

ΔΗΜΗΤΡΗ Γ. ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗ

Dr. jur., Δικηγόρου

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ

ΣΕ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΡΦΗ

ΑΝΑΤΥΠΟ

από το ΝΟΜΙΚΟ ΒΗΜΑ 2008, τόμος 56

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ ΣΕ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΜΟΡΦΗ* **

ΔΗΜΗΤΡΗ Γ. ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗ

Dr. jur., Δικηγόρου

I. Από τα αξιόγραφα σε έγχαρτη μορφή στα επενδυτικά αξιόγραφα σε λογιστική μορφή

Η «αξιογραφική ενσωμάτωση», η στενότερη δηλαδή οργανική σύνδεση των δικαιωμάτων του δικαιούχου ενός τίτλου έναντι του εκδότη του τίτλου (δικαίωμα εκ του εγγράφου) με αυτόν καθ' εαυτόν τον τίτλο, προκύπτουν από την κυριότητα ή και κατοχή του τίτλου (δικαίωμα επί του εγγράφου) στον δέκατο ένατο αιώνα είχε αποτελέσει θρυαλίδα ανάπτυξης του εμπορικού δικαίου στην Ευρώπη, αφού διευκόλυνε την εμπορευσιμότητα των αξιογράφων και, κατ' αυτόν τον τρόπο, τις συναλλαγές σε κλίμα ασφάλειας δικαίου, λαμβανομένης υπόψη της νομοθετικής εξέλιξης και της θεωρητικής, καθώς και νομολογιακής ανάπτυξης του δικαίου των αξιογράφων¹. Για πολλές δεκαετίες το σύστημα

του εμπορικού και του αστικού δικαίου δομήθηκε επί της εννοίας και των ιδιοτήτων των αξιογράφων ως εγγράφων, υλικών τίτλων, κινητών πραγμάτων, που είχαν δημιουργηθεί για να διευκολύνουν τις συναλλαγές. Τα τελευταία όμως χρόνια, με τη ραγδαία τεχνολογική εξέλιξη και τη διεθνοποίηση των αγορών, το εμποδωμένο αυτό δικαίκο περιβάλλον αποτελεί πηγή ιδιαίτερων προβλημάτων.

Σε κανένα χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και διεθνώς, δεν αποτελούν πλέον αντικείμενο των συναλλαγών αξιόγραφα σε έγχαρτη μορφή, αυτά καθ' εαυτά, αφού οι τίτλοι σε υλική μορφή δεν εξυπηρετούν πλέον τις συναλλακτικές ανάγκες της παγκόσμιας οικονομίας. Οι συναλλαγές επί των επενδυτικών αξιογράφων δεν πραγματοποιούνται με παράδοση και παραλαβή των αποτελούντων αντικείμενο της συναλλαγής αξιογράφων (π.χ. ομολόγων ή μετοχών) – ακόμη και στις περιπτώσεις που, κατά το δικαίκο σύστημα, τα αξιόγραφα έχουν ενσώματη, υλική μορφή – ούτε καν με παράδοση και παραλαβή πιστοποιητικών καταθέσεως / αποθετηρίων εγγράφων, όπου έχει θεσμοθετηθεί η «ακίνητοποίηση» των τίτλων. Με την εξέλιξη της τεχνολογίας παρατηρείται προοδευτική μετάβαση από τα έγχαρτα/ενσώματα επενδυτικά αξιόγραφα, στα αποθετήρια έγγραφα και, εν συνεχεία, στους άυλους τίτλους, έχει δε πλήρως επικρατήσει η ηλεκτρο-

* Η μελέτη αφιερώνεται στη μνήμη του καθηγητή Λεωνίδα Γεωργακόπουλου, που απεχώρησε απροσδόκητα λίγες μέρες πριν από την ολοκλήρωση της διόρθωσης του δοκιμίου στερώντας την κοινότητα του εμπορικού δικαίου από τον οικουμενικό της πατριάρχη της τελευταίας τριακονταετίας.

** Η παρούσα εργασία αποδίδει με προσθήκες, προς προσαρμογή σε νεότερη νομοθεσία, και χωρίς να μεταβληθεί η μορφή του προφορικού λόγου, το κείμενο της ομιλίας του συγγραφέως στην Επιστημονική Εσπερίδα της Ελληνικής Εταιρείας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς της 1ης Δεκεμβρίου 2006. Οι ομιλίες της ημερίδας αυτής πρόκειται να δημοσιευθούν σε συλλογικό τόμο.

¹ 1. Ν. Δελούκα, Αξιόγραφα, Γ' Έκδοση, 1980, σ. 27 § 10 β, σ. 30 § 11 και σ. 33 § 15, Λ. Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 - Οι εμπορικές πρά-

ξεις, Τεύχος 1- Αξιόγραφα, Β' Έκδοση, 1997, σ. 11 επ., 23 επ., 41 επ., Ν. Ρόκα, Αξιόγραφα, 1992 σ. 9 επ., Αλ. Κιάντου - Παμπουκκη, Δίκαιο Αξιογράφων, 4η έκδοση, 1993, σ. 3 επ., 13 επ.

νική, ασώματη κυκλοφορία των επενδυτικών «αξιογράφων»².

Πράγματι, τα περισσότερα κράτη, για να διευκολύνουν τις συναλλαγές και να καταστήσουν τους τίτλους των εκδοτών τους ελκυστικούς στο διεθνές περιβάλλον, ενισχύοντας την ανταγωνιστικότητα της εθνικής τους οικονομίας, έχουν εισαγάγει συστήματα και αντίστοιχες δικαικές ρυθμίσεις που βασίζονται στην καταχώριση των επενδυτικών αξιογράφων σε μητρώα. Τούτο επιτυγχάνεται είτε με διατάξεις για την «ακινητοποίηση» των τίτλων και την υποκατάστασή τους, αρχικώς από αποθετήρια έγγραφα, πιο εύχρηστα από τους τίτλους των μετοχών, και στη συνέχεια από καταχωρίσεις των τίτλων των μετοχών ή των αποθετηρίων εγγράφων σε λογαριασμούς κεντρικών αποθετηρίων

2. Πρβλ. Α. Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 – Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 2 - Συμβάσεις, Γ. Τραπεζικές, 1995, σ. 486-487, Γ. Μιχαλόπουλου, Αποϋλοποίηση Τίτλων, κυρίως μετοχών, 1999, σ. 35 επ., 41 επ., C. Bernasconi, R. Potok and G. Morton, "General Introduction: Legal Nature of Interests in Indirectly Held Securities and Resulting Conflict of Law Analysis", εις R. Potok, Cross Border Collateral: Legal Risk and Conflict of Laws" (London: Butterworths, 2002), σ. 20, Fr. Nizard, Les titres négociables, 2003, σ. 218 επ., H. de Vauplane, Bilan du système français de dématérialisation, εις: 20 ans de dématérialisation des titres en France, ouvrage collectif sous la direction de Hubert de Vauplane, 2006, σ. 85 επ., Fr. G. Trébulle, L' émission de valeurs mobilières, 2002, σ. 359 επ., E. Micheler, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, 2004, σ. 131 επ., 287 επ., 310 επ., με περαιτέρω παραπομπές, L. Thévenoz, New legal concepts regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction, εις: Uniform Law Review, 2005-1/2, σ. 301 επ. Για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης, οι όροι «επενδυτικά αξιογράφα» και «τίτλοι» χρησιμοποιούνται ως συνώνυμοι.

ή άλλων θεματοφυλάκων είτε με διατάξεις για την αποϋλοποίηση³ των τίτλων.

Συνεπεία τούτου, οι συναλλαγές συνοδεύονται, απλώς, από καταχωρίσεις / εγγραφές στα ηλεκτρονικά αρχεία κεντρικού μητρώου ή κεντρικού αποθετηρίου τίτλων ή άλλου θεματοφύλακα, μέσω χρεοπίστώσεων στους σχετικούς λογαριασμούς τίτλων. Τα δικαιώματα, δηλαδή, του επενδυτή συνεπεία της συναλλαγής του επί επενδυτικών αξιογράφων γεννώνται και τεκμηριώνονται με σχετικές καταχωρίσεις σε λογαριασμούς τίτλων που τηρεί φορέας – πιστωτικό ίδρυμα, ΕΠΕΥ ή κεντρικό μητρώο τίτλων – που εκκαθαρίζει ή καταχωρεί τη συναλλαγή προς τεκμηρίωση των εξ αυτής προκύπτουσών αλλαγών στα δικαιώματα των συναλλασσομένων.

II. Μητρώα Τίτλων σε Λογιστική Μορφή και Συστήματα Εκκαθάρισης και Διακανονισμού Συναλλαγών επί Επενδυτικών Αξιογράφων

1. Απεγχάρτωση των επενδυτικών αξιογράφων και συνέπειες στα δικαιώματα «επί» και «εκ» του αξιογράφου

Η «απεγχάρτωση» των αξιογράφων, η έκδοσή τους δηλαδή σε άυλη μορφή, έχει δημιουργήσει έντονα θεωρητικά και πρακτικά προβλήματα, αφού τα αξιόγραφα σε λογιστική μορφή, τα ηλεκτρονικά δηλαδή αξιόγραφα, ενέχουν, εννοιολογικώς, αντίφαση, μιας και, όπως έχει παρατηρηθεί, «άγραφα αξιόγραφα –

3. Στην Ελλάδα η έκδοση άυλων μετοχών και η μετατροπή ενσώματων μετοχών σε άυλες πραγματοποιήθηκαν με τον ν. 2396/1996 (άρθρα 39 επ.). Βλ. σχετικώς Γ. Μιχαλόπουλου, Αποϋλοποίηση Τίτλων, κυρίως μετοχών, 1999, σ. 61 επ. Για τους άυλους τίτλους του δημοσίου βλ. ν. 2198/1994 (άρθρα 5 επ.). Βλ. σχετικώς Γ. Μιχαλόπουλου, ό.π., σ. 51 επ.

χωρίς χαρτί και χωρίς υπογραφή είναι αδιανόητα, διότι ή είναι άγραφα (και δεν είναι αξιόγραφα) ή είναι αξιόγραφα (και δεν είναι άγραφα)»⁴.

Ο Αστικός Κώδικας περιέχει διατάξεις για τα ανώνυμα χρεόγραφα (888 επ.), το δε άρθρο 45 ΕισΝΑΚ ορίζει ότι οι διατάξεις των άρθρων 894-896, 898 και 900 εδ. α' ΑΚ εφαρμόζονται και στα ανώνυμα χρεόγραφα που εκδόθηκαν πριν από την εισαγωγή του Αστικού Κώδικα. Εξάλλου, γίνεται δεκτό στη θεωρία ότι αξιόγραφο που έχει κατατεθεί από τον δικαιούχο σε τρίτο μπορεί να μεταβιβασθεί κατά κυριότητα ή να επιβαρυνθεί με περιορισμένο εμπράγματο δικαίωμα, κατά τους κανόνες του κοινού δικαίου με συμφωνία έκταξης της νομής (άρθρο 977 ΑΚ)⁵.

Η «απεγχάρτωση» του αξιογράφου, για την οποία έγινε ήδη λόγος, και η τήρησή του υπό μορφή καταχωρίσεων σε λογαριασμούς θέτει το ζήτημα του τρόπου με τον οποίο αποκτώνται τα δικαιώματα που συνδέονται με τη σύμβαση πώλησεως επενδυτικών αξιογράφων⁶. Η τεκμηρίωση των συναλλαγών και η μεταβίβαση τίτλων δεν γίνεται – και δεν

μπορεί να γίνει – με φυσική παράδοση τίτλων, παρά πραγματοποιείται με χρεοπιστώσεις στους λογαριασμούς τίτλων που τηρούνται στα μητρώα και τους θεματοφύλακες. Οι χρεοπιστώσεις αυτές σκοπό έχουν τη μεταβίβαση στον αποκτώντα των δικαιωμάτων εκ των μεταβιβαζομένων αξιογράφων και υποκαθιστούν την αξιογραφική μεταβίβαση του τίτλου, συνέπεια της οποίας είναι και η μεταβίβαση των δικαιωμάτων εκ του τίτλου. Από λειτουργική άποψη υφίσταται, επομένως, μεγάλη ομοιότητα κατά το περιεχόμενο μεταξύ των αξιογράφων σε λογιστική μορφή ή ηλεκτρονικών αξιογράφων και των παραδοσιακών αξιογράφων. Απαιτείται, βεβαίως, αφαιρετική προσαρμοστικότητα και τελολογική διαστολή, προκειμένου να γίνει δεκτό – άποψη που φαίνεται ορθή – πως οι τίτλοι σε λογιστική μορφή, τα ηλεκτρονικά αξιόγραφα αποτελούν αξιόγραφα⁷. Το στοιχείο της κατοχής του τίτλου υποκαθίσταται, όμως, ως προς τα αξιόγραφα σε λογιστική μορφή ή ηλεκτρονικά αξιόγραφα, από την καταχώριση σε ηλεκτρονικό αρχείο μητρώου. Το γεγονός ότι τα ηλεκτρονικά αξιόγραφα είναι ισοδύναμα όχι προς ανώνυμα ή εις διαταγήν αξιόγραφα, αλλά προς ονομαστικά αξιόγραφα⁸, δεν παραβιάζει το εκτεθέν συμπέρασμα. Ανελόγως του ηλεκτρονικού αξιογράφου, τούτο δύναται να συνιστά αποδεικτικό

4. Βλ. Λ. Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 1 - Αξιόγραφα, Β' Έκδοση, 1997, σ. 30 επ. Πρβλ. και Γ. Μιχαλόπουλου, ό.π., σ. 61 επ., Γ. Σωτηρόπουλου, Ο Δανεισμός Τίτλων, 2005, σ. 81 επ. και Δ. Τσιμπανούλη, Η αναγκαστική κατάσχεση άυλων μετοχών, ΔΕΕ 2002. 823 επ.

5. Αντί πολλών βλ. Λ. Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 2 - Συμβάσεις Γ. Τραπεζικές, 1995, σ. 486.

6. Βλ. αντί πολλών Dorothee Einsele, Wertpapierrecht als Schuldrecht: Funktionsverlust und Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr, 1995, ιδίως σ. 198 επ., Eva Micheler, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, 2004, σ. 8 επ., 381 επ.

7. Πρβλ. στην κατεύθυνση αυτή Γ. Μιχαλόπουλου, ό.π., σ. 61 επ., Γ. Σωτηρόπουλου, ό.π., σ. 81 επ. και Δ. Τσιμπανούλη, ΔΕΕ 2002. 824. Βλ. όμως Λ. Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 1 - Αξιόγραφα, Β' Έκδοση, 1997, σ. 32.

8. Βλ. Λ. Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, Τόμος 2 - Οι εμπορικές πράξεις, Τεύχος 1 - Αξιόγραφα, Β' Έκδοση, 1997, σ. 32, Γ. Μιχαλόπουλου, ό.π., σ. 74.

ή βεβαιωτικό αξιόγραφο, αλλά και συστατικό αξιόγραφο. Οι κλασικοί όροι «έκδοση» και «γραμματοπάγια» υποκαθίστανται, βεβαίως, από την καταχώριση στο μητρώο και την ανακοίνωση των αξιογραφικών δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, που καθορίζει ο εκδότης, τηρουμένων κανόνων διαφάνειας και εφαρμοζομένης της αρχής της τυπικότητας. Ο φορέας του μητρώου οφείλει, εξάλλου, να πράττει πάν ό,τι απαιτείται για την άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν υπέρ των δικαιούχων των καταχωρημένων στο μητρώο αυτό τίτλων.

