετόχων στην άσκηση των δικαιωμάτων τους. Επιπλέον επαναφέρθηκε η δυνατότητα *ακινήτοποίησης τίτλων* η οποία είχε πάψει να ισχύει για τους τίτλους των εισηγμένων εταιρειών για τους οποίους ίσχυε μόνο η *απούλοποίηση* και προβλέφθηκε επίσης η δυνατότητα τήρησης

τίτλων σε συλλογικούς λογαριασμούς που έως σήμερα αποτελούσε προνόμιο του Σ.Λ.Π.Σ. Αξιοσημείωτη μεταβολή η οποία επιδρά άμεσα στη λειτουργία του ενεχύρου είναι η εξαγγελία του νόμου 4569/2018 περί κατάργησης μεγάλου μέρους των διατάξεων του νόμου 2396/1996 για τις άυλες μετοχές και την επικείμενη αντικατάσταση του Κανονισμού Λειτουργίας Σ.Α.Τ. Οι νομοθετικές μεταβολές σχετικά με τους άυλους τίτλους επιδρούν έμμεσα στον τρόπο σύστασης του ενεχύρου, στην κατανομή του κινδύνου μεταξύ των μερών και στη γενικότερη λειτουργία του.

Κεφάλαιο πρώτο: Η λειτουργία του ενεχύρου σε άυλους τίτλους εντάσσεται σε ένα πλέγμα δικαιικών κλάδων που τέμνονται μεταξύ τους και εξυπηρετούν σε μεγάλο βαθμό διαφορετικούς σκοπούς. Η μέχρι πρότινος αποκλειστική σύνδεση των άυλων τίτλων με το πεδίο της κεφαλαιαγοράς (Ν. 4514/2018, Ν.2396/1996, Κανονισμός Λειτουργίας Σ.Α.Τ., απόφαση υπ' αρ.28 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κλπ) είχε σαν αποτέλεσμα να χρησιμοποιούνται ως επενδυτικά εργαλεία με μακροπρόθεσμη απόδοση σε αντιδιαστολή με τα μέσα που χρησιμοποιεί η χρηματαγορά που εξυπηρετούν άμεσες ανάγκες πληρωμής. Περαιτέρω, οι μη εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες που το μετοχικό τους κεφάλαιο διαιρείται σε μετοχές και που προβαίνουν στη σύναψη ομολογιακών δανείων αποσκοπούν στην αύξηση της κερδοφορίας τους. Οι τίτλοι που εκδίδουν χρησιμοποιούνται μεν ως μέσα χρηματοδότησης, αλλά πάντως προέχει ο επενδυτικός χαρακτήρας των τίτλων επειδή δεν προσδίδουν άμεση χρηματική ωφέλεια στους δικαιούχους τους και ενέχουν μικρότερο ή μεγαλύτερο κίνδυνο ως προς την απόδοση τους. Επιπλέον, το ενέχυρο σε άυλους τίτλους ρυθμίζεται από το αστικό και αστικό δικονομικό δίκαιο που παρέχουν το νομοθετικό και δογματικό υπόβαθρο και ως εκ τούτου για την ορθότερη προσέγγιση του ζητήματος συνεκτιμώνται οι διαφορετικοί κλάδοι δικαίου και οι σκοποί που εξυπηρετούν ιδίως λόγω της ύπαρξης πολυνομίας και διάσπαρτης νομοθεσίας.

Κεφάλαιο δεύτερο: Προκειμένου να δοθεί απάντηση στο ζήτημα της ενεχυρίασης άυλων τίτλων εξετάζονται τα εννοιολογικά γνωρίσματα των άυλων τίτλων, η νομική τους φύση και η σχέση τους με τα παραδοσιακά έγχαρτα αξιόγραφα. Ο ορισμός και ιδίως η νομική φύση των άυλων τίτλων έχει απασχολήσει μεγάλο μέρος της θεωρίας η οποία διχάζεται μεταξύ της εμπράγματης φύσης τους, με τη θεώρηση τους ως πράγματα με τελολογική διαστολή της έννοιας του πράγματος (ηλεκτρονικά αξιόγραφα) ή της θεώρησης τους ως ενοχικά δικαιώματα, δηλαδή ως απαιτήσεις με την αναγνώριση ύπαρξης μόνο των ενσωματωμένων δικαιωμάτων (ασώματα δικαιώματα αξίας). Η διαφωνία αυτή μόνο εννοιοκρατική δεν μπορεί να χαρακτηριστεί διότι ανάλογα με την ακολουθούμενη άποψη επέρχονται μεγάλες πρακτικές συνέπειες στην εφαρμογή κανόνων του αξιολογικού δικαίου, στον τρόπο μεταβίβασης και ενεχυρίασης καθώς στο στάδιο της αναγκαστικής εκτέλεσης,. Εάν οι άυλοι τίτλοι υποληφθούν ως ενοχικά δικαιώματα συναντάμε κατά τη γνώμη μου δύο πολύ μεγάλες δυσχέρειες στη νομική τους μεταχείριση. Η πρώτη αφορά στην απόρριψη εφαρμογής κανόνων του αξιολογικού δικαίου. Τα αξιόγραφα ως γνωστόν

