



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

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2020 - 2021

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
του Γεώργιου Σ. Μαργαρίτη
A.M.: 7340010420012

Νομικά ζητήματα του θεσμού της τιτλοποίησης απαιτήσεων

Επιβλέποντες:

Χριστίνα Λιβαδά, Επίκουρη Καθηγήτρια Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ
Νικόλαος Βερβεσός, Επίκουρος Καθηγητής Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ
Ιάκωβος Βενιέρης, Επίκουρος Καθηγητής Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ

Αθήνα, Νοέμβριος 2021

Copyright © [Γεώργιος Μαργαρίτης, Νοέμβριος 2021]

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.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Συντομογραφίες	3
<u>Μέρος Α': Εισαγωγή στην τιτλοποίηση απαιτήσεων (έννοια, ιστορία, οικονομική σημασία, διάρθρωση)</u>	
I. Εισαγωγή στο θεσμό της τιτλοποίησης απαιτήσεων	5
II. Ιστορική Αναδρομή	8
i. Η τιτλοποίηση διεθνώς.....	8
ii. Η Εισαγωγή του θεσμού της τιτλοποίησης στην Ελλάδα.....	9
III. Οικονομική σημασία	11
IV. Η διάρθρωση της διαδικασίας.....	13
V. Τα μέρη της διαδικασίας της τιτλοποίησης	15
i. Ο Πωλητής – Μεταβιβάζων	15
Ειδικά τα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων	17
ii. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (SPV).....	18
iii. Οι Τιτλούχοι Επενδυτές	20
iv. Διαχειριστής των Απαιτήσεων	22
v. Πιστοδότες της Διαδικασίας.....	24
vi. Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας	26
<u>Μέρος Β': Κατ' ιδίαν νομικά ζητήματα του θεσμού της τιτλοποίησης απαιτήσεων</u>	
I. Ο τύπος και η αιτία της μεταβιβαστικής συμφωνίας	28
i. Ο τύπος και η δημοσιότητα στην τιτλοποίηση.....	28
ii. Η εκχώρηση των απαιτήσεων αιτία πώλησεως.....	29
II. Η αναγγελία στην τιτλοποίηση.....	32
III. Οι απαιτήσεις που αποτελούν αντικείμενο της τιτλοποίησης.....	33
Ειδικά οι συμφωνίες περί ανεκχώρητου	35
IV. Η μεταβίβαση παρεπόμενων δικαιωμάτων και προνομίων.....	37
V. Οι ενστάσεις στην εκχώρηση	38
Ειδικά η ένσταση συμψηφισμού	41
VI. Η ευθύνη του μεταβιβάζοντος εκ της σύμβασης εκχώρησης.....	43
VII. Η ευθύνη του πωλητή για ελαττώματα στη σύμβαση πώλησης.....	45
VIII. Η μη εφαρμογή των συνεπειών της ύποπτης περιόδου	48
IX. Το νόμιμο ενέχυρο.....	50
X. Το ενωσιακό πλαίσιο που διέπει τις τιτλοποιήσεις	51
Συμπεράσματα	55
Βιβλιογραφία.....	57

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕ: Ανώνυμη Εταιρεία

ΑΚ: Αστικός Κώδικας

ΑΠ: Άρειος Πάγος

αρ.: αριθμός

βλ.: βλέπε

ΔικΑΕ: Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας

ΔΕΕ: Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών

ΔΕΕΤ: Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών

εδ.: εδάφιο

ΕΕ: Ευρωπαϊκή Ένωση

επιμ.: επιμέλεια

ΕπισκΕμπΔ: Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου

επ.: επόμενα

ΕφαΔΠολΔ: Εφαρμογές Αστικού Δικαίου & Πολιτικής Δικονομίας

Εφαθ: Εφετείο Αθηνών

κ.ά.: και άλλα

ΚΥΑ: Κοινή Υπουργική Απόφαση

λ.χ.: λόγου χάρη

ν.: νόμος

ν.δ.: νομοθετικό διάταγμα

ΝΠΔΔ: Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου

ό.π.: όπως παραπάνω

παρ.: παράγραφος

ΣΕΑΚ: Σύντομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα

σελ.: σελίδα

ΧρΙΔ: Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου

FNMA: Federal National Mortgage Association

MBS: Mortgage-backed securities

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive

NPL: Non Performing Loan

SJLBF: Stanford Journal of Law, Business and Finance

SPC: Special Purpose Company

SPV: Special Purpose Vehicle

Μέρος Α': Εισαγωγή στην τιτλοποίηση απαιτήσεων (έννοια, ιστορία, οικονομική σημασία, διάρθρωση)

I. Εισαγωγή στο θεσμό της τιτλοποίησης απαιτήσεων

Οποιαδήποτε εταιρεία ή εν γένει μόρφωμα που αποτελεί μέρος της οικονομίας της αγοράς έχει την ανάγκη κεφαλαίων, προκειμένου να επιβιώσει και παραμένοντας ανταγωνιστική να αναπτυχθεί. Η ανάγκη αυτή παρουσιάζεται ως *conditio sine qua non* οιασδήποτε επιχειρηματικής δραστηριότητας. Ο όρος που κρατεί για την αποτύπωση της διαδικασίας εισροής κεφαλαίων σε μια επιχείρηση είναι η χρηματοδότηση. Η τελευταία υπόκειται σε διάφορες διακρίσεις, κυριότερη εκ των οποίων είναι η διάκριση σε εσωτερική και εξωτερική και η οποία αντιστοιχεί σε χρηματοδότηση με ίδια και με ξένα κεφάλαια αντίστοιχα.

Η πλέον παραδοσιακή μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης είναι ο τραπεζικός δανεισμός. Οι επιχειρήσεις δεν είναι συχνά σε θέση να αυτοχρηματοδοτηθούν, είτε μέσω αποθεματικών είτε μέσω νέων εισφορών των μετόχων ή εταίρων τους, ειδικά όταν βρίσκονται σε πρώιμα στάδια ανάπτυξης. Τα πιστωτικά ιδρύματα διαμεσολαβούν στη διοχέτευση πόρων από τους καλούμενους θετικούς αποταμιευτές της οικονομίας (λ.χ. καταναλωτές, επιχειρήσεις) προς τους αρνητικούς, οι οποίοι επιδιώκουν την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών τους¹. Αυτό συμβαίνει μέσω της αποδοχής καταθέσεων από τους πρώτους, δραστηριότητα για την οποία άλλωστε έχουν μονοπώλιο εκ του νόμου (άρθρο 9 παρ. 2 ν. 4261/2014), και της χορήγησης πιστώσεων στους δεύτερους.

Τις τελευταίες δεκαετίες, η σημαντική ανάπτυξη των οικονομικών μεγεθών ως αποτέλεσμα της φιλελευθεροποίησης της οικονομίας, της παγκοσμιοποίησης και της τεχνολογικής ανάπτυξης οδήγησε στη διάπλαση νέων χρηματοδοτικών μορφωμάτων, καθώς τα κλασικά μέσα, όπως ιδίως ο τραπεζικός δανεισμός, δεν είναι συχνά σε θέση να ανταπεξέλθουν στον επιχειρηματικό ανταγωνισμό και να προσαρμοστούν στην οικονομική κατάσταση και τις επιδιώξεις όσων προσφεύγουν σε αυτά. Οι συναλλασσόμενοι καταφεύγουν όλο και συχνότερα στις κεφαλαιαγορές, επιδιώκοντας την άντληση κεφαλαίων μέσω της έκδοσης αξιογράφων (λ.χ. μετοχών, ομολογιών). Ο ρόλος των τραπεζών, όσον αφορά τη χρηματοδότηση ιδίως, αλλά όχι αποκλειστικά, μεγάλων επιχειρήσεων, μετατοπίζεται από τη χορήγηση πιστώσεων στην μεσολάβηση μεταξύ χρηματοδοτούμενου και επενδυτή, οι οποίοι καθορίζουν πλέον οι ίδιοι τους όρους της χρηματοδότησης.

Σε αυτά τα πλαίσια, επικράτησε στην νομική και στην οικονομική επιστήμη η έννοια της τιτλοποίησης (*securitization*), προκειμένου να περιγράψει ακριβώς την πρακτική έκδοσης αξιογράφων με σκοπό τη χρηματοδότηση εταιρειών². Όπως μαρτυρεί και ο όρος, η τιτλοποίηση συνίσταται στην ενσωμάτωση απαιτήσεων σε τίτλους έκδοσης της χρηματοδοτούμενης οντότητας, οι οποίοι αποκτώνται από επενδυτές. Με άλλα λόγια, η τιτλοποίηση αποτυπώνει την

¹ Βλ. αναλυτικά *Χ. Γκόρτσος* εις Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών (Επιμ. Χ. Παμπούκης), σελ. 833 επ.

² *Ι. Βενιέρης*, Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με τον Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, §2, σελ. 6 επ., Ο όρος αυτός μπορεί να αποδοθεί και ως αξιογραφοποίηση.

τάση χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω δανεισμού απευθείας από τις αγορές³ χρήματος και κεφαλαίου⁴. Έτσι, ο ορισμός αυτός της τιτλοποίησης συνδέεται με την καλούμενη αποδιαμεσολάβηση (disintermediation) των τραπεζών από την αγορά των δανείων, για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω.

Από την τιτλοποίηση εν ευρεία έννοια, διακρίνεται η εν στενή έννοια τιτλοποίηση, η οποία αποτελεί ειδικό εργαλείο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων που αξιοποιούν για τον σκοπό αυτό στοιχεία του ενεργητικού τους. Η εταιρεία που επιδιώκει να χρηματοδοτηθεί, έχει στο χαρτοφυλάκιό της απαιτήσεις από την άσκηση της επιχειρηματικής της δραστηριότητας, τις οποίες, όμως, δεν είναι σε θέση να εισπράξει. Αυτό μπορεί να οφείλεται είτε σε αιτίες νομικές, όπως όταν μια απαίτηση δεν έχει καταστεί ακόμη ληξιπρόθεσμη, είτε σε οικονομικές ή δομικές, όπως στην περίπτωση των καλούμενων «κόκκινων δανείων». Παρότι οι απαιτήσεις της εταιρείας αποτελούν μέρος του ενεργητικού σκέλους του ισολογισμού της, η αδυναμία της να τις εισπράξει άμεσα μπορεί να δημιουργήσει χρηματοδοτικό κενό και τελικά αδυναμία της να επεκτείνει τις δραστηριότητές της ή ακόμη και να είναι συνεπής στις δικές της υποχρεώσεις (domino effect).

Καθώς, λοιπόν, η εταιρεία δεν είναι σε θέση να εισπράξει τις απαιτήσεις και να αντλήσει έτσι τα απαιτούμενα για αυτήν κεφάλαια, πωλεί και εκχωρεί αυτές σε μια άλλη εταιρεία, η οποία συστήνεται κατά κανόνα για τον σκοπό αυτό. Η εταιρεία αυτή έχει καθιερωθεί στη διεθνή πρακτική και νομοθεσία, λόγω της ιδιότητας της, ως Εταιρεία Ειδικού Σκοπού ή SPV⁵. Η τελευταία καταβάλλει στην πωλήτρια το συμφωνηθέν τίμημα, το οποίο ανταποκρίνεται σε μέρος της αξίας των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται, με αποτέλεσμα η εταιρεία αυτή να αποκτά ρευστότητα. Προκειμένου να εξασφαλίσει η αγοράστρια τα κεφάλαια που απαιτούνται για την εξόφληση του τιμήματος της πώλησης, προβαίνει στην έκδοση ομολογιακού δανείου και διάθεσή του σε επενδυτές. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, όπως μαρτυρά και το όνομά της, έχει συγκεκριμένη στόχευση, περιορίζοντας τη δραστηριότητά της στην απόκτηση των απαιτήσεων και στην έκδοση των ομολογιών, ενδεχομένως δε και σε άλλες ενέργειες αναγκαίες για την επιτυχή έκβαση της τιτλοποίησης. Για το λόγο αυτό, η διοίκηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων ανατίθεται σε άλλη εταιρεία που διαθέτει την απαιτούμενη τεχνογνωσία και ονομάζεται Διαχειριστής ή servicer.

Μέσα από την περιγραφή του σχήματος της τιτλοποίησης, προκύπτει πως η χρηματοδότηση της ενδιαφερόμενης οντότητας προέρχεται από τους ομολογιούχους δανειστές του SPV, με το τελευταίο να έχει διαμεσολαβητικό ρόλο στη διαδικασία. Η παρέμβασή του, όμως, σε αυτή είναι αναγκαία, προκειμένου να αποτραπούν κίνδυνοι για τους επενδυτές και να αμβλυνθούν οικονομικά - λογιστικά μειονεκτήματα που συνεπάγονται για την μεταβιβάζουσα άλλες, παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης⁶.

Από τα ως άνω λεχθέντα, καθίσταται κατανοητή και η επιλογή του όρου τιτλοποίηση για την περιγραφή του χρηματοδοτικού αυτού μορφώματος. Μέσω αυτού, οι απαιτήσεις μια εταιρείας και

³ Ως αγορά νοείται ο μηχανισμός μέσω του οποίου καθίσταται δυνατή η συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησης σε συνθήκες ανταγωνισμού, οι οποίες επιτρέπουν την μεγαλύτερη για τα μέρη επίτευξη οφέλους, βλ. αναλυτικά Δ. Ανγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, αρ. 53 επ.

⁴ Σ. Παντελιάς, Τιτλοποίηση και δευτερογενείς αγορές τραπεζικών χορηγήσεων, ΔΕΕΤ, Α΄ Τριμηνία, 1995, σελ. 97.

⁵ Special Purpose Vehicle. Απαντάται και ο όρος SPC, ο οποίος αναλύεται σε Special Purpose Company. Εντούτοις, ο όρος SPV είναι ευρύτερος, καθώς διάφορες νομοθεσίες επιτρέπουν στον αποκτώντα τις απαιτήσεις να λάβει ποικίλες νομικές μορφές. Στη μελέτη οι ελληνικοί και αγγλικοί όροι χρησιμοποιούνται χωρίς διάκριση.

⁶ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω.

οι ροές πληρωμών που αυτές δύνανται να προκαλέσουν μετατρέπονται σε διαπραγματεύσιμα αξιόγραφα⁷. Οι ομολογίες δεν έχουν απλώς ως ασφάλεια τις απαιτήσεις· πολύ περισσότερο αποτελούν αντίκρισμα της αξίας τους⁸. Αυτό συμβαίνει, καθώς η αποπληρωμή τους διέρχεται μέσα από την ίδια την είσπραξη των απαιτήσεων. Έτσι, η απόδοσή τους προσδιορίζεται με βάση την αξία των απαιτήσεων, την εισπραξιμότητα τους, τις ασφάλειες ή άλλα προνόμια που τις ακολουθούν.

Η τιτλοποίηση εν στενή έννοια συνιστά μορφή χρηματοδότησης μέσω της αξιοποίησης στοιχείων ενεργητικού, προσεγγίζοντας ως προς αυτό το χαρακτηριστικό της το factoring (πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων). Η εταιρεία που επιθυμεί να χρηματοδοτηθεί, αξιοποιεί για τον σκοπό αυτό περιουσιακά της στοιχεία, χωρίς να δημιουργεί νέες υποχρεώσεις. Η οικονομική αξία που ενσωματώνει μια απαίτηση έχει προ πολλού επισημανθεί. Κατά την κλασική διατύπωση του Αλ. Λιτζερόπουλου, «η ενοχή έχει οικονομική αξία, η οποία αναφέρεται εις το μέλλον, εις τον χρόνο εκπληρώσεως της ενοχής, εν τω μεταξύ όμως ενδέχεται ο δανειστής να έχει άμεσον ανάγκην χρημάτων και να μην του είναι δυνατόν να αναμένει να επέλθῃ ο χρόνος εκπληρώσεως της ενοχής. Ως εκ τούτου εύλογος είναι η προσπάθειά του όπως αξιοποιήσῃ από τούδε την μελλοντική απαίτησίν του...»⁹. Όπως, μάλιστα, διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, μια απαίτηση εξακολουθεί να έχει οικονομική αξία ακόμη και όταν είναι ληξιπρόθεσμη και απαιτητή, συχνά δε και τελεσίδικα επιδικασμένη, πλην, όμως, ο δικαιούχος αυτής δεν δύναται για διάφορους λόγους¹⁰ να την εισπράξει.

Πέραν της παραδοσιακής μορφής τιτλοποίησης (cash securitization), η οποία ανταποκρίνεται στην ανωτέρω περιγραφή, εμφανίζεται στη διεθνή πρακτική και η καλούμενη συνθετική τιτλοποίηση (synthetic securitization). Στη μορφή αυτή της τιτλοποίησης δεν επέρχεται μεταβίβαση των απαιτήσεων στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, αλλά συνάπτονται μεταξύ αυτής και της μεταβιβάζουσας εταιρείας συμβάσεις χρηματοοικονομικών παραγώγων, όπως ιδίως παραγώγων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου. Σε αντίθεση, λοιπόν, με την παραδοσιακή τιτλοποίηση, η οποία συνιστά εργαλείο χρηματοδότησης, η συνθετική τιτλοποίηση εξυπηρετεί την ανάγκη διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου. Δεν αποκλείεται, άλλωστε, να λάβει χώρα για καθαρά κερδοσκοπικούς λόγους¹¹.

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας αποτελεί η τιτλοποίηση εν στενή έννοια, ως εργαλείο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Μέσα από την ανάλυση της τιτλοποίησης, των χαρακτηριστικών της και της οικονομικής της σημασίας, επιδιώκεται η ανάδειξη κρίσιμων νομικών ζητημάτων, όπως αυτά ανακύπτουν στα πλαίσια του ελληνικού νόμου 3156/2003. Η εξέταση του νόμου είναι δυνατή, μόνο αφού προηγηθεί η κατανόηση της λειτουργίας της

⁷ Α. Τζαβέλλας, Ο ρόλος της τιτλοποίησης στην ανάπτυξη του χρηματοδοτικού συστήματος στην Ελλάδα, ΔΕΕΤ, Δ' Τριμηνία, 1995, σελ. 13.

⁸ Ι. Βενιέρης, ό.π., §2, σελ. 15.

⁹ Αλ. Λιτζερόπουλος, Στοιχεία Ενοχικού Δικαίου, τεύχος Β', σελ. 433.

¹⁰ Οι λόγοι αυτοί συνίστανται ιδίως στην οικονομική αδυναμία των οφειλετών και το προστατευτικό πλαίσιο που ως ένα βαθμό τους περιβάλλει, στην κακόπιστη στάση οφειλετών ("στρατηγικοί κακοπληρωτές") και σε οργανωτικές αδυναμίες του δανειστή.

¹¹ Α. Κουλορίδας, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως μηχανισμός διαχείρισης και αναχρηματοδότησης επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, ΔΕΕ, 8-9/2017, σελ. 1020.

τιτλοποίησης. Και από την άλλη, η ανάλυση των νομικών ζητημάτων παρέχει μια πληρέστερη εικόνα του θεσμού.

Η μελέτη αναλύεται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος, λαμβάνει χώρα η επισκόπηση του θεσμού της τιτλοποίησης. Αφετηρία αυτής αποτέλεσε ήδη η εννοιολογική διασαφήνιση και περιγραφή της διαδικασίας (Κεφάλαιο I). Ακολουθεί μια σύντομη ιστορική αναδρομή του θεσμού, τόσο διεθνώς, όσο και στην Ελλάδα (Κεφάλαιο II), καθώς και μνεία της οικονομικής λειτουργίας που αυτός επιτελεί (Κεφάλαιο III). Περιγράφεται, εν συνεχεία, η διάρθρωση της διαδικασίας και οι μορφές που αυτή δύναται να λάβει. Αναλύονται, δε, τα χαρακτηριστικά και ο ρόλος των βασικότερων μερών της διαδικασίας, στοιχείο απαραίτητο για την κατανόηση του τρόπου λειτουργίας της τιτλοποίησης (Κεφάλαιο V).

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας, επιχειρείται η ανάδειξη ορισμένων κατ' ιδίαν νομικών ζητημάτων. Ειδικότερα, γίνεται λόγος για τα χαρακτηριστικά, εξ νομικής απόψεως, των συμφωνιών που άγουν στην τιτλοποίηση των απαιτήσεων (Κεφάλαιο I)· περιγράφεται η νομική κατάσταση των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται (Κεφάλαια III, IV), καθώς και η θέση του οφειλέτη στη διαδικασία (Κεφάλαια II, V)· αναλύεται το πλαίσιο ευθύνης της μεταβιβάζουσας οντότητας έναντι της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (Κεφάλαια VI, VIII), ενώ εξειδικεύονται νομικά μέσα προστασίας των τιτλούχων επενδυτών (Κεφάλαια VIII, IX). Τέλος, επιχειρείται μια περιγραφή του κανονιστικού πλαισίου που διέπει τις τιτλοποιήσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως αυτό θεσπίστηκε πρόσφατα, συνεπεία της χρηματοπιστωτικής κρίσης (Κεφάλαιο X).

II. Ιστορική Αναδρομή

i. Η τιτλοποίηση διεθνώς

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως χρηματοδοτικός θεσμός έχει τις ρίζες της στο Αμερικανικό δίκαιο. Οι πρώτες απόπειρες τιτλοποίησης έλαβαν χώρα κατά τις πρώτες δεκαετίες του εικοστού αιώνα, ενώ η τιτλοποίηση με τη σημερινή της μορφή καθιερώθηκε κατά τη δεκαετία του 1970. Βασικό χαρακτηριστικό όλων των προσπαθειών τιτλοποίησης, στις οποίες προέβησαν ομοσπονδιακοί οργανισμοί στις ΗΠΑ, ήταν η σύνδεση τους με στεγαστικά δάνεια. Τα τελευταία παρουσιάζουν κατά κανόνα το χαρακτηριστικό της μεγάλης χρονικής διάρκειας αποπληρωμής τους. Αυτό σημαίνει πως τα πιστωτικά ιδρύματα που τα χορηγούν, αναμένουν την επιστροφή των κεφαλαίων τους κατά τη λήξη των μακροπρόθεσμης διάρκειάς τους. Στο χρονικό διάστημα, όμως, που μεσολαβεί από τη χορήγηση του δανείου μέχρι την εξόφλησή του, οι τράπεζες έρχονται αντιμέτωπες με χρηματοδοτικό κενό που τις αποτρέπει από την παροχή νέων πιστώσεων.

Υπό αυτές τις συνθήκες ιδρύθηκε στις ΗΠΑ ήδη κατά τη δεκαετία του 1930 η Ομοσπονδιακή Ένωση Στεγαστικών Δανείων (FNMA), με σκοπό την απόκτηση απαιτήσεων από στεγαστικά δάνεια, ασφαλισμένες από οργανισμούς κοινωνικής πρόνοιας. Ο FNMA εξέδιδε ομολογίες που διατίθεντο σε επενδυτές. Οι ομολογίες αυτές, μάλιστα, είχαν το χαρακτηριστικό ότι ενσωμάτωναν δικαίωμα επί των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Επρόκειτο, δηλαδή, για τιτλοποίηση με άμεση ροή

πληρωμών (pass through structure), καθώς οι ομολογιούχοι γίνονταν συνδικαιούχοι των απαιτήσεων.

Οι πρώτες τιτλοποιήσεις με έμμεση ροή πληρωμών (pay through structure), έλαβαν, επίσης, χώρα από ομοσπονδιακούς οργανισμούς στον χώρο των στεγαστικών δανείων και για τον ίδιο σκοπό. Έτσι, αφενός τα πιστωτικά ιδρύματα αποκτούσαν άμεσα ρευστότητα προκειμένου να συνεχίσουν το χρηματοδοτικό τους έργο, αφετέρου και κατ' αποτέλεσμα επέρχετο τόνωση στη στεγαστική αγορά. Οι ομολογίες που εκδίδονταν κατηγοριοποιούνται ως MBS (Mortgage-Backed Securities), δηλαδή με κάλυμμα απαιτήσεις που ασφαλιζονται με υποθήκη, όπως είναι οι απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια. Ουσιαστικά, η χρηματοδότηση των νέων δανείων επιτυγχάνεται μέσω της προεξόφλησης των παλιών¹².

Αξίζει στο σημείο αυτό να σημειωθεί πως παρότι η τιτλοποίηση με τη σημερινή της μορφή διαμορφώθηκε στις ΗΠΑ, ψήγματα του μηχανισμού εντοπίζονται στην Ευρώπη ήδη κατά τον 18^ο αιώνα. Πρόκειται για το θεσμό των κτηματικών ομολόγων που αναπτύχθηκε στη Γερμανία και επεκτάθηκε και σε άλλες χώρες. Συνοπτικώς, γαιοκτήμονες, οι οποίοι ήταν οργανωμένοι σε ενώσεις και είχαν ανάγκη χρηματοδότησης, είχαν τη δυνατότητα να εκδώσουν ομόλογα, έκαστο εκ των οποίων είχε ονομαστική αξία ίση με το μισό της αξίας του ακινήτου του εκδότη του. Ο ομολογιούχος δανειστής είχε ως κάλυψη της απαιτήσής του όχι μόνο την αξία του ακινήτου του οφειλέτη γαιοκτήμονα, αλλά του συνόλου των ακινήτων των μελών της ένωσης. Σε περίπτωση, λοιπόν, που δεν καθίστατο δυνατή η ικανοποίηση του εκάστοτε δανειστή από την περιουσία του οφειλέτη, τότε μπορούσε να στραφεί κατά όλων των ακινήτων που αποτελούσαν περιουσία της ένωσης, καθώς αυτά συνιστούσαν κάλυμμα της αξίωσης του εκ του ομολόγου¹³.

Ο θεσμός των κτηματικών ομολόγων, απευθυνόμενος πλέον στις τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην αγροτική χρηματοδότηση, έχει επιβιώσει ως τις μέρες μας στη Γερμανία. Ο σκοπός είναι αντίστοιχος με τα ανωτέρω λεχθέντα για την τιτλοποίηση στις ΗΠΑ, δηλαδή η επαναχρηματοδότηση των τραπεζών, ώστε να συνεχίσουν το πιστωτικό τους έργο. Το κάλυμμα των εκδοθέντων ομολόγων συνίσταται στις υποθήκες, δηλαδή σε δικαιώματα αξίας επί ακινήτων, με τις οποίες εξασφαλίζει το πιστωτικό ίδρυμα τις απαιτήσεις του από τα χορηγηθέντα δάνεια. Τα γερμανικά κτηματικά ομόλογα αποτέλεσαν τη βάση για την εισαγωγή του θεσμού και στην Ελλάδα.

ii. Η Εισαγωγή του θεσμού της τιτλοποίησης στην Ελλάδα

Ο θεσμός των κτηματικών ομολόγων εισήχθη στην Ελλάδα με το Προεδρικό Διάταγμα της 22/30 Σεπτεμβρίου 1931. Όπως μαρτυρά το όνομά του, ο θεσμός απευθυνόταν σε κτηματικές τράπεζες, οι οποίες χορηγούσαν ενυπόθηκα δάνεια. Προκειμένου να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της μακρόχρονης αποπληρωμής των δανείων, οι τράπεζες είχαν δικαίωμα να εκδώσουν ομολογίες, ώστε να αντλήσουν ρευστότητα. Στις ομολογίες αυτές ενσωματώνονταν υποθηκικά δικαιώματα της τράπεζας εκ των δανείων υπέρ των ομολογιούχων. Οι απαιτήσεις, δηλαδή, εκ των ομολογιών, καλύπτονταν από δικαιώματα αξίας που προσέφεραν προνομιακή ικανοποίηση και προέρχονταν

¹² I. Βενιέρης, ό.π., §5 σελ. 48 επ.

¹³ I. Βενιέρης, ό.π., §5, σελ. 51 επ.

από τα χορηγηθέντα δάνεια. Κατ' άλλη διατύπωση, οι τράπεζες μπορούσαν να τιτλοποιήσουν τις υποθήκες των δανείων¹⁴.

Επόμενη στάδιο προς την εισαγωγή του θεσμού της τιτλοποίησης στην ελληνική έννομη τάξη αποτέλεσε ο ν. 1892/1990. Ο νόμος αυτός προέβλεπε τη δυνατότητα της Κτηματικής Εταιρείας του Δημοσίου να ιδρύει εταιρείες ιδιοκτησίας της, στις οποίες εισέφερε το Δημόσιο ακίνητα, με σκοπό την άντληση χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης εκ μέρους των εταιρειών αυτών ομολόγων. Τα ομόλογα αυτά ενσωμάτωναν την αξία των ακινήτων, καθώς η ονομαστική αξία εκάστου αντιπροσώπευε μέρος της αξίας τους. Το χαρακτηριστικό των ομολόγων, μάλιστα, ήταν πως εκδίδονταν με δικαίωμα μετατροπής τους, δικαίωμα δηλαδή του κατόχου να μετατρέψει το ενοχικό δικαίωμα για επιστροφή του κεφαλαίου σε εμπράγματο δικαίωμα επί του ακινήτου. Τα κτηματικά ομόλογα του ν. 1892/1990 προσεγγίζουν τη σύγχρονη μορφή τιτλοποίησης, υπό την έννοια της συμμετοχής στη διαδικασία ενός ενδιάμεσου μέρους, το οποίο διαμεσολαβεί μεταξύ του χρηματοδοτούμενου και του χρηματοδότη¹⁵.

Η τιτλοποίηση, ως χρηματοδοτικός θεσμός, εισήχθη, τελικά, στην Ελλάδα με τον ν. 2801/2000, όπως τροποποιήθηκε από τον ν. 2843/2000, με σκοπό τη χρηματοδότηση του Δημοσίου. Με τον νόμο αυτόν, επιδιώκεται η αξιοποίηση απαιτήσεων του Δημοσίου, μελλοντικών ή γεννημένων, ληξιπρόθεσμων ή μη, προκειμένου να αντληθούν κεφάλαια. Ο νόμος χρησιμοποιεί τον όρο «τίτλοι προεσόδων», οι οποίοι συνιστούν αξιόγραφα που μπορεί να εκδώσει τόσο το ίδιο το Δημόσιο, καθώς και ΝΠΔΔ και δημόσιες επιχειρήσεις, όσο και Εταιρείες Ειδικού Σκοπού, στις οποίες μεταβιβάζονται οι απαιτήσεις που τιτλοποιούνται.

Η ικανοποίηση των τίτλων, τόσο ως προς το κεφάλαιο, όσο και ως προς τον τόκο («πρόσοδος»), λαμβάνει χώρα από τα μελλοντικά έσοδα του Δημοσίου, όπως αυτά θα προκύψουν από την είσπραξη των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται. Ουσιαστικά, δηλαδή, οι απαιτήσεις που αποτελούν αντικείμενο της διαδικασίας ενσωματώνονται στους τίτλους, αποτελώντας, πλέον, το μέσο αποπληρωμής τους. Ο νόμος προβλέπει, ακόμη, ένα πλαίσιο προστασίας των απαιτήσεων, επιδιώκοντας να τις καταστήσει χωριστή ομάδα περιουσίας που θα διατεθεί αποκλειστικά για την ικανοποίηση των τίτλων. Έτσι, θεσπίζεται το ακατάσχετο των κεφαλαίων που εισπράττονται από τη διαχείριση των απαιτήσεων απέναντι σε πάσης φύσεως πιστωτές του Δημοσίου ή της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού, ενώ τίθενται εκτός πτωχευτικής περιουσίας σε περίπτωση πτώχευσης του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο τηρούνται οι σχετικοί λογαριασμοί.

Τον ν. 2801/2000, ο οποίος αφορά αποκλειστικά σε τιτλοποιήσεις που διενεργεί το Δημόσιο, ακολούθησε ο ν. 3156/2003, στο πεδίο εφαρμογής του οποίου emπίπτουν πλέον ιδιώτες. Συγκεκριμένα, στο άρθρο 10 του νόμου αυτού, περιγράφεται η γενική διαδικασία της τιτλοποίησης, όπως αυτή καθιερώθηκε στη διεθνή πρακτική. Προβλέπεται, ακόμη, στο άρθρο 11 η τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα. Αξίζει να σημειωθεί πως η πρώτη τιτλοποίηση με τον ν. 3156/2003 έλαβε χώρα το 2003 από την Aspis Bank και αφορούσε σε απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια.

