

# Συστημικός κίνδυνος σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας μέλους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και μηχανισμοί αντιμετώπισής του<sup>1</sup>

ΔΗΜΗΤΡΗ Γ. ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗ, Δ.Ν., Δικηγόρου

*Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί μετοχών που διενεργούνται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) πραγματοποιείται χρηματιστηριακά, μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, κατά το σύστημα του πολυμερούς συμφητισμού, τηρουμένης της αρχής «παράδοση επί αντικαταβολή του τιμήματος». Η χρονική υστέρηση μεταξύ της κατάρτισης της συμβάσεως χρηματιστηριακής πωλήσεως (υποχρεωτική δικαιοπραξία) και της εκτέλεσής της (εκπαιητική δικαιοπραξία), που πραγματοποιείται τρεις εργάσιμες ημέρες μετά την πρώτη (T+3), καθώς και η εγγυητική ευθύνη των μελών του χρηματιστηρίου αποτελούν παράγοντες που εισάγουν συστημικό κίνδυνο κατά την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Οι ρυθμίσεις που έχει θεσπίσει από το Νοέμβριο του έτους 1996 και εντεύθεν ο Έλληνας νομοθέτης προς αντιμετώπιση αυτού του κινδύνου δεν χαρακτηρίζονται από καθαρότητα και συστηματική συνοχή. Συγκεκριμένα, έχουν επιβληθεί όρια αναλαμβανομένων από κάθε μέλος του χρηματιστηρίου ανά συνεδρίαση υποχρεώσεων και έχουν συσταθεί το Επικουρικό Κεφάλαιο Υποστήριξης Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών και το Συγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών. Το τελευταίο συνιστά μηχανισμό απόσπορο για την επίδιωξη του εν λόγω νομοθετικού σκοπού, ενώ ο θεσμός του Επικουρικού Κεφαλαίου, επιτυχής στη δικαιοπολιτική του σύλληψη, χρίζει βελτιώσεων ως προς ορισμένες διατάξεις του που αντιφάσκουν με βασικές αρχές του δικαίου εκκαθαρίσεως των χρηματιστηριακών συναλλαγών.*

## I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η εύρυθμη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς ως οργανωμένης δευτερογενούς αγοράς κεφαλαίων αναγνωρίζεται τόσο από το ελληνικό όσο και από το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο ως άξιο προστασίας έννομο αγαθό.<sup>2</sup> Μέριμνα του νομοθέτη για την, κατά το δυνατό, διασφάλιση της εκδηλώνεται πολυσχιδώς: μέσω προληπτικών κανόνων με αντικείμενο τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Μέσω κανόνων συμπεριφοράς που οι επιχειρήσεις αυτές υποχρεούνται να τηρούν κατά την παροχή των υπηρεσιών τους. Μέσω διατάξεων που επιδιώκουν την επίτευξη διαφάνειας ως προς τις κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις χρηματιστηριακές αγορές. Μέσω ρυθμίσεων που θέτουν προϋποθέσεις πρόσβασης στη χρηματιστηριακή αγορά τόσο για τις χρηματιστηριακές επιχειρήσεις όσο και για τις εταιρίες, οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτή, και θεσμοθετούν κανόνες διενέργειας συναλλαγών στο χρηματιστήριο, έτσι ώστε να επιτυγχάνεται ελεύθερος και ανόθευτος ανταγωνισμός των χρηματιστηριακών επιχειρήσεων και διαμόρφωση των τιμών των εισηγμένων στο χρηματιστήριο κινητών αξιών σύμφωνα με τους κανόνες του ανταγωνισμού. Τέλος, μέσω συστημάτων εκκαθάρισης, που διασφαλίζουν ασφαλή και με χαμηλό συναλλακτικό κόστος εκτέλεση των χρηματιστηριακών πράξεων από τις χρηματιστηριακές επιχειρήσεις.

Μία εύρυθμη αγορά πρέπει όμως να χαρακτηρίζεται και από ετοιμότητα για τη διαχείριση κρίσεων και την, κατά το δυνατό, ελαχιστοποίηση των συνεπειών τους για τους εμπλεκόμενους φορείς. Ως «κρίση» για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης ενδιαφέρει μόνον η οριστική αδυναμία

μέλους του χρηματιστηρίου να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις του, δηλαδή η παύση πληρωμών που έχει το χαρακτήρα της γενικότητας. Δεν θα μας απασχολήσουν, αντιθέτως, περιπτώσεις υπερημερίας του μέλους στην εκπλήρωση ορισμένων, ήσσονος περιουσιακής αξίας υποχρεώσεών του, όταν η καθυστέρηση αυτή δεν οφείλεται στην εν γένει οικονομική κατάσταση και φερεγγυότητα του μέλους, αλλά σε ειδικούς λόγους.<sup>3</sup>

1. Η μελέτη που ακολουθεί αποτέλεσε, κατά τα κύρια μέρη της, αντικείμενο εισήγησης στο Σύνδεσμο Ελλήνων Εμπορικών στη Συνεδρία της 21ης Φεβρουαρίου 1997 με θέμα «Εκκαθάριση και Εξασφάλιση των χρηματιστηριακών συναλλαγών». Ελήφθησαν υπόψη τροποποιήσεις της νομοθεσίας μέχρι τέλους 1998.
2. Πρβλ. Α. Γεωργακόπουλου, Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η Ελληνική Κεφαλαιαγορά, εις: Μελέται Εμπορικού Δικαίου, τόμος τέταρτος, 1972, σελ. 17, και Δ. Τσιμπανούλη, Οι επενδυτικές υπηρεσίες στο ελληνικό και κοινοτικό δίκαιο (1989), σελ. 40 επ.
3. Τέτοιες είναι περιπτώσεις που οφείλονται σε υπερημερία εκπλήρωσης συγκεκριμένης παροχής του μέλους, που αποκτά ιδιαίτερη σημασία κυρίως ενόψει του χαρακτήρα της συμβάσεως χρηματιστηριακής πωλήσεως ως συμβάσεως ακριβόχρονης εκπλήρωσης, όπως π.χ.: α) η πώληση, εκ παραδρομής, άλλων μετοχών από εκείνες που είχε πράγματι δώσει εντολή ο πελάτης να πωληθούν (π.χ. πώληση προνομύχων αντί κοινών μετοχών), β) η καθυστέρηση του πελάτη να παραδώσει στη χρηματιστηριακή εταιρία τις πωληθείσες μετοχές, γ) η καθυστέρηση παράδοσης από την Α.Ε. Αποθετηρίων στη χρηματιστηριακή εταιρία μετοχών που αγόρασε για λογαριασμό πελάτη, και οι οποίες στο μεταξύ πωλήθηκαν. Πέραν του μαχητού τεκμηρίου υπαιτιότητας του εις προσωρινή αδυναμία περιελθόντος - υπερήμερου

Για να εντοπισθούν οι δυνάμει παράγοντες κρίσεως που εμφωλεύουν στη σύμβαση χρηματιστηριακής πώλησεως, είναι απαραίτητο να αναλυθεί η εξέλιξη της εν λόγω συμβάσεως, από της καταρτίσεως μέχρι της εκτελέσεώς της. Κάθε χρηματιστηριακή συναλλαγή αναλύεται στην κύρια χρηματιστηριακή, τη σύμβαση χρηματιστηριακής πώλησεως, που συνάπτεται μεταξύ μελών του χρηματιστηρίου, και την παρεπόμενη χρηματιστηριακή συναλλαγή,<sup>4</sup> τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας,<sup>5</sup> που συνάπτεται μεταξύ του μέλους του χρηματιστηρίου (χρηματιστηριακού παραγγελιοδόχου) και του πελάτη του (χρηματιστηριακού παραγγελέα).<sup>6</sup> Οι συνέπειες της μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων μελους του χρηματιστηρίου εμφανίζονται, κατά συνέπεια, σε δύο επίπεδα: τόσο στις σχέσεις του με τον πελάτη όσο και στις σχέσεις του με τα μέλη του χρηματιστηρίου. Μάλιστα η εγγυητική ευθύνη των μελών του χρηματιστηρίου έναντι των πελατών τους για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των αντισυμβαλλομένων μελών του χρηματιστηρίου, που καθιερώνει το ελληνικό δίκαιο,<sup>7</sup> μεγεθύνει τους κινδύνους, αφού επεκτείνει και στις σχέσεις μέλους-πελάτη τυχόν πρόβλημα που ανακύπτει στις σχέσεις μεταξύ μελών του χρηματιστηρίου.

Η οριστική αδυναμία εκπλήρωσεως των υποχρεώσεων ενός μέλους του χρηματιστηρίου μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα εκπλήρωσεως και σε άλλα μέλη του χρηματιστηρίου, δανειστές του μέλους που περιήλθε σε οριστική αδυναμία, αφού αυτά εξακολουθούν να οφείλουν την παροχή που δεν τους καταβάλλει το τελευταίο. Η οφειλή αυτή υφίσταται πρωτογενώς έναντι του πελάτη τους (χρηματιστηριακού παραγγελέα). Αντανταστικά και μεταβατικά μπορεί όμως να επεκταθεί και ως οφειλή έναντι άλλων μελών, αν το μέλος-δανειστής στην πρώτη σχέση, προσδοκώντας την παροχή τη συγκεκριμένη ημέρα, βασιζόμενο ακριβώς στο γεγονός ότι η σύμβαση χρηματιστηριακής πώλησεως συνιστά σύμβαση ακριβόχρονης εκπλήρωσεως, εκτέλεσε εντολή του πελάτη για χρηματιστηριακή πράξη με αντικείμενο την εν λόγω μη καταβληθείσα παροχή, π.χ. πώλησεως των μετοχών που δεν παραδίδει το μέλος. Αυτός ο κίνδυνος αλυσιδωτών αντιδράσεων (domino effect)<sup>8</sup> λόγω «μετάδοσης της αφερεγγυότητας» στο πλαίσιο λειτουργίας ενός συστήματος εκκαθάρισεως χρηματιστηριακών συναλλαγών χαρακτηρίζεται διεθνώς ως «συστημικός κίνδυνος» των συστημάτων εκκαθάρισεως (διακανονισμού) συναλλαγών επί τίτλων: πρόκειται για τον κίνδυνο που εγκυμονεί η αδυναμία ενός μέλους μιας χρηματιστηριακής αγοράς ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του από τις συναλλαγές που έχει διενεργήσει να προκληθούν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας ή φερεγγυότητας και σε άλλα μέλη της χρηματιστηριακής αγοράς, τα οποία προβλήματα μπορούν να κλονίσουν τη σταθερότητα όχι μόνον της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς, αλλά και ευρύτερα των συγκοινωνούντων με αυτή αγορών χρήματος και κεφαλαίων.<sup>9</sup>

Της ανάλυσεως των προβλημάτων που ανακύπτουν σε περίπτωση αδυναμίας μέλους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (κατωτέρω υπό III) και των θεσμικών μέτρων που έχουν θεσπισθεί για την αντιμετώπισή τους και την προστασία των εννόμων συμφερόντων των εμπλεκόμενων μερών (κατωτέρω υπό IV), κρίνεται απαραίτητο να προηγηθεί σύντομη παρουσίαση και μελέτη των κανόνων εκκαθάρισεως των κυρίων χρηματιστηριακών συναλλαγών (υπό

II). Εν προκειμένω ενδιαφέρει η τακτική (εκούσια) εκκαθάριση, κατά την ορολογία του άρθρου 25 παρ. 1 του Ν 3632/1928, των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

οφειλέτη-μέλους του χρηματιστηρίου (η ευθύνη του είναι νόθος αντικειμενική) (βλ. άρθρο 15 παρ. 15 του Ν 3632/1928), το σύστημα εκκαθάρισεως συναλλαγών ενός χρηματιστηρίου πρέπει να περιέχει μηχανισμούς για την αντιμετώπιση των συνεπειών και τέτοιων, έστω παροδικών, καθυστερήσεων, τηρουμένης πάντοτε της αρχής της αναλογικότητας. Βλ. σχετικά κατωτέρω υπό II.B.2.

4. Για τη διάκριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών σε κύριες και παρεπόμενες βλ. Δ. Γεωργακόπουλου, Εμπορευματικές Συμβάσεις, 1989, σελ. 137-138 και Δ. Τσιμπανούλη: Επενδυτικές υπηρεσίες, σελ. 55.
5. Επί συμβάσεως χρηματιστηριακής παραγγελίας, το μέλος του χρηματιστηρίου (παραγγελιοδόχος) υποχρεούται να εκτελέσει την παραγγελία του πελάτη του (παραγγελέα) για αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων, καταρτίζοντας στο δικό του όνομα (το μέλος), αλλά για λογαριασμό του πελάτη, ως αντιπρόσωπός του, την κύρια χρηματιστηριακή συναλλαγή, δηλαδή τη «σύμβαση πώλησεως τοις μετρητοίς», στην οποία το μέλος του χρηματιστηρίου συμβάλλεται με τα άλλα μέλη του χρηματιστηρίου. Η αντιπροσώπιση του παραγγελέα συνίσταται στην καταβολή προμήθειας προς το μέλος του χρηματιστηρίου για την κατάρτιση της κύριας χρηματιστηριακής σύμβασης και οφείλεται μόνον εάν καταρτισθεί η τελευταία. Επί συμβάσεως χρηματιστηριακής παραγγελίας για την πώληση μετοχών, ο παραγγελέας υπέχει επίσης την υποχρέωση να παραδώσει τους πωλούμενους τίτλους στο μέλος του χρηματιστηρίου και το τελευταίο να του παραδώσει το εισπραχθέν αντίτιμό τους (αφαιρούμενης της προμήθειας του), αντιστρόφως δε επί συμβάσεως για αγορά μετοχών.
6. Για τη σύμβαση της χρηματιστηριακής παραγγελίας βλ. Δ. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου 1/1, Γενικό Μέρος, Β' Έκδοση (1995), σελ. 52, ιδίου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, 2/2Α, Εμπορευματικές Συμβάσεις, 1989, σελ. 138-139, Δρ. Γεωργιάδη, Η ευθύνη του χρηματιστή απέναντι στον πελάτη του στην περίπτωση αγοράς πλαστών μετοχών, ΕΕμπΔ 1991, 558, Θ. Λιακόπουλου, Γενικό Εμπορικό Δίκαιο, γ' έκδ., 1998, σελ. 142 και εκτενώς Δ. Τσιμπανούλη, Οι Επενδυτικές υπηρεσίες στο ελληνικό και κοινοτικό δίκαιο, ιδίως επί χρηματιστηριακών συναλλαγών, Τράπεζα της Ελλάδος 1989, σελ. 61 επ., με περαιτέρω παραπομπές σε βιβλιογραφία, καθώς και S. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, σελ. 746 επ.
7. Άρθρο 19 παρ. 2 Ν 3632/1928. Για το θέμα αυτό βλ. αναλυτικά παρακάτω υπό III.Γ.
8. Πρβλ. Τσιμπανούλη, Η υποχρεωτική εκκαθάριση χρηματιστηριακής συναλλαγής όταν ο εντολεύς δεν καταβάλει στο μέλος του χρηματιστηρίου την αξία των αγοραζομένων μετοχών, ΔΕΕ 1997, 25 επ. (27).
9. Πρβλ. τον ορισμό του συστημικού κινδύνου στην έκδοση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος «Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations», January 1998. Ο κίνδυνος διαπίδυσεως προβλημάτων που προκύπτουν σε συστήματα εκκαθάρισεως συναλλαγών επί τίτλων και στα συστήματα πληρωμών, λόγω της στενής σύνδεσεως των συστημάτων αυτών, τονίζεται και στο Προόμιο της Οδηγίας 98/26/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για το «αμετάκλητο του διακανονισμού στα συστήματα πληρωμών και στα συστήματα διακανονισμού αξιογράφων», παρ. 2.