παρουσιάζουν τρία εννοιολογικά γνωρίσματα, *i.* το έγγραφο *ii.* το δικαίωμα και *iii.* την αξιογραφική ενσωμάτωση (ενσωμάτωση δικαιώματος στο έγγραφο), αλλά σύμφωνα με τους υποστηρικτές της ενοχικής θεωρίας οι άυλοι τίτλοι έχουν απεγχαρτωθεί - αποϋλοποιηθεί και άρα έχει επέλθει η άρση της αξιογραφικής ενσωμάτωσης του δικαιώματος. Το άλλοτε «ενσωματωμένο δικαίωμα» μετατρέπεται σε αυθύπαρκτο δικαίωμα χωρίς τη σύνδεση του με κάποιον υλικό φορέα. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεώρηση δεν εφαρμόζονται οι κανόνες της καλόπιστης κτήσης κινητού από μη κύριο (κανόνας εμπράγματος δικαίου) και της καλόπιστης κτήσης του αξιογράφου από τον κομιστή του τίτλου (κανόνας αξιογραφικού δικαίου). Στην πράξη, ωστόσο, η καλόπιστη κτήση άυλων τίτλων από μη κύριο λόγω εσφαλμένης καταχώρισης του φορέα μητρώου επέρχεται και οι υποστηρικτές της ενοχικής θεωρίας δέχονται περιορισμένα τη σωματοποίηση της απαίτησης (εμπραγματοποίηση δικαιώματος) για να αντιμετωπίσουν πρακτικά προβλήματα. Η δεύτερη δυσχέρεια στο να αντιμετωπιστούν οι άυλοι τίτλοι ως αυτοτελή ενοχικά δικαιώματα αφορά στο στάδιο της εκτέλεσης. Τα ενοχικά δικαιώματα (απαιτήσεις) ρευστοποιούνται με τη μεταφορά των χρηματικών απαιτήσεων από το λογαριασμό του εκάστοτε οφειλέτη στο λογαριασμό του εκάστοτε δανειστή που επέρχεται μέσω εκχώρησης. Τουναντίον, τα κινητά πράγματα ρευστοποιούνται με τη διενέργεια πλειστηριασμού και τα χρηματιστηριακά πράγματα με τη διενέργεια χρηματιστηριακής εκποίησης από εξειδικευμένα και ειδικώς διορισμένα μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών αναφορικά με τίτλους που είναι αποθηκευμένοι στο Σ.Α.Τ. Στο διενεργούμενο πλειστηριασμό σκοπείται η επίτευξη του μεγαλύτερου δυνατού τιμήματος από τους υποψήφιους πλειοδότες και όχι απλώς η μεταφορά της ενσωματωμένης χρηματικής απαίτησης ή συμμετοχικής σχέσης. Είναι συνεπώς τέτοια η φύση των άυλων τίτλων στην οποία προέχει ο επενδυτικός χαρακτήρας που δεν ικανοποιεί η εξομοίωση τους με χρηματικές απαιτήσεις και άρα η πίστωση των τίτλων στο λογαριασμό του δανειστή. Μια τέτοια λύση θα οδηγούσε στην αντιμετώπιση των άυλων τίτλων (δηλαδή άυλων μετοχών, άυλων ομολογιών κλπ) ως νόμιμο χρήμα ηλεκτρονικά καταχωρημένο. Η θεώρηση τους ως κινητά πράγματα (ασώματα αντικείμενα) αν και δημιουργεί ένα αρχικό δογματικό εμπόδιο στην παραδεδεγμένη έννοια του πράγματος και της αξιογραφικής ενσωμάτωσης, παρουσιάζει πολλά οφέλη. Η εμπράγματη θεώρηση των άυλων τίτλων συνάδει με τον επενδυτικό τους χαρακτήρα (επενδυτικά αξιόγραφα) διότι ιδίως στην κεφαλαιαγορά χρησιμοποιούνται ως επενδυτικά εργαλεία, ενώ και εκτός κεφαλαιαγοράς δεν φαίνεται να διαφοροποιείται ουσιαστικά η βασική τους λειτουργία αφού προέχει και πάλι ο επενδυτικός τους ρόλος. Περαιτέρω δε, η εμπράγματη λειτουργία συνάδει με τους σκοπούς της κεφαλαιαγοράς που έχει δομηθεί στις έννοιες της αγοράς και της πώλησης (παρά στην εκχώρηση) ενώ προστατεύει το δικαιούχο των άυλων τίτλων με απόλυτη εξουσία *erga omnes* (παρά με σχετική εξουσία που ισχύει επί ενοχικών δικαιωμάτων). Αυτή φαίνεται να είναι και η σταδιακή κατεύθυνση του σημερινού νομοθέτη όπως προκύπτει από