Γεννώνται, κατά συνέπεια, τα εξής ερωτήματα:

Το γεγονός ότι αντικείμενο των συναλλαγών δεν είναι πια έγχαρτα αξιόγραφα, παρά τίτλοι σε λογιστική μορφή, έχει συνέπειες στην παραδοσιακή διάκριση εμπράγματος και ενοχικού δικαιώματος, που αποτελεί τον κορμό και τη βάση του δικαιοτικού μας συστήματος; Μπορούμε σήμερα να ομιλούμε για δικαίωμα επί του αξιογράφου και δικαίωμα εκ του αξιογράφου, όταν το αξιόγραφο δεν υφίσταται σε έγχαρτη μορφή; Τι έννοια έχει σήμερα το δικαίωμα εκ του αξιογράφου; Αν δεχθούμε ότι το δικαίωμα εκ του αξιογράφου νοείται πλέον ως δικαίωμα εκ του λογαριασμού, στον οποίο είναι καταχωρημένο το αξιόγραφο, έναντι ποίου ισχύει αυτό το δικαίωμα και με ποιο περιεχόμενο; Με άλλα λόγια, ποιες είναι οι συνέπειες του γεγονότος ότι, επί τίτλων σε λογιστική μορφή, το δικαίωμα επί του αξιογράφου έχει, προφανώς, αντικατασταθεί από το δικαίωμα επί του λογαριασμού τίτλων⁹;

9. Βλ. π.χ. για τη συμφωνία του χρηματοδοτούντος (δανειστού-«ασφαλειολήπτη») με τον χρηματοδοτούμενο και παρέχοντα την ασφάλεια οφειλέτη, δυνάμει της οποίας ο πρώτος μπορεί να κάνει χρήση της ασφά-

2. Οι ρυθμίσεις του ελληνικού δικαίου

2.1. Θεμελίωση των δικαιωμάτων επί άυλων τίτλων που είναι καταχωρημένοι στα λειτουργούντα στην Ελλάδα κεντρικά μητρώα τίτλων

Το ισχύον στην Ελλάδα θεσμικό πλαίσιο ως προς τα εισηγμένα σε χρηματιστήρια¹⁰ επενδυτικά αξιόγραφα διακρίνεται σε δύο διαφορετικά συστήματα τόσο διατάξεων, όσο και πρακτικής ως προς τη μορφή της τήρησης των τίτλων σε άυλη μορφή.

Σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 39 επ. του ν. 2396/1996, που ρυθμίζουν την απούλοποίηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) μετοχών ελληνικών ανωνύμων εταιριών, δεν εκδίδονται για τις μετοχές αυτές τίτλοι, αλλά αυτές καταχωρίζονται, χωρίς αύξοντες αριθμούς, με λογιστικές εγγραφές στα αρχεία του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (εταιρίας που απορροφήθηκε από την Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρία Συμμετοχών, η οποία μετονομάστηκε σε Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμη Εταιρία Συμμετοχών Εκκαθάρισης, Διακανονισμού & Καταχώρησης / ΕΧΑΕ) ως άυλες με-

λειας, δηλ., αναλόγως της περιπτώσεως, να διαθέσει τις ενεχυρασθείσες μετοχές (άρθρο 5 §1 της Οδηγίας 2002/47/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας) Chr. Bernasconi, La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte (Rapport), Doc. prel. no 1 (Novembre 2000), σ. 4 σημ. 15.

10. Η έννοια «χρηματιστήριο» χρησιμοποιείται εν ευρεία έννοια, καταλαμβάνουσα τις οργανωμένες αγορές, αλλά και τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης κατά την έννοια της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ και του ν. 3606/2007.

τοχές και παρακολουθούνται με καταχωρίσεις στα αρχεία αυτά¹¹. Το Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ) της ΕΧΑΕ επιτρέπει την εξατομικευση του τελικού δικαιούχου / μετόχου στα αρχεία του ΣΑΤ. Οπώς προβλέπει ο Κανονισμός Λειτουργίας του ΣΑΤ, που έχει εκδοθεί με Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι άυλες μετοχές καταχωρούνται στο ΣΑΤ που διαχειρίζεται η ΕΧΑΕ, και η τήρηση των μετοχών αυτών γίνεται με τη δημιουργία μερίδων και λογαριασμών¹². Τους λογαριασμούς αυτούς χειρίζονται ως θεματοφύλακες ΕΠΕΥ και πιστωτικά ιδρύματα, παρέχοντας την, κατά το άρθρο 4 στοιχ. 2 α του ν. 3606/2007, παρεπόμενη υπηρεσία της φύλαξης και διοικητικής διαχείρισης χρηματοπιστωτικών μέσων. Οι εν λόγω χειριστές λογαριασμών δίδουν εντολές στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ) της ΕΧΑΕ για να προβαίνει αυτό σε χρεοπιστώσεις τίτλων στους κατ' ιδίαν λογαριασμούς των δικαιούχων, δηλαδή των τελικών επενδυτών / μετόχων, των οποίων λογαριασμών η ΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα είναι χειριστής.

Διαφορετικό σύστημα ισχύει ως προς τους τίτλους του ελληνικού δημοσίου, που είναι καταχωρημένοι στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Τίτλων σε Λογιστική Μορφή της Τράπεζας της Ελλάδος. Με το άρθρο 5 § 2 του ν. 2198/1994 εισάγεται η απούλοποιηση των τίτλων του ελληνικού δημοσίου. Η Τρά-

πεζα της Ελλάδος είναι ο διαχειριστής του Κεντρικού Μητρώου Τίτλων, που εγκαθιδρύει τη σχέση με τον εκδότη, το ελληνικό δημόσιο. Για κάθε είδος τίτλων τηρούνται στην Τράπεζα της Ελλάδος λογαριασμοί των φορέων του Συστήματος της αυτή διαχειρίζεται. Αυτοί οι φορείς είναι πιστωτικά ιδρύματα, ΕΠΕΥ και άλλα κεντρικά μητρώα / κεντρικά αποθετήρια, δηλαδή θεματοφύλακες τίτλων¹³. Στο αρχείο της Τράπεζας της Ελλάδος δεν είναι δυνατό να καταχωρηθούν - σε αντίθεση με ό,τι ισχύει στο ΣΑΤ που διαχειρίζεται η ΕΧΑΕ - τα ονόματα των επενδυτών - τελικών δικαιούχων των τίτλων. Αντί της ευθείας σχέσης μεταξύ μετόχου και εκδότριας εταιρίας που εγκαθιδρύεται στο ΣΑΤ της ΕΧΑΕ, στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Τίτλων σε Λογιστική Μορφή της Τράπεζας της Ελλάδος δεν υπάρχει ευθεία σχέση του ελληνικού δημοσίου ούτε της Τράπεζας της Ελλάδος, ως αντιπροσώπου του, στις σχέσεις με τους ομολογιούχους, αλλά μόνον έμμεσα, μέσω των θεματοφυλάκων - φορέων του Συστήματος¹⁴.

Ο κάθε θεματοφύλακας - φορέας του Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος τηρεί δύο λογαριασμούς: Έναν για τίτλους που ανήκουν στον ίδιο (ιδίου χαρτοφυλακίου) και ένα συλλογικό λογαριασμό πελατείας (omnibus account), στον οποίο καταχωρεί τους τίτλους των πελατών του¹⁵. Οι λογαριασμοί αυτοί χαρακτηρίζονται κατ' αυτόν τον τρόπο ως λογαριασμοί πελατείας στο ίδιο το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Τίτλων σε Λογιστική Μορφή της Τράπε-

11. Σε σχέση με το άρθρο 39 του ν. 2396/1996 και την αξιολογική απεγχάρτωση των εισηγμένων μετοχών βλ. Γ. Μιχαλόπουλου, ό.π., σ. 61 επ., Γ. Σωτηρόπουλου, ό.π., σ. 81 επ.

12. Βλ. άρθρο 47 §1 και 2 του ν. 2396/1996. Για τη μεταβίβαση άυλων μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών βλ. Δ. Τσιμπανούλη, Η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών επί άυλων μετοχών, εις: Το Χρηματιστήριο στο Ελληνικό Δίκαιο, Αθήνα, 2000, σ. 275 επ.

13. Βλ. σχετικώς άρθρο 6 §1 του ν. 2198/1994. Για την απεγχάρτωση δημοσίων αξιολογίων βάσει του ν. 2198/1994 βλ. Γ. Μιχαλόπουλου, ό.π., σ. 51 επ., και Δ. Τσιμπανούλη, ΔΕΕ 2002, 825.

14. Βλ. άρθρο 6 §2 και 4 του ν. 2198/1994.

15. Βλ. άρθρο 6 §5 - 7 του ν. 2198/1994.

ζας της Ελλάδος για να προστατευθούν τα δικαιώματα των επενδυτών – πελατών των φορέων, σε περίπτωση π.χ. πτώχευσης του φορέα ή απόπειρας κατάσχεσης των τίτλων του λογαριασμού πελατείας του φορέα για χρέη του ίδιου του φορέα (θεματοφύλακα)¹⁶.

2.2. Προστασία των επενδυτών σε περίπτωση πτώχευσης ή κατάσχεσης

Ως προς το θέμα του κινδύνου του επενδυτή σε περίπτωση αφερεγγυότητας της ΕΠΕΥ, το άρθρο 23 §3 - 5 του ν. 3606/2007¹⁷ μεριμνά ειδικώς και συγκεκριμένα για τα δικαιώματα των επενδυτών-πελατών των ΕΠΕΥ επί χρηματικών ποσών και τίτλων, ενσώματων και άυλων, που η ΕΠΕΥ κατέχει για λογαριασμό τους σε περίπτωση ειδικής εκκαθάρισης αυτής.

Η προϊσχύουσα διάταξη του άρθρου 6 §3 του ν. 2396/1996 έκανε ρητή αναφορά στην προστασία των δικαιωμάτων

των επενδυτών σε περίπτωση πτώχευσης της ΕΠΕΥ. Οι νέες διατάξεις ρυθμίζουν ειδικώς το θέμα της εκκαθάρισης, χωρίς να γίνεται αναφορά στην πτώχευση, όχι λόγω κατ' ουσίαν διαφοροποιήσεως προς το προϊσχύσαν δικαιο, αλλά ενόψει του ότι α) το θέμα του αποχωρισμού σε περίπτωση πτωχεύσεως ρυθμίζεται ρητώς στο άρθρο 37 του νέου Πτωχευτικού Κώδικα (ν. 3588/2007) και β) είναι απίθανη η περίπτωση πτωχεύσεως ΑΕ-ΠΕΥ που δεν θα τεθεί σε καθεστώς ειδικής εκκαθάρισης, βάσει του άρθρου 22 του ν. 3606/2007. Οι διατάξεις αυτές δεν εφαρμόζονται σε πιστωτικά ιδρύματα, κατ' αντίθεση με το άρθρο 6 του ν. 2396/1996. Παρ' όλα αυτά, δεν πρέπει να γίνει δεκτό ότι αυτές δεν ισχύουν, κατ' ουσίαν, και ως προς τα πιστωτικά ιδρύματα, αν αυτά τεθούν σε καθεστώς εκκαθάρισης. Σκόπιμο, πάντως, θα ήταν, χάριν της ασφαλείας του δικαίου, οι διατάξεις των προηγούμενων παραγράφων να επεκταθούν ρητώς και στα πιστωτικά ιδρύματα που τίθενται υπό εκκαθάριση σύμφωνα με το άρθρο 68 του ν. 3601/2007.

Περαιτέρω, οι §§ 10 και 11 του άρθρου 12 του ν. 3606/2007 προστατεύουν τα δικαιώματα των επενδυτών-πελατών των ΕΠΕΥ, αντιμετωπίζοντας την κατάσταση περιουσιακών στοιχείων τους εις χείρας των ΕΠΕΥ για οφειλές των τελευταίων, την οποία και απαγορεύουν. Όπως συνάγεται από το άρθρο 3 §2 στοιχ. (β) του ν. 3606/2007, οι διατάξεις αυτές εφαρμόζονται και στα πιστωτικά ιδρύματα. Εκ του γεγονότος, όμως, ότι τα πιστωτικά ιδρύματα δικαιούνται να χρησιμοποιούν τα κεφάλαια των επενδυτών-πελατών τους για „λογαριασμό τους (άρθρο 12 §9 του ν. 3606/2007), συνάγεται ότι η εφαρμογή των παραπάνω διατάξεων ως προς τα πιστωτικά ιδρύματα περιορίζεται στο θέμα των χρηματοπιστωτικών μέσων. Τέλος, πρέπει να μνημονευθεί και το άρθρο 78 του

16. Βλ. σχετικώς §6.4.2 του Κανονισμού Λειτουργίας του Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Άυλοι Τίτλοι).

17. Ως γνωστόν, με τον ν. 3606/2007 εναρμονίστηκε η ελληνική νομοθεσία με τις ρυθμίσεις της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστή ως MiFID. Για την προσαρμογή του ελληνικού δικαίου προς την εν λόγω Οδηγία βλ. Γκόρτσου / Σταϊκούρα / Λιβαδά: Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς, 2007 και Δ. Τσιμπανούλη, Αποχαιρετώντας το χρηματιστηριακό δικαιο – Οι επιπτώσεις της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» στο ελληνικό δικαιο της κεφαλαιαγοράς, εις: Δίκαιο Επιχειρήσεων & Εταιριών 2007, σ. 35-48.

ν. 3606/2007, που θεσπίζει ειδικές διατάξεις για την κατάσχεση εις χείρας συστημάτων κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων¹⁸.

3. Διαφοροποιήσεις των εθνικών δικαίων

Η καταχώριση των τίτλων σε μητρώα είναι πρωτεύουσας σημασίας για το όλο σύστημα δικαίου, αφού η καταχώριση αυτή είναι, σε πολλά δίκαια, συστατική των δικαιωμάτων του παραγωγώς αποκτώντος-δικαιούχου του λογαριασμού και συνιστά, παράλληλα, και τη νομιμοποίηση της αξίωσης του για την άσκηση των διοικητικής και περιουσιακής φύσεως δικαιωμάτων που απορρέουν από τη σχέση του δικαιούχου έναντι της εκδότριας εταιρίας. Ο ρόλος του φορέα που διαχειρίζεται ένα μητρώο τίτλων και θέτει τις υπηρεσίες αυτού του μητρώου στη διάθεση των συναλλασσομένων δεν είναι απλώς ο ρόλος θεματοφύλακα κατά την έννοια του άρθρου 4 §2 στοιχ. (α) του ν. 3606/2007 και του Παραρτήματος Ι, Τμήμα Β της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ. Είναι κάτι παραπάνω, αφού ο φορέας συνιστά ή διαχειρίζεται το μητρώο, από τις καταχωρίσεις στο οποίο πηγάζουν τα δικαιώματα π.χ. της μετοχικής σχέσης.

Οι αρχές και οι μέθοδοι, με τις οποίες γίνονται οι εγγραφές και καταχωρίσεις στα μητρώα αυτά, δεν είναι, όμως, ενιαίες στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι διαφορές εντοπίζονται κυρίως στα εξής θέματα:

18. Σύμφωνα με το άρθρο 72 §1 στοιχ. (α) του ν. 3606/2007, ως «σύστημα» ορίζονται το «Σύστημα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εκκαθάρισης και διακανονισμού, παρεμφερείς μηχανισμοί με ομοειδή χαρακτηριστικά ή και συνδυασμοί αυτών των συστημάτων που ασκούν δραστηριότητες οριστικοποίησης ή διενθέρησης της οριστικοποίησης συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα».

▪ Ως προς τη «νομική φύση» των τίτλων (αξιογράφων), ως προς τα δικαιώματα, δηλαδή, τα οποία ενσωματώνουν οι τίτλοι ή τα οποία απορρέουν ή συνδέονται από/με αυτούς.

▪ Ως προς τη μορφή, υπό την οποία εκδίδονται οι τίτλοι (ενσώματοι ή άυλοι).

▪ Ως προς τη μεταβίβαση των τίτλων σε λογιστική μορφή και, γενικώς, την κτήση δικαιωμάτων επί αυτών συνεπεία των συναλλαγών.

▪ Ως προς τα δικαιώματα που απορρέουν από τους τίτλους σε λογιστική μορφή – συνεπεία, δηλαδή, των καταχωρίσεων στους λογαριασμούς των φορέων (κεντρικού μητρώου / αποθετηρίου τίτλων και θεματοφυλάκων) – για τους δικαιούχους των λογαριασμών, το χαρακτήρα των δικαιωμάτων τους έναντι του εκδότη («εταιρικής φύσεως» δικαιώματα) και την κτήση δικαιωμάτων συνεπεία της καταχώρισης.

▪ Ως προς τις υποχρεώσεις των φορέων, στους οποίους τηρούνται οι λογαριασμοί τίτλων (κεντρικά μητρώα/ αποθετήρια/ θεματοφύλακες) έναντι των δικαιούχων των λογαριασμών.

▪ Ως προς την προστασία των δικαιούχων των λογαριασμών κυρίως έναντι των δανειστών των φορέων, στους οποίους τηρούνται λογαριασμοί τίτλων, π.χ. σε περίπτωση πτώχευσής τους.