## II. Κανόνες εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών

### A. Έννοια της εκκαθάρισης

#### 1. Νομοθετικό πλαίσιο

Η (κύρια) χρηματιστηριακή συναλλαγή της πώλησης τοις μετρητοίς,<sup>10</sup> ως ενοχική δικαιοπραξία προβλέπεται στο άρθρο 20 παρ. 1 στοιχ. α' του Ν 1806/1988, το οποίο παραπέμπει ως προς την κατάρτισή της στα «οριζόμενα από την κείμενη νομοθεσία για τα χρηματιστηριακά αξιών», δηλαδή κυρίως στις διατάξεις των άρθρων 21 έως 25 του Ν 1806/1988. Η εκπονητική δικαιοπραξία διενεργείται σύμφωνα με το άρθρο 20 παρ. 1 του Ν 3632/1928.<sup>11</sup> Σύμφωνα με την τελευταία διάταξη, «επί αγοραπωλησίας τοις μετρητοίς η παράδοση του πράγματος και η πληρωμή του τιμήματος γίνεται μέσα στις τρεις εργάσιμες ημέρες<sup>12</sup> που ακολουθούν την ημέρα κατάρτισης της χρηματιστηριακής συναλλαγής». Η εν λόγω προθεσμία καταβολής, γνωστή και ως T+3, είναι εξαιρετικά διαδεδομένη διεθνώς.<sup>13</sup>

Η διάταξη του άρθρου 20 του Ν 3632/1928, όπως συνάγεται και από το γράμμα της, αφορά τις υποχρεώσεις των συμβαλλομένων από τη σύμβαση χρηματιστηριακής πώλησης, δηλαδή τις υποχρεώσεις που απορρέουν για τα μέλη του χρηματιστηρίου από τις κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές.<sup>14</sup> Το χρηματιστηριακό δίκαιο δεν θέτει προθεσμία για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που ανακύπτουν μεταξύ μέλους του χρηματιστηρίου (χρηματιστηριακού παραγγελιοδόχου) και πελάτη του (χρηματιστηριακού παραγγελέως) σε σχέση με τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας και δη σε σχέση με τις απορρέουσες από την - εκτελεστική της τελευταίας - σύμβαση χρηματιστηριακής πώλησης τοις μετρητοίς υποχρεώσεις. Δεν υφίσταται, επομένως, νόμιμη προθεσμία εντός της οποίας οι πελάτες των μελών του χρηματιστηρίου (χρηματιστηριακοί παραγγελείς) πρέπει να εκπληρώνουν έναντι των μελών του χρηματιστηρίου (χρηματιστηριακοί παραγγελιοδόχοι) τις παροχές τους που απορρέουν από τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας που καταρτίζουν, και αντιστρόφως.<sup>15</sup> Ως προς το θέμα αυτό ισχύει, κατά συνέπεια, η αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων (άρθρο 361 ΑΚ). Η ρύθμιση αυτή δεν αλλοιώθηκε από την παράγραφο 15 που προστέθηκε στο άρθρο 15 του Ν 3632/1928 με το άρθρο 82 παρ. 2 του Ν 2533/1997.<sup>16</sup>

#### 2. Εκκαθάριση και «διακανονισμός»

Με τον όρο εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών νοείται, ως προς τις κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές, η διαδικασία της εκτέλεσης των χρηματιστηριακών πράξεων με την τακτοποίηση των λογαριασμών και απαιτήσεων μεταξύ των μελών του χρηματιστηρίου.<sup>17,18</sup> Η διαδικασία εκκαθάρισης καταλήγει με την εκπλήρωση από τα μέλη του χρηματιστηρίου των υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν από την ενοχική (υποσχετική) δικαιοπραξία της χρηματιστηριακής πώλησης που καταρτίζουν, τούτο δε συντελείται αφενός με την παράδοση από το μέλος του χρηματιστηρίου-πωλητή, που ενεργεί ως αντιπρόσωπος του πελάτη του χρηματιστηριακού παραγγελέα της πώλησης,<sup>19</sup> των

πωληθέντων τίτλων και της νομής τους και τη μεταβίβαση της κυριότητας επ' αυτών και αφετέρου με την καταβολή

10. Ο όρος «πώληση τοις μετρητοίς» αποτελεί τεχνικό όρο του χρηματιστηριακού δικαίου και δεν εννοεί, όπως σαφέστατα συνάγεται από τον ίδιο τον νόμο, το ταυτόχρονο της ενοχικής και εκπονητικής δικαιοπραξίας, δηλαδή το ταυτόχρονο της εκπλήρωσης των παροχών με την κατάρτιση της (ενοχικής) συμβάσεως «πώλησεως τοις μετρητοίς». Χρησιμοποιείται αφενός για να υποδηλώσει την ισχύουσα στη διαδικασία της εκκαθάρισης αρχή «παράδοση επί αντικαταβολή» (βλ. σχετικώς παρακάτω, υπό Β.2.) και αφετέρου προς αντιστάση προς τη σύμβαση πώλησεως με ειδικές συμφωνίες (άρθρο 20 παρ. 1 στοιχείο β' Ν 1806/1988), όπως, ενδεικτικώς, κατά την απαρίθμηση του νόμου, η παράδοση των αξιών μετά την πάροδο ορισμένης προθεσμίας, το δικαίωμα εξόφλησης κ.λπ. Σχετικώς βλ. επίσης *Τσιμπανούλης*, Οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, ΝοΒ 1992, 673 επ. IV. 1.
11. Όπως ισχύει μετά την τροποποίησή του με το άρθρο 45 παρ. 2 του Ν 1914/1989.
12. Βάσει της αποφάσεως του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας 42005/Β.1570 (ΦΕΚ Β' 1141, 20.12.1996).
13. Σύμφωνα με τη σύσταση της Ομάδας των Τριάντα Χωρών για την Εκκαθάριση των Συναλλαγών επί τίτλων (Group of Thirty Recommendations regarding Clearance and Settlement), ο διακανονισμός των χρηματιστηριακών συναλλαγών πρέπει να γίνεται το αργότερο την τρίτη ημέρα μετά την ημέρα κατάρτισής τους, πρέπει δηλαδή να τηρείται ο κανόνας T+3. Βλ. σχετικώς *Bank for International Settlements*, Delivery versus payment in securities settlement systems, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries, Basle, September 1992, σελ. 11 και Παράρτημα 1, σελ. 39.
14. ΜΠρΑθ 1257/1998, ΔΕΕ 1998, 483 επ.
15. ΜΠρΑθ 1257/1998, ΔΕΕ 1998, 483 επ., Θ. Λιακόπουλου, Γενικό Εμπορικό Δίκαιο, γ' έκδ., 1998, σελ. 144.
16. Η διάταξη αυτή δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως επιτυχής στη διατύπωσή της, θέτει δε ικανά και δισηπλάτα ερμηνευτικά ζητήματα, μη προωθούσα την ασφάλεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Επιβάλλεται πάντως να ερμηνευθεί ως διοικητικού δικαίου υποχρέωση των μελών του χρηματιστηρίου να λαμβάνουν κάθε ενδεικνυόμενο μέτρο, ώστε να μην πωλούν κινητές αξίες πελατών τους, αν αυτοί δεν είναι κύριοι αυτών. Κρίσιμο χρονικό σημείο δεν είναι βεβαίως εκείνο κατά το οποίο δίδεται η παραγγελία στο μέλος του χρηματιστηρίου από τον χρηματιστηριακό παραγγελέα-πελάτη του ούτε εκείνο στο οποίο διαβιβάζεται, σύμφωνα με το άρθρο 22 παρ. 1 του Ν 1806/1988 (π.χ. στο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών), από το μέλος του χρηματιστηρίου η δήλωση βουλήσεως για πώληση ή εκτέλεση η εν λόγω εντολή (με τη σύμπτωση των αντιθέτων δηλώσεων βουλήσεως), αλλά εκείνο της «εκκαθάρισης» (διακανονισμού), της διενέργειας δηλαδή της εκπονητικής δικαιοπραξίας. Σχετικώς βλ. και κατωτέρω, υποσ. 43.
17. *Γεωργακόπουλου*, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, τόμος 2 - τεύχος 2, Εμπορευματικές Συμβάσεις, 1989, σελ. 143, *Λιακόπουλου*, Γενικό Εμπορικό Δίκαιο, 1998, σελ. 143.
18. Για την εκκαθάριση των παρεπομένων χρηματιστηριακών συναλλαγών, δηλαδή των συμβάσεων χρηματιστηριακής παραγγελίας, βλ. την εμπειρισιακή ανάλυση της ΜΠρΑθ 1257/1998, ΔΕΕ 1998, 483 επ. και *Τσιμπανούλης*, ΔΕΕ 1997, 25 επ.
19. Πρβλ. *Απ. Γεωργιάδη*, Η ευθύνη του χρηματιστή απέναντι στον πελάτη του στην περίπτωση αγοράς πλαστών μετοχών, ΕΕμπΔ 1991, 557 επ. (569) και *Τσιμπανούλης*, Επενδυτικές

του τιμήματος από το αντισυμβαλλόμενο μέλος του χρηματιστηρίου. Για την τελική αυτή φάση της εκκαθάρισης χρησιμοποιείται συχνά ο όρος «διακανονισμός»,<sup>20</sup> με τον οποίο αποδίδεται στην τραπεζική ορολογία ο διεθνώς διαδεδομένος αγγλικός όρος «settlement».

Ο όρος εκκαθάριση είναι ευρύτερος του όρου «διακανονισμός», αφού, κατά τεκμήριο (ανάλογα με τις αρχές που διέπουν ένα σύστημα), εμπεριέχει τουλάχιστον μία ακόμη φάση που προηγείται του διακανονισμού: αυτή της επεξεργασίας και του υπολογισμού των εκατέρωθεν απαιτήσεων όλων των μελών της αγοράς,<sup>21</sup> έτσι ώστε να προκύψει, κατά κανόνα συμψηφιστικά, με απόσβεση αντιθέτων απαιτήσεων, το (μη καλυπτόμενο συμψηφιστικά) υπόλοιπο κάθε μέλους.<sup>22</sup> Οι υποχρεώσεις των μελών του χρηματιστηρίου συνίστανται στην καταβολή και παράδοση αυτού του υπολοίπου (σε χρήματα και τίτλους). Η εκπλήρωση των υποχρεώσεων αυτών με την καταβολή των χρημάτων και τη μεταβίβαση των τίτλων, η επέλευση δηλαδή του εκποιητικού (διαθετικού) αποτελέσματος της εμπράγματης δικαιοπραξίας, χαρακτηρίζεται ως «διακανονισμός» της συναλλαγής (settlement). Κατ' αυτόν τον τρόπο συντελείται η εμπράγματη σύμβαση ως εκποιητική δικαιοπραξία.<sup>23</sup> Η εκκαθάριση περιλαμβάνει, επομένως, τόσο τη φάση του συμψηφισμού των απαιτήσεων όσο και τη φάση της εκτέλεσης του «διακανονισμού» των.

## Β. Φορέας της εκκαθάρισης και διαδικασία αυτής

Κατά το άρθρο 25 παρ. 2 του Ν 3632/1928, η τακτική εκκαθάριση γίνεται κατά τους όρους του «γενικού κανονισμού». Η διάταξη αυτή παραπέμπει στις διατάξεις του κεφαλαίου ΣΤ' του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.<sup>24</sup> Σύμφωνα με τους κανόνες αυτούς, πολλαπλώς τροποποιηθέντες,<sup>25</sup> η εκκαθάριση του συνόλου των κυρίων χρηματιστηριακών συναλλαγών γίνεται, για το σύνολο των συναλλαγών μιας χρηματιστηριακής συνεδρίασης, την τρίτη εργάσιμη ημέρα που ακολουθεί την ημέρα κατάρτισής τους μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών κατά το σύστημα του πολυμερούς συμψηφισμού<sup>26</sup> και με την αρχή της παράδοσης τίτλων επί αντικαταβολή του τιμήματος.

### 1. Πολυμερής συμψηφισμός μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών

Η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών επί μετοχών γίνεται εκ του νόμου<sup>27</sup> χρηματιστηριακά, μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών.<sup>28</sup> Συγκεκριμένα, η εκκαθάριση του συνόλου των χρηματιστηριακών συναλλαγών κάθε συνεδρίασης του χρηματιστηρίου γίνεται κατά το σύστημα του πολυμερούς συμψηφισμού ως προς τις χρηματικές απαιτήσεις των συμβαλλομένων μελών του χρηματιστηρίου που απορρέουν από χρηματιστηριακές συναλλαγές επί μετοχών και τις απορρέουσες από τις συναλλαγές επί ανωνύμων μετοχών απαιτήσεις τους για παράδοση και παραλαβή τίτλων,<sup>29</sup> ως προς τις συναλλαγές της ημέρας αυτής. Συμψηφίζονται δηλαδή οι ομοειδείς και αντίθετες απαιτήσεις όλων των μελών του χρηματιστηρίου, με την έννοια ότι κάθε μέλος ικανοποιεί την απαίτησή του κατά ορισμένου προσώπου με την απόσβεση της οφεί-

λής που είχε προς άλλο πρόσωπο.<sup>30</sup> Ο πολυμερής συμψηφισμός αποτελεί συμβατικό συμψηφισμό και έχει, κατά την κρατούσα γνώμη,<sup>31</sup> τον χαρακτήρα αμφοτεροβαρούς συμβάσεως για αμοιβαία άφραση χρεών. Οδηγεί σε απόσβεση των συμψηφιζομένων ενοχών με ικανοποίηση των σχετικών απαιτήσεων, σύμφωνα με τη βούληση των μερών.<sup>32</sup>

Υπηρεσίες στο Ελληνικό και Κοινοτικό Δίκαιο (1989), σελ. 69, υποσ. 111α.

20. Βλ. π.χ. την Οδηγία 98/26/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για το «αμετάκλητο του διακανονισμού στα συστήματα πληρωμών και στα συστήματα διακανονισμού αξιογράφων».

21. Πρόκειται για το λεγόμενο αγγλιστί «Clearing» ή «Clearance».

22. Πρβλ. και τον Κανονισμό Εκκαθάρισης Συστήματος Άυλων Τίτλων (Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 8262 της 128ης/3/31.3.1998 Συνεδρίασης της και ιδίως το άρθρο 31, που διακρίνει διάφορα διαδοχικά στάδια της εκκαθάρισης πράξεων, όπως την οριστική καταχώρηση πράξεων, δηλαδή την οριστικοποίηση (αμετάκλητο) της ενοχικής δικαιοπραξίας, την ανάλυση πράξεων, δηλαδή τη διενέργεια του πολυμερούς συμψηφισμού μεταξύ των ομοειδών απαιτήσεων, και το διακανονισμό (εκτέλεση) των πράξεων.

23. Για τη διάκριση μεταξύ ενοχικής και εμπράγματης δικαιοπραξίας βλ. αντί πολλών *Απ. Γεωργιάδη*, Εμπράγματο Δίκαιο Ι (1991), παρ. 6 ΙΙΙ, αρ. 24.

24. ΒΔ της 12/16 Ιουνίου 1909.