την αιτιολογική έκθεση του νόμου 4569/2018 στην οποία ρητά κάνει λόγο για «*εμπράγματη φυσιογνωμία που το δίκαιο έχει αποδώσει στους άυλους τίτλους*» ο οποίος παλαιότερα είχε αποφύγει να τοποθετηθεί ευθέως επί του θέματος.

Κεφάλαιο τρίτο: Εξετάζεται η τελολογία της ενεχυρίασης γιατί το ενέχυρο σε άυλους τίτλους (και καθ' όμοιο τρόπο το ενέχυρο σε έγχαρτους τίτλους) παρουσιάζει μια ιδιομορφία σε σχέση με το ενέχυρο σε πράγμα ή σε δικαίωμα που έγκειται στη νομική φύση των αξιογράφων. Ο ενεχυρούχος δανειστής ενδιαφέρεται αποκλειστικά για το ενσωματωμένο δικαίωμα από το οποίο θα αντλήσει σε περίπτωση ρευστοποίησης οικονομική ωφέλεια και ουδόλως ενδιαφέρεται για τον τίτλο ως πράγμα υπό ευρεία έννοια που από μόνος του ως ηλεκτρονική αποτύπωση δικαιώματος δεν έχει καμία οικονομική αξία. Αυτή η θεμελιώδης παραδοχή οδηγεί γενικά στην ενεχυρίαση των αξιογράφων με απώτερο σκοπό την επιβάρυνση του ενσωματωμένου δικαιώματος και ουχί του ασώματος αντικειμένου – καταχώρισης με τελολογική διαστολή της έννοιας του πράγματος ώστε να περιλαμβάνει και ασώματα αντικείμενα. Παρά την αρχική αυτή παρατήρηση, η ύπαρξη ηλεκτρονικών τίτλων δεν μπορεί να παραβλεφθεί και μάλιστα ανάγεται σε σημαντικό στοιχείο όχι τόσο σε σχέση με αυτό που αποβλέπει ο εκάστοτε δανειστής για την ικανοποίηση του που εξακολουθεί να είναι το ενσωματωμένο δικαίωμα, αλλά για την εφαρμογή των πιο κατάλληλων κανόνων δικαίου που είναι οι διατάξεις για το ενέχυρο πράγματος. Τελικά, *το κριτήριο για τη σύσταση ενεχύρου πρέπει είναι ο σκοπός που εξυπηρετούν οι άυλοι τίτλοι, η διαμορφωμένη πρακτική των συναλλαγών και η λειτουργία των ενσωματωμένων δικαιωμάτων*. Ο σκοπός που εξυπηρετούν είναι κυρίως επενδυτικός και είναι συχνό η άσκηση τους να λαμβάνει χώρα με την πάροδο μεγάλου χρονικού διαστήματος και αρκετές φορές με την ανάληψη υψηλού ρίσκου που αναλαμβάνει ο εκάστοτε δικαιούχος τίτλων. Η πρακτική έχει δομηθεί στις έννοιες της αγοράς και της πώλησης που είναι πιο απλή διαδικασία και που προσδίδει απόλυτο χαρακτήρα στις συναλλαγές (erga omnes) και άρα μεγαλύτερη ασφάλεια δικαίου. Τα ενσωματωμένα στους τίτλους δικαιώματα μπορεί να είναι συμμετοχικά δικαιώματα (άυλες μετοχές), αφηρημένη υπόσχεση χρέους και χρηματικές απαιτήσεις (ανώνυμα χρεόγραφα, άυλες ομολογίες κλπ). Ακόμα και οι ομολογίες που ενσωματώνουν χρηματική απαίτηση και οι τίτλοι μη εισηγμένων εταιρειών εξυπηρετούν πρωτίστως επενδυτικό και επιχειρηματικό σκοπό (αύξηση κέρδοφορίας) ως προς τους δικαιούχους, ώστε δεν μπορούν να εξομοιωθούν με μέσα πληρωμής. Συνεπώς, οι διατάξεις ενεχύρου σε πράγμα είναι καταλληλότερες και πρέπει να προκρίνεται η εφαρμογή τους.