¹⁴ *I. Βενιέρης, ό.π., §5 σελ. 56 επ.*

¹⁵ *I. Βενιέρης, ό.π., §6 σελ. 62 επ.*

III. Οικονομική σημασία

Ήδη από τα ανωτέρω εισαγωγικά και ιστορικά του θεσμού της τιτλοποίησης εκτεθέντα, έχει διαφανεί η σημαντική οικονομική λειτουργία που αυτός επιτελεί. Πιστωτικά ιδρύματα, προμηθευτές, αλλά και εν γένει οποιαδήποτε επιχείρηση με σημαντικό όγκο απαιτήσεων δύνανται να επιλέξουν να χρηματοδοτηθούν μέσω της τιτλοποίησης τους. Η προσφυγή στον μηχανισμό αυτόν παρουσιάζει διάφορα πλεονεκτήματα.

Η χρηματοδότηση μιας εταιρείας διέρχεται τη βάση της αξιολόγησης της πιστοληπτικής της ικανότητας, δηλαδή της ικανότητας της να εκπληρώνει προσηκόντως και εμπρόθεσμα τις υποχρεώσεις της. Για την εκτίμηση του αξιόχρεου της λαμβάνονται υπόψιν παράγοντες, όπως η οικονομική κατάσταση της εταιρείας, οι μελλοντικές προοπτικές της, η κατάσταση του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται, η γενικότερη κατάσταση της οικονομίας κ.ά. Η αρνητική αξιολόγηση των ανωτέρω έχει δυσμενείς επιπτώσεις στη χρηματοδότηση της εταιρείας, αυτή δε μπορεί να καταστεί δυσχερής ή και αδύνατη (λ.χ. λόγω υψηλού επιτοκίου δανειακής σύμβασης ή απροθυμίας επενδυτών να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους μέσω αγοράς πακέτου μετοχών). Το κόστος της χρηματοδότησης είναι αντιστρόφως ανάλογο της οικονομικής κατάστασης της ενδιαφερόμενης εταιρείας¹⁶. αυτό, στην περίπτωση της δανειοδότησης, αποτυπώνεται στο επιτόκιο, το ύψος του οποίου συνιστά, εκτός από παράγοντα κέρδους, και αντιστάθμισμα των αναλαμβανόμενων κινδύνων.

Η τιτλοποίηση συνιστά μια ευνοϊκή μέθοδο χρηματοδότησης για εταιρείες, οι οποίες έχουν στο ενεργητικό τους ομάδα ή ομάδες απαιτήσεων υψηλής αξίας. Αυτό αφορά ιδίως, αλλά όχι αποκλειστικά, εταιρείες που αντιμετωπίζουν έλλειψη ρευστότητας. Όπως προεκτέθηκε, οι τελευταίες θα αντιμετώπιζαν δυσκολίες στην προσπάθειά τους να αντλήσουν κεφάλαια από την τραπεζική αγορά αλλά και την αγορά κεφαλαίων, λόγω του υψηλού επιτοκίου δανεισμού, το οποίο αντικατοπτρίζει την οικονομική τους κατάσταση. Εφόσον, όμως, η εταιρεία έχει μια αξιολογη ομάδα απαιτήσεων ως περιουσιακό της στοιχείο, μπορεί να την αξιοποιήσει μεταβιβάζοντάς την στα πλαίσια της τιτλοποίησης και μειώνοντας το κόστος χρηματοδότησης της. Συν τοις άλλοις, αξιοποιήσιμες μπορούν να καταστούν και μελλοντικές απαιτήσεις, τις οποίες εκτιμά μια εταιρεία πως θα αποκτήσει, εφόσον οι προοπτικές της στην αγορά είναι ευνοϊκές και λαμβάνοντας υπόψιν την αυτοτελή οικονομική αξία που έχει μια επιχείρηση, την οποία δύναται να κεφαλαιοποιήσει συνάπτοντας συμβάσεις και αποκτώντας απαιτήσεις έναντι τρίτων¹⁷.

Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού που αποκτά τις απαιτήσεις, εκδίδει ένα ομολογιακό δάνειο, το οποίο αποτυπώνει την ποιότητα των απαιτήσεων αυτών. Οι ομολογίες θα επιβαρύνονται με χαμηλότερο επιτόκιο από αντίστοιχους τίτλους που θα εξέδιδε η μεταβιβάζουσα οντότητα προκειμένου να χρηματοδοτηθεί, καθώς η αξιολόγηση των ομολογιών στην τιτλοποίηση τελεί σε συνάρτηση με την αξιολόγηση των απαιτήσεων, οι οποίες λειτουργούν ως κάλυμμά τους. Αυτό που ενδιαφέρει είναι η φερεγγυότητα των οφειλετών των απαιτήσεων¹⁸. Η φερεγγυότητα της πωλήτριας δεν εξετάζεται, καθώς οι απαιτήσεις έχουν μεταβιβαστεί οριστικά, δεν συνδέονται με την περιουσία

¹⁶ Θ. Κουλουριάνος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με τον ν. 3156/2003, ΧρΙΔ, ΣΤ/2006, σελ. 182.

¹⁷ Μ. Σταθόπουλος, Η απαίτηση ως μέσο χρηματοδότησης, Σύγχρονοι τρόποι αξιοποίησης και ανάγκη «εμπραγμάτωσης», ΕπισκΕμπΔ, 1997, σελ. 3.

¹⁸ Α. Κουλορίδας, ό.π., ΔΕΕ, σελ. 1019.

της χρηματοδοτούμενης εταιρείας και άρα δεν επηρεάζονται από τυχόν κινδύνους που συνδέονται με αυτήν. Πάντως, η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού δεν πρέπει να αναπτύσσει δραστηριότητα άσχετη με τη διαδικασία της τιτλοποίησης, προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος δημιουργίας παθητικού που μπορεί να επηρεάσει την αξιολόγηση των ομολογιών και τελικά, την ικανοποίηση των ομολογιούχων¹⁹.

Όπως ορθά παρατηρείται, η τιτλοποίηση συνιστά συμφέρουσα επιλογή για μια εταιρεία, όταν το κόστος των κεφαλαίων που αντλεί μέσω αυτής υπολείπεται του κόστους που συνεπάγεται άλλη μορφή χρηματοδότησης²⁰. Η τιτλοποίηση μπορεί να αξιοποιηθεί και από εταιρείες που αξιολογούνται ευνοϊκά στην αγορά, πλην όμως επιδιώκουν να βελτιώσουν την οικονομική – λογιστική τους διάρθρωση.

Η τιτλοποίηση μπορεί να χαρακτηριστεί ως μορφή εσωτερικής χρηματοδότησης, καθώς η εταιρεία αξιοποιεί περιουσιακά της στοιχεία για να αντλήσει τα ζητούμενα κεφάλαια. Η αξιολόγηση αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία για τη λογιστική κατάσταση της εταιρείας. Η χρηματοδότηση της εταιρείας μέσω τιτλοποίησης απαιτήσεών της δεν επιβαρύνει το παθητικό σκέλος του ισολογισμού της, παρά μόνο οδηγεί σε μια αναδιάρθρωση του ενεργητικού, καθώς απαιτήσεις αντικαθίστανται από ρευστό²¹. Το τίμημα το οποίο εισπράττει η μεταβιβάζουσα οντότητα, αποτελεί έσοδο²². Αντίθετα, άλλες μορφές χρηματοδότησης, όπως τα τραπεζικά και τα ομολογιακά δάνεια, οδηγούν σε επαύξηση των υποχρεώσεων· υποχρεώσεις στην τιτλοποίηση δεν δημιουργούνται για τη χρηματοδοτούμενη εταιρεία.

Οι ευνοϊκές λογιστικές συνέπειες δεν περιορίζονται στην αποτροπή οικονομικών επιβαρύνσεων συγκριτικά με άλλα χρηματοδοτικά εργαλεία. Πολύ περισσότερο, οδηγούν σε αναδιάρθρωση και εξυγίανση των τρεχουσών λογιστικών καταστάσεων, αντικαθιστώντας με χρήματα, απαιτήσεις κακής ποιότητας. Εταιρείες που διαθέτουν στα χαρτοφυλάκιά τους απαιτήσεις χαμηλής εισπραξιμότητας μπορούν να προβούν στην τιτλοποίησή τους, σε συνδυασμό ιδίως με υψηλής ποιότητας απαιτήσεις, ώστε να διασφαλιστεί ότι το κόστος της συναλλαγής δεν θα είναι απαγορευτικό. Το ζήτημα αυτό αφορά ιδίως τα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία, στα πλαίσια του εποπτικού δικαίου που τα διέπει, έχουν υποχρέωση να τηρούν κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας²³.

Οι λογιστικές συνέπειες της τιτλοποίησης έχουν άμεση επίδραση στην οικονομική ανάπτυξη της οντότητας που προσφεύγει σε αυτήν. Μια εταιρεία αποκτά μέσω της τιτλοποίησης άμεσα ρευστότητα, χωρίς να χρειάζεται να αναμένει την εισπραξη των απαιτήσεων, η οποία, άλλωστε, δεν είναι εξασφαλισμένη. Με το τίμημα που εισπράττει από την πώληση, έχει τη δυνατότητα να εξοφλήσει δανειακές της υποχρεώσεις, μειώνοντας το παθητικό της και απελευθερώνοντας χώρο στον ισολογισμό για νέες πιστώσεις που ενδεχομένως θα λάβει στα πλαίσια της δραστηριότητάς της, προκειμένου να αναπτυχθεί.

¹⁹ Ph. Wood, *Law and practice of international finance*, σελ. 456, 457.

²⁰ Steven L. Schwarcz, *The alchemy of asset securitization*, SJLBF, 1994, σελ. 134 επ., Θ. Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 183.

²¹ Ph. Wood, ό.π., σελ. 456.

²² Γ. Λέκκας, *Τρόποι εταιρικής χρηματοδότησης (ιδίως η τιτλοποίηση) και η οικονομική κρίση*, ΧρηΔικ, 1/2010, σελ. 18.

²³ Ph. Wood, ό.π., σελ. 458, Γ. Λέκκας, ό.π., ΧρηΔικ, σελ. 21.

Άλλωστε, στην περίπτωση των τραπεζών, η χρηματοδότηση μπορεί να αξιοποιηθεί για τη χορήγηση νέων πιστώσεων στο κοινό, με ευνοϊκές συνέπειες για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά που επιθυμούν να δανειοδοτηθούν. Το χαρακτηριστικό αυτό της τιτλοποίησης την κατέστησε εξ' αρχής επωφελή τρόπο αναχρηματοδότησης των στεγαστικών δανείων, έχει, όμως, σημασία και σε κάθε άλλη περίπτωση απαιτήσεων. Έτσι, η τιτλοποίηση μπορεί να αποτελέσει τρόπο διαχείρισης του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs) και των επιπτώσεων που έχει στην ικανότητα των τραπεζών να εκπληρώνουν τον χρηματοδοτικό τους ρόλο λόγω της έλλειψης ρευστότητας.

Εξάλλου, η εταιρεία που έχει μια αξιοποιήσιμη ομάδα απαιτήσεων μπορεί να προσβλέπει στη τιτλοποίηση ως περαιτέρω μορφή χρηματοδότησης και να διαφοροποιήσει τα χρηματοδοτικά εργαλεία που χρησιμοποιεί, με αποτέλεσμα τη διασπορά του κινδύνου. Επίσης, μπορεί να καταστεί λιγότερο εξαρτημένη από τον τραπεζικό δανεισμό και από ισχυρά και άρα με αυξημένη διαπραγματευτική ισχύ πιστωτικά ιδρύματα²⁴.

Απαραίτητο είναι, πάντως, να τονισθεί στο σημείο αυτό η αναγκαιότητα της αποξένωσης, νομικής και οικονομικής, των απαιτήσεων από την μεταβιβάζουσα οντότητα, ούτως ώστε να επέλθουν οι ευνοϊκές λογιστικές (καθώς και οι πτωχευτικές και φορολογικές) συνέπειες της τιτλοποίησης, για τις οποίες έγινε λόγος ανωτέρω. Οι απαιτήσεις, δηλαδή, θα πρέπει να έχουν μεταβιβαστεί οριστικά στο SPV, με την πωλήτρια να μην φέρει πλέον ευθύνη επ' αυτών. Αυτό απαιτείται, προκειμένου να μην λάβει χώρα εγγραφή υποχρέωσης στο παθητικό σκέλος του ισολογισμού της μεταβιβάζουσας. Για τον λόγο αυτό, άλλωστε, ο νόμος 3156/2003 προβλέπει την μεταβίβαση των απαιτήσεων αποκλειστικά λόγω πώλησης²⁵.

IV. Η διάρθρωση της διαδικασίας

Το πλέγμα των συμβατικών σχέσεων που συνθέτουν την τιτλοποίηση, εκκινεί με τη μεταβίβαση των επιχειρηματικών απαιτήσεων της υπό χρηματοδότηση οντότητας λόγω πώλησης σε μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού. Η Εταιρεία αυτή, προκειμένου να εξοφλήσει το τίμημα της πώλησης, χρηματοδοτείται από επενδυτές μέσω της έκδοσης τίτλων. Η ικανοποίηση των αξιώσεων των τελευταίων θα λάβει χώρα πρωτίστως από τη διοίκηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων.

Όπως έχει διαφανεί ήδη ανωτέρω, ο μηχανισμός της τιτλοποίησης μπορεί να εμφανιστεί με δύο μορφές, οι οποίες διαφοροποιούνται μεταξύ τους με κριτήριο το ιδιοκτησιακό καθεστώς των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και τελικά τον τρόπο εξόφλησης των τίτλων. Ακριβέστερα, η διάκριση δεν αφορά στην προέλευση της εξόφλησης, η οποία και στις δύο περιπτώσεις συνίσταται στην διαχείριση των απαιτήσεων, αλλά στον τρόπο με τον οποίο οι ροές πληρωμών (cash flows) που αυτές προκαλούν καταλήγουν στους επενδυτές. Πρόκειται για την τιτλοποίηση με άμεση ροή πληρωμών (pass through structure) και την τιτλοποίηση με έμμεση ροή πληρωμών (pay through structure), η οποία αποτελεί και το κύριο αντικείμενο της παρούσας μελέτης. Η μεσολάβηση του

²⁴ Ph. Wood, ό.π., σελ. 457.

²⁵ «True sale», βλ. Ph. Wood, ό.π., σελ. 468.

SPV, πάντως, ως βασικό χαρακτηριστικό της εν στενή έννοια τιτλοποίησης, είναι κοινή και στις δύο εκφάνσεις του θεσμού

Στην περίπτωση της τιτλοποίησης που διαρθρώνεται με άμεση ροή πληρωμών, το SPV εκδίδει τίτλους οι οποίοι ενσωματώνουν δικαίωμα επί του συνόλου των απαιτήσεων που αποτελούν το αντικείμενο της πώλησης και μεταβίβασης. Οι τίτλοι που εκδίδονται δεν είναι χρεωστικοί, αλλά συνιστούν πιστοποιητικά ιδιοκτησίας²⁶. Οι κάτοχοι αυτών είναι συνδικαιούχοι της ομάδας των απαιτήσεων, έχοντας άμεσα περιουσιακά δικαιώματα επ' αυτών, με αποτέλεσμα να τελούν μεταξύ τους σε σχέση κοινωνίας δικαιώματος (ΑΚ 785 επ.).

Η διαμόρφωση της τιτλοποίησης ως μηχανισμού που προωθεί άμεσα τις γενόμενες πληρωμές στους επενδυτές προσεγγίζει ως ένα βαθμό τα αμοιβαία κεφάλαια του νόμου 4099/2012²⁷. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού εξασφαλίζει την αποπληρωμή του τιμήματος στην μεταβιβάζουσα οντότητα, όχι μέσω της δανειοδότησής της, αλλά κατ' ουσία μέσω της μεταπώλησης των απαιτήσεων στους τιτλούχους. Οι τελευταίοι έχουν μερίδιο στην ομάδα περιουσίας, το ποσοστό δε συμμετοχής τους σε αυτήν προσδιορίζεται βάσει της ονομαστικής αξίας των τίτλων που κατέχουν. Από τα παραπάνω προκύπτει πως οι επενδυτές έχουν άμεσα αξίωση για κάθε πληρωμή – εξόφληση απαίτησης που λαμβάνει χώρα, αφού έχουν δικαίωμα επί όλων των απαιτήσεων κατά το λόγο της συμμετοχής τους. Καθίσταται προφανές πως στο σύστημα αυτό, η αξίωση των επενδυτών είναι άμεση εξαρτώμενη από την είσπραξη των απαιτήσεων.

Το αντίθετο σύστημα είναι αυτό της έμμεσης ροής πληρωμών (pay through structure), το οποίο υιοθετεί ο ελληνικός νόμος 3156/2003. Η διάρθρωση αυτή της τιτλοποίησης ανταποκρίνεται στη σύντομη επισκόπηση του θεσμού στην εισαγωγή (Κεφάλαιο Ι). Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, προκειμένου να αποπληρώσει το τίμημα της αγοράς των απαιτήσεων, εκδίδει ομολογιακό δάνειο, το οποίο συντίθεται από ομολογίες. Τίτλους, δηλαδή, χρεωστικούς, οι οποίοι αντικατοπτρίζουν τμήμα του δανειζόμενου ποσού και ενσωματώνουν αξίωση έναντι της εκδότριας για επιστροφή του δανεισθέντος κεφαλαίου και απόδοση του συμφωνηθέντος τόκου²⁸. Οι απαιτήσεις που αποκτώνται παραμένουν στην περιουσία του SPV, οι δε επενδυτές δεν έχουν δικαιώματα επ' αυτών.

Καθώς, λοιπόν, οι απαιτήσεις δεν αποτελούν περιουσία των επενδυτών, οι ροές πληρωμών δεν προωθούνται σε αυτούς άμεσα. Τα κεφάλαια που η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού αποκτά από τη διοίκηση των απαιτήσεων, τα διαχειρίζεται η ίδια σε συνεργασία με τον servicer. Η προώθηση των πληρωμών στους επενδυτές γίνεται μέσω ακριβώς του SPV, καθώς οι επενδυτές δεν μετέχουν στην ομάδα περιουσίας από την οποία αυτές απορρέουν. Σε αυτούς αποδίδονται τα συμφωνηθέντα ποσά κατά το συμφωνηθέντα χρόνο, ενώ τυχόν υπερβάλλοντα κεφάλαια που εισπράττονται μέσω της διοίκησης των απαιτήσεων, αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης από το SPV.

Η εύστοχη διατύπωση στην αγγλική γλώσσα των δύο μορφωμάτων καθιστά περισσότερο αντιληπτή την μεταξύ τους διαφορά. Στην άμεση ροή πληρωμών (pass through structure), οι απαιτήσεις, μέσω της διάρθρωσης της τιτλοποίησης, καταλήγουν στους επενδυτές, ενώ στην

²⁶ *I. Βενιέρης*, ό.π., §8, σελ. 87.

²⁷ Ως αμοιβαίο κεφάλαιο νοείται η ομάδα περιουσίας που αποτελείται από χρηματοπιστωτικά μέσα και χρήματα και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερα πρόσωπα, τους μεριδιούχους. Βλ. *Αυγητίδη*, ό.π., αρ. 423 επ.

²⁸ *N. Ρόκας*, Εμπορικές Εταιρείες, §35, αρ. 2.

έμμεση ροή πληρωμών (pay though structure), τα εισπραχθέντα ποσά καταλήγουν, διαμέσου του οικοδομήματος της τιτλοποίησης, στους τιτλούχους. Η διαφορά μεταξύ των δύο μηχανισμών είναι κατ' αρχάς νομική. Στην άμεση ροή πληρωμών δικαιούχοι των τιτλοποιημένων απαιτήσεων καθίστανται τελικά οι επενδυτές, ενώ στην έμμεση ροή πληρωμών η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού δεν αποχωρίζεται τις απαιτήσεις, οι δε τίτλοι που εκδίδει ενσωματώνουν δανειακής φύσεως αξιώσεις έναντι της.

Η διάκριση, όμως, μεταξύ των δύο μοντέλων δεν περιορίζεται στην ιδιοκτησία των απαιτήσεων, αλλά έχει ευρύτερες οικονομικές συνέπειες, που συνεχόνται ακριβώς με το πρόσωπο του εκάστοτε δικαιούχου. Οι συνέπειες αυτές καθίστανται εμφανείς σε περιπτώσεις πρόωρης εξόφλησης των απαιτήσεων και εν γένει αυξημένων, συγκριτικά με τις εκάστοτε αξιώσεις των επενδυτών, πληρωμών. Πρόκειται για το ζήτημα της επανεπένδυσης και του κινδύνου που συναρτάται με αυτήν²⁹. Βάσει των όρων του προγράμματος του ομολογιακού δανείου, η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού έχει υποχρέωση να προωθεί συγκεκριμένα ποσά, σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, στους επενδυτές. Ενδέχεται, όμως, κατά τη διαχείριση των απαιτήσεων να αντληθούν ποσά, λόγω πρόωρων και πάντως μη αναμενόμενων πληρωμών, το ύψος των οποίων υπερβαίνει το αναμενόμενο.

Τα υπερβάλλοντα των εκάστοτε αξιώσεων των ομολογιούχων ποσά πρέπει να αποτελέσουν αντικείμενο διαχείρισης, με γνώμονα την προσφορότερη αξιοποίησή τους. Στην διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών, στη διαχείριση αυτή προβαίνουν οι επενδυτές, καθώς τα ποσά περιέρχονται άμεσα στο πρόσωπό τους. Αντίθετα, στη διάρθρωση έμμεσης ροής πληρωμών τα ποσά αποτελούν περιουσία του SPV που τα διαχειρίζεται μέσω του servicer. Ο κίνδυνος της επανεπένδυσης, ο οποίος συνιστά κίνδυνο διαχείρισης κεφαλαίων, έχει αντίκτυπο στο κόστος της χρηματοδότησης. Αυτό είναι λογικό, καθώς στην έμμεση ροή πληρωμών τον κίνδυνο της διαχείρισης φέρει το SPV, το οποίο πρέπει να μεριμνήσει για την επωφελή τοποθέτηση των κεφαλαίων. Αντίθετα, στην άμεση ροή πληρωμών ο κίνδυνος έχει μεταφερθεί λόγω της μεταπώλησης των απαιτήσεων στους επενδυτές, οι οποίοι είναι και οι μόνοι αρμόδιοι να αποφασίσουν τον τρόπο αξιοποίησης των κεφαλαίων τους. Η παραπάνω κατανομή του κινδύνου επιδρά στο κόστος χρηματοδότησης, το οποίο στην διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών είναι αυξημένο³⁰.

V. Τα μέρη της διαδικασίας της τιτλοποίησης

i. Ο Πωλητής – Μεταβιβάζων

Ο εκχωρητής των απαιτήσεων συνιστά κεντρικό πρόσωπο στην διαδικασία της τιτλοποίησης, δίδοντας κατ' ουσία το εναρκτήριο λάκτισμα αυτής. Πρόκειται για το πρόσωπο εκείνο, το οποίο επιδιώκει να χρηματοδοτηθεί, διαμέσου της αξίας των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων που αποτελούν μέρος του ενεργητικού του. Ο μεταβιβάζων (originator), δηλαδή, είναι δικαιούχος

²⁹ Βλ. αναλυτικά *I. Βενιέρη*, §8, σελ. 91 επ.

³⁰ *I. Βενιέρη*, ό.π., §9, σελ. 102.

ομάδας ή ομάδων απαιτήσεων, οι οποίες μπορεί να είναι μη ληξιπρόθεσμες (ακόμη και μη γεγεννημένες), ληξιπρόθεσμες αλλά μη απαιτητές, καθώς και ληξιπρόθεσμες και απαιτητές, ακόμη και επιδικασμένες, τις οποίες, όμως, για διάφορους λόγους (λ.χ. αφερεγγυότητα, δυστροπία του οφειλέτη, διαχειριστικές αδυναμίες ή περιορισμοί του μεταβιβάζοντος), δεν κατορθώνει να εισπράξει. Καθώς, όμως χρειάζεται να αντλήσει κεφάλαια για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του, ο μεταβιβάζων πωλεί και εκχωρεί τις επιλεγμένες απαιτήσεις του σε μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (SPV), η οποία του καταβάλλει το τίμημα για την απόκτησή τους. Η εκχωρήτρια επιχείρηση μπορεί να αναλάβει και το ρόλο του διαχειριστή των μεταβιβασθέντων απαιτήσεων³¹.

Με δεδομένο πως οι απαιτήσεις οι οποίες μεταβιβάζονται είναι επιχειρηματικές, ο νόμος 3156/2003 ορίζει στην παρ. 2 του άρθρου 10³² πως ο μεταβιβάζων είναι έμπορος. Του νόμου μη διακρίνοντας και καθώς γίνεται λόγος για κατοικία, ο μεταβιβάζων μπορεί να είναι και φυσικό πρόσωπο³³. Η εμπορική ιδιότητα δύναται να αποκτηθεί κατά το τυπικό ή ουσιαστικό σύστημα. Εντούτοις, η πρακτική εφαρμογή του θεσμού τόσο στην Ελλάδα, όσο και διεθνώς, οδηγεί στο συμπέρασμα πως η τιτλοποίηση αξιοποιείται κυρίως από εταιρείες και δη Α.Ε.³⁴, συχνά μάλιστα πιστωτικά ιδρύματα που είναι φορείς πληθώρας απαιτήσεων. Η τιτλοποίηση, προκειμένου να καταστεί οικονομικά επωφελής, απαιτεί τη μεταβίβαση σημαντικού όγκου απαιτήσεων που κατά κανόνα μόνο Α.Ε., συνήθως μεγάλες, έχουν στο ενεργητικό τους.

Είναι δυνατό η διαδικασία της τιτλοποίησης να διαμορφωθεί κατά τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε περισσότερες επιχειρήσεις να μεταβιβάζουν συγχρόνως τις απαιτήσεις τους σε ένα SPV (Multiseller securitization conduit). Με τη διάρθρωση αυτή επέρχεται μείωση των εξόδων της διαδικασίας (και, άρα, αύξηση της χρηματοδότησης) για τις μετέχουσες οντότητες λόγω της διασποράς αυτών³⁵, καθίσταται δε δυνατή η τιτλοποίηση απαιτήσεων που σε περίπτωση ενός μεταβιβάζοντος δεν θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν λόγω του μικρού όγκου ή/και των χαρακτηριστικών τους³⁶. Από την άλλη μεριά, βασικό πλεονέκτημα της Μονομερούς μεταβίβασης (Single Seller Transaction) είναι η εξατομίκευση της διαδικασίας στις ανάγκες της μοναδικής μεταβιβάζουσας³⁷.

Η μεταβιβάζουσα εταιρεία θα πρέπει να έχει την έδρα της στην Ελλάδα (ή αν πρόκειται για φυσικό πρόσωπο την κατοικία του κατ' ΑΚ 51) ή ακόμη και στην αλλοδαπή, υπό την προϋπόθεση πως έχει εγκατάσταση στην ημεδαπή. Η έννοια της εγκατάστασης θα πρέπει να θεωρηθεί πως αναφέρεται πρωτίστως στο υποκατάστημα αλλοδαπής εταιρείας. Με αυτόν δε τον τρόπο ο νομοθέτης επιδιώκει να εντάξει στο πεδίο εφαρμογής του νόμου αλλοδαπές εταιρείες, ιδίως

³¹ Θ. Κουλουριάνος, ό.π., ΧρΙΔ, σελ. 185.

³² Όπου εφεξής στη μελέτη γίνεται αναφορά σε άρθρο χωρίς μνεία του νόμου, πρόκειται για τον ν. 3156/2003.

³³ Αμφισβητείται αν υποκείμενο της μεταβίβασης μπορεί να είναι και φυσικό πρόσωπο, υπέρ Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 239, κατά Βενιέρη, ό.π., §12, σελ. 121, 122· όπως, πάντως, θα διαφανεί αμέσως παρακάτω, το ζήτημα στερείται πρακτικής σημασίας.

³⁴ Ι. Βενιέρη, ό.π., §12, σελ. 118.

³⁵ Steven Schwartz, ό.π., SJLBF, σελ. 140.

³⁶ Θ. Κουλουριάνος, ό.π., ΧρΙΔ, σελ. 184.

³⁷ Ι. Βενιέρη, ό.π., §19, σελ. 241.

πιστωτικά ιδρύματα, που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και έχουν στο ενεργητικό τους απαιτήσεις σημαντικού όγκου και ύψους³⁸.

Ειδικά τα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων³⁹

Η επιλογή των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν αποτελεί στοιχείο κομβικής σημασίας για την επιτυχή έκβαση της διαδικασίας. Οι απαιτήσεις αυτές θα πρέπει να είναι σε θέση να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση με ευνοϊκούς όρους για την πωλήτρια εταιρεία και, πάντως, να την καθιστούν προσφορότερη σε σχέση με άλλα μέσα. Όπως λέχθηκε ανωτέρω και θα εκτεθεί περαιτέρω στη συνέχεια, οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται μπορούν να τελούν σχεδόν σε οιαδήποτε νομική κατάσταση. Ως προς τα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων εξ οικονομικής απόψεως και ιδίως ως προς τα κριτήρια της επιλογής τους, ο νόμος δίνει προβάδισμα στην ιδιωτική αυτονομία των εμπλεκόμενων μερών.

Στη σχετική βιβλιογραφία προτάσσεται ως απαραίτητη προϋπόθεση για τη διεκπεραίωση της διαδικασίας η ύπαρξη απαιτήσεων ρευστοποιήσιμων, οι οποίες μάλιστα μπορούν να προκαλέσουν προβλέψιμη, κατά ύψος και χρόνο, ροή πληρωμών που θα καταλήξει στους επενδυτές⁴⁰. Η πρόκληση ρευστότητας κρίνεται απαραίτητη προκειμένου να αποπληρωθούν οι εκδοθέντες τίτλοι. Η ρευστότητα, μάλιστα, θα πρέπει να είναι σταθερή, ώστε να ικανοποιούνται οι αξιώσεις των επενδυτών βάσει χρονοδιαγράμματος. Η τιτλοποίηση, ως πλέγμα σχέσεων, απαιτεί σταθερότητα ώστε να λειτουργήσει. Σε αντίθετη περίπτωση, η διάρθρωση της έμμεσης ροής πληρωμών θα προσιδίαζε ως προς το χαρακτηριστικό αυτό της μη προβλεψιμότητας των πληρωμών, στη διάρθρωση με άμεση ροή πληρωμών.

Είναι σύνηθες, οι απαιτήσεις οι οποίες τιτλοποιούνται, να παρουσιάζουν ομοιότητα τουλάχιστον ως προς ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά τους. Η ομοιογένεια των απαιτήσεων μπορεί να συνέχεται με το ομοειδές των συμβατικών σχέσεων από τις οποίες απορρέουν (λ.χ. στεγαστικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες), αλλά και εν γένει με την νομική κατάσταση των ίδιων των απαιτήσεων (λ.χ. απαιτήσεις ληξιπρόθεσμες, απαιτήσεις ασφαλισμένες με εμπράγματα ασφάλεια). Η σταθερότητα της διαδικασίας εξυπηρετείται από την τιτλοποίηση ομοειδών απαιτήσεων· τα κοινά χαρακτηριστικά τους διευκολύνουν την προβλεψιμότητα ως προς τις ροές πληρωμών και την ενιαία κατά το δυνατόν αντιμετώπιση προβλημάτων που ανακύπτουν (λ.χ. αφερεγγυότητα)⁴¹. Επιπλέον, οι ομοειδείς απαιτήσεις που προέρχονται από κατηγορίες τυποποιημένων συμβάσεων (λ.χ. καταναλωτικά δάνεια) διευκολύνουν την αξιολόγηση τους από τα μέρη της διαδικασίας (λ.χ. τους οίκους αξιολόγησης), μειώνοντας τα έξοδα και το χρόνο αυτής⁴².

³⁸ *I. Βενιέρης*, ό.π., §13, σελ. 121· χαρακτηριστική είναι και η δικαιοσυγκριτική αναφορά του στο παράδειγμα της Γερμανίας, όπου η πρώτη χρονικά τιτλοποίηση έλαβε χώρα από τράπεζα θυγατρική της εδρεύουσας στις Η.Π.Α. Citibank.

³⁹ Στο σημείο αυτό γίνεται αναφορά στα χαρακτηριστικά των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων εξ οικονομικής απόψεως. Για την νομική κατάσταση των απαιτήσεων, βλ. Μέρος Β', Κεφάλαιο III.