25. Σύντομη επισκόπηση της νομοθετικής εξέλιξης του Τμήματος Εκκαθάρισης Συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών βλ. στον *Ι. Σχινά*, Ευθύνη του Χρηματιστηρίου Αξιών για την εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών, ΔΕΕ 1995, 483.

26. Πρβλ. *Πολυζωγόπουλο*, εις *Γεωργιάδη-Σταθόπουλου*: Αστικός Κώδικς ΙΙ, άρθρο 440, αρ. 11, *Φραγκίστα*, ΕρμΑΚ, Εισαγωγικά Παρατηρήσεις εις άρθρα 440-452 (Συμψηφισμός), αρ. 29, *Μπαλί*, Ενοχικών Δίκαιον, έκδ. 3η, παρ. 145, σελ. 457.

27. Άρθρο 33 α' παρ. 1 Ν 1806/1988 και άρθρο 5 παρ. 1 Ν 2471/1997.

28. Όπως μετονομάστηκε με τροποποίηση του Καταστατικού της η συσταθείσα σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 33 α' του Ν 1806/1988 Εταιρία Αποθετηρίων, στην οποία έχει ανατεθεί με την πρώτη παράγραφο του ως άνω άρθρου «το έργο της εκκαθάρισεως των χρηματιστηριακών συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών».

29. Το άρθρο 6 α' παρ. 3 του Ν 3632/1928, που προστέθηκε με το Ν 6410/1934, προέβλεπε επίσης ότι η εκκαθάριση των καλυπτομένων από αυτό χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς γινόταν «μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή του εντεταλμένου την διεξαγωγήν της εκκαθάρισεως, εφαρμοζομένων κατά τα λοιπά των σχετικών διατάξεων του χρηματιστηριακού νόμου και κανονισμού», ενώ το άρθρο 38 του Κανονισμού προέβλεπε διμερή εκκαθάριση των τίτλων μεταξύ των συμβαλλομένων μελών του χρηματιστηρίου.

30. Πρβλ. *Φραγκίστα*, ΕρμΑΚ, Εισαγ. Παρατηρήσεις εις άρθρα 440-452, αρ. 29.

31. ΑΠ 462/1959, ΝοΒ 8, 144, ΑΠ 135/1964, ΝοΒ 12, 590, *Μπαλί*, Ενοχικών Δίκαιον, παρ. 145, σελ. 457, *Ζέπος*, Ενοχικών Δίκαιον, Α' Μέρος Γενικών, 2α έκδοσις, 1955, σελ. 442.

32. *Σταθόπουλου*, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 3η έκδοσις, 1998, παρ. 24 ΙΙ 1 α', σελ. 542, *Φραγκίστα*, ΕρμΑΚ, Εισαγ. Παρατηρήσεις εις άρθρα 440-452, αρ. 20.

Η νομική βάση του πολυμερούς συμφηφισμού των απαιτήσεων εκ χρηματιστηριακών συναλλαγών των μελών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών δεν πρέπει να αναζητηθεί αποκλειστικά στη μεταξύ των μελών του χρηματιστηρίου, έστω και σιωπηρώς, de facto ισχύουσα σύμβαση περί της διαδικασίας εκκαθάρισης των χρηματικών απαιτήσεων τους μέσω της τραπεζής που ορίζει το Δ.Σ. του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, όπως θα εκτεθεί αμέσως παρακάτω. Ενόψει της ex lege εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών μέσω του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, η οποία (ως προς τις χρηματιστηριακές συναλλαγές τις μετρητοίς) συντελείται - τουλάχιστον εθιμικά, λόγω της μακράς και ομοιομόρφου τηρήσεως της εν λόγω πρακτικής, με συνειδηση δικαίου<sup>33</sup> - συμφηφιστικής από το έτος 1934,<sup>34</sup> συνάγεται πειστικό επιχείρημα υπέρ της εφαρμογής των διατάξεων του Αστικού Κώδικα περί μονομερούς συμφηφισμού (άρθρα 440 επ. ΑΚ), όχι σε συσχέτιση εν προκειμένω με τη διάταξη του άρθρου 239 ΑΚ ή τις διατάξεις περί εκχωρήσεως,<sup>35</sup> αλλά εκ του δικαίου επιβαλλομένης.

Βάσει της παραγράφου 9 του άρθρου 20 του Ν 3632/1928, που προστέθηκε με το άρθρο 51 του Ν 1969/1991, η εκκαθάριση των χρηματικών απαιτήσεων γίνεται μέσω τραπεζής που ορίζει το Δ.Σ. του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών.<sup>36</sup> Το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών έχει εξουσιοδοτηθεί από τα μέλη του χρηματιστηρίου να κάνει για τους σκοπούς της εκκαθάρισης τους λογαριασμούς καταθέσεων ύψους που αυτά έχουν ανοίξει στην κατά τα ως άνω ορισθείσα τράπεζα, με συνδικαιούχο το Κεντρικό Αποθετήριο, δίδοντας οδηγίες για τη χρεοπίτωση των λογαριασμών με το χρηματικό ποσό που προκύπτει για κάθε μέλος ως αποτέλεσμα του πολυμερούς συμφηφισμού των χρηματικών απαιτήσεων, κατόπιν αυτοματοποιημένης - ηλεκτρονικής επεξεργασίας των χρηματιστηριακών συναλλαγών κάθε συνεδρίασης του χρηματιστηρίου.<sup>37</sup>

Ως προς το ρόλο του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών στη διαδικασία εκκαθάρισης, από νομική άποψη σημειωτέα τα εξής: το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών δεν είναι αντισυμβαλλόμενος των μελών του χρηματιστηρίου και δεν ευθύνεται για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που αυτά αναλαμβάνουν από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Αποκτά εν τούτοις κατοχή στους τίτλους που του παραδίδονται, ως φορέα της εκκαθάρισης, αλλά και στα χρηματικά ποσά που καταβάλλονται για το σκοπό της εκκαθάρισης. Η λειτουργία του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών στην εκκαθάριση των συναλλαγών επί ονομαστικών τίτλων μετοχών καθορίζεται στο νόμο (άρθρο 33 παρ. 2 Ν 1806/1988). Επί ανώνυμων τίτλων, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών λειτουργεί ως εκ του νόμου θεματοφύλακας, που ασκεί τη διοίκηση επί της ομάδας περιουσίας που αποτελούν οι ανώνυμοι τίτλοι που του παραδίδονται για το σκοπό της εκκαθάρισης και οι οποίοι ανήκουν στους κοινωνούς της ομάδας περιουσίας, κατά την αναλογία που προκύπτει από την εκκαθάριση (με πολυμερή συμφηφισμό) των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Οι κοινωνοί αυτοί, κατά κανόνα<sup>38</sup> πελάτες των μελών του χρηματιστηρίου, ως χρηματιστηριακοί παραγγελείς της αγοράς, αντιπροσωπεύονται έναντι του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών από τα μέλη του χρηματιστηρίου που ενεργούν ιδίω ονόματι. Νοείται ότι η κυριότητα σε τίτλους ως αξιόγραφα μεταβιβάζεται, επί πωλήσεως, με την παράδοσή τους στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών και, επί αγοράς,

με την παράδοσή τους στα μέλη του χρηματιστηρίου από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, οπότε και πληρούται η αρχή της ειδικότητας. Αντίστοιχα ισχύουν και ως προς τα χρηματικά ποσά: το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ενεργεί ως εκ του νόμου εντολοδόχος - θεματοφύλακας των μελών του χρηματιστηρίου, που διαχειρίζεται για λογαριασμό τους τα χρηματικά ποσά επί των οποίων αποκτά κατοχή για το σκοπό της εκκαθάρισεως.

Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί ενσωμάτων τίτλων του ελληνικού δημοσίου γίνεται, τόσο ως προς τις χρηματικές απαιτήσεις όσο και ως προς την παράδοση και παραλαβή των τίτλων, εξωχρηματιστηριακά, διμερώς μεταξύ των συμβαλλομένων μερών.<sup>39</sup>

Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί ονομαστικών μετοχών κάθε συνεδρίασεως γίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 33 του Ν 1806/1988, βάσει των στοιχείων των χρηματιστηριακών συναλλαγών που αποστέλλονται από τα μέλη του χρηματιστηρίου στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών σύμφωνα με την δεύτερη παράγραφο της Απόφασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας 18647/Β 461/9.5.1991 «Τροποποίηση διατάξεων που αφορούν στην τήρηση βιβλίων και στοιχείων από τα μέλη του Χ.Α.Α.»<sup>40</sup> Η γνωστοποίηση από το μέλος του χρηματιστηρίου στο Κεντρικό Αποθετήριο

33. Πρβλ. Αγγέλα Γεωργιάδου, εις: Γεωργιάδη-Σταθόπουλου: Αστικός Κώδικας Ι, άρθρο 1, αρ. 10, Μπαλί, Γενικά Αρχαία του Αστικού Δικαίου, έκδ. εβδόμη, 1955, παρ. 2, σελ. 7 επ.

34. Με το άρθρο 1 του Ν 6410/1934 προστέθηκε άρθρο 6 α' στο Ν 3632/1928, η τρίτη παράγραφος του οποίου όριζε ότι, κατά τη διάρκεια ισχύος των προβλεπομένων στην πρώτη παράγραφο του προστεθέντος στο Ν 3632/1928 άρθρου 6 α', και οι χρηματιστηριακές συναλλαγές τις μετρητοίς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών εκκαθαρίζονται χρηματιστηριακά (μέσω του Χρηματιστηρίου). Η διάταξη αυτή συνεχίστηκε πρακτικώς να εφαρμόζεται και μετά τη λήξη της ισχύος των μνημονευομένων στο νόμο υπουργικών αποφάσεων. Σχετικώς βλ. και Διακόπουλο, Γενικό Εμπορικό Δίκαιο, 1998, σελ. 145.

35. Πρβλ. Μπαλί, Ενοχικών Δίκαιον, παρ. 139, 1Β, Φραγκίστα, ΕρμΑΚ άρθρο 440, αρ. 11, Σταθόπουλου: Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 3η έκδοση, 1998, παρ. 24 Π 2 β α', αα' (σελ. 544), Ι.Κ. Καρακατσάνη: Ο συμφηφισμός με μονομερή δικαιοπραξία, σελ. 107 επ.

36. Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, «η πληρωμή του τιμήματος γίνεται μέσω τραπεζής, οριζομένης από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου με εντολή της υπηρεσίας εκκαθάρισης τούτου, μετά δε την έναρξη λειτουργίας της Ανώνυμης Εταιρίας Αποθετηρίων Τίτλων, η ως άνω τράπεζα ορίζεται από το Δ.Σ. της εταιρίας αυτής, τηρουμένων κατά τα λοιπά των προβλεπομένων στα άρθρα 38 και 50 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών». Η παραπομπή στο άρθρο 38 έχει αξία ως προς την υποχρέωση τηρήσεως της αρχής «delivery versus payment», για την οποία βλ. κατωτέρω υπό 2.

37. Τα ως άνω στοιχεία προκύπτουν από την από 26.2.1997 Σύμβαση Παροχής Υπηρεσιών μεταξύ της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων και της ΑΛΦΑ Τράπεζας Πίστωτος.

38. Εκτός και αν η αγορά έχει γίνει για λογαριασμό του ίδιου του μέλους του χρηματιστηρίου.

39. Άρθρο 58 παρ. 3 Ν 2533/1997.

40. Η Απόφαση αυτή τροποποίησε την Απόφαση 6280/Β. 508/17.5.89 του ίδιου Υπουργού «για τα βιβλία και παραστατικά που πρέπει να τηρούν τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών».

Αξιών των ονομάτων των δικαιούχων (αγοραστή και πωλητή) εντάσσεται στην εμπράγματη δικαιοπραξία μεταβίβασης των τίτλων, που ολοκληρώνεται με την παράδοση των τίτλων των ονομαστικών αποθετηρίων εγγράφων από το μέλος του χρηματιστηρίου που λειτουργεί ως αντιπρόσωπος του πωλητή στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών και την παράδοση των νέων ονομαστικών αποθετηρίων εγγράφων από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών στο μέλος του χρηματιστηρίου, που ενεργεί ως αντιπρόσωπος του αγοραστή.

Όπως συνάγεται από τις ισχύουσες περί εκκαθάρισεως διατάξεις, που προβλέπουν εκκαθάριση σε ημερήσια βάση, και σύμφωνα με τη χρηματιστηριακή πρακτική, δεν γίνεται εκκαθάριση των τίτλων των συμψηφιζομένων μεταξύ τους σε ημερήσια βάση χρηματιστηριακών συναλλαγών επί ονομαστικών μετοχών του ίδιου προσώπου, εφόσον οι συναλλαγές έχουν διενεργηθεί μέσω του ίδιου μέλους του χρηματιστηρίου. Δεν αποκλείεται εξάλλου, σε ειδικές περιστάσεις, και η εκκαθάριση συναλλαγών επί ονομαστικών μετοχών να γίνει, σε επίπεδο μέλους του χρηματιστηρίου, συμψηφιστικά, το οποίο και φέρει τη σχετική ευθύνη, αστική και διοικητική.

## 2. Παράδοση επί αντικαταβολή του τιμήματος

Όπως συνάγεται από το άρθρο 38 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, στο οποίο παραπέμπει η παρ. 9 του άρθρου 20 του Ν 3632/1928, που προστέθηκε με το άρθρο 51 του Ν 1969/1991, η παράδοση των τίτλων στο μέλος του χρηματιστηρίου, μέσω του οποίου έγινε η αγορά τους, γίνεται με αντικαταβολή του τιμήματος (delivery versus payment). Ως προς το εν λόγω θέμα η διάταξη του άρθρου 38 του Κανονισμού είναι αναγκαστικού δικαίου, αφού συνδέεται με την εύρυθμη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Η αρχή «παράδοση επί αντικαταβολή» αποτελεί τη σπονδυλική στήλη του συστήματος εκκαθάρισης χρηματιστηριακών συναλλαγών, η δε τήρησή της μειώνει σε μεγάλο βαθμό το συστημικό κίνδυνο.

Δεδομένου ότι η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών γίνεται ex lege μέσω οργανωμένου φορέα, του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, τούτο υποχρεούται να διενεργεί την εκκαθάριση έτσι, ώστε να τηρείται η αναγκαστικού δικαίου αρχή της παράδοσης με αντικαταβολή του τιμήματος. Συνάγεται, επομένως, εκ του νόμου η υποχρέωση του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών να ελέγχει τη ροή της εκπλήρωσης των συναλλαγών κάθε μέλους, έτσι ώστε να μην πραγματοποιείται καταβολή χρημάτων ή παράδοση τίτλων σε αυτό, αν δεν έχει διασφαλισθεί η εκπλήρωση των δικών του αντίστοιχων υποχρεώσεων. Η ρύθμιση αυτή αποκτά ιδιαίτερη αξία καθόσον τα μέλη του χρηματιστηρίου δεν μπορούν, για τεχνικούς λόγους, να προβάλλουν, τα ίδια στα αντισυμβαλλόμενα με αυτά ανά συναλλαγή μέλη, ένστασεις σε σχέση με την εκπλήρωση των παροχών τους (π.χ. ένσταση μη εκπληρωθέντος συναλλάγματος, ένσταση εποχέσεως, ένσταση συμψηφισμού), καθώς και λόγω του ότι η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών γίνεται με το σύστημα του πολυμερούς συμψηφισμού, συνεπεία του οποίου δεν είναι, κατά κανόνα, δυνατή η αντιστοίχιση παροχών και αντιπαροχών.