Περαιτέρω, ο τρόπος, με τον οποίο αντιμετωπίζει εύστοχα ο έλληνας νομοθέτης τα ζητήματα αφερεγγυότητας (πτώχευσης και εκκαθάρισης) του θεματοφύλακα και κατάσχεσης των τίτλων των πελατών του εις χείρας του για δικές του οφειλές δεν είναι αυτονόητα κοινός στα λοιπά κράτη, ούτε καν στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το άρθρο 13 §7 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ έχει, βεβαίως, εισαγάγει την υποχρέωση των κρατών μελών να θεσπίζουν οργανωτικές υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ, στις οποίες περιλαμβάνεται και η επιβολή

στις ΕΠΕΥ, που κατέχουν χρηματοπιστωτικά μέσα πελατών τους, της υποχρέωσης να λαμβάνουν κατάλληλα μέτρα για να προστατεύσουν τα δικαιώματα κυριότητας των πελατών τους, ιδίως σε περίπτωση αφερεγγυότητας των ιδίων των ΕΠΕΥ, και να αποτρέψουν τη χρησιμοποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων πελατών για ίδιο λογαριασμό, εκτός εάν ο πελάτης έχει δώσει τη ρητή συγκατάθεσή του. Πλην όμως, δεν αποκλείεται κράτη μέλη να έχουν θεσπίσει το μέτρο αυτό απλώς ως κανόνα προληπτικής εποπτείας και όχι ως κανόνα ουσιαστικού δικαίου που προστατεύει τα περιουσιακά δικαιώματα των πελατών σε περίπτωση πτώχευσης της ΕΠΕΥ ή απόπειρας δανειστή της να κατάσχει περιουσιακά στοιχεία πελατών της τηρούμενα στο όνομα της ΕΠΕΥ για λογαριασμό πελατών της.

4. Δικαιικοί φραγμοί στην ελεύθερη και επί ίσους όρους κυκλοφορία και εμπορευσιμότητα των επενδυτικών αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση

4.1. Το πρόβλημα

Δεδομένης της παγκοσμιοποίησης των αγορών, οι διασυνοριακές συναλλαγές επί τίτλων αποκτούν ολοένα και μεγαλύτερη σπουδαιότητα και οικονομική σημασία. Όπως έχει αποδειχθεί με πειστικά επιχειρήματα από μελέτες εμπειρογνομόνων¹⁹, υφίσταται έλλειμμα

19. Βλ. ενδεικτικώς Philipp Paech, *Harmonising Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral: the UNIDROIT Project*, *Uniform Law Review*, 2002-4, σ. 1140, καθώς και τις εκθέσεις της Επιτροπής Giovannini (Giovannini Group Reports), "Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union", Brussels, November 2001, Giovannini Group, *Second Report on EU cross-border clearing and settlement arrange-*

ασφάλειας δικαίου και οικονομικής αποτελεσματικότητας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου συνεπεία της ασυμβατότητας των δικαϊκών ρυθμίσεων που διέπουν τα συστήματα εκκαθάρισης συναλλαγών επί τίτλων και τα συστήματα καταχώρισης τίτλων σε λογαριασμούς μητρώων, σε συνδυασμό, συναφώς, και με το δίκαιο που διέπει τον εκδότη των τίτλων. Μεγάλη σημασία διαδραματίζουν, σχετικώς, οι φορείς που διαχειρίζονται τα συστήματα στα οποία είναι καταχωρημένοι οι τίτλοι. Ο ρόλος των φορέων αυτών έγκειται, αφενός, στη διαχείριση αυτών των μητρώων / συστημάτων καταχώρισης τίτλων, με την τήρηση των λογαριασμών στους οποίους καταχωρούνται οι τίτλοι, και, αφετέρου, στην εκκαθάριση και διακανονισμό των συναλλαγών που διενεργούνται επί τίτλων μέσω των μητρώων, αφού για την κτήση ή απώλεια δικαιωμάτων επί των τίτλων σε λογιστική μορφή, που είναι καταχωρημένοι στα μητρώα, συνεπεία συναλλαγής επ' αυτών, είναι απαραίτητη η διενέργεια χρεοπιστώσεων στους λογαριασμούς του φορέα του συστήματος, αποτελούσα εγγενές στοιχείο της εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών. Η εκτεθείσα προβληματική μετέχει, επομένως, θεμάτων εταιρικού δικαίου, αξιογραφικού δικαίου και δικαίου της κεφαλαιαγοράς, αφού συνδέεται στενά με την εκκαθάριση και τον διακανονισμό ("clearing and settlement") συναλλαγών επί τίτλων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές.

Η διεθνοποίηση των αγορών εισάγει έντονα το στοιχείο της αλλοδαπότητας

ments, April 2003, καθώς και την έκθεση του European Financial Markets Lawyers Group, 'Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entry securities in respect of certain financial instruments in the European Union', June 2003.

στις σχέσεις μεταξύ α) εκδότη τίτλων, β) φορέα του μητρώου στο οποίο είναι καταχωρημένοι οι τίτλοι και γ) επενδυτή, τελικού δικαιούχου. Αν, μάλιστα, ληφθεί υπόψη και το ότι ανάμεσα στον τελικό επενδυτή και στο μητρώο που συνδέεται άμεσα με τον εκδότη μεσολαβούν συχνά θεματοφύλακες, οι διαστάσεις του προβλήματος διογκώνονται.

Οι υφιστάμενες διαφορές των εθνικών δικαίων ως προς το όλο πλέγμα δικαιωμάτων και υποχρεώσεων όλων όσων εμπλέκονται στην αλυσίδα εννόμων σχέσεων μεταξύ του εκδότη και του επενδυτή και η διαφορετική αντιμετώπιση στα διάφορα κράτη βασικών αρχών ως προς την αξιολογική καταχώριση σε μητρώα τίτλων συνιστά πηγή ανασφάλειας δικαίου στις διεθνείς συναλλαγές. Ειδικώς ως προς την Ευρωπαϊκή Ένωση, το γεγονός αυτό συνιστά μη ανεκτή τροχοπέδη στην ανάπτυξη και ολοκλήρωση της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς υπηρεσιών, χρήματος και κεφαλαίων²⁰.

Το ζήτημα έχει τεράστια πρακτική σημασία, αν ληφθεί υπόψη ότι η αξία των συναλλαγών επί τίτλων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου – συμπεριλαμβανομένων και των συναλλαγών για τη σύσταση βαρών – ανέρχεται καθημερινώς σε εκατοντάδες δισεκατομμύρια Ευρώ²¹. Τεχνικής και νομικής φύσεως ασυμβατότητες των συστημάτων, στα οποία είναι καταχωρημένοι οι τίτλοι, δημιουργούν ανασφάλεια δικαίου, αυξάνουν το κόστος των συναλλαγών και έχουν, εν γένει, σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στο αίτημα της

σταθερότητας και ασφάλειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και στην ανάπτυξη συνθηκών υγιούς ανταγωνισμού, δυσχεραίνουν δε σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων²².

Σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει ουσιαστικά την όλη προβληματική συνιστά το γεγονός ότι τα περισσότερα συστήματα δικαίου – όπως και το ελληνικό – είναι δομημένα εθνοκεντρικά ως προς τη σύλληψη και διάρθρωση των κανόνων που διέπουν τίτλους εισηγμένους σε χρηματιστήρια, την τήρησή τους σε μητρώα και το σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών επί αυτών²³. Οι κανόνες δικαίου περιορίζονται, δηλαδή, στη ρύθμιση των τίτλων σε λογιστική μορφή που έχουν εκδοθεί από εγχώριους εκδότες και είναι εισηγμένοι σε εθνικά χρηματιστήρια, συναφώς δε διαλαμβάνουν και θέματα εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών που πραγματοποιούνται σ' αυτά με αντικείμενο τους εν λόγω τίτλους.

Ως προς το ελληνικό δίκαιο, ενώ υπάρχει σχετική πληρότητα στη ρύθμιση και αντιμετώπιση θεμάτων άυλων τίτλων που έχουν εκδοθεί από Έλληνες εκδότες και είναι καταχωρημένοι σε ελληνικά μητρώα (το ΣΑΤ που διαχειρίζεται η ΕΧΑΕ ή το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Τίτλων σε Άυλη Μορφή, που διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος), έντονο στοιχείο πολυπλοκότητας και αβεβαιότητας / ανασφάλειας δικαίου ανακύπτει στις συναλλαγές επί επενδυτικών αξιολογίων με στοιχείο αλλο-

22. CESAME: Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group. Βλ. Commission press release, 16 July, 2004.

23. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, πρβλ. Ο. Partsch-Bobricheff, Analysis of the current legal framework for clearing and settlement services in the European Union, Euredia 2005, σ. 15 επ. (24 επ.).

20. Βλ. D. Tsibanoulis, Articles 34, 35 and 46 of MiFID, εις: E. Avgouleas (Ed.), The regulation of Investment Services under MiFID: Implementation and Practice, 2008, σ. 174 επ.

21. Philipp Paech, ό.π., σ. 1140.

δαπότητος στο τρίγωνο α) εκδότης των τίτλων που έχουν εισαχθεί σε χρηματιστήριο και τηρούνται σε κεντρικό μητρώο / θεματοφύλακα, β) χρηματιστήριο, στο οποίο αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης οι τίτλοι και γ) σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών επί των εν λόγω τίτλων.

Σχετικώς πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η συναλλαγή επί τίτλων εισηγμένων σε χρηματιστήριο (ως ενοχική δικαιοπραξία) δεν είναι απαραίτητο να εκκαθαρισθεί εκεί όπου καταρτίστηκε. Με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ η διαπίστωση αυτή έχει λάβει ιδιαίτερα μεγάλη σημασία συνεπεία της εντατικοποίησης της διευρωπαϊκής λειτουργίας των χρηματιστηρίων (οργανωμένων αγορών και Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης/ΠΜΔ), αλλά και της κατάργησης των περιορισμών στην κατάρτιση εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών. Το ενδεχόμενο, ενοχική και εκπαιητική δικαιοπραξία στην πώληση επενδυτικών αξιολογίων να διέπονται από διαφορετικό δίκαιο αυξάνεται, επομένως, σημαντικά με τα νέα δεδομένα. Έτσι, συναλλαγές που καταρτίζονται σε χρηματιστήρια, ακόμη και επί ελληνικών τίτλων (μετοχών και ομολόγων) δεν είναι απαραίτητο να εκκαθαρισθούν απαραίτητως στο ΣΑΤ ή στο Σύστημα της Τράπεζας της Ελλάδος. Μπορεί π.χ. να εκκαθαρισθούν σε διεθνείς εκκαθαριστικούς φορείς, όπως το Euroclear και το Clearstream, ή και σε άλλους θεματοφύλακες. Και, αντίστροφα, στα μητρώα τίτλων δεν εκκαθαρίζονται μόνον συναλλαγές που διενεργούνται σε χρηματιστήρια, αλλά και εκτός αυτών (δηλαδή εξωχρηματιστηριακά).

Επομένως, στις συναλλαγές με στοιχείο αλλοδαπότητος κατά τα ανωτέρω, το δίκαιο που διέπει την μεταβολή στα εμπράγματα δικαιώματα συνεπεία της μεταβίβασης μετοχών ή ομολόγων, την

εκπαιητική δηλαδή δικαιοπραξία, δεν είναι απαραίτητα το ίδιο με εκείνο που διέπει την ενοχική δικαιοπραξία, την ενοχική σύμβαση πώλησεως. Μπορεί μάλιστα και τα δύο αυτά δίκαια να διαφέρουν από τη *lex societatis*, το δίκαιο δηλαδή που διέπει την εκδότρια των επενδυτικών αξιολογίων ανώνυμη εταιρία, βάσει του οποίου καθορίζονται, τουλάχιστον ως προς τις μετοχές, και οι σχέσεις των μετόχων έναντι της εκδότριας εταιρίας. Είναι αυτονόητο ότι στις περιπτώσεις κατάρτισης και εκκαθάρισης συναλλαγών με στοιχείο αλλοδαπότητος υφίσταται αλληλεπίδραση των διαφόρων δικαίων που διέπουν α) την εκδότρια εταιρία, β) το χρηματιστήριο και τις καταρτιζόμενες σ' αυτό συμβάσεις πώλησεως ως ενοχικές δικαιοπραξίες, γ) την εκκαθάριση των συναλλαγών και δ) συναφώς με την εκκαθάριση, την καταχώριση των δικαιωμάτων συνεπεία της μεταβίβασης των μετοχών (της εκπαιητικής δηλαδή δικαιοπραξίας) σε μητρώα τίτλων και των εννόμων σχέσεων που απορρέουν από τις καταχωρίσεις αυτές.

Δεν πρέπει μάλιστα να παραλειφθεί ότι συχνά υπάρχουν, ως προς το ίδιο αξιόγραφο, αλυσιδωτές καταχωρίσεις σε διαδοχικά μητρώα, από τον τελικό δικαιούχο του τίτλου μέχρι τον εκδότη ή το μητρώο που συνδέεται άμεσα με τον εκδότη, το «κεντρικό μητρώο». Έτσι, τα δικαιώματα του τελικού δικαιούχου/επενδυτή επί επενδυτικών αξιολογίων σε λογιστική μορφή σε σχέση με τον εκδότη τους συχνά απορρέουν ή τεκμηριώνονται από/με διαδοχικές καταχωρίσεις σε συγκοινωνούντες μεταξύ τους λογαριασμούς, οι οποίοι τηρούνται καθέτως σε περισσότερα επίπεδα από φορείς – μητρώα/θεματοφύλακες που επικοινωνούν μεταξύ τους. Μπορεί, δηλαδή, να δημιουργείται αλυσίδα θεματοφύλακων από το λογαριασμό του τελικού δικαιούχου μέχρι του εκδότη ή του

κεντρικού μητρώου/κεντρικού αποθετηρίου τίτλων. Τί δικαιώματα αποκτά, επομένως, ο επενδυτής που αγοράζει χρηματοπιστωτικά μέσα στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και πώς μπορεί να τα ασκήσει; Διαφέρουν τα δικαιώματα του επενδυτή αναλόγως του χρηματιστηρίου, στο οποίο γίνεται η αγορά, του συστήματος, στο οποίο εκκαθαρίζονται και διακανονίζονται οι συναλλαγές αυτές και, συναφώς, του μητρώου, στο οποίο καταχωρούνται τα δικαιώματα του επενδυτή συνεπεία της εκκαθάρισης και διακανονισμού της συναλλαγής;

Είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα των μετοχών της Τράπεζας Κύπρου, που είναι άυλες και εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου (ΧΑΚ), αλλά παράλληλα και στο ΧΑ. Η απούλοποιηση επιτυγχάνεται, βάσει του κυπριακού δικαίου, με την καταχώριση στο Κεντρικό Μητρώο της Κύπρου. Όταν καταρτίζεται πώληση στο ΧΑ με αντικείμενο τις μετοχές της Τράπεζας Κύπρου, βάσει ποιού δικαίου αποκτά ο αγοραστής δικαιώματα, τι είδους δικαιώματα είναι αυτά και έναντι ποιού μπορεί να τα ασκήσει; Και αντίστροφα: Αν οι μετοχές μιας ελληνικής εταιρίας είναι εισηγμένες στο ΧΑ και σε ένα άλλο ευρωπαϊκό χρηματιστήριο, οι συναλλαγές του οποίου δεν εκκαθαρίζονται – παραδείγματος χάριν – στο ΚΑΑ της ΕΧΑΕ, αλλά σε άλλο σύστημα εκκαθάρισης συναλλαγών που λειτουργεί σε άλλο κράτος – μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ένας επενδυτής που αγοράζει μετοχές της εταιρίας αυτής στο άλλο ευρωπαϊκό χρηματιστήριο αποκτά τα ίδια δικαιώματα με αυτά που θα αποκτούσε, αν τις αγόραζε στο ΧΑ; Και, τελικώς: Ποιοι είναι οι κίνδυνοι, στους οποίους εκτίθεται κάθε φορά ο επενδυτής;

Τη λύση στο ειδικό ερώτημα ως προς τις μετοχές της Τράπεζας Κύπρου, που είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στο ΧΑ, την έχει δώσει ο κύπριος νομο-

θέτης, ο οποίος με το άρθρο 11α του περί Κεντρικού Αποθετηρίου και Κεντρικού Μητρώου Αξιών Νόμου εξουσιοδότησε το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΚ να αναθέτει σε αναγνωρισμένο – σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην παράγραφο (β) του εδαφίου (2) του άρθρου 5 – αλλοδαπό κεντρικό αποθετήριο ή κεντρικό μητρώο την ευθύνη τήρησης ολόκληρου ή μέρους Μητρώου, που έχει καταχωρηθεί στο Κεντρικό Αποθετήριο και Κεντρικό Μητρώο (Κύπρου). Η διάταξη αυτή, εναρμονισμένη με το άρθρο 9 της Οδηγίας 2002/ 47/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας, ορίζει πως, μετά την καταχώριση άυλων αξιών κυπρίου εκδότη σε σύστημα κεντρικού αποθετηρίου ή κεντρικού μητρώου της αλλαδαπής «η μεταβίβαση, ενεχυρίαση, μεταβολή στοιχείων, ή η με οποιοδήποτε άλλο τρόπο επιβάρυνση τέτοιας αξίας ή η σχετική ενημέρωση του δικαιούχου αυτής, γίνεται σύμφωνα με το δίκαιο και τις διαδικασίες που ισχύουν στον τόπο του κεντρικού μητρώου ή του κεντρικού αποθετηρίου, στο οποίο έχει αποτεθεί η εν λόγω αξία».