⁴⁰ *I. Βενιέρης*, ό.π., §13, σελ. 147 επ.

⁴¹ *I. Βενιέρης*, ό.π., §13, σελ. 152 επ.

⁴² *Ph. Wood*, ό.π., σελ. 455.

Εντούτοις, είναι δυνατόν η τιτλοποίηση να αφορά περισσότερες κατηγορίες απαιτήσεων με διαφορετικά μεταξύ τους χαρακτηριστικά. Η τιτλοποίηση μόνο επισφαλών απαιτήσεων ενδεχομένως να μην είναι συμφέρουσα για την υπό χρηματοδότηση εταιρεία, λόγω του υψηλού επιτοκίου των ομολογιών που θα οδηγήσει σε τίμημα χαμηλότερου ύψους· αν, όμως, μεταβιβαστούν και απαιτήσεις υψηλής αξιολόγησης, η τιτλοποίηση μπορεί να καταστεί εφικτή. Σε αυτό το πλαίσιο λαμβάνει χώρα κατηγοριοποίηση των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ομάδες ενεργητικού που διαφοροποιούνται ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο που ενσωματώνουν οι απαιτήσεις εκάστης⁴³. Έτσι, εκδίδονται από το SPV ομολογίες διαφορετικής τάξης, με το ύψος του εκάστοτε κουπονιού να εξαρτάται από τον κίνδυνο μη εισπραξιμότητας των απαιτήσεων κάθε ομάδας. Η πρακτική αυτή ακολουθήθηκε και στις μεγάλες, πρόσφατες τιτλοποιήσεις των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων.

Σε κάθε περίπτωση, κρίνεται σκόπιμο η τιτλοποίηση να αφορά πληθώρα απαιτήσεων με διαφορετικούς κάθε φορά οφειλέτες, ούτως ώστε να επιτυγχάνεται διασπορά του πιστωτικού κινδύνου. Η ύπαρξη πολλών οφειλετών, με διαφορετικά κάθε φορά χαρακτηριστικά, μειώνει την πιθανότητα μη είσπραξης των απαιτήσεων⁴⁴. Έτσι, τυχόν αφερεγγυότητα δεν θα προκαλέσει κινδύνους στη διαδικασία, καθώς θα απορροφηθεί, τόσο από την είσπραξη των λοιπών απαιτήσεων, όσο και από τις ασφάλειες που παρέχονται υπέρ των επενδυτών.

ii. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (SPV)

Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle/Company) συνιστά τον αγοραστή/έκδοχέα των απαιτήσεων στην τιτλοποίηση, συγχρόνως δε τον μηχανισμό με τον οποίο καθίσταται δυνατή η διεκπεραίωση της διαδικασίας. Πρόκειται για το νομικό πρόσωπο που έχει αποκλειστικό σκοπό την αγορά των απαιτήσεων και την καταβολή του τιμήματος στον μεταβιβάζοντα, η οποία εξασφαλίζεται με την εκ μέρους του έκδοσης ομολογιακού δανείου. Αρμόδιο όργανο για την λήψη απόφασης της έκδοσης των ομολογιών είναι το Διοικητικό Συμβούλιο του SPV. Η λειτουργία της εταιρείας κατατείνει αποκλειστικά στην επίτευξη των χρηματοδοτικών σκοπών της τιτλοποίησης. Η αποκλειστικότητα του σκοπού και συνακόλουθα της δραστηριότητας του SPV αποσκοπεί στην προστασία των ομολογιούχων δανειστών, διαμέσου της αποφυγής της δημιουργίας παθητικού από ανάπτυξη δραστηριοτήτων ξένων προς την συγκεκριμένη τιτλοποίηση.

Η συμμετοχή του SPV στη χρηματοδότηση είναι η ειδοποιός διαφορά της τιτλοποίησης από το κοινό ομολογιακό δάνειο, δεδομένου πως εδώ στην έκδοσή του προβαίνει ο αποκτών. Οι λόγοι της διαμεσολάβησης της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού στην διαδικασία είναι ποικίλοι. Αρχικά, η μεταβιβάζουσα εταιρεία δεν επιβαρύνεται με την έκδοση των τίτλων, γεγονός που αφενός θα οδηγούσε σε διόγκωση του παθητικού της, αφετέρου συνεπάγεται αυξημένους κινδύνους που συνδέονται με την αποπληρωμή τους. Άλλωστε, η χρηματοδότηση μέσω ομολογιακού δανείου μπορεί να μην είναι συμφέρουσα, αν η εκδότρια έχει χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα⁴⁵. Ακολούθως, επέρχεται ο σκοπούμενος αποχωρισμός των απαιτήσεων από την περιουσία της

⁴³ Α. Κουλορίδας, ό.π., ΔΕΕ, σελ. 1020. Πρόκειται για την πρακτική γνωστή ως tiering ή trancing.

⁴⁴ Ph. Wood, ό.π., σελ. 455.

⁴⁵ Θ. Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 182.

εκχωρήτριας προς προστασία των τιτλούχων επενδυτών, οι οποίοι ικανοποιούνται προνομιακά από τις απαιτήσεις που αποτελούν το κάλυμμα των ομολογιών τους (πρβλ. και παρ. 12 και 18 άρθρου 10). Ο ρόλος, συνεπώς, του SPV είναι αποκλειστικά διαμεσολαβητικός, αποσκοπώντας να καταστήσει την διαδικασία επωφελή τόσο για τον χρηματοδοτούμενο, όσο και για τον χρηματοδότη.

Σύμφωνα με τον νόμο 3156/2003 (άρθρο 10 παρ. 3), το όχημα ειδικού σκοπού δεν απαιτείται να εδρεύει στην Ελλάδα, αν, όμως έχει την έδρα του στην ημεδαπή, θα πρέπει να έχει τη νομική μορφή της Ανώνυμης Εταιρείας⁴⁶. Το SPV μπορεί να προϋπάρχει και να τροποποιήσει τον σκοπό του για να μετάσχει στην τιτλοποίηση, κατά κανόνα, όμως, θα ιδρύεται εξ αρχής για τη συγκεκριμένη διαδικασία. Διαφορετικά δημιουργούνται κίνδυνοι για τα συμφέροντα των ομολογιούχων δανειστών, καθώς ο αποκτών θα φέρει πρόσθετες υποχρεώσεις και βάρη από την προγενέστερη δραστηριότητά του. Η πρόβλεψη, πάντως, της παραγράφου 18 για τη σύσταση νόμιμου ενεχύρου επί των απαιτήσεων μετριάζει τους κινδύνους αυτούς⁴⁷.

Ο αποκτών έχει μικρή κεφαλαιακή υπόσταση προς μείωση των εξόδων της διαδικασίας⁴⁸. Ο νόμος, άλλωστε, εξαιρεί το SPV από την πρόβλεψη του άρθρου 165 ν. 4548/2018 (πρώην άρθρο 48 ν. 2190/1920) για δικαστική λύση της εταιρείας σε περίπτωση που αυτή δεν έχει το ελάχιστον κατά τον νόμο μετοχικό κεφάλαιο. Ορθώς επισημαίνεται πως ο σκοπός του μετοχικού κεφαλαίου, δηλαδή η προστασία των εταιρικών δανειστών μέσω της λογιστικής δέσμευσης του ποσού που αντιπροσωπεύει, δεν τυγχάνει εφαρμογής στην τιτλοποίηση, δεδομένης της διαμόρφωσης του SPV ως αποκλειστικού σκοπού και της ασφαλειοποίησης των απαιτήσεων προς εξασφάλιση των τιτλούχων επενδυτών⁴⁹.

Ως προελέχθη, ο αποκλειστικός σκοπός του SPV συνίσταται στην απόκτηση των απαιτήσεων και στην έκδοση του ομολογιακού δανείου. Σε αυτά τα πλαίσια, ο νόμος μνημονεύει αρμοδιότητες της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού που κατατείνουν στην πραγματοποίηση των σκοπών της διαδικασίας, ιδίως δε στην εξόφληση των απαιτήσεων. Έτσι, δύναται να συνάπτει πάσης φύσεως πιστωτικές συμβάσεις για την διευκόλυνση της αποπληρωμής των ομολογιών, καθώς και συμβάσεις διαχείρισης απαιτήσεων με αρμόδιες εταιρείες. Γίνεται δεκτό πως η απαρίθμηση του νόμου δεν είναι περιοριστική, αλλά ο αποκτών μπορεί να προβαίνει και σε άλλες συναλλακτικές ενέργειες για την πραγματοποίηση του σκοπού του⁵⁰.

Η μεσολάβηση του SPV λειτουργεί ευεργετικά για τους επενδυτές, οι οποίοι αποσκοπούν στην επιστροφή των κεφαλαίων τους και στην επίτευξη κέρδους μέσω της εξυπηρέτησης των απαιτήσεων. Η αποκλειστικότητα του σκοπού του αποκτώντος κατατείνει ακριβώς στην προστασία αυτής της προσδοκίας των τιτλούχων. Ο περιορισμός αυτός συνέχεται με την

⁴⁶ Διεθνώς, το SPV μπορεί να έχει τη μορφή άλλης κεφαλαιουχικής εταιρείας (λ.χ. Ltd), προσωπικής ή trust, όταν και πρόκειται για τιτλοποίηση με άμεση ροή πληρωμών.

⁴⁷ *I. Βενιέρης*, ό.π., §17, σελ. 217.

⁴⁸ *Wood*, ό.π., σελ. 458, 459, ο οποίος κάνει λόγο για χώρες «φορολογικούς παραδείσους» ή με χαμηλή εταιρική φορολογία ως έδρες των SPV· χαρακτηριστικό είναι, άλλωστε, το παράδειγμα της Ιρλανδίας για τις τιτλοποιήσεις των ελληνικών τραπεζών, βλ. ενδεικτικά <https://www.eurobank.gr/el/titlopoiiseis>.

⁴⁹ *I. Βενιέρης*, ό.π., §17, σελ. 214, 215.

⁵⁰ *I. Βενιέρης*, ό.π., §18, σελ. 225 επ.

παραδοχή πως το SPV δεν πρέπει να τεθεί σε πτωχευτική διαδικασία⁵¹. Σε αυτά τα πλαίσια, η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού συστήνεται συνήθως ως εταιρεία με περιορισμένα όργανα και ελάχιστο ή και καθόλου προσωπικό, αναθέτει δε δραστηριότητές της σε άλλα μέρη με σκοπό την αποφυγή δημιουργίας υποχρεώσεων⁵².

Απαραίτητη προϋπόθεση της ομαλής διεκπεραίωσης της διαδικασίας είναι η νομική και οικονομική αυτοτέλεια του SPV έναντι της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται θα πρέπει να παρουσιάζουν ανεξαρτησία έναντι της μεταβιβάζουσας, υπό την έννοια πως η τελευταία απέχει από οποιαδήποτε ανάμειξη στη διαχείρισή τους· μοναδικός αρμόδιος για τη λήψη των αποφάσεων που τις αφορούν είναι η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού. Η αυτοτέλεια της αυτή λειτουργεί προστατευτικά για τους επενδυτές, αρχικά διότι διασφαλίζεται η μη εμφλοχώρηση συμφερόντων της μεταβιβάζουσας κατά τη διαχείριση των απαιτήσεων. Σε αντίθετη περίπτωση, εξάλλου, μπορεί να τεθεί ζήτημα πτωχευτικής ανάκλησης της εκχώρησης, αν η μεταβιβάζουσα τεθεί σε πτώχευση⁵³. Η έλλειψη ανεξαρτησίας μπορεί να συνεπάγεται και υποχρέωση σύνταξης ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων εκ μέρους της μεταβιβάζουσας, αν δηλαδή διαπιστωθεί σχέση μητρικής – θυγατρικής, γεγονός που αποτρέπει την επέλευση των λογιστικών συνεπειών της τιτλοποίησης· οι απαιτήσεις θα εξακολουθούν να εμφανίζονται στο παθητικό σκέλος των ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων της μητρικής μεταβιβάζουσας⁵⁴. Επισημαίνεται, τέλος, ο κίνδυνος της άρσης της αυτοτέλειας του νομικού προσώπου του SPV, αν αποδειχθεί σύγχυση της περιουσίας του με την περιουσία της μεταβιβάζουσας⁵⁵.

Εκ των ανωτέρω συνάγεται πως το SPV θα πρέπει να ανήκει σε φορέα ακόμα και μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα και πάντως εκτός της διαδικασίας, ώστε να αποτρέπονται οι κίνδυνοι που προεκτέθηκαν. Ο όρος ορφανή εταιρεία (orphan entity) έχει επικρατήσει για να περιγράψει το χαρακτηριστικό αυτό του αποκτώντος. Αν, λοιπόν, το SPV συσταθεί από την μεταβιβάζουσα, η τελευταία θα πρέπει να μεταβιβάσει αμέσως τις μετοχές σε τρίτο φορέα ανεξάρτητο αυτής⁵⁶.

iii. Οι Τιτλούχοι Επενδυτές

Όπως έχει καταστεί σαφές, χρηματοδότες της μεταβιβάζουσας εταιρείας είναι οι ομολογιούχοι επενδυτές, με το SPV να επιτελεί διαμεσολαβητικό ρόλο. Οι επενδυτές θέτουν σε κίνηση τη ροή

⁵¹ Διαμόρφωση της εταιρείας ως bankruptcy remote, *Schwarcz*, ό.π., σελ. 135, 136.

⁵² *I. Βενιέρης*, ό.π., §3, σελ. 33.

⁵³ Ορθά επισημαίνει ο *Βενιέρης*, ό.π., §17, σελ. 245, 246, ότι η ευεργετική ρύθμιση της παραγράφου 19 δεν μπορεί να εφαρμοστεί προς αποφυγή καταστρατηγήσεων, αν το όχημα ειδικού σκοπού δεν παρουσιάζει νομική και οικονομική αυτοτέλεια. Για τη μη εφαρμογή των συνεπειών της ύποπτης περιόδου, βλ. Β' Μέρος, Κεφάλαιο VIII.

⁵⁴ *P. Wood*, ό.π., σελ. 471 επ.

⁵⁵ *P. Wood*, ό.π., σελ. 471 επ.

⁵⁶ *Θ. Κουλουριάνος*, ό.π., σελ. 186.

κεφαλαίων προς την χρηματοδοτούμενη οντότητα, είναι δε και οι τελικοί και κύριοι⁵⁷ αποδέκτες της ροής πληρωμών που προκαλεί η εξυπηρέτηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Κατά το γράμμα της παραγράφου 1 του άρθρου 10, η διάθεση των τίτλων που εκδίδει η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού γίνεται μόνο με ιδιωτική τοποθέτηση (private placement), η οποία για τους σκοπούς του νόμου δεν μπορεί να υπερβαίνει τα 150 άτομα⁵⁸. Η επιλογή του τρόπου αυτού διάθεσης των τίτλων επιταχύνει τη διαδικασία και μειώνει το κόστος της⁵⁹. Η ονομαστική αξία της κάθε ομολογίας είναι τουλάχιστον 100.000 ευρώ. Οι περιορισμοί που θέτει ο νόμος ως προς τη σύνθεση του επενδυτικού κοινού δεν είναι μόνο ποσοτικοί, αλλά και ποιοτικοί. Αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade)⁶⁰. Εντούτοις, ασφαλιστικά ταμεία και ασφαλιστικοί οργανισμοί δεν μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση ούτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, καθώς ο νόμος φαίνεται να συνδέει την επένδυση με αυξημένους κινδύνους που δεν συνάδουν με τη φύση των οργανισμών αυτών. Αυτός, άλλωστε, είναι και ο λόγος που ο νομοθέτης επιλέγει το σχήμα της ιδιωτικής τοποθέτησης, καθώς μόνο οι θεσμικοί επενδυτές στους οποίους διατίθενται οι τίτλοι είναι σε θέση να επεξεργαστούν τις πληροφορίες και τους κινδύνους που συνεχονται με τη συγκεκριμένη επένδυση και να λάβουν αποφάσεις με εμπεριστατωμένη κρίση⁶¹. Βάσει των στοχεύσεων αυτών, λοιπόν, οι εκδιδόμενοι τίτλοι δεν μπορούν να εισαχθούν σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Το σύστημα του νόμου 3156/2003 λειτουργεί προστατευτικά για τους επενδυτές, οι οποίοι είναι αυτοί που διακυβεύουν τα κεφάλαιά τους. Η προστασία αυτή διακατέχει το σύνολο των διατάξεων των. Βασική εξασφάλιση των ομολογιούχων είναι η αρχή του νομικού και οικονομικού αποχωρισμού των απαιτήσεων για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω. Στις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις συστήνεται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων, οι δε απαιτήσεις τους εκ των ομολογιών κατατάσσονται προνομιακά σε σχέση με τις απαιτήσεις της ΚΠολΔ 975. Σύμφωνα με την πρόβλεψη της παραγράφου 12, άλλωστε, δεν μπορεί να συσταθεί άλλη ασφάλεια επί των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Σημαντική είναι και η πρόβλεψη της παραγράφου 19 που αποκλείει την πτωχευτική ανάκληση της μεταβίβασης των απαιτήσεων σε περίπτωση πτώχευσης της μεταβιβάζουσας, ρύθμιση που εξασφαλίζει πως οι απαιτήσεις θα εκπληρώσουν τον σκοπό τους ως κάλυμμα των ομολογιών.

Σύμφωνα με την πρόβλεψη του άρθρου 63 (παρ. 1 περ. β') του ν. 4548/2018, οι ομολογιούχοι οργανώνονται υποχρεωτικά σε ομάδα, τη συνέλευση των ομολογιούχων δανειστών, η οποία συνιστά ένωση προσώπων χωρίς νομική προσωπικότητα⁶². Πρόκειται για απόκλιση από τον

⁵⁷ Όχι, όμως, και οι μόνοι, καθώς ικανοποιούνται και αξιώσεις άλλων μερών της διαδικασίας, λ.χ. χορηγών εξασφαλίσεων και ρευστότητας, βλ. *Βενιέρη*, ό.π., σελ. 391, σημ. 1029.

⁵⁸ «Sophisticated investors», *Wood*, ό.π., σελ. 450.

⁵⁹ Λ.χ. δεν υφίσταται υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου βάσει της εξαίρεσης του Άρθρου 1 Κανονισμού 2017/1129.

⁶⁰ Για τη συμμετοχή στη διαδικασία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, βλ. κατωτέρω νι.

⁶¹ *Ι. Βενιέρης*, ό.π., §40, σελ. 402 επ., *Ν. Ρόκας*, *Χ. Γκόρτσος*, *Α. Μικρουλέα*, *Χ. Λιβαδά*, *Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου*, σελ. 674.

⁶² *Ν. Ρόκας*, *Εμπορικές Εταιρείες*, §35, αρ. 8.

γενικό κανόνα της προαιρετικής οργάνωσης των ομολογιούχων, η οποία εξηγείται από την ανάγκη τυποποίησης και σταθερότητας της διαδικασίας. Όπως και σε κάθε άλλη περίπτωση ομολογιακού δανείου, τα δικαιώματα του τιλούχων καθορίζονται από τους όρους του προγράμματος. Οι ομολογιούχοι λαμβάνουν αποφάσεις στα πλαίσια της συνέλευσης, η λειτουργία της οποίας (σύγκληση, συγκρότηση, λήψη αποφάσεων) καθορίζεται από τις διατάξεις που αφορούν στη Γενική Συνέλευση των ΑΕ, ελλείψει αντίθετης διάταξης νόμου ή πρόβλεψης στους όρους του δανείου (άρθρο 63, παρ. 5, 6 ν. 4548/2018).

Σύμφωνα με το άρθρο 64 του ίδιου νόμου, διορίζεται υποχρεωτικά από την εκδότρια εταιρεία εκπρόσωπος των ομολογιούχων, ο οποίος διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην διαδικασία. Εκπρόσωπος ορίζεται, κατά κανόνα, ιδίως δε στην τιλοποίηση λόγω τη σύνθεσης της ομάδας των ομολογιούχων, πιστωτικό ίδρυμα, εταιρεία επενδύσεων ή θυγατρικές αυτών. Προβλέπονται, ακόμη, περιορισμοί ως προς τα πρόσωπα που μπορούν να διοριστούν εκπρόσωποι (λ.χ. αποκλείεται η μεταβιβάζουσα), με σκοπό την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων.

Ο ρόλος του εκπροσώπου είναι εγγυητικός των συμφερόντων της ομάδας των ομολογιούχων, καίτοι ο ίδιος διορίζεται και αμείβεται από την εκδότρια. Αυτό προβλέπεται ευθέως στην παρ. 1 του Άρθρου 65 ν. 4548/2018, η οποία προβλέπει πως ο εκπρόσωπος δρα προς το συμφέρον των ομολογιούχων, εκπροσωπώντας τους δικαστικά και εξώδικα έναντι τόσο των τρίτων όσο και της ίδιας της εκδότριας. Η θέσπιση ευθύνης του έναντι των ομολογιούχων (Άρθρο 66) και η δυνατότητα των τελευταίων να τον αντικαταστήσουν (Άρθρο 67) συμπληρώνει την προστασία των επενδυτών.

Ειδικά στην τιλοποίηση, ο εκπρόσωπος, ο οποίος δρα στο όνομά του αλλά για λογαριασμό των ομολογιούχων και με μνεία της ιδιότητας του, έχει εποπτικό ρόλο επί της διαδικασίας, προασπίζει τα συμφέροντα των χρηματοδοτών της και μεριμνά για την απόδοση σε αυτούς του προϊόντος της διαχείρισης των απαιτήσεων⁶³. Σύμφωνα με την παρ. 4 του Άρθρου 65, η οποία προσιδιάζει στην παρ. 15 του άρθρου 10 ν. 3156/2003 για τον διαχειριστή, ο εκπρόσωπος καταθέτει τα ποσά που εισπράττει από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού και προορίζονται για την ικανοποίηση των ομολογιών σε έντοκη κατάθεση, η οποία αποτελεί περιουσία ξεχωριστή από την δική του περιουσία ή του οικείου πιστωτικού ιδρύματος, μη υποκείμενη σε εις βάρος του εκπροσώπου νομικές ενέργειες.

iv. Διαχειριστής των Απαιτήσεων

Η επιτυχής διαχείριση και εν τέλει είσπραξη των απαιτήσεων αποτελεί την πλέον κομβική πτυχή της τιλοποίησης, καθώς από αυτήν εξαρτάται κυρίως η ικανοποίηση των τιλούχων επενδυτών. Οι περιορισμένες αρμοδιότητες, όμως, της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού και η έλλειψη εγκαταστάσεων και προσωπικού, για τους λόγους που εκτέθηκαν ανωτέρω, ιδίως την αποφυγή δημιουργίας υποχρεώσεων, καθιστά αναγκαία την ανάμειξη στη διαδικασία ετέρου μέρους. Το

⁶³ I. Βενιέρης, ό.π., §3, σελ. 36.

μέρος αυτό, στο οποίο ανατίθεται το καθήκον εξυπηρέτησης των απαιτήσεων καλείται διαχειριστής (*servicer*)⁶⁴.

Ο νόμος, ακολουθώντας τη διεθνή τάση, ορίζει αρχικά στην παρ. 14 του άρθρου 10 πως η διαχείριση των απαιτήσεων ανατίθεται σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που εδρεύει στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Η πρόβλεψη είναι εύλογη, καθώς τέτοιες οντότητες διαθέτουν την τεχνογνωσία και τη διοικητική οργάνωση για την εκπλήρωση ενός πολύπλοκου και εκτεταμένου έργου, όπως είναι η τιτλοποίηση. Καθήκοντα διαχειριστή, όμως, μπορεί να αναλάβει και η ίδια η μεταβιβάζουσα οντότητα⁶⁵. Η επιλογή αυτή παρουσιάζει διάφορα πλεονεκτήματα, εφόσον η μεταβιβάζουσα έχει την οργανωτική δυνατότητα να αναλάβει τη διαχείριση. Η σχέση που τη συνδέει με τους πελάτες της, η εμπειρία του προσωπικού της και το γενικότερο πληροφοριακό προβάδισμα της ως προς τα χαρακτηριστικά των οφειλετών και εν γένει της εκάστοτε αίτησης, συνιστούν γνωρίσματα που καθιστούν την χρηματοδοτούμενη εταιρεία κατάλληλη ως διαχειρίστρια. Με αυτό τον τρόπο, άλλωστε, μειώνεται το κόστος της χρηματοδότησης για την ίδια, δεδομένου πως εισπράττει αμοιβή για τις υπηρεσίες της ή αυξημένο τίμημα από την πώληση των απαιτήσεων⁶⁶.

Για τον ίδιο λόγο μπορεί η διαχείριση να ανατεθεί και σε πρόσωπο που έχει αναλάβει την εξυπηρέτηση των απαιτήσεων στον χρόνο πριν την τιτλοποίηση. Ρόλο *servicer* δύναται να αναλάβει ακόμη και νομικό πρόσωπο που λειτουργεί ως εγγυητής στην τιτλοποίηση, Αμφισβητείται, ωστόσο, αν η ίδια η ανάθεση της διαχείρισης σε άλλο φορέα είναι υποχρεωτική για την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού ή όχι⁶⁷. Παρά τη διατύπωση του νόμου («*μπορεί να ανατίθεται*»), παρίσταται ορθότερο να δεχτούμε, με τελολογικά κριτήρια, πως η ανάθεση της διαχείρισης των απαιτήσεων είναι υποχρεωτική για το SPV. Σε κάθε περίπτωση, η επιλογή του φορέα που αναλαμβάνει τη διοίκηση των απαιτήσεων θα πρέπει να λαμβάνει χώρα με γνώμονα την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των ομολογιούχων. Αν το SPV δεν εδρεύει στην ημεδαπή και οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις είναι καταναλωτικές, ο διαχειριστής θα πρέπει υποχρεωτικά να έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα.

Βασική αρμοδιότητα του διαχειριστή είναι η είσπραξη των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, κατά κεφάλαιο και τόκους, βάσει των συμφωνιών μεταξύ μεταβιβάζοντος και οφειλέτη (πρβλ. ΑΚ 462). Ο διαχειριστής λειτουργεί ως δεκτικός καταβολής (ΑΚ 417). Συναφώς, προβαίνει και σε κάθε εξώδικη (λ.χ. όχληση) ή δικαστική (λ.χ. έκδοση Διαταγής Πληρωμής) ενέργεια αναγκαία για την επίτευξη του σκοπού αυτού⁶⁸.

Κρίσιμο είναι, πάντως, να διασφαλιστεί πως οι δανειστές του διαχειριστή δεν θα σπεύσουν να ικανοποιήσουν τις αξιώσεις τους από τις πληρωμές που αυτός εισπράττει. Αυτό ισχύει σε κάθε περίπτωση, ανεξαρτήτως αν διαχειριστής είναι η ίδια η μεταβιβάζουσα ή τρίτος. Τα κεφάλαια θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά για την εξυπηρέτηση των σκοπών της τιτλοποίησης, εν

⁶⁴ Ειδικές διατάξεις για τις Εταιρείες Διαχείρισης (ιδίως για την αδειοδότηση τους), οι οποίες μπορούν να εφαρμοστούν και επί τιτλοποιήσεων, προβλέπει ο ν. 4354/2015.

⁶⁵ *Wood*, ό.π., σελ. 450.

⁶⁶ *I. Βενιέρης*, ό.π., §21, σελ. 259 επ.

⁶⁷ *Υπέρ Λέκκας*, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, αρ. 371, κατά *Λιάπης*, Η αρχιτεκτονική της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων. Οι συμβατικές σχέσεις, εις τόμο *Ενιαία Εποπτεία του Χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων*, 2008, σελ. 101.

⁶⁸ *I. Βενιέρης* εις *ΔικΑΕ*, Άρθρο 10, αρ. 156.

προκειμένω την αποπληρωμή των ομολογιών. Έτσι, η παρ. 15 του άρθρου 10 προβλέπει πως το προϊόν των τιτλοποιημένων απαιτήσεων κατατίθεται άμεσα και υποχρεωτικά σε χωριστή έντοκη κατάθεση του διαχειριστή, η οποία αποτελεί περιουσία χωριστή από τις περιουσίες του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος. Στην κατάθεση αυτή γίνεται σχετική μνεία του χαρακτήρα της, ώστε να ενημερωθούν οι τρίτοι δανειστές. Η κατάθεση έχει καταπιστευτικό χαρακτήρα, προσιδιάζοντας στον αγγλοσαξωνικό θεσμό του trust· νομικά δικαιούχος αυτής είναι ο διαχειριστής (και μέσω αυτού το SPV), εξ οικονομικής απόψεως, όμως, οι ομολογιούχοι⁶⁹.

Συνακόλουθα, τα ποσά αυτά ή τυχόν κινητές αξίες που κατατίθενται στον διαχειριστή δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλους είδους δέσμευση από αυτόν ή τους δανειστές του, ούτε εμπίπτουν στην πτωχευτική του περιουσία. Καθίσταται, βάσει των ανωτέρω, σαφές πως δημιουργείται μια ομάδα περιουσίας συνδεδεμένη με την τιτλοποίηση, η οποία παρουσιάζει αυτοτέλεια έναντι του διαχειριστή της, προκειμένου να αποσυνδεθεί από κινδύνους που σχετίζεται με αυτόν και να επιτελέσει τελικά τη λειτουργία της, δηλαδή την ικανοποίηση των αξιώσεων των επενδυτών.

v. Πιστοδότες της Διαδικασίας

Οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις δεν αποτελούν απλά ασφάλεια των ομολογιών· πολύ περισσότερο, συνιστούν το μέσο αποπληρωμής τους. Αυτό δεν προκύπτει απλώς από το γράμμα της παρ. 1 του άρθρου 10, αλλά και από την ίδια τη φύση του θεσμού. Οι απαιτήσεις ενσωματώνονται ουσιαστικά στις ομολογίες, οι οποίες αποκρυσταλλώνουν την κατάσταση τους.

Ήδη, όμως, σε αυτή την ίδια την παρ. 1 προβλέπεται πως η εξόφληση των ομολογιών μπορεί να λάβει χώρα και από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων. Επιπλέον, στην παρ. 7 και στα πλαίσια προσδιορισμού των δραστηριοτήτων της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού, καθιερώνεται η αρμοδιότητα της να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια και πιστώσεις, ασφαλιστικές και εξασφαλιστικές συμβάσεις, καθώς και συμβάσεις χρηματοοικονομικών παραγώγων, για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, στους οποίους περιλαμβάνεται και η αντιστάθμιση κινδύνων.

Συνάγεται εκ των ανωτέρω η πρόθεση του νομοθέτη να διασφαλίσει την αποπληρωμή των ομολογιών, όταν η τελευταία δεν αξιολογείται ως αρκετά πιθανή από τις ροές πληρωμών που θα προκύψουν από τη διοίκηση των απαιτήσεων. Σε κάθε μορφής πιστοδότηση ενυπάρχει, λιγότερο ή περισσότερο, ο κίνδυνος της μη είσπραξης του κεφαλαίου και των τόκων⁷⁰. Η εμπιστοσύνη του δανειστή ότι ο οφειλέτης θα είναι σε θέση να τον αποπληρώσει προσηκόντως και εμπροθέσμως δεν μπορεί ποτέ να μετατραπεί σε βεβαιότητα. Η παροχή πάσης φύσεως ασφαλειών αποσκοπεί στον περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, η δε ανάγκη αυτή καθίσταται ιδιαίτερα επιτακτική στην τιτλοποίηση, η επιτυχής έκβαση της οποίας απαιτεί σταθερότητα και τυποποίηση.

Οι κίνδυνοι που εμφανίζονται στην τιτλοποίηση μπορούν να αφορούν τόσο τις ίδιες τις απαιτήσεις, όσο και τα μέρη της διαδικασίας⁷¹. Οι πρώτοι (*collateral risk*) συνδέονται με

⁶⁹ Απ. Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, §29, αρ. 88, 89.

⁷⁰ Απ. Γεωργιάδης, Εγχειρίδιο Εμπράγματος Δικαίου, §83, αρ. 3.

⁷¹ Βλ. αναλυτικά Ι. Βενιέρη, ό.π., §31, σελ. 316 επ.