Η υποχρέωση αυτή μπορεί επίσης να συναχθεί ως παρεπόμενη υποχρέωση της μεταξύ των μελών του Χρηματιστηρίου

και του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών υφισταμένης εκ του νόμου έννομης σχέσης, η οποία προκύπτει, σε συνδυασμό και με την αρχή της καλής πίστης, ως επιταγή συναλλακτικής συμπεριφοράς, από την ανάγκη διασφάλισης της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, αλλά και ως υποχρέωση προστασίας των μελών του χρηματιστηρίου, που επιτείνεται μάλιστα από την ιδιαίτερη μονοπωλιακή θέση που κατέχει ex lege το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών στη χρηματιστηριακή αγορά.<sup>41</sup>

Με σκοπό τη διασφάλιση της τήρησης αυτής της αρχής, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μετά την εμπειρία του Νοεμβρίου 1996 με τη ΔΕΛΤΑ Α.Χ.Ε.,<sup>42</sup> όρισε με την Απόφασή της 6218 της 88ης Συνεδρίασης της 12ης Νοεμβρίου 1996 ότι η «εξόφληση των υποχρεώσεων των χρηματιστηριακών εταιριών στην Εκκαθάριση των Συναλλαγών γίνεται με την καταβολή στην Ανώνυμη Εταιρία Αποθετηρίων Τίτλων μόνο μετρητών ή τραπεζικών επιταγών», έτσι να κατοχυρώνεται η πραγματική καταβολή των χρηματικών ποσών. Με την ίδια απόφαση ορίστηκε επίσης ότι: «σε περίπτωση που ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρία έχει χρεωστικό υπόλοιπο τίτλων από την προηγούμενη ημέρα η παλαιότερα, το Αποθετήριο θα προβαίνει σε παρακράτηση τυχόν πιστωτικών υπολοίπων της Α.Χ.Ε. σε μετρητά και μέχρι να εκπληρώσει την υποχρέωσή της από τίτλους». Η διάταξη αυτή ορθώς απαγορεύει τη μη καταβολή χρηματικών ποσών σε χρηματιστηριακή εταιρία, η οποία οφείλει τίτλους από προηγούμενες εκκαθαρίσεις. Δεν υπεισέρχεται, εν τούτοις, στο κύριο θέμα των συνεπειών της μη παράδοσης τίτλων που οφείλονται από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές της ημέρας που αφορά η εκκαθάριση. Η εν λόγω υπερημερία πρέπει οπωσδήποτε να ληφθεί υπόψη κατά την εκκαθάριση. Δεν προκύπτει, εν τούτοις, από το νόμο με ποιο τρόπο: αν η εν λόγω χρηματιστηριακή εταιρία έχει πιστωτικό υπόλοιπο, θα της παρακρατηθεί χρηματικό ποσό που αντιστοιχεί στην αξία των μη παραδοθέντων τίτλων ή μεγαλύτερο ποσό και πώς αυτό θα προσδιορισθεί; Αν η χρηματιστηριακή εταιρία έχει χρεωστικό υπόλοιπο, ποιες θα είναι οι συνέπειες; Θα της παραδοθούν οι τίτλοι που της οφείλονται από την εκκαθάριση συνεπεία των λοιπών χρηματιστηριακών συναλλαγών που έχει διενεργήσει ή μήπως θα έπρεπε να της ζητηθεί να καταβάλει ως εγγυοδοσία (ασφάλεια) χρηματικό ποσό, το ύψος του οποίου θα προσδιοριζόταν με βάση την αξία των μη παραδοθέντων τίτλων; Είναι ευνόητο ότι το τεθέν ζήτημα αποκτά πρακτική σημασία για την αντιμετώπιση περιπτώσεων μη εκπλήρωσης από μέλος του χρηματιστηρίου ορισμένων μόνον υποχρεώσεων του. Σχετικώς επιβάλλεται να ληφθεί υπόψη ο χαρακτήρας της χρηματιστηριακής συναλλαγής ως σύμβασης ακριβόχρονης εκπλήρωσης, καθώς και η τηρουμένη διαδικασία εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών: ότι δηλαδή γίνεται συμψηφιστικώς η εκκαθάριση των χρηματικών απαιτήσεων-υποχρεώσεων του κάθε μέλους, αλλά και εκείνων που αφορούν ανώνυμες μετοχές, ενδεχομένως

41. Πρβλ. Ι. Σχινά, ΔΕΕ 1995, 484 επ.

42. Ως γνωστόν, η χρηματιστηριακή αυτή εταιρία, προς εκπλήρωση των υποχρεώσεών της από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές που είχε καταρτίσει «πλήρως» με επιταγές εκδόσεώς της, οι οποίες εκ των υστέρων απεδείχθη ότι ήταν ακάλυπτες.

δε, για τις ανάγκες της εκκαθάρισης, και των αφορωσών ονομαστικές μετοχές.

Προκειμένου να εντοπισθούν εγκαίρως προάγγελοι κρίσεων και να προληφθούν εξελίξεις που θα έβηταν σε κίνδυνο την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, να προστατευθεί δηλαδή το δημόσιο συμφέρον, αλλά και να τηρηθούν οι επιταγές της διατάξεως του άρθρου 288 ΑΚ, πρέπει να προκριθεί η ad hoc αντιμετώπιση των περιπτώσεων υπερημερίας μέλους ως προς επιμέρους οφειλόμενες παροχές του, έτσι ώστε να είναι δυνατή η διαφορετική αντιμετώπιση κάθε περίπτωσης, ανάλογα με το είδος και το ύψος της μη εκπληρωθείσας παροχής. Τούτο σημαίνει ότι κατά την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, επί υπερημερίας, πρέπει να γίνεται έλεγχος κατά περίπτωση, λαμβανομένης υπόψη της αρχής της αναλογικότητας, που εκφράζεται εν προκειμένω μέσω της ως άνω γενικής ρήτηρας του Αστικού Κώδικα. Στόχος είναι πάντοτε η διασφάλιση του δημοσίου συμφέροντος στην ομαλή εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Κρίνεται απαραίτητο να τονισθεί ότι το δημόσιο συμφέρον δεν διασφαλίζεται απαραίτητα με την επιλογή της αυστηρότερης οδού, π.χ. της μη καταβολής οιασδήποτε χρηματικού ποσού ή της μη παράδοσης οιασδήποτε μετοχής στο υπερήμερο ως προς την παράδοση μερικών μόνον τίτλων μέλους, αφού μια τέτοια λύση θα μπορούσε να δημιουργήσει προβλήματα στην ομαλή λειτουργία του μέλους αυτού, τα οποία θα μπορούσαν να μεταλαμπαδευθούν και στην υπόλοιπη αγορά.

Επιβάλλεται, λοιπόν, να διακριθούν τα εξής: στην περίπτωση υπερημερίας καταβολής χρηματικών ποσών, τα πράγματα είναι, κατά το μάλλον ή ήττον, σαφή. Εν προκειμένω καθυστέρηση δεν δικαιολογείται, καθώς επί χρηματικής ενοχής δεν νοείται αδυναμία παροχής. Επομένως, εδώ θα μπορούσε να δικαιολογηθεί τήρηση αυστηρής γραμμής, κατά την οποία, στο πλαίσιο της αρχής *delivery versus payment*, οι υποχρεώσεις και απαιτήσεις ενός μέλους θα λαμβάνονταν υπόψη ως ενιαίο σύνολο.

Η καθυστέρηση παράδοσης τίτλων - παρά το γεγονός ότι, κατ' αρχήν, ούτε επί οφειλόμενης παροχής εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών, ως εννοίας γένους, νοείται αδυναμία παροχής - χρήζει ιδιαίτερου χειρισμού, ενόψει του ότι δεν έχει ακόμη θεσμοθετηθεί σύστημα δανεισμού τίτλων, που θα επέτρεπε στα μέλη του χρηματιστηρίου να αντιμετωπίσουν μέσω αυτού φαινόμενα λαθών ή καθυστερήσεων.<sup>43</sup> Οι εν λόγω ιδιομορφίες επιβάλλουν την υιοθέτηση διαδικασίας, που θα δίδει τη δυνατότητα της, κατά περίπτωση, εκτίμησης των λόγων της υπερημερίας και των ενδεχομένων συνεπειών της στο σύστημα εκκαθάρισης των συναλλαγών, οι οποίες πρέπει να κριθούν με την υπόθεση της δυσόιανης προοπτικής ότι η συγκεκριμένη υπερημερία είναι προάγγελος οριστικής αδυναμίας. Ήδη σημειώθηκε ότι η μη καταβολή στο υπερήμερο μέλος απλώς της αντιστοιχούσας στην οφειλόμενη ακόμη παροχή του χρηματικής αντιπαροχής αφενός δεν είναι πάντοτε δυνατή, όταν τούτο έχει ήδη χρεωστικό υπόλοιπο, αφετέρου δε δεν εξασφαλίζει ικανοποιητικά τα συμφέροντα της χρηματιστηριακής αγοράς, ιδίως σε περίπτωση διακύμανσης της τιμής των εν λόγω μετοχών, οπότε η αντικατάστασή τους από άλλες ομοειδείς μετοχές θα είχε, τελικώς, πολύ μεγαλύτερο κόστος (*replacement cost risk*). Το θεσμικό πλαίσιο χρήζει συμπληρώσεως ως προς το εξεταζόμενο ζήτημα. *De l'age fesenda,*

σκόπημη θα ήταν η χάραξη από το νομοθέτη του πλαισίου, εντός του οποίου θα εκινείτο, κατά περίπτωση, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών για την εξατομικευμένη αντιμετώπιση της κάθε περιπτώσεως.

Το συμπέρασμα της προηγηθείσας έρευνας συνοψίζεται, επομένως, στα εξής: σε περίπτωση υπερημερίας μέλους για την εκπλήρωση υποχρεώσεών του που συνδέονται με την εκκαθάριση των κύριων χρηματιστηριακών συναλλαγών, πέραν των διοικητικών κυρώσεων που προβλέπει η Απόφαση 129/5/14.4.1998 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς,<sup>44</sup> το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών οφείλει να τηρεί την αρχή «παράδοση επί αντικαταβολής», που επιβάλλεται από το δημόσιο συμφέρον. Η εφαρμογή της αρχής αυτής πρέπει να γίνεται με γνώμονα τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών, τηρουμένης της αρχής της αναλογικότητας: ορθό είναι να λαμβάνεται υπόψη το σύνολο των υποχρεώσεων κάθε μέλους, με δυνατότητα κάμψεως μόνον εφόσον η μη εκπλήρωση αφορά παράδοση τίτλων και οφείλεται σε συγγνωστό λόγο και έχει χαρακτήρα προσωρινό, χωρίς να δημιουργείται από αυτή κίνδυνος για την εύρυθμη λειτουργία του συστήματος εκκαθάρισης των συναλλαγών.

### III. Εγγενείς στο σύστημα εκκαθάρισης πηγές κινδύνων

#### A. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Αντικείμενο αυτού του κεφαλαίου αποτελούν οι ιδιαίτερες των κανόνων λειτουργίας της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, οι οποίες επηρεάζουν άμεσα τις πηγές κινδύνων του συστήματος εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών, καθώς ενέχουν σπέρμα παθογενέσεως, το οποίο αναπτύσσεται σε περίπτωση ανώμαλης εξέλι-

43. Επιβάλλεται επίσης να ληφθεί υπόψη η πρακτική συναλλαγών με αλλοδαπούς χρηματιστηριακούς οίκους, σύμφωνα με την οποία η εκκαθάριση της συναλλαγής της χρηματιστηριακής παραγγελίας μεταξύ των χρηματιστηριακών οίκων-παραγγελιών, μέσω του θεματοφύλακα τους στην Ελλάδα, και των μελών του χρηματιστηρίου γίνεται κατά κανόνα την ίδια ή την προηγούμενη ημέρα εκκαθάρισης της κύριας χρηματιστηριακής συναλλαγής (επί πώλησεως) ή την ίδια ή την επόμενη ημέρα της εκκαθάρισης της κύριας χρηματιστηριακής συναλλαγής (επί αγοράς). Η πρακτική αυτή, η οποία σημειωτέον ότι έχει αναγνωρισθεί τουλάχιστον εμμέσως από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την Απόφαση της Συνεδρίασης 129/7/14.4.1998 «Ρυθμίσεις για την εκκαθάριση συναλλαγών», εκθέτει τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στον κίνδυνο να μην εκπληρώσουν εμπροθέσμως την υποχρέωσή τους προς παράδοση πωληθέντων τίτλων, εφόσον ο εντολέυς τους, αλλοδαπός χρηματιστηριακός οίκος, δεν τους παραδώσει εμπροθέσμως τους τίτλους αυτούς.

44. Η εν λόγω Απόφαση επιβάλλει επίσης ποινή αποκλεισμού από τις συναλλαγές όταν η χρηματιστηριακή εταιρία καθυστερεί την παράδοση τίτλων αξίας μεγαλύτερης των εβδομήντα πέντε εκατομμυρίων δραχμών, θεωρώντας ότι η εν λόγω καθυστέρηση αποτελεί κατά τεκμήριο προάγγελο κρίσεως της χρηματιστηριακής εταιρίας. Με τον αποκλεισμό σκοπεύεται ο κατά το δυνατόν περιορισμός του κινδύνου.

ξης της χρηματιστηριακής συναλλαγής. Αυτές μπορούν να διακριθούν στις εξής θεματικές ενότητες:

α) στη χρονική υστέρηση μεταξύ της κατάρτισης της κύριας χρηματιστηριακής συναλλαγής (ενοχικής δικαιοπραξίας) και της εκκαθάρισης της (εκπαιητικής δικαιοπραξίας) και

β) στην εγγυητική ευθύνη του μέλους του χρηματιστηρίου.

Μετά την παρουσίαση αυτών των θεμάτων, θα παρατεθούν και αναλυθούν (υπό IV) οι διατάξεις του ελληνικού δικαίου, με τις οποίες αντιμετωπίζονται τα ζητήματα που γεννώνται επί οριστικής αδυναμίας μέλους του χρηματιστηρίου.

## B. Η χρονική υστέρηση μεταξύ κατάρτισης και εκκαθάρισης της κύριας χρηματιστηριακής συναλλαγής

Όπως εκτέθηκε, η εκκαθάριση (ο διακανονισμός) των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς, δηλαδή η παράδοση του πράγματος και η πληρωμή του τιμήματος, με τις οποίες συντελείται η εκπαιητική δικαιοπραξία, δεν γίνεται ταυτόχρονα με την κατάρτιση της ενοχικής δικαιοπραξίας και αυτομάτως, αλλά την τρίτη εργάσιμη ημέρα που ακολουθεί την ημέρα κατάρτισης της χρηματιστηριακής πωλησεως ως ενοχικής συμβάσεως. Αυτό σημαίνει ότι το ισχύον σύστημα εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών ενέχει και αποδέχεται ως προς κάθε μέλος του χρηματιστηρίου τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του από τις συναλλαγές τεσσάρων συνεδριάσεων του χρηματιστηρίου για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές τοις μετρητοίς.