Η ύπαρξη ειδικής διάταξης στο Κυπριακό Δίκαιο καταδεικνύει επομένως

α) την ανάγκη «επικοινωνίας» των δικαίων των κρατών - μελών, που θα διασφαλίζει την αναγνώριση από το δίκαιο του κράτους του κεντρικού μητρώου, δηλαδή του κράτους προέλευσης που καθορίζει τη *lex societatis*, των αποτελεσμάτων της καταχώρισης σε συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών (που παρέχουν και υπηρεσίες *account providers*) άλλων κρατών - μελών, καθώς και

β) το, κατά τα λουσιά, κατ' αρχήν υφιστάμενο έλλειμμα στα εθνικά δίκαια: Πράγματι, αν έλειπε τέτοια διάταξη από το κυπριακό δίκαιο, θα ετίθετο ζήτημα ως προς τα δικαιώματα που αποκτά ο επενδυτής που αγοράζει στο ΧΑ μετοχές

κυπριακής εταιρίας εισηγμένες σ' αυτό.

Η ανυπαρξία τέτοιων κανόνων θέτει εντονότερα το ερώτημα: Διαφοροποιούνται τα δικαιώματα και οι κίνδυνοι ενός επενδυτή ως μετόχου ανάλογα με το μητρώο ή τον θεματοφύλακα, όπου καταχωρίζονται οι τίτλοι που αγοράζει, πράγμα που συνδέεται με το σύστημα στο οποίο γίνεται η εκκαθάριση και ο δικανονισμός της συναλλαγής;

Τα ερωτήματα αυτά έχουν ιδιαίτερη σημασία ως προς τις μετοχές, καθόσον στις διεθνείς συναλλαγές είναι αναπαλλοτρίωτη η *lex societatis*, ως το δικαιο που ρυθμίζει τα δικαιώματα και τις σχέσεις των μετόχων με την εταιρία. Αντίθετα, απλούστερα είναι τα θέματα αυτά στις εταιρικές ομολογίες, καθόσον, ως προς πολλά τουλάχιστον ζητήματα, είναι δυνατή η επιλογή, μέσω της *lex contractus*, του δικαίου που θα διέπει τις σχέσεις των ομολογιούχων με την εκδότρια.

Η αναγκαιότητα του εκουγχρονισμού και της εναρμόνισης των κομβικών σημείων του ουσιαστικού δικαίου των κρατών μελών ως προς θέματα καταχώρισης τίτλων σε λογαριασμούς διαμεσολαβούντων φορέων, φύλαξης από τους φορείς αυτούς των εν λόγω τίτλων και εκκαθάρισης των διενεργούμενων συναλλαγών επ' αυτών, επισημαίνεται και συνιστάται στις μελέτες των εμπειρογνομόνων που ασχολήθηκαν με τα θέματα αυτά. Πρόκειται για δύο βασικές κατηγορίες θεμάτων: Η πρώτη κατηγορία συνίσταται στην επίτευξη ασφάλειας δικαίου στα εθνικά δίκαια, ιδίως από άποψη αποτελεσματικότητας και προστασίας των επενδυτών. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τη συμβατότητα μεταξύ των ποικίλων δικαίων που εμπλέκονται στις διασυνοριακές συναλλαγές επί τίτλων, έτσι ώστε να διασφαλίζονται και στις διεθνείς συναλλαγές οι προεκτεθέντες στόχοι της

αποτελεσματικότητας και της προστασίας των επενδυτών.

4.2. Οι εκθέσεις της Επιτροπής Giovannini

Η Επιτροπή Giovannini συστάθηκε το 1996, αποτελούμενη από εμπειρογνώμονες του χρηματοοικονομικού τομέα. Σκοπό είχε την παροχή συμβουλών στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή επί θεμάτων χρηματοοικονομικών αγορών και, ειδικότερα, τον εντοπισμό ανεπαρκειών των χρηματοοικονομικών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την πρόταση πρακτικών λύσεων για τη βελτίωση της ενοποίησης των αγορών. Μετά την εκπόνηση, αρχικώς, τριών εκθέσεων τα έτη 1997, 1999 και 2000, η Επιτροπή Giovannini ανέλαβε, κατόπιν σχετικής εντολής της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, να εντοπίσει και να περιγράψει τα προαπαιτούμενα για τη δημιουργία αποτελεσματικών συστημάτων εκκαθάρισης και δικανονισμού συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και να διατυπώσει σχετικώς τις προτάσεις της. Το Νοέμβριο του 2001 η Επιτροπή Giovannini εξέδωσε την πρώτη της έκθεση ως προς τα διασυνοριακά συστήματα εκκαθάρισης και δικανονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης²⁴. Ο χαρακτήρας της έκθεσης αυτής ήταν κυρίως διαγνωστικός, με την έννοια ότι περιέγραψε τις διαδικασίες εκκαθάρισης και δικανονισμού, κατέγραψε τους πρόσθετους κινδύνους που δημιουργούνται για τα συστήματα αυτά στις διασυνοριακές συναλλαγές και τη διαφοροποίηση του κόστους στις περιπτώσεις που υπεισέρχεται το διασυνοριακό στοιχείο, τέλος δε κατάρτισε κατάλογο από 15 φραγμούς που εντοπίστηκαν ως παράγοντες που δυσχε-

24. Giovannini Group, 'Cross-border clearing and settlement arrangements in the EU', November 2001.

ραίνουν ιδιαίτερες την αποτελεσματική παροχή υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων στην Ευρωπαϊκή Ένωση²⁵. Οι 15 φραγμοί που διαπιστώθηκαν, μπορούν να καταταγούν σε τρεις κατηγορίες:

α) Σ' αυτούς που οφείλονται σε εθνικές διαφορές ως προς τις τεχνικές προδιαγραφές λειτουργίας των αγορών και τις πρακτικές τους,

β) σ' αυτούς που ανάγονται σε φορολογικά θέματα και

γ) σ' αυτούς που συνδέονται με νομικά ζητήματα, επιδρώντα, κυρίως, στην ασφάλεια δικαίου.

Οι νομικοί φραγμοί της Έκθεσης συνοψίζονται στους εξής:

α) Στην απουσία ενός ευρωπαϊκού πλαισίου για τον προσδιορισμό των δικαιωμάτων που απορρέουν από τα αξιόγραφα (έννοια δικαιώματος εκ του αξιογράφου και επί του αξιογράφου) (φραγμός υπ' αρ. 13),

β) στις εθνικές διαφορές ως προς το νομικό πλαίσιο που διέπει τον συμψηφισμό στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και, ιδίως, ως προς τον πολυμερή συμψηφισμό που διενεργείται κατά τη λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης συναλλαγών (φραγμός 14)²⁶, και

γ) στις διαφορετικές λύσεις που δίδουν τα εθνικά δίκαια για την επίλυση

συγκρούσεως κανόνων δικαίου (φραγμός 15).

Οι νομικοί φραγμοί εκτιμώνται στην Έκθεση ως ιδιαίτερες σημαντικοί, επειδή συνδέονται με θεμελιώδεις κανόνες των δικαιοκτών συστημάτων ως προς την έννοια και τα δικαιώματα που απορρέουν από τα αξιόγραφα. Όταν, λοιπόν, τίθεται θέμα σύγκρουσης των κανόνων δικαίου δύο διαφορετικών κρατών σε σχέση με αξιόγραφα, δημιουργείται αβεβαιότητα δικαίου ως προς τους ισχύοντες κανόνες στην εκκαθάριση και τον διακανονισμό συναλλαγών επί επενδυτικών αξιογράφων, οι οποίες έχουν διασυννοριακό χαρακτήρα.

Βασισμένη στην ανάλυση της Έκθεσης του Νοεμβρίου του 2001, η Επιτροπή Γιουαννίνι εξέδωσε τον Απρίλιο του 2003 τη δεύτερη Έκθεσή της²⁷, με την οποία επιχειρεί να δώσει λύσεις στα προβλήματα που διαπιστώθηκαν στην πρώτη έκθεση. Η Έκθεση προτείνει την εξάλειψη των φραγμών που εντοπίστηκαν και καταγράφηκαν στην πρώτη έκθεση μέσω σειράς μέτρων, στο πλαίσιο αυστηρού χρονοδιαγράμματος. Από τους εκτεθέντες νομικούς φραγμούς, ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στον πρώτο (φραγμός 13), καθόσον οι άλλοι δύο (φραγμοί 14 και 15) αντιμετωπίζονται από την Οδηγία για τις χρηματοοικονομικές ασφάλειες (2002/47/ΕΚ). Η Έκθεση επισημαίνει την ανάγκη εκσυγχρονισμού των ουσιαστικών κανόνων δικαίου, οι οποίοι διέπουν τα επενδυτικά αξιόγραφα που τηρούνται σε λογιστική μορφή, θεωρώντας ότι δεν αρκεί η υιοθέτηση σαφών κανόνων επίλυσης θεμάτων συγκρούσεως κανόνων δικαίου, μέσω δηλαδή του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, και προτείνοντας την εναρμόνιση της έννοιας των δικαιωμά-

25. Βλ. Klaus Loeber, *The Developing EU Legal Framework for Clearing and Settlement of Financial Instruments*, εις *European Central Bank, Legal Working Paper Series No. 1 / February 2006*, σ. 48, Ph. Paech, *EU Post Trading, The "Barriers" and Harmonisation of Law*, εις *EUREDIA 2006 / 3-4*, σ. 279 επ.

26. Το πρόβλημα αυτό αντιμετωπίζεται με την Οδηγία 2002/47/ΕΚ για τις χρηματοοικονομικές ασφάλειες. Η Οδηγία αυτή ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το ν. 3301/2004 για τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας. Πρβλ. και Ph. Paech, *Euredia 2006*, σ. 294.

27. *Second Report on EU cross-border clearing and settlement arrangements*, April 2003.

των εκ των αξιογράφων που τηρούνται σε λογιστική μορφή στα κράτη μέλη ως προς τα εξής πέντε κύρια σημεία: i) ως προς το ελάχιστο περιεχόμενο του δικαιώματος «κυριότητας» των επενδυτών/δικαιούχων, ii) ως προς την προστασία του δικαιούχου σε περίπτωση αφερεγγυότητας του διαμεσολαβούντος φορέως, iii) ως προς τις αρχές μεταβίβασης των επενδυτικών αξιογράφων, μέσω χρεοπιστώσεων στους επενδυτικούς λογαριασμούς, τηρουμένης της αρχής της προστασίας του καλόπιστου αποκτώντος, iv) ως προς την προστασία των αποκτώντων και v) ως προς την προστασία των επενδυτών, μέσω εποπτείας των φορέων και διαχειριστών των «μητρώων» / θεματοφυλάκων και θέσπισης κανόνων που αποκλείουν τον «πληθωρισμό» τίτλων²⁸.

Η Έκθεση αποδίδει, δηλαδή, ιδιαίτερη σημασία στους εποπτικούς κανόνες, αλλά υπογραμμίζει και τη σημασία της σύμπραξης του ιδιωτικού τομέα, μέσω «αυτορρύθμισης», για τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί επενδυτικών αξιογράφων στην ΕΕ.

4.3. Η έκθεση της Ομάδας Ευρωπαίων Δικηγόρων των Χρηματοοικονομικών Αγορών (European Financial Markets Lawyers Group)

Ένα από τα πρώτα θέματα, με τα οποία ασχολήθηκε η Ομάδα Ευρωπαίων Δικηγόρων των Χρηματοοικονομικών Αγορών (στο εξής: EFMLG)²⁹ που ιδρύθηκε το 1999 και λειτουργεί υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ήταν το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τα επενδυτικά αξιόγραφα σε λογιστική

μορφή και η ανάγκη εναρμόνισης σε ευρωπαϊκό επίπεδο της σχετικής νομοθεσίας των κρατών μελών. Το EFMLG ξεκίνησε την ανάλυση του θέματος το 2000, παράλληλα με το έργο της Επιτροπής Γιοναππι, και ανέλυσε τις υπάρχουσες διαφορές του νομικού πλαισίου των κρατών-μελών που διέπει τα επενδυτικά αξιόγραφα σε λογιστική μορφή. Η Έκθεση του EFMLG, που δημοσιεύτηκε τον Ιούνιο του 2003³⁰, αφού προσδιορίζει τα υφιστάμενα στην Ευρωπαϊκή Ένωση εμπόδια, προτείνει μέτρα για την αντιμετώπιση του θέματος. Συγκεκριμένα, προτείνει την έκδοση κοινοτικής Οδηγίας, μέσω της οποίας:

α) Θα εναρμονισθεί το δικαίωμα των κρατών μελών ως προς το περιεχόμενο και την έκταση των δικαιωμάτων που απορρέουν από καταχωρίσεις επενδυτικών αξιογράφων σε μητρώα διαμεσολαβούντων φορέων/θεματοφυλάκων. Η εναρμόνιση αυτή θα αφορά τις βασικές λειτουργίες του συστήματος καταχώρισης και τήρησης επενδυτικών αξιογράφων σε λογιστική μορφή και δεν θα εξικνεύεται στην πλήρη εναρμόνιση των εθνικών δικαίων.

β) Θα επιτευχθεί η προστασία των δικαιωμάτων των επενδυτών στο μέγιστο δυνατό βαθμό, με την αντιμετώπιση κινδύνων που προκύπτουν σε περίπτωση αφερεγγυότητας του διαμεσολαβούντος φορέα/θεματοφύλακα ή απόπειρας κατάσχεσης των επενδυτικών αξιογράφων των επενδυτών για οφειλές του διαμεσολαβούντος φορέα.

γ) Θα διασφαλισθούν όροι ασφαλούς κυκλοφορίας και διακίνησης των επενδυτικών αξιογράφων σε λογιστική μορφή, μέσω χρεοπιστώσεων των λογαριασμών τίτλων, περιλαμβανομένης της

28. Kl. Loeber, ό.π., σ. 48.

29. www.efmlg.org

30. Report on 'Harmonisation of the legal framework for rights evidenced by book-entries in respect of certain financial instruments in the European Union', June 2003.

προστασίας των καλόπιστων αποκτώντων.

δ) Θα κατοχυρωθεί η ασφαλής λειτουργία των μητρώων διαμεσολαβούντων³¹.

Η Έκθεση του EFMLG τονίζει, επίσης, την αναγκαιότητα α) κάλυψης του υφισταμένου ελλείμματος ευρωπαϊκού πλαισίου για τη μεταχείριση των δικαιωμάτων που απορρέουν από αξιόγραφα μέσω λειτουργικής εναρμονιστικής ανανέωσης των ουσιαστικών κανόνων δικαίου και β) επίλυσης του ζητήματος της συνοχής και αλληλεπίδρασης των εθνικών κανόνων δικαίου στις σχέσεις των δικαιωμάτων επί και εκ των επενδυτικών αξιογράφων σε λογιστική μορφή με το δίκαιο που διέπει τον εκδότη αυτών των αξιογράφων.