αποκλίσεις που μπορούν να επηρεάσουν την ομαλή ροή πληρωμών και τελικά και την εκπλήρωση των αξιώσεων των επενδυτών (λ.χ. καθυστερημένη αποπληρωμή των απαιτήσεων). Οι σχετικοί με τη διαδικασία κίνδυνοι (*structural risk*) αφορούν προβλήματα των εμπλεκόμενων, όπως η πλημμελής εκπλήρωση των καθηκόντων ή ακόμη και η πτώχευση κάποιου μέρους.

Η συμμετοχή πιστοδοτών στη διαδικασία (*credit enhancement*) έχει ως συνέπεια την κάλυψη, τουλάχιστον ως ένα βαθμό, των κινδύνων αυτών, οι δε ασφάλειες που παρέχονται ανταποκρίνονται στη φύση τους. Οι εξασφαλίσεις αυτές διακρίνονται σε εσωτερικές, όταν παρέχονται από την ίδια την μεταβιβάζουσα οντότητα και σε εξωτερικές, όταν παρέχονται από κάποιο τρίτο μέρος⁷².

Συνηθέστερη μορφή εσωτερικής εξασφάλισης είναι το καλούμενο *overcollateral*. Η πωλήτρια, δηλαδή, μεταβιβάζει απαιτήσεις μεγαλύτερης αξίας από την αξία που πρέπει να έχουν οι απαιτήσεις, προκειμένου να της αποδοθεί το συμφωνηθέν τίμημα. Οι επιπλέον απαιτήσεις παρέχουν κάλυψη, ώστε σε περίπτωση που δεν καταστεί δυνατή η ρευστοποίηση μέρους των λοιπών απαιτήσεων, η ικανοποίηση των αξιώσεων των ομολογιούχων και των λοιπών μερών της διαδικασίας να μην θιγεί.

Άλλη περίπτωση εσωτερικής εξασφάλισης συνιστά η έκδοση τίτλων διαφορετικής σειράς, για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω (*tranching*). Η συγκεκριμένη μορφή εξασφάλισης συνιστά ουσιαστικά μια διαρθρωτική επιλογή, καλούμενη κλιμακωτή ροή πληρωμών. Οι εκδιδόμενοι τίτλοι παρουσιάζουν διαφορετικά μεταξύ τους χαρακτηριστικά, η δε διαφορά τους εντοπίζεται ιδίως στο περιθώριο απόδοσης. Έτσι, οι ομολογίες χαμηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (*Junior Notes*) έχουν υψηλότερο κουπόνι από τις μεσαίας και τις υψηλής προτεραιότητας, λόγω του ότι ενσωματώνουν μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο. Η εξασφάλιση συνίσταται, εδώ, στην κλιμακωτή αποπληρωμή των τίτλων. Πρώτα, εξοφλούνται οι τίτλοι της πρώτης σειράς μέσω της διαχείρισης των πιο ποιοτικών απαιτήσεων και ακολούθως, αποπληρώνεται κάθε επόμενη σειρά. Με αυτή τη μέθοδο, οι ομολογιούχοι των ανώτερων σειρών εξασφαλίζονται από το ενδεχόμενο μη είσπραξης ορισμένων απαιτήσεων. Δεν αποκλείεται η ίδια η μεταβιβάζουσα εταιρεία να διακρατήσει ένα μέρος των ομολογιών, ιδίως των επισφαλών, προκειμένου να αναλάβει τον κίνδυνο μη είσπραξης των απαιτήσεων που τις αφορούν⁷³.

Εξασφαλιστικό χαρακτήρα έχουν ακόμη οι αποθεματικοί λογαριασμοί (*reserve accounts*), οι οποίοι δημιουργούνται επί τη βάση της διαφοράς μεταξύ της απόδοσης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων και της (χαμηλότερης) απόδοσης των ομολογιών και τηρούνται από το SPV⁷⁴. Οι συγκεκριμένοι λογαριασμοί αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης από τον servicer, λειτουργούν μέσω της είσπραξης των απαιτήσεων και αποσκοπούν στην κάλυψη ελλειμάτων ρευστότητας που ανακύπτουν κατά τη διοίκηση των απαιτήσεων. Άλλη περίπτωση λογαριασμού εξασφαλιστικής φύσεως είναι ο σχηματισθείς και παρασχεθείς από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία ως χρηματοοικονομική ασφάλεια και υπέρ του SPV. Πρόκειται για το λεγόμενο αποθεματικό

⁷² Ph. Wood, ό.π., σελ. 466.

⁷³ I. Βενιέρης, ό.π., §32, σελ. 334. Από τη σύγχρονη πρακτική, βλ. ενδεικτικά τα Δελτία Τύπου της Εθνικής Τράπεζας (<https://www.nbg.gr/el/the-group/press-office/press-releases/frontier>) και της Alpha Bank (https://www.alpha.gr/-/media/alphagr/files/group/press-releases/2021/20210222_deltio_typou.pdf).

⁷⁴ Ph. Wood, ό.π., σελ. 466.

συμψηφισμού. Σκοπός του είναι η κάλυψη ελλειμμάτων που μπορεί να ανακύψουν από την άσκηση δικαιωμάτων συμψηφισμού από τους οφειλέτες των τιτλοποιημένων απαιτήσεων⁷⁵.

Σε ό,τι αφορά τις εξασφαλίσεις που παρέχουν τρίτα μέρη (εξωτερικές εξασφαλίσεις), μέρη δηλαδή που δεν εμπίπτουν στο ελάχιστον υποχρεωτικό πεδίο διάρθρωση της τιτλοποίησης, συνήθης είναι η περίπτωση της παροχής εγγυήσεων, ιδίως με τη μορφή εγγυητικής επιστολής, από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα⁷⁶. Εγγυήσεις μπορούν να παρέχονται και από το Δημόσιο, όπως συνέβη στις πρόσφατες τιτλοποιήσεις των ελληνικών τραπεζών, σύμφωνα με τον νόμο 4649/2019. Στην περίπτωση αυτή, το Ελληνικό Δημόσιο εγγυάται την αποπληρωμή των ομολογιών υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας (*senior notes*), υπό την προϋπόθεση ότι αυτές θα αποκτήσουν πιστοληπτική αξιολόγηση τουλάχιστον BB- από οίκο πιστοληπτικής αξιολόγησης αναγνωρισμένο από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Επιπλέον, δεν αποκλείεται ο πιστωτικός κίνδυνος της μη είσπραξης μέρους των απαιτήσεων να αποτελέσει αντικείμενο ασφαλιστικής σύμβασης, ώστε σε περίπτωση επέλευσης του, η ασφαλιστική εταιρεία να καλύψει το χρηματοδοτικό κενό που θα έχει ανακύψει⁷⁷. Αντισταθμιστικά λειτουργούν, ακόμη, οι συμβάσεις ανταλλαγής χρηματοοικονομικών προϊόντων, λ.χ. επιτοκίων (*swaps*), στις οποίες άλλωστε κάνει λόγο και ο ίδιος ο νόμος. Ευνόητο είναι ότι τέτοιες εξασφαλίσεις συνεπάγονται ανώτερη πιστοληπτική αξιολόγηση των ομολογιών.

Εκτός από τις πιστωτικές εξασφαλίσεις μπορούν να λάβουν χώρα στην τιτλοποίηση και εξασφαλίσεις ρευστότητας (*liquidity enhancements/facilities*). Με την ρευστότητα αυτή, η οποία μπορεί να παρέχεται τόσο από τρίτους (λ.χ. κάποιο πιστωτικό ίδρυμα), όσο και από την ίδια την μεταβιβάζουσα οντότητα, επιδιώκεται η κάλυψη τυχόν ελλειμμάτων, ιδίως σε πρώιμα στάδια της διαδικασίας, όχι όμως και τυχόν αδυναμίας είσπραξης απαιτήσεων⁷⁸. Πρόκειται, ακριβώς, για διευκόλυνση προς την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, όπως υποδηλώνει και η χρήση του αγγλικού όρου *facilities*, με την παροχή κεφαλαίων κίνησης της διαδικασίας, χωρίς, όμως, να καλύπτεται κάποιος πιστωτικός κίνδυνος που συνέχεται με την διαχείριση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Στην περίπτωση, άλλωστε, της μεταβιβάζουσας οντότητας, τυχόν ανάληψης υποχρέωσης για κάλυψη ελλειμμάτων λόγω αδυναμίας είσπραξης απαιτήσεων, θα ερχόταν σε αντίθεση με την ανάγκη αποχωρισμού των απαιτήσεων από την περιουσία της και την ανεξαρτησία του SPV.

vi. Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Σημαντικό ρόλο στην τιτλοποίηση διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, γνωστοί διεθνώς ως *credit rating agencies*⁷⁹. Πρόκειται για ιδιωτικούς φορείς, οι

⁷⁵ Αλ. Μεταλληνός, Ζητήματα συμψηφισμού στην τιτλοποίηση απαιτήσεων εις Ενιαία Εποπτεία του Χρηματοπιστωτικού Τομέα – Τιτλοποίηση Απαιτήσεων, σελ. 161 επ.

⁷⁶ Ph. Wood, ό.π., σελ. 466.

⁷⁷ I. Βενιέρης, ό.π., §32, σελ. 346 επ.

⁷⁸ I. Βενιέρης, ό.π., §32, σελ. 341-342, 352-353, Ph. Wood, ό.π., σε. 466, κατά τον οποίο «liquidity facilities... smooth payments because of mismatches, not... make up for defaults.»

⁷⁹ Γνωστότεροι εκ των οποίων οι Moody's, Standard & Poor's, Fitch.

οποίοι λειτουργούν ως πληροφοριακοί διαμεσολαβητές στις χρηματοπιστωτικές αγορές· αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο που ενσωματώνουν χρηματοπιστωτικά μέσα και το αξιόχρεο των εκδοτών τους, καλύπτοντας πληροφοριακές ανάγκες των επενδυτών. Επιδιώκουν, με άλλα λόγια, να γεφυρώσουν το πληροφοριακό χάσμα που υφίσταται μεταξύ του χρηματοδοτούμενου και του χρηματοδότη. Οι οίκοι αξιολόγησης προβαίνουν στην αξιολόγηση χρησιμοποιώντας τυποποιημένες κλίμακες στις οποίες εντάσσουν τις βαθμολογούμενες κινητές αξίες. Κίνδυνος και κλίμακα αξιολόγησης τελούν σε μεταξύ τους αντίστροφη σχέση, καθώς όσο μεγαλύτερος είναι ο πρώτος, τόσο χαμηλότερη είναι η δεύτερη.

Οι οίκοι αξιολόγησης εμπλέκονται στην διαδικασία της τιτλοποίησης κατά κανόνα με πρωτοβουλία της μεταβιβάζουσας εταιρείας⁸⁰. Αυτό είναι εύλογο, καθώς η εταιρεία που επιθυμεί να χρηματοδοτηθεί έχει κίνητρο να αναδείξει την ποιότητα των απαιτήσεων που έχει στο χαρτοφυλάκιό της. Η αξιολόγηση στην οποία θα προβεί ο οίκος εξαρτάται πρωτίστως από την ποιότητα των ίδιων των απαιτήσεων και την ικανότητα τους να δημιουργήσουν ροές πληρωμών. Λαμβάνονται, όμως υπόψιν και άλλα κριτήρια, όπως η επιχειρησιακή επάρκεια και η εμπειρία του διαχειριστή, καθώς και η αξία τυχόν ασφαλειών που παρέχονται. Πρόκειται, δηλαδή, για παράγοντες, οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν την εισπραξιμότητα των απαιτήσεων.

Καίτοι στην τιτλοποίηση μετέχουν θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια επεξεργασίας οικονομικών πληροφοριών συγκριτικά με τον μέσο επενδυτή, η παρουσία των οίκων αξιολόγησης κρίνεται αναγκαία. Η διαδικασία είναι πολύπλοκη ακόμη και για τους επενδυτές που μετέχουν σε αυτήν, η δε αξιολόγηση όλων των απαιτήσεων και των εγγραφών που τις συνοδεύουν συνεπάγεται αυξημένο κόστος και χρόνο, αλλά και υποδομή που μόνο μια εξειδικευμένη οντότητα διαθέτει⁸¹.

Θα πρέπει, εντούτοις, να επισημανθούν και οι κίνδυνοι για τους επενδυτές, οι οποίοι συνέχονται με την αξιοποίηση των οίκων αξιολόγησης στη διαδικασία, ιδίως δε λόγω του ακολουθητέου μοντέλου «ο εκδότης πληρώνει» (issuer pays), δηλαδή εν προκειμένω η μεταβιβάζουσα εταιρεία. Η διάρθρωση αυτή μπορεί να οδηγήσει σε καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων εις βάρος των επενδυτών, αποτέλεσε δε αντικείμενο κριτικής την επαύριον της χρηματοπιστωτικής κρίσης⁸². Η περαιτέρω ανάλυση της προβληματικής αυτής εκφεύγει των σκοπών της παρούσας εργασίας.

⁸⁰ *I. Βενιέρης*, ό.π., §37, σελ. 374.

⁸¹ *I. Βενιέρης*, ό.π., §35, σελ. 365 επ.

⁸² *Ε. Μαστρομανώλης*, Οίκοι αξιολόγησης εμπορών & χρηματοπιστωτικών μέσων. σελ. 72, 73.

I. Ο τύπος και η αιτία της μεταβιβαστικής συμφωνίας

i. Ο τύπος και η δημοσιότητα στην τιτλοποίηση

Σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 10, η εκχώρηση των απαιτήσεων στην τιτλοποίηση λαμβάνει χώρα με τήρηση έγγραφου τύπου μεταξύ μεταβιβάζοντος και αποκτώντος. Αντιθέτως, η κοινή εκχώρηση στα πλαίσια του ΑΚ συνιστά άτυπη δικαιοπραξία (ΑΚ 158, 457). Το αυτό ισχύει ακόμη και αν ακόμη η αιτία της εκχώρησης είναι τυπική δικαιοπραξία ή έχει περιβληθεί δικαιοπρακτικό τύπο, λόγω του αναιτιώδους χαρακτήρα της⁸³. Στην τιτλοποίηση η τήρηση συστατικού έγγραφου τύπου κρίνεται απαραίτητη για λόγους που ανάγονται στην πολυπλοκότητα της διαδικασίας και στην ανάγκη επίτευξης ασφάλειας δικαίου. Συνακόλουθα, απαιτείται τήρηση έγγραφου τύπου και για οποιαδήποτε τροποποίηση της σύμβασης (ΑΚ 164). Αρκεί ιδιωτικό έγγραφο⁸⁴, κατά τα προβλεπόμενα στην ΑΚ 160.

Υποστηρίζεται πως, όσον αφορά την τιτλοποίηση, σε έγγραφο τύπο υπόκειται ακόμη και η σύμβαση της πώλησης⁸⁵, ενώ γίνεται λόγος και για ενιαία σύμβαση – πλαίσιο, η οποία περιλαμβάνει τόσο την υποσχετική όσο και την εκποιητική δικαιοπραξία και η οποία υπόκειται σε τύπο στο σύνολό της⁸⁶. Κατά κανόνα, άλλωστε, οι δύο συμβάσεις θα συνάπτονται *uno actu*. Τυπική είναι, άλλωστε, και τυχόν καταρτισθείσα σύμβαση διαχείρισης (παρ. 14, 16).

Το ζήτημα της τήρησης του τύπου συνδέεται, κατ' ακριβολογία, δε, καθορίζεται από τη δημοσιότητα της μεταβιβαστικής συμφωνίας. Σύμφωνα με την διάταξη του εδ. α' της παρ. 8, η σύμβαση μεταβίβασης των απαιτήσεων καταχωρίζεται σε περίληψη που περιέχει τα ουσιώδη στοιχεία αυτής στο Ενεχυροφυλακείο του τόπου της έδρας (ή κατοικίας) του εκχωρητή, σύμφωνα με το Άρθρο 3 του νόμου 2844/2000. Υπόκειται, δηλαδή, στην καλούμενη δημοσιότητα του πλασματικού ενεχύρου.

Η σύμβαση μεταβίβασης, προκειμένου να καταχωρηθεί στο δημόσιο βιβλίο, απαιτείται να περιλαμβάνει τα στοιχεία που αναφέρονται στην υπ' αριθμό 161338/2003 Απόφαση του Υπουργού Δικαιοσύνης, τα οποία κρίνονται ως απαραίτητα για τη διασφάλιση της επιδιωκόμενης δημοσιότητας της συναλλαγής. Συνοπτικώς, τα στοιχεία αυτά είναι: α) τα στοιχεία των συμβαλλομένων, β) οι όροι της σύμβασης (λ.χ. νόμισμα και ποσό του τιμήματος της αγοράς), γ) ο τύπος των επιχειρηματικών απαιτήσεων, δ) το οφειλόμενο κεφάλαιο ανά επιχειρηματική

⁸³ Μ. Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο., §27, αρ. 21, *Απ. Γεωργιάδης*, Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος, §42, αρ. 28.

⁸⁴Κ. Χριστοδούλου, Άυλοι Ομολογιακοί Τίτλοι (Επόψεις ουσιαστικού και δικονομικού αστικού δικαίου), Δίκη, 2004, 878, ο οποίος τάσσεται υπέρ του συμβολαιογραφικού τύπου σύμφωνα με την ΑΚ 369, όταν πρόκειται για τις τιτλοποιήσεις επί ακινήτων κατ' άρθρο 11.

⁸⁵ Γ. Λέκκας, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, §6, αρ. 174, μέσω μάλλον γραμματικής ερμηνείας. Καίτοι, πάντως, ο έγγραφος τύπος θα συνιστά *conditio sine qua non* στην τιτλοποίηση, αυτός δεν προκύπτει άνευ ετέρου από το γράμμα της διάταξης, αλλά μάλλον από τη βούληση των μερών.

⁸⁶ Κ. Χριστοδούλου, ό.π., Δίκη, 879.

απαίτηση και ανά σύνολο, ε) τα στοιχεία των οφειλετών και οι παρεπόμενες εμπράγματα και ενοχικές απαιτήσεις.

Κατά την παρ. 9, η καταχώριση της μεταβιβαστικής συμφωνίας συνεπάγεται την μεταβίβαση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Τα μέρη, πάντως, μπορούν να ορίσουν διαφορετικό χρονικό σημείο στους όρους της σύμβασης, εξαρτώντας λ.χ. τη μεταβίβαση από την παρέλευση προθεσμίας. Η μεταγραφή της σύμβασης δεν έχει, πάντως, συστατικό χαρακτήρα, αλλά συνιστά όρο του ενεργού της τιτλοποίησης⁸⁷. Λαμβανομένων, δηλαδή, υπόψιν των διατάξεων του ΑΚ για την εκχώρηση, η τήρηση των διατυπώσεων δημοσιότητας αποτελεί προϋπόθεση για την επέλευση των ευμενών για την μεταβιβάζουσα εταιρεία συνεπειών της τιτλοποίησης (λ.χ. αποκλίνον καθεστώς αναγγελίας και πτώχευσης) και όχι για τη μεταβίβαση των απαιτήσεων, η οποία επέρχεται ήδη με τη συμφωνία των μερών.

Αμφισβητήσιμο είναι το ζήτημα της δημοσιότητας της σύμβασης πώλησης, το οποίο παρουσιάζει ευρύτερες προεκτάσεις, αναγόμενες στον αιτιώδη ή μη χαρακτήρα της εκχώρησης των απαιτήσεων. Καίτοι η ανάγκη δημοσιότητας γίνεται δεκτή, οι απόψεις που διατυπώνονται δίστανται ως προς την νομική της θεμελίωση. Κατά μία θέση, η δημοσιότητα φαίνεται να προκύπτει απευθείας από το γράμμα του νόμου⁸⁸. Το αυτό ισχύει και για την άποψη που αντιλαμβάνεται τις συμβάσεις πώλησης και εκχώρησης ως μια ενιαία συμφωνία. Υποστηρίζεται, ωστόσο και η θέση ότι η υποχρέωση δημοσιοποίησης της σύμβασης πώλησης δεν προκύπτει βάσει της γραμματικής ερμηνείας, μπορεί δε να στηριχτεί μόνο με βάση τελεολογικές σκέψεις για την ανάγκη πληροφόρησης και προστασίας των τιτλούχων επενδυτών⁸⁹.

ii. Η εκχώρηση των απαιτήσεων αιτία πώλησεως

Η εκχώρηση απαίτησης συνιστά μια εκποιητική δικαιοπραξία με την οποία επέρχεται άμεσα η σκοπούμενη έννομη συνέπεια, δηλαδή η μεταβίβαση και μέσω αυτής η μεταβολή του δικαιούχου της⁹⁰. Για το λόγο αυτό απαιτείται και εξουσία διάθεσης της απαίτησης. Λογικά πρότερο ζήτημα είναι η αιτία της μεταβίβασης αυτής, η οποία μπορεί να είναι επαχθής (λ.χ. πώληση), χαριστική (λ.χ. δωρεά) ή και εξασφαλιστική. Η εκχώρηση κατά το σύστημα του Αστικού Κώδικα είναι αναιτιώδης σύμβαση⁹¹, το κύρος της συνεπώς δεν εξαρτάται από την ύπαρξη ή το κύρος μιας αιτίας, ήτοι μιας υποσχετικής δικαιοπραξίας. Σε περίπτωση, βέβαια, που ο εκδοχέας απέκτησε την απαίτηση δίχως νόμιμη αιτία, θα ευθύνεται σύμφωνα με τις διατάξεις περί αδικαιολόγητου πλουτισμού (ΑΚ 904επ.).

Σύμφωνα με τον νομοθετικό ορισμό της τιτλοποίησης (άρθρο 10, παρ. 1) , η μεταβίβαση των απαιτήσεων γίνεται αποκλειστικά αιτία πώλησεως. Η σύμβαση της πώλησης, δηλαδή, συνιστά

⁸⁷ *Ι. Βενιέρης*, ό.π., §15, σελ. 186, *Γ. Λέκκας*, ό.π., §6, αρ. 295.

⁸⁸ *Γ. Λέκκας*, ό.π., §5, αρ. 174.

⁸⁹ *Δ. Λιάπης*, ό.π., σελ. 95επ, ιδίως υποσημείωση 32.

⁹⁰ *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., §27, αρ. 16, *Απ. Γεωργιάδης*, *Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος*, §42, αρ. 24.

⁹¹ *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., §27, αρ. 17, σελ. 1670, *Απ. Γεωργιάδης*, ό.π., §42, αρ. 25, *Γ. Γεωργιάδης* εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 455, αρ. 14.

την αιτία της εκχώρησης στην τιτλοποίηση. Ως πώληση, σύμφωνα με την ΑΚ 513, νοείται η υποσχετική, ενοχική, αμφοτεροβαρής και επαχθής σύμβαση⁹², με την οποία ο ένας από τους συμβαλλομένους (πωλητής) αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραδώσει και να μεταβιβάσει κατά κυριότητα του πωλούμενο πράγμα ή να μεταβιβάσει το πωλούμενο δικαίωμα στον έτερο συμβαλλόμενο (αγοραστής), ο οποίος αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει ως αντάλλαγμα το συμφωνηθέν τίμημα.

Η επιλογή του νομοθέτη να προκρίνει την πώληση ως αιτία της εκχώρησης έχει διττή εξήγηση. Επιδιώκεται, αφενός η διασφάλιση της χρηματοδότησης της μεταβιβάζουσας οντότητας μέσω της καταβολής του τιμήματος⁹³, αφετέρου η οριστική αποξένωση, νομική και οικονομική, των απαιτήσεων από την περιουσία αυτής, προκειμένου να επέλθουν οι ευνοϊκές λογιστικές και φορολογικές συνέπειες⁹⁴.

Αμφισβητείται, ωστόσο, αν η αποκλειστική αιτία της εκχώρησης μετατρέπει αυτήν σε αιτιώδη δικαιοπραξία. Κατά μία άποψη, η εκχώρηση στην τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι αιτιώδης⁹⁵. Η νομική σχέση μεταξύ πώλησης και εκχώρησης είναι στενή, με αποτέλεσμα το κύρος της δεύτερης να εξαρτάται από την ύπαρξη και το κύρος της πρώτης. Η θέση αυτή φαίνεται να δίνει προβάδισμα στα συμφέροντα της μεταβιβάζουσας εταιρείας, ώστε η τελευταία, αν η σύμβαση της πώλησης ανατραπεί, να μην απαιτείται να καταφύγει στις διατάξεις περί αδικαιολόγητου πλουτισμού. Ανατροπή, επομένως, της πώλησης θα οδηγήσει και σε ανατροπή της εκχώρησης, αρά και σε διατήρηση των απαιτήσεων στο ενεργητικό της μεταβιβάζουσας.

Κατά την ετέρα θέση, η αιτία της εκχώρησης δεν μεταβάλλει την τελευταία σε αιτιώδη δικαιοπραξία⁹⁶. Με τον τρόπο αυτό δίνεται προβάδισμα στα συμφέροντα των ομολογιούχων δανειστών, όταν το ομολογιακό δάνειο έχει εκδοθεί και οι τιτλούχοι αποβλέπουν στην εξόφληση των ομολογιών τους μέσω της διαχείρισης των απαιτήσεων. Τυχόν ανατροπή της εκχώρησης θα ματαιώνει αυτή την προσδοκία τους, αφού το κάλυμμα των τίτλων τους θα έπαυε να υφίσταται. Η θέση αυτή βρίσκεται πιο κοντά στην απαίτηση για ασφάλεια των συναλλαγών, η οποία καθίσταται ιδιαίτερα επιτακτική στην τιτλοποίηση, λόγω της φύσεως και της πολυπλοκότητας της διαδικασίας.

Σε αυτά τα πλαίσια, ενδιάμεση θέση δέχεται τον αιτιώδη χαρακτήρα της εκχώρησης, με ταυτόχρονη υποχρέωση δημοσιοποίησης της σύμβασης πώλησης, ώστε οι ομολογιούχοι δανειστές να πληροφορηθούν το περιεχόμενό της και να εκτιμήσουν τους σχετικούς κινδύνους⁹⁷. Με αυτόν τον τρόπο επέρχεται συγκερασμός των αντιτιθέμενων συμφερόντων. Αν, όμως, η υποχρέωση δημοσιοποίησης δεν γίνει δεκτή (όπως ιδίως σε περίπτωση που μεταβιβάζων και αποκτών θέλουν να διατηρήσουν κατ' ιδίαν όρους της σύμβασης μυστικού), τότε παρίσταται μάλλον ορθότερο να δεχτούμε τον αναιτιώδη χαρακτήρα της εκχώρησης, με γνώμονα την

⁹² Α. Καραμπατζός εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 513, αρ. 1.

⁹³ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 272.

⁹⁴ Ι. Βενιέρης, εις ΔικΑΕ, Άρθρο 10, αρ. 113.

⁹⁵ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 231, ο οποίος φαίνεται να συνάγει τον αιτιώδη χαρακτήρα από την πρόβλεψη του νόμου για εκχώρηση αποκλειστικά αιτία πωλήσεως, δεχόμενος, πάντως, σχετική ακυρότητα της εκχώρησης (ΑΚ 175 εδ. β') υπέρ του μεταβιβάζοντος και του αποκτώντος, αν η αιτία της πάσχει.

⁹⁶ Ι. Βενιέρης, ό.π., §15, σελ. 171.

⁹⁷ Δ. Λιάπης, ό.π., σελ. 95 επ.

προστασία των χρηματοδοτών της διαδικασίας. Αυτό, καθώς οι τελευταίοι δεν μετέχουν στην κατάρτιση των όρων της σύμβασης πώλησης και, συνεπώς, τελούν σε μειονεκτική σχέση συγκριτικά με την πωλήτρια εταιρεία, η οποία έχει πληρέστερη εικόνα για ελαττώματα που ενδεχομένως να επηρεάσουν τη συναλλαγή.

Σε αντίθεση προς το γενικό δίκαιο (ΑΚ 361)⁹⁸ αλλά και την ειδική νομοθεσία (λ.χ. ν. 2844/2000, άρθρο 190 ΚΙΝΔ), ο νόμος 3156/2003 ρητά απαγορεύει την καταπιστευτική εκχώρηση και γενικά οποιονδήποτε καταπιστευτικό όρο (άρθρο 10 παρ. 11 εδ. α'). Στην καταπιστευτική δικαιοπραξία υπάρχει αναντιστοιχία μεταξύ επιδιωκόμενου σκοπού και δικαιοπρακτικού αποτελέσματος, το οποίο βαίνει μακρύτερα της στόχευσης των μερών⁹⁹. Η τελευταία συνίσταται στην εξασφάλιση απαίτησης του δανειστή - εκδοχέα έναντι του οφειλέτη - εκχωρητή και όχι σε μια πραγματική περιουσιακή μεταβίβαση του δεύτερου προς τον πρώτο¹⁰⁰. Κρίσιμη είναι η υποκείμενη της εκχώρησης σχέση, η οποία συνίσταται στην οικονομική εξασφάλιση του εκδοχέα και περιορίζει τις εξουσίες του σε εκείνες που απαιτούνται για την επίτευξη του σκοπού αυτού. Ο περιορισμός αυτός, πάντως, δεν αναπτύσσει αποτελέσματα έναντι τρίτων, παρά μόνο μεταξύ των μερών.

Βάσει των ανωτέρω, στην περίπτωση της τιτλοποίησης τυχόν εξασφαλιστική εκχώρηση θα υποχρέωνε την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού να διαχειρίζεται τις απαιτήσεις σύμφωνα με την καταπιστευτική συμφωνία (και, άρα, τον εξασφαλιστικό χαρακτήρα της) και όχι απαραίτητα με γνώμονα την εξυπηρέτηση της διαδικασίας και ιδίως των συμφερόντων των ομολογιούχων¹⁰¹. Το γεγονός ότι μπορεί ο αποκτών να υποχρεωθεί να επαναμεταβιβάσει τις απαιτήσεις λόγω της επέλευσης ενός συμφωνηθέντος γεγονότος¹⁰² προκαλεί αναμφίβολα κινδύνους για τα συμφέροντα των χρηματοδοτών της διαδικασίας, ιδίως των τιτλούχων· το ίδιο ισχύει και σε περίπτωση που οι απαιτήσεις επανέρχονται αυτοδικαίως στη μεταβιβάζουσα οντότητα δυνάμει πλήρωσης διαλυτικής αίρεσης (ΑΚ 202). Αυτό συμβαίνει, καθώς όπως προεκτέθηκε, η ικανοποίησή των αξιώσεων των δανειστών εξαρτάται από την επιτυχή διαχείριση και είσπραξη των μεταβιβασμένων (και ασφαλισμένων με νόμιμο ενέχυρο) απαιτήσεων. Σε αντίθετη περίπτωση, η αυτοτέλεια της ομάδας των απαιτήσεων έναντι της μεταβιβάζουσας θα ήρθε και η ικανοποίηση των επενδυτών θα διήρχετο μέσω της ενιαίας περιουσίας αυτής. Με άλλα λόγια, θα επήρχετο άρση της «ακινητοποίησης» των απαιτήσεων και της αποκλειστικότητας του σκοπού τους. Η ακυρότητα της καταπιστευτικής εκχώρησης στην τιτλοποίηση είναι απόλυτη και με *erga omnes* ισχύ (ΑΚ 174)¹⁰³.

Η καταπιστευτική μεταβίβαση μπορεί να δημιουργήσει και πτωχευτικού δικαίου ζητήματα που σχετίζονται με την υποχρεωτική πτωχευτική ανάκληση της εξασφαλιστικής εκχώρησης που έλαβε χώρα κατά την διάρκεια της ύποπτης περιόδου (άρθρο 117 περ. δ ν. 4738/2020)¹⁰⁴. Το ζήτημα θα εκτεθεί στον οικείο τόπο, μπορεί εντούτοις να ειπωθεί ήδη πως τα ευεργετικά αποτελέσματα της

⁹⁸ Κατ' ορθότερη άποψη, βλ. *Απ. Γεωργιάδη*, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, §29, αρ. 80, 81, *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., ΕπισκΕμπΔ, σελ. 7 επ.

⁹⁹ *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., §27, αρ.82.

¹⁰⁰ *Απ. Γεωργιάδης*, Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος, §42, αρ.79, 80.

¹⁰¹ *Ι. Βενιέρης*, ό.π., §55, σελ.550 επ.

¹⁰² Όταν η εξασφαλισμένη απαίτηση εξοφλήθηκε ή έπαυσε να υφίσταται ο εξασφαλιστικός σκοπός, έτσι *Κρητικός* εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρο 455, αρ. 67.

¹⁰³ *Ι. Βενιέρης*, ό.π., §55, σελ. 548 επ.

¹⁰⁴ *Ε. Περάκης*, Πτωχευτικό Δίκαιο, §40, σελ. 316.

παρ. 19 (μη ισχύς των συνεπειών της ύποπτης περιόδου) δεν θα επέλθουν, αν η μεταβίβαση των απαιτήσεων δεν είναι οριστική, όπως στην περίπτωση της καταπιστευτικής εκχώρησης.

II. Η αναγγελία στην τιτλοποίηση

Η περί αναγγελίας ρύθμιση του νόμου 3156/2003 αποκλίνει από το γενικό δίκαιο του Αστικού Κώδικα, επιφέροντας συνέπειες σε σειρά ζητημάτων. Ως αναγγελία (*denuntiatio*) νοείται μια οιονεί δικαιοπραξία¹⁰⁵, άτυπη, μονομερής και απευθυντέα, η οποία αποτελεί προϋπόθεση για να αναπτύξει η εκχώρηση αποτελέσματα έναντι του οφειλέτη της απαίτησης και τρίτων (ΑΚ 460). Καθώς η εκχώρηση λαμβάνει χώρα δίχως γνώση ή συναίνεση του οφειλέτη¹⁰⁶, ο τελευταίος θα πρέπει να προστατευθεί, γνωρίζοντας πλέον ποιος είναι ο δανειστής του. Η αναγγελία εξυπηρετεί ακριβώς τον σκοπό αυτό, ο οποίος συνίσταται στην ενημέρωση του οφειλέτη για τη μεταβίβαση της απαίτησης. Υποστηρίζεται, άλλωστε, πως η έλλειψη νόμιμου τύπου και η στόχευση της αναγγελίας συνηγορούν υπέρ της εξομοίωσής της με την γνώση εξ αλλότριων του οφειλέτη για την γενόμενη εκχώρηση¹⁰⁷.

Η νομική θέση της αναγγελίας στη σύμβαση της εκχώρησης αμφισβητείται παλαιόθεν. Κατά την κρατούσα στη θεωρία άποψη και σε συμφωνία με τη λειτουργία της, η αναγγελία δεν συνιστά συστατικό στοιχείο της εκχώρησης, παρά μόνο όρο του ενεργού της¹⁰⁸. Πρόσθετο επιχείρημα υπέρ της θέσης αυτής μπορεί να αντληθεί από την ΑΚ 361 και την προβλεπόμενη σε αυτήν συμβατική ελευθερία¹⁰⁹. Στην νομολογία, ωστόσο, κρατεί η αντίθετη άποψη, σύμφωνα με την οποία ο εκδοχέας αποκτά την απαίτηση από και δια της αναγγελίας¹¹⁰.

Στην τιτλοποίηση, όπου λαμβάνει χώρα εκχώρηση πληθώρας απαιτήσεων, τυχόν εξατομικευμένη αναγγελία σε κάθε περίπτωση μεταβιβαζόμενης απαίτησης, όπως επιτάσσει η ΑΚ 460, θα ήτο χρονοβόρα και θα προκαλούσε αυξημένα κόστη στη διαδικασία¹¹¹. Για τον λόγο αυτό, ο νομοθέτης προέβλεψε ένα αποκλίνον σύστημα γνωστοποίησης της εκχώρησης, βάσει του οποίου

¹⁰⁵ Ανακοίνωση παράστασης: *Απ. Γεωργιάδης*, ό.π., §42, αρ. 47, *Μ. Σταθόπουλος*, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, §27, αρ. 26, *Ι. Σπυριδάκης*, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, σελ. 700.

¹⁰⁶ *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., §27, αρ. 6.

¹⁰⁷ *Π. Φίλιος*, Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος, §96, αρ. 181, *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., §27, αρ. 28.

¹⁰⁸ *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., §27, αρ. 25, *Απ. Γεωργιάδης*, ό.π., αρ. 41, *Γ. Γεωργιάδης* εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 460, αρ. 3. *Π. Φίλιος*, ό.π., §96, αρ. 179.

¹⁰⁹ Αυτό φαίνεται να υπονοεί ο *Απ. Γεωργιάδης*, ό.π., όταν κάνει λόγο για *σχετική μεταβίβαση*.

¹¹⁰ Βλ. ενδεικτικά ΑΠ 937/2005, 1523/2011 ΤΝΠ ΔΣΑ· από τη θεωρία *Σπυριδάκης*, ό.π., σελ. 701, κατά τον οποίο το μεταβιβαστικό αποτέλεσμα της εκχώρησης επέρχεται και στις σχέσεις μεταξύ εκχωρητή και εκδοχέα από την αναγγελία, δεχόμενος πάντως πως η τελευταία συνιστά αίρεση δικαίου, *Κρητικός* εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρο 460, σελ. 460 επ., όπου γίνεται λόγος για κίνδυνο διχοτόμησης του φορέα της απαίτησης πριν την αναγγελία. Τέτοιος κίνδυνος, πάντως, δεν υφίσταται, καθώς η μεταβίβαση πριν την αναγγελία είναι σχετική.

¹¹¹ *Ι. Βενιέρης*, ό.π., §15, σελ. 175, *Δ. Ρούσσης*, Το ειδικό δίκαιο της εκχώρησης απαιτήσεων, Από την πρακτορεία και τιτλοποίηση στη διάθεση απαιτήσεων με αιτία τη διαχείριση ή την πώληση: συστηματική εναρμόνιση με το γενικό δίκαιο εκχώρησης του Α.Κ., ΧρΙΔ, ΙΣΤ/2016, σελ. 570, βλ. και Εισηγητική έκθεση νόμου 3156/2003, Άρθρο 10.

η αναγγελία λαμβάνει χώρα πλασματικά και απρόσωπα, με καταχώριση περίληψης της μεταβιβαστικής συμφωνίας στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του νόμου 2844/2000 που τηρείται στο Ενεχυροφυλακείο (άρθρο 10, παρ. 10, 8). Με τον τρόπο αυτό δεν διευκολύνεται απλώς η χρηματοδοτική διαδικασία, αλλά εξυπηρετούνται καλύτερα και τα συμφέροντα των τρίτων, οι οποίοι μπορούν να ενημερώνονται εγκύτως για την νομική κατάσταση μιας απαίτησης που τους ενδιαφέρει¹¹².

Παράλληλα, όμως, προβλέπεται στην παράγραφο 9 του άρθρου 10 η υποχρέωση αναγγελίας της μεταβίβασης στον οφειλέτη, με τήρηση έγγραφου τύπου, εκ μέρους είτε του μεταβιβάζοντος είτε του SPV, στην οποία θα πρέπει να προσδιορίζονται και οι εκχωρούμενες απαιτήσεις. Δημιουργείται στο σημείο αυτό σύγκρουση μεταξύ των δύο ρυθμίσεων, η οποία είναι, όμως, φαινομενική. Η αναγγελία της παρ. 9 δεν θα πρέπει να νοηθεί με την έννοια της αναγγελίας της ΑΚ 460, ως οιονεί δηλαδή δικαιοπραξία, η οποία, κατά την παράγραφο 10, λαμβάνει χώρα με την καταχώριση της μεταβιβαστικής συμφωνίας. Πρόκειται εδώ για μια υλική πράξη¹¹³, χωρίς δικαιοπρακτικά αποτελέσματα, με την οποία εξυπηρετείται η ανάγκη ενημέρωσης του οφειλέτη για την γενόμενη εκχώρηση. Η γνωστοποίηση αυτή μπορεί να λάβει χώρα με οποιονδήποτε πρόσφορο τρόπο (πρβλ. άρθρο 2 ν. 1905/1990).

Με τη υιοθέτηση του συστήματος της διπλής αναγγελίας επιδιώκει ο νομοθέτης να συγκεράσει τα αντιτιθέμενα συμφέροντα δανειστή και οφειλέτη. Ο μεν πρώτος έχει ανάγκη ταχείας διεκπεραίωσης της διαδικασίας, ο δε δεύτερος έγκαιρης ενημέρωσης. Εντούτοις, δεν αποκλείεται ο οφειλέτης να μην λάβει γνώση της εκχώρησης, ή πάντως, όχι εγκαίρως, καθώς ο νόμος δεν εξαρτά έννομες συνέπειες από την γνωστοποίηση της παραγράφου 9, ούτε τάσσει προθεσμία για τη διενέργειά της. Είναι σύνηθες, δε, το φαινόμενο της ανάθεσης της διαχείρισης των απαιτήσεων στην ίδια τη μεταβιβάζουσα εταιρεία, η οποία μπορεί να μην έχει συμφέρον να καταστήσει γνωστή την τιλοποίηση. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, πάντως, δεν τίθεται κίνδυνος καταβολής από τον οφειλέτη σε μη δικαιούχο, λόγω ακριβώς της εξουσίας είσπραξης του διαχειριστή - μεταβιβάζοντος βάσει της σύμβασης διαχείρισης που συνάπτει με το SPV.

III. Οι απαιτήσεις που αποτελούν αντικείμενο της τιλοποίησης

Σύμφωνα με τον ορισμό που δίδεται στην παράγραφο 1 του άρθρου 10, αντικείμενο της τιλοποίησης συνιστούν επιχειρηματικές απαιτήσεις του μεταβιβάζοντος εμπόρου. Η έννοια της επιχειρηματικής απαίτησης θα πρέπει να νοηθεί με ευρύτητα, ώστε να περιλαμβάνει κάθε απαίτηση που αποτελεί περιουσιακό στοιχείο της επιχείρησης¹¹⁴. Κατά κανόνα, πάντως, θα

¹¹² Το έλλειμμα της προστασίας των τρίτων στο σύστημα του ΑΚ είχε ήδη επισημάνει ο Σταθόπουλος, Η απαίτηση ως μέσο χρηματοδότησης, ΕπισκΕμπΔ, σελ. 16 επ., βλ. εντούτοις κριτική Σπ. Ψυχομάνη, Τιλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων, ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, ΔΕΕ, 2004, σελ. 264. Για το ζήτημα της προστασίας των καταναλωτών δανειοληπτών, βλ. κατωτέρω.

¹¹³ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 309 επ.

¹¹⁴ Βλ. και σχετική διατύπωση Εγκυκλίου Υπ. Δικαιοσύνης 4980/27.12.2000 σε Γ. Λέκκα, ό.π., §6, αρ. 254, 255.

πρόκειται για απαιτήσεις που προέρχονται από την άσκηση εμπορικής δραστηριότητας, λόγω της εμπορικής ιδιότητας του μεταβιβάζοντος (άρθρο 10, παρ. 2).

Ο νόμος, τόσο στην παράγραφο 1 μέσω γενικής ρήτρας («*επιχειρηματικές απαιτήσεις*»), όσο και στην παράγραφο 6 με απαρίθμηση κατ' ιδίαν περιπτώσεων, προβλέπει ένα ευρύ πεδίο απαιτήσεων δυνάμενων να τιτλοποιηθούν, καταλείποντας στα μέρη να προσδιορίσουν την ακριβή περίμετρο του χαρτοφυλακίου εκάστης τιτλοποίησης, ανάλογα με τις στοχεύσεις τους. Με σκοπό, δηλαδή, την μεγαλύτερη δυνατή ανάπτυξη του θεσμού και συνακόλουθα τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, ο νόμος επιτρέπει τη μεταβίβαση πάσης φύσεως απαιτήσεων έναντι τρίτων¹¹⁵, στις οποίες περιλαμβάνονται και οι καταναλωτικές, λ.χ. από πιστωτικές κάρτες. Δικαιολογητικός λόγος περί μη αποκλεισμού των καταναλωτικών απαιτήσεων από την τιτλοποίηση είναι η μη χειροτέρευση της θέσης του καταναλωτή στην εκχώρηση των απαιτήσεων αιτία πωλήσεως. Εξάλλου, οι καταναλωτικές απαιτήσεις δύνανται να εκχωρηθούν και κατά τις γενικές διατάξεις του Αστικού Κώδικα.

Καθώς ο νόμος κάνει λόγο για απαίτηση κατά τρίτου, αποκλείονται από την τιτλοποίηση απαιτήσεις του μεταβιβάζοντος κατά μερών της διαδικασίας (λ.χ. πιστοδοτών), προκειμένου να μην διαταραχθεί η εύρυθμη ροή της¹¹⁶. Άλλωστε, σε περίπτωση εκχώρησης απαίτησης κατά της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού ως αποκτώντος, θα επέρχετο απόσβεση λόγω συγχύσεως (ΑΚ 436).

Οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται μπορεί να είναι υφιστάμενες, ληξιπρόθεσμες ή μη, ή και μελλοντικές, εφόσον είναι ορισμένες ή έστω οριστές, δηλαδή μπορούν έστω και μεταγενέστερα να προσδιορισθούν κατά πρόσωπο και περιεχόμενο. Δυνάμενες να τιτλοποιηθούν είναι όχι μόνο οι περιορισμένα μελλοντικές απαιτήσεις, εκείνες δηλαδή των οποίων η γενεσιουργός αιτία έχει επέλθει ήδη κατά την εκχώρηση, αλλά και οι πλήρως μελλοντικές, για τις οποίες ούτε η έννομη σχέση από την οποία απορρέουν έχει λάβει χώρα¹¹⁷. Η εκχώρηση της μελλοντικής απαίτησης τελεί υπό την νόμιμη αίρεση ότι η απαίτηση θα γεννηθεί. Ο μεταβιβάζων έχει την υποχρέωση γνωστοποίησης στο SPV του γεγονότος αυτού, σύμφωνα με το εδ. δ' της παρ. 6 του άρθρου 10. Αντίστοιχη υποχρέωση θα υφίσταται, άλλωστε, τόσο βάσει τυχόν συμβατικώς συμφωνηθέντων, όσο και βάσει της ΑΚ 288 και της εκεί προβλεπόμενης εντιμότητας που απαιτείται στις συναλλαγές.

Εκχωρητέες είναι, ακόμα, και απαιτήσεις που τελούν υπό αίρεση, αναβλητική ή διαλυτική. Μεταβιβαστέες είναι και μη χρηματικές απαιτήσεις (λ.χ. ακίνητα, άρθρο 11). Άλλωστε, είναι δυνατόν να εκχωρηθούν και επίδικες απαιτήσεις (ΚΠολΔ 225), οι δε τελεσίδικες αποφάσεις επ' αυτών αποτελούν δεδικασμένο και αναπτύσσουν εκτελεστότητα υπέρ και κατά του εκδοχέα (ΚΠολΔ 325 περ. 2, 919 περ. 1)¹¹⁸. Όπως έχει εκτεθεί ανωτέρω, στην τιτλοποίηση οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται κατά ομάδες, ανάλογα με το είδος ή και τα χαρακτηριστικά τους.

Εκτός πεδίου μεταβίβασης, κατ' εφαρμογή των διατάξεων περί εκχώρησης του Αστικού Κώδικα στις οποίες παραπέμπει ο νόμος 3156/2003 (άρθρο 10, παράγραφος 6, εδ. ε'), τίθενται οι

¹¹⁵ Λ.χ. στον χρηματοπιστωτικό τομέα από πάσης φύσεως πιστωτικές συμβάσεις. Για εκτενή αναφορά σε απαιτήσεις και εν γένει δικαιώματα δεκτικά τιτλοποίησης βλ. *Ι. Βενιέρη*, ό.π., §13, σελ. 124 επ.

¹¹⁶ *Ι. Βενιέρη*, ό.π., §13 σελ. 128 επ.

¹¹⁷ *Μ. Σταθόπουλος*, ό.π., §27, αρ.12.

¹¹⁸ *Γ. Γεωργιάδης* εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 455, αρ. 41, *Ν. Νίκας*, Εγχειρίδιο Πολιτικής Δικονομίας, §65, αρ. 1 επ., §97, αρ. 7.

ακατάσχετες απαιτήσεις (ΑΚ 464), καθώς και οι προσωποπαγείς, οι οποίες και συνδέονται στενά με το πρόσωπο του οφειλέτη (ΑΚ 465)¹¹⁹. Δεν μπορούν να τιλοποιηθούν, επίσης, απαιτήσεις ανεκχώρητες σύμφωνα με διάταξη νόμου (ΑΚ 175) ή δικαστική απόφαση (ΑΚ 176). Για την απόκλιση της τιλοποίησης ως προς το ζήτημα των συμβατικά ανεκχώρητων απαιτήσεων (ΑΚ 466), βλ. αμέσως κατωτέρω.

Ειδικά οι συμφωνίες περί ανεκχώρητου

Σημαντική απόκλιση από τη ρύθμιση του Αστικού Κώδικα για τις συμβατικά ανεκχώρητες απαιτήσεις εισάγει ο νόμος 3156/2003, αφού επιτρέπει την τιλοποίηση απαιτήσεων για τις οποίες ο μεταβιβάζων δανειστής και ο οφειλέτης έχουν συμφωνήσει το ανεκχώρητο. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το εδ. α' της ΑΚ 466, μια απαίτηση δεν μπορεί να εκχωρηθεί, αν ο δανειστής και ο οφειλέτης συμφώνησαν το ανεκχώρητο αυτής. Η ακυρότητα της εκχώρησης είναι σχετική υπέρ του οφειλέτη και μπορεί να προταθεί μόνο από αυτόν¹²⁰. Η συμφωνία περί ανεκχώρητου μπορεί να καταρτιστεί άτυπα, ακόμη και σιωπηρά¹²¹. Κατά το εδ. β' του ίδιου άρθρου, όμως, η εκχώρηση της απαίτησης είναι ισχυρή και έναντι του οφειλέτη, εφόσον ο εκδοχέας απέκτησε την απαίτηση στηριζόμενος σε έγγραφο (λ.χ. σύμβαση δανείου υπό δικαιοπρακτικό τύπο) που δεν περιείχε όρο για το ανεκχώρητο. Η ΑΚ 466 συνιστά απόκλιση από τη γενική ρύθμιση της ΑΚ 177, η οποία προβλέπει πως ο δικαιοπρακτικός περιορισμός της εξουσίας διάθεσης έχει ενοχική μόνο ενέργεια και δεν αντιτάσσεται έναντι τρίτων¹²².

Η εφαρμογή της ρύθμισης της ΑΚ 466 στην τιλοποίηση θα δημιουργούσε σοβαρά προσκόμματα στη διαδικασία και θα απέτρεπε την μεταβίβαση ομάδων απαιτήσεων, οι οποίες καταλαμβάνονται από το ανεκχώρητο¹²³. Αξιολογώντας ο νομοθέτης ως υπέρτερη την οικονομική ανάπτυξη του θεσμού και τελικά των επιχειρήσεων που προσφεύγουν σε αυτόν, προέβλεψε πως η καταχώριση της περίληψης της μεταβιβαστικής συμφωνίας μεταξύ μεταβιβάζοντος και SPV στο δημόσιο βιβλίο κατισχύει τυχόν συμφωνιών περί ανεκχώρητου μεταξύ δανειστή και οφειλέτη. Σκοπός της σχετικής πρόβλεψης είναι η διευκόλυνση της χρηματοδοτικής διαδικασίας μέσω της αξιοποίησης όλων των δυνάμενων να τιλοποιηθούν απαιτήσεων¹²⁴. Πρόκειται, ουσιαστικά, για επάνοδο στον κανόνα της ΑΚ 177. Κριτικά αντιμετωπίζεται, ωστόσο, η διάταξη αυτή ως θέτουσα εκποδών τη συμβατική ελευθερία¹²⁵.

Ιδιάζουσα είναι η περίπτωση της εκχώρησης απαιτήσεων οι οποίες έχουν εισαχθεί σε αλληλόχρεο λογαριασμό. Ως τέτοιος νοείται η παρεπόμενη και διαρκής εκείνη σύμβαση, η οποία λειτουργεί επιβοηθητικά σε μία άλλη κύρια (λ.χ. σύμβαση ανοίγματος πίστωσης, όπως είναι σύνηθες στις

¹¹⁹ Κατά κρατούσα άποψη η διάταξη συνιστά ενδοτικό δίκαιο, βλ. Γ. Γεωργιάδη εις ΣΕΑΚ, ό.π., Άρθρο 466, αρ. 4- πάντως, το πεδίο εφαρμογής της διάταξης είναι περιορισμένο στην τιλοποίηση.

¹²⁰ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §42, αρ. 38.

¹²¹ Δ. Ρούσσης, Η ισχύς της συμφωνίας για το ανεκχώρητο των απαιτήσεων αλληλόχρεου λογαριασμού στο πλαίσιο της σύμβασης πρακτορείας και τιλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων, ΧρηΔικ, 3/2011, σελ. 385.

¹²² Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 466, αρ. 1.

¹²³ Δ. Ρούσσης, ό.π., ΧρΙΔ, σελ. 570.

¹²⁴ Ι. Βενιέρης, ό.π., §13, σελ. 142.

¹²⁵ Σπ. Ψυχομάνη, ό.π., σελ. 264.

τραπεζικές συναλλαγές) και με την οποία τα μέρη, συνήθως έμποροι, συμφωνούν οι απαιτήσεις που απορρέουν από την βασική συναλλακτική τους σχέση να καταχωρούνται σε λογαριασμό χρεοπιστώσεων, ώστε απαιτητό και επιδιώξιμο να είναι μόνο το τελικό κατάλοιπο που προκύπτει¹²⁶. Βασικό χαρακτηριστικό της σύμβασης του αλληλόχρεου λογαριασμού είναι η άρση της ατομικότητας των εισηγμένων σε αυτόν απαιτήσεων, οι οποίες δεν μπορούν να διεκδικηθούν πλέον αυτοτελώς. Κατά συνέπεια, λόγω απώλειας της εξουσίας διάθεσης, οι απαιτήσεις αυτές δεν δύνανται και να εκχωρηθούν (ΑΚ 466).

Εντούτοις, ο νόμος 3156/2003 προβλέπει, όπως προεκτέθηκε, αποκλίνουσα από τον αστικό κώδικα ρύθμιση ως προς τις συμβατικά ανεκχώρητες απαιτήσεις. Το ζήτημα έχει τεθεί εντόνως στον αλληλόχρεο λογαριασμό, καθώς αμφισβητείται στην νομολογία αν υφίσταται συμβατική δέσμευση της εξουσίας διάθεσης των απαιτήσεων¹²⁷ ή αν η αδυναμία διάθεσης ενυπάρχει στον αλληλόχρεο λογαριασμό ως εγγενές στοιχείο λόγω της φύσης του¹²⁸. Στην τελευταία αυτή περίπτωση υποστηρίζεται πως αποκλείεται η εφαρμογή της παραγράφου 8 του άρθρου 10 ν.3156/2003.

Πράγματι, ο αλληλόχρεος λογαριασμός δεν μπορεί να λειτουργήσει αν τα μέρη μπορούν ελεύθερα να «αναλαμβάνουν» τις εισηγμένες σε αυτόν απαιτήσεις και να τις διαθέτουν περαιτέρω. Παραβλέπεται, ωστόσο, πως ακόμη και αν γίνει δεκτή η θέση περί εγγενούς συνέπειας του ανεκχώρητου, τα μέρη που συμβάλλονται στη σύμβαση αλληλόχρεου λογαριασμού αποδέχονται αυτό το χαρακτηριστικό του. Συναινούν, δηλαδή, στην απώλεια της εξουσίας τους να διαθέτουν τις απαιτήσεις που εισάγονται στον αλληλόχρεο. Άλλωστε, ο αλληλόχρεος λογαριασμός συνιστά δημιούργημα της συμβατικής ελευθερίας. Κατ' αποτέλεσμα, λοιπόν, υφίσταται και πάλι συμβατική δέσμευση της εξουσίας διάθεσης, έστω και σιωπηρή¹²⁹. Όπως, εξάλλου, εκτέθηκε ανωτέρω, η ΑΚ 466 δεν διακρίνει μεταξύ ρητών και σιωπηρών συμφωνιών περί ανεκχώρητου¹³⁰. Συνακόλουθα, θα πρέπει να γίνει δεκτή η εφαρμογή της παραγράφου 8 του άρθρου 10 και άρα, η δυνατότητα εκχώρησης απαιτήσεων στην τιτλοποίηση, καίτοι αυτές έχουν καταχωρηθεί σε αλληλόχρεο λογαριασμό.

Πρόσθετο επιχείρημα υπέρ της θέσης αυτής μπορεί να αντληθεί και από το γεγονός πως τα μέρη δύνανται να συμφωνήσουν ότι δεν θα εντάσσονται στον αλληλόχρεο λογαριασμό όλες οι απαιτήσεις από την κύρια συναλλακτική σχέση που τους συνδέει, αλλά ορισμένες θα εξαιρούνται από αυτόν¹³¹. Ο αλληλόχρεος λογαριασμός αποτελεί σύμβαση-δημιούργημα της συναλλακτικής πρακτικής, την οποία τα μέρη μπορούν να διαμορφώσουν ελεύθερα, καθώς, άλλωστε, το νομοθετικό πλαίσιο που τη διέπει είναι αποσπασματικό.

¹²⁶ Ν. Ρόκας/Χρ. Γκόρτσος/Α. Μικρούλεα/Χ. Λιβαδά, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2016, σελ. 514 επ.

¹²⁷ Εφαθ 5634/2004, ΝΟΜΟΣ.

¹²⁸ ΑΠ 667/2010 (αφορά στη συναφή ρύθμιση του νόμου 1905/1990 για την πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων).

¹²⁹ Δημήτριος Ρούσσης, ό.π., ΧρηΔικ, 3/2011, σελ. 386, Χ. Χασάπης, Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και η μεταχείρισή τους, Ζητήματα από την εφαρμογή του Ν. 4354/2015, ΕφαΔΠολΔ, 6/2020, σελ. 583 επ. (ιδίως σελ. 584, 587).

¹³⁰ Ο Χασάπης, ό.π., ΕφαΔΠολΔ, σελ. 588, ορθά κατακρίνει την ως άνω μνημονεύομενη Αρεοπαγίτικη απόφαση ως θέτουσα σε υπέρτερη θέση τις ρητές έναντι των σιωπηρών συμφωνιών.

¹³¹ Χ. Χασάπης, ό.π., ΕφαΔΠολΔ, σελ. 586.

IV. Η μεταβίβαση παρεπόμενων δικαιωμάτων και προνομίων

Σύμφωνα με το εδ. α' του άρθρου 458 ΑΚ, με την εκχώρηση μεταβιβάζονται στον εκδοχέα και πάσης φύσεως παρεπόμενα δικαιώματα (λ.χ. υποθήκη, ενέχυρο, εγγύηση) που ασφαλίζουν την απαίτηση, καθώς και τυχόν προνόμια που καθορίζουν την σειρά ικανοποίησης στην ατομική ή συλλογική αναγκαστική εκτέλεση και που συνδέονται με τη φύση της. Είναι εύλογο στις συναλλαγές, άρα και στην τιτλοποίηση, η απόκτηση μιας απαίτησης να λαμβάνει χώρα λόγω των δικαιωμάτων που τη συνοδεύουν και που της προσδίδουν προστιθέμενη αξία (λ.χ. απαίτηση από στεγαστικό δάνειο ασφαλιζόμενη με προσημείωση υποθήκης). Η ΑΚ 458 συνιστά διάταξη ενδοτικού δικαίου¹³². Η συμμεταβίβαση γίνεται αυτοδικαίως, δίχως να απαιτείται συναίνεση των ασφαλειοδοτών ή τήρηση διατυπώσεων δημοσιότητας, έστω και αν πρόκειται για δικαιώματα εμπράγματης ασφάλειας¹³³. Δεν μεταβιβάζονται, ωστόσο, σύμφωνα με το εδ. β' του ίδιου άρθρου, προνόμια που συνδέονται στενά με το πρόσωπο του εκχωρητή, όπως τα ειδικά προνόμια των τραπεζών, ουσιαστικά ή δικονομικά, βάσει του ν.δ. 17.7/13.8.1923.

Επιπλέον, κατά την ΑΚ 459 μεταβιβάζονται με την εκχώρηση, ελλείψει αντίθετης συμφωνίας των μερών, και οι καθυστερούμενοι τόκοι. Του νόμου μη διακρίνοντας, η μεταβίβαση περιλαμβάνει τόσο τους συμβατικούς, όσο και τους πάσης φύσεως νόμιμους τόκους. Υποστηρίζεται, ακόμη, πως δυνάμει της διάταξης αυτή μπορούν να μεταβιβαστούν και μη δεδουλευμένοι (μελλοντικοί) τόκοι¹³⁴.

Η ρύθμιση του νόμου 3156/2003 στηρίζεται στη ρύθμιση του Αστικού Κώδικα, διευρύνοντάς την, όμως, κατά περιεχόμενο. Η συμμεταβίβαση, λοιπόν, των παρεπόμενων δικαιωμάτων λαμβάνει χώρα και στην τιτλοποίηση, σύμφωνα με την πρόβλεψη του άρθρου 10 παρ. 6 εδ. ε' που παραπέμπει στις διατάξεις του Αστικού Κώδικα. Κατά την πρόβλεψη του ίδιου άρθρου, διαπλαστικά¹³⁵ ή άλλα δικαιώματα, ακόμη και αν δεν αποτελούν παρεπόμενα δικαιώματα κατά την έννοια της ΑΚ 458, μπορούν να μεταβιβαστούν μαζί με τις απαιτήσεις, εφόσον συνδέονται με αυτές. Πρόκειται για εκδήλωση της αρχής του αμετάβλητου της φύσεως της εκχωρηθείσας απαίτησης¹³⁶. Κατά την παράγραφο 13, άλλωστε, η εκχώρηση των απαιτήσεων δεν μεταβάλλει τη φύση τους, ουσιαστική, δικονομική, φορολογική, και τα χαρακτηριστικά τους.

¹³² Κρητικός εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρο 458, αρ. 1.

¹³³ Μ. Σταθόπουλος, ό.π., §27, αρ. 53, Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §42, αρ. 51. Η υποχρέωση της ΑΚ 1313 δεν έχει συστατικό ως προς τη μεταβίβαση χαρακτήρα, παρά μόνο προστατευτικό υπέρ των τρίτων, βλ. Γ. Γεωργιάδη εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 458, αρ. 3.

¹³⁴ Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 459, αρ. 2· Για την έννοια του δεδουλευμένου βλ. Ε. Περάκη εις Ε. Περάκη/Γ. Σωτηρόπουλου/Χ. Λιβαδά/Σ. Δρίτσα, Το Δίκαιο της Λογιστικής, σελ. 77 επ.

¹³⁵ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 266 επ., Ζ. Τσολακίδης, Μεταβίβαση απαιτήσεων από μη εξυπηρετούμενα δάνεια, ΧρΙΔ, ΙΣΤ/2016, σελ. 649, Χ. Χασάπης, ό.π., ΕφΑΔΠολΔ, σελ. 597 επ. (οι δύο τελευταίες μελέτες αφορούν στον ν. 4354/2015 και τη συγγενή ρύθμιση του Άρθρου 3 παρ. 2, εδ. γ').

¹³⁶ Δημήτριος Ρούσσης, ό.π., ΧρΙΔ, σελ. 572, σημ. 22.

Προκειμένου να λάβει χώρα η μεταβίβαση των δικαιωμάτων αυτών, στα οποία περιλαμβάνονται τα καλούμενα μη αυτοτελή διαπλαστικά¹³⁷, όπως τα δικαιώματα καταγγελίας και υπαναχώρησης, αλλά και απόλυτα, όπως δικαιώματα πνευματικής και βιομηχανικής ιδιοκτησίας κ.ά., απαιτείται συμφωνία των μερών (πρβλ. ΑΚ 470). Κρίσιμο ζήτημα είναι, σε κάθε περίπτωση, η σύνδεση του μεταβιβαζόμενου δικαιώματος με την τιλοποιημένη απαίτηση. Ο νομοθέτης, δηλαδή, εξοπλίζει τον αποκτώντα – νέο δανειστή με δικαιώματα που πηγάζουν από τη συμβατική σχέση μεταβιβαζόντος και οφειλέτη, σαν η τελευταία να είχε μεταβιβαστεί εν συνόλω. Άλλωστε, ο νόμος ρητά προβλέπει πως τα προνόμια που ίσχυαν υπέρ του μεταβιβαζόντος εξακολουθούν να ισχύουν και υπέρ του αποκτώντος, ακόμη και αν αυτά δεν θα ήταν δυνατό να μεταβιβαστούν κατά τις γενικές διατάξεις, όπως τα προνόμια των τραπεζών (παράγραφοι 12 και 13) για τα οποία έγινε λόγος ανωτέρω.

Ειδικά η εφαρμογή των ειδικών διατάξεων περί πιστωτικών ιδρυμάτων και επί της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού συνεπάγεται την αύξηση και διευκόλυνση της εισπραξιμότητας των απαιτήσεων. Η επέκταση της εφαρμογής του ν.δ. 17.7/13.8.1923 οδηγεί κατ' ουσία σε καταπιστευτική εκχώρηση στο SPV απαιτήσεων επί των οποίων έχει συσταθεί ενέχυρο προς εξασφάλιση των τιλοποιημένων απαιτήσεων¹³⁸ (άρθρο 39).

Προς διευκόλυνση της καταχώρισης της μεταβίβασης των δικαιωμάτων εμπράγματης ασφάλειας που συνοδεύουν τις απαιτήσεις, ο νόμος 3156/2003 προβλέπει μια ενιαία και απλουστευμένη διαδικασία. Πιο συγκεκριμένα, κατά την παράγραφο 12 του άρθρου 10, αν μεταβιβαζόμενη απαίτηση ασφαρίζεται με υποθήκη ή προσημείωση υποθήκης ή ενέχυρο ή άλλο παρεπόμενο δικαίωμα ή προνόμιο, το οποίο έχει υποβληθεί σε δημοσιότητα με καταχώριση σε δημόσιο βιβλίο ή αρχείο, για τη σημείωση της μεταβολής του δικαιούχου αρκεί η καταχώριση της βεβαίωσης της καταχώρισης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του Ν. 2844/2000 και η μνεία σε περίληψη του εμπράγματου βάρους, του παρεπόμενου δικαιώματος ή του προνομίου.

V. Οι ενστάσεις στην εκχώρηση

Βασική αρχή του δικαίου της εκχώρησης, όπως αυτή συνάγεται από πληθώρα διατάξεων στον Αστικό Κώδικα (ΑΚ 460 - 463), συνιστά η μη χειροτέρευση της θέσης του οφειλέτη λόγω της μεταβίβασης της απαίτησης¹³⁹. Η εκχώρηση, δηλαδή, δεν μεταβάλλει την έννομη θέση του οφειλέτη, ο οποίος έχει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που είχε και πριν αυτή λάβει χώρα. Κρίσιμο χρονικό σημείο για τον καθορισμό αυτής είναι η αναγγελία, καθώς τότε η εκχώρηση αναπτύσσει αποτελέσματα έναντι του οφειλέτη (ΑΚ 460)¹⁴⁰. Οι διατάξεις, βέβαια των ΑΚ 462,

¹³⁷ Ως μη αυτοτελή χαρακτηρίζονται από την επιστήμη τα διαπλαστικά εκείνα δικαιώματα, τα οποία εξαρτώνται από ένα κύριο δικαίωμα και μπορούν να μεταβιβαστούν, κατά το γενικό δίκαιο, μόνο μαζί με αυτό. Αν, μάλιστα, συνδέονται με την ενοχική σχέση εν συνόλω, μεταβιβάζονται μόνο με ολόκληρη την έννομη σχέση από την οποία απορρέουν, βλ. *Απ. Γεωργιάδης*, *ό.π.*, §42, αρ. 54, 92.

¹³⁸ *Απ. Γεωργιάδης*, *Η εξασφάλιση των πιστώσεων*, §30, αρ. 21.

¹³⁹ *Γ. Γεωργιάδης* εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 462, αρ. 1.

¹⁴⁰ *Απ. Γεωργιάδης*, *Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος*, §42, αρ. 59.

463 συνιστούν ενδοτικό δίκαιο, οπότε ο οφειλέτης μπορεί να συμφωνήσει την επαύξηση ή μείωση των υποχρεώσεων του ή την παραίτηση του από ενστάσεις¹⁴¹, είτε με τον εκχωρητή, είτε με τον εκδοχέα, ανάλογα με τον χρόνο της αναγγελίας.

Η αρχή της μη χειροτέρευσης της θέσης του οφειλέτη έχει εφαρμογή και στην τιτλοποίηση. Έτσι, ο οφειλέτης έχει έναντι του αποκτώντος τις ίδιες υποχρεώσεις και ενστάσεις που είχε και έναντι του εκχωρητή κατά το χρόνο της αναγγελίας. Όπως προαναφέρθηκε, η αναγγελία, ως οιονεί δικαιοπραξία, λαμβάνει χώρα στην τιτλοποίηση πλασματικά με την καταχώριση της σύμβασης μεταβίβασης των απαιτήσεων στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 ν. 2844/2000. Έως την καταχώριση, ο οφειλέτης εξακολουθεί να ευθύνεται έναντι του εκχωρητή, μπορεί δε να εξοφλήσει εγκύρωσ το χρέος σε αυτόν και να ελευθερωθεί από την υποχρέωσή του, εν όλω ή εν μέρει (ΑΚ 461). Μετά την αναγγελία, το πρόσωπο του δανειστή μεταβάλλεται και ο οφειλέτης απαλλάσσεται μόνο αν καταβάλει το χρέος στο SPV, ο οποίος είναι και ο φορέας της απαίτησης. Αν, δε, καταβάλει στον μεταβιβάζοντα, ακόμη και αν δεν του είχε γνωστοποιηθεί η μεταβίβαση κατά την παρ. 9 του άρθρου 10, δεν απαλλάσσεται ακόμη και αν τελούσε υπό ελαφρά αμέλεια, αλλά δύναται να αναζητήσει τα αχρεωστήτως καταβληθέντα κατά τις διατάξεις του αδικαιολόγητου πλουτισμού (ΑΚ 904 επ.).

Από τα παραπάνω συνάγεται πως το σύστημα που προβλέπει ο νόμος στην τιτλοποίηση καθιερώνει αυξημένο μέτρο επιμέλειας για τον οφειλέτη, ο οποίος θα πρέπει να συμβουλευτεί το δημόσιο βιβλίο πριν καταβάλει το χρέος. Τίθεται, ωστόσο, η ανάγκη τελολογικής συστολής της ρύθμισης, όταν πρόκειται για εκχώρηση απαιτήσεων έναντι καταναλωτών¹⁴². Συγκεκριμένα, η ενημέρωση των καταναλωτών για την εκχώρηση θα λάβει κατά κανόνα χώρα σε μεταγενέστερο της αναγγελίας στάδιο (παρ. 9), οπότε και οι οφειλέτες ενδεχομένως να έχουν ήδη προβεί σε πληρωμή προς τον μεταβιβάζοντα. Η πρόβλεψη αυτή παρουσιάζεται ανεπιεικής για τους καταναλωτές. Εξάλλου, ο ίδιος ο νόμος 2844/2000 που προβλέπει το δημόσιο βιβλίο το οποίο υιοθετεί ο νόμος 3156/2003, εξαιρεί από το πεδίο εφαρμογής των άρθρων 11-15 τους καταναλωτές, προκειμένου οι τελευταίοι να μην επιβαρύνονται με την εξέταση των βιβλίων¹⁴³. Άλλωστε, οι καταναλωτές δεν έχουν την πληροφόρηση που κατά κανόνα έχουν οι επιχειρήσεις για τα τεκταινόμενα στο πεδίο της οικονομίας. Έτσι, υποστηρίζεται πως ο καταναλωτής – οφειλέτης εκχωρηθείσας απαίτησης απαλλάσσεται του χρέους του αν καταβάλει στον εκχωρητή, εφόσον συντρέχει στο πρόσωπό του ελαφρά αμέλεια ως προς την άγνοια της γενόμενης εκχώρησης¹⁴⁴.

Πρόσθετο επιχείρημα υπέρ της θέσης αυτής μπορεί να αντληθεί από την ρύθμιση της ΚΥΑ Ζ1-699/2010 για τις συμβάσεις καταναλωτικής πίστης, η οποία ενσωματώνει την ενωσιακή οδηγία 2008/48/ΕΚ. Συγκεκριμένα, στο άρθρο 17 της ΚΥΑ προβλέπεται πως σε περίπτωση εκχώρησης απαιτήσεων έναντι καταναλωτών, οι τελευταίοι ενημερώνονται για τη γενόμενη εκχώρηση, εκτός αν η διαχείριση των απαιτήσεων ανατεθεί στην ίδια τη μεταβιβάζουσα. Στην τελευταία αυτή

¹⁴¹ Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 462, αρ. 2., Άρθρο 463, αρ. 2,3.

¹⁴² Κατόπιν της τροποποίησης που επέφερε ο ν. 4512/2018 στον ν. 2251/1994, ως καταναλωτής ορίζεται «κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο ενεργεί για λόγους οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην εμπορική, επιχειρηματική, βιοτεχνική ή ελευθέρια επαγγελματική του δραστηριότητα» (Άρθρο 1α).

¹⁴³ Βλ. Εισηγητική έκθεση ν. 2844/2000, Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, §31, αρ. 70.

¹⁴⁴ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 312· ελαφρά αμέλεια ενδέχεται να συντρέχει όταν η τιτλοποίηση έχει καταστεί μυστική, ως αφανής εκχώρηση, κατ' αντιπαράβολή με το παράδειγμα του συγγραφέα για τη βαριά αμέλεια.

περίπτωση δεν ανακύπτει κίνδυνος για τα συμφέροντά των οφειλετών, κίνδυνος, δηλαδή, καταβολής σε μη δικαιούχο.

Στις μεταξύ του οφειλέτη και του SPV σχέσεις εφαρμογή έχει η ΑΚ 463, η οποία προσδιορίζει το πλαίσιο άμυνας του πρώτου. Οι ενστάσεις του οφειλέτη μπορούν να είναι γνήσιες ή καταχρηστικές, ανατρεπτικές ή αναβλητικές, δύνανται δε να απορρέουν από το ουσιαστικό ή το δικονομικό δίκαιο¹⁴⁵. Είναι δυνατή η διάκρισή τους σε τρεις κατηγορίες, σε συνάρτηση και με το σύστημα του Αστικού Κώδικα. Η πρώτη περιλαμβάνει τις ενστάσεις από τη σχέση του οφειλέτη με τον εκχωρητή. Οι ενστάσεις αυτές στηρίζονται σε γεγονότα που προϋπάρχουν της αναγγελίας, προτείνονται, όμως, από τον οφειλέτη το πρώτον κατά το χρόνο που έπεται αυτής, συνδέονται δε κυρίως με τη συμβατική σχέση που τον συνδέει με τον εκχωρητή (ουσιαστικώς, λ.χ. άφεση χρέους, ένσταση παραγραφής, ένσταση μη εκπληρωθέντος συναλλάγματος, αλλά και δικονομικώς λ.χ. ρήτρα παρέκτασης αρμοδιότητας). Η απαίτηση μεταβιβάζεται στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού δίχως να μεταβάλλεται η υπόστασή της, η δε θέση του οφειλέτη δεν χειροτερεύει. Όπως, άλλωστε, ορθά παρατηρείται, η δυνατότητα προβολής των σχετικών ενστάσεων είναι ανεξάρτητη από τυχόν άγνοια της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού ως προς την ύπαρξή τους¹⁴⁶.

Ιδιαίτερη είναι η περίπτωση των ενστάσεων που αποτελούν συνέπεια άσκησης διαπλαστικών δικαιωμάτων. Αν η άσκηση του διαπλαστικού δικαιώματος προηγείται της αναγγελίας, ο οφειλέτης μπορεί να προβάλει την σχετική ένσταση κατά του εκδοχέα, βάσει της ΑΚ 463 παρ. 1. Αν, όμως, το δικαίωμα (λ.χ ακύρωσης ακυρώσιμης δικαιοπραξίας) ασκηθεί μετά την αναγγελία, ο οφειλέτης θα πρέπει να στραφεί κατά του εκχωρητή, αφού το δικαίωμα αφορά και απορρέει από την ενοχική σχέση εν συνόλω¹⁴⁷. Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, όμως, είναι δυνατόν να μεταβιβαστούν στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού και διαπλαστικά δικαιώματα που συνδέονται με τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις, όπως το δικαίωμα υπαναχώρησης. Θα ήταν δογματικά ασυνεπές το δικαίωμα αυτό να μπορεί να το ασκήσει το SPV ως εκδοχέας έναντι του οφειλέτη, αλλά ο τελευταίος να πρέπει να στραφεί κατά του εκχωρητή. Σε αυτήν την περίπτωση, λοιπόν, και για λόγους ισότητας απέναντι στον οφειλέτη, θα ήταν ορθότερο να δεχθούμε πως μπορεί να ασκήσει απευθείας τα σχετικά διαπλαστικά δικαιώματα έναντι του εκδοχέα, άρα και να προβάλει έναντι αυτού τις σχετικές ενστάσεις¹⁴⁸. Αν, πάντως, γίνει δεκτή η θέση αυτή, απαιτείται ενδελεχής έλεγχος, όχι μόνο της κάθε υπό τιτλοποίηση απαίτησης, αλλά και εν γένει της έννομης σχέσης από την οποία απορρέει, προκειμένου να προσδιορισθούν τυχόν κίνδυνοι που συνδέονται με την άσκηση διαπλαστικών δικαιωμάτων και, τελικώς, το τίμημα το οποίο θα εισπράξει η μεταβιβάζουσα εταιρεία.

Η δεύτερη κατηγορία ενστάσεων αφορά στις ενστάσεις του οφειλέτη έναντι του αποκτώντος από τυχόν μεταξύ τους σχέσεις. Η περίπτωση αυτή κρίνεται μάλλον θεωρητική στην τιτλοποίηση,

¹⁴⁵ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §42, αρ. 60. Για εκτενή ανάλυση της διάκρισης των ενστάσεων, βλ. Ν. Νίκα, ό.π., §68, αρ. 1 επ.

¹⁴⁶ Ι. Βενιέρης, ό.π., §53, σελ. 519.

¹⁴⁷ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §42, αρ. 62, Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 463, αρ.7. Υποστηρίζονται, όμως, και αντίθετες απόψεις, βλ. αναλυτικά σε Κρητικό εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλο, Άρθρο 463, αρ. 12 επ.

¹⁴⁸ Άλλη δυνατότητα, η οποία προτείνεται και στο γενικό δίκαιο, είναι η αναβολή της τυχόν ανοιχθείσας μεταξύ οφειλέτη και εκδοχέα δίκης κατ' άρθρο 249 ΚΠολΔ, μέχρι να περατωθεί τελεσίδικα η μεταξύ οφειλέτη και εκχωρητή δίκη που αφορά στην άσκηση διαπλαστικού δικαιώματος του πρώτου έναντι του δεύτερου, έτσι Κρητικός εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρο 463, αρ. 13.

δεδομένου του αποκλειστικού σκοπού του αποκτώντος. Η τρίτη, τέλος, συνδέεται με ενστάσεις του οφειλέτη που απορρέουν από τη σχέση εκχωρητή και εκδοχέα. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ των ενστάσεων που απορρέουν από τη σύμβαση της εκχώρησης και των ενστάσεων εκ της σύμβασης πώλησης. Στην πρώτη περίπτωση, οι ενστάσεις μπορούν να προταθούν από τον οφειλέτη, καθώς η εκχώρηση, ως εκπονητική δικαιοπραξία, συνεπάγεται τη μεταβίβαση της απαίτησης, η οποία δεν επέρχεται όταν η εκχώρηση πάσχει από κάποια ελάττωμα (λ.χ. ακυρότητα)¹⁴⁹. Ο οφειλέτης, δηλαδή, θα εξακολουθεί να ευθύνεται έναντι του αρχικού (κατ' ακριβολογία μόνου) δανειστή.

Σε ό,τι αφορά τις ενστάσεις από τη σύμβαση της πώλησης, το ζήτημα θα πρέπει να ειπωθεί από τη σκοπιά της σύμβασης εκχώρησης και του αιτιώδους ή μη χαρακτήρα της, για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω και βάσει της εκεί διάκρισης. Έτσι, αν θεωρηθεί η εκχώρηση αναιτιώδης, τυχόν ελάττωμα της σύμβασης πώλησης ως αιτία της εκχώρησης δεν επιδρούν στο κύρος της τελευταίας λόγω του αναιτιώδους χαρακτήρα της και άρα, ο οφειλέτης δεν μπορεί να το επικαλεστεί, αφού η μεταβίβαση της απαίτησης είναι έγκυρη, έστω και αν η αιτία της πάσχει¹⁵⁰. Εξάλλου, ο οφειλέτης είναι τρίτος στην ενοχική σύμβαση της πώλησης των απαιτήσεων, τυχόν δε διαπλαστικά δικαιώματα (λ.χ. δικαίωμα υπαναχώρησης) μπορούν να ασκηθούν μόνο από τα μέρη της συναλλαγής. Αν, ωστόσο, γίνει δεκτή η άποψη περί του αιτιώδους χαρακτήρα της εκχώρησης στην τιτλοποίηση, ο οφειλέτης θα μπορεί να αντιτάξει έναντι του SPV ενστάσεις και από τη σύμβαση πώλησης που σχετίζονται με το κύρος αυτής (λ.χ. ακυρότητα)¹⁵¹. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, η ύπαρξη νομικού ή πραγματικού ελαττώματος ή έλλειψη συνομολογημένων ιδιοτήτων των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων δεν μπορεί να προταθεί κατ' ένσταση από τον οφειλέτη, καθώς το διαπλαστικό δικαίωμα υπαναχώρησης εξακολουθεί να ανήκει στον εκχωρητή, η δε σύμβαση της πώλησης δεν ανατρέπεται αυτοδικαίως.

Ειδικά η ένσταση συμψηφισμού

Η παράγραφος 2 του άρθρου 463 ΑΚ αναφέρεται στο δικαίωμα του οφειλέτη να προτείνει σε συμψηφισμό έναντι του αποκτώντος την απαίτηση, ανταπαίτησή που έχει έναντι του εκχωρητή κατά τον χρόνο της αναγγελίας, έστω και μη ληξιπρόθεσμη, υπό την προϋπόθεση να καταστεί αυτή ληξιπρόθεσμη πριν από την μεταβιβαζόμενη απαίτηση. Πρόκειται για εκδήλωση της αρχής της μη χειροτέρευσης της θέσης του οφειλέτη λόγω της εκχώρησης για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω. Η διάταξη συνιστά απόκλιση από τη ρύθμιση της ΑΚ 440 που προβλέπει την αμοιβαιότητα των απαιτήσεων προκειμένου να επέλθει συμψηφισμός. Αυτό είναι λογικό, καθώς μεταξύ της απαίτησης του εκδοχέα και της ανταπαίτησης του οφειλέτη κατά του εκχωρητή δεν υφίσταται αμοιβαιότητα¹⁵².

Ο Αστικός Κώδικας σταθμίζει μεταξύ του συμφέροντος του οφειλέτη να αποσβεστεί το χρέος του με συμψηφισμό και του συμφέροντος του εκδοχέα να έχει εκ των προτέρων γνώση του ύψους της

¹⁴⁹ Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 463, αρ.8, Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §42, αρ. 63.

¹⁵⁰ Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 463, αρ.9.

¹⁵¹ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 338.

¹⁵² Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 463, αρ. 11, Κρητικός εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρο 463, αρ.25.

μεταβιβαζόμενης απαίτησης, όπως αυτό θα καθοριστεί κατόπιν τυχόν συμψηφισμού, προκειμένου να αξιολογήσει τον κίνδυνο και τελικά το τίμημα¹⁵³. Η τελευταία αυτή περίπτωση έχει συνακόλουθα σημασία και για τον προσδιορισμό του τιμήματος της πώλησης των απαιτήσεων που θα καταβάλει ο εκδοχέας στον εκχωρητή κατά την τιτλοποίηση.

Η διάταξη της ΑΚ 463 παρ. 2 αποτελεί συμπλήρωμα της ΑΚ 448. Από το συνδυασμό των διατάξεων αυτών προκύπτει πως σε συμψηφισμό μπορούν να τεθούν μόνο ανταπαιτήσεις του οφειλέτη υφιστάμενες κατά το χρόνο της αναγγελίας. Πλήρως μελλοντικές απαιτήσεις αποκλείονται από την δυνατότητα συμψηφισμού. Αμφισβητείται αν οι περιορισμένα μελλοντικές απαιτήσεις, εκείνες, δηλαδή, των οποίων η νομική βάση έχει γεννηθεί κατά την αναγγελία, δύναται να προταθούν σε συμψηφισμό¹⁵⁴. Ειδικά στην περίπτωση της τιτλοποίησης, η ανταπαιτηση θα πρέπει να έχει γεννηθεί κατά το χρόνο της καταχώρισης της σύμβασης μεταβίβασης στο δημόσιο βιβλίο. Δεν απαιτείται, πάντως, να είναι ληξιπρόθεσμη, συνεπώς μπορεί να τελεί υπό αίρεση ή προθεσμία. Πρέπει, όμως, να καταστεί ληξιπρόθεσμη νωρίτερα ή ταυτόχρονα με την εκχωρούμενη απαίτηση, ώστε να τεθεί σε συμψηφισμό. Συνεπώς, η προβληματική της παραγράφου 2 του Άρθρου 463 ΑΚ δεν τίθεται στην περίπτωση εκχώρησης ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων (λ.χ. «κόκκινα» δάνεια).

Πρόβλημα δημιουργείται σε ό,τι αφορά ανταπαιτήσεις που απορρέουν από διαρκείς ενοχές, το ύψος των οποίων δεν είναι σταθερό, αλλά μεταβάλλεται κατά την εξέλιξη της συμβατικής σχέσης. Βάσει των όσων εκτέθηκαν ανωτέρω, συμψηφιστέο θα πρέπει να θεωρηθεί το ποσό της απαίτησης ως είχε κατά το χρόνο της αναγγελίας, έστω και αν αυτό στη συνέχεια αυξήθηκε¹⁵⁵. Το ζήτημα τίθεται ιδίως στην περίπτωση τιτλοποιήσεων από δάνεια και πιστώσεις στις οποίες προβαίνουν πιστωτικά ιδρύματα, όταν οι οφειλέτες τους έχουν ανταπαιτήσεις από καταθετικές συμβάσεις, οι οποίες εξυπηρετούνται μέσω τήρησης λογαριασμών (λ.χ. όψεως). Κάθε κατάθεση στον λειτουργούντα για την εξυπηρέτηση της καταθετικής σύμβασης λογαριασμό μεταβάλλει το ύψος της απαίτησης. Συνεπώς, από το ύψος των καταθέσεων ως έχουν κατά την καταχώριση της μεταβιβαστικής συμφωνίας και αφαιρώντας τυχόν αναλήψεις θα κριθεί το ποσό της ανταπαιτήσης του οφειλέτη, το οποίο αυτός δύναται να συμψηφίσει. Στο ίδιο αποτέλεσμα καταλήγει και η άποψη που αντιλαμβάνεται εκάστη κατάθεση στο λογαριασμό ως ξεχωριστή απαίτηση, από το χρονικό σημείο γέννησης της οποίας θα κριθεί η δυνατότητα συμψηφισμού¹⁵⁶. Τυχόν υιοθέτηση αντίθετης άποψης θα δυσχέραινε τον προσδιορισμό του τιμήματος και τελικά τη διαδικασία της τιτλοποίησης, χωρίς αυτό να δικαιολογείται από την ανάγκη προστασίας του οφειλέτη, ο οποίος, ως γνώστης πλέον της εκχώρησης, δεν έχει προσδοκία συμψηφισμού¹⁵⁷. Κρίσιμος παράγοντας, λοιπόν, ως προς τη θεμελίωση του δικαιώματος συμψηφισμού είναι η ανάγκη της προστασίας της δικαιολογημένης εμπιστοσύνης του οφειλέτη ότι η ανταπαιτηση την οποία έχει κατά του δανειστή του μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την απόσβεση της οφειλής.

¹⁵³ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 339.

¹⁵⁴ Υπέρ Γ. Γεωργιάδης, Η πρόταση συμψηφισμού από τον οφειλέτη εκχωρηθείσας απαίτησης κατά του εκδοχέα, ΧρΙΔ, Ε/2005, σελ. 411, στα πλαίσια προστασίας του οφειλέτη, Απ.Γεωργιάδης, §42, αρ. 66, Ι. Βενιέρης, ό.π., §53, σελ. 524, κατά Γ. Λέκκας, ό.π., §9, αρ. 341, ο οποίος εδράζει την στάση του στην τεολογία της ΑΚ 463 παρ. 2 ως προς τα αντιτιθέμενα συμφέροντα τα οποία επιδιώκει να συγκεράσει και για τα οποία βλ. παραπάνω.

¹⁵⁵ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 342.

¹⁵⁶ Ι. Βενιέρης, ό.π., §53, σελ. 526.

¹⁵⁷ Γ. Γεωργιάδης, ό.π., ΧρΙΔ, σελ. 416.

VI. Η ευθύνη του μεταβιβάζοντος εκ της σύμβασης εκχώρησης

Ζήτημα κρίσιμο για την επιτυχή έκβαση της χρηματοδοτικής διαδικασίας είναι ο προσδιορισμός της ευθύνης της μεταβιβάζουσας οντότητας. Η τελευταία, ως εκχωρήτρια, ευθύνεται έναντι του SPV σύμφωνα με τις διατάξεις του Αστικού Κώδικα (άρθρο 10, παρ. 6, εδ. ε'). Δεδομένου πως στην τιτλοποίηση απαιτήσεων η εκχώρηση αυτών γίνεται αιτία πώλησεως, δηλαδή με αιτία επαχθή, εφαρμογή έχει η πρώτη παράγραφος του Άρθρου 467 ΑΚ, σύμφωνα με την οποία ο εκχωρητής ευθύνεται έναντι του εκδοχέα για την ύπαρξη, την «αλήθεια» της απαίτησης (veritas). Ο εκχωρητής έχει υποχρέωση να μεταβιβάσει τις απαιτήσεις στην κατάσταση που συμφωνήθηκε (λ.χ. ύψος, ασφάλειες). Έτσι, σε περίπτωση που μετά την εκχώρηση ασκηθεί ένσταση συμψηφισμού από τον οφειλέτη έναντι του SPV σύμφωνα με τις προϋποθέσεις των ΑΚ 448 και 463, η εκχωρήτρια εταιρεία θα ευθύνεται κατά το ποσό που μειώθηκε το ύψος της μεταβιβασθείσας απαίτησης, καθώς η απαίτηση δεν ανταποκρίνεται στα συμφωνηθέντα.

Κατά κρατούσα άποψη η ευθύνη του εκχωρητή είναι αντικειμενική¹⁵⁸, ενώ κατ' άλλη νόθος αντικειμενική¹⁵⁹. Σε ό,τι αφορά τις έννομες συνέπειες, η ΑΚ 467 δεν προσδιορίζει το ακριβές περιεχόμενό τους. Έτσι, γίνεται δεκτή η εφαρμογή των διατάξεων σχετικών με την παθολογία της υποκειμένης της εκχώρησης αιτίας, άρα εν προκειμένω της πώλησης (ΑΚ 513 επ.). Η ΑΚ 467, πάντως, συνιστά διάταξη ενδοτικού δικαίου, οπότε τα μέρη μπορούν να συμφωνήσουν τόσο περιορισμό όσο και διεύρυνση της ευθύνης του εκχωρητή¹⁶⁰.

Ο περιορισμός ή ο αποκλεισμός της ευθύνης της μεταβιβάζουσας οντότητας κατά την ΑΚ 467 θα δημιουργούσε σημαντικούς κινδύνους για τα συμφέροντα των τιτλούχων επενδυτών. Οι τελευταίοι στηρίζουν την ικανοποίηση των αξιώσεών τους, κυρίως, στην ομαλή ροή πληρωμών που προκύπτει από τη ρευστοποίηση των απαιτήσεων και η οποία θίγεται αν αυτές δεν τελούν στην συμφωνηθείσα κατάσταση. Έτσι, στο παραπάνω παράδειγμα, η άσκηση του δικαιώματος συμψηφισμού από τον οφειλέτη θα είχε ως συνέπεια να καταλήξουν στους ομολογιούχους μικρότερα ποσά, αν η εκχωρήτρια δεν αναλάμβανε να καλύψει το χρηματοδοτικό κενό που προέκυψε. Πάντως, τυχόν μη εφαρμογή της ΑΚ 467 θα είχε δυσμενείς συνέπειες και για την ίδια την μεταβιβάζουσα, καθώς θα οδηγούσε σε μεγάλη αύξηση του κόστους της τιτλοποίησης, καθιστώντας την ενδεχομένως αδύνατη, λόγω της χαμηλής αξιολόγησης που θα λάμβαναν οι ομολογίες και η οποία θα αποτυπωνόταν στο υψηλό επιτόκιο τους¹⁶¹. Αυτό είναι εύλογο, καθώς η αξία των ομολογιών τελεί σε συνάρτηση με την ποιότητα των απαιτήσεων που «τιτλοποιούνται» σε αυτές.

Ως έχει λεχθεί ανωτέρω, η ανάγκη της λεγόμενης «πραγματικής πώλησης» των απαιτήσεων καθίσταται δυνατή μέσω της αποξένωσης, νομικής και οικονομικής, αυτών από την περιουσία της εκχωρήτριας. Για αυτόν τον λόγο τίθεται το ζήτημα κατά πόσο δύναται να τύχει εφαρμογής στην τιτλοποίηση η ΑΚ 468 που αναφέρεται στην ευθύνη για την «καλή ποιότητα» της απαίτησης (bonitas). Με άλλα λόγια, αν συμβαδίζει με τους σκοπούς και τα χαρακτηριστικά της διαδικασίας η διευρυμένη ευθύνη της μεταβιβάζουσας, μέσω της ανάληψης της ευθύνης για τυχόν

¹⁵⁸ «Εγγυητική», Γ. Γεωργιάδης εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 467, αρ. 6, Κρητικός εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρο 467, αρ. 3,4, Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §42, αρ. 74.

¹⁵⁹ Υποκειμενική δηλαδή, με ανεστραμμένο το βάρος της απόδειξης, έτσι Μ. Σταθόπουλος, ό.π., §27, αρ. 74.

¹⁶⁰ Κρητικός εις ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρο 467, αρ.8.

¹⁶¹ Ι. Βενιέρης, ό.π., §54, σελ 528 επ.

αφερεγγυότητα των οφειλετών όλων ή ορισμένων εκ των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Αυτό συμβαίνει, καθώς κρίσιμη είναι η οριστική αποξένωση των απαιτήσεων από την μεταβιβάζουσα εταιρεία.

Σχετικώς, το ζήτημα αξιολογείται σε συνάρτηση με τον συγγενή θεσμό του factoring (πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων)¹⁶². Συνοπτικώς, το factoring εμφανίζεται σε δύο μορφές, οι οποίες διακρίνονται με κριτήριο την αιτία της συναλλαγής. Στην πρώτη περίπτωση, ο εκχωρητής μεταβιβάζει τις επιλεγμένες απαιτήσεις στον factor (εκδοχέα), ευθυνόμενος μόνο για την ύπαρξη και το ύψος των απαιτήσεων κατ' άρθρο 3 παρ. 1 νόμου 1905/1990 (που ουσιαστικά επαναλαμβάνει τη ρύθμιση της ΑΚ 467) και εισπράττει το τίμημα. Αιτία της μεταβίβασης εδώ είναι η πώληση, τον δε κίνδυνο της αφερεγγυότητας του οφειλέτη φέρει ο εκδοχέας¹⁶³. Στην ετέρα περίπτωση, το λεγόμενο μη γνήσιο ή νόθο factoring, ο εκχωρητής μεταβιβάζει και πάλι τις απαιτήσεις, ευθύνεται, όμως, και για την ποιότητα αυτών, δηλαδή την αφερεγγυότητα ή την απροθυμία του οφειλέτη να εξοφλήσει το χρέος του (ΑΚ 468). Συνεπώς, μεταβίβαση του κινδύνου δεν επέρχεται, άρα ούτε και πώληση. Η αιτία της εκχώρησης εδώ είναι το δάνειο, το δε ποσό που εισπράττει ο εκχωρητής συνιστά πίστωση¹⁶⁴.

Στο γνήσιο factoring η μεταβίβαση των απαιτήσεων, κατ' επέκταση δε και η αποξένωση της εκχωρήτριας από αυτές, είναι οριστική. Αντιθέτως, στο μη γνήσιο, αν ο factor δεν κατορθώσει να εισπράξει τις απαιτήσεις, θα τις επαναμεταβιβάσει στην μεταβιβάζουσα, η οποία με τη σειρά της θα πρέπει να επιστρέψει στον factor το τίμημα που ο τελευταίος της κατέβαλε¹⁶⁵.

Μεταφέροντας τα ως άνω συμπεράσματα στο πεδίο της τιτλοποίησης, συμπεραίνουμε πως η «πραγματική πώληση» που απαιτείται για να επέλθουν τα λογιστικά και φορολογικά πλεονεκτήματα της διαδικασίας, επιτυγχάνεται μόνο αν η εκχωρήτρια δεν αναλάβει τον κίνδυνο της αφερεγγυότητας του οφειλέτη. Αν, αντιθέτως, συμφωνηθεί η εφαρμογή της ΑΚ 468, η μεταβίβαση των απαιτήσεων δεν είναι οριστική, αλλά μπορεί αυτές να επανέλθουν στην περιουσία της εκχωρήτριας, εν όλω ή εν μέρει, αναλόγως αν και σε ποια έκταση ο εκδοχέας (εδώ το SPV) κατόρθωσε να τις εισπράξει. Όπως προσφυώς έχει λεχθεί, *η επιχείρηση χρηματοδοτείται με αντάλλαγμα τις απαιτήσεις και όχι με ασφάλεια αυτές*¹⁶⁶. Οι ευμενείς λογιστικές συνέπειες της τιτλοποίησης, οι οποίες στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων συνδέονται και με την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους επάρκειας βάσει των κανόνων του εποπτικού τραπεζικού δικαίου, δεν επέρχονται αν εφαρμοστεί η ΑΚ 468, αφού βάσει και των όσων εκτέθηκαν για το νόθο factoring, θα πρόκειται για πιστοδότηση της εκχωρήτριας. Καθώς, λοιπόν, πρόκειται για δάνειο, το ποσό που κατά τα άλλα εισπράττει η μεταβιβάζουσα τις απαιτήσεις, εγγράφεται στο παθητικό σκέλος του ισολογισμού της¹⁶⁷. Άλλωστε, η μη οριστική αποξένωση των απαιτήσεων από την περιουσία της μεταβιβάζουσας, δημιουργεί κινδύνους για τα συμφέροντα των ομολογιούχων και

¹⁶² *I. Βενιέρης* εις ΔικΑΕ, ό.π., σελ. 491 επ., ο ίδιος, *Η Τιτλοποίηση απαιτήσεων...*, ό.π., §55, σελ. 533 επ.

¹⁶³ *Απ. Γεωργιάδης*, *Νέες Μορφές Συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας*, §20, σελ. 144.

¹⁶⁴ *Απ. Γεωργιάδης*, ό.π., §22, σελ. 158.

¹⁶⁵ *Απ. Γεωργιάδης*, ό.π., §22, σελ. 160, 162.

¹⁶⁶ *I. Βενιέρης*, ό.π., σελ. 540.

¹⁶⁷ *I. Βενιέρης* εις ΔικΑΕ, ό.π., σελ. 494, *Ph. Wood*, ό.π., σελ. 468 επ., όπου «... the originator transfers the risk of non-payment of the receivables to the investors and removes the assets and the loan notes from its balance sheet: the loan is not a liability of the originator but of the SPV.».

λοιπών πιστωτών της διαδικασίας, οι οποίοι μπορεί να απωλέσουν το κάλυμμα των ομολογιών και των πιστώσεών τους αντίστοιχα.

VII. Η ευθύνη του πωλητή για ελαττώματα στη σύμβαση πώλησης

Ως ειπώθηκε ανωτέρω, αποκλειστική αιτία στην εκχώρηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων είναι η υποσχετική σύμβαση της πώλησης. Η αιτία πώλησεως μεταβίβαση των απαιτήσεων είναι αναγκαία για να επέλθει ο σκοπούμενος νομικός και οικονομικός αποχωρισμός αυτών από τη μεταβιβάζουσα οντότητα. Εφαρμογή στη σύμβαση πώλησης των απαιτήσεων θα έχουν οι γενικές διατάξεις του Αστικού Κώδικα για την πώληση (Άρθρα 513 επ.), στις οποίες παραπέμπει το εδ. ε' της παραγράφου 6 του άρθρου 10, εφόσον δεν αντιτίθενται στις διατάξεις του ν. 3156/2003. Άλλωστε, γίνεται δεκτή στη θεωρία η αναλογική εφαρμογή των περί πώλησεως διατάξεων του ΑΚ, οι οποίες είναι επικεντρωμένες στην πώληση πράγματος (ακριβέστερα, στην πώληση δικαιώματος επί πράγματος), στην πώληση δικαιώματος ή απαίτησης, εν όψει και των ΑΚ 520 και ΑΚ 562¹⁶⁸. Σε περίπτωση παθολογίας της σύμβασης, η μεταβιβάζουσα οντότητα ευθύνεται έναντι του αποκτώντος SPV για νομικά (ΑΚ 514) και πραγματικά (ΑΚ 534) ελαττώματα των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων.

Βασική υποχρέωση του πωλητή είναι η μεταβίβαση του αντικειμένου της πώλησης απαλλαγμένου νομικών ελαττωμάτων. Ως νομικό ελάττωμα στην τιτλοποίηση νοείται το δικαίωμα τρίτου επί της απαίτησης που μεταβιβάζεται, το οποίο μπορεί να προβληθεί έναντι του αγοραστή και να εμποδίσει, ολικά ή μερικά, την ακώλυτη άσκηση των εξουσιών που απορρέουν από την κτήση της απαίτησης¹⁶⁹. Η ευθύνη του πωλητή για νομικά ελαττώματα συνιστά ευθύνη για μη εκπλήρωση της σύμβασης. Έτσι, η πωλήτρια εταιρεία θα ευθύνεται όταν οι απαιτήσεις που τιτλοποιούνται είναι βεβαρυμένες με δικαιώματα τρίτων που μπορούν να προβληθούν έναντι του SPV και ματαιώνουν τους σκοπούς της διαδικασίας¹⁷⁰. Αυτό συμβαίνει, ιδίως, όταν τα ποσά που προκύπτουν από την ρευστοποίηση των απαιτήσεων δεν καταλήγουν στην αποπληρωμή των ομολογιών.

Η ευθύνη του πωλητή για τα νομικά ελαττώματα που υπήρχαν ήδη κατά την σύναψη της σύμβασης είναι αντικειμενική, ενώ για όσα ανέκυψαν μετά την κατάρτισή της η ευθύνη του είναι νόθος αντικειμενική¹⁷¹ ή υποκειμενική¹⁷², σε κάθε δε περίπτωση πταισματική. Στην τιτλοποίηση, τα νομικά ελαττώματα θα συνίστανται κατά κανόνα στην ενεχυρίαση ή κατάσχεση των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται. Μάλιστα, στις περιπτώσεις αυτές, ο πωλητής των απαιτήσεων ευθύνεται, ακόμη και αν ο αγοραστής γνώριζε τα ελαττώματα. Τα μέρη, πάντως, μπορούν να

¹⁶⁸ Απ. Γεωργιάδης, Εγχειρίδιο Ειδικού Ενοχικού Δικαίου, §6, αρ. 7, 8, Α. Καραμπατζός εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 513, αρ. 32 επ., Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 278, 279.

¹⁶⁹ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §7, αρ.9, Π. Κορνηλάκης, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, Τόμος 1, §36, αρ. 2.

¹⁷⁰ Γ. Λέκκας, ό.π., αρ. 291· εν γένει για περιπτώσεις νομικών ελαττωμάτων στη σύμβαση πώλησης, βλ. αναλυτικά σε Κορνηλάκη, ό.π., §36, αρ. 4.

¹⁷¹ Με ανεστραμμένο, δηλαδή, το βάρος της απόδειξης· Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §7, αρ. 13-15.

¹⁷² Π. Κορνηλάκης, ό.π., §36, αρ. 10.

συμφωνήσουν διαφορετικά¹⁷³. Το βάρος της απόδειξης της ύπαρξης τυχόν νομικών ελαττωμάτων φέρει κατά την ΑΚ 517 η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού ως αγοράστρια. Η ευθύνη του πωλητή θα οδηγήσει, εδώ, στην εφαρμογή των γενικών διατάξεων για τις αμφοτεροβαρείς συμβάσεις στις οποίες παραπέμπει η ΑΚ 516. Έτσι, το SPV θα μπορεί να προβάλει την ένσταση του μη εκπληρωθέντος συναλλάγματος (ΑΚ 374), να υπαναχωρήσει από τη σύμβαση ή να ζητήσει αποζημίωση λόγω υπαίτιας αδυναμίας παροχής ή υπερημερίας της πωλήτριας εταιρείας.

Αντικειμενική, κατ' ΑΚ 537, είναι και η ευθύνη του μεταβιβάζοντος για τυχόν πραγματικά ελαττώματα ή έλλειψη συνομολογημένων ιδιοτήτων των απαιτήσεων¹⁷⁴. Πρόκειται για ευθύνη για μη εκπλήρωση ή πλημμελή εκπλήρωση της σύμβασης¹⁷⁵. Ως πραγματικό ελάττωμα στην τιτλοποίηση μπορεί να οριστεί μια ιδιότητα της μεταβιβαζόμενης απαίτησης, η οποία επιδρά αρνητικά και επί τα χείρω στην κατάστασή της ή/και στη δυνατότητα αξιοποίησής της, λαμβάνοντας υπόψιν τη συμφωνία των μερών¹⁷⁶. Ως συνομολογημένη δε, καλείται η ιδιότητα της απαίτησης στην οποία απέβλεψαν τα μέρη και η οποία, κατά τις αντιλήψεις των συναλλαγών, επιδρά στην αξία και στη χρησιμότητά της¹⁷⁷.

Κρίσιμη, κατ' αρχάς, είναι η ποιοτική απόκλιση των απαιτήσεων, οι οποίες στην τιτλοποίηση αποτελούν το αντικείμενο της πώλησης, από τα οριζόμενα στη σύμβαση (υποκειμενικό κριτήριο προσδιορισμού του ελαττώματος)¹⁷⁸. Ποιοτική απόκλιση θα υφίσταται λ.χ., όταν οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται δεν εξασφαλίζονται με εμπράγματη ασφάλεια ή εξασφαλίζονται, αλλά η τάξη αυτής δεν είναι η συμφωνηθείσα. Αν, όμως, δεν καθίσταται δυνατή η ανεύρεση της βούλησης των μερών στη σύμβαση, τότε το κέντρο βάρους μετατοπίζεται στην συνήθη κατάσταση και χρήση του αντικειμένου της πώλησης, σύμφωνα με τις αντιλήψεις των συναλλαγών (αντικειμενικό κριτήριο). Εν προκειμένω, δηλαδή, θα πρέπει οι απαιτήσεις να μπορούν να προκαλέσουν τις κατάλληλες ροές πληρωμών που θα αξιοποιηθούν για την αποπληρωμή των αξιώσεων των ομολογιούχων, λαμβανομένων υπόψιν των συμφωνιών των μερών και ιδίως των κινδύνων που αναλαμβάνονται. Αυτή η κρατούσα στη θεωρία υποκειμενική-αντικειμενική θεώρηση αντικατοπτρίζεται και στην ΑΚ 535, η οποία προβλέπει ενδεικτικά κριτήρια έλλειψης ανταπόκρισης του αντικειμένου της πώλησης στη σύμβαση.

Η αντιμετώπιση της ευθύνης στην περίπτωση του πραγματικού ελαττώματος και την έλλειψη συνομολογημένης ιδιότητας είναι επί της αρχής κοινή. Ο αγοραστής έχει τα δικαιώματα των ΑΚ 540 επ.· μπορεί, δηλαδή, να αξιώσει την αντικατάσταση των απαιτήσεων με άλλες που πληρούν τους όρους της σύμβασης, να υπαναχωρήσει από τη σύμβαση, να επιδιώξει τη μείωση του τιμήματος¹⁷⁹. Ο αγοραστής, δηλαδή εδώ το SPV, έχει εκλεκτικό δικαίωμα επιλογής μεταξύ των ανωτέρων δικαιωμάτων που τελούν σε συρροή. Σε δύο περιπτώσεις, όμως, κατά την ΑΚ 543 επέρχεται επίταση της ευθύνης της χρηματοδοτούμενης οντότητας και το SPV αποκτά δικαίωμα

¹⁷³ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §7, αρ. 19, Π. Κορνηλάκης, ό.π., §36, αρ. 1.

¹⁷⁴ Όπως αυτή διαμορφώθηκε μετά την αναθεώρηση του δικαίου της πώλησης με τον ν. 3043/2002. Ο Κορνηλάκης, ό.π., §39, αρ. 2, 3 εντοπίζει την τελολογία της ρύθμισης στην ανάγκη ασφάλειας και ταχύτητας των συναλλαγών, ιδιαίτερα σε περίπτωση αλυσίδας συμβατικών σχέσεων.

¹⁷⁵ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §10, αρ. 11.

¹⁷⁶ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §10, αρ. 18, Κορνηλάκης, ό.π., §40, αρ. 1.

¹⁷⁷ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §10, αρ. 36.

¹⁷⁸ Βλ. Γ. Λέκκα, ό.π., σελ. 174 επ. για περιπτώσιολογία πραγματικών ελαττωμάτων των απαιτήσεων.

¹⁷⁹ Δικαίωμα διόρθωσης, φυσικά, δεν υφίσταται, καθώς αυτό προσιδιάζει σε πράγμα και όχι σε δικαίωμα ή απαίτηση.

αποζημίωσης λόγω μη εκτέλεσης της σύμβασης. Η πρώτη είναι η έλλειψη συνομολογημένης ιδιότητας της απαίτησης και η δεύτερη η ύπαρξη πραγματικού ελαττώματος, μόνο όμως αν στην περίπτωση αυτή βαρύνει τον αγοραστή πταίσμα. Στην περίπτωση, δηλαδή, της έλλειψης συνομολογημένης ιδιότητας, η γέννηση δικαιώματος αποζημίωσης του αγοραστή είναι ανεξάρτητη τυχόν υπαιτιότητας του πωλητή. Το δικαίωμα αποζημίωσης, το οποίο καλύπτει τόσο τη θετική ζημία όσο και το διαφυγόν κέρδος, μπορεί να ασκηθεί αντί των δικαιωμάτων της ΑΚ 540 ή συνδυαστικά με αυτά. Στην τελευταία αυτή περίπτωση, η αποζημίωση αφορά τη ζημία η οποία δεν καλύπτεται από την άσκησή τους. Πάντως, κατά την ΑΚ 537, ευθύνη της πωλήτριας δεν υφίσταται, αν κατά το χρόνο σύναψης της σύμβασης, το SPV γνώριζε το ελάττωμα ή την έλλειψη των συνομολογημένων ιδιοτήτων· απαιτείται, όμως, θετική γνώση αυτών¹⁸⁰.

Δυσχερώς διαγνώσιμο είναι το ζήτημα του χαρακτηρισμού τυχόν ποσοτικής ανεπάρκειας των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων (minus). Υποστηρίζεται πως αν η έλλειψη κρίνεται ποσοτικά μεγάλη βάσει των συμβατικά συμφωνηθέντων, τόσο θα πρόκειται για πραγματικό ελάττωμα των απαιτήσεων. Επιχείρημα υπέρ της θέσης αυτής αντλείται από την τυπολογία της ΑΚ 535, ιδίως τις περιπτώσεις α' και β' που αποτελούν εκδήλωση της καλούμενης υποκειμενικής ερμηνείας. Συνεπώς, αν μεταβιβάζονται στο SPV απαιτήσεις αξίας αρκετά χαμηλότερης σε σχέση με τα συμφωνηθέντα (λ.χ απαιτήσεις ύψους εκατό χιλιάδων ευρώ, ενώ είχε συμφωνηθεί η μεταβίβαση απαιτήσεων αξίας δέκα εκατομμυρίων), η ποσοτική απόκλιση θα ματαιώνει τον σκοπό της σύμβασης, δηλαδή εν προκειμένω την τιτλοποίηση και θα συνιστά πραγματικό ελάττωμα, θα επισύρει δε την εφαρμογή των άρθρων 540 επ. ΑΚ. Από την άλλη πλευρά, αν η απόκλιση δεν είναι ποσοτικά μεγάλη, κυρίως, όμως, αν δεν ματαιώνει τον σκοπό της σύμβασης, θα πρόκειται για μερική μη εκπλήρωση της παροχής. Εφαρμογή, δε, θα έχουν εδώ οι διατάξεις του γενικού ενοχικού δικαίου για τις αμφοτεροβαρείς συμβάσεις¹⁸¹. Τελικώς, κρίσιμο ζήτημα συνιστά η σημασία του ελαττώματος. Η θέση αυτή είναι εύλογη, καθώς διαχωρίζει αξιολογικά περιπτώσεις ποσοτικών ελαττωμάτων, ανάλογα με την επίδραση που έχουν στη σύμβαση της πώλησης.

Έτερο ζήτημα που παρουσιάζει δυσκολίες συνιστά η περίπτωση της λεγόμενης διαφορετικής παροχής (aliud), όταν, δηλαδή, ο πωλητής μεταβιβάζει απαιτήσεις διαφορετικές από εκείνες που αποτέλεσαν αντικείμενο της σύμβασης. Κρίσιμος εν προκειμένω είναι ο καταμερισμός των απαιτήσεων σε κατηγορίες, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν. Έτσι, υπάρχουν απαιτήσεις κατά καταναλωτών και απαιτήσεις κατά επιχειρήσεων, απαιτήσεις ληξιπρόθεσμες και μη, απαιτήσεις που εξασφαλίζονται με εμπράγματα ασφάλεια, απαιτήσεις με προσωπική ασφάλεια και απαιτήσεις ανασφάλιστες. Σε περίπτωση πώλησης γένους απαιτήσεων, η μεταβίβαση από την πωλήτρια επιχείρηση απαιτήσεων άλλης κατηγορίας θα συνιστά περίπτωση aliud και κατά συνέπεια θα πρόκειται για μη εκπλήρωση της παροχής, οπότε εφαρμογή θα έχουν οι διατάξεις του γενικού ενοχικού δικαίου¹⁸². Από την άλλη πλευρά, σε περίπτωση πώλησης απαιτήσεων κατά είδος ορισμένων, η μεταβίβαση απαιτήσεων της ίδιας κατηγορίας αλλά με διαφορετικά χαρακτηριστικά θα συνιστά πλημμελή εκπλήρωση λόγω έλλειψης συνομολογημένων ιδιοτήτων, οπότε εφαρμογή θα έχουν οι ΑΚ 540 επ. Υποστηρίζεται, πάντως, πως εν όψει της ευρείας διατύπωσης της έννοιας της «μη ανταπόκρισης του πράγματος στη

¹⁸⁰ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §10, αρ. 58.

¹⁸¹ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 280, 281.

¹⁸² Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 282.

σύμβαση» κατά την ΑΚ 535, είναι δυνατόν και η περίπτωση του *aliud* να θεωρηθεί πραγματικό ελάττωμα, το οποίο δημιουργεί ευθύνη του πωλητή κατά τις ΑΚ 540επ¹⁸³.

Το άρθρο 10 § 11 επιτρέπει συμφωνία για πίστωση ή αναπροσαρμογή του τιμήματος της πώλησης, καθώς και για υπαναχώρηση από αυτήν, τόσο βάσει τυχόν συμφωνίας των μερών (συμβατική υπαναχώρηση), όσο και βάσει των προβλέψεων του Αστικού Κώδικα (νόμιμη υπαναχώρηση). Καθίσταται, πάντως, κατανοητικό πως τόσο οι περιπτώσεις αυτές, όσο και τα ως άνω εκτεθέντα ζητήματα παθολογίας της ενοχής διαταράσσουν τη διαδικασία, προκαλώντας κινδύνους για τα συμφέροντα των τιτλούχων επενδυτών.

VIII. Η μη εφαρμογή των συνεπειών της ύποπτης περιόδου

Εκδήλωση της αρχής του νομικού και οικονομικού αποχωρισμού των απαιτήσεων στην τιτλοποίηση, συνάμα δε σημαντική απόκλιση από τις διατάξεις του πτωχευτικού δικαίου, συνιστά η ρύθμιση της παραγράφου 19 του άρθρου 10 ν. 3156/2003, η οποία προβλέπει πως από την καταχώριση της μεταβιβαστικής συμφωνίας στο Δημόσιο Βιβλίο, δεν θίγεται το κύρος της πώλησης και μεταβίβασης των απαιτήσεων από την επιβολή οποιουδήποτε συλλογικού μέτρου ικανοποίησης των πιστωτών που απαγορεύει ή περιορίζει την εξουσία διάθεσης οποιουδήποτε μέρους της διαδικασίας (πτωχευτική απαλλοτρίωση). Δεν θίγεται, ακόμη, το κύρος της μεταβίβασης παρεπόμενων των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων δικαιωμάτων (λ.χ. εμπράγματων ασφαλειών), καθώς και του επ' αυτών συσταθέντος νόμιμου ενεχύρου. Η ρύθμιση αφορά ακόμη και τις μελλοντικές απαιτήσεις που τυχόν τιτλοποιούνται, έστω, δηλαδή, και αν η γέννησή τους έπεται της επιβολής του συλλογικού μέτρου. Σκοπός της διάταξης είναι η διασφάλιση της ομάδας των απαιτήσεων από τυχόν υπαγωγή της μεταβιβαζουσας σε συλλογική διαδικασία και κατ' επέκταση η προστασία των χρηματοδοτών της τιτλοποίησης.

Η πρόβλεψη της παρ. 19 αφορά κυρίως την πτώχευση, αλλά και οποιαδήποτε άλλη συλλογική διαδικασία, όπως η ειδική εκκαθάριση πιστωτικού ιδρύματος ή ασφαλιστικής εταιρείας. Σημαντική εν προκειμένω παρίσταται η μη εφαρμογή των διατάξεων για την πτωχευτική ανάκληση. Ως τέτοια νοείται ο θεσμός του πτωχευτικού δικαίου με τον οποίο ο σύνδικος προβαίνει, υποχρεωτικά ή δυνητικά, σε ανάκτηση περιουσιακών στοιχείων που εξήλθαν της πτωχευτικής περιουσίας κατά τη διάρκεια της καλούμενη ύποπτης περιόδου που προηγείται της κήρυξης της εταιρείας σε πτώχευση, χωρίς να έπρεπε κατά νομοθετική κρίση να έχει αυτό συμβεί¹⁸⁴. Η ύποπτη περίοδος είναι το χρονικό διάστημα μεταξύ της επέλευσης της παύσης πληρωμών μιας εταιρείας και την κήρυξης αυτής σε πτώχευση.

Το ζήτημα έχει μεγάλη σημασία στην τιτλοποίηση, καθώς, ελλείψει ειδικής ρύθμισης, θα τίθεντο σε κίνδυνο τα συμφέροντα των τιτλούχων επενδυτών· ο σύνδικος δύναται να προβεί σε πτωχευτική ανάκληση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 118

¹⁸³ Απ. Γεωργιάδης, ό.π., §10, αρ. 33, βλ. και Καραμπατζό εις ΣΕΑΚ, Άρθρο 435, αρ. 28.

¹⁸⁴ Ε. Περάκης, Πτωχευτικό Δίκαιο, §40, σελ. 299 επ.

ν.4738/2020 (πράξεις δυνητικής ανάκλησης).¹⁸⁵ Η πώληση των απαιτήσεων, ως αμφοτεροβαρής πράξη, θα ανακληθεί από τον σύνδικο, όταν ο τελευταίος, με επιχειρηματική κρίση, κρίνει την ανάκληση ως επωφελή για τους πτωχευτικούς πιστωτές. Δυνατότητα πτωχευτικής ανάκλησης υφίσταται μόνο μέχρι την δημοσιοποίηση της μεταβιβαστικής συμφωνίας.¹⁸⁶ Υποστηρίζεται, ωστόσο, πως για να αποκλειστεί η ανάκληση, αρκεί να έχει καταρτιστεί η σύμβαση εκχώρησης των απαιτήσεων πριν την κήρυξη της πτώχευσης, έστω και αν η δημοσιοποίηση λάβει χώρα μετά την επιβολή του συλλογικού μέτρου.¹⁸⁷ Με άλλα λόγια, πως η δημοσιοποίηση της μεταβιβαστικής συμφωνίας έχει, ως προς την πτωχευτική ανάκληση, αναδρομικά αποτελέσματα, ανατρέχοντας στον χρόνο κατάρτισης της σύμβασης εκχώρησης. Η άποψη αυτή, όμως, διευρύνει υπέρμετρα το πεδίο εφαρμογής της διάταξης, η οποία έχει εξαιρετικό χαρακτήρα και δεν συνάδει με την ασφάλεια δικαίου. Εξάλλου, τα ευεργετικά αποτελέσματα της τιτλοποίησης δεν επέρχονται με την σύναψη της εκχώρησης, αλλά με την ολοκλήρωση των διατυπώσεων δημοσιότητας.

Σε κάθε περίπτωση, γίνεται ορθώς δεκτό προς αποφυγή καταστρατηγήσεων πως η διάταξη της παραγράφου 19 μπορεί να εφαρμοστεί μόνο αν η πώληση των απαιτήσεων είναι πραγματική και οριστική.¹⁸⁸ Έτσι, στην περίπτωση τυχόν καταπιστευτικής εκχώρησης των απαιτήσεων, οι συνέπειες της ύποπτης περιόδου επί πτώχευσης της μεταβιβάζουσας θα επέλθουν κανονικά. Η ευρεία χρήση του όρου ασφάλεια από τον νόμο (άρθρο 117 περ. δ' ν.4738/2020) συνηγορεί υπέρ της άποψης πως η ανάκληση των καταπιστευτικώς εκχωρηθεισών απαιτήσεων είναι υποχρεωτική για τον σύνδικο.¹⁸⁹ Για το λόγο αυτό, η μεταβίβαση των απαιτήσεων θα πρέπει να είναι γνήσια, ώστε να μην συμπεριληφθούν στην πτωχευτική περιουσία της μεταβιβάζουσας εταιρείας.

Σημειώνεται, πάντως, πως καίτοι η πρακτική σημασία της διάταξης είναι μεγάλη, έχουν διατυπωθεί επιφυλάξεις τόσο για τη συνταγματικότητά της, ιδίως λόγω της υπέρτερης θέσης που επιφυλάσσει για τα μέρη της τιτλοποίησης σε σχέση προς τους κοινούς δανειστές του μεταβιβάζοντος, όσο δε και για την αναγκαιότητά της.¹⁹⁰ Σε αυτά τα πλαίσια, θα μπορούσε να τεθεί ένα περιορισμός σε σχέση με τον χωρίς όρια αποκλεισμό των συνεπειών της ύποπτης περιόδου, ώστε να μην καταλαμβάνει τυχόν καταδολιευτικές πράξεις του μεταβιβάζοντος.

¹⁸⁵ Διενέργεια της αμφοτεροβαρούς πράξεως εντός της ύποπτης περιόδου, γνώση ή υπαίτια άγνοια του ζημιόγνου χαρακτήρα της πράξης για την ομάδα των πιστωτών και κρίση του συνδίκου για την σκοπιμότητα της ανάκλησης.

¹⁸⁶ Θ. Κουλουριάνος, ό.π., σελ. 187.

¹⁸⁷ Γ. Λέκκας, ό.π., §6, αρ. 324 επ.

¹⁸⁸ Ι. Βενιέρης, ό.π., §20, σελ. 245, 246.

¹⁸⁹ Σπ. Ψυχομάνης, Πτωχευτικό Δίκαιο, αρ. 1259, Ε. Περάκης, ό.π., §40, σελ. 316, αντιθ. Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, §31, αρ. 58.

¹⁹⁰ Ι. Βενιέρης, ό.π., §57, σελ. 584 επ. Ο συγγραφές μιλά για καθιέρωση περιβάλλοντος υπερπροστατευτισμού για τους δανειστές της διαδικασίας, αναφέροντας πως αρκεί η γνήσια και οριστική μεταβίβαση των απαιτήσεων και η αυτοτέλεια της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού για τη διασφάλιση των απαιτήσεων σε περίπτωση πτώχευσης του μεταβιβάζοντος. Τα παραπάνω, όμως, συνιστούν, μεταξύ άλλων, προϋποθέσεις αναγκαιές, αλλά όχι ικανές για να αποτρέψουν την πτωχευτική ανάκληση. Άλλωστε, η παράκαμψη των διατάξεων του πτωχευτικού δικαίου με συμφωνίες των μερών που αποτρέπουν την πτώχευση της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού δεν μπορεί να γίνει δεκτή, καθώς πρόκειται για διατάξεις δημόσιας τάξης που αφορούν και τρίτα μέρη (λ.χ. εκτός τιτλοποίησης πιστωτές τους μεταβιβάζοντος) και την οικονομία εν γένει, βλ. και Κουλουριάνο, ό.π., σελ. 185.

IX. Το νόμιμο ενέχυρο

Βασική εξασφάλιση των ομολογιούχων δανειστών, αλλά και των λοιπών πιστοδοτών της διαδικασίας αποτελεί η υπέρ αυτών σύσταση του νόμιμου ενέχυρου επί των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων, όπως αυτή προβλέπεται στην παράγραφο 18 του άρθρου 10. Από τη συνδυαστική ερμηνεία των άρθρων 1211, 1247, 1248 του Αστικού Κώδικα προκύπτει πως ως ενέχυρο απαίτησης νοείται το περιορισμένο εμπράγματο δικαίωμα που συστήνεται επί μίας απαίτησης του οφειλέτη προς εξασφάλιση της έναντι αυτού απαίτησης του δανειστή του. Με τη σύσταση του ενέχυρου, ο ενεχυρούχος δανειστής αποκτά ορισμένες περιουσιακής φύσεως εξουσίες επί της απαίτησης που συνίστανται κατά κανόνα στην προνομακή είσπραξή της.

Οποιαδήποτε χρηματική ή χρηματικώς αποτιμητή απαίτηση δύναται να ενεχυραστεί, ανεξαρτήτως αν είναι ληξιπρόθεσμη ή αν τελεί υπό αίρεση ή προθεσμία. Αντικείμενο ενεχυρίασης μπορούν να αποτελέσουν και μελλοντικές απαιτήσεις, τόσο εν ευρεία έννοια, όσο και εν στενή¹⁹¹. Η απαίτηση, πάντως, πρέπει να είναι μεταβιβάσιμη (ΑΚ 1247 εδ. β')· εξαιρούνται, λοιπόν, από την ενεχυρίαση οι ανεκχώρητες απαιτήσεις των άρθρων 464-465 ΑΚ.

Ο Αστικός Κώδικας ακολουθεί για την ενεχύραση απαιτήσεων το σύστημα που ακολουθεί και για την εκχώρηση. Έτσι, για την ολοκλήρωση της ενεχύρασης απαιτείται αναγγελία αυτής στον οφειλέτη της ενεχυραζόμενης απαίτησης (ΑΚ 1248)¹⁹². Παράλληλα, όμως, προβλέπεται στον ν. 2844/2000 ένα πρόσθετο, προαιρετικό σύστημα δημοσιότητας των επιχειρηματικών απαιτήσεων σε δημόσιο βιβλίο. Με τον τρόπο αυτό επιδιώκεται η ασφάλεια των συναλλαγών και η αντιμετώπιση ζητημάτων σύγκρουσης μεταξύ περισσότερων εξασφαλιστικών συμβάσεων βάσει της αρχής της χρονικής προτεραιότητας.

Ενέχυρο είναι δυνατόν να συσταθεί και αυτοδικαίως εκ του νόμου, σε περιπτώσεις που ο νομοθέτης αξιολογεί ως υπέρτερη την προνομακή είσπραξη ορισμένων κατηγοριών απαιτήσεων¹⁹³. Σύμφωνα με την ΑΚ 1246, στο ενέχυρο που προβλέπεται από διάταξη νόμου (λ.χ. ΑΚ 604, 838) εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του συμβατικού ενέχυρου. Εννοείται πως ενεχυρική σύμβαση δεν απαιτείται, καθώς το ενέχυρο συνίσταται αυτοδικαίως, όταν συντρέξουν οι προϋποθέσεις του νόμου. Για τον λόγο αυτό, άλλωστε, γίνεται δεκτό πως δεν απαιτείται αναγγελία στον οφειλέτη, ούτε καταχώριση στο βιβλίο του ν. 2844/2000¹⁹⁴.

Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, το νόμιμο ενέχυρο επί των τιτλοποιημένων απαιτήσεων συνιστά βασική εξασφάλιση των τιτλούχων δανειστών. Κατ' άλλη διατύπωση, το νόμιμο ενέχυρο εντάσσεται σε εκείνους τους μηχανισμούς της τιτλοποίησης (αποκλειστικότητα του σκοπού του SPV, γνήσια πώληση των απαιτήσεων) που αποσκοπούν να διασφαλίσουν ότι οι απαιτήσεις που τιτλοποιούνται θα αξιοποιηθούν αποκλειστικά ή, πάντως, πρωτίστως για την ικανοποίηση των επενδυτών. Το ενέχυρο υφίσταται από την καταχώριση της μεταβιβαστικής συμφωνίας στο δημόσιο βιβλίο και βαρύνει το σύνολο των απαιτήσεων. Αν εκχωρηθούν περαιτέρω απαιτήσεις στο SPV, το ενέχυρο καταλαμβάνει και αυτές¹⁹⁵. Σύμφωνα, άλλωστε, με την παράγραφο 12 του

¹⁹¹ Απ. Γεωργιάδης, Εγχειρίδιο Εμπράγματος Δικαίου, §90, αρ. 42.

¹⁹² Για την έννοια της αναγγελίας βλ. στο σχετικό κεφάλαιο ανωτέρω.

¹⁹³ Απ. Γεωργιάδης, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, §26, αρ. 33 επ.

¹⁹⁴ Γ. Λέκκας, ό.π., §7, αρ. 361.

¹⁹⁵ Γ. Λέκκας, ό.π., §7, αρ. 347.

Άρθρου 10, δεν επιτρέπεται η σύσταση περαιτέρω ενεχύρου ή άλλου βάρους επί των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, καθώς κάτι τέτοιο θα είχε δυσμενείς συνέπειες στην πιστοληπτική ικανότητα της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού¹⁹⁶. Το νόμιμο ενέχυρο καταλαμβάνει και τις απαιτήσεις των πιστοδοτών της διαδικασίας, η δε σειρά της ικανοποίησης των ενεχυρούχων δανειστών, πλην βέβαια, των ομολογιούχων, αποτελεί αντικείμενο συμβατικού καθορισμού (παρ. 17 άρθρου 10). Κατά το εδ. β' της παρ. 18 και ελλείψει αντίθετης συμφωνίας των μερών, οι απαιτήσεις επί των οποίων συστήνεται το νόμιμο ενέχυρο ικανοποιούνται πριν από τις απαιτήσεις της ΚΠολΔ 975.

Η πρόβλεψη της παραγράφου 15 του ίδιου ανωτέρω άρθρου περί σύστασης νόμιμου ενεχύρου και επί των έντοκων καταθέσεων (ακριβέστερα: επί της απαίτησης έναντι του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο τηρούνται) που συντίθενται από το προϊόν των απαιτήσεων συνιστά λογική συνέπεια του συστήματος της τιτλοποίησης. Ο διαχειριστής αναλαμβάνει την εξυπηρέτηση των απαιτήσεων προς όφελος των πιστωτών, η δε προνομιακή ικανοποίησή τους είναι εύλογο να καταλαμβάνει και τα ποσά που απορρέουν από την είσπραξή τους. Η προστασία, μάλιστα, των τιτλούχων συνοδεύεται και από προβλέψεις που διαφυλάσσουν την τραπεζική κατάθεση από νομικές ενέργειες που δύνανται να επηρεάσουν το ύψος της, καθιστώντας την αναπαλλοτρίωτη¹⁹⁷. Η κατάθεση αποτελεί περιουσία χωριστή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο αυτή τηρείται. Έτσι, τα κατατεθειμένα κεφάλαια δεν υπόκεινται σε συμψηφισμό, κατάσχεση ή άλλου είδους δέσμευση από τον διαχειριστή ή τους δανειστές του, ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του.

Το νόμιμο ενέχυρο καταλαμβάνει τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις στην κατάσταση στην οποία βρίσκονται κατά την καταχώριση της μεταβιβαστικής συμφωνίας¹⁹⁸. Αυτό συνεπάγεται την ενεχυρίαση και των παρεπόμενων της απαίτησης δικαιωμάτων κατ' άρθρο 458 ΑΚ, λαμβάνοντας υπόψιν την έλλειψη αυθυπαρξίας τους. Υποστηρίζεται, ωστόσο, πως το ενέχυρο δεν εκτείνεται στα «άλλα δικαιώματα» κατά την έννοια της παραγράφου 6, εδ. γ', δηλαδή στα δικαιώματα που συνδέονται με την απαίτηση και μπορούν να μεταβιβαστούν μαζί με αυτήν, παρουσιάζουν, όμως, νομική αυτοτέλεια (λ.χ. δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας)¹⁹⁹.

X. Το ενωσιακό πλαίσιο που διέπει τις τιτλοποιήσεις

Στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 αλλά και εν όψει των ενοποιητικών προσπαθειών των κεφαλαιαγορών στα κράτη-μέλη, τέθηκε σε ενωσιακό επίπεδο το ζήτημα της καθιέρωσης ενός πλαισίου κανόνων που θα διέπει τη διενέργεια των τιτλοποιήσεων εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σκοπός της νομοθετικής πρωτοβουλίας είναι η ενίσχυση της ασφάλειας των συναλλαγών τιτλοποίησης, μέσω της καθιέρωσης ενός απλού, διαφανούς και τυποποιημένου πλαισίου που διέπει τη διαδικασία. Αποτέλεσμα των νομοθετικών προσπαθειών υπήρξε ο Κανονισμός 2017/2402, ο οποίος τέθηκε σε εφαρμογή την 1^η Ιανουαρίου 2019 και ισχύει σήμερα,

¹⁹⁶ Γ. Λέκκας, ό.π., §7, αρ. 349.

¹⁹⁷ Γ. Λέκκας, ό.π., §7, αρ. 377.

¹⁹⁸ Γ. Λέκκας, ό.π., §7, αρ. 349 επ.

¹⁹⁹ Γ. Λέκκας, ό.π., §7, αρ. 351.

μετά την τροποποίησή του από τον Κανονισμό 2021/557. Εκ του περισσού επισημαίνεται πως ως Κανονισμός είναι αμέσου εφαρμογής σε όλα τα κράτη-μέλη της Ε.Ε.

Ο Κανονισμός, όπως προκύπτει ήδη εκ του προοιμίου του, αντιλαμβάνεται την τιτλοποίηση ως βασικό πυλώνα της οικονομίας της αγοράς. Μια εύρυθμη λειτουργία αυτής μπορεί να αποτελέσει εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και μέσο ευρύτερης διασποράς του κινδύνου στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ε.Ε. Εντοπίζονται, εξάλλου, οι ευνοϊκές λογιστικές και χρηματοοικονομικές συνέπειες της τιτλοποίησης για τους μετέχοντες σε αυτήν, με όφελος τελικά για την ευρύτερη οικονομία, καθώς καθίσταται δυνατή η εξεύρεση κεφαλαίων προς δανεισμό σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Αναγνωρίζονται, ωστόσο, και οι κίνδυνοι που συνέχονται με την μορφή αυτή χρηματοδότησης, ιδίως στην περίπτωση επανατιτλοποιήσεων, δηλαδή στην τιτλοποίηση ήδη τιτλοποιημένων απαιτήσεων.

Ο Κανονισμός εκκινεί από την θέση στην οποία στηρίζεται και ο νόμος 3156/2003²⁰⁰, αναγνωρίζοντας πως η επένδυση σε θέσεις τιτλοποίησης δεν είναι κατάλληλη για ιδιώτες επενδυτές. Προβλέπεται, ωστόσο, στο άρθρο 3 του Κανονισμού πως, εφόσον διενεργηθεί έλεγχος καταλληλότητας (*suitability test*) σύμφωνα με το άρθρο 25 παρ. 2 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (*MiFID II*)²⁰¹, ο πωλητής της θέσης πειστεί για την καταλληλότητα του υποψήφιου επενδυτή και τηρηθούν οι λοιπές προβλεπόμενες προϋποθέσεις, είναι δυνατόν να μετέχει ως επενδυτής σε διαδικασία τιτλοποίησης και ιδιότης.

Στα πλαίσια ενίσχυσης της ασφάλειας της διαδικασίας, προβλέπονται στο άρθρο 5 αυξημένες απαιτήσεις επιμέλειας για τους θεσμικούς επενδυτές που επιθυμούν να μετάσχουν σε τιτλοποίηση. Οι απαιτήσεις αυτές αφορούν στον έλεγχο τον οποίο υποχρεούνται να διενεργήσουν οι επενδυτές και ο οποίος αφορά τόσο στα μέρη της διαδικασίας, ιδίως δε στη μεταβιβάζουσα οντότητα, όσο και στα κατ' ίδιαν χαρακτηριστικά της συναλλαγής. Στόχευση της ρύθμισης συνιστά η επαρκής και έγκυρη πληροφόρηση του επενδυτή ως προς παράγοντες κινδύνου, προκειμένου αυτός να λάβει ενημερωμένα απόφαση για τη συμμετοχή του στην τιτλοποίηση.

Κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 είχε διαφανεί πως ορισμένα προϊόντα τιτλοποίησης δημιουργούνταν αποκλειστικά για διάθεση σε επενδυτές («originate to distribute»), ενδεχομένως δε και την περαιτέρω επανατιτλοποίηση τους. Ο ενωσιακός νομοθέτης αναγνωρίζει τους εδώ δημιουργούμενους κινδύνους και την ανάγκη διατήρησης μιας ισορροπίας μεταξύ των συμφερόντων της μεταβιβάζουσας οντότητας και των επενδυτών²⁰². Προβλέπει, έτσι, στο άρθρο 6 υποχρέωση διατήρησης κινδύνου η οποία βαρύνει πρωτίστως την πωλήτρια εταιρεία και η οποία πρέπει να διατηρεί καθαρό οικονομικό συμφέρον στη συναλλαγή που δεν θα υπολείπεται του 5 %. Το συμφέρον αυτό²⁰³ αξιολογείται κατά την μεταβίβαση των απαιτήσεων και σε συνάρτηση

²⁰⁰ Υπενθυμίζεται πως ο νόμος 3156/2003 προβλέπει την διάθεση των ομολογιών μόνο μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, αποκλείοντας τη δημόσια προσφορά στο κοινό.

²⁰¹ Όπως ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το Άρθρο 25 παρ. 2 ν. 4514/2018, βλ. αναλυτικά Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, αρ. 313 επ.

²⁰² Αιτιολογική σκέψη (10).

²⁰³ Κατά την παρ. 3, ως σημαντικό οικονομικό συμφέρον νοούνται οι ακόλουθες περιπτώσεις:

με την ονομαστική αξία των εκτός ισολογισμού στοιχείων της μεταβιβάζουσας²⁰⁴. Η υποχρέωση διατήρησης κινδύνου διέπει και τις τιτλοποιήσεις που διενήργησαν και διενεργούν τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα στα πλαίσια των προγραμμάτων παροχής εγγυήσεων του Ελληνικού Δημοσίου²⁰⁵.

Συναφώς, για την αποφυγή του φαινομένου «δημιουργίας και διανομής δανείων» για το οποίο έγινε λόγος αμέσως ανωτέρω, προβλέπεται η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων να εφαρμόζουν κατά τη χορήγηση ανοιγμάτων που πρόκειται να τιτλοποιηθούν, τα ίδια κριτήρια που εφαρμόζουν για τη χορήγηση πιστώσεων που δεν πρόκειται να τιτλοποιηθούν. Διαθέτουν, ακόμη, κατάλληλα συστήματα, ώστε να διασφαλίζεται η παροχή της πίστωσης κατόπιν ενδεδειγμένης αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του υποψήφιου πιστούχου. Σκοπός της ρύθμισης είναι, ακριβώς, η αποτροπή παροχής επισφαλών πιστώσεων από πιστωτικά ιδρύματα, με μοναδικό γνώμονα τη μεταγενέστερη πώλησή τους και άρα, την μετακύλιση του κινδύνου που συνδέεται με αυτές²⁰⁶.

Σε ό,τι αφορά την περίπτωση των επανατιτλοποιήσεων, ο Κανονισμός, αναγνωρίζοντας τους κινδύνους που συνέχονται με τη χρήση τους και την έλλειψη διαφάνειας, θεσπίζει στο Άρθρο 8 την απαγόρευσή τους. Προβλέπει, εντούτοις, δύο τύπους εξαιρέσεων. Η πρώτη είναι χρονικής φύσεως και αφορά το μεταβατικό δίκαιο για τις επανατιτλοποιήσεις που έλαβαν χώρα πριν την έναρξη ισχύος του Κανονισμού (1/1/2019) και οι οποίες δεν καταλαμβάνονται από την απαγόρευση. Η ετέρα εξαίρεση είναι ποιοτική και περιλαμβάνει τις περιπτώσεις τιτλοποιήσεων για θεμιτούς σκοπούς, όπως αυτοί ορίζονται στην παρ. 3 του άρθρου. Οι σκοποί μιας

α)η διατήρηση ποσοστού τουλάχιστον 5 % της ονομαστικής αξίας καθενός από τα τμήματα τιτλοποίησης που έχουν πωληθεί ή μεταβιβαστεί σε επενδυτές·

β)στην περίπτωση των ανακυκλούμενων τιτλοποιήσεων ή τιτλοποιήσεων ανακυκλούμενων ανοιγμάτων, η διατήρηση του συμφέροντος της μεταβιβάζουσας οντότητας σε ποσοστό τουλάχιστον 5 % της ονομαστικής αξίας καθενός από τα τιτλοποιημένα ανοίγματα·

γ)η διατήρηση τυχαίως επιλεγμένων ανοιγμάτων, ισοδύναμων προς ποσοστό τουλάχιστον 5 % της ονομαστικής αξίας των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων, εφόσον τα εν λόγω μη τιτλοποιημένα ανοίγματα θα είχαν ειδήλως τιτλοποιηθεί κατά τη διαδικασία τιτλοποίησης, υπό την προϋπόθεση ότι ο αριθμός των ενδεχόμενων τιτλοποιημένων ανοιγμάτων δεν είναι μικρότερος των 100 κατά τη δημιουργία τους·

δ)η διατήρηση του τμήματος πρωτεύουσας ζημίας και, όταν η εν λόγω διατήρηση δεν ανέρχεται στο 5 % της ονομαστικής αξίας των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων, εφόσον απαιτείται, άλλων τμημάτων που έχουν το ίδιο ή δυσμενέστερο προφίλ κινδύνου και δεν λήγουν νωρίτερα από τα τμήματα που μεταβιβάζονται ή πωλούνται στους επενδυτές, ούτως ώστε η διατήρηση να ισούται συνολικά με τουλάχιστον 5 % της ονομαστικής αξίας των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων· ή

ε)η διατήρηση μιας αρχικής έκθεσης ζημίας τουλάχιστον του 5 % κάθε τιτλοποιημένης ζημίας στην τιτλοποίηση.

²⁰⁴ Τα «εκτός ισολογισμού στοιχεία» μιας οντότητας μπορούν να συνίστανται σε ενδεχόμενα περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις, όπως παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ή εγγυητικές επιστολές, τα οποία μπορεί να εκθέσουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε πιστωτικούς ή άλλους κινδύνους που δεν αποτυπώνονται στον ισολογισμό τους, βλ. ιστοσελίδα της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των Η.Π.Α. (<https://www.federalreserve.gov/releases/efa/efa-project-off-balance-sheet-items.htm>).

²⁰⁵ Βλ. τις ανακοινώσεις των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων στο Μέρος Α' της παρούσης εργασίας.

²⁰⁶ Αιτιολογική σκέψη (28).

επανατιτλοποίησης κρίνονται ως θεμιτοί, όταν στοχεύουν στη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (περίπτωσης α' και β') και στην προστασία των επενδυτών (περίπτωση γ'). Απαιτείται, σε κάθε περίπτωση, άδεια της εκάστοτε αρμόδιας αρχής, σύμφωνα με το άρθρο 29. Το άρθρο 69 του ν. 4706/2020, ως εφαρμοστική του Κανονισμού διάταξη, προβλέπει ως αρμόδιες εγχώριες εποπτικές αρχές κατά περίπτωση την Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με τις διακρίσεις των παραγράφων 1 και 2 του εν λόγω άρθρου, ιδίως δε αν μετέχει στη διαδικασία πιστωτικό ίδρυμα.

Τα κράτη-μέλη οφείλουν, κατά την πρόβλεψη της παρ. 1 του άρθρου 30 του Κανονισμού, να παρέχουν και να διασφαλίζουν στις εκάστοτε αρμόδιες εποπτικές αρχές τις εξουσίες εκείνες που τους είναι αναγκαίες για την άσκηση των ερευνητικών και εποπτικών τους καθηκόντων και την τυχόν επιβολή κυρώσεων. Οι αρμόδιες αρχές εξετάζουν τακτικά τις ρυθμίσεις, τις διαδικασίες και τους μηχανισμούς που εφαρμόζουν όλες οι οντότητες που αναμειγνύονται στην τιτλοποίηση, προκειμένου να συμμορφωθούν στις απαιτήσεις που παρόντος Κανονισμού. Μεταξύ άλλων, η εποπτεία συνδέεται με την ανάγκη ορθού προσδιορισμού και διατήρησης σημαντικού οικονομικού συμφέροντος επί της γενόμενης τιτλοποίησης, καθώς και την αξιολόγηση των κινδύνων που αυτή συνεπάγεται (άρθρο 30, παρ. 2, 3).

Χαρακτηριστική είναι η πρόβλεψη του Κανονισμού για καθορισμό κριτηρίων που επιτρέπουν στην αγορά να συνάγει την ποιοτική διάσταση της τιτλοποίησης. Σύμφωνα με τα άρθρα 18 - 26 του Κανονισμού, τα εμπλεκόμενα στην διαδικασία μέρη (μεταβιβάζουσα οντότητα, ανάδοχος, SPV) μπορούν να χρησιμοποιούν στην τιτλοποίηση την οποία διενεργούν το ακρωνύμιο STS²⁰⁷, εφόσον τηρούν τις υποχρεώσεις που επιβάλλονται εκ του Κανονισμού και τηρήσουν τις διατυπώσεις δημοσιότητας προς την ESMA. Οι απαιτήσεις σχετικά με τον απλό, τυποποιημένο και διαφανή χαρακτήρα της τιτλοποίησης αποσκοπούν στη διασφάλιση της σταθερότητας και προβλεψιμότητας της διαδικασίας. Τονίζεται, ιδίως, η απαίτηση των άρθρων 20 και 24 για πραγματική πώληση και μεταβίβαση των απαιτήσεων, η οποία θα οδηγήσει σε νομικό αποχωρισμό αυτών από την μεταβιβάζουσα οντότητα.

²⁰⁷ Simple, Transparent, Standardised (μτφρ. Απλή, διαφανής, τυποποιημένη).

Συμπεράσματα

Η ύπαρξη ενός μηχανισμού που καθιστά ευχερή την αξιοποίηση στοιχείων ενεργητικού, ιδίως όταν αυτά παρουσιάζουν μαζικότητα, καθιστά αναμφίβολα την τιτλοποίηση απαιτήσεων προσφιλές εργαλείο χρηματοδότησης, ιδίως διότι μέσω αυτής αποφεύγεται η δημιουργία υποχρεώσεων και αποκτάται άμεσα ρευστότητα. Το χαρακτηριστικό της να επιτρέπει τη άντληση κεφαλαίων ακόμη και σε εταιρείες, οι οποίες τελούν σε κακή οικονομική κατάσταση, μπορεί να συμβάλει στην επιβίωση και ανάκαμψη τους στην αγορά.

Η τιτλοποίηση συνιστά, συνάμα, μια πολύπλοκη διαδικασία, με πληθώρα συμμετεχόντων και συμβατικών σχέσεων που αναπτύσσονται μεταξύ αυτών, η οποία απαιτεί τυποποίηση, σταθερότητα και προβλεψιμότητα προκειμένου να λειτουργήσει. Οι όροι της διαδικασίας θα πρέπει να έχουν συμφωνηθεί μεταξύ των μερών εκ των προτέρων και με ακρίβεια. Για τον λόγο αυτό προτάθηκε η αντιμετώπιση της σύμβασης εκχώρησης των απαιτήσεων ως αναιτιώδους, κατά το σύστημα του ΑΚ, ούτως ώστε, τυχόν ανατροπή αυτής λόγω ελαττωμάτων της σύμβασης πώλησης, να μην έχει αρνητικές επιπτώσεις στα συμφέροντα των ομολογιούχων. Διαφορετικά, μπορούν η μεταβιβάζουσα εταιρεία και το SPV να επιλέξουν τη δημοσιοποίηση της σύμβασης πώλησης, ώστε οι επενδυτές να λάβουν γνώση και να εκτιμήσουν τους τυχόν κινδύνους.

Η σταθερότητα της διαδικασίας συναρτάται άμεσα και με την ανάγκη οι απαιτήσεις που τιτλοποιούνται να συγκροτήσουν μια αυτοτελή ομάδα περιουσίας. Η τελευταία πρέπει να απαγκιστρωθεί, νομικά και οικονομικά, από την περιουσία της μεταβιβάζουσας, μέσω την πραγματικής πώλησης στο SPV και της αυτοτέλειας του τελευταίου έναντι της πρώτης. Επιπλέον, πρέπει να διασφαλιστεί πως το προϊόν της είσπραξης των απαιτήσεων θα καταλήξει στους ομολογιούχους δανειστές.

Ο ελληνικός περί τιτλοποίησης νόμος 3156/2003 περιέχει πληθώρα διατάξεων που αποκλίνουν από βασικές αρχές του ιδιωτικού δικαίου (αστικού, εμπορικού, πτωχευτικού). Οι αποκλίσεις κρίνονται αναγκαίες, καθώς χωρίς την ύπαρξη αυτών η τιτλοποίηση ενδεχομένως να μην μπορεί να λειτουργήσει. Χαρακτηριστικά παραδείγματα ρυθμίσεων που επιτρέπουν την τιτλοποίηση πληθώρας απαιτήσεων αποτελούν το καθεστώς της αναγγελίας και η παράκαμψη των συμφωνιών περί ανεκχώρητου. Ειδικά ως προς την τελευταία ρύθμιση, προτείνεται η σύμφωνη προς την πρόβλεψη της παρ. 8 του άρθρου 10 ερμηνεία των συμβάσεων αλληλόχρεου λογαριασμού, έτσι ώστε να μην τίθενται εκτός πεδίου της διαδικασίας πολυάριθμες απαιτήσεις δυνάμενες να τιτλοποιηθούν (λαμβάνοντας υπόψιν τη συχνότητα των σχετικών συμβάσεων στις τραπεζικές συναλλαγές).

Καίτοι, όμως, η σημασία του ειδικού δικαίου της τιτλοποίησης δεν αμφισβητείται, έχουν αναδειχθεί από συγγραφείς (και επισημάνθηκαν και στο Β' Μέρος της παρούσας εργασίας), ορισμένα νομικά ζητήματα που χρήζουν κατάλληλης προσέγγισης, ώστε να μην οδηγήσει η τιτλοποίηση σε πλήρη παραγκώνιση του οικοδομήματος του ιδιωτικού δικαίου και των αρχών που το διέπουν. Έτσι, στην περίπτωση της αναγγελίας προτείνεται η διατήρηση του υπάρχοντος μοντέλου για τις επιχειρήσεις, συνάμα, όμως, η καθιέρωση ενός πιο προστατευτικού πλαισίου για τους καταναλωτές, ώστε να μην βρεθούν σε κίνδυνο να καταβάλουν σε μη δικαιούχο. Το σύστημα που ακολουθεί ο ν. 3156/2003 κρίνεται κατάλληλο, σε περίπτωση που τη διαχείριση των απαιτήσεων αναλάβει η ίδια η μεταβιβάζουσα. Ενίσχυση της θέσης του οφειλέτη προτείνεται και

σε περίπτωση μεταβίβασης διαπλαστικών δικαιωμάτων που συνοδεύουν τις απαιτήσεις, ώστε να μπορεί να στραφεί απευθείας κατά του εκδοχέα.

Η τιτλοποίηση αποτέλεσε αντικείμενο σφοδρής κριτικής κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθώς και των ετών που την ακολούθησαν. Παράγοντες που επισημάνθηκαν ήταν ιδίως η αδιαφάνεια, η πολυπλοκότητα και η σύγκρουση συμφερόντων εντός της διαδικασίας. Ειδικά, πάντως, η τελευταία δεν αφορά αποκλειστικά στην τιτλοποίηση, αλλά συνδέεται ιδίως με τον τρόπο λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Τα τελευταία χρόνια, πάντως, πληθώρα νομοθετημάτων ενωσιακής προέλευσης έχουν θεσπισθεί με γνώμονα την αντιμετώπιση παθογενειών του χρηματοπιστωτικού τομέα, μεταξύ αυτών και οι περί τιτλοποίησης Κανονισμοί που εκτέθηκαν.

Υπό την προϋπόθεση της ισχύος ενός αποτελεσματικού κανονιστικού - εποπτικού πλαισίου, ειδικά για τα πιστωτικά ιδρύματα, η τιτλοποίηση δύναται να προσφέρει αποτελεσματικές χρηματοδοτικές λύσεις στους προσφεύγοντες σε αυτήν. Μπορεί να συμβάλλει, μάλιστα, στην επίλυση του τρέχοντος προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Παράλληλα, όμως, προτείνονται και τροποποιήσεις του ισχύοντος πλαισίου, ιδίως προς τον σκοπό ενίσχυσης της θέσης του οφειλέτη, χωρίς, όμως, να αλλοιώνεται ουσιωδώς η φύση της διαδικασίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ι) Ελληνική

Αυγητίδης Δημήτριος, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Βενιέρης Ιάκωβος, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (Επιμ. Ε. Περάκης), Τόμος Δέκατος, Νομική Βιβλιοθήκη, 2005.

Βενιέρης Ιάκωβος, Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Αντ. Ν. Σάκκουλας, 2005.

Γκόρτσος Χρήστος, Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών (Επιστ. Επιμ. Χ. Παμπούκης), Νομική Βιβλιοθήκη, 2009.

Γεωργιάδης Απόστολος, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, 4^η Έκδοση, Π. Ν. Σάκκουλας, 2012.

Γεωργιάδης Απόστολος, Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος, 2^η Έκδοση, Π. Ν. Σάκκουλας, 2015.

Γεωργιάδης Απόστολος, Εγχειρίδιο Ειδικού Ενοχικού Δικαίου, Π. Ν. Σάκκουλας, 2014.

Γεωργιάδης Απόστολος, Εγχειρίδιο Εμπράγματος Δικαίου, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2012.

Γεωργιάδης Απόστολος, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, 2^η Έκδοση, Π. Ν. Σάκκουλας, 2008.

Γεωργιάδης Απόστολος, Νέες μορφές συμβάσεων, 6^η Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2015.

Γεωργιάδης Γεώργιος, Η πρόταση συμψηφισμού από τον οφειλέτη εκχωρηθείσας απαίτησης κατά του εκδοχέα (Συμβολή στην ερμηνεία των άρθρων 448 και 463 § 2 ΑΚ), ΧρΙΔ, Ε/2005, 410

Γεωργιάδης Γεώργιος, Σύντομη Ερμηνεία του Αστικού Κώδικα (Επιμ. Απ. Γεωργιάδης), Τόμος Ι, Π.Ν. Σάκκουλας, 2010.

Καραμπατζός Αντώνιος, Σύντομη Ερμηνεία του Αστικού Κώδικα (Επιμ. Απ. Γεωργιάδης), Τόμος Ι, Π.Ν. Σάκκουλας, 2010.

Κορνηλάκης Παναγιώτης, Ειδικό ενοχικό δίκαιο, 2^η Έκδοση, Τόμος Ι, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2012.

Κουλορίδας Αθανάσιος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως μηχανισμός διαχείρισης και αναχρηματοδότησης επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, ΔΕΕ, 8-9/2017, 1018.

Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με τον ν. 3156/2003, ΧρΙΔ, ΣΤ/2006, 182.

Κρητικός Αθανάσιος, Αστικός Κώδιξ – Κατ' Άρθρο Ερμηνεία (επιμ. Απ. Γεωργιάδη/Μ. Σταθόπουλου), Τόμος ΙΙ, Π. Ν. Σάκκουλας, 1980.

Λιάπης Δημήτριος, Η αρχιτεκτονική της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων. Οι συμβατικές σχέσεις, Ενιαία Εποπτεία του Χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων,

Πρακτικά 1^{ου} Ετήσιου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2008.

Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου και τιτλοποίηση απαιτήσεων, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2005.

Λέκκας Γεώργιος, Τρόποι εταιρικής χρηματοδότησης (ιδίως η τιτλοποίηση) και η οικονομική κρίση, ΧρηΔικ, 1/2010, 16.

Μαστρομανώλης Εμμανούλη, Οίκοι αξιολόγησης εμπορών και χρηματοπιστωτικών μέσων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013.

Μεταλληνός Αλέξανδρος, Ζητήματα συμψηφισμού στην τιτλοποίηση απαιτήσεων, Ενιαία Εποπτεία του Χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Πρακτικά 1^{ου} Ετήσιου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2008.

Νίκας Νικόλαος, Εγχειρίδιο Πολιτικής Δικονομίας, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2016.

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

Περάκης Ευάγγελος, Πτωχευτικό Δίκαιο, 3^η Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2017.

Περάκης Ευάγγελος/ Σωτηρόπουλος Γεώργιος/Λιβαδά Χριστίνα/Δρίτσας Σταμάτιος, Το Δίκαιο της Λογιστικής, Νομική Βιβλιοθήκη, 2017.

Ρόκας Ν., Εμπορικές Εταιρείες, 9^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα Θεσσαλονίκη, 2019.

Ρόκας Ν./Γκόρτσος Χρ./Μικρουλέα Α./Λιβαδά Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 3^η Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016

Ρούσσης Δημήτριος, Η ισχύς της συμφωνίας για το ανεκχώρητο των απαιτήσεων αλληλόχρεου λογαριασμού στο πλαίσιο της σύμβασης πρακτορείας και τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων, ΧρηΔικ, 3/2011, 383.

Ρούσσης Δημήτριος, Το ειδικό δίκαιο της εκχώρησης απαιτήσεων, Από την πρακτορεία και τιτλοποίηση στη διάθεση απαιτήσεων με αιτία τη διαχείριση ή την πώληση: συστηματική εναρμόνιση με το γενικό δίκαιο εκχώρησης του ΑΚ, ΧρΙΔ, ΙΣΤ/2016, 569.

Σπυριδάκης Ιωάννης, Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος, 2^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα Θεσσαλονίκη, 2018.

Σταθόπουλος Μιχαήλ, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 5^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2018.

Σταθόπουλος Μιχαήλ, Η απαίτηση ως μέσο χρηματοδότησης, Σύγχρονοι τρόποι αξιοποίησης και ανάγκη «εμπραγμάτωσης», ΕπισκΕμπΔ, 1997, 3.

Τζαβέλλας Αναστάσιος, Ο ρόλος της τιτλοποίησης στην ανάπτυξη του χρηματοδοτικού συστήματος στην Ελλάδα, ΔΕΕΤ, Δ' Τριμηνία, 1995, 13.

Τσολακίδης Ζ., Μεταβίβαση απαιτήσεων από μη εξυπηρετούμενα δάνεια, ΧρΙΔ, ΙΣΤ/2016, 641.

Φίλιος Παύλος, Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος, 6^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα Θεσσαλονίκη, 2011.

Χασάπης Χ., Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και η μεταχείρισή τους, Ζητήματα από την εφαρμογή του Ν. 4354/2015, ΕφΑΔΠολΔ, 6/2020, 579.

Χριστοδούλου Κ., Άυλοι ομολογιακοί τίτλοι (Επόψεις ουσιαστικού και δικονομικού αστικού δικαίου), Δίκη, 2004, 856.

Ψυχομάνης Σπυρίδων, Πτωχευτικό Δίκαιο & Δίκαιο ρύθμισης οφειλών υπερχρεωμένων φυσικών προσώπων, 8^η Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα Θεσσαλονίκη, 2019.

Ψυχομάνης Σπυρίδων, Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων - Ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, ΔΕΕ, 3/2004, 262.

ii) Ξενόγλωσση

Schwarcz Steven, The Alchemy of Asset Securitization, Stanford Journal of Law, Business and Finance, 133, 1994.

Wood Philip, Law and Practice of International Finance, University Edition, Sweet & Maxwell, 2008.