Η ύπαρξη χρονικής υστέρησης είναι αναπόφευκτη όσο δεν έχουν απουλοποιηθεί οι τίτλοι των μετοχών, έτσι ώστε να διασφαλίζεται το σύγχρονο της ενοχικής και της εκπαιητικής δικαιοπραξίας (real time gross settlement) με την αρχή της παράδοσης επί αντικαταβολή (delivery versus payment). Επβάλλεται πάντως να τονισθεί ότι οι διατάξεις για τους άυλους τίτλους, που ψηφίσθηκαν από το ελληνικό κοινοβούλιο με τον Ν 2396/1996 και τροποποιήθηκαν σε μεγάλο βαθμό, πριν αρχίσουν να εφαρμόζονται, με τον Ν 2533/1997, δεν ρυθμίζουν θέματα εκκαθάρισης συναλλαγών επί άυλων τίτλων.

Με τις νέες διατάξεις δεν λαμβάνεται πρόνοια για τη διασφάλιση στο σύστημα ηλεκτρονικών συναλλαγών με άυλους τίτλους του ταυτόχρονου της ενοχικής και της εκπαιητικής δικαιοπραξίας (real time settlement) και του ταυτόχρονου της καταβολής και αντικαταβολής των παροχών των συναλλασσομένων, ούτε κινούνται αυτές στην κατεύθυνση της σύντηξης της προθεσμίας εκτέλεσης της χρηματιστηριακής συναλλαγής, μετά την κατάρτιση της. Αντιθέτως, το άρθρο 47 της Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 8262 της Συνεδρίασης 128/3/31.3.1998 «Κανονισμός Εκκαθάρισης Συστήματος Άυλων Τίτλων» διατηρεί τον κανόνα T+3 ως προς τον διακανονισμό των χρηματιστηριακών συναλλαγών επί άυλων τίτλων. Η τρίτη παράγραφος του άρθρου 47 του Κανονισμού Εκκαθάρισης φαίνεται να διατηρεί την αρχή delivery versus payment, ορίζοντας ότι «η διαδικασία της εκκαθάρισης ολοκληρώνεται .... υπό τον όρο ότι δεν υφίστανται χρηματικές ή ποσοτικές εκκρεμότητες των συμμετεχόντων στην εκκαθάριση».<sup>45</sup>

Συνάγεται λοιπόν ότι η ύπαρξη μηχανισμών και διαδικασιών εξασφάλισης της καλής εκτέλεσης των παροχών που πηγάζουν από τις κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές, έτσι ώστε να αντιμετωπίζονται οι κρίσεις σε περίπτωση αφεργυγυότητας μέλους του χρηματιστηρίου και να διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί σήμερα αδήριτη ανάγκη, η οποία θα εξακολουθήσει να υπάρχει και μετά την απουλοποίηση των τίτλων των μετοχών.

## Γ. Η εγγυητική ευθύνη των μελών του χρηματιστηρίου

Σύμφωνα με το άρθρο 19 παρ. 2 του Ν 3632/1928, το μέλος του χρηματιστηρίου ευθύνεται προς τον εντολέα του για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του αντισυμβαλλομένου μέλους και προς το αντισυμβαλλόμενο μέλος για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του εντολέως του (χρηματιστηριακού παραγγέλεως). Συνεπώς, η μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων των αντισυμβαλλομένων του μέλους του χρηματιστηρίου στις συμβάσεις χρηματιστηριακής παραγγελίας ή χρηματιστηριακής πωλησεως, πελατών-εντολέων τους, ή των αντισυμβαλλομένων μελών του χρηματιστηρίου, αντιστοίχως, δεν απαλλάσσει το μέλος του χρηματιστηρίου από τις σχετικές υποχρεώσεις του έναντι των αντισυμβαλλομένων του μελών ή πελατών.

Η χρηματιστηριακή εταιρία είναι σε θέση να λάβει εκ των προτέρων μέριμνα για την εξασφάλιση των απαιτήσεων της έναντι του αντισυμβαλλομένου πελάτη της, αφού δύναται να αποφασίσει αν και πόση πίστωση θα του παράσχει και αν θα εκτελέσει την κύρια χρηματιστηριακή συναλλαγή χωρίς να της έχουν παραδοθεί οι προς πώληση μετοχές. Εμπίπτει, πράγματι, στη σφαίρα της δικής της δραστηριότητας να φροντίσει για την τήρηση της διατάξεως του άρθρου 15 παρ. 15 του Ν 3632/1928, των διατάξεων για την απαγόρευση χρήσεως κεφαλαίων και τίτλων πελατών προς εκπλήρωση δικών της υποχρεώσεων (άρθρο 6 παρ. 1-2 Ν 2396/1996) και των κανόνων για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων (άρθρα 32 επ. Ν 2396/1996), καθώς και να χαράξει τη χρηματοδοτική της πολιτική (άρθρο 2 στοιχείο 2 γ' Ν 2396/1996).

Αυτή η ευχέρεια δεν υφίσταται όμως ως προς τις κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές. Μετά την εισαγωγή του Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών, το μέλος του χρηματιστηρίου αδυνατεί να επλέξει το συμβαλλόμενο με αυτό στην κύρια χρηματιστηριακή συναλλαγή άλλο μέλος του χρηματιστηρίου. Ενώ λοιπόν η διάταξη του άρθρου 19 παρ. 2 του Ν 3632/1928 ως προς το πρώτο σκέλος της, που εισήγαγε την εγγυητική ευθύνη του χρηματιστή έναντι του πελάτη του, είχε αναντίρρητα νόημα και υπήρχε πειστικός δικαιοπολιτικός λόγος θέσπισής της κατά τον χρόνο της εισαγωγής της, οπότε οι χρηματιστές μπορούσαν να επλέξουν τον αντισυμβαλλόμενο χρηματιστή, όχι μόνον εξέλιπε ο λόγος αυτός με την εισαγωγή του Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών, αλλά και αποτελεί η εν λόγω διάταξη πηγή επιτάσεως του συστημικού κινδύνου, αφού αυτός επκεντρώνεται σε συγκεκριμέ-

45. Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί άυλων τίτλων μετοχών δεν θα αποτελέσει αντικείμενο περαιτέρω διερεύνησης της παρούσας μελέτης.



να μέλη του χρηματιστηρίου, που έτυχε να είναι αντισυμβαλλόμενα μέλους που περιήλθε σε αδυναμία. Για τη θεραπεία του προβλήματος αυτού, που ετέθη επιτακτικά στην περίπτωση του μέλους του χρηματιστηρίου ΔΕΑΤΑ Α.Χ.Ε., που περιήλθε το Νοέμβριο του 1996 σε οριστική αδυναμία, εκδόθηκε (ορθώς και από δικαιοπολιτική άποψη) η Πράξη Νομοθετικού Περιεχομένου της 18ης Νοεμβρίου 1996, που κυρώθηκε με τον Ν 2471/1997, με την οποία το έλλειμμα της εκκαθάρισης ανέλαβε να καλύψει το Κοινό Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών, ως φορέας, μέσω του οποίου επιτυγχάνεται ο επιμερισμός της ζημίας σε όλα τα μέλη του χρηματιστηρίου.<sup>46</sup>

Παρά ταύτα ο νομοθέτης δεν φρόντισε να αντιμετωπίσει άμεσα και ουσιαστικά το πρόβλημα: διατήρησε μεν την εκ του νόμου εγγυητική ευθύνη,<sup>47</sup> που εμπειδώνει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και των θεσμικών επενδυτών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά,<sup>48</sup> παρέλειψε όμως να εισαγάγει μηχανισμούς που αντιμετωπίζουν στη ρίζα του και με ειλικρίνεια το ζήτημα και περιορίστηκε στο να θεοπίσει με τα άρθρα 4 επ. του Ν 2471/1997 τον κατ' αρχήν επιτυχί, αλλά ανεπαρκή και ατελή για την αντιμετώπιση του εκτεθέντος νομοθετικού προβλήματος θεσμο του Επικουρικού Κεφαλαίου.<sup>49</sup>

#### IV. Μηχανισμοί αντιμετώπισης των συστημικών κινδύνων

##### A. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Οι μηχανισμοί που έχει θεσμοθετήσει ο Έλληνας νομοθέτης για την αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που ανακύπτει σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας μέλους του χρηματιστηρίου να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει από τις κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές που κατήρτισε είναι οι εξής:

- α) Επιβολή στα μέλη του χρηματιστηρίου περιορισμών (ορίων) ως προς τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν κατά τη συνεδρίαση του χρηματιστηρίου σε σχέση με i) το ύψος των ιδίων κεφαλαίων τους και ii) τις ασφάλειες που παρέχουν για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους (παρ. 6-8 του μόνου άρθρου της Πράξεως Νομοθετικού Περιεχομένου «Πρόσθετες ρυθμίσεις για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και άλλες διατάξεις», που κυρώθηκε με το άρθρο 1 του Ν 2471/1997.
- β) Σύσταση του Επικουρικού Κεφαλαίου Εκκαθάρισης Χ.Α.Α. με το άρθρο 4 του Ν 2471/1997.
- γ) Ικανοποίηση των αντισυμβαλλομένων μελών του χρηματιστηρίου από το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 61 επ. του Ν 2533/1997.<sup>50</sup>

Οι μηχανισμοί αυτοί θα αποτελέσουν στη συνέχεια αντικείμενο διερεύνησης.

##### B. Επιβολή ορίων αναλαμβανομένων υποχρεώσεων

Στην παρ. 6 του μόνου άρθρου της Πράξεως Νομοθετικού Περιεχομένου «Πρόσθετες ρυθμίσεις για τις χρηματιστηρια-

κές συναλλαγές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και άλλες διατάξεις», που κυρώθηκε με το άρθρο 1 του Ν 2471/1997, ορίζεται ότι τα μέλη του χρηματιστηρίου, για να διενεργούν χρηματιστηριακές συμβάσεις πωλήσεως στη συνεδρίαση του χρηματιστηρίου, υποχρεούνται να (προ)καταβάλουν ως «εγγύηση» (εννοείται εγγυοδοσία) για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές χρηματικό ποσό που καθορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η επόμενη παρ. 7 προβλέπει ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει, αντί της καταβολής χρηματικού ποσού, την κατάθεση τίτλων του δημοσίου ή τραπεζικής εγγυητικής επιστολής. Η εν λόγω τραπεζική επιστολή εκδίδεται υπέρ του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών ως εκ του νόμου αντιπροσώπου των μελών του χρηματιστηρίου και ως θεματοφύλακα της ομάδας περιουσίας, την οποία διαχειρίζεται για τη διενέργεια της εκκαθάρισης, για τη διανομή δηλαδή στο κάθε μέλος της αναλογούσης μερίδας του από αυτή. Σύμφωνα με τα παραπάνω, η προβλεπόμενη «κατάθεση τίτλων του δημοσίου» θα είχε την έννοια της ενεχύρασης των τίτλων αυτών υπέρ του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών υπό την προεκτεθείσα του ιδιότητα.

Από την εκδοθείσα κατ' εξουσιοδότηση της πιο πάνω Πράξεως Νομοθετικού Περιεχομένου Απόφαση 6226 της Συνεδρίασης 90/8/19.11.1996 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συνάγεται ότι τα μέλη του χρηματιστηρίου υποχρεούνται να «καλύπτουν» εκ των προτέρων τις ημερήσιες συναλλαγές τους που υπερβαίνουν το διπλάσιο του ύψους των ιδίων κεφαλαίων τους. Διαφορετικά, διακόπτεται αυτόματα η πρόσβαση της χρηματιστηριακής εταιρίας στο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών. Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές που πρέπει να «καλύπτονται» νοούνται ως το άθροισμα αγορών και πωλήσεων στη διάρκεια μιας συνεδρίασης του χρηματιστηρίου (παρ. 1 εδ. 2 της Απόφασης). Η «κάλυψη» μπορεί να γίνει με εγγυητική επιστολή τραπεζίτη, την οποία η χρηματιστηριακή εταιρία πρέπει να έχει προσκομίσει πριν από την έναρξη της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου. Ορθό πάντως είναι να γίνει δεκτό ότι

46. Και διεθνώς συναντώνται μηχανισμοί επιμερισμού της ζημίας μεταξύ όλων των μελών ενός συστήματος (loss sharing) σε περιπτώσεις οριστικής αδυναμίας μέλους συστήματος ή οργανωμένης αγοράς, ή και σε περιπτώσεις ζημίας λόγω του ότι η (κοινώς αποδεκτή) ασφάλεια (π.χ. υπό μορφή ενεχύρου), που είχε παρασχεθεί από τον εις οριστική αδυναμία περιελθόντα για την ασφάλεια συναλλαγής, δεν κάλυψε κατά τη ρευστοποίησή της το προκύψαν έλλειμμα. Βλ. αντί πολλών *European Monetary Institute, Payment Systems in the European Union*, April 1996, σελ. 749.

47. Για την εγγυητική ευθύνη του παραγγελιοδόχου στη σύμβαση παραγγελίας εν γένει πρβλ. *Ρούσου*, Η σύμβαση παραγγελίας, ΕΕμπδ 1991, 574 επ. (591 επ.).

48. Βλ. *Ι. Σχινά*: Ευθύνη του Χρηματιστηρίου Αξιών για την εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών, ΔΕΕ 1995, 483.

49. Σχετικώς βλ. κατωτέρω υπό IV.Γ.

50. Οι διατάξεις του άρθρου 27 παρ. 1-20 του Ν 3632/1928 προέβλεπαν επίσης διαδικασία ακύρωσης του συμφηφισμού των ομοειδών απαιτήσεων που πηγάζουν από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές στις οποίες συμμετείχε το περιελθόν σε οριστική αδυναμία μέλος. Οι διατάξεις αυτές καταργήθηκαν όμως από το άρθρο 105 παρ. 1, τελευταίο εδάφιο του Ν 2533/1997.

αρκεί και η κατάθεση του υπερβάλλοντος χρηματικού ποσού στο λογαριασμό εκκαθάρισεως την τράπεζα, στην οποία έχει ανατεθεί από το Δ.Σ. του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών η διενέργεια της εκκαθάρισεως των χρηματικών απαιτήσεων (παρ. 9 του άρθρου 20 του Ν 3632/1928), εφόσον το ποσό αυτό είναι δεσμευμένο για τον εν λόγω σκοπό. Η «κάλυψη» των χρηματιστηριακών συναλλαγών για χρηματικά ποσά μεταξύ του ύψους των ιδίων κεφαλαίων της χρηματιστηριακής εταιρίας και του διπλασίου αυτών επιβάλλεται να γίνει, σύμφωνα με την παραπάνω Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μέχρι την 9η πρωινή της επομένης ημέρας είτε με την καταβολή μετρητών είτε με εγγυητική επιστολή τράπεζας είτε με παράδοση τίτλων που η χρηματιστηριακή εταιρία οφείλει να παραδώσει στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών συνεπεία των χρηματιστηριακών συναλλαγών πωλήσεως της προηγούμενης συνεδρίασης του χρηματιστηρίου.

Ο προεκτεθείς μηχανισμός αποβλέπει στον περιορισμό του ύψους των υποχρεώσεων που αναλαμβάνονται από τα μέλη του χρηματιστηρίου σε κάθε συνεδρίαση, έτσι ώστε την ημέρα της εκκαθάρισης, σε περίπτωση μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων λόγω οριστικής αδυναμίας, ο κίνδυνος αυτός να μην υπερβαίνει, κατ' ανώτατο όριο, το πενταπλάσιο των ιδίων κεφαλαίων της χρηματιστηριακής εταιρίας, ποσό το οποίο μπορεί να προκύψει από τη συμμετοχή του μέλους σε τέσσερις συνεδριάσεις του χρηματιστηρίου. Πρόκειται για προληπτικό μηχανισμό που περιορίζει το μέγεθος του κινδύνου, αφού επιβάλλεται στα μέλη του χρηματιστηρίου είτε να προεξοφλούν τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, συντένοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την τριήμερη προθεσμία καταβολής, είτε να καταβάλλουν ειδος εγγυοδοσίας για την καλή εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους.