Κεφάλαιο τέταρτο, πέμπτο, έκτο και έβδομο: Στα συγκεκριμένα κεφάλαια εξετάζεται η λειτουργία του ενεχύρου από τη στιγμή της σύστασης του έως τη στιγμή της ρευστοποίησης του τόσο από άποψη τεχνικών διαδικασιών όσο και από άποψη θεωρητικής προσέγγισης. Η δογματική θεώρηση των άυλων τίτλων ως κινητά πράγματα επιτρέπει την ευθεία εφαρμογή των διατάξεων περί ενεχυρίασης κινητών πραγμάτων του αστικού κώδικα, την κατάσχεση τους ως κινητά

πράγματα εις χείρας τρίτου κατά ρητή νομοθετική πρόβλεψη (991Α ΚΠολΔ) και τη διενέργεια χρηματιστηριακής εκποίησης τους ως κινητά πράγματα. Με βάση τον Κανονισμό Λειτουργίας του Σ.Α.Τ. και την απόφαση αρ. 28 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η διαδικασία ενεχυρίασης και εκποίησης λαμβάνει χώρα στο Χρηματιστήριο Αθηνών με βάση τις ειδικές διατάξεις και λειτουργεί συμπληρωματικά στις γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου. Περαιτέρω, μεταξύ των μερών αναπτύσσεται η ενεχυρική σχέση η οποία παρουσιάζει την ιδιαιτερότητα της αναγκαστικής μεσολάβησης του φορέα του μητρώου που λειτουργεί ως θεματοφύλακας και διαχειριστής των τίτλων και βαρύνεται από παρεπόμενες υποχρεώσεις ασφάλειας των συστημάτων. Σε περίπτωση λανθασμένης πίστωσης των τίτλων σε λογαριασμό τρίτου προσώπου (για παράδειγμα λανθασμένη επιβάρυνση τίτλων υπέρ προσώπου που δεν αποτελεί τον οριζόμενο στη σύμβαση ενεχυρούχο δανειστή) επέρχεται καλόπιστη ενεχυρίαση των τίτλων από το νέο δικαιούχο ενώ το μητρώο υπέχει ενδοσυμβατική υποχρέωση αποκατάστασης της ζημίας ή επαναφοράς των πραγμάτων στην προτέρα κατάσταση. Η προβληματική είναι ταυτόσημη με την καλόπιστη κτήση κινητού από μη κύριο στην περίπτωση μεταβίβασης τίτλων και αντιμετωπίζεται *mutandis mutandis* στην περίπτωση του ενεχύρου (ΑΚ 1215). Τέλος, στο τελευταίο (7^ο) κεφάλαιο παρουσιάζονται συνοπτικά ορισμένες εξελίξεις του εμπορικού δικαίου ως προς τις άυλες μετοχές και τις άυλες ομολογίες που είναι πολύ σημαντικά και διαρκώς χρησιμοποιούμενα επενδυτικά αξιόγραφα των ανωνύμων εταιρειών. Η παρουσίαση των εξελίξεων γίνεται πρωτίστως για λόγους πληροφόρησης λόγω των πολλαπλών νομοθετικών εξελίξεων που συντελέστηκαν το 2018.

Συμπερασματικά, οι ταχύτατες νομοθετικές εξελίξεις και η αντιμετώπιση του ζητήματος ενεχυρίασης άυλων τίτλων σε διαφορετικούς κλάδους δικαίου ελλοχεύει τον κίνδυνο ρυθμίσεως του συγκεκριμένου ζητήματος σε νομοθετήματα που εξυπηρετούν διαφορετικούς σκοπούς με αποτέλεσμα την ανασφάλεια δικαίου. Η πολυνομία και η διάσπαρτη νομοθεσία επιτάσσει οι θεωρητικοί του δικαίου να είναι διαρκώς ενημερωμένοι για τις νομοθετικές αλλαγές, να αναζητούν διαρκώς την τελολογία των διαφορετικών νομοθετημάτων και να προσφεύγουν στο δογματικά στέρεο έδαφος του παραδοσιακού αστικού και αστικού δικονομικού δικαίου και να προβαίνουν τελικώς σε συνθετικές λύσεις.