Η Έκθεση υπογραμμίζει τη σκοπιμότητα αναγνώρισης στα δικαιώματα εκ των καταχωρίσεων στους επενδυτικούς λογαριασμούς (που ισοδυναμούν με τα δικαιώματα εκ των αξιογράφων) περιεχόμενου ισοδύναμου με αυτό των εμπραγμάτων δικαιωμάτων για τη διασφάλιση των κατάλληλων μηχανισμών προστασίας των επενδυτών. Η Έκθεση του EFMLG είναι συμπληρωματική της Έκθεσης της Επιτροπής Giovannini. Παρέχει το υπόβαθρο για το σχεδιασμό συ-

γκεκριμένων προτάσεων και παρέχει επιχειρήματα για το ότι η προτεινόμενη αναμόρφωση δεν είναι μόνον επιθυμητή, αλλά και εφικτή.

III. Η επίδραση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων στη λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή Ένωση

1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Με τους όρους εκκαθάριση και διακανονισμός συναλλαγών επί επενδυτικών αξιογράφων εισηγμένων σε χρηματιστήρια νοείται η ολοκλήρωση της σύμβασης πώλησεως με τη μεταβίβαση των εμπραγμάτων δικαιωμάτων επί του μεταβιβαζομένου πράγματος από τον πωλητή στον αγοραστή και την καταβολή του τιμήματος από τον αγοραστή στον πωλητή. Αυτή η μεταβίβαση δικαιωμάτων πρέπει, όμως, να μπορεί να τεκμηριωθεί με έναν τρόπο που διασφαλίζει τα δικαιώματα των συναλλασσομένων τόσο μεταξύ τους, όσο και έναντι του εκδότη.

Η εύρυθμη λειτουργία ενός χρηματιστηρίου, δηλαδή μιας οργανωμένης αγοράς ή ενός ΠΜΔ, ως μορφών οργανωμένης δευτερογενούς αγοράς, προϋποθέτει όχι μόνον την οργάνωση και λειτουργία της (χρηματιστηριακής, εν ευρεία εννοία) αγοράς ως προς την κατάρτιση των συναλλαγών και τη διαπραγμάτευση των χρηματοπιστωτικών μέσων, αλλά και την ύπαρξη μηχανισμών που διασφαλίζουν την ολοκλήρωση των συναλλαγών, δηλαδή το διακανονισμό τους, με την έννοια της μεταβίβασης των τίτλων που αποτελούν αντικείμενο της σύμβασης πώλησης από τον πωλητή στον αγοραστή³². Το παράγωγο

31. Πρβλ. Recommendation 19 CPSS/IOSCO (Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organisation of Securities Commission, Recommendations for securities settlement systems, November 2001), όπου προβλέπεται ότι τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων που δημιουργούν δεσμούς προς διακανονισμό διασυνοριακών συναλλαγών, πρέπει να σχεδιάζουν και να οργανώνουν αυτούς τους δεσμούς, έτσι ώστε να ελαχιστοποιούν αποτελεσματικά τους κινδύνους που συνδέονται με τους διασυνοριακούς διακανονισμούς. Πρβλ. και European Commission 'Draft Working Document on Post-Trading', καθώς και K1. Loeber, ό.π., σ. 48.

32. Πρβλ. Τσιμπανούλη, Η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών ε-

ευρωπαϊκό κοινοτικό δίκαιο, ενώ έχει εξαντλήσει όλο-σχεδόν το φάσμα των θεμάτων που μπορούν να ανακύψουν ως προς τις συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών μέσων στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές³³, δεν έχει «αγγίξει» ακόμη θέματα υποδομής, στα οποία βασίζεται η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, δηλαδή θέματα τεκμηρίωσης των δικαιωμάτων επί των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως στα χρηματιστήρια³⁴.

Η Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID), πέραν των διατάξεων των άρθρων 34, 35 και 46, δεν υπεισέρχεται στο ζήτημα του διακανονισμού των συναλλαγών. Οι διατάξεις αυτές μόνον ακροθιγώς αναφέρονται στο διακανονισμό, υπό μορφή γενικής διακήρυξης, χωρίς να αγγίζουν την ουσία του θέματος με ρυθμίσεις, που θα διασφάλιζαν πράγματι όσα αποτελούν αντικείμενο της θεωρητικής διακήρυξης³⁵. Τα άρθρα 34, 35 και 46 της MiFID, έχοντας ως στόχο τη διασφάλιση της ομαλής και ακώλυτης λειτουργίας της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, ρυθμίζουν θέματα πρόσβασης των ΕΠΕΥ στα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων που λειτουργούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και θέματα σύνδεσης των ΠΜΔ και των οργανωμένων αγορών με τα συστήματα αυτά.

πί άυλων μετοχών, εις: Το Χρηματιστήριο στο Ελληνικό Δίκαιο, 2000, σ. 263 επ. (264).

33. Πρβλ. Τσιμπανούλη, Αποχαιρετώντας το χρηματιστηριακό δίκαιο, ΔΕΕ 2007, 35.

34. Ο όρος «χρηματιστήρια» εννοείται εν προκειμένω εν ευρεία εννοία, περιλαμβάνων τόσο τις οργανωμένες αγορές όσο και τα ΠΜΔ.

35. Βλ. D. Tsibanoulis, Articles 34, 35 and 46 of MiFID, ό.π., σ. 163 επ., 169.

2. Το άρθρο 34 της MiFID

Το άρθρο 34 αποτελεί την συστηματικώς λογική συνέχεια του άρθρου 33 στην όλη δομή της MiFID³⁶. Το δικαίωμα συμμετοχής ή πρόσβασης των ΕΠΕΥ στις οργανωμένες αγορές όλων των κρατών-μελών³⁷, που καθιερώνεται με το άρθρο 33 §1 της MiFID, θα ήταν κενό περιεχομένου, αν δεν συνοδευόταν και από το δικαίωμα των ιδίων των ΕΠΕΥ να συμμετέχουν στα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, μέσω των οποίων (συστημάτων) οριστικοποιούνται, δηλαδή τελειούνται, οι συναλλαγές σε επενδυτικά αξιόγραφα που πραγματοποιούνται στις οργανωμένες αγορές.

Κύριο περιεχόμενο της ρύθμισης του άρθρου 34 § 1 είναι η θέσπιση υποχρέωσης των κεντρικών αντισυμβαλλόμενων και των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων να καθιστούν δυνατή την πρόσβαση σ' αυτά των ΕΠΕΥ όλων των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, προκειμένου να καθίσταται δυνατή η οριστικοποίηση και τελείωση των συναλλαγών επί επενδυτικών αξιογράφων. Η Οδηγία, χρησιμοποιεί ορθώς τον ουδέτερο όρο "οριστικοποίηση" αναφερόμενη στην τελευταία φάση των συναλλαγών με αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα. Με όρους του ευρωπαϊκού ηπειρωτικού δικαίου, πρόκειται για το εκπαιητικό σκέλος της δικαιοπραξίας που έχει ως αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα.

Παρά το γεγονός, όμως, ότι το άρθρο 34 § 1 εισάγει το δικαίωμα των ΕΠΕΥ να

36. D. Tsibanoulis, ό.π.

37. Το γεγονός ότι η πρόσβαση αφορά επενδυτικές επιχειρήσεις από άλλα κράτη-μέλη συμβαίνει εξαιτίας του νομικού τύπου και του δικαιοπολιτικού στόχου, που συνίσταται στην προώθηση των διασυνοριακών σχέσεων.

συμμετέχουν σε συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, τούτο είναι, κατ' ουσίαν, εξαιρετικά φειδωλό στο ρυθμιστικό του πεδίο. Το πρώτο εδάφιο της δεύτερης υποπαραγράφου της πρώτης παραγράφου, που οριοθετεί την έκταση της υποχρέωσης των συστημάτων κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, προσδίδει τις πραγματικές διαστάσεις της ρύθμισης, που έγκεινται στη μη διακριτική μεταχείριση και τη θέσπιση διαφανών και αντικειμενικών κριτηρίων πρόσβασης. Δεν συγκεκριμενοποιούνται, όμως, αυτά τα κριτήρια πρόσβασης των ΕΠΕΥ στα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, παρά απαγορεύεται, απλώς στα συστήματα αυτά να διαφοροποιούν τα κριτήρια πρόσβασης ανάλογα με τη χώρα προέλευσης της ΕΠΕΥ (απαγόρευση διακριτικής μεταχείρισης).

Το δεύτερο εδάφιο της δεύτερης υποπαραγράφου της πρώτης παραγράφου του άρθρου 34 συμπληρώνει, μάλιστα, ότι δεν επιτρέπεται περιορισμός του παραπάνω δικαιώματος των ΕΠΕΥ ως προς τη χρήση των συστημάτων αυτών μόνον στις συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίες καταρτίζονται σε οργανωμένες αγορές και ΠΜΔ που λειτουργούν στο κράτος, του οποίου το δικαίω διέπει τη λειτουργία του συστήματος κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης.

Αντίστοιχα ισχύουν και ως προς την παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου. Ενώ η πρώτη παράγραφος θεσπίζει το δικαίωμα των ΕΠΕΥ να επιλέγουν τα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών που λειτουργούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση για την οριστικοποίηση των συναλλαγών που καταρτίζουν σε χρηματοπιστωτικά μέσα, η δεύτερη πα-

ράγραφος, συμπληρώνοντας την πρώτη, εστιάζει στις οργανωμένες αγορές, στις οποίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα και στις οποίες καταρτίζονται οι σχετικές συναλλαγές. Η διάταξη αυτή, αποβλέποντας στην επίτευξη του ίδιου εννοιαίου στόχου της όλης ενότητας των άρθρων 34, 35 και 46 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, αντιμετωπίζει το ζήτημα από άλλη οπτική γωνία, σε σχέση με εκείνη της παραγράφου 1, και δη συμπληρωματικά προς εκείνη: Λαμβανομένου υπόψη ότι, σύμφωνα με τον Τίτλο III της MiFID και, ιδιαιτέρως, το άρθρο 36, οι κανόνες προληπτικής εποπτείας των οργανωμένων αγορών, καθώς και οι κανόνες αναγκαστικού δικαίου που διέπουν τις συναλλαγές αυτές είναι αυτοί του κράτους - μέλους προέλευσης, η §2 του άρθρου 34 επιβάλλει την υποχρέωση που εκτέθηκε στα κράτη μέλη προέλευσης των οργανωμένων αγορών. Πράγματι, τυχόν περιορισμοί που θα επέβαλαν οι οργανωμένες αγορές στα μέλη τους ως προς την επιλογή του συστήματος κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών που καταρτίζονται σ' αυτές, θα αναιρούσε, ουσιαστικώς, τον κανόνα της πρώτης παραγράφου³⁸.

Ενώ όμως εισάγεται ο κανόνας ότι οι οργανωμένες αγορές πρέπει να παρέχουν στα μέλη τους τη δυνατότητα να επιλέγουν τα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, ακολουθούν αμέσως μετά, στην παράγραφο 2, σημαντικοί περιορισμοί της υποχρέωσης αυτής: Για να μπορεί να λειτουργήσει και να υλοποιηθεί αυτό το δικαίωμα των μελών των οργανωμένων αγορών να επιλέξουν το σύστημα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου ή εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών που προτιμούν, θα πρέπει α) να υ-

38. D. Tsibanoulis, ό.π., σ. 165 επ.

πάρχουν μεταξύ αυτών των συστημάτων και της οργανωμένης αγοράς «σύνδεσμοι και συμφωνίες» που είναι αναγκαία για την εξασφάλιση του αποτελεσματικού και οικονομικού διακανονισμού των συναλλαγών, και β) η αρμόδια εποπτική αρχή της οργανωμένης αγοράς θα πρέπει να έχει παράσχει σύμφωνη γνώμη ότι οι τεχνικές προϋποθέσεις για το διακανονισμό των συναλλαγών που διενεργούνται στην οργανωμένη αγορά μέσω συστήματος διακανονισμού διαφορετικού από εκείνο που έχει επιλέξει και ορίσει η οργανωμένη αγορά επιτρέπουν την ομαλή και εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Οι προϋποθέσεις αυτές είναι μεν αντικειμενικές και λογικές, οι διατάξεις της § 2 του άρθρου 34 τις περιγράφουν, όμως, μέσω αόριστων νομικών εννοιών και τεχνικών όρων. Οι έννοιες αυτές χρήζουν καθορισμού και εξειδίκευσης που θα γίνει, αφενός, σε κάθε κράτος - μέλος και, αφετέρου, για το κάθε κράτος, ανά συγκεκριμένη περίπτωση. Το περιεχόμενό τους θα προσδιορίζεται με διαδικασία πολύπλοκη, με βάση δεδομένα που η νομική επιστήμη θα αναζητήσει σε άλλους επιστημονικούς χώρους. Είναι, επομένως, αναπόφευκτο το στοιχείο της αβεβαιότητας και της μεταβλητότητας κατά την εφαρμογή των διατάξεων αυτών στα κράτη μέλη.

Καταδεικνύονται, επομένως, το μέγεθος του ζητήματος, που παραμένει ακόμη ανοικτό, και η σχετικότητα των ρυθμίσεων του άρθρου 34, που έχουν κυρίως χαρακτηριστήρα προγραμματικών διακηρύξεων.

3. Τα άρθρα 35 και 46 της MiFID

Τα άρθρα 35 και 46 αποτελούν τη λογική συνέχεια του άρθρου 34³⁹. Η άσκηση του δικαιώματος των ΕΠΕΥ, που εισάγε-

ται με το άρθρο 34, προϋποθέτει τη δυνατότητα των λειτουργών των ΠΜΔ και των οργανωμένων αγορών να συνάπτουν με τα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών κατάλληλες συμφωνίες για την εκκαθάριση και το διακανονισμό σ' αυτά των συναλλαγών που διενεργούν οι συμμετέχοντες στην αγορά. Διαφορετικά, θα αναιρούνταν το δικαίωμα αυτό των ΕΠΕΥ, αφού τούτο θα περιοριζόταν, ουσιαστικώς, στις συναλλαγές εκτός οργανωμένων αγορών και ΠΜΔ.

Το άρθρο 35 § 1 απευθύνεται στα κράτη μέλη, τα οποία, ως κράτη μέλη προέλευσης, έχουν την εποπτεία των ΠΜΔ και των λειτουργών ΠΜΔ, και τους επιβάλλει την υποχρέωση να μην δημιουργούν προσκόμματα στις ΕΠΕΥ και τους διαχειριστές ΠΜΔ, ως λειτουργών ΠΜΔ, στη σύναψη κατάλληλων συμφωνιών με συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών άλλου κράτους - μέλους για την εκκαθάριση και τον διακανονισμό των συναλλαγών που διενεργούν οι συμμετέχοντες στα εν λόγω ΠΜΔ. Αντίστοιχα ισχύουν και ως προς το άρθρο 46 § 1 της Οδηγίας, που απευθύνεται στα κράτη μέλη που έχουν την εποπτεία των οργανωμένων αγορών και τους επιβάλλει την υποχρέωση, όπως, με τη νομοθεσία τους, δεν επιτρέπουν την ύπαρξη γενικών και απόλυτων περιορισμών ως προς τη δυνατότητα των εποπτευόμενων από αυτά οργανωμένων αγορών να καταρτίζουν κατάλληλες συμφωνίες με συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών άλλου κράτους - μέλους για την εκκαθάριση και τον διακανονισμό σ' αυτά τα συστήματα των συναλλαγών που καταρτίζονται σ' αυτές τις οργανωμένες αγορές.

Πάντως, και στις δύο αυτές διατάξεις,

39. D. Tsibanoulis, ό.π., σ. 169 επ.

η αξία αυτής της απαγόρευσης επιβολής γενικών περιοριστικών μέτρων⁴⁰, ως απόλυτο μέτρο, είναι ουσιαστικώς περιορισμένη. Τούτο συνάγεται από τις ίδιες τις διατάξεις, που κάνουν λόγο για «κατάλληλες συμφωνίες». Η ευχέρεια επιλογής των συστημάτων κεντρικού αντιπυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών από τους λειτουργούς ΠΜΔ και τις οργανωμένες αγορές ισχύει, επομένως, υπό προϋποθέσεις. Τίθεται, λοιπόν, το θέμα των κριτηρίων, βάσει των οποίων θα κριθούν ως «κατάλληλες» οι συμφωνίες αυτές. Η προσέγγιση του θέματος αυτού γίνεται στη δεύτερη παράγραφο των άρθρων 35 και 46 με τρόπο ελλειπτικό. Εκκινώντας από το κατ' αρχήν δικαίωμα των εποπτικών αρχών, που είναι αρμόδιες για την εποπτεία των λειτουργών ΠΜΔ και των οργανωμένων αγορών, να αντιτάσσονται στη χρήση συστημάτων κεντρικού αντιπυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, οι διατάξεις της δεύτερης παραγράφου των δύο άρθρων θέτουν όρια στην ευχέρεια αυτή των εποπτικών αρχών. Ορίζουν, δηλαδή, ότι αυτής της ευχέρειας τότε μόνον μπορεί να γίνει χρήση, όταν η επιβολή της απαγόρευσης είναι αποδεδειγμένα αναγκαία για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας του ΠΜΔ ή της οργανωμένης αγοράς.