Ο μηχανισμός αυτός περιορίζει σε μεγάλο βαθμό το συστημικό κίνδυνο της εκκαθάρισης. Αν ληφθεί μάλιστα υπόψη ότι, κατά την Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για τον υπολογισμό των «καλυμμάτων» λαμβάνονται υπόψη χωριστά οι αγορές και οι πωλήσεις, χωρίς να συμψηφίζονται οι αντίθετες χρηματικές απαιτήσεις, διαπιστώνεται ότι ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος είναι στην πραγματικότητα πολύ μικρότερος του πενταπλάσιου των ιδίων κεφαλαίων μιας χρηματιστηριακής εταιρίας και μόνον εφόσον μία εταιρία διενεργήσει και στις τέσσερις συνεδριάσεις μόνον αγορές ή μόνον πωλήσεις, πράγμα εξαιρετικά απίθανο, ο κίνδυνος μπορεί να φθάσει το παραπάνω μέγεθος.

Πέραν αυτού, η τήρηση από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών του κανόνα «παράδοση επί αντικαταβολή» περιορίζει σημαντικότητα τον συστημικό κίνδυνο, αφού σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας μέλους του χρηματιστηρίου ο κίνδυνος που διατρέχουν τα αντισυμβαλλόμενα μέλη, τα οποία θα πρέπει να εκπληρώσουν έναντι των πελατών τους, εφόσον έχει διασωθεί η αντικαταβολή τους, θα περιορισθεί στην εντός του πενηθήμερου τυχόν επελθούσα στη χρηματιστηριακή αγορά διακύμανση της τιμής των τίτλων, τους οποίους το περιελθόν σε οριστική αδυναμία μέλος δεν παρέδωσε ή των οποίων το τίμημα δεν κατέβαλε (market risk, replacement cost risk). Ο συστημικός κίνδυνος θα μπορούσε να λάβει μεγαλύτερες διαστάσεις μόνον σε περιπτώσεις: α) χειραγώγησης τιμών, όταν έχει διαμορφωθεί τεχνητός τιμή μιας μετοχής, β) εξαιρετικά ρηχής ως προς ορισμένους

τίτλους αγοράς, όταν δεν υπάρχει επαρκής ζήτηση ή προσφορά τίτλων ή γ) σε συνδυασμό και με τις δύο προηγούμενες περιπτώσεις, επικέντρωσης των συναλλαγών του περιελθόντος σε αδυναμία μέλους σε μία κυρίως μετοχή. Ο ως άνω μηχανισμός διασφάλισης του συστήματος εκκαθάρισης συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, πέραν της αναμφίβολης αποτελεσματικότητάς του για την πρόληψη συστημικού κινδύνου, είναι και ιδιαίτερα αυστηρός. Αξίζει να σημειωθεί ότι σχετικώς λίγα συστήματα εκκαθάρισης συναλλαγών τοις μετρητοίς επί τίτλων χρησιμοποιούν, και δη με τόσο αυστηρά κριτήρια, μηχανισμού επιβολής ορίων αναλαμβανόμενων υποχρεώσεων.<sup>51</sup>

### Γ. Το Επικουρικό Κεφάλαιο Υποστήριξης Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών

Το Επικουρικό Κεφάλαιο Υποστήριξης Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών (στο εξής: το «Επικουρικό Κεφάλαιο») έχει συσταθεί με το άρθρο 4 του Ν 2471/1997 ως σύνολο (ομάδα) περιουσίας με διαχειριστή και θεματοφύλακα το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Σκοπός του είναι η «άμεση κάλυψη οφειλών προς μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών εντολές»<sup>52</sup> χρηματιστηριακών συναλλαγών, που προκύπτουν από τη μη εμπρόθεση εκκαθάρισή τους, λόγω της μη παράδοσης των οφειλομένων τίτλων ή μετρητών, αντιστοιχώς [sic] (άρθρο 4 παρ. 3 Ν 2471/1997). Η εκτεθείσα διάταξη εννοεί προφανώς ότι το Επικουρικό Κεφάλαιο καλύπτει οφειλές μελών του χρηματιστηρίου από κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές έναντι άλλων μελών.

Από τη μελέτη των διατάξεων του Ν 2471/1997 για το Επικουρικό Κεφάλαιο συνάγονται τα εξής:

Το άρθρο 4 του Ν 2471/1997 προβλέπει στην παρ. 4 ότι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), ως διαχειριστής και θεματοφύλακας του Επικουρικού Κεφαλαίου, θα «ενεργοποιεί το [Επικουρικό] Κεφάλαιο σε κάθε περίπτωση που κατά την απόλυτη [sic] κρίση του η μη εκκαθάριση των εκκρεμών συναλλαγών δημιουργεί σημαντική διαταραχή στη χρηματιστηριακή αγορά ή σημαντικά προσκόμματα στην ομαλή λειτουργία της εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών».

Ο εκτεθείς ορισμός των όρων ενεργοποίησης του Επικουρικού Κεφαλαίου, που συνιστά μάλιστα ταυτολογία ως προς το δεύτερο σκέλος του, δεν ικανοποιεί απολύτως από πρακτική άποψη, αφού η εξειδίκευση της αόριστης νομικής έννοιας της «σημαντικής διαταραχής στη χρηματιστηριακή αγορά» δεν δημιουργεί απαραιτήτως βεβαιότητα δικαίου.

51. *Bank for International Settlements, Delivery versus payment in securities settlement systems*, 1992, σελ. 33, 35.

52. Η χρήση του όρου «εντολές» δεν κρίνεται εν προκειμένω δόκιμη, αφού τα μέλη του χρηματιστηρίου, όταν διαβιβάζουν στο Αυτόματο Σύστημα Χρηματιστηριακών Συναλλαγών δηλώσεις (εντολές) για κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών, λειτουργούν ως χρηματιστηριακοί παραγγελιοδόχοι-εντολοδόχοι των πελατών τους. Ορθότερο θα ήταν η εξής διατύπωση: «... προς μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που διενεργούν χρηματιστηριακές συναλλαγές, οι οποίες οφειλές προκύπτουν από την μη εμπρόθεση εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών.»

Ερμηνευτικώς πρέπει όμως να γίνει δεκτό ότι, παρά το γεγονός ότι ο νόμος δεν θέτει ρητώς ως προϋπόθεση της ενεργοποίησης του Επικουρικού Κεφαλαίου την οριστική αδυναμία μέλους του χρηματιστηρίου, πρέπει κατά κανόνα να συντρέχει τέτοια περίπτωση για την ενεργοποίηση της διαδικασίας παρέμβασης του Επικουρικού Κεφαλαίου, καθόσον, κατά τεκμήριο, τότε τίθεται θέμα συστημικού κινδύνου. Δεν αποκλείεται πάντως, σε οριακές περιπτώσεις, λόγω του ακριβόχρονου της εκπλήρωσης της χρηματιστηριακής συναλλαγής, και απλή υπερημερία του μέλους του χρηματιστηρίου να δικαιολογεί την ενεργοποίηση του Επικουρικού Κεφαλαίου, όταν παράταση της καθυστέρησης της εκπλήρωσης της παροχής του υπερήμερου μέλους θα διόγκωνε τη ζημία ή θα καθιστούσε ασύμφορη πλέον την εκπλήρωση της παροχής (περίπτωση υπερημερίας που εξομοιώνεται με την προσωρινή αδυναμία παροχής).

Η περιγραφόμενη όμως στο νόμο διαδικασία ενεργοποίησης του Επικουρικού Κεφαλαίου (άρθρο 5 Ν 2471/1997) φαίνεται να παραγνωρίζει σημαντικούς κανόνες λειτουργίας του συστήματος εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Αρχικώς, πρόβλημα κατανόησης γεννά το δεύτερο εδάφιο της τρίτης παραγράφου του άρθρου 5 του Ν 2471/1997, που ορίζει ότι: «το Χ.Α.Α. θα αναθέτει σε μέλος ή μέλη να υποκαταστήσουν [sic] στο όνομα και για λογαριασμό του Χ.Α.Α. τις εκκρεμείς υποχρεώσεις του υπερήμερου μέλους ως προς την εκκαθάριση». Η διατύπωση της διάταξης αυτής δεν είναι επιτυχή. Μάλλον εννοεί η διάταξη ότι το Χ.Α.Α. αναθέτει σε μέλος ή μέλη του χρηματιστηρίου να εκπληρώσουν εκείνα, ως χρηματιστηριακοί παραγγελείς του Χ.Α.Α., τις εκκρεμείς υποχρεώσεις του υπερήμερου μέλους έναντι της εκκαθάρισης. Δεδομένου λοιπόν ότι τα μέλη αυτά, κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων τους, ενεργούν ως χρηματιστηριακοί παραγγελιοδόχοι του Χ.Α.Α., στο όνομα και για λογαριασμό του, συνάγεται ότι το Χ.Α.Α. υποκαθίσταται και στα δικαιώματα του υπερήμερου μέλους.<sup>53</sup> Η ερμηνεία αυτή τελεί σε εννοιολογική και συστηματική συνοχή με τα στοιχεία (α) και (β) της παρ. 3 του άρθρου 5 του Ν 2471/1997, όπου περιγράφεται ο τρόπος με τον οποίο ενεργούν τα μέλη του χρηματιστηρίου, τα οποία εντέλλεται το Χ.Α.Α. να εκπληρώσουν, μέσω του συστήματος εκκαθάρισης, τις υποχρεώσεις του υπερήμερου μέλους έναντι των αντισυμβληθέντων με αυτό.

Σύμφωνα με τη ρύθμιση αυτή, τα μέλη του χρηματιστηρίου ενεργούν κατ' εντολή του Χ.Α.Α. ως διαχειριστού του Επικουρικού Κεφαλαίου και αποδίδουν στο τελευταίο, ως εντολέα τους, την (διαφυλαττόμενη στα χέρια του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών)<sup>54</sup> αντιπαροχή των αντισυμβαλλομένων με το υπερήμερο μέλος του χρηματιστηρίου. Η αντιπαροχή αυτή δεν είναι, βεβαίως, απαραίτητη να διαφυλάσσεται εξατομικευμένη. Εξακολουθεί όμως να υφίσταται εφόσον η αδυναμία ή υπερημερία του μέλους δεν θίγει ούτε ανατρέπει τα οριστικά αποτελέσματα της συμπληρωστικής προκύπτουσας εκκαθάρισης του συνόλου των χρηματιστηριακών συναλλαγών της συνεδρίασης, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται και οι συναλλαγές στις οποίες συμμετείχε το εις αδυναμία περιελθόν μέλος. Ειδικότερα, στην περίπτωση που το υπερήμερο μέλος είναι αγοραστής, το μέλος του χρηματιστηρίου που ενεργεί κατ' εντολή του Χ.Α.Α. ως διαχειριστού του Επικουρικού Κεφαλαίου θα καταβάλει το τίμημα των μετοχών (στοιχείο α'), ενώ στην περίπτωση

που το υπερήμερο μέλος είναι πωλητής, το μέλος του χρηματιστηρίου που ενεργεί κατ' εντολή του Χ.Α.Α. ως διαχειριστού του Επικουρικού Κεφαλαίου θα παραδίδει τις μετοχές, τις οποίες θα έχει αποκτήσει προηγούμενος χρηματιστηριακός (στοιχείο β').

Ερωτηματικά γεννά όμως η διάταξη του στοιχείου (γ) της παρ. 3 του άρθρου 5 του Ν 2471/1997, στο πρώτο εδάφιο του οποίου ορίζεται ότι «η λήψη απόφασης ενεργοποίησης του Κεφαλαίου από το Χ.Α.Α. θα έχει ως αυτοδίκαιη συνέπεια την άρση κάθε υποχρέωσης των αντισυμβαλλομένων προς το υπερήμερο μέλος για την ικανοποίηση των υποχρεώσεών τους παράδοσης τίτλων ή καταβολής τιμήματος ως προς τις εκκρεμείς συναλλαγές που γνωστοποιούνται στο Χ.Α.Α. από την Υπηρεσία Εκκαθάρισης». Η ρύθμιση αυτή έρχεται σε αντίφαση με το περιεχόμενο των παραπάνω στοιχείων (α) και (β), αλλά και με την όλη φιλοσοφία και δομή του συστήματος εκκαθάρισης χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Στο ίδιο πνεύμα, το δεύτερο εδάφιο του στοιχείου (γ), προβλέπει ότι: «κατά συνέπεια, τόσο το υπερήμερο μέλος όσο και οι παραγγελείς του δεν έχουν οποιαδήποτε αξίωση κατά της Υπηρεσίας Εκκαθάρισης, των αντισυμβαλλομένων προς το υπερήμερο μέλος ή μελών του Χ.Α.Α. ως προς τη μη εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών». Το ότι όμως το υπερήμερο μέλος δεν έχει αξιώσεις κατά της υπηρεσίας εκκαθάρισης και των αντισυμβληθέντων μελών συνάγεται από τις αρχές του χρηματιστηριακού, σε συνδυασμό με τις αρχές του αστικού δικαίου, αφού δεν έχει καταβάλει - και αδυνατεί να καταβάλει - την παροχή του στην αμφοτεροβαρή σύμβαση της χρηματιστηριακής πώλησως. Σημειωτέον εξάλλου ότι, σύμφωνα με τα προηγούμενα εδάφια της ίδιας διάταξης, στις αξιώσεις του υπερήμερου μέλους έχει υπεισελθεί το μέλος του Χ.Α.Α. που εκπλήρωσε τις υποχρεώσεις του. Περαιτέρω, πουθενά στον νόμο δεν τίθεται θέμα αξιώσεων των παραγγελέων του υπερήμερου μέλους κατά της υπηρεσίας εκκαθάρισης ούτε μπορούν να προκύψουν τέτοιες αξιώσεις συμβατικά, ευθέως ή πλαγiasτικώς. Τέλος, εξίσου αυτονόητο είναι ότι το υπερήμερο μέλος και οι παραγγελείς του δεν έχουν αξιώσεις κατά του Χ.Α.Α. Συνάγεται λοιπόν το συμπέρασμα ότι η διάταξη αυτή, πέραν του ότι «κρούει ανοικτές θύρες», μόνον σύγχυση προκαλεί.

Το στοιχείο (δ) της παρ. 3 υπεισέρχεται σε θέματα σχέσεων των παραγγελέων του υπερήμερου μέλους με αυτό. Ο τρόπος με τον οποίο τέμνονται τα ζητήματα αυτά δημιουργεί όμως σοβαρότατα συνταγματικά προβλήματα, αφού θίγονται περιουσιακής φύσεως δικαιώματα των πελατών του υπερήμερου μέλους. Η διάταξη γεννά εξάλλου σημαντικά ερμηνευτικά προβλήματα, ιδίως ως προς τον υπολογισμό της ζημίας των μελών του χρηματιστηρίου. Περαιτέρω, τίθεται το ερώτημα, κατά πόσον το τελευταίο εδάφιο του στοιχείου (δ), με το οποίο θεσπίζονται έννομες συνέπειες που εξομοιούνται προς εκείνες που θα επήρχονταν αν ακυρώνονταν οι χρηματιστηριακές συναλλαγές που δεν εκκαθαρίστηκαν, είναι συμβατό όχι μόνον με τις παραδοσμένες διατάξεις του πτωχευτικού δικαίου, αλλά, κυρίως με την Οδηγία 98/26/ΕΚ «σχετικά με το αμετάκλητο του διακανο-

53. Πρβλ. ως προς το Συγγενητικό το άρθρο 67 παρ. 4 του Ν 2533/1997.