Α. Ελληνόγλωσση

- Αναστασιάδης Ηλίας*, Ελληνικόν Εμπορικόν Δίκαιον, τόμος 1, εκδ. δ', Αθήναι, 1937.
- Αντάπασης, Αντώνιος/Κάμισιου-Μπέτζιου, Κωνσταντίνα/Αθανασίου, Λία*, Πρακτικά Θέματα του Δικαίου των Αξιογράφων, εκδ. β', Αθήνα, 2011.
- Ασημακοπούλου Ευαγγελία*, Η κατάσχεση των άυλων μετοχών, Παρέμβαση στο 41^ο Συνέδριο της Ενώσεως Ελλήνων Δικονομολόγων, σε, Η κατάσχεση εις χείρας τρίτου, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2017, σελ.143 επ.
- Αυγητίδης, Δημήτρης*, Το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα, 2014.
- Βαβούσκος, Κωνσταντίνος*, Εμπράγματον Δίκαιον, εκδ. ε', Θεσσαλονίκη, 1979,
- Γέσιου- Φαλτσή, Πελαγία*, Δίκαιο Αναγκαστικής Εκτελέσεως, τ.Πα', Ειδικό μέρος, εκδ.γ', Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2018.
- Γέσιου-Φαλτσή, Πελαγία*, Δίκαιο Αναγκαστικής Εκτελέσεως, τ.Π β', Ειδικό μέρος, εκδ.β', Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2018.
- Γεωργακόπουλος, Λεωνίδας*, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, τόμος 2, τεύχος 1, εκδ.β', Αθήνα, 1997.
- Γεωργακόπουλος, Λεωνίδας*, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο, Αθήνα, 1999.
- Γεωργιάδης Απόστολος*, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. β', Αθήνα, 2008.
- Γεωργιάδης Απόστολος*, σε Απ.Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. V, Αθήνα, 1985, άρθρα 1038-1039.
- Γεωργιάδης, Απόστολος*, Εμπράγματο δίκαιο, εκδ.β', Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2010.
- Γεωργιάδης, Σταύρος* Η φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών, ΧρΙΔ, 2004, σελ. 110επ.
- Δελούκας, Νικόλαος*, Αξιόγραφα, εκδ. γ', Αθήναι, 1980.
- Δημητρακόπουλος, Ανδρέας*, Τα χρεόγραφα – Θεωρία και Πράξις, Αθήναι, 1952.
- Δωρής, Φίλιππος*, Εμπράγματη Ασφάλεια, Αθήνα – Κομοτηνή, 1986.
- Ζολώτας, Ξενοφών*, Θεωρητική οικονομική, εκδ. β', Αθήναι, 1944.
- Κεραμέυς/Κονδύλης/Νίκας*, Ερμηνεία ΚΠολΔ, τ.Π, Αθήνα, 2000.
- Κιάντου -Παμπούκη, Αλίκη*, Δίκαιο Αξιογράφων, εκδ.ζ', Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2013.
- Κορδή-Αντωνοπούλου, Ματίνα*, Έγγραφα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 1997.
- Κορδή-Αντωνοπούλου, Ματίνα*, Εισαγωγή στο Χρηματιστηριακό Δίκαιο, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2003.