Και εδώ γίνεται χρήση αόριστων νομικών εννοιών, που χρήζουν καθορισμού και εξειδίκευσης. Για τη συναγωγή κριτηρίων που επιτρέπουν τον προσδιορισμό της «εύρυθμης λειτουργίας» ενός ΠΜΔ ή μιας οργανωμένης αγοράς, άλλες διατάξεις της ίδιας της Οδηγίας μπορεί

να φανούν χρήσιμες, στο πλαίσιο της συστηματικής ερμηνείας. Η χρησιμότητα αυτή είναι, όμως, έμμεση, γιατί εκείνες οι διατάξεις δεν αναφέρονται σε θέματα ολοκλήρωσης των συναλλαγών ούτε σε θέματα συστημάτων κεντρικού αντιπυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών που καταρτίζονται σε ΠΜΔ ή σε οργανωμένες αγορές. Είναι γεγονός ότι τα θέματα της διασφάλισης της καλής ολοκλήρωσης της συναλλαγής, με τη διασφάλιση του διακανονισμού, δεν ρυθμίζονται ενιαίως στις αγορές των κρατών μελών. Συνήθης πρακτική είναι να απαιτούν οι οργανωμένες αγορές από τα μέλη τους να παρέχουν ασφάλεια (margin) προς εξασφάλιση των υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν κατά την κατάρτιση συναλλαγών. Διαφέρουν, όμως, οι μέθοδοι παροχής ασφάλειας, καθώς και ο υπολογισμός του ύψους της, σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Άλλες αγορές απαιτούν, π.χ., τη δημιουργία Κεφαλαίου Ασφαλειοδοτικού Χαρακτήρα, ενώ σε άλλες δεν προβλέπεται τέτοιος μηχανισμός. Είναι, επομένως, εξαιρετικά δυσχερής η ανεύρεση των κριτηρίων για τον χαρακτηρισμό α) των συνδέσμων και συμφωνιών μεταξύ, αφενός, των συστημάτων κεντρικού αντιπυμβαλλόμενου και εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών και, αφετέρου, των λειτουργών ΠΜΔ ή οργανωμένων αγορών, καθώς και β) των οργανωτικών, τεχνικών και λειτουργικών κανόνων διαχείρισης των συστημάτων αυτών ως κατάλληλων για την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών.

Χρησιμότερη είναι η παραπομπή των ίδιων των διατάξεων της § 2 των άρθρων 35 και 46 στις προϋποθέσεις επιλογής συστημάτων διακανονισμού. Οι προϋποθέσεις αυτές αναφέρονται, βεβαίως, σε συγκεκριμένα ζητήματα, στους συνδέσμους και τις συμφωνίες των συστημάτων διακανονισμού με ΠΜΔ και οργανωμένες α-

40. Βλ. το σχέδιο αρχών για τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, CESR / ECB, Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union, September 2004 Report (εν σχέδιω α-κόμη).

γορές (περίπτωση α'), καθώς και στις τεχνικές προδιαγραφές των συστημάτων διακανονισμού των συναλλαγών (περίπτωση β'), δεν περιέχουν, όμως, συγκεκριμένα κριτήρια για την αξιολόγηση αυτών των θεμάτων. Χρησιμοποιούν, πάλι, όπως έχει ήδη επισημανθεί, αόριστες αξιολογικές έννοιες.

Τα κριτήρια αυτά της § 2 του άρθρου 34, στα οποία παραπέμπουν οι §§ 2 των άρθρων 35 και 46, δεν ορίζονται από τις τελευταίες περιοριστικά. Ορίζονται, όμως, ως κριτήρια, τα οποία οφείλουν υποχρεωτικώς να λάβουν υπόψη τους οι αρμόδιες εποπτικές αρχές για την εξέταση των προϋποθέσεων συνέργειας μεταξύ, αφενός, ΠΜΔ και οργανωμένων αγορών και, αφετέρου, συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών, που απαιτούνται για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών. Έχουμε, έτσι, μία κατά παράταξη σώρευση κριτηρίων, που αποβλέπουν στη διατήρηση της εύρυθμης λειτουργίας τόσο των ΠΜΔ, όσο και των οργανωμένων αγορών, καθώς και των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων⁴¹. Αναγνωρίζεται, δηλαδή, και εδώ η συμπληρωματικότητα των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών στη λειτουργία των ΠΜΔ και των οργανωμένων αγορών, αφού μέσω των συστημάτων αυτών επιτυγχάνεται η ολοκλήρωση των συναλλαγών που καταρτίζονται στις χρηματιστηριακές αγορές. Η έκταση της παρεμβατικής ευχέρειας, που είναι ταυτόχρονα και υποχρέωση, των εποπτικών αρχών διδεται πάντως στις παραγράφους 2 των

άρθρων 35 και 46, όπου ρητώς ορίζεται ότι η παρέμβαση αυτή επιτρέπεται – αλλά και επιβάλλεται – όταν αυτό είναι αποδεδειγμένα αναγκαίο σε σχέση με τον επιδιωκόμενο σκοπό. Οι λέξεις “αποδεδειγμένα αναγκαίο” μας δίνουν την απαραίτητη ένταση της σχέσης μέσου προς σκοπό, αλλά και την ανάγκη της σαφήνειας στην αιτιολόγηση των μέτρων που θα δύνανται να λαμβάνουν οι εποπτικές αρχές. Η παρέμβαση των εποπτικών αρχών υπόκειται, δηλαδή, στον έλεγχο της αρχής της αναλογικότητας: Για να υπάρξει παρέμβαση, θα πρέπει αυτή να είναι εμφανώς αναγκαία για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας τόσο των ΠΜΔ και των οργανωμένων αγορών, όσο και των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών.

Η ανάλυση που προηγήθηκε καθιστά εμφανή τη δυσχέρεια ως προς τον προσδιορισμό των κριτηρίων, βάσει των οποίων θα κριθεί ότι οι σύνδεσμοι μεταξύ των ΠΜΔ/οργανωμένων αγορών και των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών είναι κατάλληλοι για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών. Από τη διατύπωση των παραγράφων 2 των άρθρων 35 και 46 φαίνεται να έχει η εποπτική αρχή το βάρος της απόδειξης για τη χρήση περιοριστικών μέτρων, με την έννοια όχι μόνον της υποχρέωσης αιτιολόγησής της, αλλά και του περιορισμού της ευχέρειας χρήσης τους μόνο στις περιπτώσεις που αυτά είναι “αποδεδειγμένα αναγκαία” για τη διατήρηση της εύρυθμης λειτουργίας των ΠΜΔ και των οργανωμένων αγορών. Παρά ταύτα, ο μη προσδιορισμός, έστω μέσω ρυθμίσεων δευτέρου επιπέδου της μεθοδολογίας Lamfalussy, των στοιχείων καταλληλότητας που πρέπει να πληρούν οι σύνδεσμοι αυτοί μεταξύ αγορών και συστημάτων, καθώς και των κατάλληλων τεχνικών προδιαγραφών, σε σχέση με την επίτευξη του νομο-

41. Για τις υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού στην Ευρωπαϊκή Ένωση βλ. O. Partsch-Bobricheff, *Analysis of the current legal framework for clearing and settlement services in the European Union*, Euredia 2005, σ. 15 επ.

θετικού σκοπού (διασφάλιση του αποτελεσματικού και οικονομικού διακανονισμού των συναλλαγών και της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών), ούτε των κριτηρίων βάσει των οποίων θα κριθεί αυτή η καταλληλότητα, δημιουργεί ανασφάλεια δικαίου και δυσχεραίνει σημαντικά τις διασυννοριακές συναλλαγές επί επενδυτικών αξιογράφων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Πέραν, όμως, των θεμάτων αυτών, υφίσταται και ένας ακόμη σημαντικός παράγων πολυπλοκότητας του θέματος, ο οποίος συνδέεται με τη νομική μορφή των επενδυτικών αξιογράφων σε λογιστική μορφή, που τηρούνται σε λογαριασμούς μητρώων, καθώς και με το ρόλο των επιχειρήσεων που είναι φορείς αυτών των μητρώων και, γενικώς, των συστημάτων εκκαθάρισης συναλλαγών επί τίτλων, όπως ήδη έχει εκτεθεί ανωτέρω.

IV. Η ανάγκη νέου δικαίου

1. *Η Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο με τίτλο «Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση: - Κατευθύνσεις για τα επόμενα βήματα» της 28ης Απριλίου 2004*⁴²

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την Ανακοίνωσή της 2004/312 συνδέει την αποτελεσματική διασυννοριακή λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού επενδυτικών αξιογράφων με τη δημιουργία ενοποιημένης και αποτελεσματικής ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υ-

πηρεσίες του 1999⁴³. Σχετικώς, η Επιτροπή τονίζει τη σημασία της ασφάλειας και της αποτελεσματικότητας των μηχανισμών που συνδέονται με την εκκαθάριση και τον διακανονισμό των συναλλαγών επί τίτλων, για την ανταγωνιστικότητα της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων και, ειδικότερα, σε σχέση με τον όγκο των διασυννοριακών συναλλαγών σε ευρωπαϊκές κινητές αξίες, τη ρευστότητα των αγορών και το κόστος του κεφαλαίου. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή λαμβάνει υπόψη της και το ψήφισμα που ενέκρινε τον Ιανουάριο του 2003 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο οποίο διαπιστώνεται ότι οι υφιστάμενοι μηχανισμοί εκκαθάρισης και διακανονισμού δεν επιτρέπουν την αποτελεσματική επεξεργασία των διασυννοριακών συναλλαγών, καθιστώντας έτσι αδύνατη την αποτελεσματική αξιοποίηση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών⁴⁴.

Η Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής επισημαίνει πως, παρά το γεγονός ότι οι μηχανισμοί αυτοί δεν είναι, σε μεγάλο βαθμό, ορατοί στους μικροεπενδυτές, βρίσκονται στο επίκεντρο όλων των αγορών τίτλων και είναι απαραίτητοι για την καλή λειτουργία τους. Τα προβλήματα ως προς αυτούς εντοπίζονται, κυρίως, στη διασυννοριακή λειτουργία τους, σε σχέση, δηλαδή, με την

43. Ανακοίνωση της Επιτροπής της 11ης Μαΐου 1999 "Εφαρμογή του πλαισίου για τις χρηματοπιστωτικές αγορές: πρόγραμμα δράσης", COM (1999), 232 τελικό, γνωστή και ως "Financial Services Action Plan (FSAP)".

44. Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο "Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση - Κυριότερα προβλήματα και μελλοντικές προκλήσεις". Βλ. σχετικώς την Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ό.π., σ. 6.

42. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 28 April 2004 - Εκκαθάριση και διακανονισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση, COM (2004) 312 τελικό. Για το πλήρες κείμενο βλ. <http://Europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2004/com2004-0312en01.pdf>.

εκκαθάριση και το διακανονισμό συναλλαγών επί τίτλων με στοιχείο αλλοδαπότητας.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την Ανακοίνωσή της εξήγγειλε ως στόχους, μεταξύ άλλων:

i) Τη δημιουργία αποτελεσματικής, ενοποιημένης και ασφαλούς αγοράς υπηρεσιών εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων.

ii) Την απελευθέρωση και ενοποίηση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, με τη θέσπιση και διασφάλιση πλήρους ελευθερίας πρόσβασης στα συστήματα αυτά και με την εξάλειψη των υφιστάμενων φραγμών στη διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμό των συναλλαγών επί τίτλων. Για την επίτευξη του στόχου αυτού διαπιστώνεται η ανάγκη συνδυασμένης παρέμβασης των δυνάμεων της αγοράς και του κράτους (νομοθέτη, διοίκησης, δημόσιων/εποπτικών αρχών).

iii) Την ελευθερία επιλογής συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών σε τίτλους στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τα οποία θα αδειοδοτούνται και εποπτεύονται από αρμόδιες αρχές των κρατών μελών, ως προϋπόθεση απαραίτητη για τη λειτουργία του υγιούς και ανόθευτου ανταγωνισμού στην ενιαία ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά. Προς τούτο, είναι αναγκαία η εναρμόνιση του θεσμικού πλαισίου και περιβάλλοντος, έτσι ώστε οι πάροχοι των υποδομών και οι χρήστες των υπηρεσιών αυτών να έχουν δυνατότητα επιλογής και πρόσβασης στο σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού που καλύπτει καλύτερα τις ανάγκες τους.

Προς επίτευξη των στόχων αυτών απαιτείται η θέσπιση, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, κοινού πλαισίου, ρυθμιστικού, εποπτικού και ουσιαστικού δικαίου⁴⁵, το

οποίο θα οδηγήσει στην αμοιβαία αναγνώριση των συστημάτων, μέσω ευρωπαϊκού διαβατηρίου, έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η χρηματοοικονομική σταθερότητα και η προστασία των επενδυτών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την Ανακοίνωσή της αυτή αναγνωρίζει την ανάγκη της δημιουργίας παραγώγου κοινοτικού δικαίου με σκοπό τη βελτίωση των συστημάτων εκκαθάρισης συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έτσι ώστε να ενδυναμωθούν ο ανταγωνισμός και η αποτελεσματικότητα και να μειωθεί το κόστος των συναλλαγών.

Προς διατύπωση συγκεκριμένων προτάσεων, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνέστησε τον Ιανουάριο του 2005 ομάδα νομικών εμπειρογνομόνων (Legal Certainty Group on EU-Clearing and Settlement), στην οποία ανέθεσε την ανάλυση τριών συγκεκριμένων ζητημάτων που είχαν εντοπισθεί στην Έκθεση Giovannini και τη διατύπωση συγκεκριμένων προτάσεων για την αντιμετώπιση των θεμάτων αυτών. Τα ζητήματα αυτά είναι τα εξής:

α) Η απουσία κοινού στην Ευρωπαϊκή Ένωση θεσμικού πλαισίου για την αντιμετώπιση των «δικαιωμάτων» εκ των επενδυτικών αξιογράφων ως δικαιωμάτων επί λογαριασμών διαμεσολαβούντος φορέα.

β) Διαφορές στα εθνικά δίκαια ως προς τις διαδικασίες που συνδέονται με την άσκηση των εταιρικού δικαίου δι-

θέτης ρυθμίζει θέματα λειτουργίας συστημάτων κεντρικού αντισυμβαλλόμενου, εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων, εισάγοντας την υποχρεωτική αδειοδότηση των συστημάτων αυτών και τη λειτουργία τους υπό καθεστώς εποπτείας, που ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Από τις διατάξεις αυτές εξαιρείται η λειτουργία του Συστήματος Άυλων Τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος. Βλ. σχετικώς εκτενέστερα παρακάτω, υπό 5.1.

45. Αξίζει να σημειωθεί ότι στο Μέρος Δεύτερο του ν. 3606/2007, ο έλληνας νομο-

καιωμάτων που απορρέουν από επενδυτικά αξιόγραφα σε λογιστική μορφή.

γ) Αντιμετώπιση περιορισμών στην ελεύθερη κυκλοφορία και επικοινωνία επενδυτικών αξιογράφων, που πηγάζουν από ασυμβατότητες, οι οποίες εμποδίζουν την επικοινωνία συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων μεταξύ τους, με οργανωμένες αγορές και ΠΜΔ, καθώς και με ΕΠΕΥ. Παράλληλα, διασφάλιση της δυνατότητας του εκδότη να επιλέγει ελεύθερα το μητρώο του διαμεσολαβούντος φορέως, στο οποίο θα καταχωρηθούν τα επενδυτικά αξιόγραφα που εκδίδει.