54. Βλ. ανωτέρω υπό Π.Β.2. για την αρχή της παράδοσης επί αντικαταβολή που διέπει το σύστημα εκκαθάρισης.

νισμού στα συστήματα πληρωμών και στα συστήματα διακανονισμού αξιολογίων».<sup>55</sup>

Οι ρυθμίσεις του στοιχείου (δ), πέραν του ότι δημιουργούν σημαντικό ρήγμα στο σύστημα του ελληνικού χρηματιστηριακού δικαίου, τέμνουν ζητήματα, τα οποία δεν συνδέονται με ζητήματα της εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών ούτε με την πρόληψη του συστημικού κινδύνου που μπορεί να προκληθεί σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας μέλους του χρηματιστηρίου. Δεν έχουν, συνεπώς, θέση στο νομοθέτημα περί Επικουρικού Κεφαλαίου.

Τέλος, σημαντικά ερμηνευτικά ζητήματα εγείρει η διάταξη του στοιχείου (ε) της παρ. 3, που ορίζει ότι: «σε περίπτωση που κινητές αξίες, η μη παράδοση των οποίων από το υπερήμερο μέλος προκαλεί εκκρεμότητα του μέλους ως προς μη εκκαθαρισθείσες χρηματιστηριακές συναλλαγές, ευρίσκονται στην κατοχή ή υπό τον έλεγχο του υπερήμερου μέλους, οι κινητές αξίες αυτές περιέρχονται αυτοδίκαια στην κυριότητα του Χ.Α.Α., για λογαριασμό του Κεφαλαίου». Οι κινητές αυτές αξίες δεν ανήκουν όμως, κατά τεκμήριο, στο μέλος του χρηματιστηρίου, αλλά σε πελάτες του. Η εξεταζόμενη διάταξη, θίγουσα τα εμπράγματα δικαιώματα των πελατών του εις αδυναμίας περιελθόντος μέλους, ελέγχεται, συνεπώς, ως αντιανταγματική, καθόσον αντιβαίνει στο άρθρο 17 παρ. 2 του Συντάγματος. Περαιτέρω, αντιβαίνει στο άρθρο 10 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, το οποίο επιβάλλει στα κράτη μέλη την υποχρέωση να θεσπίζουν κανόνες με τους οποίους θα προστατεύεται το δικαίωμα κυριότητας των επενδυτών επί των τίτλων που κατέχουν για λογαριασμό τους οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Αλλά και πέραν αυτών, δεν είναι εμφανές ποια δικαιοπολιτική σκοπιμότητα εξυπηρετεί η διάταξη αυτή. Αν μέλος του χρηματιστηρίου περιέλθει σε υπερημερία και ενεργοποιηθεί η διαδικασία του άρθρου 5 του Ν 2471/1997, εφόσον το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών λειτουργεί νομίμως -διασφαλίζοντας την αρχή «παράδοση επί αντικαταβολή»- και διατηρήσει στην κατοχή του την καταβληθείσα αντιπαροχή των αντισυμβληθέντων με το περιελθόν σε υπερημερία μέλος του χρηματιστηρίου, τότε με την τήρηση της διαδικασίας των στοιχείων (α) και (β) της παρ. 3 του άρθρου 5 εξαλείφεται κάθε κίνδυνος ζημίας των αντισυμβαλλομένων μελών, η οποία περιορίζεται μόνον στην καθυστέρηση παραλαβής των τίτλων. Όσον αφορά εξάλλου το Επικουρικό Κεφάλαιο, η πιθανή ζημία του περιορίζεται είτε στην τυχόν εις βάρος του διαφορά τιμήματος κατά την εκποίηση των τίτλων που περιέρχονται σε αυτό σε σχέση με το τίμημα που κατέβαλε, ως χρηματιστηριακός παραγγελιοδόχος, στο μέλος του χρηματιστηρίου στο οποίο έδωσε εντολή να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του υπερήμερου μέλους (στοιχείο α') είτε στην τυχόν εις βάρος του διαφορά τιμήματος που κατέβαλε, ως χρηματιστηριακός παραγγελιοδόχος, στο μέλος του χρηματιστηρίου, στο οποίο έδωσε εντολή να αγοράσει τις μετοχές τις οποίες δεν παρέδωσε το υπερήμερο μέλος, σε σχέση με το περιελθόν στο Επικουρικό Κεφάλαιο τίμημα της πωλήσεως, ως προς την οποία το υπερήμερο μέλος δεν παρέδωσε τις μετοχές.

Ανακεφαλαιώνοντας τα συμπεράσματα της έρευνας του θεσμού του Επικουρικού Κεφαλαίου, διαπιστώνεται ότι με αυτόν επιτυγχάνεται αφενός η άμεση κάλυψη των ελλειμ-

μάτων που δημιουργεί στο μηχανισμό εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών η οριστική αδυναμία μέλους του χρηματιστηρίου και αφετέρου η διασπορά του ελλείμματος σε όλα τα μέλη του χρηματιστηρίου υπό μορφήν ισοκατανομής ή, ακριβέστερα, κατανομής με βάση τα κριτήρια συμμετοχής στο Επικουρικό Κεφάλαιο του άρθρου 6 του Ν 2471/1997, κατ' επέκταση δε, συνεπεία της ρυθμίσεως του άρθρου 5 παρ. 5 του ίδιου νόμου, και με βάση τα κριτήρια συμμετοχής στο Συνεγγυητικό.<sup>56</sup> Η δημιουργία συγκοινωνούντων δοχείων μεταξύ των δύο αυτών ταμείων είναι εν τούτοις προβληματική, αφού οδηγεί σε κατανομή βαρών που δεν ανταποκρίνεται στις αρχές της αναλογικότητας και του κράτους δικαίου.

Πέραν όμως αυτού, η μελέτη των διατάξεων του Ν 2471/1997 για το Επικουρικό Κεφάλαιο, όπως τροποποιήθηκαν με το άρθρο 105 παρ. 1 του Ν 2533/1997, καταδεικνύει ότι ορισμένες από αυτές όχι μόνον δεν διακρίνονται από καθαρότητα και συνέπεια, αλλά και ότι ενέχουν σημαντικές αντιφάσεις, έτσι ώστε να δημιουργούνται σημαντικές αμφιβολίες ως προς την καταλληλότητά τους να εξυπηρετήσουν τον νομοθετικά διακηρυγμένο σκοπό του Επικουρικού Κεφαλαίου, δηλαδή την άμεση κάλυψη οφειλών προς μέλη του χρηματιστηρίου σε περίπτωση αδυναμίας μέλους του.

Συνάγεται, επομένως, το συμπέρασμα ότι ο επιτυχής στη δικαιοπολιτική του σύλληψη θεσμός του Επικουρικού Κεφαλαίου χαρακτηρίζεται από σημαντικές αδυναμίες στην οργάνωση και λειτουργία του και ταλανίζεται από ορισμένες άστοχες διατάξεις, κυρίως του άρθρου 5 του Ν 2471/1997, οι οποίες θέτουν ουσιαστικά σε κίνδυνο την εφαρμογή του. Κρίνεται, συνεπώς, απολύτως απαραίτητη η νομοθετική παρέμβαση για την αποκατάσταση της λογικής αλληλουχίας των διατάξεων του Ν 2471/1997 που αφορούν το Επικουρικό Κεφάλαιο, σύμφωνα με το όλο σύστημα λειτουργίας του μηχανισμού εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

## Δ. Το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών

### 1. Ισχύον δίκαιο

Με τα άρθρα 61-78 του Ν 2533/1997 το «Κοινόν Συνεγγυητικών Κεφάλαιον Ασφαλείας των Χρηματιστηριακών Συναλλαγών» μετονομάστηκε σε «Συνεγγυητικό Κεφάλαιο

55. Συγκεκριμένα, το άρθρο 3 της Οδηγίας προβλέπει ότι: «οι εντολές μεταβίβασης και ο συμψηφισμός είναι νομικά εκτελεστοί και αντιτάσσονται έναντι των τρίτων ακόμη και σε περίπτωση διαδικασίας αφερεγγυότητας κατά συμμετέχοντος, εφόσον οι εντολές μεταβίβασης εισήχθησαν στο σύστημα πριν από την έναρξη της διαδικασίας αφερεγγυότητας», σύμφωνα δε με το άρθρο 7: «τα αποτελέσματα της διαδικασίας αφερεγγυότητας επί των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων ενός συμμετέχοντος που προκύπτουν από ή συνδέονται με τη συμμετοχή του σε σύστημα δεν ανατρέχουν σε χρόνο προγενέστερο της ... έναρξης της διαδικασίας».

56. Όπως θα εκτεθεί και παρακάτω, η μετακύλιση του ελλείμματος στο Συνεγγυητικό δεν ικανοποιεί ούτε λειτουργικά, αφού μπορεί κατ' αυτόν τον τρόπο να επωμισθούν τα μέλη του Συνεγγυητικού τα βάρη Ε.Π.Ε.Υ. μη μέλους του, ούτε συστημικά.

Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών» (στο εξής: το «Συνεγγυητικό») και τροποποιήθηκε η νομοθεσία που το διέπει. Ο νομοθέτης διακηρύσσει πανηγυρικά στο άρθρο 61 παρ. 2 του Ν 2533/1997 τον εξασφαλιστικό χαρακτήρα του Συνεγγυητικού και τονίζει ότι σκοπός της νομοθετικής μεταρρύθμισης είναι η καλύτερη ανταπόκριση του Συνεγγυητικού στις ανάγκες προστασίας του επενδυτικού κοινού και η προσαρμογή της νομοθεσίας στις διατάξεις της Οδηγίας 97/9/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών. Κατά το άρθρο 63 του Ν 2533/1997, «σκοπός του Συνεγγυητικού είναι η καταβολή αποζημιώσεων σε εντολές και σε αντισυμβαλλόμενα μέλη σε περίπτωση διαπιστωμένης οριστικής ή μη αναστρέψιμης αδυναμίας Ε.Π.Ε.Υ. να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από την παροχή των καλυπτομένων επενδυτικών υπηρεσιών και την<sup>57</sup> υποστήριξη, με τον τρόπο αυτό, της σταθερότητας και αξιοπιστίας της λειτουργίας της αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών».

## 2. Ιστορική επισκόπηση του Συνεγγυητικού

Με το ΝΔ 3078/1954 είχε ιδρυθεί το «Κοινόν Συνεγγυητικών Κεφάλαιον Ασφαλείας των Χρηματοπιστωτικών Συναλλαγών» ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου.<sup>58</sup> Τούτο διείπτο από ειδική νομοθεσία, κατ' αντίθεση προς θεσμούς προδρόμους του, που είχαν κληθεί να αντιμετωπίσουν προβλήματα της χρηματοπιστωτικής κρίσεως των ετών 1929-1932, οι οποίοι διείποντο από το κοινό δίκαιο και κυρίως τις διατάξεις περί εγγυήσεως. Ήταν (και εξακολουθεί να είναι και μετά το Ν 2533/1997) οργανωμένο ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, στο οποίο συμμετείχαν υποχρεωτικώς όλα τα μέλη του χρηματοπιστηρίου.

Ανεξάρτητα από την ειδική νομοθεσία που το διείπε, το Συνεγγυητικό θεσμοθετήθηκε ουσιαστικώς ως αναγκαστικός αλληλοασφαλιστικός συνεταιρισμός των μελών του χρηματοπιστηρίου με σκοπό την ασφάλιση του κινδύνου αφερεγγυότητάς των έναντι των πιστωτών τους από χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Πιστωτές των χρηματιστών μπορούσαν να είναι είτε οι πελάτες τους (εντολές, χρηματοπιστωτικοί παραγγελιοδόχοι) από τη σύμβαση χρηματοπιστωτικής παραγγελίας που συνάπτονταν είτε οι αντισυμβαλλόμενοι χρηματιστές, από την κύρια χρηματοπιστωτική συναλλαγή, τη σύμβαση χρηματοπιστωτικής πωλήσεως.

Ο αναγκαστικός χαρακτήρας του θεσμού, όταν εισήχθη, σήμαινε ότι κάθε χρηματιστής, κατά τον διορισμό του, έπρεπε να αποτελέσει μέλος και του Συνεγγυητικού, αποκτώντας σε αυτό, για λόγους ισότητας, αλλά και αλληλεγγύης προς τους άλλους χρηματιστές, την ίδια όπως και αυτοί μερίδα. Για να γίνει κατανοητή η μορφή οργάνωσης και λειτουργίας του Συνεγγυητικού, δεν πρέπει να παραβλεφθεί ότι κατά την εισαγωγή του θεσμού μέλη του χρηματοπιστηρίου ήταν αποκλειστικά οι χρηματιστές, που ήταν ατομικές επιχειρήσεις. Το Συνεγγυητικό αποτελούσε, συνεπώς, και τρόπο εξαρτήσεως της κτήσεως της ιδιότητας του χρηματιστή από τη διάθεση περιουσίας, η οποία δεσμευόταν και ετάσσεται προς εξυπηρέτηση των πιστωτών των χρηματιστών, τονώνοντας την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στο χρηματιστήριο, αφού η περιουσία αυτή συνιστούσε μορφή ασφάλισης της ευθύνης του χρηματοπιστωτικού επαγγέλματος.

## 3. Σκοποί του Συνεγγυητικού

Τίθεται το ερώτημα, ποια είναι σήμερα η σκοπιμότητα του Συνεγγυητικού, ιδίως ενόψει του ότι η μία από τις αρχικές του σκοπιμότητες (δέσμευση περιουσίας) έχει εκλείψει, αφού, κατ' επιταγήν και του κοινοτικού παραγώγου δικαίου, την ιδιότητα του μέλους του χρηματοπιστηρίου έχουν και μπορούν να αποκτήσουν μόνον επιχειρήσεις που διαθέτουν επαρκή ίδια κεφάλαια που τάσσονται αυτοτελώς προς εξυπηρέτηση του σκοπού τους. Για να απαντηθεί το ερώτημα αυτό πρέπει να εξετασθούν οι κατά το νόμο σκοποί του Συνεγγυητικού. Όπως εκτέθηκε ήδη, ο σκοπός του Συνεγγυητικού δεν περιορίζεται στην καταβολή αποζημίωσης σε επενδυτές σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας Ε.Π.Ε.Υ., αλλά εκτείνεται και στην αποζημίωση των αντισυμβληθέντων με το εις αδυναμία περιελθόν μέλος του χρηματοπιστηρίου.

Η θεσμοθέτηση συστήματος αποζημίωσης επενδυτών, που θα επενέβαινε σε περίπτωση αφερεγγυότητας Ε.Π.Ε.Υ., επιβάλλεται, όπως προαναφέρθηκε, από την Οδηγία 97/9/ΕΚ για την τόνωση, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στις κοινοτικές επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ως μηχανισμός που λειτουργεί επέκεινα των προληπτικών κανόνων εποπτείας των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Με το σύστημα αποζημίωσης επενδυτών διασφαλίζεται περαιτέρω η ισότητα των όρων ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ως παρεχουσών επενδυτικές υπηρεσίες, και των πιστωτικών ιδρυμάτων, ως αποδεχομένων καταθέσεις. Η επιβολή με την Οδηγία 94/19/ΕΚ «περί των συστημάτων εγγυήσεως καταθέσεων» της υποχρέωσης δημιουργίας τέτοιων συστημάτων επέβαλε την ανάγκη δημιουργίας αντίστοιχου συστήματος και για τις επενδυτικές υπηρεσίες, που συνιστούν συμπληρωματικό και, κατά τούτο, ανταγωνιστικό προϊόν της αποδοχής καταθέσεων, ανεξαρτήτως της επιχειρήσεως που ασκεί την κάθε δραστηριότητα.<sup>59</sup>

Προβλήματα γεννώνται, εν τούτοις, ως προς τη σκοπιμότητα του δεύτερου νομοθετικού σκοπού του Συνεγγυητικού, της αποζημίωσης δηλαδή αντισυμβαλλομένων μελών σε περίπτωση διαπιστωμένης οριστικής ή μη αναστρέψιμης αδυναμίας Ε.Π.Ε.Υ.-μέλους του Χρηματοπιστηρίου Αξιών Αθηνών να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της, καθώς και ως προς την καταλληλότητα του Συνεγγυητικού να εξυπηρετήσει το σκοπό αυτό. Ο νομοθετικός αυτός σκοπός δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι διασφαλίζει την καλή και ταχεία εκτέλεση των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών, ως σύστημα υποστηρικτικό της εκκαθάρισης των και αποτρεπτικό συστημικού κινδύνου, αφού για τον σκοπό αυτό απαιτείται μηχανισμός άμεσης κάλυψης των ανοιγμάτων και παροχής ρευστότητας, πράγμα που δεν διασφαλίζει το Συνεγγυητικό. Μόνον ως μηχανισμός επιμερισμού της ζημίας σε όλα τα μέλη του χρηματι-

57. Αντί του ορθόν: «η υποστήριξη».

58. Βλ. σχετικώς *Ι. Σχινά*, ΔΕΕ 1995, 486, *Τσιμπανούλης*, Επενδυτικές υπηρεσίες, σελ. 210 επ., του *ιδίου*, Η Ανώνυμη Χρηματοπιστωτική Εταιρεία, ΔικΑΕ II, 5 αρ. 96 επ.

59. Ως γνωστόν, τα πιστωτικά ιδρύματα δύνανται να δέχονται καταθέσεις και να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, εφόσον διαθέτουν σχετική άδεια λειτουργίας (άρθρο 21 παρ. 1 Ν 2396/1996).

στηρίου θα μπορούσε, συνεπώς, να νοηθεί το Συνεγγυητικό, διορθωτικός των ανεπιδικών αποτελεσμάτων που μπορεί να προκαλέσει η ισχύουσα εγγυητική ευθύνη των μελών του χρηματιστηρίου.<sup>60</sup> Ο σκοπός αυτός δεν μπορεί όμως να προβάλλεται μετά την επέκταση του σκοπού του Συνεγγυητικού στην κάλυψη όλων των επενδυτικών υπηρεσιών από όλες τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και όχι μόνον τα μέλη του χρηματιστηρίου. Και τούτο διότι δεν νοείται μετακύλιση βαρών και ευθυνών σε πρόσωπα που δεν συμμετέχουν καν στη χρηματιστηριακή αγορά, όπως είναι τα πιστωτικά ιδρύματα<sup>61</sup> και οι Ε.Π.Ε.Υ. του άρθρου 27 παρ. 2 του Ν 2396/1996.

#### 4. Νομοθετικά προβλήματα

Τα έννομα αγαθά, τα οποία, κατά τους ορισμούς του νόμου (άρθρο 63 Ν 2533/1997), καλείται να εξυπηρετήσει το Συνεγγυητικό, είναι σαφώς διακριτέα μεταξύ τους. Και ως προς το πρώτο, την τόνωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην κεφαλαιαγορά, δεν υπάρχουν αντιρρήσεις. Γεννώνται εν τούτοις μεγάλες αμφιβολίες ως προς το κατά πόσον οι νομοθετικές ρυθμίσεις είναι πράγματι κατάλληλες να προστατεύσουν το δεύτερο έννομο αγαθό, που συνίσταται στην «υποστήριξη της σταθερότητας και της αξιοπιστίας της αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών», στο οποίο και εντάσσεται σαφώς η αποζημίωση των αντισυμβαλλομένων μελών της Ε.Π.Ε.Υ. - μέλους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που περιήλθε σε οριστική αδυναμία. Ούτε η αποζημίωση των αντισυμβαλλομένων μελών του περιελθόντος σε αδυναμία μέλους αποτελεί τον κατάλληλο μηχανισμό ούτε το Συνεγγυητικό είναι ο κατάλληλος φορέας για την κατοχύρωση της εύρυθμης λειτουργίας του συστήματος εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών και την προστασία της χρηματιστηριακής αγοράς από συστηματικούς κινδύνους.

Εκτός του ότι, όμως, η κατά το νόμο εξυπρέτηση και των δύο παρατιθεμένων στο άρθρο 63 του Ν 2533/1997 νομοθετικών στόχων από τον ίδιο φορέα δεν μπορεί να λειτουργήσει αποδοτικά, το σύστημα αυτό προκαλεί περαιτέρω και σημαντικές παρενέργειες και στρεβλώσεις. Όπως προεκτέθηκε, στερείται δικαιοπολιτικού θεμελίου η επιβολή στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που δεν είναι μέλη του χρηματιστηρίου, όπως π.χ. οι τράπεζες και οι Ε.Π.Ε.Υ. του άρθρου 27 παρ. 2 του Ν 2396/1996, να συμμετέχουν στην αποζημίωση που καταβάλλεται στα αντισυμβαλλόμενα με το περιελθόν σε αδυναμία μέλη του χρηματιστηρίου.

Εξάλλου, η εν τοις πράγμασι επιβολή στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών άλλων κρατών-μελών που επιθυμούν να εγκατασταθούν μέσω υποκαταστήματος στην Ελλάδα (άρθρο 13 Ν 2396/1996) ή να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στην Ελλάδα στο πλαίσιο της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών (άρθρο 15 Ν 2396/1996) της υποχρέωσης συμμετοχής στο Συνεγγυητικό βάσει του άρθρου 64 του Ν 2533/1997<sup>62</sup> δεν εναρμονίζεται με τους κανόνες του παράγωγου κοινοτικού δικαίου και ιδίως με το άρθρο 14 παρ. 2 της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, που απαγορεύει στα κράτη-μέλη να εξαρτούν από την καταβολή αρχικού κεφαλαίου ή από άλλο μέτρο ισοδύναμου αποτελέσματος την ίδρυση υποκαταστήματος ή την παροχή υπηρεσιών στην

επικράτειά τους από επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών άλλου κράτους-μέλους.

Αν λοιπόν ληφθεί υπόψη ότι τα μέλη του χρηματιστηρίου υποχρεούνται να συμμετέχουν σε δύο συστήματα που εξυπηρετούν αλληλοκαλυπτόμενους σκοπούς, το Επικουρικό Κεφάλαιο και το Συνεγγυητικό, και δη με υποχρέωση καταβολής υψηλών εισφορών στο καθένα από αυτά, η συμμετοχή δε αυτή αποτελεί προϋπόθεση για την άσκηση της οικονομικής ελευθερίας<sup>63</sup> της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών με την ιδιότητα του μέλους του χρηματιστηρίου, δημιουργούνται σημαντικές αμφιβολίες για τη συνταγματικότητα της ρύθμισης, καθόσον αυτή δεν φαίνεται να είναι σύμφωνη με την συνταγματικώς κατοχυρωμένη αρχή της αναλογικότητας.<sup>64</sup>

#### 5. Αξιολόγηση - Συμπεράσματα

Η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών ενδιαφέρει εξαιρετικά την έννομη τάξη, αφού συνδέεται στενά με την εύρυθμη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Και τούτο διότι η χρηματιστηριακή αγορά δεν κρίνεται μόνον από τους κανόνες λειτουργίας της ως προς τη διαπραγμάτευση των κινητών αξιών σ' αυτήν, αλλά και από τους μηχανισμούς που διαθέτει για την εκτέλεση των χρηματιστηριακών πράξεων, την εκκαθάριση δηλαδή των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Αι' όσα εκτέθηκαν παραπάνω διαπιστώθηκε ότι ο ελληνικός νομοθέτης, μετά την πικρή εμπειρία της κρίσης που συγκλόνισε το Νοέμβριο 1996 την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, η οποία, πέρα από τις ποινικές προεκτάσεις της, ήταν, κατά βάση, κρίση του συστήματος εκκαθάρισης συναλλαγών επί τίτλων, επιχείρησε να αντιμετωπίσει πράγματι το έλλειμμα σύγχρονων μηχανισμών για την αντιμετώπιση της οριστικής αδυναμίας μέλους του χρηματιστηρίου

60. Βλ. ανωτέρω υπό III.Γ.

61. Οι τράπεζες όφειλαν, βάσει του άρθρου 64 του Ν 2533/1997, αλλά και κατ' επιταγήν του άρθρου 2 παρ. 1 της Οδηγίας 97/9/ΕΚ, να συμμετέχουν από της 26ης Σεπτεμβρίου 1998 στο Συνεγγυητικό, πλην όμως, μέχρι σήμερα, εξακολουθούν να μην είναι μέλη του.

62. Δεδομένου ότι κανένα σύστημα αποζημίωσης επενδυτών της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν καλύπτει επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών αντισυμβαλλόμενες της εις αδυναμία περιελθούσης, συνάγεται ότι κανένα άλλο σύστημα δεν παρέχει ισοδύναμη προστασία ως προς τα καλυπτόμενα πρόσωπα. Επιβάλλεται εν τούτοις, με τελεολογική συστολή, η διάταξη να ερμηνευθεί σύμφωνα με το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο και να γίνει δεκτό ότι η απαιτούμενη ισοδύναμη κάλυψη του άρθρου 64 παρ. 1 Ν 2533/1997 θα νοηθεί μόνον ως προς το ύψος της χορηγούμενης όπως επενδυτές αποζημίωσης και τις καλυπτόμενες επενδυτικές υπηρεσίες.

63. Πρβλ. *Τσιμpanούλη*, Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία, εις *Περάκη* (επιμ. ύλη): ΔικΑΕ II, 5, αρ. 56.

64. Για την αρχή της αναλογικότητας βλ. ΣτΕ 2112/1984, 1340/1982, *Δαγτόγλου*, Γενικό Διοικητικό Δίκαιο, 3η έκδοση, 1993, αρ. 394, *Κοντογιωργα-Θεοχαροπούλου*, Η αρχή της αναλογικότητας στο εσωτερικό δημόσιο δίκαιο, σελ. 36 επ., 43 επ., 46 επ., 50 επ., 91 επ., *Σκουρής*, Η συνταγματική αρχή της αναλογικότητας και οι νομοθετικοί περιορισμοί της επαγγελματικής ελευθερίας, ΕλΔ 1987, 773 επ. (775 επ.).

ου να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Στην προσπάθειά του όμως να θεωρακίσει το σύστημα εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών κατέκλυσε το πεδίο με διατάξεις εν πολλοίς αλληλοκαλυπτόμενες, οι οποίες στερούνται όχι μόνον λογικής αλληλουχίας και συστηματικής συνοχής, αλλά και συγκροτημένης δικαιοπολιτικής σύλληψης. Είναι χαρακτηριστικό ότι αρκετές ρυθμίσεις όχι μόνον δεν χαρακτηρίζονται από συνέπεια και καθαρότητα στην επίτευξη του κατ' αρχήν ορθού δικαιοπολιτικού σκοπού που θέτουν, αλλά, επιπλέον, θα μπορούσαν να θεωρηθούν, χωρίς υπερβολή, ως πρόχειρες, εμβλωματικές, αντιφατικές και απρόσφορες για την επίδωξη των στόχων που οι ίδιες πανηγυρικά θέτουν στο κείμενο του νόμου.

Κρίνοντας εν κατακλείδι ένα προς ένα τους μηχανισμούς πρόληψης και διαχείρισης συστημικών κινδύνων που εισήχθησαν νομοθετικά, διαπιστώνουμε τα εξής:

Ο μηχανισμός επιβολής ορίων στις αναλαμβανόμενες από τα μέλη του χρηματιστηρίου υποχρεώσεις, αν και αυστηρότατος, είναι ο μόνος που χαρακτηρίζεται από συνέπεια και συγκροτημένη νομοθετική κωδικοποίηση.

Ο θεσμός του Επικουρικού Κεφαλαίου, ορθός κατ' αρχήν στη δικαιοπολιτική του σύλληψη, έχει σχεδιασθεί, ως προς το επιχειρησιακό διαδικαστικό μέρος, με αντιφάσεις. Είναι απαραίτητο να εξοβελισθούν οι διατάξεις που προκαλούν σύγχυση και αβεβαιότητα δικαίου. Καθίσταται επιτακτική η αποκοπή του ομφάλιου λώρου του Επικουρικού από το Συνεγγυητικό και απαιτείται να διαμορφωθεί το Επικουρικό Κεφάλαιο ως μηχανισμός ταχείας επεμβάσεως που στοχεύει αποκλειστικά στην άμεση κάλυψη των συμμετεχόντων στην εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών μελών του χρηματιστηρίου, έτσι ώστε να αποκλείεται οποιοσδήποτε συστημικός κίνδυνος σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας μέλους του χρηματιστηρίου.

Τέλος, το Συνεγγυητικό είναι απαραίτητο να μετατραπεί σε αμιγές σύστημα αποζημίωσης των επενδυτών-πελατών των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και να διαμορφωθούν οι εισφορές των μελών του ανάλογα με τις ανάγκες του συγκεκριμένου σκοπού, μειούμενες σημαντικά σε σχέση με τα σημερινά δεδομένα. Ο νομοθέτης επιβάλλεται να επιδείξει αποφασιστικότητα και να προχωρήσει σε ριζική μεταρρύθμιση των - σχετικά πρόσφατα ψηφισθεισών - διατάξεων του Ν 2533/1997 για το Συνεγγυητικό, για να παύσει η αντίστροφη διακριτική μεταχείριση εις βάρος των ελληνικών επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ο συνεπής διαχωρισμός των ρόλων του Συνεγγυητικού και του Επικουρικού Κεφαλαίου θα τονώσει εξάλλου και την αποτελεσματικότητα και λειτουργικότητα του θεσμικού πλαισίου αντιμετώπισης κρίσεων σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας μέλους του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Οι τροποποιήσεις αυτές είναι απαραίτητες για να ξεφύγει οριστικά το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την κατηγορία των αναδυόμενων αγορών και να λάβει δικαιοματικά τη θέση που του ανήκει μεταξύ των σύγχρονων, θεσμικά θεωρακισμένων ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών. Η εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου στην Οδηγία 98/26/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με το αμετάκλητο του διακανονισμού στα συστήματα πληρωμών και στα συστήματα διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων, την οποία ο ελληνικός νομοθέτης υποχρεούται να έχει ολοκληρώσει μέχρι τις 11 Δεκεμβρίου 1999, με την οποία θα αντιμετωπισθούν θέματα που αφορούν την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, αποτελεί δυνατότητα για τη διόρθωση των κακώς κειμένων, έτσι ώστε το ελληνικό χρηματιστηριακό δίκαιο να δύναται να εμφανίσει μηχανισμούς αντιμετώπισης συστημικών κινδύνων κατά την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών διακρινόμενους από σαφήνεια, καθαρότητα, συστηματική ενότητα, συνοχή και λογική αλληλουχία.