- Κουσουλής, Στέλιος*, σε Ευ.Περάκη (επιμ.), Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, κατ' άρθρο ερμηνεία του ΚΝ 2190/1920, εκδ. β', Αθήνα, 2003, άρθρο 8β.
- Λιακόπουλος, Θανάσης*, Γενικό Εμπορικό Δίκαιο, εκδ. γ', Αθήνα, 1998.
- Λιακόπουλος, Θανάσης*, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, Αθήνα, 1985, Εισαγ. παρατηρήσεις στα άρθρα 1209-1256.
- Μάζης Παναγιώτης*, Εμπράγματη Εξασφάλιση Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών – Σύμφωνα με το Ν.Δ. της 17.7./13.8.1923 «περί ειδικών διατάξεων επί ανωνύμων εταιρειών και την υπόλοιπη σχετική ειδική νομοθεσία» εκδ. β', Αθήνα, 1993.
- Μαργαρίτης/Α.Μαργαρίτη*, Ερμηνεία ΚΠολΔ, τ. II, Αθήνα, 2012.
- Μάρκου, Ιωάννης*, Η «εμπραγμάτωση» των ασώματων «δικαιωμάτων αξίας», ΕΤρΑξΧρΔ 2/2002, σελ. 432 επ.
- Μάρκου, Ιωάννης*, Οι «άυλοι τίτλοι» ως ιδιότυπες σχέσεις, ΕλλΔικ. 2009, σελ. 329 επ.
- Μιχαλόπουλος, Γεώργιος*, Απούλοποιηση τίτλων, κυρίως μετοχών, Αθήνα, 1999.
- Μπαλής, Γεώργιος*, Ενοχικόν Δίκαιον (κατά τον κώδικα), έκδ. γ', ανατύπωση, Αθήναι, 1969.
- Μπαλής, Γεώργιος*, Γενικά αρχαί του αστικού δικαίου, εκδ. ζ', Αθήναι, 1955.
- Μπαλής, Γεώργιος*, Εμπράγματον Δίκαιον, εκδ. β', Αθήναι, 1951.
- Μπρίνιας, Ιωάννης*, Αναγκαστική Εκτέλεσις, τ. Β, εκδ. β', Αθήναι, 1979.
- Μπρίνιας, Ιωάννης*, Αναγκαστική Εκτέλεσις, τ. Γ', εκδ. β', Αθήναι, 1980.
- Νίκας, Νικόλαος*, Δίκαιο Αναγκαστικής Εκτελέσεως, τ. II, Ειδικό μέρος, εκδ. β', Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2018.
- Νικολόπουλος, Γεώργιος*, Αναγκαστική Εκτέλεση, εκδ. β', Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2011.
- Νικολόπουλος Γεώργιος*, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, 1985, άρθρο 1237.
- Ορφανίδης, Γεώργιος*, Οι προϋποθέσεις για την επιβολή της κατασχέσεως εις χείρας τρίτου, Εισηγήση στο 41^ο Συνέδριο της Ενώσεως Ελλήνων Δικονομολόγων, σε Κατάσχεση εις χείρας τρίτου, 2017, σελ. 25 επ.
- Παμπούκης, Κωνσταντίνος*, Η αξιολογική ενσωμάτωση μπροστά στη σύγχρονη τεχνολογία – Προβλήματα σχετικά με τη θαλάσσια φορτωτική, ΕπισκΕΔ, 2007, σελ. 679 επ.
- Παπαδημητρόπουλος, Αντώνιος*, σε Απ.Γεωργιάδη (επιμ.), ΣΕΑΚ, Τόμος II, Αθήνα, 2013, άρθρο 1228, 1237.
- Παπανικολάου, Παναγιώτης*, Μεθοδολογία του Ιδιωτικού Δικαίου και Ερμηνεία των Δικαιοπραξιών, Αθήνα – Κομοτηνή, 2000.
- Παπαστερίου, Δημήτριος*, Εμπραγματο Δίκαιο, τ. III, Δουλείες – Εμπράγματη Ασφάλεια, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2008.