2. Το σχέδιο Διεθνούς Σύμβασης του Διεθνούς Ινστιτούτου για την Ενοποίηση του Ιδιωτικού Δικαίου «Unidroit»

Σε διεθνές επίπεδο, το Διεθνές Ινστιτούτο για την Ενοποίηση του Ιδιωτικού Δικαίου Unidroit, με την απόφαση του Διοικητικού του Συμβουλίου του Σεπτεμβρίου του 2001, η οποία επικυρώθηκε από τη Γενική Συνέλευση του Οργανισμού το Δεκέμβριο του ίδιου έτους, άρχισε να ασχολείται με το θέμα των Εναρμονισμένων κανόνων ουσιαστικού δικαίου ως προς τίτλους που είναι καταχωρισμένοι σε διαμεσολαβούντες φορείς (Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary). Η ομάδα εργασίας 13 νομικών εμπειρογνομόνων, στην οποία ανατέθηκε η σύνταξη μελέτης για την εναρμόνιση του ουσιαστικού δικαίου που διέπει τους τίτλους που είναι καταχωρημένοι σε μητρώα/λογαριασμούς διαμεσολαβούντων φορέων (securities held with an intermediary)⁴⁶, παρέδωσε

τη μελέτη τον Αύγουστο του 2003. Η μελέτη διαπιστώνει κατ' αρχάς το έλλειμμα ασφάλειας δικαίου και οικονομικής αποτελεσματικότητας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου συνεπεία της πληθώρας των δικαϊκών ρυθμίσεων που διέπουν τα συστήματα καταχώρισης τίτλων σε μητρώα/λογαριασμούς διαμεσολαβούντων φορέων και καταλήγει στην αναγκαιότητα του εκσυγχρονισμού και της εναρμόνισης των κομβικών σημείων του ουσιαστικού δικαίου των κρατών μελών του⁴⁷ ως προς θέματα καταχώρισης τίτλων σε λογαριασμούς διαμεσολαβούντων φορέων, φύλαξης από τους φορείς αυτούς των εν λόγω τίτλων και διενέργειας συναλλαγών επί αυτών. Πρόκειται

Χάγης βλ. Σ. Βρέλλη, Το εφαρμοστέο δίκαιο σε κινητές αξίες που κατέχονται από ενδιάμεσα πρόσωπα, ΔΕΕ 3/2006, 229 επ., Κ1. Loeber, ό.π., σ. 55, The Unidroit Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, Position Paper, August 2003, σ. 11 επ., Chr. Bernasconi, The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems, The Hague Conference of Private International Law, November 2000, http://www.hcch.net/e/workprog/coll_sec_pd1.pdf, Pascale Bloch / Hubert de Vauplane, Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 Décembre 2002, Revue trimestrielle du JurisClasseur, Janvier Fevrier Mars 2005, σ. 1 επ., J. P. Deguée - D. Devos, La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002, Revue de Droit Commercial Belge, Janvier 2006, D. Devos, The Hague Convention on the law applicable to book-entry securities - The relevance for the European System of Central Banks, εις: ECB, Legal Aspects of the European System of Central Banks, Liber Amicorum Paolo Zamboni Garavelli, 2005, σ. 377 επ.

47. 59 κράτη από όλες τις ηπείρους της γης συμμετέχουν σήμερα στο Unidroit.

46. Υιοθετήθηκε υπό την αιγίδα της Σύμβασης της Χάγης στο Ιδιωτικό Διεθνές Δίκαιο τον Δεκέμβριο του 2002. Για το πλήρες κείμενο βλ. www.hcch.net. Για τη Σύμβαση της

για δύο βασικές κατηγορίες θεμάτων: Η πρώτη κατηγορία συνίσταται στην επιτευξη ασφάλειας δικαίου στα εθνικά δίκαια, ιδίως από άποψη αποτελεσματικότητας και προστασίας των επενδυτών. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τη συμβατότητα μεταξύ των ποικίλων δικαίων που εμπλέκονται στις διασυνοριακές συναλλαγές επί τίτλων, έτσι ώστε να διασφαλίζονται και στις διεθνείς συναλλαγές οι προεκτεθέντες στόχοι της αποτελεσματικότητας και της προστασίας των επενδυτών.

Η μελέτη εντόπισε τις εξής κατηγορίες θεμάτων, προς περαιτέρω επεξεργασία και ανάλυση, που θα αποτελούσαν και αντικείμενο ενιαίων κανόνων:

α) Έννοια και σημασία των εγγραφών και καταχωρίσεων στους λογαριασμούς τίτλων.

β) Μεταβίβαση τίτλων και καλόπιστη απόκτηση τίτλων (κτήση κυριότητας επί τίτλων).

γ) Οριστικός και αμετάκλητος χαρακτήρας των καταχωρίσεων στα μητρώα.

δ) Διαδικασία σύστασης ενεχύρου και, γενικώς, περιορισμένων εμπραγμάτων δικαιωμάτων.

ε) Αποκλεισμός της δυνατότητας κατάσχεσης τίτλων στα χέρια του διαμεσολαβούντος φορέα για υποχρεώσεις του τελευταίου.

στ) Αντιμετώπιση περιπτώσεων «πληθωρισμού τίτλων» σε επίπεδο διαμεσολαβούντος φορέα, κυκλοφορίας δηλαδή περισσότερων τίτλων, απ' όσους είναι καταχωρημένοι στα μητρώα.

ζ) Συμφηφισμός απαιτήσεων κατά την εκκαθάριση και τον διακανονισμό συναλλαγών.

Βάσει των συμπερασμάτων αυτών, εκπονήθηκε σχέδιο Διεθνούς Σύμβασης για τους τίτλους που τηρούνται σε λογαριασμούς διαμεσολαβούντων φορέων⁴⁸, το οποίο τροποποιήθηκε στο πλαί-

σιο των διαπραγματεύσεων των εμπειρογνομόνων που εκπροσωπούν τις κυβερνήσεις των κρατών μελών του *Unidroit*, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στη Ρώμη τον Μάιο του 2005, τον Μάρτιο του 2006, το Νοέμβριο του 2006 και τον Μάιο του 2007. Το τελικό κείμενο θα αποτελέσει αντικείμενο διαβουλεύσεων στη Διπλωματική Συνδιάσκεψη του Σεπτεμβρίου του 2008.

3. *Σχέση και διαφορές του σχεδίου Σύμβασης του Unidroit και της υπό διερεύνηση ρύθμισης σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης*

Μπορεί κανείς ευλόγως να διερωτηθεί: Ποια θα είναι η σχέση μεταξύ μιας πιθανής Διεθνούς Συνθήκης του *Unidroit* και μιας νομοθετικής παρέμβασης σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης; Για να απαντηθεί το ερώτημα αυτό πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η ρυθμιστική αρμοδιότητα της Διεθνούς Σύμβασης του *Unidroit* εκτείνεται σε θέματα ουσιαστικού δικαίου. Για τη λειτουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς απαιτείται, όμως, και κάτι παραπάνω: Ευρωπαϊκό διαβατήριο των φορέων μητρώων, το οποίο σήμερα δεν υπάρχει. Η ύπαρξη κοινού συστήματος αδειοδότησης και εποπτείας των εν λόγω φορέων στα κράτη μέλη είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την ελευθερία εγκατάστασης και την παροχή υπηρεσιών από αυτούς στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τούτο δεν μπορεί να επιτευχθεί σε επίπεδο *Unidroit*. Η Σύμβαση του *Unidroit* δύναται να διασφαλίσει το ελάχιστο περιεχόμενο των κανόνων λειτουργίας των φορέων μητρώων, που απαιτείται επίσης για την ύπαρξη κοινού διαβατηρίου. Το παρά-

μαζί με ερμηνευτικές σημειώσεις και σχόλια της συντακτικής επιτροπής. Συνοπτική παρουσίαση του σχεδίου Σύμβασης *Unidroit* βλ. εις Κ1. Loeber, ό.π., σ. 53 επ., Ph. Paech, ό.π., EUREDIA, σ. 291 επ.

48. Δημοσιεύτηκε το Νοέμβριο του 2004

γωγο κοινοτικό δίκαιο θα συμπληρώσει, επομένως, σε συνοχή και με συνέπεια σε σχέση με το κοινοτικό θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των επιχειρήσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, το ουσιαστικό δίκαιο που αναμένεται να αποτελέσει αντικείμενο της Σύμβασης του Unidroit, έτσι ώστε να προωθηθεί η ασφάλεια των συναλλαγών και να διασφαλισθεί σε διευρωπαϊκό επίπεδο η αξιοπιστία λειτουργίας των μητρώων καταχώρισης τίτλων σε λογιστική μορφή.

Είναι αυτονόητο ότι το ευρωπαϊκό δίκαιο δεν θα υπεισέρχεται σε θέματα μεθοδολογίας των τίτλων, αν δηλαδή αυτοί θα τηρούνται στο κεντρικό μητρώο σε συλλογικούς λογαριασμούς ή στο όνομα του τελικού δικαιούχου.

Το θέμα αυτό θα πρέπει να επαφίεται στο δίκαιο του κράτους που διέπει τον εκδότη ή την οργανωμένη αγορά. Δεν θα πρέπει, όμως, ο επενδυτής που επιθυμεί να επιλέξει το σύστημα καταχώρισης των τίτλων του σε συλλογικούς λογαριασμούς μέσω του αδειοδοτημένου θεματοφύλακα να κωλύεται να ακολουθήσει αυτή την εναλλακτική.

Περαιτέρω, δεν πρέπει να παραλειφθεί το γεγονός ότι το κείμενο του σχεδίου της Διεθνούς Συμβάσεως του Unidroit παραπέμπει συχνότατα στο εθνικό μη συμβατικό δίκαιο. Το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο οφείλει να προχωρήσει ακόμη περισσότερο απ' ό,τι η Διεθνής Σύμβαση του Unidroit σε θέματα εναρμόνισης των εθνικών δικαίων. Όχι, βεβαίως τόσο, ώστε να αλλοτριώσει, με σκοπό την εναρμόνιση, τα εθνικά συστήματα δικαίου των αξιογράφων, αλλά δημιουργώντας τις προϋποθέσεις της ομαλής διασύνδεσης των συστημάτων καταχώρισης τίτλων σε μητρώα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έτσι ώστε να είναι δυνατή η επί ίσοις όροις ελεύθερη α) επιλογή από τον εκδότη της οργανωμένης αγοράς, στην οποία θα εισαγάγει

τους τίτλους του και β) χρήση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών από τις οργανωμένες αγορές και τις ΕΠΕΥ, ανεξαρτήτως του δικαίου που διέπει τον εκδότη, τα επενδυτικά αξιόγραφα του οποίου αποτελούν αντικείμενο της συναλλαγής.

4. Περιεχόμενο του νέου παραγώγου κοινοτικού δικαίου: Τα προς επίλυση δικαιοπολιτικά ζητήματα

4.1. Γενικά χαρακτηριστικά

Γίνεται δεκτό, τόσο στο σχέδιο Διεθνούς Συνθήκης του Unidroit, όσο και στην από 11.8.2006 Εισηγήση του Legal Certainty Group on EU-Clearing and Settlement της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ότι οι νέες διατάξεις δεν θα αποσκοπούν στην τροποποίηση των συστημάτων των κρατών-μελών σε θέματα κυριότητας ούτε θα επιδιώκουν την αλλαγή του περιεχομένου των δικαιωμάτων που απορρέουν από τους τίτλους σε σχέση με τον εκδότη τους. Σκοπός των νέων διατάξεων είναι να ρυθμίσουν ενιαία τον τρόπο και τη διαδικασία, με τα οποία τα δικαιώματα αυτά θα ασκούνται, ιδίως ενόψει της διαμεσολάβησης περισσοτέρων, συνήθως, φορέων μητρώων και θεματοφυλάκων μεταξύ εκδότη και τελικού δικαιούχου.

Περαιτέρω, πρέπει να τονιστεί ότι κανένα από τα δύο κείμενα δεν χρησιμοποιεί νομική ορολογία, παρά ουδέτερη γλώσσα, περιγραφική των νομικών σχέσεων. Η αιτία είναι εύλογη και κατανοητή: Οι διαφορές των εθνικών δικαίων σε βασικά θέματα του δικαίου των επενδυτικών αξιογράφων δεν επιτρέπουν τη χρήση κοινής νομικής ορολογίας. Στο αγγλοσαξωνικό δίκαιο π.χ. δεν είναι γνωστή η έννοια της αξιογραφικής εμπραγμάτωσης και οι «έγγραφοι τίτλοι» δεν αποτελούν διαπραγματεύσιμες αξίες, παρά έχουν μόνον την έννοια

των εγγράφων νομιμοποίησης, που δεν προορίζονται για να κυκλοφορούν. Η αντίληψη αυτή έρχεται σε αντίθεση με την νομική αντίληψη των ηπειρωτικών δικαίων για το δικαίωμα εκ του αξιογράφου και επί του αξιογράφου και, συναφώς, τη μεταβίβαση του δικαίωματος που ενσωματώνει το αξιόγραφο.

Πάντως και τα δύο κείμενα καταλαμβάνουν όλους τους τίτλους που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά και προορίζονται για ευρεία κυκλοφορία, ανεξάρτητα από το αν είναι ή όχι ονομαστικοί. Άρα, τα νομικά χαρακτηριστικά τους θα πρέπει να είναι τέτοια, που να διευκολύνουν αυτή την κυκλοφορία και, μάλιστα, όχι μόνο στην εσωτερική αγορά ενός κράτους, αλλά διεθνώς. Εξάλλου, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, δεν μπορεί να εννοούμε κάτι λιγότερο από την ενιαία ευρωπαϊκή αγορά.

4.2. Ο φορέας μητρώων επενδυτικών αξιογράφων

Είναι ευνόητο ότι, αφής στιγμής δεν υφίσταται πλέον κυκλοφορία τίτλων σε έγχαρτη μορφή και οι τίτλοι απεικονίζονται με καταχωρίσεις σε λογαριασμούς που τηρούνται σε λογιστική μορφή σε μητρώα, φορείς των οποίων είναι επιχειρήσεις που λειτουργούν ως θεματοφύλακες, η σημασία αυτών των μητρώων τίτλων και των θεματοφυλάκων είναι εξαιρετικά μεγάλη για τη μεταβίβαση των δικαιωμάτων επί τίτλων σε λογιστική μορφή. Εξυπακούεται, επομένως, ότι και η εκκαθάριση των συναλλαγών που καταρτίζονται επί επενδυτικών αξιογράφων σε λογιστική μορφή περνάει απαραίτητα από τα μητρώα τίτλων, στα οποία τηρούνται οι λογαριασμοί των δικαιούχων.

Καθοριστικός παράγοντας στο νέο σύστημα αξιογραφικής εμπραγμάτωσης, μέσω των καταχωρίσεων σε μητρώα, εί-

ναι το τρίτο πρόσωπο που είναι ο φορέας του μητρώου και εγκαθιδρύει την οδό επικοινωνίας μεταξύ του δικαιούχου και του εκδότη. Το πρόσωπο αυτό δεν είναι απλώς θεματοφύλακας, που κατέχει τους τίτλους για λογαριασμό άλλων και έχει τη διοικητική τους διαχείριση, αλλά, επιπλέον, είναι και αυτός που νομιμοποιεί τον δικαιούχο του τίτλου – τον μέτοχο ή τον ομολογιούχο – είτε έναντι του εκδότη είτε έναντι του αμέσως επόμενου μητρώου, στην όλη αλυσίδα μητρώων, από το κεντρικό μητρώο ή τον εκδότη ως το μητρώο του τελικού δικαιούχου / τελικού επενδυτή. Αυτό που στο σύστημα ενσώματων τίτλων προέκυπτε από την κατοχή του τίτλου ή την καταχώριση στο μητρώο μετόχων του εκδότη αντικαθίσταται από την καταχώριση στο μητρώο ενός ειδικώς καθορισμένου φορέα ή θεματοφύλακα.

4.3. Νομική σημασία της καταχώρισης

α) Δικαιώματα του δικαιούχου του λογαριασμού

Η καταχώριση τίτλων σε λογαριασμούς που τηρούνται σε μητρώα γεννά δικαιώματα για τον δικαιούχο του λογαριασμού: το εν λόγω πρόσωπο θα έχει το δικαίωμα, δίδοντας σχετικές εντολές στον φορέα του μητρώου, να διαθέτει μεταβιβάζει τους τίτλους του και να συνιστά επ' αυτών περιορισμένα εμπράγματα δικαιώματα: εμπράγματα ασφαλείας, δικαιώματα επικαρπίας και, γενικώς, όλα τα δικαιώματα που θα μπορούσαν να συσταθούν επί κινητού πράγματος βάσει του δικαίου που διέπει το μητρώο. Ο δικαιούχος του λογαριασμού θα δικαιούται να ασκεί τα διοικητικής και περιουσιακής φύσεως δικαιώματα που απορρέουν από τους τίτλους, μέσω εντολών που θα δίδει στον θεματοφύλακα – φορέα του μητρώου. Ο τε-

λευταίος θα υποχρεούται να διαβιβάζει περαιτέρω τις εντολές αυτές κ.ο.κ., όσο απαιτείται για την άσκηση των δικαιωμάτων που το δίκαιο που διέπει τον εκδότη προβλέπει για τους δικαιούχους των επενδυτικών αξιογράφων (*lex societatis*).