- Περάκης, Ευάγγελος*, Γενικό μέρος του εμπορικού δικαίου, Αθήνα, 2004.
- Περάκης, Ευάγγελος*, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, εκδ.ε΄, Αθήνα, 2018.
- Πούλου, Ελισάβετ*, Παρατηρήσεις σε ΑΠ 1188/2012, ΧρΙΔ, 2013, σελ.116 επ.
- Ρήγας, Κωνσταντίνος*, Η αποϋλοποίηση των αξιογράφων της κεφαλαιαγοράς και η νομική τους φύση, ΔΕΕ, 2014, σελ.1126 επ.
- Ρήγας, Κωνσταντίνος*, Η μεταβίβαση άυλων τίτλων, ΕφΑΔΠολΔ, 2018, σελ.504 επ.
- Ρήγας, Κωνσταντίνος*, Το αντικείμενο και η προσήκουσα διαδικασία κατάσχεσης άυλων τίτλων, ΕφΑΔΠολΔ, 2014, σελ.1000 επ.
- Ρόκας, Ιωάννης/ Ταρνανίδου, Χριστίνα/ Ματθαίου, Ε.* Η Κεφαλαιαγορά, θεσμικό πλαίσιο, κριτικές παρατηρήσεις, 2010
- Ρόκας, Νικόλαος*, Αξιογράφα, εκδ. β΄, Αθήνα, 2012.
- Ρόκας, Νικόλαος*, Στοιχεία Εμπορικού Δικαίου (Γενικό Μέρος – Εμπορικές Συμβάσεις) εκδ. β΄, Αθήνα -Κομοτηνή, 1998.
- Ρούσσοι, Κλεάνθης*, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, Αθήνα, 1985, άρθρο 1177.
- Σκαλίδης, Ελευθέριος*, Αξιογραφική απεγχάρτωση, ιδιαίτερα μετοχών, ΕΤρΑξΧρΔ, 1998, σελ. 321επ.
- Σκούρας, Θέμης*, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, τ. VI, 1985, άρθρα 1228-1229, 1245.
- Σκούρας, Θέμης*, Ενεχύραση μετοχών και γενικά ανώνυμων τίτλων, Τιμητικός τόμος, Κ.Ρόκα, Αθήνα, 1985, σελ.513 επ.
- Σούρλας, Παύλος*, Δίκαιο και δικανική κρίση – Μία μεθοδολογική αναθεώρηση της μεθοδολογίας του δικαίου, Ηράκλειο, 2017.
- Σπυριδάκης, Ιωάννης*, Το συμβατικό ενέχυρο πράγματος κατά τον Αστικό Κώδικα, Αθήνα – Κομοτηνή, 2003.
- Σπυριδάκης, Ιωάννης*, Το δίκαιον της εμπραγμάτου ασφαλείας, τ. III, Ενέχυρον, Αθήναι, 1976.
- Σταθόπουλος, Μιχαήλ*, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, εκδ. ε΄, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2018.
- Στάμου, Αναστασία*, Η ονομαστικοποίηση των άυλων μετοχών και η ταυτοποίηση του μετόχου, Εισηγήση στο 28ο Πανελλήνιο Συνέδριο της Ενώσεως Ελλήνων Εμπορικόλογων, Οκτώβριος 2018 (ανέκδοτη).
- Σωτηρόπουλος, Γεώργιος*, Ο δανεισμός τίτλων – Το συμβατικό, χρηματιστηριακό και λογιστικό δίκαιο των συμβάσεων Repos και δανείου επί κινητών αξιών, Αθήνα, 2005.
- Τουντόπουλος, Βασίλειος*, Το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2015
- Τούσης, Ανδρέας*, Εμπράγματον Δίκαιον, εκδ. δ΄, Αθήναι, 1986.
- Τριανταφυλλάκης, Γεώργιος*, Εισαγωγή στο δίκαιο των αξιογράφων, Αθήνα, 2008.

Τριανταφυλλάκης, Γεώργιος, Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου, Αθήνα, 2009.

Τσάτσος, Κωνσταντίνος, Το πρόβλημα της ερμηνείας του δικαίου, εκδ.β΄, Αθήνα – Κομοτηνή, 1978.

Τσικρικάς, Δημήτριος, σε Ευ.Περάκη (επιμ.), Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, τ.Ι, εκδ.γ΄, 2013, Παράρτημα άρθρου 8β – Η αναγκαστική κατάσχεση μετοχών, σελ.459 επ.

Τσιμπανούλης, Δημήτριος, Επενδυτικά Αξιόγραφα σε Λογιστική Μορφή, ΝοΒ 2008, σελ. 823 επ.

Τσιμπανούλης, Δημήτριος, Η αναγκαστική κατάσχεση άυλων μετοχών, ΔΕΕ, 2002, σελ.823 επ.

Τσιμπανούλης, Δημήτριος, Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι στην τομή εμπράγματος και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ, 2009, σελ.358 επ

Τσιμπανούλης, Δημήτριος, Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο, Λευκωσία, 2001.

Τσιμπανούλης, Δημήτριος, Οι επενδυτικοί άυλοι τίτλοι στην τομή εμπραγμάτων και ενοχικού δικαίου, ΕπισκΕΔ, 2009, σελ.351 επ.

Τσιμπρής, Μιχαήλ, Η νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς, τ.Ι και τ.ΙΙ, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2008.

Φίλιος, Πάυλος, Εμπράγματο Δίκαιο, εκδ. δ΄, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2011.

Χριστοδούλου, Κωνσταντίνος, Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι, Δίκη, 2004, σελ. 856 επ.

Χριστοδούλου, Κωνσταντίνος, Επιτομή Ηλεκτρονικού Αστικού Δικαίου, Αθήνα – Κομοτηνή, 2008.

Χριστοδούλου, Κωνσταντίνος, Ηλεκτρονικά Έγγραφα και Ηλεκτρονική Δικαιοπραξία, Αθήνα – Κομοτηνή, 2001

Χρυσάνθης, Χρήστος, Η ηλεκτρονική εξυπηρέτηση των σύγχρονων τραπεζικών συναλλαγών, Αθηνά- Κομοτηνή, 1997.