Τα δικαιώματα στους τίτλους με λογιστική μορφή και τα εξ αυτών απορρέοντα δικαιώματα θα αποκτώνται με την πίστωση των τίτλων στο λογαριασμό του δικαιούχου, οπότε και παύει να έχει τα αντίστοιχα δικαιώματα ο δικαιούχος του λογαριασμού, στον οποίο χρεώθηκαν οι τίτλοι. Με σκοπό την ενίσχυση της ασφάλειας των συναλλαγών, ο καλόπιστος δικαιούχος λογαριασμού, στον οποίο πιστώνονται τίτλοι σε λογιστική μορφή, αποκτά δικαιώματα επί και εξ αυτών των τίτλων.

β) Αποχωρισμός από την πτωχευτική περιουσία του φορέα μητρώου / Απαγόρευση κατάσχεσης

Τα δικαιώματα που απορρέουν από τους τίτλους σε λογιστική μορφή για τον δικαιούχο του λογαριασμού έχουν απόλυτη προτεραιότητα έναντι οποιουδήποτε τρίτου, που θα μπορούσε να διεκδικήσει, μέσω του φορέα του μητρώου, τα δικαιώματα αυτά. Δανειστές του φορέα του μητρώου ή του θεματοφύλακα δεν θα δικαιούνται να ικανοποιήσουν απαιτήσή τους κατά του φορέα του μητρώου/θεματοφύλακα από τους τίτλους σε λογιστική μορφή που αυτός τηρεί για λογαριασμό πελατών του. Αντίστοιχα ισχύουν και σε περίπτωση πτώχευσης/αφερεγγυότητας του θεματοφύλακα.

4.4. Υποχρεώσεις του θεματοφύλακα / φορέα μητρώου

Ο θεματοφύλακας των τίτλων – φορέας του μητρώου, στους λογαριασμούς του ο-

ποίου είναι καταχωρημένοι οι τίτλοι, θα πρέπει να υπέχει υποχρεώσεις, για να διασφαλίζονται τα δικαιώματα των δικαιούχων των λογαριασμών. Οι υποχρεώσεις αυτές συνίστανται κυρίως στα εξής:

α) Να καταχωρεί στους λογαριασμούς που ανοίγει τόσους τίτλους, όσοι είναι καταχωρημένοι στο δικό του συλλογικό λογαριασμό τίτλων (*omnibus account*), που τηρείται στο αμέσως επόμενο επίπεδο, δηλαδή στον αμέσως επόμενο θεματοφύλακα - φορέα μητρώου. Συναφώς, υποχρεούται, αν για οποιοδήποτε λόγο οι τίτλοι που είναι καταχωρημένοι στους λογαριασμούς που τηρούνται στο όνομά του στους αμέσως επόμενους προς τα πάνω θεματοφύλακες είναι λιγότεροι απ' αυτούς που είναι καταχωρημένοι στους λογαριασμούς που έχει ανοίξει για λογαριασμό των πελατών του, να αποκαθιστά αμελλητί την αντιστοιχία.

β) Να διαβιβάζει στους δικαιούχους των λογαριασμών, που έχει ανοίξει και τηρεί, τις εταιρικής φύσεως πληροφορίες που λαμβάνει και είναι απαραίτητες για την άσκηση των περιουσιακής ή διοικητικής φύσεως δικαιωμάτων των δικαιούχων των λογαριασμών.

γ) Να διαβιβάζει περαιτέρω προς τα πάνω, στην αλυσίδα των θεματοφύλακων/φορέων μητρώων, μέχρι του εκδότη, τις εντολές και οδηγίες των δικαιούχων των λογαριασμών που έχει ανοίξει, οι οποίες απαιτούνται για την άσκηση των δικαιωμάτων τους που απορρέουν από τους τίτλους.

δ) Να ακολουθεί και εκτελεί τις εντολές των δικαιούχων των λογαριασμών που έχει ανοίξει, ως προς τους τίτλους που είναι καταχωρημένοι σ' αυτούς, π.χ. για τη διάθεση αυτών, τη σύσταση επ' αυτών εμπραγμάτων δικαιωμάτων κλπ.

ε) Να τηρεί χωριστά τους τίτλους που ανήκουν στον ίδιο από τους τίτλους που ανήκουν στους πελάτες του, έτσι ώστε να μην τίθενται σε κίνδυνο τα συμφέ-

ροντα των πελατών του σε περίπτωση πτώχευσης του ή επιδίωξης μέτρων εκτέλεσης εναντίον του.

5. Ανάγκη προσαρμογών στο ελληνικό δίκαιο

5.1. Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων

Ο ν. 3606/2007 με τις διατάξεις του Δευτέρου Μέρους του για τα Συστήματα Κεντρικού Αντισυμβαλλόμενου, Εκκαθάρισης και Διακανονισμού επιβάλλει την υποχρέωση αδειοδότησης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των συστημάτων αυτών που λειτουργούν στην Ελλάδα⁴⁹, με εξαίρεση το Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Τίτλων σε Λογιστική Μορφή, το οποίο λειτουργεί σύμφωνα με το ν. 2198/1994 και το οποίο το διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος.

Το άρθρο 74 §2 του ν. 3606/2007 ρητώς ορίζει, μάλιστα, ότι οι διαχειριστές των Συστημάτων δικαιούνται να διαχειρίζονται και μητρώο άυλων ή ακινητοποιημένων τίτλων, ενεργώντας ως κεντρικό αποθετήριο αξιών σύμφωνα με τα άρθρα 39 και επ. του ν. 2396/1996 και την παράγραφο 3 του άρθρου 105 του ν. 2533/1997.

Το άρθρο 83 §4 του ν. 3606/2007 ορίζει, περαιτέρω, ότι η ΕΧΑΕ θα συνεχίσει να ασκεί τις δραστηριότητες διαχείρισης του ΣΑΤ, τις οποίες ασκεί υπό την ιδιότητα του διαχειριστή του ΚΑΑ, σύμφωνα με τον κανονισμό που προβλέπεται στην § 3 του άρθρου 105 του ν. 2533/1997 και στα άρθρα 39 και επ. του ν. 2396/1996 και τηρουμένων των διατά-

ξεων του άρθρου 74 του ν. 3606/ 2007. Η § 5 του άρθρου 83 επιτρέπει, μάλιστα, ρητώς στην ΕΧΑΕ να μεταβιβάζει, ύστερα από έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, σε τρίτο πρόσωπο αρμοδιότητες της ως προς τη διαχείριση του ΣΑΤ, τις οποίες ασκεί ως διαχειριστής του ΚΑΑ, σύμφωνα με τις παραπάνω διατάξεις.

5.2. Δικαιοπολιτικό αίτημα της διεθνοποίησης των διατάξεων του ελληνικού δικαίου για την αποϋλοποίηση τίτλων

Είναι απαραίτητο να θεσπισθεί με νόμο η δυνατότητα ελληνικών ανωνύμων εταιριών να εκδίδουν σε άυλη μορφή μετοχές και ομόλογα που θα εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε χρηματιστήρια άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Δικαιική ρύθμιση που θα προβλέπει ότι, έναντι του εκδότη, τα αποτελέσματα των καταχωρίσεων είτε στο υφιστάμενο μητρώο τίτλων του ΣΑΤ του ΚΑΑ είτε σε άλλο ευρωπαϊκό μητρώο τίτλων επενδυτικών αξιόγραφων που εκδίδουν έλληνες εκδότες και εισάγονται σε χρηματιστήρια των λοιπών κρατών μελών, θα είναι αντίστοιχα με εκείνα που ισχύουν προκειμένου για άυλες μετοχές που είναι καταχωρημένες στο ΣΑΤ, θα άρει την υφιστάμενη διακριτική μεταχείριση εις βάρος των χρηματιστηρίων των λοιπών κρατών μελών. Η υπάρχουσα ρύθμιση καθιστά λιγότερο ελκυστική, ως ενέχουσα ανασφάλεια δικαίου, την εισαγωγή των μετοχών ελληνικών εταιριών σε χρηματιστήρια των λοιπών κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αφού τα δικαιώματα των επενδυτών, που αγοράζουν τέτοια επενδυτικά αξιόγραφα στα ξένα χρηματιστήρια, είναι λιγότερο σαφή σε σχέση με τα δικαιώματα των μεριδιούχων του ΣΑΤ. Αυτός είναι και ο λόγος που σε τέτοιες

49. Για την έννοια των «συστημάτων» βλ. παραπάνω, υποσ. 18.

περιπτώσεις αντικείμενο διαπραγμάτευσης στα ξένα χρηματιστήρια είναι, κυρίως, αποθετήρια τίτλων αντίστοιχα των Ελληνικών Πιστοποιητικών («ΕΛΠΙΣ») του άρθρου 59 του ν. 2396/1996.

Το πρόβλημα αυτό δεν είναι, πάντως, αμιγώς ελληνικό. Αν, μάλιστα, και τα δίκαια των κρατών-μελών που διέπουν τη λειτουργία των χρηματιστηρίων και των μητρώων καταχώρισης τίτλων δεν περιέχουν αντίστοιχες ρυθμίσεις, το ζήτημα δεν μπορεί να αντιμετωπισθεί επιτυχώς μονομερώς από το ελληνικό δίκαιο, δηλαδή από το δίκαιο ενός μόνον κράτους - μέλους. Απαιτείται εναρμονιστική παρέμβαση σε κοινοτικό επίπεδο, μια και στην περίπτωση καταχώρισης επενδυτικών αξιογράφων σε μητρώα τίτλων με στοιχείο αλλοδαπότητας έχουμε την εφαρμογή πλειόνων εθνικών δικαίων: του δικαίου που διέπει τον εκδότη, του δικαίου που διέπει το μητρώο όπου καταχωρούνται οι τίτλοι του και του δικαίου της οργανωμένης αγοράς. Η αντιμετώπιση της αλληλεπίδρασης των δικαίων αυτών, έτσι ώστε, δηλαδή, το δίκαιο του εκδότη να αναγνωρίσει ως παράγουσα δικαιώματα αξιογραφικής εμπραγμάτωσης την καταχώριση σε μητρώο διεπόμενο από το δίκαιο άλλου κράτους - μέλους και αντίστροφα, ορθό είναι να επιτευχθεί με νομοθετική παρέμβαση σε κοινοτικό επίπεδο.

V. Συμπεράσματα

Οι φραγμοί των διασυνοριακών συναλλαγών επί τίτλων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, που εξακολουθούν να υπάρχουν και σχετίζονται με τα δικαιώματα που συνδέονται με την καταχώριση τίτλων σε λογαριασμούς φορέων που λειτουργούν μητρώα, καθώς και, συναφώς, με την εκκαθάριση και το διακανονισμό συναλλαγών επί τίτλων, δεν είναι δυνατό να αντιμετωπισθούν μόνον σε επίπεδο εθνικού δικαίου.

Απαιτείται παρέμβαση του κοινοτικού νομοθέτη με στόχο τη δημιουργία συμβατής υποδομής των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου, που αποτελεί προϋπόθεση της εξάλειψης του κατακερματισμού των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου. Το παράγωγο κοινοτικό δίκαιο πρέπει, επομένως, να κινηθεί στην κατεύθυνση της συμπλήρωσης της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ (MiFID) σε θέματα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων.

Ο κοινοτικός νομοθέτης πρέπει να στήσει γέφυρες ανάμεσα στο δίκαιο του εκδότη, στο δίκαιο του Κεντρικού Μητρώου και στο δίκαιο των επί μέρους θεματοφυλάκων, ανάμεσα δηλαδή στα δίκαια όλων των πιθανών συστημάτων εκκαθάρισης συναλλαγών, έτσι ώστε να διασφαλίζονται τα δικαιώματα των επενδυτών στην ενοποιημένη ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίου. Είναι αναγκαίο να παραμερισθούν οι τεχνικές και νομικές φύσεως ασυμβατότητες των συστημάτων καταχώρισης των τίτλων, οι οποίες δημιουργούν ανασφάλεια δικαίου και αυξάνουν το κόστος των συναλλαγών⁵⁰. Οι ασυμβατότητες αυτές έχουν, εν γένει, σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στο αίτημα της σταθερότητας και ασφάλειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στην ανάπτυξη συνθηκών υγιούς ανταγωνισμού, και δυσχεραίνουν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων. Η έλλειψη εναρμονισμένου θεσμικού πλαισίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση δημιουργεί ανισότητα στον ανταγωνισμό και αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα για την επιλογή της επένδυσης βάσει ορθολογικών οικονομικών κριτηρίων, καθώς και για την αποτελεσματικότητα και αποδο-

50. Πρβλ. σχετικά Niels Schulze / Dirk Baur, European Commission, DG JRC, "Economic Impact Study on Clearing and Settlement", Μάιος 2006, σ. 14 επ.

τικότητα της επένδυσης.

Όπως προέκυψε από την προηγηθείσα ανάλυση, η αντιμετώπιση της αλληλεπίδρασης των περισσότερων δικαιών κρατών μελών που εφαρμόζονται επί εκκαθαρίσεως συναλλαγών με αντικείμενο τίτλους σε λογιστική μορφή, δεν μπορεί να αντιμετωπισθεί παρά μόνο με εναρμονιστική νομοθετική παρέμβαση σε κοινοτικό επίπεδο, για να διασφαλισθεί ότι το δικαίο του εκδότη θα αναγνωρίζει την καταχώριση σε μητρώο ή θεματοφύλακα, διεπόμενο από το δικαίο άλλου κράτους - μέλους, ως παράγουσα δικαιώματα ισοδύναμα της αξιολογικής εμπραγμάτωσης, και αντίστροφα. Κατ' αυτόν τον τρόπο, θα δημιουργηθούν οι βάσεις για ένα διακοινοτικό νέο αξιολογικό δικαίο, με την έννοια του επαναπροσδιορισμού του γνωστού μας δικαιώματος επί του αξιολογικού και της ρύθμισης των υποχρεώσεων των θεματοφυλάκων, των μητρώων, δηλαδή, στα οποία θα τηρούνται οι λογαριασμοί τίτλων, πράγμα που σημαίνει επέκταση και προσαρμογή στα νέα δεδομένα και του δικαιώματος εκ του αξιολογικού. Παραλλήλως, άρρηκτα συνδεδεμένη με το ζήτημα της εναρμόνισης των εθνικών δικαιών της Ευρω-

παϊκής Ένωσης σε θέματα κτήσεως και μεταβίβασης ηλεκτρονικών επενδυτικών αξιολογικών είναι η εναρμόνιση των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων, έτσι ώστε να διασφαλισθεί το δικαίωμα των φορέων της αγοράς να επενδύουν και να συναλλάσσονται με ασφάλεια δικαίου και χαμηλό κόστος στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίων.

Βρισκόμαστε, λοιπόν, όσον αφορά το ελληνικό δικαίο ενώπιον μιας επανοριοθέτησης βασικών εννοιών του αστικού δικαίου, των εμπραγμάτων και των ενοχικών δικαιωμάτων στα αξιολογικά, ως συνέπεια της ανάγκης συστηματικής ένταξης των νέων συναλλακτικών μορφών και φαινομένων στο ισχύον δικαίο, που την επιβάλλει το κοινοτικό δικαίο και η ενιαία ευρωπαϊκή αγορά. Για να επιτευχθεί αυτό είναι απαραίτητη η τελεολογική ερμηνεία των ισχυουσών διατάξεων και η αναλυτική, λειτουργική προσέγγιση των ουδέτερων από άποψη νομικής ορολογίας εννοιών που περιέχουν τα κείμενα του κοινοτικού δικαίου, έτσι ώστε να είμαστε σε θέση να εντάξουμε τις έννοιες αυτές με συνέπεια και αρμονικά στο σύστημα κανόνων του ελληνικού δικαίου.