Β. Διαδικτυακές πηγές

Ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών, «*helex.gr/αγορές*», υπερσύνδεσμος:

<http://www.helex.gr/el/web/guest/markets>

Ηλεκτρονική ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, «*Θεσμικό Πλαίσιο/Εθνικό Δίκαιο (Χρονολογική Παράθεση)*», υπερσύνδεσμος: http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/klawcatel

Ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών, «*helex.gr/Λειτουργίες/Αποθετήριο*» υπερσύνδεσμος: <http://www.helex.gr/el/web/guest/functions-depository>

Ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών, «*helex.gr/Αγορές/Αξιών*», υπερσύνδεσμος: <http://www.helex.gr/el/web/guest/markets-securities>

Ηλεκτρονική ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Αθηνών, «*helex.gr/Λειτουργίες/Αποθετήριο*» υπερσύνδεσμος: <http://www.helex.gr/el/functions-depository>

Ηλεκτρονική ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Αθηνών, «[helex.gr/Λειτουργίες/Εκκαθάριση](http://www.helex.gr/Λειτουργίες/Εκκαθάριση)»,
υπερσύνδεσμος: <http://www.helex.gr/el/web/guest/clearing>

Γ. Νομοθετικές πηγές

Απόφαση 28/2006 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «αναγκαστική εκποίηση μετοχών»

Απόφαση 7 του Διοικητικού Συμβουλίου της Ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο Τίτλων Ανώνυμη

Εταιρεία (Ε.Λ.Κ.Α.Τ) με τίτλο «τεχνικά και διαδικαστικά θέματα για την εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 29 παρ. 7,8 και 9 του ν. 4569/2018»

Αστικός Κώδικας

Κανονισμός (ΕΕ) 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου 2014 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012»

Κανονισμός (ΕΕ) 909/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουλίου 2014 «σχετικά με τη βελτίωση του διακανονισμού αξιολογίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και για την τροποποίηση των οδηγιών 98/26/ΕΚ και 2014/65/ΕΕ και του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 236/2012»

Κανονισμός Λειτουργίας Συστήματος Άυλων Τίτλων - Απόφαση 3/304/10.6.2004 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όπως ισχύει σήμερα κατόπιν τελευταίας τροποποίησης με την απόφαση 16/824/19.7.2018 (ΦΕΚ Β΄ 3879/07.09.2018)

Κώδικας Πολιτικής Δικονομίας

Νομοθετικό Διάταγμα 17.7/13.8.1923 «περί ειδικών διατάξεων επί ανωνύμων εταιρειών»

Νόμος 2190/1920 «περί ανωνύμων εταιρειών»

Νόμος 3632/1928, «περί Χρηματιστηρίων Αξιών»

Νόμος 1806/1988 «τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις. (Α΄ 207)».

Νόμος 2198/1994 «αύξηση αποδοχών δημοσίων υπαλλήλων εν γένει, σύναψη δανείων, υπό του Ελληνικού Δημοσίου και δημιουργία στην Τράπεζα της Ελλάδος Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Άυλοι Τίτλοι) και άλλες διατάξεις»

Νόμος 2396/1996 «Επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων και άυλες μετοχές»

Νόμος 2915/2001 «επιτάχυνση της τακτικής διαδικασίας ενώπιον των πολιτικών δικαστηρίων

και λοιπές δικονομικές και συναφείς ρυθμίσεις»

Νόμος 3301/2004 «συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας, εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και άλλες διατάξεις»

Νόμος 3371/2005 «Θέματα Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις»

Νόμος 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις»

Νόμος 3756/2009 «Σύστημα Άυλων Τίτλων, διατάξεις για την Κεφαλαιαγορά, φορολογικά θέματα και λοιπές διατάξεις»

Νόμος 4514/2018 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις»

Νόμος 4548/2018 «Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών»

Νόμος 4569/2018 «I) Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων, II) Προσαρμογή της Ελληνικής Νομοθεσίας στις διατάξεις της Οδηγίας (ΕΕ) 2016/2258 και άλλες διατάξεις και III) Λοιπές διατάξεις»

Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 8/5/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου»

Οδηγία 2007/36/ΕΚ ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11ης Ιουλίου ; 2007 «σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών»

Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15^{ης} Μαΐου 2014 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ»

Οδηγία 2017/828/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 17ης Μαΐου 2017 για την τροποποίηση της οδηγίας 2007/36/ΕΚ όσον αφορά την ενθάρρυνση της μακροπρόθεσμης ενεργού συμμετοχής των μετόχων»

Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση