

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΔΙΚΑΙΟ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

MASTER IN LAW & ECONOMICS



ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

Ιωάννα - Μαρία Κωνσταντινίδου

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια: Αριστέα Σινανιώτη - Μαρούδη

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2018



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο **«Τιτλοποίηση Απαιτήσεων»** έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακής Φοιτήτριας

Ονοματεπώνυμο: Ιωάννα – Μαρία Κωνσταντινίδου

Ημερομηνία: 22.11.2018

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η ανάγκη κάλυψης των λειτουργικών αναγκών των επιχειρήσεων καθώς και η επιθυμία για ανάπτυξη οδήγησαν τις επιχειρήσεις να αναζητήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια είτε μέσω της χρηματοδότησης από εξωτερικούς παράγοντες είτε μέσω της χρηματοδότησης από ίδια κεφάλαια. Μία μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από ίδια κεφάλαια είναι η χρηματοδότηση μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία αναλύεται η διαδικασία της τιτλοποίησης, θεσμός ο οποίος ρυθμίζεται στα άρθρα 10 και 11 του ν. 3156/2003. Δίδεται ο ορισμός του θεσμού της τιτλοποίησης και περιγράφεται ο σκοπός του θεσμού αυτού στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον. Περαιτέρω, πραγματοποιείται μία ιστορική αναδρομή της διαδικασίας της τιτλοποίησης και αναλύονται οι διαφορές και τα πλεονεκτήματά της, οικονομικά και νομικά, σε σχέση με άλλες μορφές χρηματοδότησης.

Ακόμη, περιγράφονται τα στάδια αυτής, ο τρόπος μεταβίβασης των απαιτήσεων, ενώ χαρακτηρίζονται νομικά και οι επιμέρους συμβατικές σχέσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών. Μεγάλη έμφαση δίνεται στο ρόλο και τη λειτουργία των προσώπων που εμπλέκονται στη διαδικασία της τιτλοποίησης καθώς και στα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται. Εκτενής αναφορά γίνεται, επίσης, στη διαδικασία αξιολόγησης των εκδοθέντων τίτλων από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, στην εποπτεία του θεσμού της τιτλοποίησης από τα αρμόδια κρατικά όργανα, καθώς και σε διάφορες μορφές της τιτλοποίησης. Τέλος, αναφέρεται η υποχρέωση παροχής πληροφοριών από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση και δίνονται μερικά παραδείγματα τιτλοποίησης στον ελληνικό χώρο.

Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να δοθεί έμφαση στη σημασία του θεσμού της τιτλοποίησης, ως μέσου χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, οι οποίες δεν καταφεύγουν στον κοινό δανεισμό, που τις επιβαρύνει οικονομικά, δημιουργώντας υπέρογκες οικονομικές υποχρεώσεις, αλλά πλέον μπορούν να χρηματοδοτηθούν εξ ιδίων κεφαλαίων, χρησιμοποιώντας τις απαιτήσεις που ήδη διαθέτουν στο χαρτοφυλάκιό τους, απαιτήσεις οι οποίες μέσω της πώλησης και μεταβίβασής τους μπορούν να δημιουργήσουν άμεσα ροή πληρωμών και άρα την απαραίτητη ρευστότητα, χωρίς επιπρόσθετες υποχρεώσεις για τις επιχειρήσεις, καθώς οι απαιτήσεις, μετά την οριστική μεταβίβασή τους, αποξενώνονται οικονομικά και νομικά από τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση και η τελευταία παύει να εμπλέκεται στην όλη διαδικασία.

Λέξεις κλειδιά: Τιτλοποίηση, Securitization, Εκχώρηση απαιτήσεων, Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, Ομολογίες.

ABSTRACT

The ongoing need to cover operating expenses as well as the desire for growth have led businesses to seek necessary funding through external or internal sources of capital. One form of financing through internal sources of capital is by utilizing the process of securitization.

The process of securitization is established under law 3156/2003 and regulated by article 10 and 11 of said law. The definition of the process as well as its purpose in our modern economic environment are thoroughly described throughout this master thesis. Furthermore, this thesis includes a historic account of the institution as well as a thorough legal and economic comparison to other forms of financing.

In order to provide a thorough analysis of the institution of securitization and all its different stages, a detailed account of the involved parties and the type of transfers they deal with (e.g. factoring of receivables, securitisations and securities lending) is given. Moreover, the role credit rating agencies play in the evaluation of financial products crucial to the function of the process of securitization is also analyzed. We also examine the role of state organizations regarding the supervision of the institution of securitization and the extend of such surveillance. To conclude, the obligation of the transferor entity to disclose information regarding its transactions is cited along with real-life examples of the securitization process as they have taken place in Greece.

In conclusion, the objective of this master thesis is to emphasise the importance of the process of securitization as a means of financing businesses, which do not resort to traditional loaning as it overburdens them financially by creating enormous financial commitments. Through the process of securitization businesses have the ability to internally finance their operations by utilizing their portfolio assets. These portfolio assets can directly set in motion a flow of money through their sale and conveyance, hence ensuring the required liquidity. This process incurs no further obligations for businesses as the assets after their final transfer are isolated economically and legally from the funded business and the latter ceases to be involved in the process.

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	I
ABSTRACT	II
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ	1
1.1. Τι είναι η τιτλοποίηση απαιτήσεων και ο ποιος ο σκοπός της;	1
1.2. Ιστορική αναδρομή στη διαδικασία της τιτλοποίησης στην αλλοδαπή και στην Ελλάδα	3
1.3. Διαφορές της τιτλοποίησης με άλλες μορφές χρηματοδότησης	6
1.3.1. Τιτλοποίηση και ομολογιακό δάνειο	7
1.3.2. Τιτλοποίηση και αλληλόχρεος λογαριασμός.....	8
1.3.3. Τιτλοποίηση και χρηματοδοτική μίσθωση (leasing).....	9
1.3.4. Τιτλοποίηση και πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring ή Forfaiting).....	9
1.4. Πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	13
2.1. Η διαδικασία της τιτλοποίησης.....	13
2.1.1. Στάδια της τιτλοποίησης	13
2.1.2. Η εκχώρηση και η μεταβίβαση των απαιτήσεων	17
2.2. Οι επιμέρους συμβατικές σχέσεις	20
2.3. Οι συμμετέχοντες στη διαδικασία της τιτλοποίησης	23
2.3.1. Η Μεταβιβάζουσα Επιχείρηση – Πωλητής (άρθρο 10 παρ. 2 εδ. α' ν. 3156/2003).....	23
2.3.2. Οι Οφειλέτες.....	25
2.3.3. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (άρθρο 10 παρ. 2 εδ. β', παρ. 3, 4, 5, 7, άρθρο 13 ν. 3156/2003).....	25

2.3.4. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων – Ο Εμπιστευματοδόχος (Trustee) (άρθρο 4 ν. 3156/2003).....	29
2.3.5. Ο Διαχειριστής των απαιτήσεων (Servicer) (άρθρο 10 παρ. 14, 15, 16, 17 ν. 3156/2003).....	30
2.3.6. Οι Πιστοδότες και οι Χορηγοί εξασφάλισης ή ρευστότητας (Credit Enhancers) (άρθρο 10 παρ. 1 εδ. α', παρ. 7 εδ. α', άρθρο 12 ν. 3156/2003)	35
2.3.7. Οι Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (Rating Agencies) (άρθρο 10 παρ. 1 ν. 3156/2003).....	38
2.3.8. Οι Τιτλούχοι Επενδυτές (άρθρο 10 παρ. 1, 17, 18, 19 ν. 3156/2003).....	40
2.3.9. Ο Συντονιστής της διαδικασίας της τιτλοποίησης (Arranger)	42
2.4. Αντικείμενο Μεταβίβασης	43
2.4.1. Απαιτήσεις που μεταβιβάζονται (άρθρο 10 παρ. 6 ν. 3156/2003)	43
2.4.2. Απαιτήσεις που δεν μεταβιβάζονται	46
2.4.3. Μεταβίβαση παρεπόμενων δικαιωμάτων και προνομίων	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΩΝ	53
4.1. Προστασία των οφειλετών	53
4.2. Προστασία της εταιρείας ειδικού σκοπού.....	54
4.3. Προστασία των ομολογιούχων επενδυτών	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	60
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ: ΑΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	62
6.1. Τιτλοποίηση με άμεση ροή πληρωμών	62
6.2. Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ: ΠΑΡΟΧΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΑΠΟ ΤΗ ΜΕΤΑΒΙΒΑΖΟΥΣΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	67
7.1. Η υποχρέωση παροχής πληροφοριών από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση	67

7.2. Η παροχή πληροφοριών και η διατήρηση αυτών υπό το πρίσμα του Γενικού Κανονισμού Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων (GDPR)	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ: ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ	72
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	74
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	76
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

1.1. Τι είναι η τιτλοποίηση απαιτήσεων και ο ποιος ο σκοπός της;

Η τιτλοποίηση ¹ (*securitization, Verbriefung* ², *titrisation* ³) αποτελεί έναν χρηματοδοτικό θεσμό που συνίσταται στη μεταβίβαση απαιτήσεων που σχετίζονται με έναν ή περισσότερους τομείς δραστηριότητας μιας εταιρείας (π.χ. απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια) προς μια άλλη εταιρεία, η οποία έχει ως ειδικό σκοπό την αγορά των εν λόγω απαιτήσεων έναντι τιμήματος ⁴. Η μεταβίβαση αυτή έχει ως αιτία την πώληση, μία σύμβαση, η οποία καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ του «μεταβιβάζοντος» (πωλήτρια εταιρεία) και του «αποκτώντος» (εταιρεία ειδικού σκοπού - special purpose vehicle) ⁵. Η εταιρεία αυτή ειδικού σκοπού υποχρεούται, σύμφωνα με τις διατάξεις της σύμβασης πώλησης (άρθρο 513 ΑΚ), να καταβάλει το τίμημα για αυτή την πώληση στην πωλήτρια εταιρεία. Για τον λόγο αυτό πρέπει να εξασφαλίσει το τίμημα αγοράς των απαιτήσεων και τα κεφάλαια που αντιστοιχούν σε αυτό. Από πού όμως η εταιρεία ειδικού σκοπού αντλεί τους πόρους για την καταβολή του τιμήματος αυτού; Για την εξασφάλιση του τιμήματος αγοράς των απαιτήσεων και των κεφαλαίων που αντιστοιχούν σε αυτό και για την ολοκλήρωση της διαδικασίας της τιτλοποίησης απαιτείται η έκδοση και η διάθεση ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής. Για τον λόγο αυτό η εταιρεία ειδικού σκοπού (*λήπτρια εταιρεία - αγοραστής*) προβαίνει στην έκδοση ομολογιών - τίτλων, τις οποίες διαθέτει στο επενδυτικό κοινό. Η διάθεση των τίτλων αυτών στο κοινό εξασφαλίζει στη λήπτρια εταιρεία τη ρευστότητα που χρειάζεται για την αποπληρωμή του τιμήματος αγοράς των απαιτήσεων από την πωλήτρια εταιρεία ⁶.

Ο νομοθέτης στο άρθρο 10 § 1 του ν. 3156/2003 δίνει τον εξής ορισμό: «... *τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που*

¹ Η λέξη τιτλοποίηση προέρχεται ως μετάφραση από το αγγλοσαξονικό securitisation (ή αλλιώς securitization) με ρίζα τη λέξη security = αξιόγραφο.

² Η γερμανική λέξη Verbriefung συνιστά τη διαδικασία και το αποτέλεσμα της εγγάρτωσης.

³ Η γαλλική λέξη titrisation έχει ως ρίζα τη λέξη titer που μεταφράζεται στα ελληνικά ως αξιόγραφο.

⁴ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματα Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 327, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005, όπως και Καρατζά Αικατερίνη Μαρία, Εισαγωγή στο θεσμό της τιτλοποίησης, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 83, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

⁵ Πρβλ. άρθρο 10 § 1 του ν. 3156/2003 (ΦΕΚ τ. Α', 157/25.07.2003) όπως και Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 453, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

⁶ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 11, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ του «μεταβιβάζοντος» και του «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων».

Μετά τη διάθεση των τίτλων η εταιρεία ειδικού σκοπού επιδιώκει την είσπραξη των απαιτήσεων που έχουν μεταβιβαστεί σε αυτήν. Από το προϊόν είσπραξης των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων εξοφλούνται οι τίτλοι των επενδυτών. Ουσιαστικά, η τιτλοποίηση μετατρέπει σειρά αξιώσεων σε τίτλους και ο τελικός αποκτών τους τίτλους αυτούς κατέχει ένα αξιόγραφο – ομολογία, η απόδοση του οποίου εξαρτάται από την αποπληρωμή των αξιώσεων τις οποίες αυτό ενσωματώνει ⁷.

Τα κυριότερα, λοιπόν, στοιχεία της τιτλοποίησης είναι τα ακόλουθα: **1.** Η ύπαρξη απαιτήσεων, οι οποίες είναι ρευστοποιήσιμες και ικανές να δημιουργήσουν σταθερή ροή πληρωμών και οι οποίες πρέπει να είναι ομαδοποιημένες και ομοιογενείς και να αποτελούν ενεργητικό ⁸ ξεχωριστό από το υπόλοιπο ενεργητικό της πωλήτριας εταιρείας **2.** Η πώληση και η μεταβίβαση των απαιτήσεων αυτών στην εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία είναι ανεξάρτητη από την πωλήτρια εταιρεία **3.** Η έκδοση ομολογιών - τίτλων από την εταιρεία ειδικού σκοπού, καθώς και η διάθεσή τους στο επενδυτικό κοινό.

Μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης μπορεί μία επιχείρηση να εξασφαλίσει τη ρευστότητα που χρειάζεται και συνεχή ροή χρήματος, χρησιμοποιώντας ίδια κεφάλαια. Για να κατανοήσουμε, όμως, καλύτερα αυτή τη λειτουργία της τιτλοποίησης, θα πρέπει να κάνουμε μια μικρή επισκόπηση των στόχων μιας επιχείρησης. Στη σύγχρονη οικονομική ζωή παρατηρείται έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων. Στόχος κάθε επιχείρησης είναι η επίτευξη κέρδους, η οικονομική ανάπτυξη και η εδραίωση της θέσης της στην αγορά, μέσω της επαύξησης της περιουσίας της, η οποία επιτυγχάνεται με κερδοφόρες επενδύσεις. Για να μπορέσει, όμως, μία επιχείρηση να πραγματοποιήσει τους στόχους αυτούς, χρειάζεται να διαθέτει την απαραίτητη ρευστότητα, η οποία θα εξασφαλίσει τα αναγκαία κεφάλαια τόσο για τη λειτουργία της επιχείρησης (π.χ. μηχανήματα, πρώτες ύλες, πρόσληψη προσωπικού) όσο και για τις πολυπόθητες επενδύσεις. Τα κεφάλαια για την κάλυψη των λειτουργικών και επενδυτικών αναγκών της επιχείρησης μπορεί να είναι ίδια, ήτοι από τη χρήση αποθεματικών

⁷ Πρβλ. Καρατζά Αικατερίνη Μαρία, Εισαγωγή στο θεσμό της τιτλοποίησης, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 83, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

⁸ Ενεργητικό είναι το σύνολο των οικονομικών πόρων, οι οποίοι ανήκουν σε μία επιχείρηση και έχουν χρηματική αξία. Οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης αποτυπώνονται στο «ενεργητικό» του ισολογισμού αυτής, καθώς μπορούν να προκαλέσουν ροή πληρωμών.

της επιχείρησης ή ξένα. Επειδή η χρηματοδοτική αυτάρκεια ιδίων κεφαλαίων παρατηρείται σχεδόν σπάνια στον οικονομικό χώρο, η κάθε επιχείρηση αναζητά την απαιτούμενη ρευστότητα από ξένα κεφάλαια.

Η χρηματοδότηση από ξένα κεφάλαια γίνεται συνήθως με τη μορφή του δανεισμού είτε από διάφορους επενδυτές είτε από διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Στην περίπτωση του δανεισμού, χορηγείται σε μία επιχείρηση ένα ορισμένο ποσό κεφαλαίου, το οποίο θα επενδυθεί από την επιχείρηση. Η τελευταία αναλαμβάνει την υποχρέωση να επιστρέψει το κεφάλαιο αυτό, συνήθως σημαντικά αυξημένο ως προς το αρχικό ποσό λόγω του επιβληθέντος τόκου, εντός συμφωνημένου χρονικού διαστήματος⁹. Ωστόσο, επειδή πολλές φορές οι επιχειρήσεις δεν δύνανται να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις, αναζητούν μια νέα μορφή χρηματοδότησης μέσω της άντλησης κεφαλαίων από το κοινό. Αυτό πραγματοποιείται με την έκδοση αξιογράφων από τις οργανωμένες χρηματαγορές. Το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση της τιτλοποίησης των απαιτήσεων μιας επιχείρησης. Μέσω της μετατροπής συγκεκριμένων απαιτήσεων της επιχείρησης σε αξιόγραφα και της διάθεσης των αξιογράφων αυτών στο επενδυτικό κοινό επιτυγχάνεται η χρηματοδότηση της επιχείρησης. Έτσι, με τη διαδικασία της τιτλοποίησης επιτυγχάνεται η έμμεση ρευστοποίηση απαιτήσεων, τις οποίες η επιχείρηση έχει στο ενεργητικό της σε λογιστική μορφή¹⁰.

1.2. Ιστορική αναδρομή στη διαδικασία της τιτλοποίησης στην αλλοδαπή και στην Ελλάδα

Ο θεσμός της τιτλοποίησης εμφανίστηκε για πρώτη φορά το 1930 στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Η.Π.Α.)¹¹. Εκείνη την χρονική περίοδο οι τράπεζες των Η.Π.Α. είχαν χορηγήσει δάνεια μεγάλης διάρκειας, τα οποία θα αποπληρώνονταν σε βάθος χρόνου με σταθερό χαμηλό επιτόκιο. Παράλληλα, το τραπεζικό σύστημα των Η.Π.Α. προσέφερε στις καταθέσεις μικροκαταθετών υψηλά επιτόκια^{12 13}. Λόγω των δύο ως άνω συνθηκών οι τράπεζες των Η.Π.Α.

⁹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 1 - 2, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

¹⁰ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 48, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

¹¹ Πρβλ. Ψυχομάνης Σπυρίδων, Τοξικοί νόμοι κι αράθυμες αρχές, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών» (ΔΕΕ), 2009, τ. έτους 2015, τεύχος 8-9, σελ. 888.

¹² Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 50, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

¹³ Σ' αυτό το σημείο πρέπει να επισημάνουμε ότι οι καταθέσεις στις τράπεζες αποτυπώνονται στον ισολογισμό των τραπεζών, ως «παθητικό», καθώς απέναντι στους καταθέτες οι τράπεζες έχουν την υποχρέωση να αποδώσουν τα χρήματα που φαίνονται ως λογιστικό στους λογαριασμούς τους. Έτσι, όσες περισσότερες καταθέσεις έχει μία τράπεζα, τόσο μεγαλύτερο πρέπει να είναι και το ενεργητικό της, για να καλύψει τις απαιτήσεις των καταθετών.

εμφάνιζαν έλλειψη ρευστότητας. Τα κεφάλαια, λοιπόν, που είχαν ανάγκη οι τράπεζες για να λειτουργήσουν, αντλήθηκαν μέσω του θεσμού της τιτλοποίησης. Με τον τρόπο αυτό οι τράπεζες ανατροφοδοτήθηκαν με άμεσο χρήμα.

Αναλυτικότερα:

Το 1930 ιδρύθηκε από την αμερικανική κυβέρνηση ο Ομοσπονδιακός Φορέας Ασφάλισης Στεγαστικών Δανείων (Federal Housing Administration ή FHA). Ο φορέας αυτός λειτουργήσε, έτσι ώστε να διασφαλίσει την αποπληρωμή στεγαστικών δανείων, που χορηγούνταν σε δανειολήπτες με χαμηλό εισόδημα. Το πρώτο βήμα, όμως, για την τιτλοποίηση έγινε το 1938, με την ίδρυση της Ομοσπονδιακής Ένωσης Στεγαστικών Δανείων (Federal National Mortgage Association ή FNMA). Ο οργανισμός αυτός αγόραζε από τα πιστωτικά ιδρύματα στεγαστικά δάνεια που ήταν ασφαλισμένα από τον φορέα FHA και κατόπιν μετέτρεπε τις μεταβιβασθείσες αυτές απαιτήσεις εκ των στεγαστικών δανείων σε αξιόγραφα, εξέδιδε δηλαδή ομολογίες, τις οποίες διέθετε στην αγορά και τις μεταπωλούσε σε άλλους επενδυτές, έτσι ώστε να εξασφαλίσει το τίμημα αγοράς των απαιτήσεων. Ανάλογη δραστηριότητα ανέπτυξαν και άλλοι δύο οργανισμοί, η Κυβερνητική Ένωση Στεγαστικών Δανείων (Government National Mortgage Association ή GNMA), η οποία ιδρύθηκε το 1968 και η Ομοσπονδιακή Εταιρεία Στεγαστικών Δανείων (Federal Home Loan Mortgage Corporation ή FHLMC), η οποία ιδρύθηκε το 1970¹⁴. Σταδιακά ολοένα και περισσότερες χώρες φαίνεται να υιοθετούν τον καινούργιο αυτό θεσμό της τιτλοποίησης, ο οποίος εξαπλώθηκε και στον Ευρωπαϊκό χώρο και ιδίως στη Μεγάλη Βρετανία, τη Γερμανία, το Βέλγιο και την Ιταλία.

Στη Ελλάδα ο θεσμός της τιτλοποίησης εμφανίζεται πολύ αργότερα, μόλις το 2000, όταν δημιουργήθηκε η ανάγκη εξυγίανσης του δημοσιονομικού τομέα, ενόψει και της προσπάθειας ένταξης της χώρας στην Ευρωζώνη. Έτσι, το 2000 ψηφίστηκε από την Ελληνική Βουλή ο ν. 2801/2000, όπως τροποποιήθηκε με τον ν. 2843/2000, με τον οποίο έγινε προσπάθεια μείωσης του ελλείμματος και του δημοσίου χρέους, μέσω της συγκέντρωσης σημαντικών οικονομικών πόρων. Το Δημόσιο ή οι φορείς του μεταβιβάζουν στην εταιρεία ειδικού σκοπού απαιτήσεις, οι οποίες δεν χρειάζεται να έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες. Η εταιρεία ειδικού σκοπού με τη σειρά της εκδίδει ομολογίες, τις οποίες διαθέτει σε επενδυτές είτε στο εσωτερικό είτε στο εξωτερικό. Οι επενδυτές με την αγορά των ομολογιών εξασφαλίζουν στο Ελληνικό Δημόσιο τη ροή του χρήματος που χρειάζεται για την θετική μεταβολή των οικονομικών δεικτών. Με την είσπραξη των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων εξασφαλίζεται η αποπληρωμή των αξιώσεων των

¹⁴ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 48 - 50, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

ομολογιούχων. Με τους παραπάνω νόμους θεσμοθετήθηκε η δυνατότητα τιτλοποίησης μόνο για απαιτήσεις των δημοσίων φορέων και δεν περιλαμβάνονταν οι ιδιωτικές επιχειρήσεις.

Ο θεσμός της τιτλοποίησης εφαρμόστηκε και για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις με τον ν. 3156/2003. Εξαιτίας της ανάγκης χρηματοδότησης των ιδιωτικών επιχειρήσεων και ιδιαίτερα εξαιτίας της στροφής των ελληνικών επιχειρήσεων στην αναζήτηση κεφαλαίων εκτός της ελληνικής αγοράς, δημιουργήθηκε η ανάγκη εύρεσης ενός σύγχρονου θεσμού χρηματοδότησης, αυτού της τιτλοποίησης απαιτήσεων και των ιδιωτικών επιχειρήσεων καθώς και απαιτήσεων από ακίνητα. Στην αιτιολογική έκθεση του ν. 3156/2003 αναφέρονται επί λέξει τα εξής: *«Στην έντονα ανταγωνιστική αγορά του ευρωπαϊκού χώρου η δυσκολία χρηματοδότησης των φερέγγυων ελληνικών επιχειρήσεων με έκδοση ομολογιακών δανείων λόγω του υφιστάμενου νομοθετικού πλαισίου, ενείχε τον κίνδυνο να οδηγηθούν οι επιχειρήσεις στην αναζήτηση κεφαλαίων και σε επενδύσεις εκτός ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Στο πλαίσιο αυτό ήταν απαραίτητη η θέσπιση στην Ελλάδα ενός σύγχρονου, πλήρους, αλλά και συμβατού με την οικογένεια δικαίων στην οποία ανήκει το ελληνικό δίκαιο πλέγματος διατάξεων, που θα διασφαλίσουν τη δημιουργία τόσο της χρηματιστηριακής όσο και της εξωχρηματιστηριακής αγοράς ομολόγων που εκδίδονται στα πλαίσια ομολογιακών δανείων ιδιωτικών επιχειρήσεων, καθώς επίσης και η θέσπιση διατάξεων που να επιτρέπουν την τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα (securitisation). Με τον τρόπο αυτόν, η Ελληνική Κεφαλαιαγορά θα αποκτήσει πληρότητα προς όφελος των επιχειρήσεων και της εθνικής οικονομίας».*

Ο ν. 3156/2003, λοιπόν, προέβλεψε δύο βασικές μορφές τιτλοποίησης: δυνάμει του άρθρου 10, την κοινή τιτλοποίηση των επιχειρηματικών απαιτήσεων και δυνάμει του άρθρου 11 την τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα¹⁵. Με τον ν. 3156/2003 δόθηκε η δυνατότητα και στις ιδιωτικές επιχειρήσεις στην Ελλάδα να αντλήσουν μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης τα απαιτούμενα τόσο για τη λειτουργία όσο και για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων κεφάλαια. Με τον τρόπο αυτό θα χρηματοδοτούνταν ουσιαστικά μέσω της αξιοποίησης των απαιτήσεων που βρίσκονταν ήδη στο χαρτοφυλάκιο τους και δεν θα κατέφευγαν σε μορφές δανεισμού από ξένα κεφάλαια, λόγω χάρη στη λήψη δανείων από πιστωτικά ιδρύματα, στην παροχή πίστωσης μέσω ανοίγματος αλληλόχρεου λογαριασμού ή στη χρηματοδοτική πίστωση (leasing), πρακτικές οι οποίες δεσμεύουν υπέρμετρα τις επιχειρήσεις και ενέχουν υψηλό κίνδυνο για αυτές, ειδικά αν αναλογιστούμε τη διάρκεια που τις δεσμεύουν και τον συχνά υψηλό τόκο που αυτές καλούνται να αποπληρώσουν.

¹⁵ Πρβλ. Κουλορίδας Αθανάσιος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως μηχανισμός διαχείρισης και αναχρηματοδότησης επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών» (ΔΕΕ), τ. έτους 2017, τεύχος 8-9, σελ. 1018 επ.

Από τη σχετική διατύπωση της αιτιολογικής έκθεσης του ν. 3156/2010 προκύπτει ότι ο ν. 2801/2000 δεν καταργείται από το ν. 3156/2003. Συγκεκριμένα αναφέρεται ότι «η τιτλοποίηση έχει ήδη ρυθμιστεί νομοθετικά στην Ελλάδα με το άρθρο 14 του ν. 2801/2000, προκειμένου για το δημόσιο τομέα και πλέον είναι επιβεβλημένη η εφαρμογή της και στον ιδιωτικό τομέα». Από τα ως άνω συνάγεται ότι ο ν. 2801/2000 συνεχίζει να ρυθμίζει το θεσμό της τιτλοποίησης για απαιτήσεις που προέρχονται από δημόσιους φορείς, με εξαίρεση τις απαιτήσεις που προέρχονται από τα δημόσια Νομικά Πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου (Ν.Π.Ι.Δ.), τα οποία τιτλοποιούν τις απαιτήσεις τους βάσει του ν. 3156/2003. Αυτό προκύπτει από το άρθρο 10 του ν. 3156/2003, σύμφωνα με το οποίο η μεταβιβάζουσα επιχείρηση πρέπει να είναι έμπορος, ιδιότητα την οποία δεν μπορούν να έχουν τα Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Τομέα ¹⁶.

Πολλά πιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποίησαν το θεσμό της τιτλοποίησης με σκοπό να αποκτήσουν τη ρευστότητα που χρειαζόνταν. Πρώτα, η ASPIS BANK ΑΕ το 2003 έκανε εφαρμογή του θεσμού της τιτλοποίησης. Ακολούθησαν η τράπεζα EFG Eurobank – Ergasias, η ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ κλπ.

Τέλος, αξίζει να αναφερθούμε και στον ν. 4354/2015, σχετικά με τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, σύμφωνα με τον οποίο δόθηκε η δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα να μεταβιβάζουν σε εταιρείες διαχείρισης και μεταβίβασης μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Ο υψηλός δανεισμός και η οικονομική ύφεση επέφεραν ζημίες στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς οι τράπεζες αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας. Η πώληση των μη εξυπηρετούμενων δανείων εξασφαλίζει στα πιστωτικά ιδρύματα την απαιτούμενη ρευστότητα που χρειάζονται, καθώς εισπράττουν άμεσα τμήμα της οφειλής, που σε άλλη περίπτωση μπορεί να μην εισέπρατταν ¹⁷.

1.3. Διαφορές της τιτλοποίησης με άλλες μορφές χρηματοδότησης

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η τιτλοποίηση απαιτήσεων δεν είναι τίποτε άλλο παρά η χρηματοδότηση μέσω της ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν στην ίδια τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Η τιτλοποίηση, λοιπόν, διαφέρει από τις υπόλοιπες κλασικές μορφές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, καθώς δεν δημιουργεί υποχρεώσεις στην χρηματοδοτούμενη επιχείρηση ¹⁸. Σ' αυτό το σημείο οφείλουμε να επισημάνουμε τις διαφορές της τιτλοποίησης από άλλες μορφές χρηματοδότησης.

¹⁶ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 476, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

¹⁷ Πρβλ. αιτιολογική έκθεση νόμου 4354/2015.

¹⁸ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 108, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.

1.3.1. Τιτλοποίηση και ομολογιακό δάνειο

Στο άρθρο 806 του Αστικού Κώδικα ορίζονται τα εξής: «*Με τη σύμβαση δανείου ο ένας από τους συμβαλλόμενους μεταβιβάζει στον άλλον κατά κυριότητα χρήματα ή άλλα αντικαταστατά πράγματα, και αυτός έχει την υποχρέωση να αποδώσει άλλα πράγματα της ίδιας ποσότητας και ποιότητας*». Βάσει του ως άνω άρθρου συνάγονται οι υποχρεώσεις των εκατέρωθεν πλευρών, δηλαδή του δανειστή και του οφειλέτη. Πιο συγκεκριμένα, δημιουργείται η υποχρέωση του δανειστή για τη μεταβίβαση της κυριότητας του δανείσματος και του οφειλέτη για την απόδοση στον δανειστή του δανείσματος, κατά τη λήξη του δανείου, η οποία συμφωνείται από τα συμβαλλόμενα μέρη¹⁹. Ειδικά όσον αφορά στο ομολογιακό δάνειο οφείλουμε να επισημάνουμε τα εξής: Η εκάστοτε επιχείρηση εκδίδει τίτλους - ομόλογα, τους οποίους διαθέτει στο επενδυτικό κοινό, το οποίο με την αγορά των ομολόγων αυτών χρηματοδοτεί την επιχείρηση. Στη λήξη των ομολόγων η επιχείρηση υποχρεούται να αποδώσει στους επενδυτές την ονομαστική αξία των ομολόγων μαζί με τους τόκους. Είναι, λοιπόν, σαφές ότι μεταξύ του ομολογιακού δανείου και της τιτλοποίησης υπάρχει ομοιότητα, καθώς και στην τιτλοποίηση εκδίδονται τίτλοι, οι οποίοι διατίθενται στο επενδυτικό κοινό. Ωστόσο, υφίστανται ουσιώδεις διαφορές: α) Αρχικώς, στην περίπτωση του ομολογιακού δανείου εκδότης των τίτλων είναι η ίδια η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, η οποία και είναι υπόχρεη έναντι των επενδυτών, ενώ στην περίπτωση της τιτλοποίησης υφίσταται διάσταση μεταξύ της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης και της εκδότριας τους τίτλους εταιρείας. Η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση είναι η μεταβιβάζουσα τις απαιτήσεις της, ενώ εκδότρια είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού και αυτή μόνο ενέχεται έναντι των επενδυτών, β) Επίσης, κατά τη διαδικασία της τιτλοποίησης η ικανοποίηση των επενδυτών γίνεται από την είσπραξη και αξιοποίηση των απαιτήσεων που έχουν πωληθεί στην εταιρεία ειδικού σκοπού, ενώ η υπόλοιπη περιουσία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης δεν ενέχεται έναντι των επενδυτών. Αντίθετα, στην περίπτωση του ομολογιακού δανείου, ολόκληρη η περιουσία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης ενέχεται έναντι των ομολογιούχων δανειστών, γ) Επειδή στην περίπτωση της τιτλοποίησης η περιουσία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης δεν εμπλέκεται έναντι των επενδυτών, δεν εξετάζεται η πιστοληπτική ικανότητα και η εν γένει οικονομική κατάσταση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης²⁰, δ) Τέλος, επειδή εκδότης των τίτλων είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία συστήνεται για τη διενέργεια συγκεκριμένης τιτλοποίησης και η δράση της περιορίζεται στενά από τους σκοπούς αυτής, η εξόφληση των τίτλων εξαρτάται μόνο από τη φερεγγυότητα των οφειλετών των

¹⁹ Πρβλ. Σπυριδάκης Ιωάννης, Εγχειρίδιο Αστικού Δικαίου 2/β, Ενοχικό Δίκαιο, Ειδικό Μέρος, β' έκδοση, σελ. 187 – 188, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2004.

²⁰ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 18 - 21, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και δεν εξαρτάται από τη φερεγγυότητα της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, γεγονός που συμβαίνει στο κοινό ομολογιακό δάνειο.

1.3.2. Τιτλοποίηση και αλληλόχρεος λογαριασμός

Μία μορφή χρηματοδότησης είναι και το άνοιγμα ενός αλληλόχρεου λογαριασμού. Η Σύμβαση Παροχής Πίστωσης με Ανοικτό Αλληλόχρεο Λογαριασμό είναι συνήθης μορφή χρηματοδότησης και ρυθμίζεται στο άρθρο 112 του Εισαγωγικού Νόμου του Αστικού Κώδικα. Στη Σύμβαση Παροχής Πίστωσης με Ανοικτό Αλληλόχρεο Λογαριασμό απαραίτητη προϋπόθεση είναι το ένα από τα συμβαλλόμενα μέρη να είναι έμπορος. Με τη Σύμβαση Παροχής Πίστωσης με Ανοικτό Αλληλόχρεο Λογαριασμό τα μέρη συμφωνούν ότι θα υποβάλλουν τις εκατέρωθεν χρηματικές παροχές, που θα προκύψουν από τις μεταξύ τους συναλλαγές, σε έναν ενιαίο λογαριασμό, έτσι ώστε να είναι απαιτητό μόνο το κατάλοιπο που τυχόν θα προκύψει υπέρ του ενός εκ των συμβαλλομένων από το κλείσιμο του αλληλόχρεου λογαριασμού²¹. Συνάγεται, λοιπόν, ότι σκοπός του αλληλόχρεου λογαριασμού είναι η απλοποίηση των πληρωμών με τη συνολική εκκαθάριση των εκατέρωθεν απαιτήσεων²². Ο αλληλόχρεος λογαριασμός συναντάται πολύ συχνά στις τραπεζικές πιστοδοτήσεις, καθώς αποτελεί συνήθη μορφή δανεισμού των επιχειρήσεων. Οι τράπεζες συνάπτουν συνήθως με επιχειρήσεις Συμβάσεις Παροχής Πίστωσης με Ανοικτό Αλληλόχρεο Λογαριασμό και τους χορηγούν πίστωση μέχρι ενός συγκεκριμένου ποσού και οι επιχειρήσεις με τη σειρά τους αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλουν τόκο στο τέλος κάθε συμβατικού τριμήνου ή εξαμήνου, ημερομηνίες κατά τις οποίες κλείνει περιοδικά ο αλληλόχρεος λογαριασμός. Παραβίαση της υποχρέωσης εμπρόθεσμης καταβολής των τόκων δίνει τη δυνατότητα στην τράπεζα να προβεί στο κλείσιμο του αλληλόχρεου λογαριασμού και το κατάλοιπο αυτού γίνεται άμεσα απαιτητό.

Από τα ως άνω προκύπτει ότι η Σύμβαση Παροχής Πίστωσης με Ανοικτό Αλληλόχρεο Λογαριασμό δεσμεύει υπέρμετρα τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, η οποία είναι υποχρεωμένη στο τέλος κάθε τριμήνου ή εξαμήνου, ανάλογα με τα συμφωνηθέντα, να καταβάλει συγκεκριμένο ποσό τόκων. Η παραβίαση της υποχρέωσης αυτής μπορεί να επιφέρει ολέθρια αποτελέσματα, καθώς σε περίπτωση κλεισίματος του λογαριασμού η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση πρέπει να καταβάλει άμεσα στον δανειστή της το κατάλοιπο του λογαριασμού, διαφορετικά ελλοχεύει ο κίνδυνος να επιβληθούν σε αυτήν πράξεις αναγκαστικής εκτέλεσης. Στην τιτλοποίηση όμως δεν παραμονεύει ο κίνδυνος αυτός, καθώς η επιχείρηση

²¹ Πρβλ. Γεωργιάδης Απόστολος, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, σελ. 5, εκδ. Δίκαιο & Οικονομία, Π.Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2001.

²² Πρβλ. Βελέντζας Γιάννης, Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων (Εργασιών), σελ.180, εκδ. Ius, Θεσσαλονίκη 1996.

χρηματοδοτείται, χωρίς να βαρύνεται με πρόσθετες υποχρεώσεις, χρησιμοποιώντας τις απαιτήσεις που η ίδια διαθέτει και ό,τι εισπράττει από τον αποκτώντα αποτελεί έσοδο.

1.3.3. Τιτλοποίηση και χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing)

Η χρηματοδοτική μίσθωση ρυθμίζεται στο άρθρο 1 του ν. 1665/1986, όπως ισχύει μετά τον ν. 2367/1995. Στη χρηματοδοτική μίσθωση μία ανώνυμη εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης αγοράζει ένα κινητό πράγμα, με σκοπό στη συνέχεια να το εκμισθώσει σε μία επιχείρηση έναντι μισθώματος, δυνάμει έγγραφης σύμβασης, που συνάπτεται μεταξύ της ανώνυμης εταιρείας, ως εκμισθώτριας και της επιχείρησης, ως μισθώτριας. Στη χρηματοδοτική μίσθωση το κινητό πράγμα που αγοράζει η εκμισθώτρια προορίζεται για την μισθώτρια επιχείρηση, η οποία μετά τη λήξη της σύμβασης μίσθωσης μπορεί να αγοράσει το πράγμα²³. Οι διαφορές από το θεσμό της τιτλοποίησης είναι πρόδηλες. Πριν αναλύσουμε τις διαφορές των δύο μορφών χρηματοδότησης, πρέπει να τονίσουμε το εξής: στη χρηματοδοτική μίσθωση χρηματοδοτούμενη επιχείρηση είναι η μισθώτρια και στην τιτλοποίηση απαιτήσεων χρηματοδοτούμενη επιχείρηση είναι η μεταβιβάζουσα. Οι διαφορές που αναλύονται παρακάτω, αφορούν στις χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις. Αρχικώς, στη χρηματοδοτική μίσθωση, η μισθώτρια επιχείρηση αποκτά κινητά πράγματα, τα οποία όμως δεν ανήκουν στην ίδια, αλλά ανήκουν στην εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης. Αντίθετα στην περίπτωση της τιτλοποίησης απαιτήσεων από ακίνητα, τα ακίνητα ανήκουν στην ίδια τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση και χρησιμοποιούνται από αυτήν ως εμπράγματη ασφάλεια, που θα της εξασφαλίσουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Επίσης και από λογιστικής πλευράς παρουσιάζονται διαφορές μεταξύ των δύο μορφών χρηματοδότησης, καθώς στη χρηματοδοτική μίσθωση τα κεφαλαιουχικά αγαθά χρησιμοποιούνται από τη μισθώτρια επιχείρηση έναντι μισθώματος, το οποίο εμφανίζεται στον ισολογισμό της επιχείρησης ως δαπάνη και ως εκ τούτου εκπίπτει από τα έσοδά της. Αντίθετα στην τιτλοποίηση, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση μέσω της πώλησης και μεταβίβασης των ακινήτων εισπράττει τίμημα, το οποίο αποτελεί έσοδο²⁴.

1.3.4. Τιτλοποίηση και πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring ή Forfaiting)

Η σύμβαση factoring ή forfaiting ρυθμίζεται στον ν. 1905/1990. Η σύμβαση πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων ή αλλιώς η σύμβαση factoring ή η σύμβαση forfaiting συνάπτεται μεταξύ μιας εταιρείας, που λειτουργεί ως πράκτορας και μιας επιχείρησης που έχει ανάγκη χρηματοδότησης, που ονομάζεται προμηθευτής. Ο πράκτορας αναλαμβάνει έναντι αμοιβής να

²³ Πρβλ. Ψυχομάνης Σπύρος, Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων τόμος Ι β' έκδοση, σελ. 30, εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1997.

²⁴ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 125 - 126, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.

παρακολουθεί λογιστικά και νομικά τις επιχειρηματικές απαιτήσεις, που βρίσκονται στο χαρτοφυλάκιο του προμηθευτή, να προεξοφλεί τις επιχειρηματικές απαιτήσεις του και να εισπράττει αυτές. Οι ως άνω απαιτήσεις ανήκουν στον προμηθευτή και μέσω της μεσολάβησης του πράκτορα εισπράττονται ή προεξοφλούνται, ενέργεια που εξασφαλίζει στον προμηθευτή τη ρευστότητα που χρειάζεται και την ευχέρεια οικονομικής κίνησης. Με το factoring επιδιώκεται η έγκαιρη ρευστοποίηση των απαιτήσεων του προμηθευτή, πριν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες²⁵.

Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων είναι ίσως η μορφή χρηματοδότησης μιας επιχείρησης, που εμφανίζει τα περισσότερα κοινά με την τιτλοποίηση απαιτήσεων. Το κοινό μεταξύ των δύο συμβάσεων έγκειται στην εξής λειτουργία τους: ρευστοποιούνται απαιτήσεις μιας επιχείρησης, στην περίπτωση του factoring του προμηθευτή, στην περίπτωση της τιτλοποίησης της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, πριν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες και με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση αποκτά το κεφάλαιο κίνησης που χρειάζεται. Ενώ δηλαδή οι απαιτήσεις αυτές είναι δεσμευμένες, αφού μπορούν να εισπραχθούν μόνο όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες, χρησιμοποιούνται κατά παραγωγικό τρόπο, πριν καταστούν ληξιπρόθεσμες, έτσι ώστε η επιχείρηση να εξασφαλίσει τα αναγκαία κεφάλαια²⁶.

Ωστόσο, μεταξύ των δύο μορφών παρατηρείται και μία ουσιώδης διαφορά. Στη σύμβαση πρακτορείας ο ίδιος ο πράκτορας καταβάλλει το κεφάλαιο της χρηματοδότησης στον προμηθευτή, εφόσον έχει εκ της φύσεώς του επαρκή ρευστότητα. Αντίθετα στην τιτλοποίηση η εταιρεία ειδικού σκοπού καταβάλλει το τίμημα, το οποίο όμως προέρχεται από τους επενδυτές. Η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν έχει εταιρική περιουσία και δεν μπορεί να καταβάλει το τίμημα της αγοράς των απαιτήσεων, γι' αυτό το λόγο εκδίδονται από αυτήν ομολογίες, οι οποίες διατίθενται στην αγορά και εξασφαλίζουν στην εταιρεία ειδικού σκοπού το τίμημα της πώλησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων²⁷.

1.4. Πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι ο θεσμός της τιτλοποίησης εμφανίζει πολλές διαφορές από τις κλασικές μορφές χρηματοδότησης, καθώς και ότι τα πλεονεκτήματά της από οικονομικής – λογιστικής και νομικής σκοπιάς σε σχέση με άλλες μορφές χρηματοδότησης είναι πολλά. Αξίζει να κάνουμε μια μικρή επισκόπηση σε μερικά από αυτά.

²⁵ Πρβλ. Γεωργιάδης Απόστολος, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, σελ. 6 - 7, εκδ. Δίκαιο & Οικονομία, Π.Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2001.

²⁶ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 128 - 129, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.

²⁷ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 22 - 23, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

Αρχικώς, η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης μέσω του θεσμού της τιτλοποίησης δεν δημιουργεί στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση υποχρεώσεις σε τρίτους – δανειστές. Η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, μέσω της μεταβίβασης των απαιτήσεών της, που δεν έχουν ακόμη καταστεί ληξιπρόθεσμες, αποκτά άμεσα χρήματα, εξασφαλίζοντας τη ρευστότητα που χρειάζεται η επιχείρηση. Αυτή η ρευστότητα δεν εξαρτάται από τον τραπεζικό δανεισμό και δεν δημιουργούνται στη μεταβιβάζουσα επιχείρηση υποχρεώσεις και δεσμεύσεις μακράς διάρκειας, καθώς μέσω της τιτλοποίησης μετατρέπονται λιγότερο παραγωγικά στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης σε περισσότερο παραγωγικά στοιχεία²⁸.

Ένα ακόμη πλεονέκτημα της τιτλοποίησης σε σχέση με άλλες μορφές χρηματοδότησης είναι ότι βελτιώνεται η εικόνα του ισολογισμού της χρηματοδοτούμενης - μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Σε περίπτωση χρηματοδότησης, μέσω των κλασικών μορφών δημιουργούνται υποχρεώσεις στην επιχείρηση είτε για καταβολή δόσης των δανείων, στην περίπτωση του τραπεζικού δανεισμού, είτε για καταβολή τόκων, στην περίπτωση του αλληλόχρεου λογαριασμού, είτε για καταβολή μισθώματος, στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης, υποχρεώσεις που απεικονίζονται στο παθητικό του ισολογισμού της επιχείρησης. Αντίθετα, στην περίπτωση της τιτλοποίησης, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση, πωλώντας τις απαιτήσεις που ήδη διαθέτει στο χαρτοφυλάκιό της, εισπράττει τίμημα από την εταιρεία ειδικού σκοπού, το οποίο εμφανίζεται ως έσοδο στον ισολογισμό της²⁹.

Επιπλέον, η χρηματοδότηση μέσω του θεσμού της τιτλοποίησης μειώνει το κόστος κεφαλαίου χρηματοδότησης. Αυτό το πλεονέκτημα, αφορά κυρίως τη σύγκριση της τιτλοποίησης με το ομολογιακό δάνειο. Μία επιχείρηση, όταν εκδίδει ένα ομολογιακό δάνειο, επιδιώκει την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση για τα ομόλογα που εκδίδει από τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς έτσι εκδίδονται ομόλογα χαμηλού επιτοκίου και άρα με μικρότερη επίδραση στο κεφάλαιο της επιχείρησης. Αντίθετα, στην περίπτωση χαμηλής αξιολόγησης, εκδίδονται ομόλογα που προσφέρουν υψηλό επιτόκιο, λύση η οποία δεν είναι συμφέρουσα για τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Όσο πιο αφερέγγυα είναι η αγορά ομολόγων που εκδίδει μία επιχείρηση, τόσο υψηλότερο επιτόκιο πρέπει αυτή να προσφέρει, ώστε να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος και έτσι η χρηματοδότηση καθίσταται πιο δαπανηρή. Σε περίπτωση που μία επιχείρηση έχει στο χαρτοφυλάκιό της μία ομάδα μη ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων, ελλοχεύει ο κίνδυνος η αξιολόγηση των ομολόγων να εξαρτάται από τον κίνδυνο αφερέγγυότητας της επιχείρησης. Αντίθετα, όταν η επιχείρηση πωλήσει και μεταβιβάσει σε μία

²⁸ Πρβλ. Καρατζά Αικατερίνη Μαρία, Εισαγωγή στο θεσμό της τιτλοποίησης, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 85, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

²⁹ Πρέπει να τονιστεί ότι και οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται εμφανίζονται ως ενεργητικό στον ισολογισμό μίας επιχείρησης, ωστόσο δεν είναι σίγουρο εάν αυτές θα εισπραχθούν.

εταιρεία ειδικού σκοπού τις απαιτήσεις αυτές, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της τιτλοποίησης, η αξιολόγηση των ομολογιών είναι υψηλότερη, καθώς οι απαιτήσεις που ενσωματώνονται στις ομολογίες έχουν αποχωριστεί από την περιουσία της μεταβιβάζουσας επιχείρησης και δεν σχετίζονται με τη φερεγγυότητα ή όχι αυτής³⁰.

Ακόμη, ο κίνδυνος από τη μη είσπραξη των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται μεταφέρεται στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Η χρηματοδοτούμενη - μεταβιβάζουσα επιχείρηση αποξενώνεται τελείως από τις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις και είναι αδιάφορο αν αυτές θα εισπραχθούν ή όχι ή σε ποιο ποσοστό, καθώς η μεταβιβάζουσα επιχείρηση λαμβάνει το τίμημα από την εταιρεία ειδικού σκοπού, ανεξάρτητα από την είσπραξη ή όχι των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων³¹.

Τέλος, στην περίπτωση που η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει έδρα στο εξωτερικό, παρέχεται η δυνατότητα έκδοσης ομολογιών, οι οποίες διέπονται από το αλλοδαπό δίκαιο, το οποίο συχνά προτιμούν οι ξένοι επενδυτές³². Με αυτόν τον τρόπο η επιχείρηση χρηματοδοτείται τόσο από επενδυτές εντός Ελλάδος όσο και από ξένους επενδυτές.

³⁰ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 182

³¹ Πρβλ. Καρατζά Αικατερίνη Μαρία, Εισαγωγή στο θεσμό της τιτλοποίησης, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 85, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

³² Πρβλ. Κουλορίδας Αθανάσιος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως μηχανισμός διαχείρισης και αναχρηματοδότησης επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών» (ΔΕΕ), τ. έτους 2017, τεύχος 8-9, σελ. 1018 επ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

2.1. Η διαδικασία της τιτλοποίησης

2.1.1. Στάδια της τιτλοποίησης

Η διαδικασία της τιτλοποίησης εκκινεί όταν μία επιχείρηση έχει ανάγκη εξεύρεσης κεφαλαίων κίνησης και δεν θέλει να στραφεί στις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης. Τα στάδια της τιτλοποίησης είναι τα εξής: **α) Το στάδιο σχεδιασμού και προετοιμασίας της τιτλοποίησης**, κατά το οποίο γίνεται ανάλυση της οικονομικής κατάστασης της εταιρείας και εξετάζεται εάν η χρηματοδότηση μέσω της τιτλοποίησης είναι συμφέρουσα, **β) Το στάδιο επιλογής των απαιτήσεων και διαμόρφωσης του ενεργητικού προς τιτλοποίηση**, κατά το οποίο επιλέγονται οι απαιτήσεις οι οποίες είναι κατάλληλες να τιτλοποιηθούν και είναι ικανές να δημιουργήσουν σταθερή ροή κεφαλαίων, **γ) Το στάδιο διάρθρωσης της τιτλοποίησης και σύναψης συμβάσεων των μερών**, κατά το οποίο συνάπτονται όλες οι απαιτούμενες συμβάσεις προκειμένου να εξυπηρετηθούν οι σκοποί της συγκεκριμένης τιτλοποίησης, **δ) Το στάδιο διάθεσης των τίτλων στο επενδυτικό κοινό**, κατά το οποίο εκδίδονται και διατίθενται οι ομολογίες στους επενδυτές και **ε) Το στάδιο είσπραξης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων και αποπληρωμής των εξόδων**, κατά το οποίο εισπράττονται οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις και από το προϊόν της ρευστοποίησης αποπληρώνονται οι εκδοθείσες ομολογίες και καλύπτονται τα έξοδα της όλης διαδικασίας της τιτλοποίησης. Πιο αναλυτικά:

Αρχικώς, θα πρέπει να εξεταστεί από την εκάστοτε επιχείρηση, που θέλει να χρηματοδοτηθεί μέσω της τιτλοποίησης, εάν αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης συμφέρει φορολογικά και λογιστικά την επιχείρηση. Για το λόγο αυτό σε πρώτο στάδιο στελέχη της επιχείρησης εκτιμούν τις απαιτήσεις που έχει στο ενεργητικό της η επιχείρηση αυτή, καθώς και το κόστος της διαδικασίας³³. Ελέγχεται, δηλαδή, εάν στο ενεργητικό της επιχείρησης υπάρχουν απαιτήσεις που είναι ικανές να προκαλέσουν προβλέψιμη ροή πληρωμών, η οποία μπορεί να ελεγχθεί εκ των προτέρων με ασφάλεια, βάσει των χαρακτηριστικών των απαιτήσεων αυτών³⁴. Μετά τον προέλεγχο αυτό, επιλέγονται από τον συντονιστή της επιχείρησης οι απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν. Οι απαιτήσεις αυτές είναι γεγεννημένες, αλλά δεν έχουν ακόμη καταστεί ληξιπρόθεσμες, ώστε να μπορούν να εισπραχθούν. Σ' αυτό το σημείο σημαντικό ρόλο έχουν και οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι οίκοι αξιολόγησης γνωρίζουν τις

³³ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 41 - 42, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

³⁴ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 183

συνθήκες της αγοράς και μπορούν να βοηθήσουν την επιχείρηση στην επιλογή των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν, ανάλογα πάντα με την ποιότητα και την αξία αυτών³⁵.

Μόλις επιλεγούν οι απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν, διαρθρώνεται η διαδικασία της τιτλοποίησης. Ο συντονιστής της επιχείρησης συστήνει την εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία θα έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση των απαιτήσεων³⁶. Για να συσταθεί βέβαια η εταιρεία ειδικού σκοπού χρειάζεται ένα ελάχιστο κεφάλαιο κίνησης. Το κεφάλαιο αυτό κίνησης αντλείται είτε από την επιχείρηση, που θα χρηματοδοτηθεί μέσω της τιτλοποίησης, είτε από κάποιο χρηματοπιστωτικό οργανισμό. Στη συνέχεια, οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται από την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση (μεταβιβάζουσα) στην εταιρεία ειδικού σκοπού (αποκτώσα). Η αιτία για την ως άνω μεταβίβαση είναι η πώληση. Με τον τρόπο αυτό, οι τιτλοποιούμενες απαιτήσεις απομονώνονται και αποχωρίζονται από τη λοιπή περιουσία της μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται με τα παρεπόμενα δικαιώματά τους, δηλαδή εάν η απαίτηση είναι εξασφαλισμένη π.χ. με υποθήκη ή προσημείωση ή ενέχυρο ή προνόμιο, το οποίο έχει υποβληθεί σε δημοσιότητα, η απαίτηση αυτή μεταβιβάζεται στην εταιρεία ειδικού σκοπού με την εξασφάλιση αυτή. Ωστόσο, για να καλυφθεί το ενδεχόμενο αδυναμίας ρευστοποίησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, πρέπει να δοθούν κάποιες επιπλέον εξασφαλίσεις. Για την εξασφάλιση αυτή είτε μεταβιβάζονται απαιτήσεις, η αξία των οποίων υπερβαίνει τα κεφάλαια που λαμβάνει η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, είτε μέσω τραπεζικής εγγυητικής επιστολής. Μέσω των εξασφαλίσεων αυτών οι τίτλοι που θα εκδοθούν αργότερα από την εταιρεία ειδικού σκοπού και οι οποίοι θα ενσωματώνουν τις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις θα έχουν υψηλή πιστοληπτική αξιολόγηση³⁷.

Στο επόμενο στάδιο, η εταιρεία ειδικού σκοπού εκδίδει τίτλους - ομολογίες, οι οποίοι διατίθενται στο επενδυτικό κοινό. Σύμφωνα με το νόμο οι ομολογίες διατίθενται σε περιορισμένο κύκλο ιδιωτικών επενδυτών (*ιδιωτική τοποθέτηση*), οι οποίοι δεν μπορούν να υπερβαίνουν τους εκατόν πενήντα. Μέσω της διάθεσης των τίτλων στο επενδυτικό κοινό, η εταιρεία ειδικού σκοπού αποκτά τα χρήματα που χρειάζεται για να καταβάλει το τίμημα της αγοράς των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Με αυτόν τον τρόπο η μεταβιβάζουσα επιχείρηση αποκτά τη ρευστότητα που χρειάζεται. Στο τελικό στάδιο επιδιώκεται από τον διαχειριστή και από την εταιρεία ειδικού σκοπού η είσπραξη και η αξιοποίηση των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων. Τα χρήματα από την είσπραξη των απαιτήσεων τοποθετούνται σε ειδικό

³⁵ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 41 - 42, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

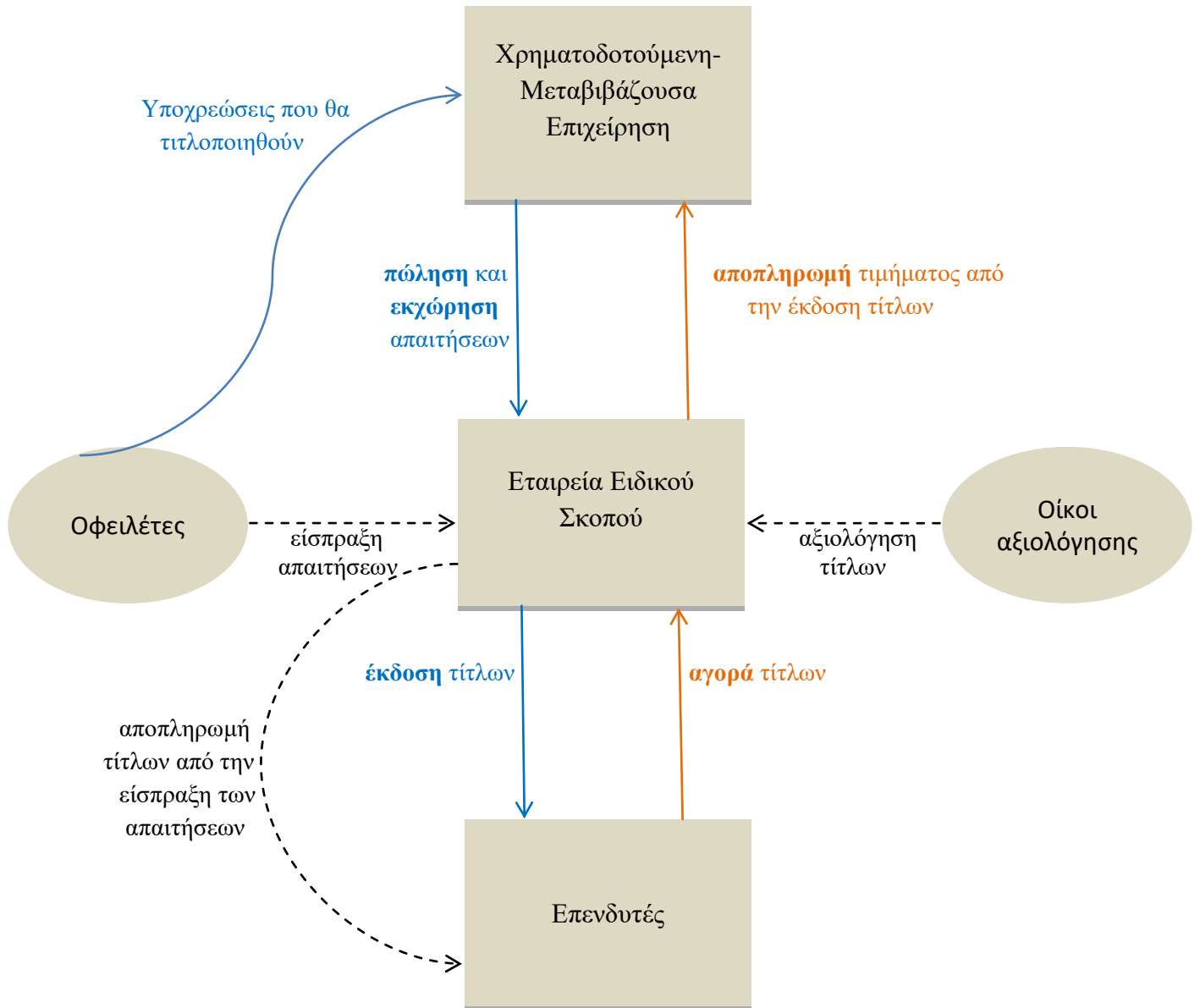
³⁶ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 106, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή 2005.

³⁷ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 183.

λογαριασμό της εταιρείας ειδικού σκοπού, ενώ παράλληλα συντάσσονται σχετικές εκθέσεις. Η όλη διαδικασία της είσπραξης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων εποπτεύεται από τον εμπιστευματοδόχο. Μέσω των χρημάτων που θα συγκεντρωθούν από την είσπραξη των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων επιτυγχάνεται η αποπληρωμή των εξόδων της διαδικασίας της τιτλοποίησης και η εξόφληση των εκδοθέντων τίτλων κατά τη λήξη τους. Με τη λήξη των τίτλων των επενδυτών και την οριστική εξόφλησή τους περατώνεται η διαδικασία της τιτλοποίησης³⁸.

³⁸ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 43 - 47, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης μπορεί να αποτυπωθεί στο κάτωθι σχήμα:



2.1.2. Η εκχώρηση και η μεταβίβαση των απαιτήσεων

Απαραίτητο στάδιο για την έναρξη της διαδικασίας της τιτλοποίησης είναι η πώληση και η μεταβίβαση των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 6 του ν. 3156/2003 η μεταβίβαση των απαιτήσεων γίνεται μέσω της διαδικασίας της εκχώρησης και διέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 455 ΑΚ. Μέσω της εκχώρησης επέρχεται η μεταβολή του προσώπου του δανειστή με τη μεταβίβαση της απαίτησης σε νέο δανειστή, χωρίς τη συναίνεση του οφειλέτη. Για να είναι έγκυρη η σύμβαση εκχώρησης δεν απαιτείται συναίνεση του οφειλέτη, καθώς γι' αυτόν η υποχρέωσή του έχει οικονομική αξία και δεν είναι δεσμός με συγκεκριμένο πρόσωπο. Ο νέος δανειστής, εν προκειμένω η εταιρεία ειδικού σκοπού, καθίσταται ειδικός διάδοχος του παλαιού δανειστή, εν προκειμένω της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Η απαίτηση παραμένει ως έχει και μεταβάλλεται μόνο το πρόσωπο του δανειστή και όχι η φύση και τα χαρακτηριστικά της απαίτησης, που μεταβιβάζεται.

Προϋποθέσεις για την εκχώρηση των απαιτήσεων είναι οι εξής: **α)** Η ύπαρξη συμφωνίας μεταξύ του παλαιού δανειστή και του νέου δανειστή, ήτοι της μεταβιβάζουσας επιχείρησης και της εταιρείας ειδικού σκοπού, δυνάμει της οποίας η εταιρεία ειδικού σκοπού υπεισέρχεται στη θέση της μεταβιβάζουσας εταιρείας, όσον αφορά στα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις, **β)** Η ύπαρξη απαίτησης, η οποία είναι ορισμένη ή έστω οριστή τόσο ως προς το περιεχόμενο όσο και ως προς το πρόσωπο. Όπως θα αναφερθεί και κατωτέρω, δυνατή είναι και η μεταβίβαση τόσο μελλοντικών απαιτήσεων όσο και απαιτήσεων υπό αίρεση, **γ)** Η αναγγελία της εκχώρησης, δηλαδή η γνωστοποίηση της εκχώρησης στον οφειλέτη³⁹. Ειδικότερα, όσον αφορά στην αναγγελία της απαίτησης, δέον να τονιστούν τα εξής:

Η αναγγελία της εκχώρησης της απαίτησης στον οφειλέτη είναι απαραίτητη, έτσι ώστε αυτός να πληροφορηθεί την αλλαγή στο πρόσωπο του δανειστή, καθώς, όπως προαναφέρθηκε, για την εγκυρότητα της σύμβασης εκχώρησης δεν χρειάζεται η σύμπραξη του οφειλέτη. Η αναγγελία αποτελεί όρο του ενεργού της διαδικασίας της τιτλοποίησης, δηλαδή αποτελεί προϋπόθεση για να αναπτύξει ενέργεια η εκχώρηση τόσο έναντι του οφειλέτη όσο και έναντι τρίτων. Η σύμβαση εκχώρησης καταρτίζεται με τη συμφωνία μεταξύ του εκχωρητή, ήτοι της μεταβιβάζουσας εταιρείας και του εκδοχέα, ήτοι της εταιρείας ειδικού σκοπού, ενώ η αναγγελία λειτουργεί ως μορφή δημοσιοποίησης της εκχώρησης. Η αναγγελία, δηλαδή, λειτουργεί ως αναβλητική αίρεση, η πλήρωση της οποίας δίνει ενέργεια στη σύμβαση εκχώρησης. Συνέπεια της αναγγελίας είναι ότι, πριν από αυτήν, ο οφειλέτης μπορεί και υποχρεούται να καταβάλει

³⁹ Πρβλ. Σταθόπουλος Μιχ., Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, σελ. 556 - 563, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη 2004.

στον εκχωρητή και η καταβολή αυτή τον ελευθερώνει, αντίθετα μετά από αυτήν ο οφειλέτης υποχρεούται να καταβάλει μόνο στον εκδοχέα⁴⁰.

Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 9 του ν. 3156/2003 πρώτη προϋπόθεση για να είναι έγκυρη η αναγγελία της εκχώρησης της απαίτησης είναι να είναι έγγραφη. Ο έγγραφος τύπος αποτελεί συστατικό τύπο της αναγγελίας, πράγμα που δικαιολογείται από το περίπλοκο της διαδικασίας της τιτλοποίησης καθώς και από τη συμμετοχή πολλών εμπλεκόμενων μερών. Όλα τα μέρη της διαδικασίας της τιτλοποίησης και ειδικότερα ο οφειλέτης των απαιτήσεων και οι επενδυτές πρέπει να είναι ενήμεροι για την εκχώρηση των απαιτήσεων, γεγονός που εξασφαλίζεται με την τήρηση εγγράφου τύπου για την αναγγελία. Δεύτερη προϋπόθεση για την ενέργεια της αναγγελίας είναι η μεταγραφή της σύμβασης εκχώρησης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 («Συμβάσεις επί κινητών ή απαιτήσεων υποκειμένες σε δημοσιότητα και άλλες συμβάσεις παροχής ασφάλειας») που τηρείται προσωρινά στα Υποθηκοφυλακεία μέχρι την ίδρυση των Ενεχυροφυλακείων. Μία ακόμη αρμοδιότητα του Υποθηκοφύλακα είναι και αυτή του Ενεχυροφύλακα. Κατά τόπον αρμόδιο Ενεχυροφυλακείο είναι αυτό της έδρας του εκχωρητή, ειδάλως, εάν ο εκχωρητής έχει έδρα στην αλλοδαπή, το Ενεχυροφυλακείο Αθηνών.

Ο ν. 3156/2003, δηλαδή, εισάγει μία απόκλιση από τις διατάξεις του άρθρου 460 ΑΚ σε σχέση με την αναγγελία της εκχώρησης. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 10 του ν. 3156/2003 ως αναγγελία νοείται η καταχώριση της σύμβασης εκχώρησης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 που τηρείται στο αρμόδιο Ενεχυροφυλακείο και όχι απλώς η γνωστοποίηση αυτής στον οφειλέτη. Με την καταχώριση στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 επέρχεται η μεταβίβαση της απαίτησης, δηλαδή η απόκτηση αυτής από την εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία και καθίσταται νέος δανειστής. Είναι σύνηθες να εκχωρούνται ταυτόχρονα πολλές απαιτήσεις και σε περίπτωση που απαιτείτο γνωστοποίηση αυτών σε κάθε οφειλέτη χωριστά, τότε ο χρόνος μεταβίβασης θα ήταν για κάθε μία απαίτηση διαφορετικός, με αποτέλεσμα να δημιουργείται σύγχυση ως προς το χρόνο της αναγγελίας και κατ' επέκταση ως προς το χρόνο της μεταβίβασης. Με την καταχώριση, όμως, της σύμβασης εκχώρησης στο δημόσιο βιβλίο εξασφαλίζεται ότι ο χρόνος μεταβίβασης θα είναι ο ίδιος για όλες τις απαιτήσεις. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 9 του ν. 3156/2003 ο χρόνος της μεταβίβασης της απαίτησης μπορεί να οριστεί από τα μέρη και με τους όρους της σύμβασης εκχώρησης, ωστόσο αυτός δεν μπορεί να είναι προγενέστερος από την καταχώριση της πράξης στο δημόσιο βιβλίο και τούτο για να προστατεύεται ο οφειλέτης από τυχόν καταβολή σε λάθος δανειστή⁴¹.

⁴⁰ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 171 - 175, εκδ. Αντ. Ν. Σάκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

⁴¹ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Η δημοσιότητα της εκχώρησης στην τιτλοποίηση, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική

Η μεταγραφή αυτή γίνεται ύστερα από αίτηση αυτού που έχει έννομο συμφέρον, δηλαδή της μεταβιβάζουσας εταιρείας, της εταιρείας ειδικού σκοπού, του διαχειριστή, του εκπροσώπου των ομολογιούχων, κάποιου δανειστή της εταιρείας ειδικού σκοπού, η οποία αίτηση περιγράφει τα στοιχεία της απαίτησης καθώς και τις εξασφαλίσεις με τις οποίες ασφαλίζεται αυτή. Με την ως άνω μεταγραφή εξασφαλίζεται η αρχή της διαφάνειας, καθώς και ότι ο οφειλέτης θα καταβάλει την οφειλή του στο σωστό δανειστή. Επί της αίτησης συντάσσεται πράξη κατάθεσης, η οποία αριθμείται. Παράλληλα συντάσσεται περίληψη, τα ουσιώδη στοιχεία της οποίας είναι τα εξής: Τα στοιχεία των συμβαλλομένων, οι όροι της σύμβασης (π.χ. το νόμισμα και το ποσό του τιμήματος αγοράς, ημερομηνία σύμβασης, εφαρμοστέο δίκαιο), οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, το οφειλόμενο κεφάλαιο ανά απαίτηση και ανά σύνολο, όταν μεταβιβάζεται σύνολο απαιτήσεων, τα στοιχεία των οφειλετών και οι παρεπόμενες ασφάλειες, οι υπογραφές των συμβαλλομένων και τυχόν μεταβολές της σύμβασης εκχώρησης. Σε περίπτωση καθολικής εκχώρησης απαιτήσεων, αρκεί η αναγραφή των στοιχείων που προσδιορίζουν τις απαιτήσεις αυτές. Μπορεί να γίνει αναφορά στην αιτία γέννησης της απαίτησης (π.χ. απαιτήσεις από προσωπικά δάνεια), στο πρόσωπο του οφειλέτη ή στην ομάδα οφειλετών (π.χ. απαιτήσεις κατά συγκεκριμένου οφειλέτη ή απαιτήσεις κατά οφειλετών με έδρα την Αττική), σε ποσοτική αναφορά της απαίτησης (π.χ. απαιτήσεις άνω των 1.000 ευρώ)⁴².

Με την αρίθμηση της αίτησης για μεταγραφή της αναγγελίας εξασφαλίζεται η αρχή της χρονικής προτεραιότητας και προστατεύεται ο κάθε επενδυτής από την απόκτηση απαίτησης που έχει ήδη μεταβιβαστεί σε άλλον εκδοχέα⁴³.

Ειδικότερα, όσον αφορά στην αρχή της χρονικής προτεραιότητας, ως συνέπεια της εκχώρησης της απαίτησης λεκτέα είναι τα εξής: Η απαγόρευση εξουσίας περαιτέρω διαθέσεως επί των τιτλοποιημένων απαιτήσεων εκ μέρους του εκχωρητή διασφαλίζει την είσπραξη των απαιτήσεων έναντι των μεταγενέστερων ανεξάρτητα από το εάν έχει γίνει καταχώριση της μεταγενέστερης εκχώρησης στο δημόσιο βιβλίο του ν. 2844/2000. Ο κάθε υποψήφιος εκδοχέας οφείλει να ελέγξει πρώτα το δημόσιο βιβλίο για την ύπαρξη προγενέστερης μεταβίβασης ή να ζητήσει πιστοποιητικό μη εκχώρησης από τον εκχωρητή. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή έστω και σε περίπτωση ύπαρξης ελαφράς αμέλειας εκ μέρους του εκδοχέα, ήτοι της εταιρείας ειδικού σκοπού, ο τελευταίος δεν προστατεύεται. Το ίδιο ισχύει και για τον κάθε οφειλέτη, ο οποίος

Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 143 – 148, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

⁴² Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Η δημοσιότητα της εκχώρησης στην τιτλοποίηση, *Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005*, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 139 – 143, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

⁴³ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, *Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου*, σελ. 181 - 189, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

μετά την καταχώριση της εκχώρησης στο δημόσιο βιβλίο υποχρεούται να καταβάλει στον εκδοχέα, δηλαδή στην εταιρεία ειδικού σκοπού, και μόνο η καταβολή σε αυτόν ελευθερώνει τον οφειλέτη, ενώ τυχόν καταβολή σε οποιονδήποτε τρίτο δεν ελευθερώνει τον οφειλέτη⁴⁴. Καταβολή στον μεταβιβάζοντα μετά την καταχώριση της αναγγελίας στο δημόσιο βιβλίο δεν ελευθερώνει τον οφειλέτη, ακόμη και σε περίπτωση που από ελαφρά αμέλεια αγνοούσε τη μεταβίβαση. Ωστόσο, για λόγους αυξημένης προστασίας των καταναλωτών ο ν. 2844/2000 εξαιρεί από το πεδίο εφαρμογής του τους οφειλέτες, οι οποίοι υπάγονται στο προστατευτικό πεδίο του ν. 2251/1994, περί προστασίας των καταναλωτών, οι οποίοι από ελαφρά αμέλεια αγνοούσαν την εκχώρηση. Όμως και ο καταναλωτής σε περίπτωση που γνώριζε ή από βαριά αμέλεια αγνοούσε την εκχώρηση δεν ελευθερώνεται από την καταβολή στον μεταβιβάζοντα μετά την αναγγελία. Ως βαριά αμέλεια νοείται η άγνοια των καταναλωτών σε περίπτωση δημοσιοποίησης της τιτλοποίησης στον τύπο.

Η απαγόρευση εξουσίας διαθέσεως των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων ισχύει και για τον εκδοχέα, ο οποίος απαγορεύεται να συνολογήσει ενέχυρο ή άλλο βάρος επί των απαιτήσεων. Ο εκδοχέας μπορεί να προβεί μόνο στις κάτωθι πράξεις διαθέσεως, δηλαδή στην επανεκχώρηση της απαίτησης στη μεταβιβάζουσα επιχείρηση καθώς και σε διάθεση σε τρίτους, πράξεις οι οποίες πρέπει να εξυπηρετούν αποκλειστικά και μόνο τους σκοπούς της τιτλοποίησης⁴⁵.

2.2. Οι επιμέρους συμβατικές σχέσεις

Στην ενότητα αυτή θα εξετάσουμε τις επιμέρους συμβατικές σχέσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών.

Σε πρώτο στάδιο πρέπει να εξεταστεί κατά πόσο η **υφιστάμενη συμβατική σχέση μεταξύ του οφειλέτη και του μεταβιβάζοντος**, η οποία αποτελεί και τη γενεσιουργό της τιτλοποιούμενης απαίτησης σύμβαση, επηρεάζεται από το θεσμό της τιτλοποίησης. Το άρθρο 10 παρ. 1 του ν. 3156/2003 ρυθμίζει πώς μία απαίτηση μπορεί να ενταχθεί στο θεσμό της τιτλοποίησης. Ωστόσο, οι επιμέρους όροι της σύμβασης μεταξύ του οφειλέτη και του μεταβιβάζοντος δεν επηρεάζονται από τη διαδικασία της τιτλοποίησης. Αλλάζει μόνο το πρόσωπο του δανειστή, ο οποίος μετά την τιτλοποίηση δεν είναι η μεταβιβάζουσα επιχείρηση,

⁴⁴ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Η δημοσιότητα της εκχώρησης στην τιτλοποίηση, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 152, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

⁴⁵ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Η δημοσιότητα της εκχώρησης στην τιτλοποίηση, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 151, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

αλλά η εταιρεία ειδικού σκοπού, όπως συμβαίνει και στην κοινή εκχώρηση ⁴⁶. Ωστόσο, ενώ στην κοινή εκχώρηση ο εκδοχέας αποκτά δικαίωμα απέναντι στον οφειλέτη, αφού ο ίδιος ή ο εκχωρητής αναγγείλει - κοινοποιήσει στον οφειλέτη την εκχώρηση, στην τιτλοποίηση για να έχει ισχύ η εκχώρηση, απαιτείται η σύμβαση μεταβίβασης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων να καταχωρίζεται στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000, όπως ανωτέρω αναφέραμε. Η καταχώριση αυτή λογίζεται ως αναγγελία και πριν από αυτήν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν αποκτά δικαιώματα έναντι τρίτων.

Σε δεύτερο στάδιο πρέπει να εξεταστούν **οι συμβατικές σχέσεις μεταξύ της μεταβιβάζουσας επιχείρησης και της εταιρείας ειδικού σκοπού**. Η χρηματοδοτούμενη επιχείρηση υποχρεούται στο πλαίσιο της σύμβασης πώλησης να εκχωρήσει τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις στην εταιρεία ειδικού σκοπού και η τελευταία υποχρεούται να καταβάλει το τίμημα της πώλησης. Ουσιαστικά συνάπτονται δύο συμβάσεις· η **σύμβαση πώλησης** και η **σύμβαση εκχώρησης**, οι οποίες καταρτίζονται με μία πράξη. Αιτία της σύμβασης εκχώρησης είναι η σύμβαση πώλησης. Ποιο είναι, όμως, το κύρος της εκχώρησης στο πλαίσιο της τιτλοποίησης, όταν υπάρξει κάποιο ελάττωμα στη σύμβαση πώλησης; Έχουν υποστηριχθεί διαφορετικές απόψεις επ' αυτού του θέματος.

Υπέρ του αιτιώδους χαρακτήρα της εκχώρησης στο πλαίσιο της τιτλοποίησης τάσσεται ο Δ. Λιάπης και ο Γ. Λέκκας. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η εκχώρηση απαιτήσεων με σκοπό την τιτλοποίηση είναι αιτιώδης δικαιοπραξία και η εγκυρότητά της εξαρτάται από το κύρος της σύμβασης πώλησης, σε αντίθεση με όσα ισχύουν στις διατάξεις της κοινής εκχώρησης. Σύμφωνα με τις διατάξεις της κοινής εκχώρησης, η εκχώρηση είναι αναίτιώδης δικαιοπραξία, που σημαίνει ότι τα αποτελέσματα της επέρχονται ακόμη και αν ανατραπεί η αιτία της εκχώρησης ή θεωρηθεί άκυρη, ακυρώσιμη ή ανυπόστατη η σύμβαση που αποτελεί αιτία αυτής. Σε αυτή την περίπτωση, ο εκχωρητής μπορεί να αναζητήσει τη μεταβιβαζόμενη απαίτηση κατά τις διατάξεις του αδικαιολόγητου πλουτισμού (904 ΑΚ) ⁴⁷. Όμως στην περίπτωση της τιτλοποίησης η ύπαρξη ελαττώματος στην επαχθή αιτία της εκχώρησης, εν προκειμένω στη σύμβαση πώλησης, ανατρέπει τα αποτελέσματα της εκχώρησης και οι τιτλοποιούμενες απαιτήσεις παραμένουν στη μεταβιβάζουσα επιχείρηση, η οποία μπορεί να επιδιώξει την είσπραξη της απαίτησης από τον οφειλέτη ⁴⁸. Βέβαια, εάν ήδη έχουν εκδοθεί τίτλοι - ομολογίες η ύπαρξη επαχθούς αιτίας για το κύρος της εκχώρησης στην περίπτωση της τιτλοποίησης

⁴⁶ Πρβλ. Λιάπης Δημήτρης, Η αρχιτεκτονική της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων – Οι συμβατικές σχέσεις, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου», 2006, σελ. 787.

⁴⁷ Πρβλ. Σταθόπουλος Μιχ., Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, σελ. 560 - 561, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη 2004.

⁴⁸ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 141 - 142, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.

αποβαίνει σε βάρος των ομολογιούχων δανειστών, καθώς σε περίπτωση ανατροπής των αποτελεσμάτων της εκχώρησης δεν θα μπορέσουν να εισπράξουν την αξία των ομολογιών από τις τιλοποιημένες απαιτήσεις. Για τον λόγο αυτό η σύμβαση μεταβίβασης, σύμφωνα με το νόμο, καταρτίζεται εγγράφως και καταχωρίζεται στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000⁴⁹, έτσι ώστε και οι ομολογιούχοι επενδυτές να είναι σε θέση να λάβουν γνώση και να συνεκτιμήσουν τους τυχόν κινδύνους που συνδέονται με αυτήν.

Πρέπει να εξεταστεί όμως και ένα άλλο ζήτημα, αυτό της υπαναχώρησης από τη σύμβαση πώλησης και του κύρους της εκχώρησης μετά την υπαναχώρηση. Η υπαναχώρηση έχει ως αποτέλεσμα να αναμεταβιβάζονται οι απαιτήσεις από την εταιρεία ειδικού σκοπού πάλι στην χρηματοδοτούμενη επιχείρηση. Η υπαναχώρηση αφορά όχι μόνο τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση, την εταιρεία ειδικού σκοπού και τους οφειλέτες αλλά και του ομολογιούχους δανειστές, καθώς σε περίπτωση αναμεταβίβασης των τιλοποιημένων απαιτήσεων στη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση οι ομολογίες δεν θα εξοφληθούν από το προϊόν είσπραξης των τιλοποιημένων απαιτήσεων. Σε περίπτωση που οι όροι της υπαναχώρησης ή της αναμεταβίβασης έχουν δημοσιευθεί μαζί με τη σύμβαση μεταβίβασης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000, οι ομολογιούχοι δεσμεύονται από τους όρους αυτούς. Αν αντίθετα, η υπαναχώρηση δεν έχει υποβληθεί σε αυτόν τον τύπο δημοσιότητας, τότε χρειάζεται η πρόσθετη διασφάλιση ότι οι τίτλοι των ομολογιούχων δανειστών θα είναι εξασφαλισμένοι, ώστε να μην βλάπτονται τα δικαιώματά τους σε περίπτωση υποβάθμισης των τίτλων τους από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης⁵⁰.

Η επόμενη σύμβαση που πρέπει να μας απασχολήσει είναι η **έκδοση και η διάθεση του ομολογιακού δανείου** από τον εκδοχέα, που είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού, στους επενδυτές. Υπάρχουν όμως περιορισμοί στην έκδοση του ομολογιακού δανείου. Η ονομαστική αξία κάθε ομολογίας πρέπει να είναι τουλάχιστον 100.000 ευρώ και ο μέγιστος αριθμός των ομολογιούχων δανειστών δεν πρέπει να υπερβαίνει τους 150. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 5 του ν. 3156/2003, η απόφαση για την έκδοση και το είδος των ομολογιών ανήκει στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού.

Τελευταία σύμβαση που πρέπει να εξεταστεί είναι η **σύμβαση διαχείρισης των τιλοποιημένων απαιτήσεων**. Δυνάμει έγγραφης σύμβασης, που καταρτίζεται μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και του διαχειριστή, ανατίθεται στον τελευταίο η διαχείριση και η

⁴⁹ Πρβλ. Λιάπης Δημήτρης, Η αρχιτεκτονική της τιλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων – Οι συμβατικές σχέσεις, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου», 2006, σελ. 789 – 791.

⁵⁰ Πρβλ. Λιάπης Δημήτρης, Η αρχιτεκτονική της τιλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων – Οι συμβατικές σχέσεις, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου», 2006, σελ. 791 – 793.

είσπραξη των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων. Διαχειριστής μπορεί να οριστεί ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή η μεταβιβάζουσα επιχείρηση ή κάποιος τρίτος. Ο διαχειριστής εισπράττει τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις και το προϊόν της είσπραξης κατατίθεται σε έναν ειδικό λογαριασμό του διαχειριστή, ο οποίος προορίζεται για την εξόφληση των ομολογιούχων επενδυτών. Μάλιστα, για να διασφαλιστεί η ολοκλήρωση της διαδικασίας της τιτλοποίησης, για τα κεφάλαια αυτά ισχύει το ακατάσχετο έναντι τρίτων δανειστών. Η σύμβαση διαχείρισης αποτελεί, λοιπόν, γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου⁵¹, καθώς τρίτος, εν προκειμένω ο διαχειριστής, εισπράττει για λογαριασμό τρίτου, εν προκειμένω της εταιρείας ειδικού σκοπού, τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις.

2.3. Οι συμμετέχοντες στη διαδικασία της τιτλοποίησης

Κατά τη διαδικασία της τιτλοποίησης αναμειγνύονται πολλά μέρη, τα οποία συνδέονται μεταξύ τους με τις επιμέρους συμβατικές σχέσεις που αναλύθηκαν ανωτέρω. Η συμμετοχή πολλών μερών κατά τη διαδικασία της τιτλοποίησης είναι αυτό που καθιστά τη διαδικασία πολύπλοκη. Τα εμπλεκόμενα μέρη είναι τα κάτωθι:

2.3.1. Η Μεταβιβάζουσα Επιχείρηση – Πωλητής (άρθρο 10 παρ. 2 εδ. α' ν. 3156/2003)

Η επιχείρηση, η οποία θέλει να χρηματοδοτηθεί μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης, απολαμβάνοντας τα πλεονεκτήματα που αυτή προσφέρει σε σχέση με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, είναι αυτή που θέτει σε κίνηση την όλη διαδικασία. Για να εξασφαλίσει τη ρευστότητα που χρειάζεται η επιχείρηση για να καλύψει επενδυτικούς ή λειτουργικούς της στόχους, χρησιμοποιεί τις απαιτήσεις που διαθέτει στο ενεργητικό της.

Στο ν. 3156/2003 ορίζονται όλες οι προϋποθέσεις που χρειάζεται να έχει η επιχείρηση για να συμμετέχει στη διαδικασία της τιτλοποίησης. Ειδικότερα στο άρθρο 10 παρ. 2 εδ. α' αναφέρονται τα εξής: *«Για τους σκοπούς του νόμου αυτού «μεταβιβάζων» είναι έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα»*. Επομένως, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση πρέπει α) να έχει εμπορική ιδιότητα και β) να έχει έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα.

Αρχικώς, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση πρέπει να έχει την ιδιότητα του εμπόρου. Ο χαρακτηρισμός του εμπόρου δίνεται είτε κατά το τυπικό είτε κατά το ουσιαστικό σύστημα. Κατά το τυπικό σύστημα η εμπορική ιδιότητα απονέμεται απευθείας από το νόμο. Η ανώνυμη

⁵¹ Πρβλ. Λιάπης Δημήτρης, Η αρχιτεκτονική της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων – Οι συμβατικές σχέσεις, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου», 2006, σελ. 795 - 797.

εταιρεία, η εταιρεία περιορισμένης ευθύνης, η ναυτική εταιρεία, οι συνεταιρισμοί, όπως για παράδειγμα οι αγροτικοί συνεταιρισμοί, η ομόρρυθμη εταιρεία, η ετερόρρυθμη εταιρεία είναι έμποροι κατά το τυπικό σύστημα. Κατά το ουσιαστικό σύστημα, ο έμπορος ορίζεται από τον Εμπορικό Νόμο. Σύμφωνα με το άρθρο 1 του ΕμπΝ «*έμποροι είναι όσοι μετέρχονται πράξεις εμπορικής και κύριον επάγγελμα έχουν την εμπορίαν*». Έμπορος, λοιπόν, είναι αυτός που ασκεί κατά σύνηθες επάγγελμα πράξεις εμπορικές με σκοπό το κέρδος. Για την έννοια του συνήθους επαγγέλματος απαιτείται διάρκεια, με την έννοια της συστηματικής διενέργειας εμπορικών πράξεων. Από τα ως άνω προκύπτει ότι η μεταβιβάζουσα επιχείρηση πρέπει να είναι ιδιωτικού τομέα, καθώς μόνο οι επιχειρήσεις ιδιωτικού τομέα έχουν την εμπορική ιδιότητα⁵². Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, όταν η μεταβιβάζουσα επιχείρηση είναι νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου εφαρμόζεται ο ν. 2801/2000. Όσον αφορά στα νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου, αυτά μπορούν να χρηματοδοτηθούν μέσω της εφαρμογής των διατάξεων του ν. 3156/2003⁵³.

Επίσης, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση πρέπει να έχει έδρα είτε στην Ελλάδα είτε στην αλλοδαπή, με την προϋπόθεση, στη δεύτερη περίπτωση, να έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα. Με την έννοια της εγκατάστασης εννοείται η ύπαρξη υποκαταστήματος ή εμπορικού αντιπροσώπου στην Ελλάδα. Κατά κανόνα, αυτοί που επιλέγουν να χρησιμοποιήσουν το θεσμό της τιτλοποίησης για να χρηματοδοτηθούν είναι τα πιστωτικά ιδρύματα⁵⁴. Αυτό βέβαια δεν αποκλείει οποιαδήποτε επιχείρηση να συμμετέχει στη διαδικασία της τιτλοποίησης με τους όρους αυτούς⁵⁵.

Ο νομοθέτης δεν χρησιμοποιεί την έννοια του «πωλητή» για να χαρακτηρίσει τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση, αλλά τον όρο «μεταβιβάζουσα», δίνοντας μεγαλύτερη σημασία στη σύμβαση εκχώρησης έναντι της σύμβασης πώλησης. Τέλος, παρατηρείται πολύ συχνά ότι στη διαδικασία της τιτλοποίησης μπορεί να συμμετέχουν πολλές μεταβιβάζουσες επιχειρήσεις. Με αυτόν τον τρόπο επιμερίζονται τα έξοδα της διαδικασίας, καθώς συστήνεται από όλες τις μεταβιβάζουσες επιχειρήσεις μία εταιρεία ειδικού σκοπού. Ακόμη, όταν συμμετέχουν πολλές

⁵² Πρβλ. Περάκης Ευάγγελος και Ρόκας Νικόλαος, Εισαγωγή στο Εμπορικό Δίκαιο, σελ. 147 - 157 εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2011.

⁵³ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 475 – 477, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

⁵⁴ Πρβλ. Ψυχομάνης Σπυρίδων, Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων - Ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών (ΔΕΕ) τ. 3/2004, σελ. 262.

⁵⁵ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 30 - 31, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

επιχειρήσεις στη διαδικασία της τιτλοποίησης, συλλέγονται απαιτήσεις που από μόνες τους δεν θα ήταν επαρκείς για να δικαιολογήσουν τα έξοδα εκτέλεσης⁵⁶.

2.3.2. Οι Οφειλέτες

Όσον αφορά στη διαδικασία της τιτλοποίησης, οι οφειλέτες, ενώ δεν συμμετέχουν οικειοθελώς σε αυτήν, ωστόσο είναι αυτοί που θέτουν σε κίνηση την όλη διαδικασία.

Η εξόφληση των υποχρεώσεων των οφειλετών είναι αυτή που τελικά δημιουργεί τη ροή πληρωμών, που απαιτείται για να ολοκληρωθεί η διαδικασία της τιτλοποίησης, καθώς μέσω αυτής αποπληρώνονται οι τίτλοι που εκδίδονται από την εταιρεία ειδικού σκοπού. Μάλιστα ανάλογα με την φερεγγυότητα των οφειλετών αξιολογούνται και οι τίτλοι που εκδίδονται. Επίσης, ανάλογα με τη φερεγγυότητα των οφειλετών εξαρτάται το ύψος του επιτοκίου και το είδος των ομολογιών που εκδίδονται από την εταιρεία ειδικού σκοπού και διατίθενται στο επενδυτικό κοινό.

Αν για παράδειγμα οι απαιτήσεις που τιτλοποιούνται δεν είναι φερέγγυες και ως εκ τούτου δεν είναι σίγουρα δυνατή η αποπληρωμή τους από τους οφειλέτες, οι ομολογίες που εκδίδονται θα πρέπει να προσφέρουν ένα υψηλότερο επιτόκιο, ώστε να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος από την αφερεγγυότητα των οφειλετών. Ακόμη, στις ομολογίες που εκδίδονται είναι δυνατόν να δίνονται πρόσθετες εξασφαλίσεις, όπως για παράδειγμα ενέχυρο, για να καλυφθεί ο κίνδυνος της αφερεγγυότητας των τιτλοποιημένων απαιτήσεων⁵⁷.

2.3.3. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (άρθρο 10 παρ. 2 εδ. β', παρ. 3, 4, 5, 7, άρθρο 13 ν. 3156/2003)

Για να επιτευχθεί η διαδικασία της τιτλοποίησης απαραίτητο στοιχείο είναι η σύσταση της εταιρείας ειδικού σκοπού⁵⁸, στην οποία μεταβιβάζονται οριστικώς οι απαιτήσεις από την πωλήτρια εταιρεία. Η εταιρεία ειδικού σκοπού είναι ένα νομικό πρόσωπο ανεξάρτητο από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση και έχει αποκλειστικό σκοπό τη διενέργεια συγκεκριμένης τιτλοποίησης. Η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να συσταθεί εξ αρχής, ενδεχομένως από την ίδια τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση, αλλά μπορεί και να προϋπάρχει. Όταν αυτή προϋπάρχει,

⁵⁶ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 184.

⁵⁷ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 31 - 32, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

⁵⁸ Διεθνώς χρησιμοποιείται ο αγγλικός όρος Special Purpose Vehicle (SPV). Η ακριβής μετάφραση του αγγλικού όρου είναι όχημα ειδικού σκοπού. Στα αγγλοσαξονικά δίκαια χρησιμοποιείται ο όρος αυτός για να καλύψει τις περιπτώσεις που δεν υπάρχει εταιρικό αλλά κάποιο άλλο μόρφωμα - Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 185.

απαιτείται να τροποποιηθεί, έτσι ώστε η δραστηριότητά της να εξυπηρετεί τους σκοπούς της συγκεκριμένης τιτλοποίησης. Ωστόσο στην πράξη δεν ενδείκνυται αυτή η λύση, καθώς μετά την τροποποίησή της η εταιρεία ειδικού σκοπού ενδέχεται να αναλάβει υποχρεώσεις και βάρη της αρχικής εταιρείας⁵⁹, δημιουργώντας επενδυτικό κίνδυνο στους ομολογιούχους δανειστές της. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται και στο άρθρο 10 παρ. 2 εδ. β' του ν. 3156/2003 «*αποκτών είναι το νομικό πρόσωπο ή νομικά πρόσωπα τα οποία έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίησή τους σύμφωνα με το νόμο αυτόν*».

Η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να εδρεύει είτε στην Ελλάδα είτε στο εξωτερικό. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 3 του ν. 3156/2003, όταν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, αυτή πρέπει να έχει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας που διέπεται από τις διατάξεις του ν.δ. 17.7./13.8.1923 και τον κ.ν. 2190/1920. Αντίθετα, όταν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην αλλοδαπή, δεν υφίσταται ο ανωτέρω περιορισμός όσον αφορά στην εταιρική της μορφή και αυτή μπορεί να έχει τη μορφή ΟΕ, ΕΠΕ κλπ, ανάλογα με τα φορολογικά κίνητρα κάθε χώρας. Σε αυτήν την περίπτωση ο αποκτών πρέπει να έχει τη μορφή εταιρείας με νομική προσωπικότητα, χωρίς να απαιτείται να είναι ανώνυμη εταιρεία. Βασική, ωστόσο, προϋπόθεση είναι το αλλοδαπό νομικό πρόσωπο, που θα λειτουργήσει ως εταιρεία ειδικού σκοπού, να μπορεί να εκδίδει τίτλους με τη μορφή ομολογιών⁶⁰.

Ακόμη, η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει ως **αποκλειστικό σκοπό** τη διενέργεια συγκεκριμένης τιτλοποίησης, δηλαδή την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων, την έκδοση τίτλων και την αποπληρωμή των τίτλων από την είσπραξη των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Ο αποκλειστικός αυτός ρόλος της εταιρείας ειδικού σκοπού εξασφαλίζει τον αποκλειστικό προορισμό των απαιτήσεων, που είναι η ρευστοποίησή τους προς ικανοποίηση των ομολογιούχων δανειστών και κατ' επέκταση η χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας επιχείρησης⁶¹. Για τον λόγο αυτό, η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει συγκεκριμένες αρμοδιότητες, αναπτύσσει περιορισμένες ενέργειες και συνάπτει συγκεκριμένες συμβατικές σχέσεις, οι οποίες εξυπηρετούν τις ανάγκες της συγκεκριμένης τιτλοποίησης. Ειδικότερα, προβαίνει σε συγκεκριμένες ενέργειες που αφορούν στην έκδοση και διάθεση των ομολογιών, έτσι ώστε η εταιρεία ειδικού σκοπού να είναι σε θέση να αποπληρώσει το τίμημα για την απόκτηση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, καθώς και στην είσπραξη των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, έτσι

⁵⁹ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 185.

⁶⁰ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 151, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.

⁶¹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 478, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

ώστε να καλύψει την αποπληρωμή των ομολογιών στη λήξη τους. Οι δραστηριότητές της απαριθμούνται ενδεικτικά στο άρθρο 10 παρ. 7 του ν. 3156/2003, όπου αναφέρεται ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις. Οι εν λόγω συμβάσεις συνάπτονται από την εταιρεία ειδικού σκοπού, έτσι ώστε είτε να αντληθούν τα απαραίτητα κεφάλαια για την απόκτηση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων είτε να αντισταθμιστούν κάθε είδους κίνδυνοι, όπως ενδεικτικά, ο κίνδυνος από την αλλαγή του επιτοκίου, από τις μεταβολές στις ισοτιμίες, από την αφερεγγυότητα των οφειλετών⁶². Ειδικότερα στην παρ. 7 του άρθρου 10 του ν. 3156/2003 αναφέρεται επί λέξει: «Στους σκοπούς της τιτλοποίησης του προηγούμενου εδαφίου περιλαμβάνονται, ενδεικτικώς, η άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την απόκτηση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, η έκδοση και διάθεση των ομολογιών, η εξόφληση αυτών και των πάσης φύσεως δανείων, πιστώσεων και λοιπών συμβάσεων, όπως ορίζεται στους όρους των σχετικών συμβάσεων και το πρόγραμμα του δανείου».

Ο περιορισμός αυτός της δραστηριότητας και των συμβατικών σχέσεων που συνάπτει η εταιρεία ειδικού σκοπού προστατεύει την ίδια την εταιρεία από διεκδικήσεις δανειστών και μειώνει την πιθανότητα της πτώχευσης. Σε αντίθετη περίπτωση, όσο μεγαλύτερος είναι ο κύκλος δραστηριοτήτων της εταιρείας ειδικού σκοπού, ελλοχεύει ο κίνδυνος δημιουργίας παθητικού σκέλους και ανάληψης υποχρεώσεων ξένων προς τους σκοπούς της τιτλοποίησης, οι οποίες μπορεί να ματαιώσουν τους σκοπούς της. Λόγω της περιορισμένης δραστηριότητας της εταιρείας ειδικού σκοπού, αυτή διαθέτει ελάχιστα όργανα, κεφάλαια και περιουσιακά στοιχεία.

Ωστόσο, γεννάται το ερώτημα ποια θα είναι η ισχύς των συμβάσεων, τις οποίες συνάπτει η εταιρεία ειδικού σκοπού και με τις οποίες αναλαμβάνει υποχρεώσεις που απομακρύνονται από τον σκοπό της τιτλοποίησης. Σε αυτήν την περίπτωση είτε η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν δεσμεύεται από αυτές τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνει, καθώς εκ του νόμου είναι ειδικού σκοπού και όχι μια απλή ανώνυμη εταιρεία, είτε δεσμεύεται υπό την προϋπόθεση, όμως, να μην γνωρίζουν οι τρίτοι ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού έδρασε πέραν του καταστατικού σκοπού της. Η λύση που προκρίνεται είναι η δεύτερη, καθώς η ανώνυμη εταιρεία, ως κεφαλαιουχική εταιρεία, δεν δεσμεύεται από τον καταστατικό σκοπό της⁶³, αλλά σύμφωνα με το άρθρο 22

⁶² Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 149 – 150, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.

⁶³ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 483 - 484, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

παρ. 1 εδ. β' κ.ν. 2190/1920 από τις πράξεις και τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνει το Διοικητικό Συμβούλιο, ακόμη και αν αυτές είναι έξω από τον εταιρικό σκοπό⁶⁴.

Ένα ακόμη χαρακτηριστικό της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι η **αυτοτέλειά της**. Μόνο εάν διατηρήσει την αυτοτέλειά της προστατεύονται οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις από ενδεχόμενες διεκδικήσεις δανειστών της πωλήτριας εταιρείας. Σε αντίθετη περίπτωση, ενδεχόμενοι δανειστές της πωλήτριας εταιρείας θα σπεύσουν να ικανοποιηθούν και από τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις και αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα οι αξιώσεις των ομολογιούχων δανειστών της εταιρείας ειδικού σκοπού να μην ικανοποιηθούν. Η αυτοτέλεια, λοιπόν, του αποκτώντος - εταιρείας ειδικού σκοπού κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική για να επιτευχθεί ο σκοπός της τιτλοποίησης. Αυτοτέλεια σημαίνει ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού είναι οικονομικά και νομικά ανεξάρτητη από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Κρίσιμο, λοιπόν, ζήτημα καθίσταται ο νομικός και οικονομικός διαχωρισμός των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων από την υπόλοιπη περιουσία της μεταβιβάζουσας επιχείρησης⁶⁵. Η αυτοτέλεια των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων διαφαίνεται και από την αφαίρεση των απαιτήσεων αυτών από τους ισολογισμούς της πωλήτριας εταιρείας⁶⁶. Πώς, όμως, διασφαλίζεται αυτή η αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού;

Αρχικώς, η εταιρεία ειδικού σκοπού πρέπει να ανήκει σε τρίτο φορέα, ανεξάρτητο από την μεταβιβάζουσα - πωλήτρια εταιρεία ακόμα και μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Η εταιρεία ειδικού σκοπού ιδρύεται από τον συντονιστή της τιτλοποίησης, ο οποίος λαμβάνει τα απαραίτητα κεφάλαια για τη σύσταση της εταιρείας και την αμοιβή του είτε από την πωλήτρια εταιρεία είτε από κάποιο χρηματοοικονομικό ίδρυμα. Μετά το πέρας του έργου του συντονιστή, για να ολοκληρωθεί η διαδικασία της σύστασης της εταιρείας ειδικού σκοπού, οι μετοχές μεταβιβάζονται μόνο σε φορέα που βρίσκεται εκτός της διαδικασίας της τιτλοποίησης, δηλαδή σε ανεξάρτητους φορείς ακόμη και σε κοινωφελή ιδρύματα, έτσι ώστε να διασφαλιστεί η αυτοτέλεια αυτής. Μάλιστα ο ίδιος ο νόμος για να εξασφαλίσει τη ζητούμενη αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού ορίζει στο άρθρο 10 παρ. 4 του ν. 3156/2003 ότι οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές, εκδίδονται δηλαδή υπέρ ορισμένου προσώπου, το όνομα του οποίου αναγράφεται στον τίτλο και έτσι μπορεί να διαπιστωθεί η περίπτωση που κάποιος κάτοχος της μετοχής έχει σχέση με την πωλήτρια εταιρεία.

⁶⁴ Πρβλ. Ρόκας Νικόλαος, Εμπορικές Εταιρίες 7^η ενημερωμένη έκδοση, σελ. 326 – 327, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2012.

⁶⁵ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 186.

⁶⁶ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 33, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

Παράλληλα, η αυτοτέλεια της εταιρείας ειδικού σκοπού αφορά και στις αποφάσεις που λαμβάνονται από αυτήν. Για να εξασφαλιστεί η αυτοτέλειά της, ως μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου τοποθετείται ένα ανεξάρτητο μέλος. Μάλιστα το ανεξάρτητο αυτό μέλος μπορεί να έχει διπλή ψήφο για τη λήψη συγκεκριμένων αποφάσεων, όπως η κατάθεση αίτησης πτώχευσης⁶⁷.

Με αυτόν τον τρόπο η μεταβιβάζουσα εταιρεία δεν αναμειγνύεται στη διαχείριση της εταιρείας ειδικού σκοπού. Έτσι, δεν υφίσταται περίπτωση άρσης της νομικής προσωπικότητας της εταιρείας ειδικού σκοπού.

Τα ανωτέρω χαρακτηριστικά, δηλαδή του αποκλειστικού σκοπού και της αυτοτέλειας της εταιρείας ειδικού σκοπού, προστατεύουν αυτήν από το ενδεχόμενο μιας πτώχευσης, η οποία θα σταματούσε τη ροή πληρωμών προς τους ομολογιούχους δανειστές και ως εκ τούτου θα ματαίωνε τους σκοπούς της τιτλοποίησης⁶⁸. Ο νομοθέτης προέβλεψε αυτά τα δύο χαρακτηριστικά της εταιρείας ειδικού σκοπού, που την απομακρύνουν από το ενδεχόμενο μιας πτώχευσης, επειδή μία διάταξη που θα απέκλειε τη δυνατότητα πτώχευσης της εταιρείας ειδικού σκοπού θα προσέκρουε στη δημόσια τάξη.

2.3.4. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων – Ο Εμπιστευματοδόχος (Trustee) (άρθρο 4 ν. 3156/2003)

Ο εμπιστευματοδόχος (trustee) είναι ένας ρόλος που προβλέπεται ρητώς από το αγγλοσαξονικό δίκαιο, αλλά δεν συναντάται στο ν. 3156/2003 περί τιτλοποίησης. Ο εμπιστευματοδόχος κατέχει το ρόλο του συνδετικού κρίκου μεταξύ του διαχειριστή, της εταιρείας ειδικού σκοπού και των ομολογιούχων δανειστών. Ο εμπιστευματοδόχος εξασφαλίζει τη σωστή προώθηση του προϊόντος ρευστοποίησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων προς εξόφληση των αξιώσεων των ομολογιούχων επενδυτών και εξ αυτού του λόγου αναλαμβάνει το ρόλο του επόπτη των συμφερόντων των ομολογιούχων επενδυτών. Μάλιστα, ο εμπιστευματοδόχος συντάσσει ανά τακτά χρονικά διαστήματα αναφορές προς τους επενδυτές.

Στο ελληνικό δίκαιο δεν προβλέπεται η ιδιότητα του εμπιστευματοδόχου, αλλά το ρόλο του αναλαμβάνει η ομάδα και ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων δανειστών. Η ομάδα των ομολογιούχων δανειστών είναι ένα ανεξάρτητο όργανο, που δεν έχει καμία απολύτως σχέση με την εταιρεία ειδικού σκοπού, χωρίς νομική προσωπικότητα, η οποία έχει ως στόχο την

⁶⁷ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 186.

⁶⁸ Δεν είναι άλλωστε τυχαίο που στη διεθνή βιβλιογραφία η εταιρεία ειδικού σκοπού ονομάζεται ως bankruptcy remote. - Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 185.

προστασία των συμφερόντων των ομολογιούχων δανειστών. Η οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα είναι απαραίτητη, έτσι ώστε να αντιμετωπίζονται ισότιμα όλοι οι πιστωτές ως σύνολο. Μέσω της οργάνωσης των ομολογιούχων σε ομάδα, οι τελευταίοι εντάσσονται στη διαδικασία της τιτλοποίησης, ενώ παράλληλα διευκολύνεται και η λήψη των αποφάσεων. Μάλιστα για να διασφαλιστεί η ανεξαρτησία των αποφάσεων της ομάδας των ομολογιούχων δανειστών, σύμφωνα με το άρθρο 3 παρ. 3 του ν. 3156/2003 δεν έχει δικαίωμα ψήφου στην συνέλευση των ομολογιούχων πρόσωπο, που κατέχει ποσοστό που αντιπροσωπεύει τουλάχιστον το ένα τέταρτο του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας.

Η ομάδα των ομολογιούχων δανειστών εκπροσωπείται από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων, ο οποίος είναι πληρεξούσιος της ομάδας. Οι πράξεις του εκπροσώπου δεσμεύουν την ομάδα των ομολογιούχων απέναντι σε όλους. Εκπρόσωπος διορίζεται εκ του νόμου πιστωτικό ίδρυμα ή Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.). Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται η ανεξαρτησία των ομολογιούχων από επιρροές λοιπών μερών της διαδικασίας. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων διορίζεται με έγγραφη σύμβαση με την εταιρεία ειδικού σκοπού και εκπροσωπεί δικαστικά και εξώδικα την ομάδα των ομολογιούχων δανειστών⁶⁹.

2.3.5. Ο Διαχειριστής των απαιτήσεων (Servicer) (άρθρο 10 παρ. 14, 15, 16, 17 ν. 3156/2003)

Ως αναφέραμε και ανωτέρω, οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις, μετά τη μεταβίβασή τους στην εταιρεία ειδικού σκοπού, διατηρούν νομική και οικονομική αυτοτέλεια σε σχέση με τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση, η οποία είναι πλέον ξένη προς αυτές. Ωστόσο, η εταιρεία ειδικού σκοπού, ως εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διενέργεια συγκεκριμένης τιτλοποίησης διαθέτει ελάχιστο προσωπικό και εγκαταστάσεις και ως εκ τούτου δεν μπορεί να διεκδικήσει μόνη της την είσπραξη των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, η οποία είσπραξη θα δημιουργήσει την απαραίτητη ροή πληρωμών για την ικανοποίηση των ομολογιούχων επενδυτών. Επειδή η εκ των υστέρων στελέχωση της εταιρείας ειδικού σκοπού καθίσταται οικονομικά ασύμφορη, στην πράξη η είσπραξη των απαιτήσεων ανατίθεται σε διαφορετικό πρόσωπο από αυτό της εταιρείας ειδικού σκοπού έναντι αμοιβής, το οποίο πρέπει να διαθέτει προσωπικό, μηχανολογικές εγκαταστάσεις και βάσεις επεξεργασίας δεδομένων. Το πρόσωπο αυτό ονομάζεται διαχειριστής.

⁶⁹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 278 - 312, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005

Με σκοπό, λοιπόν, να ρευστοποιηθούν οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις και να αποπληρωθούν οι εκδοθέντες τίτλοι κατά κεφάλαιο και τόκους, συνάπτεται έγγραφη σύμβαση μεταξύ του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας ειδικού σκοπού και του εκάστοτε διαχειριστή. Όπως άλλωστε αναφέρεται στο άρθρο 10 παρ. 5 του ν. 3156/2003 η απόφαση για το πρόσωπο που αναλαμβάνει τη διαχείριση και την είσπραξη των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων ανήκει στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 14 εδ. γ' επιτρεπτή είναι και η υποκατάσταση του διαχειριστή, μέσω της μεταβίβασης αρμοδιοτήτων και εξουσιών διαχείρισης από το διαχειριστή στον υποκατάστατό του, εφόσον βέβαια υπάρχει η συμφωνία της εταιρείας ειδικού σκοπού.

Για να ολοκληρωθεί η ανάθεση της διαχείρισης και της είσπραξης των απαιτήσεων στον διαχειριστή, πρέπει, σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 16 του ν. 3156/2003, η ανάθεση καθώς και κάθε σχετική μεταβολή αυτής να δημοσιευθεί στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000. Τα απαραίτητα στοιχεία που αναφέρονται στη δημοσίευση αυτή είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού, ο διαχειριστής, το νόμισμα και το ποσό της αμοιβής του διαχειριστή, η διάρκεια καθώς και οι εξουσίες και οι αρμοδιότητές του ⁷⁰. Από την αναφορά του νόμου «κάθε σχετική μεταβολή», προκύπτει ότι είναι δυνατή η αντικατάσταση του διαχειριστή πάντα από την εταιρεία ειδικού σκοπού, σε περίπτωση που διαπιστωθεί ότι ο προηγούμενος διαχειριστής δεν εξυπηρετεί ή ότι βρίσκεται σε αδυναμία να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα της τιτλοποίησης, λόγω έλλειψης είτε των απαραίτητων κεφαλαίων είτε των υλικοτεχνικών μέσων.

Ο διαχειριστής αναλαμβάνει τη διεκδίκηση και την είσπραξη των απαιτήσεων από τους οφειλέτες, δυνάμει εξουσιοδότησης από την εταιρεία ειδικού σκοπού. Ο διαχειριστής ενεργεί σε αυτήν την περίπτωση στο όνομα και για λογαριασμό της εταιρείας ειδικού σκοπού. Στην ουσία, δηλαδή, η εταιρεία ειδικού σκοπού εκχωρεί την εξουσία διαχείρισης με έγγραφη σύμβαση στον διαχειριστή ⁷¹.

Στο άρθρο 10 παρ. 14 του ν. 3156/2003 αναφέρονται περιοριστικά οι επιλογές που έχει η εταιρεία ειδικού σκοπού για να αναθέσει τη διαχείριση των απαιτήσεων ή άλλως τη ρευστοποίηση αυτών. Τη διαχείριση μπορεί να αναλάβει είτε ένα πιστωτικό ίδρυμα είτε η ίδια η πωλήτρια εταιρεία (όταν ο διαχειριστής είναι η ίδια η μεταβιβάζουσα επιχείρηση, τότε πρόκειται για επανεκχώρηση μέρους των εξουσιών σχετικά με την είσπραξη των απαιτήσεων από την εταιρεία ειδικού σκοπού στην μεταβιβάζουσα επιχείρηση) είτε τρίτο πρόσωπο, εφόσον

⁷⁰ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 257, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

⁷¹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 266, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

όμως είναι εγγυητής των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων ή επιφορτισμένο με τη διαχείριση και την είσπραξη των απαιτήσεων πριν τη μεταβίβαση. Ας δούμε κάθε μία από τις επιλογές αυτές ξεχωριστά.

Η πρώτη επιλογή είναι να ανατεθεί η διαχείριση των απαιτήσεων σε πιστωτικά ιδρύματα ή σε χρηματοοικονομικούς φορείς. Όταν η διαχείριση ανατίθεται σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το πλεονέκτημα είναι ότι αυτό διαθέτει γνώση στη διαχείριση των απαιτήσεων, καθώς και την υλικοτεχνική υποδομή για την επεξεργασία δεδομένων και την είσπραξη των απαιτήσεων. Περαιτέρω ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα διαθέτει προσωπικό με εμπειρία στη διεκδίκηση απαιτήσεων και προσφέρει φερεγγυότητα στη διαχείριση αυτών.

Στη δεύτερη περίπτωση, όταν δηλαδή η ίδια η μεταβιβάζουσα επιχείρηση αναλαμβάνει την είσπραξη των απαιτήσεων, θεωρείται ότι αυτή είναι σε θέση να διαχειριστεί με καλύτερο τρόπο τις απαιτήσεις, καθώς αυτή μπορούσε να εισπράξει τις απαιτήσεις πριν αυτές τιτλοποιηθούν. Αρχικώς, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση, έχοντας επικοινωνία με τους οφειλέτες πριν από την τιτλοποίηση, έχει καλύτερη επαφή με αυτούς μέσω του προσωπικού της, το οποίο έχει αναπτύξει οικονομικές και επιχειρηματικές σχέσεις με τους οφειλέτες και διαθέτει πληρέστερα δεδομένα για αυτούς καθώς και τις δυνατότητες διακανονισμού με αυτούς. Μάλιστα με αυτήν την επιλογή αποφεύγεται η αναστάτωση των οφειλετών, οι οποίοι δεν αναγκάζονται να συνδιαλλαγούν με μία άγνωστη για αυτούς εταιρεία. Έτσι δεν διαταράσσονται οι σχέσεις της μεταβιβάζουσας εταιρείας και των πελατών της, καθώς οι πελάτες - οφειλέτες δεν αντιλαμβάνονται τη μεταβίβαση των απαιτήσεών της. Δεν πρέπει ακόμη να λησμονείται ότι η λύση αυτή είναι οικονομικά πιο συμφέρουσα, καθώς ο διαχειριστής λαμβάνει αμοιβή για την εκτέλεση των καθηκόντων του, η οποία καλύπτεται από τη ρευστοποίηση των απαιτήσεων και η οποία μειώνει το ποσό του κεφαλαίου που επιστρέφεται στη μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Για την αποφυγή, λοιπόν, των εξόδων, πολλές φορές ρόλο διαχειριστή των απαιτήσεων αναλαμβάνει η ίδια η μεταβιβάζουσα επιχείρηση.

Τέλος, η διαχείριση μπορεί να ανατεθεί σε τρίτο πρόσωπο. Το πρόσωπο αυτό, ωστόσο, πρέπει να είναι είτε εγγυητής των μεταβιβαζομένων απαιτήσεων είτε πρόσωπο που ήταν επιφορτισμένο με τη διαχείριση των απαιτήσεων πριν τη μεταβίβαση. Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζονται τα συμφέροντα των ομολογιούχων δανειστών, καθώς ο εγγυητής επιδιώκει την έγκαιρη είσπραξη των απαιτήσεων, άλλως ευθύνεται αυτός για τυχόν έλλειψη ρευστότητας, την οποία καλείται να καλύψει ο ίδιος⁷².

⁷² Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 501 - 502, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

Ο ν. 3156/2003 θέτει ορισμένους περιορισμούς όσον αφορά στην εγκατάσταση του διαχειριστή. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εδρεύει στην Ελλάδα, αλλά οι απαιτήσεις είναι πληρωτέες στην Ελλάδα, από τον νόμο ορίζεται η προϋπόθεση ο διαχειριστής των απαιτήσεων να εδρεύει στην Ελλάδα. Η εγκατάσταση του διαχειριστή στην Ελλάδα εξασφαλίζει αυξημένη προστασία των οφειλετών με την εφαρμογή των διατάξεων για την προστασία του καταναλωτή.

Βασική αρμοδιότητα του διαχειριστή είναι η διαχείριση και η είσπραξη των απαιτήσεων, όπως αναφέρεται στο άρθρο 10 παρ. 14 του ν. 3156/2003. Οι αρμοδιότητες μπορεί να περιορίζονται στη ρευστοποίηση των απαιτήσεων και την αξιοποίησή τους. Από το προϊόν της τιτλοποίησης καλύπτονται οι αξιώσεις των ομολογιούχων δανειστών, άλλων δανειστών που τυχόν προκύψουν από τις συμβατικές σχέσεις, που συνάπτει η εταιρεία ειδικού σκοπού για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, καθώς και λοιπά έξοδα της διαδικασίας της τιτλοποίησης⁷³. Η διεκδίκηση και η είσπραξη των απαιτήσεων από τους οφειλέτες μπορεί να γίνει είτε δικαστικώς είτε εξωδικαστικώς. Πρόκειται, δηλαδή, για εξουσιοδότηση που δίνει η εταιρεία ειδικού σκοπού προς τον διαχειριστή για την είσπραξη των απαιτήσεών της και για την αποπληρωμή των ομολογιών από τη ρευστοποίηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Από τα παραπάνω συνάγεται πως η σύμβαση αυτή είναι γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου⁷⁴, καθώς με αυτήν ανατίθεται στον διαχειριστή από την εταιρεία ειδικού σκοπού η είσπραξη και η καταβολή των πληρωμών στους ομολογιούχους επενδυτές.

Ωστόσο, επειδή το προϊόν της είσπραξης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τον διαχειριστή, που πλέον έχει την κυριότητα των χρημάτων που εισπράχθηκαν, για σκοπούς ξένους από αυτούς της τιτλοποίησης, για αυτόν ακριβώς τον λόγο το άρθρο 10 παρ. 15 του ν. 3156/2003 υποχρεώνει τον διαχειριστή να καταθέτει αμελλητί τα εισπραχθέντα κεφάλαια, που προκύπτουν από τη ρευστοποίηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων σε «χωριστή έντοκη κατάθεση» που τηρείται από τον διαχειριστή, όταν αυτός είναι χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ειδάλλως σε πιστωτικό ίδρυμα που δραστηριοποιείται στον Ευρωπαϊκό χώρο. Στην κατάθεση ο διαχειριστής απαιτείται να κάνει ειδική μνεία ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία, διακριτή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο γίνεται η κατάθεση⁷⁵. Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται η διάκριση των κατατεθειμένων κεφαλαίων από την περιουσία τόσο του διαχειριστή όσο και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο κατατίθενται, έτσι ώστε αυτά να χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά και μόνο

⁷³ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 268, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005

⁷⁴ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 503, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

⁷⁵ Πρβλ. άρθρο 10 § 15 του ν. 3156/2003 (ΦΕΚ τ. Α', 157/25.07.2003).

για την ικανοποίηση των αξιώσεων των ομολογιούχων επενδυτών και εν συνεχεία για τα περαιτέρω έξοδα της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Μάλιστα, τα εν λόγω κεφάλαια ορίζεται ρητώς στο νόμο ότι δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από τον διαχειριστή. Έτσι, αφενός μεν οι δανειστές τόσο του διαχειριστή όσο και του πιστωτικού ιδρύματος που γίνεται η κατάθεση δεν στρέφονται στα κατατεθειμένα αυτά κεφάλαια για την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους, αφετέρου δε ο ίδιος ο διαχειριστής και το πιστωτικό ίδρυμα δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια αυτά για την εξυπηρέτηση ιδίων σκοπών.

Ποια όμως είναι η νομική φύση της εν λόγω χωριστής κατάθεσης; Μπορεί να θεωρηθεί παρακαταθήκη (άρθρο 822 ΑΚ), σύμφωνα με την οποία ο θεματοφύλακας, εν προκειμένω το πιστωτικό ίδρυμα, παραλαμβάνει από τον παρακαταθέτη, εν προκειμένω τον διαχειριστή, κινητά πράγματα και ήδη το προϊόν της ρευστοποίησης των απαιτήσεων για να το αποδώσει, όταν του ζητηθεί. Ο θεματοφύλακας έχει υποχρέωση φύλαξης, μη χρησιμοποίησης και αποδόσεως του πράγματος⁷⁶. Ορθότερη, όμως, είναι η άποψη ότι τα κεφάλαια που αποτελούν χωριστή κατάθεση μπορούν να θεωρηθούν εμπίστευμα (trust), θεσμός ξένος προς το ελληνικό δίκαιο, που ομοιάζει με την κατάθεση υπέρ τρίτου. Με το νομικό αυτό χαρακτηρισμό διαφαίνεται ότι ναι μεν ο διαχειριστής επέχει θέση δανειστή έναντι του πιστωτικού ιδρύματος σε σχέση με την κατάθεση, αλλά έχει μόνο εξουσία διάθεσης επί των κατατεθειμένων κεφαλαίων έναντι της εταιρείας ειδικού σκοπού. Παράλληλα, η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν έχει κανένα δικαίωμα έναντι της κατάθεσης, αλλά δικαιούχοι της κατάθεσης είναι οι ομολογιούχοι επενδυτές – οι υπέρ των η κατάθεση⁷⁷.

Τελευταία αρμοδιότητα του διαχειριστή είναι η ενημέρωση των μερών της τιτλοποίησης με γραπτές αναφορές, καθώς και η κάλυψη ελλειμμάτων κεφαλαίων σε περίπτωση που αυτή η έλλειψη δεν δικαιολογείται από τον διαχειριστή. Η ενημέρωση για την πορεία της ρευστοποίησης των απαιτήσεων προστατεύει τους ομολογιούχους επενδυτές από τυχόν ασυδοσίες ή κακοδιαχείριση εκ μέρους του διαχειριστή. Για να ολοκληρωθεί η διαδικασία της τιτλοποίησης και να προστατευθούν τα συμφέροντα των ομολογιούχων δανειστών, καθιερώνεται ευθύνη του διαχειριστή για κάθε πταίσμα κατά την εκτέλεση των καθηκόντων του, δυνάμει του άρθρου 714 ΑΚ (διατάξεις περί εντολής). Ο διαχειριστής μάλιστα ευθύνεται εις ολόκληρον και αλληλεγγύως με τον υποκατάστατο ή τον αντικαταστάτη διαχειριστή.

⁷⁶ Πρβλ. Σπυριδάκης Ιωάννης, Εγχειρίδιο Αστικού Δικαίου 2/β, Ενοχικό Δίκαιο, Ειδικό Μέρος, β' έκδοση, σελ. 195 - 200, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2004.

⁷⁷ Πρβλ. Ψυχομάνης Σπυρίδων, Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων - Ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών (ΔΕΕ) τ. 3/2004, σελ. 263.

2.3.6. Οι Πιστοδότες και οι Χορηγοί εξασφάλισης ή ρευστότητας (Credit Enhancers) (άρθρο 10 παρ. 1 εδ. α', παρ. 7 εδ. α', άρθρο 12 ν. 3156/2003)

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, σκοπός της τιτλοποίησης είναι η ρευστοποίηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, η αποπληρωμή των ομολογιούχων δανειστών και η χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας επιχείρησης από το προϊόν της ρευστοποίησης. Οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις αποτελούν επομένως το όχημα για την ικανοποίηση των ομολογιούχων επενδυτών, είναι δηλαδή μέσο αποπληρωμής των τίτλων που εκδίδονται. Για να ξεκινήσει η διαδικασία της τιτλοποίησης και να διαπιστωθεί εάν αυτή είναι οικονομικά συμφέρουσα, αρχικώς προβλέπεται η απόδοση της είσπραξης. Ωστόσο, γεγονότα που δεν μπορούν να προβλεφθούν υπάρχει περίπτωση να δημιουργήσουν έλλειμμα στην είσπραξη των απαιτήσεων, το οποίο έλλειμμα μπορεί να θέσει σε κίνδυνο το αποτέλεσμα της τιτλοποίησης και να διαταράξει τη ροή πληρωμών. Πιστωτικοί και επενδυτικοί κίνδυνοι που ενσωματώνει η απαίτηση μπορεί να καθυστερήσουν την είσπραξή της.

Για να αποφευχθούν τα απρόβλεπτα αυτά γεγονότα, καθώς και το ενδεχόμενο μη είσπραξης των απαιτήσεων, οι πιστοδότες, τρίτα πρόσωπα, παρέχουν τις απαραίτητες εξασφαλίσεις, εγγυήσεις, πιστώσεις ή καλύψεις ρευστότητας. Αυτού του είδους οι εξασφαλίσεις προστατεύουν τους ομολογιούχους επενδυτές από την αφερεγγυότητα των οφειλετών. Τα τρίτα αυτά πρόσωπα είναι σε θέση να καλύψουν τυχόν έλλειμμα ρευστότητας, καθυστερήσεις στη ροή πληρωμών και εγγυώνται την έγκαιρη ικανοποίηση των αξιώσεων από την τιτλοποίηση. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνονται οι σκοποί της τιτλοποίησης, παρέχοντας επιπλέον κάλυψη και εξασφάλιση προς τους ομολογιούχους δανειστές.

Ενδεικτικά στο ν. 3156/2003 αναφέρονται οι χορηγοί ρευστότητας. Ειδικότερα στο άρθρο 10 παρ. 1 εδ. α' του ως άνω νόμου προβλέπεται ότι η εξόφληση των τίτλων μπορεί να γίνει εκτός από το προϊόν της ρευστοποίησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων και από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων. Ακόμη το άρθρο 10 παρ. 7 εδ. α' του ίδιου νόμου παρέχει στην εταιρεία ειδικού σκοπού τη δυνατότητα να συνάπτει δάνεια, πιστώσεις καθώς και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις. Τέλος, ρητώς στο άρθρο 12 του ν. 3156/2003 προβλέπεται ότι οι απαιτήσεις από ομολογιακά δάνεια μπορεί να ασφαλίζονται με κάθε είδους εμπράγματα ασφάλεια ή εγγύηση⁷⁸.

Οι εξασφαλίσεις διακρίνονται σε **πιστωτικές** (credit enhancements), που καλύπτουν τον κίνδυνο αδυναμίας ρευστοποίησης των απαιτήσεων και σε **ρευστότητας** (liquidity

⁷⁸ Πρβλ. άρθρο 10 § 1, § 12 και άρθρο 12 του ν. 3156/2003 (ΦΕΚ τ. Α', 157/25.07.2003) όπως και Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 506, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

enhancements), που καλύπτουν τον κίνδυνο καθυστέρησης ρευστοποίησης των απαιτήσεων. Ωστόσο, τα δύο αυτά είδη αντιμετωπίζονται ως ενιαία και η διάκριση αυτή δεν έχει πρακτική σημασία. Η σημαντικότερη διάκριση των εξασφαλίσεων είναι η ακόλουθη: **εσωτερικές εξασφαλίσεις**, που παρέχονται από την μεταβιβάζουσα επιχείρηση και **εξωτερικές εξασφαλίσεις**, που παρέχονται από τρίτους πιστοδότες.

Ένας τρόπος εσωτερικής εξασφάλισης είναι η πλεονασματική μεταβίβαση απαιτήσεων. Η αξία, δηλαδή, που ενσωματώνεται στις απαιτήσεις που μεταβιβάζονται είναι μεγαλύτερη από τα κεφάλαια που λαμβάνει η μεταβιβάζουσα εταιρεία. Αναλυτικότερα, η αξία των απαιτήσεων που αναγράφεται στη σύμβαση πώλησης μεταξύ της μεταβιβάζουσας εταιρείας και της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι μικρότερη της πραγματικής αξίας αυτών. Ουσιαστικά η πλεονασματική μεταβίβαση σημαίνει ότι εκδίδονται από την εταιρεία ειδικού σκοπού τίτλοι με ονομαστική αξία μικρότερη από την πραγματική αξία των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται, έτσι ώστε να ικανοποιηθούν οι δανειστές της τιτλοποίησης, ακόμη και αν η πιθανότητα να μην εισπραχθούν οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις είναι μεγάλη. Σε αυτήν την περίπτωση το άθροισμα της ονομαστικής αξίας των τίτλων, των αμοιβών και των εξόδων είναι μικρότερο από την πραγματική αξία των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Αντίθετα, εάν τα εν λόγω ποσά είναι μεγαλύτερα, τότε ελλοχεύει ο κίνδυνος να μην ικανοποιηθούν οι αξιώσεις των δανειστών της τιτλοποίησης. Το πλεόνασμα που προκύπτει καλύπτει τυχόν καθυστερήσεις και αδυναμίες πληρωμής των οφειλετών, παρέχοντας στους ομολογιούχους δανειστές τη σιγουριά ότι θα ικανοποιηθούν, ακόμη και εάν ένα μέρος των απαιτήσεων δεν εισπραχθεί.

Ένας άλλος τρόπος να εξασφαλιστεί η αποπληρωμή των απαιτήσεων των δανειστών της τιτλοποίησης είναι η έκδοση τίτλων με διαφορετικά χαρακτηριστικά ως προς το χρόνο λήξης τους ή ως προς την απόδοσή τους. Έτσι εκδίδονται διαφορετικές σειρές τίτλων (A, B ... Z), ανάλογα με την φερεγγυότητα της απαίτησης που ενσωματώνεται στον τίτλο. Ανάλογα με τη φερεγγυότητα της απαίτησης που ενσωματώνεται στον τίτλο διαφοροποιείται η ονομαστική αξία του κάθε τίτλου. Έτσι όσο πιο επισφαλής είναι μία απαίτηση που ενσωματώνεται στον τίτλο τόσο μικρότερη είναι η ονομαστική αξία αυτού. Το αντίστροφο συμβαίνει με την επιτοκιακή απόδοση του τίτλου, δηλαδή όσο πιο επισφαλής είναι η απαίτηση που ενσωματώνεται στον τίτλο τόσο μεγαλύτερο επιτόκιο έχει αυτός. Δηλαδή η σειρά A ενσωματώνει φερέγγυες απαιτήσεις και έτσι ο τίτλος έχει μεγαλύτερη ονομαστική αξία, αλλά μικρότερο επιτόκιο. Αντίθετα η σειρά Z ενσωματώνει επισφαλείς απαιτήσεις και έτσι ο τίτλος έχει μικρότερη ονομαστική αξία, αλλά μεγαλύτερο επιτόκιο. Για να θεωρηθεί ότι έχει αποπληρωθεί ο εκδοθείς τίτλος, ο επενδυτής θα πρέπει να έχει εισπράξει κεφάλαιο και τόκους. Οι τόκοι σε όλες τις σειρές των τίτλων καταβάλλονται σε τακτά χρονικά διαστήματα, ενώ η καταβολή του κεφαλαίου γίνεται πρώτα στη σειρά A και ακολουθεί η καταβολή του κεφαλαίου

στις επόμενες σειρές, ανάλογα με τη φερεγγυότητα αυτών. Έτσι, οι λιγότερο επισφαλείς τίτλοι έχουν μικρότερη διάρκεια σε σχέση με τους περισσότερο επισφαλείς και για αυτόν το λόγο οι τίτλοι αυτοί αποπληρώνονται πρώτοι. Οι κάτοχοι τίτλων της τελευταίας σειράς, που ενσωματώνουν δηλαδή επισφαλείς απαιτήσεις, αναλαμβάνουν τον κίνδυνο μη επιστροφής της επένδυσής τους.

Οι εξασφαλίσεις μπορεί να παρέχονται και από τρίτο πρόσωπο, εκτός των συμμετεχόντων στη διαδικασία της τιτλοποίησης, εξωτερικές εξασφαλίσεις. Εξωτερικές εξασφαλίσεις μπορεί να παρέχονται από κάποιο πιστωτικό ίδρυμα. Τυπική μορφή εξασφάλισης είναι η παροχή εγγύησης εκ μέρους πιστωτικού ιδρύματος και η υποχρέωση κάλυψης των ελλειμμάτων που προκύπτουν από την αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων από τα ίδια κεφάλαια του πιστωτικού ιδρύματος. Μορφή εξασφάλισης είναι η πιστωτική εγγυητική επιστολή, σύμφωνα με την οποία σε περίπτωση αδυναμίας ή καθυστέρησης πληρωμής η τράπεζα υποχρεούται να καταβάλει το ποσό που αναγράφει η επιστολή.

Ακόμη, εξωτερικές εξασφαλίσεις μπορεί να προέλθουν και από ασφαλιστικές εταιρείες, οι οποίες αναλαμβάνουν να καλύπτουν ελλείμματα των ταμειακών ροών. Σε περίπτωση πραγμάτωσης του ασφαλιστικού κινδύνου, δηλαδή σε περίπτωση αδυναμίας ή καθυστέρησης πληρωμής από τους οφειλότες, η ασφαλιστική εταιρεία που εμπλέκεται στη διαδικασία της τιτλοποίησης καλείται να καλύψει τη ζημία που επήλθε, δηλαδή να εξασφαλίσει την απαιτούμενη ρευστότητα στην εταιρεία ειδικού σκοπού.

Τέλος, εξωτερικές εξασφαλίσεις δίνονται και μέσω SWAPS, δηλαδή μέσω προγραμμάτων ανταλλαγής επιτοκίων ή συναλλάγματος. Γενικά στην περίπτωση ανταλλαγής επιτοκίων το ένα συμβαλλόμενο μέρος υποχρεούται για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα να πληρώσει στο αντισυμβαλλόμενο μέρος τόκο με σταθερό επιτόκιο και ως αντάλλαγμα λαμβάνει από το αντισυμβαλλόμενο μέρος κυμαινόμενο επιτόκιο επί του ίδιου κεφαλαίου για το ίδιο χρονικό διάστημα. Όσον αφορά στην τιτλοποίηση, στην περίπτωση σύμβασης ανταλλαγής επιτοκίων, συμφωνείται μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και ενός χρηματοοικονομικού φορέα ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού υποχρεούται να παρέχει κεφάλαια υπολογιζόμενα με κυμαινόμενο επιτόκιο επί συγκεκριμένου ποσού και ο χρηματοοικονομικός φορέας υποχρεούται να παρέχει στην εταιρεία ειδικού σκοπού ως αντάλλαγμα κεφάλαια υπολογιζόμενα με σταθερό επιτόκιο επί του ίδιου ποσού. Σε αυτήν την περίπτωση η εταιρεία ειδικού σκοπού αναμένει σταθερή ροή πληρωμών καθ' όλη τη διάρκεια της τιτλοποίησης, ακόμη και αν οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις έχουν απόδοση κυμαινόμενου επιτοκίου. Έτσι, η εταιρεία ειδικού σκοπού αναμένει να παρέχει σταθερή ροή πληρωμών στους ομολογιούχους επενδυτές ακόμη και σε αστάθμητες συνθήκες. Στην περίπτωση που οι απαιτήσεις έχουν απόδοση σταθερού επιτοκίου, ενώ οι εκδοθέντες τίτλοι κυμαινόμενου, επιλέγεται σύμβαση ανταλλαγής επιτοκίων που έχει την εξής μορφή: η

εταιρεία ειδικού σκοπού καταβάλλει κεφάλαια με σταθερό επιτόκιο και λαμβάνει κεφάλαια με κυμαινόμενο επιτόκιο. Έτσι, η απόδοση των απαιτήσεων μετατρέπεται από σταθερού επιτοκίου σε κυμαινόμενου, κάνοντας τους τίτλους πιο ελκυστικά προϊόντα για τους επενδυτές.

Στην περίπτωση σύμβασης ανταλλαγής συναλλάγματος, συμφωνείται ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού λαμβάνει από το χρηματοοικονομικό φορέα κεφάλαιο με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο, που υπολογίζεται σε νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Με αυτόν τον τρόπο η εταιρεία ειδικού σκοπού λαμβάνει κεφάλαια, η αξία των οποίων δεν επηρεάζεται από τις συναλλαγματικές μεταβολές των τιτλοποιημένων απαιτήσεων, βάσει του σταθερότερου νομίσματος που παρέχει ο χρηματοοικονομικός φορέας, πράγμα που δημιουργεί σταθερή ροή πληρωμών στους ομολογιούχους επενδυτές ανεξάρτητα από τους συναλλαγματικούς κινδύνους που εγκυμονούν οι απαιτήσεις⁷⁹.

Με τους παραπάνω τρόπους οι πιστοδότες εξασφαλίζουν σταθερή ροή πληρωμών στην εταιρεία ειδικού σκοπού στην περίπτωση που οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις δεν εισπραχθούν ή καθυστερούν να εισπραχθούν, διασφαλίζοντας έτσι τα συμφέροντα των επενδυτών.

2.3.7. Οι Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (Rating Agencies) (άρθρο 10 παρ. 1 ν. 3156/2003)

Απαραίτητη για τη διαδικασία της τιτλοποίησης είναι η συμμετοχή των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, για τους οποίους γίνεται αναφορά στο άρθρο 10 παρ. 1 εδ. γ' του ν. 3156/2003. Ο κάθε επενδυτής δεν μπορεί ατομικά, επειδή δεν διαθέτει την υλικοτεχνική και οργανωτική δομή ούτε τον απαιτούμενο χρόνο ή χρήμα, να αξιολογήσει τις εκδοθείσες από την εταιρεία ειδικού σκοπού ομολογίες. Αντίθετα, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης βαθμολογούν τις ομολογίες ανάλογα με τη φερεγγυότητα των απαιτήσεων που ενσωματώνουν, δηλαδή ανάλογα με τα χαρακτηριστικά και τις εξασφαλίσεις που παρέχουν. Γνωστοί διεθνείς οίκοι αξιολόγησης είναι ενδεικτικά ο Standard & Poor's, Moody's Investor Service, Fitch Investors Service.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης εκτιμούν τους εκδοθέντες τίτλους και τους αξιολογούν ανάλογα με την επικινδυνότητά τους, δηλαδή την ποιότητά τους και την φερεγγυότητά τους, ώστε ο κάθε επενδυτής να είναι ενήμερος για τους επενδυτικούς κινδύνους που αναλαμβάνει αγοράζοντας τους εκδοθέντες τίτλους. Όσο πιο χαμηλή είναι η επικινδυνότητα ενός τίτλου, τόσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός αξιολόγησής του. Από τους οίκους αξιολόγησης εκτιμάται η ικανότητα του οφειλέτη - εκδότη των τίτλων να αποπληρώσει αυτούς κατά κεφάλαιο και

⁷⁹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 313 - 353, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

τόκους. Τυπικά οφειλέτης - εκδότης των τίτλων είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού, αλλά ουσιαστικά οφειλέτης είναι η μεταβιβάζουσα εταιρεία, η οποία οφείλει να μεταβιβάσει απαιτήσεις, από τις οποίες προκύπτει ροή πληρωμών, που μπορεί να αποπληρώσει τους εκδοθέντες τίτλους. Επίσης, τυπικά βαθμολογούνται οι εκδοθέντες από την εταιρεία ειδικού σκοπού τίτλοι, αλλά ουσιαστικά βαθμολογούνται οι απαιτήσεις που ενσωματώνονται σε αυτούς, δηλαδή αξιολογείται η δυνατότητα των οφειλετών των ενσωματωμένων στους τίτλους απαιτήσεων να αποπληρώσουν τις απαιτήσεις, μόλις αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες, έτσι ώστε από το προϊόν της ρευστοποίησης να ικανοποιηθούν οι ομολογιούχοι επενδυτές. Δεν αξιολογείται η μεταβιβάζουσα εταιρεία αλλά οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται. Για αυτόν τον λόγο είναι δυνατόν επιχειρήσεις με κακή πιστοληπτική εικόνα, οι οποίες θα χρηματοδοτούνταν με επαχθείς όρους, να ομαδοποιούν απαιτήσεις με πιστοληπτική αξιολόγηση ανώτερη από αυτή που έχουν οι ίδιες και με αυτόν τον τρόπο να χρηματοδοτηθούν άμεσα και με ευνοϊκούς όρους. Ακόμη, για την αξιολόγηση των απαιτήσεων λαμβάνονται υπόψη και οι εξασφαλίσεις με τις οποίες καλύπτονται, καθώς και η φερεγγυότητα των μερών που λαμβάνουν μέρος στη διαδικασία της τιτλοποίησης και η ικανότητα αυτών να προκαλέσουν την επιθυμητή ροή πληρωμών.

Η διαδικασία ανάθεσης της αξιολόγησης σε κάποιον οίκο γίνεται είτε μετά από εντολή από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία είτε από τον συντονιστή είτε από την εταιρεία ειδικού σκοπού, που είναι και ο συνηθέστερος τρόπος, είτε μετά από πρωτοβουλία του ίδιου του οίκου αξιολόγησης, χωρίς κάποια εντολή, καθώς οι τίτλοι παρουσιάζουν γενικότερο οικονομικό ενδιαφέρον, είτε μετά από εντολή των επενδυτών.

Η αξιολόγηση έχει σημαντικό ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης, καθώς μειώνει το κόστος χρηματοδότησης της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Ειδικότερα, όταν η αξιολόγηση μιας απαίτησης είναι υψηλή, συνεπάγεται μικρό επενδυτικό ρίσκο για τους ομολογιούχους, οι οποίοι αγοράζουν τίτλους που ενσωματώνουν τις εν λόγω απαιτήσεις. Το μικρό επενδυτικό ρίσκο των τίτλων δημιουργεί ασφάλεια στους επενδυτές και εκδίδονται τίτλοι με χαμηλή επιτοκιακή απόδοση και μειωμένο κόστος, γεγονός που συνεπάγεται μικρότερο κόστος για την όλη διαδικασία της τιτλοποίησης. Επίσης, η αξιολόγηση αποτελεί έναυσμα για τη βελτίωση των απαιτήσεων, μέσω της αλλαγής των χαρακτηριστικών τους ή της παροχής πρόσθετων εξασφαλίσεων.

Ο βαθμός αξιολόγησης υπόκειται σε τύπο δημοσιότητας, έτσι ώστε οι επενδυτές να είναι σε γνώση του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν και να σταθμίσουν τα συμφέροντά τους σε σχέση με άλλες επενδύσεις. Η αξιολόγηση των τίτλων αποτελεί, λοιπόν, ένα είδος εξασφάλισης για τους επενδυτές. Οι οίκοι αξιολόγησης παρακολουθούν τις εξελίξεις και συντάσσουν σχετικές εκθέσεις ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Ανάλογα με τις εξελίξεις της

αγοράς εκτιμούν την πιθανότητα να αποδώσουν οι εκδοθέντες τίτλοι στο συμφωνημένο χρόνο την ονομαστική τους αξία πλέον του συμφωνηθέντος τόκου.

Ωστόσο, πολλές φορές παρατηρείται το φαινόμενο οι τίτλοι στην πραγματικότητα να φέρουν μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο από αυτόν που είχαν προβλέψει οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και εξ αυτού του λόγου στη λήξη τους μπορεί να μην αποπληρωθούν. Σε αυτήν την περίπτωση γεννάται το ζήτημα ευθύνης των οίκων αξιολόγησης έναντι της μεταβιβάζουσας εταιρείας και έναντι των επενδυτών. Ο οίκος αξιολόγησης, βασιζόμενος σε πραγματικά περιστατικά, εκφράζει πρόγνωση, η οποία θεωρείται γνώμη και δεν αποτελεί παρότρυνση για αγορά οποιωνδήποτε τίτλων. Όταν, λοιπόν, πληρούνται οι προϋποθέσεις αντικειμενικότητας, αξιοπιστίας και ανεξαρτησίας, ο οίκος αξιολόγησης δεν ευθύνεται για τυχόν εσφαλμένες προβλέψεις σε σχέση με την απόδοση του τίτλου. Έτσι, οι κρίσεις του οίκου αξιολόγησης εκφεύγουν του δικαστικού ελέγχου. Αντίθετα, εάν ο οίκος αξιολόγησης προβεί εσκεμμένα σε λανθασμένη κρίση, με την απόκρυψη πληροφοριών ή την παροχή εσφαλμένων πληροφοριών, τότε ο οίκος αξιολόγησης ευθύνεται έναντι των ζημιωθέντων⁸⁰.

2.3.8. Οι Τιτλούχοι Επενδυτές (άρθρο 10 παρ. 1, 17, 18, 19 ν. 3156/2003)

Οι τιτλούχοι επενδυτές αποτελούν καθοριστικό παράγοντα στη διαδικασία της τιτλοποίησης, καθώς μέσω αυτών επιτυγχάνεται η σκοπούμενη χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας εταιρείας. Η ύπαρξή τους δημιουργεί ροή πληρωμών που εξασφαλίζει τα απαραίτητα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση. Οι τίτλοι που εκδίδονται μπορεί να είναι οποιουδήποτε είδους και μορφής (άρθρο 10 παρ. 1 εδ. α' του ν. 3156/2003), άυλη ή έγχαρτη.

Ο εκδότης του τίτλου είναι υποχρεωμένος κατά τη λήξη του να καταβάλει στον κομιστή αυτού την ονομαστική του αξία, καθώς και ανά τακτά χρονικά διαστήματα τον συμφωνημένο τόκο. Ανάλογα με το είδος του τόκου η απόδοση του τίτλου καθίσταται σταθερή ή κυμαινόμενη. Τίτλοι σταθερής απόδοσης προσφέρουν σταθερό επιτόκιο καθ' όλη τη διάρκεια ζωής τους, το οποίο συμφωνείται εκ των προτέρων, σε αντίθεση με τους τίτλους κυμαινόμενης απόδοσης, οι οποίοι προσφέρουν τόκο υπολογιζόμενο με κυμαινόμενο επιτόκιο, δηλαδή επιτόκιο, το οποίο δεν παραμένει σταθερό διαχρονικά. Η προσαρμογή του επιτοκίου γίνεται πρώτη φορά κατά την έκδοση του τίτλου και έπειτα, με βάση το σημείο αναφοράς, γίνεται ανά τακτά διαστήματα, τριμηνιαία, εξαμηνιαία ή ετήσια. Υπάρχουν βέβαια και τίτλοι χωρίς τοκομερίδια (Zero Coupon Bonds) που δεν αποδίδουν τόκο. Οι τόκοι σε αυτήν την περίπτωση είναι ίσοι με τη διαφορά μεταξύ της ονομαστικής τιμής και της τιμής έκδοσης.

⁸⁰ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 358 – 374 και 385 – 390, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

Τα απαραίτητα στοιχεία του τίτλου είναι τα εξής: α) τα στοιχεία της εταιρείας ειδικού σκοπού, η οποία είναι και η εκδότρια του τίτλου, β) ο χρόνος και ο τόπος έκδοσης του τίτλου, γ) ο δικαιούχος του τίτλου, δ) η ονομαστική αξία του τίτλου, το ποσό δηλαδή που θα εισπράξει ο δικαιούχος του τίτλου στη λήξη του, ε) το συμφωνημένο επιτόκιο, το οποίο εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς, στ) ο τόπος, ο χρόνος και ο τρόπος αποπληρωμής, ζ) το δικαίωμα πρόωρης λήξης, η) ο αύξων αριθμός του τίτλου, θ) τυχόν εξασφαλίσεις του τίτλου, οι οποίες θα ρευστοποιηθούν σε περίπτωση που ο εκδότης του τίτλου δεν ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, καθώς και ι) οι υπογραφές των εκπροσώπων της εταιρείας ειδικού σκοπού. Τονίζεται ότι σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 5 εδ. γ' του ν. 3156/2003, η ονομαστική αξία εκάστης ομολογίας ανέρχεται σε ποσό ύψους εκατό χιλιάδων ευρώ (100.000), έτσι ώστε να αποφευχθεί η έκδοση μεγάλου αριθμού ομολογιών με συνέπεια τη μεγάλη διασπορά αυτών.

Η απόφαση για την έκδοση των ομολογιών λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού (άρθρο 10 παρ. 5 του ν. 3156/2003), χωρίς καμία συμμετοχή της μεταβιβάζουσας εταιρείας, γιατί σύμφωνα με τους σκοπούς της τιτλοποίησης επιβάλλεται αυτονομία της εταιρείας ειδικού σκοπού και καμία εξάρτηση αυτής από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία. Η αρμοδιότητα της απόφασης έκδοσης των ομολογιών - τίτλων ανήκει για λόγους οικονομίας και ταχύτητας της διαδικασίας στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού και όχι στη Γενική Συνέλευση αυτής. Η αιτιολογία της εν λόγω αρμοδιότητας έγκειται στο γεγονός ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν είναι γνήσια ανώνυμη εταιρεία, στην οποία οι μέτοχοι της εκδότριας εταιρείας, ήτοι της εταιρείας ειδικού σκοπού, να αποβλέπουν σε προσωπικά συμφέροντα από την έκβαση της τιτλοποίησης, καθώς η εταιρεία ειδικού σκοπού συστήνεται μόνο για τους σκοπούς της συγκεκριμένης τιτλοποίησης.

Οι τίτλοι γενικώς μπορούν να διατεθούν στην αγορά είτε μέσω δημόσιας προσφοράς είτε μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης. Στην πρώτη περίπτωση, δηλαδή στην περίπτωση διάθεσης των ομολογιών μέσω δημόσιας προσφοράς, οι ομολογίες διατίθενται σε μεγάλο αριθμό επενδυτών, προκαλώντας διασπορά των τίτλων και κάνοντας τις ομολογίες πιο ανταγωνιστικές, καθώς αυξάνει το ενδιαφέρον του κοινού. Αντίθετα, στην περίπτωση της διάθεσης των ομολογιών μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, οι ομολογίες διατίθενται σε περιορισμένο κύκλο επενδυτών. Η επιλογή που προκρίνεται από τον ν. 3156/2003 είναι η διάθεση των τίτλων μέσω της ιδιωτικής τοποθέτησης, γεγονός που εξηγείται και από την αυξημένη ονομαστική αξία κάθε τίτλου, η οποία ανέρχεται τουλάχιστον σε εκατό χιλιάδες ευρώ (100.000). Ακόμη, επιλέγεται η διάθεση των τίτλων μέσω της ιδιωτικής τοποθέτησης, έτσι ώστε να ολοκληρωθεί αυτή σε σύντομο χρονικό διάστημα, έναντι της χρονοβόρας δημόσιας προσφοράς. Μάλιστα, σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 1 του ν. 3156/2003 ο αριθμός των επενδυτών δεν μπορεί να υπερβαίνει τους εκατόν πενήντα και έτσι αποφεύγεται η διασπορά των τίτλων. Επίσης, ο νόμος θέτει ακόμη

έναν περιορισμό, σύμφωνα με τον οποίο οι τίτλοι πρέπει να διατίθενται μόνο σε επαγγελματικά οργανωμένους θεσμικούς επενδυτές, δηλαδή σε επενδυτές που έχουν διαθέσιμα τεράστια ποσά χρημάτων με σκοπό να τα επενδύσουν σε κινητές αξίες και έχουν γνώση των οικονομικών στοιχείων της κεφαλαιαγοράς (αμοιβαία κεφάλαια ή εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου). Και αυτό γιατί οι μικροί επενδυτές δεν διαθέτουν ούτε γνώση ούτε εμπειρία σε τέτοιου είδους επενδύσεις. Ωστόσο, για να μετέχουν στην ιδιωτική τοποθέτηση αμοιβαία κεφάλαια⁸¹ και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα στην Ελλάδα, πρέπει οι ομολογίες να έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης. Τέλος, ασφαλιστικά ταμεία και ασφαλιστικοί οργανισμοί δεν μπορούν να μετέχουν στην ιδιωτική τοποθέτηση. Η απαγόρευση αυτή δικαιολογείται από το γεγονός ότι τα κεφάλαια που διατίθενται στα ασφαλιστικά ταμεία και οργανισμούς δεν μπορούν να είναι αντικείμενο επενδυτικής διαχείρισης, αλλά έχουν ως βασικό προορισμό την εξασφάλιση ενός βασικού επιπέδου διαβίωσης. Έτσι, με την ως άνω απαγόρευση, οι πράξεις των ασφαλιστικών ταμείων και οργανισμών διαφυλάσσονται στα πλαίσια της ασφαλιστικής τους δραστηριότητας, χωρίς να επεκτείνονται και σε άλλες εξωασφαλιστικές δραστηριότητες⁸².

2.3.9. Ο Συντονιστής της διαδικασίας της τιτλοποίησης (Arranger)

Ο συντονιστής της διαδικασίας της τιτλοποίησης κατέχει σημαντικό ρόλο σε αυτήν, καθώς αναλαμβάνει και εποπτεύει τη διεκπεραίωση όλης γενικά της διαδικασίας και ελέγχει την ολοκλήρωση αυτής. Ρόλο συντονιστή μπορεί να έχει ένας χρηματοπιστωτικός ή επενδυτικός οργανισμός. Ειδικότερα, ο συντονιστής επιλέγει τις απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν και πολλές φορές είναι αυτός που αναλαμβάνει τη σύσταση της εταιρείας ειδικού σκοπού. Ακόμη έχει την εποπτεία των πληρωμών και πολλές φορές μπορεί να οριστεί εκείνος ως διαχειριστής. Τέλος, μεσολαβεί στη σύναψη των σχετικών συμφωνιών μεταξύ των μερών και συνήθως αναλαμβάνει την επιτυχή διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό.

⁸¹ Αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν ένα θεσμό συγκέντρωσης κεφαλαίων από μεγάλο αριθμό αποταμιευτών που τοποθετούνται ενιαία από εταιρείες διαχείρισης σε συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια, που ανταποκρίνονται στους στόχους και στις προτιμήσεις των επενδυτών.

⁸² Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 393 - 410, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

2.4. Αντικείμενο Μεταβίβασης

2.4.1. Απαιτήσεις που μεταβιβάζονται (άρθρο 10 παρ. 6 ν. 3156/2003)

Αντικείμενο μεταβίβασης είναι κάθε απαίτηση, δηλαδή το δικαίωμα της πωλήτριας εταιρείας ως δανειστή να αξιώσει την εκπλήρωση μιας παροχής από τον οφειλέτη της, η οποία απαίτηση μπορεί να έχει καταστεί ληξιπρόθεσμη ή όχι. Ενδεικτικά οι απαιτήσεις που μπορούν να τιτλοποιηθούν είναι απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια, επιχειρηματικά δάνεια κλπ. Οι απαιτήσεις αυτές είναι λογιστικές, αποτυπώνονται στον ισολογισμό της μεταβιβάζουσας εταιρείας ως ενεργητικό και μπορούν σε εύλογο χρονικό διάστημα να ρευστοποιηθούν. Ουσιαστικά κάθε είδους απαίτηση μπορεί να τιτλοποιηθεί. Ωστόσο, για να έχει επιτυχία η διαδικασία της τιτλοποίησης και για την προστασία των επενδυτών, πρέπει να επιλεγούν αυτές που φέρουν κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά.

Στο άρθρο 10 παρ. 1 του ν. 3156/2003 αναφέρεται ότι μεταβιβάζονται επιχειρηματικές απαιτήσεις, δηλαδή απαιτήσεις από την άσκηση εμπορικής δραστηριότητας της μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Σε τιτλοποίηση υπόκεινται και απαιτήσεις κατά καταναλωτών (άρθρο 10 παρ. 6 εδ. α' του ν. 3156/2003). Τονίζεται ότι ο οφειλέτης - καταναλωτής εξακολουθεί να προστατεύεται από τις διατάξεις για την Προστασία του Καταναλωτή και δεν δυσχεραίνεται η θέση του. Οι ευεργετικές διατάξεις του ν. 2251/1994, που προστατεύουν τον καταναλωτή και του δίνουν για παράδειγμα τη δυνατότητα να αρνηθεί την εκπλήρωση της παροχής, λόγω επιβολής καταχρηστικών Γενικών Όρων Συναλλαγών, λόγω διατάραξης των συμβατικών υποχρεώσεων του ή λόγω μη εκπλήρωσης της αρχής της διαφάνειας ή που του παρέχουν τη δυνατότητα υπαναχώρησης εντός συγκεκριμένης προθεσμίας σε συμβάσεις που καταρτίζονται από απόσταση ή εκτός εμπορικού καταστήματος, μπορεί να δημιουργήσουν πρόβλημα στη ροή κεφαλαίων προκαλώντας την εμφάνιση ελλείμματος. Παρόλα αυτά ο νόμος επιτρέπει την τιτλοποίηση των απαιτήσεων κατά των καταναλωτών. Επίσης, μπορούν να τιτλοποιηθούν απαιτήσεις, παρά τη συμφωνία μεταβιβάζοντος και οφειλέτη της απαίτησης, σύμφωνα με την οποία η απαίτηση δεν μπορεί να εκχωρηθεί. Όπως αναφέρεται ρητώς στο άρθρο 10 παρ. 8 εδ. α' του ν. 3156/2003 η σύμβαση μεταβίβασης κατισχύει της συμφωνίας του μεταβιβάζοντος και τρίτων περί ανεκχώρητου της απαίτησης⁸³.

Επιτρέπεται να μεταβιβασθούν όχι μόνο οι υφιστάμενες απαιτήσεις αλλά και οι μελλοντικές (άρθρο 10 παρ. 6 εδ. α' του ν. 3156/2003). Μελλοντική είναι μία απαίτηση, η οποία δεν είναι ακόμη νομικά γεγεννημένη ως αξίωση. Οι μελλοντικές απαιτήσεις διακρίνονται σε μελλοντικές απαιτήσεις υπό ευρεία έννοια ή αλλιώς περιορισμένα μελλοντικές απαιτήσεις και σε απαιτήσεις

⁸³ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 155 – 156 και 158 – 160, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.

υπό στενή έννοια ή αλλιώς πλήρως μελλοντικές απαιτήσεις. Περιορισμένα μελλοντική απαίτηση είναι αυτή που δεν έχει γεννηθεί κατά το χρόνο συμφωνίας της μεταβίβασης αλλά υπάρχει ο νομικός λόγος γέννησής της, υφίσταται δηλαδή η έννομη σχέση που δικαιολογεί τη γέννησή της. Πλήρως μελλοντική απαίτηση είναι αυτή που κατά το χρόνο της μεταβίβασης δεν έχει γεννηθεί ούτε η ίδια αλλά ούτε και ο νομικός λόγος γέννησής της. Παρά τη μη γέννηση της απαίτησης η συμφωνία για τη μεταβίβαση έχει συντελεστεί και εκκρεμεί η γέννηση της μεταβιβαζόμενης απαίτησης. Η πλήρης μεταβίβαση, λοιπόν, της απαίτησης τελεί υπό την αναβλητική αίρεση ή προθεσμία της γέννησης της απαίτησης. Μόλις η αίρεση αυτή πληρωθεί δεν χρειάζεται καμία άλλη ενέργεια από τα μέρη ή νέα δικαιοπραξία. Αρκεί η γνωστοποίηση από τον μεταβιβάζοντα προς τον αποκτώντα ότι η απαίτηση έχει γεννηθεί (άρθρο 10 παρ. 6 εδ. δ' του ν. 3156/2003), για να επέλθει αυτοδίκαια η πλήρης μεταβίβαση της απαίτησης από τη μεταβιβάζουσα εταιρεία προς τον αποκτώντα ⁸⁴.

Ωστόσο, σε αυτήν την περίπτωση, γεννάται το ερώτημα εάν η απαίτηση γεννάται πρώτα στη μεταβιβάζουσα εταιρεία και στη συνέχεια μεταβιβάζεται στην εταιρεία ειδικού σκοπού ή εάν η απαίτηση γεννάται απευθείας στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι κρίσιμη, καθώς από αυτό εξαρτάται εάν οι μελλοντικές απαιτήσεις θα περιληφθούν στην πτωχευτική περιουσία της μεταβιβάζουσας εταιρείας σε περίπτωση πτώχευσης αυτής στο διάστημα μεταξύ της συμφωνίας και της γέννησης της απαίτησης. Κατά τη θεωρία, οι μελλοντικές απαιτήσεις ανήκουν στην πτωχευτική περιουσία. Ωστόσο, το άρθρο 10 παρ. 19 του ν. 3156/2003 εισάγει μία απόκλιση στο ζήτημα αυτό, καθώς ορίζει ότι το κύρος της πώλησης και της μεταβίβασης δεν θίγεται από την πτώχευση, αρκεί να έχει καταχωρισθεί η μεταβίβαση στο δημόσιο βιβλίο μεταγραφής του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 ⁸⁵.

Ο νόμος 3156/2003 επιτρέπει τη μεταβίβαση της απαίτησης υπό αίρεση. Εν προκειμένω, δηλαδή, μεταβιβάζεται δικαίωμα προσδοκίας κτήσης της απαίτησης και όχι πλήρης απαίτηση, απαίτηση δηλαδή που δεν έχει ακόμη γεννηθεί. Βέβαια, το δικαίωμα προσδοκίας δεν μπορεί να οδηγήσει σε ροή πληρωμών, δεν μπορεί δηλαδή να ρευστοποιηθεί. Η μεταβίβαση αυτών των απαιτήσεων λειτουργεί ωστόσο εξασφαλιστικά ⁸⁶.

Αρχικώς, οι απαιτήσεις, οι οποίες μεταβιβάζονται πρέπει να είναι ικανές να προκαλέσουν την απαραίτητη ροή κεφαλαίων από τους οφειλέτες προς τους επενδυτές, η οποία να είναι

⁸⁴ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 132 - 134, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

⁸⁵ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 188.

⁸⁶ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 140 - 142, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

σταθερή και η οποία να είναι ικανή να καλύψει την αποπληρωμή των τίτλων που εκδίδονται. Αντίθετα, επισφαλείς απαιτήσεις, τις οποίες οι οφειλέτες τους αδυνατούν να αποπληρώσουν, δεν επιλέγονται να τιτλοποιηθούν, καθώς δεν θα προκαλέσουν ροή πληρωμών. Για αυτόν ακριβώς το λόγο, γίνεται προέλεγχος των απαιτήσεων που θα τιτλοποιηθούν. Με το προϊόν της ρευστοποίησης των απαιτήσεων αυτών πρέπει να είναι δυνατή η αποπληρωμή των εκδοθέντων τίτλων και η κάλυψη των εξόδων της τιτλοποίησης. Ακόμη, η ροή αυτή κεφαλαίων πρέπει να μπορεί να προβλεφθεί. Αν δεν είναι δυνατόν να υπολογιστεί το ύψος, ο τρόπος και ο χρόνος αποπληρωμής των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, δεν μπορεί εκ των προτέρων να διαμορφωθεί ένα πρόγραμμα για τη διαδικασία της τιτλοποίησης και ως εκ τούτου δεν επιλέγονται οι απαιτήσεις αυτές για να τιτλοποιηθούν. Η προσδοκία ροής κεφαλαίων από τις απαιτήσεις πρέπει να είναι βέβαιη και προγραμματισμένη και όχι πιθανή και απρόσμενη. Τα στοιχεία αυτά αντλούνται από τα οικονομικά στοιχεία απόδοσης των εν λόγω απαιτήσεων στα προηγούμενα χρόνια.

Επιπρόσθετα, οι απαιτήσεις πρέπει να έχουν αυτοτέλεια, δηλαδή να αποτελούν χωριστή περιουσία της πωλήτριας εταιρείας. Οι εν λόγω απαιτήσεις, λοιπόν, πρέπει να μπορούν να απομονωθούν από την υπόλοιπη περιουσία του πωλητή και να μεταβιβαστούν. Όπως είναι άλλωστε γνωστό, για να μεταβιβαστεί μία παροχή, αυτή πρέπει να είναι ορισμένη ή τουλάχιστον οριστή, σύμφωνα με το άρθρο 371 ΑΚ. Έτσι και οι απαιτήσεις που θα επιλεγούν να μεταβιβαστούν πρέπει να μπορούν να συγκεκριμενοποιηθούν και να εξατομικευθούν επαρκώς, δηλαδή να μπορεί να προσδιοριστεί ο οφειλέτης και το περιεχόμενο της απαίτησης, έτσι ώστε να είναι δυνατή η νομική απομάκρυνσή τους από την πωλήτρια εταιρεία. Το αυτό ορίζει και το άρθρο 10 παρ. 6 εδ. α' του ν. 3156/2003, σύμφωνα με το οποίο οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται πρέπει να μπορούν να προσδιοριστούν με οποιονδήποτε τρόπο. Περαιτέρω σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 8 εδ. β' του ν. 3156/2003 μετά τη μεταβίβαση ορισμένων απαιτήσεων επιτρέπεται η προσθήκη στις ήδη μεταβιβασθείσες απαιτήσεις και νέων, με την προϋπόθεση ότι οι εν λόγω απαιτήσεις φέρουν τα ίδια χαρακτηριστικά, έτσι ώστε να μην υποβαθμιστεί η αξιολόγηση των ομολογιών⁸⁷. Η προσθήκη νέων απαιτήσεων αυξάνει το χρόνο της τιτλοποίησης, επιτρέποντας στα μέρη να ορίσουν μακροπρόθεσμη αποπληρωμή.

Τα ανωτέρω χαρακτηριστικά είναι απολύτως απαραίτητα για να ξεκινήσει η διαδικασία της τιτλοποίησης. Ωστόσο, υπάρχουν και άλλα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων, η ύπαρξη των οποίων μειώνει το κόστος και τον χρόνο της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Για να έχει επιτυχία η διαδικασία της τιτλοποίησης και να μπορεί να προβλεφθεί με σχετική βεβαιότητα η ροή πληρωμών των απαιτήσεων, καθώς και να παρασχεθούν ενδείξεις για τη συμπεριφορά και την

⁸⁷ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Εμπράγματη Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, σελ. 160 - 161, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή 2005.

απόδοση των απαιτήσεων, πρέπει οι εν λόγω απαιτήσεις να είναι ομοειδείς. Η συγκέντρωση όμοιων στοιχείων των απαιτήσεων, δηλαδή απαιτήσεων που προέρχονται από ομοειδείς ενοχές και συμβατικές σχέσεις, δημιουργούν ένα σύνολο που αξιολογείται ως ομάδα και αποφεύγεται ο ατομικός έλεγχος κάθε μιας απαίτησης ξεχωριστά. Οι όμοιες απαιτήσεις έχουν όμοια χαρακτηριστικά και όμοιες πιθανότητες αφερεγγυότητας και ως εκ τούτου αντιμετωπίζονται ενιαία. Ένα ακόμη πλεονέκτημα των ομοειδών απαιτήσεων είναι η ενιαία νομική αντιμετώπισή τους.

Ακόμη, δέον είναι οι απαιτήσεις να προέρχονται από μεγάλο αριθμό οφειλετών. Οι πολυάριθμες απαιτήσεις εξασφαλίζουν τη ζητούμενη ροή πληρωμών. Έτσι η αφερεγγυότητα ενός οφειλέτη δεν έχει δραστική επιρροή στην επίτευξη των στόχων της τιτλοποίησης. Σε αντίθετη περίπτωση, ο μικρός αριθμός οφειλετών προκαλεί ανασφάλεια, καθώς η αφερεγγυότητα αυτών ή τμήματος αυτών μπορεί να ματαιώσει τη ροή πληρωμών. Με τη διασπορά, λοιπόν, των απαιτήσεων σε πολλούς οφειλέτες μειώνεται δραστικά ο κίνδυνος της μη αποπληρωμής των τίτλων στη λήξη τους, λόγω υπερημερίας των οφειλετών.

Οι απαιτήσεις που θα επιλεγούν να μεταβιβαστούν πρέπει επίσης να έχουν χαρακτηριστικά που να μπορούν να γνωστοποιηθούν στα εμπλεκόμενα μέρη. Με αυτόν τον τρόπο τα μέρη της τιτλοποίησης έχουν πρόσβαση στα ιστορικά δεδομένα απόδοσης των εν λόγω απαιτήσεων, πράγμα που αυξάνει την αξιοπιστία της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Τέλος, οι απαιτήσεις που τιτλοποιούνται πρέπει να έχουν χαμηλό δείκτη επισφάλειας, πράγμα που μειώνει το κόστος της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Αντίθετα, εάν οι απαιτήσεις εμφανίζουν υψηλό δείκτη επισφάλειας και αφερεγγυότητα, πρέπει να προσφέρονται στους επενδυτές εξασφαλίσεις, έτσι ώστε να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος μη αποπληρωμής των απαιτήσεων. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης επισφάλειας τόσο πιο αποδοτική είναι και η τιτλοποίηση⁸⁸.

2.4.2. Απαιτήσεις που δεν μεταβιβάζονται

Στην τιτλοποίηση των απαιτήσεων εφαρμόζονται οι διατάξεις περί της εκχώρησης. Επομένως, υπάρχουν και απαιτήσεις, οι οποίες δεν μπορούν να εκχωρηθούν και άρα εν προκειμένω να μεταβιβαστούν στο πλαίσιο της τιτλοποίησης.

Οι απαιτήσεις που δεν μπορούν να τιτλοποιηθούν είναι αυτές που συνδέονται στενά με το πρόσωπο του μεταβιβάζοντος (π.χ. απαίτηση για ικανοποίηση ηθικής βλάβης) και αυτές που αναφέρονται σε διάταξη νόμου ως ανεκχώρητες (π.χ. απαιτήσεις κατά του Δημοσίου από προμήθειες στρατιωτικού εξοπλισμού) ή σε δικαστική απόφαση. Ζήτημα γεννάται εάν ισχύει το

⁸⁸ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 146 - 159, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

ανεκχώρητο και για τις απαιτήσεις που υπεισέρχονται σε αλληλόχρεο λογαριασμό⁸⁹. Οι απαιτήσεις που συμφωνείται ότι θα καταχωρίζονται σε αλληλόχρεο λογαριασμό διατηρούν τον νομικό τους χαρακτήρα, αποβάλλουν όμως από της καταχωρίσεώς τους την αυτοτέλειά τους και δεν μπορούν να επιδιωχθούν ή να διατεθούν χωριστά και έτσι δεν μπορούν να καταστούν ληξιπρόθεσμες. Ληξιπρόθεσμο καθίσταται μόνο το κατάλοιπο από το οριστικό κλείσιμο του αλληλόχρεου λογαριασμού. Ως εκ τούτου οι απαιτήσεις που καταχωρίζονται σε αλληλόχρεο λογαριασμό είναι ανεκχώρητες, καθώς δεν μπορούν να ρευστοποιηθούν. Έτσι, από την ίδια τη νομική φύση του αλληλόχρεου λογαριασμού προκύπτει ότι οι απαιτήσεις που καταχωρίζονται σε αυτόν δεν μπορούν να τιτλοποιηθούν⁹⁰.

2.4.3. Μεταβίβαση παρεπόμενων δικαιωμάτων και προνομίων

Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 12 του ν. 3156/2003, σε συνδυασμό με το άρθρο 458 ΑΚ αν η μεταβιβαζόμενη απαίτηση ασφαλίζεται με υποθήκη, προσημείωση υποθήκης, ενέχυρο ή άλλο παρεπόμενο δικαίωμα, τα εμπράγματα αυτά δικαιώματα μεταβιβάζονται αυτοδικαίως στον αποκτώντα.

Τυπικά, για να μεταβιβαστεί η υποθήκη στον αποκτώντα, θα πρέπει αυτή να σημειωθεί στο βιβλίο υποθηκών του αρμοδίου Υποθηκοφυλακείου. Στην περίπτωση της προσημείωσης υποθήκης θα πρέπει να εκδοθεί δικαστική απόφαση με την αλλαγή του δικαιούχου της απαίτησης. Αυτή η πρακτική, ωστόσο, είναι δυσχερής και χρονοβόρα, πρόβλημα το οποίο επιλύει ο νομοθέτης δυνάμει του άρθρου 10 παρ. 12 του ν. 3156/2003. Για τη μεταβολή του δικαιούχου των εμπραγμάτων αυτών δικαιωμάτων αρκεί βεβαίωση του αρμοδίου Ενεχυροφύλακα που τηρεί το δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 (όπου καταχωρίζεται η σύμβαση εκχώρησης) και η μνεία σε περίληψη του εμπράγματος βάρους, του παρεπόμενου δικαιώματος ή του προνομίου. Όσον αφορά στο συμβατικό ενέχυρο εφαρμόζονται οι διατάξεις των άρθρων 39 και 44 του ν.δ. 17.7/13.8.1923. Σύμφωνα με τις ως άνω διατάξεις, αν αντικείμενο του ενεχύρου που ασφαρίζει την απαίτηση που τιτλοποιείται, είναι ονομαστική απαίτηση, τότε εκχωρείται η βαρυνόμενη απαίτηση από τον ενεχυραστή στον αποκτώντα. Περαιτέρω, ο αποκτών έχει το δικαίωμα να εισπράττει την ενεχυρασμένη απαίτηση, έτσι ώστε να εξοφληθεί η τιτλοποιούμενη απαίτηση που βαρύνεται με το ενέχυρο⁹¹.

⁸⁹ Αλληλόχρεος λογαριασμός υπάρχει όταν δύο πρόσωπα, από τα οποία τουλάχιστον το ένα είναι έμπορος, συμφωνούν να καταχωρίζουν τις μεταξύ τους δοσοληψίες σε κονδύλια πιστώσεων και χρεώσεων.

⁹⁰ Πρβλ. Ρούσσης Δημήτριος, Η ισχύς της συμφωνίας για το ανεκχώρητο των απαιτήσεων αλληλόχρεου λογαριασμού στο πλαίσιο των συμβάσεων πρακτορείας και τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2011, σελ. 383 - 389.

⁹¹ Πρβλ. Λέκκας Γεώργιος, Η δημοσιότητα της εκχώρησης στην τιτλοποίηση, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική

Με την αυτοδίκαιη μεταβίβαση των εμπράγματων αυτών δικαιωμάτων διασφαλίζεται η αποπληρωμή των απαιτήσεων και αυξάνεται η αξία της απαίτησης από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Ακόμη μεταβιβάζονται και τα παρεπόμενα δικαιώματα, τα οποία σχετίζονται με τη μεταβιβασθείσα απαίτηση. Μεταβιβάζονται συμπληρωματικά της κύριας αξίωσης δικαιώματα που απορρέουν από την έννοια της καλής πίστης και το άρθρο 288 ΑΚ. Ήτοι μεταβιβάζονται η αξίωση λογοδοσίας, παροχής πληροφοριών και καταβολής τόκων μελλοντικών ή δεδουλευμένων.

Από όλα τα ανωτέρω προκύπτει ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού υπεισέρχεται πλήρως στη νομική θέση της μεταβιβάζουσας εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Η διαδικασία της αξιολόγησης ξεκινάει με σύμβαση που συνάπτεται μεταξύ του οίκου αξιολόγησης και της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, ή του συντονιστή ή της εταιρείας ειδικού σκοπού. Αντικείμενο της σύμβασης είναι η αξιολόγηση των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται, δηλαδή εξετάζεται κατά πόσο οι απαιτήσεις αυτές μπορούν να προκαλέσουν χρηματικές ροές και ανάλογα με την ικανότητά τους αυτή βαθμολογούνται.

Σε πρώτο στάδιο καταρτίζεται από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση ένα προσχέδιο, δυνάμει του οποίου αυτή γνωστοποιεί τις προθέσεις και τους σκοπούς που επιδιώκει μέσω της συγκεκριμένης τιτλοποίησης. Αναλυτικότερα, μέσω του προσχεδίου αυτού η μεταβιβάζουσα επιχείρηση αναφέρει το ποσό της χρηματοδότησης, που επιδιώκει να αποκτήσει μέσω της συγκεκριμένης τιτλοποίησης, καθώς και τα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων που θα μεταβιβασθούν, έτσι ώστε η μεταβιβάζουσα επιχείρηση να χρηματοδοτηθεί. Παράλληλα, κάνει πρόβλεψη για το επιθυμητό κόστος της όλης διαδικασίας (πλάνο κόστους), από το οποίο εξαρτάται το είδος των παρεχόμενων εξασφαλίσεων. Η περισσότερο εξοπλισμένη με εξασφαλίσεις απαίτηση έχει ως αποτέλεσμα από τη μία την έκδοση ελκυστικότερων τίτλων (τίτλων που εκθέτουν τον επενδυτή σε μικρότερους κινδύνους) και από την άλλη αυξημένο κόστος της όλης διαδικασίας, λόγω της πληρωμής των παρεχόμενων εξασφαλίσεων. Ακόμη, με το ως άνω προσχέδιο, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση γνωστοποιεί στους οίκους αξιολόγησης το είδος των επενδυτών στους οποίους απευθύνεται η συγκεκριμένη τιτλοποίηση. Αν απευθύνεται, δηλαδή, σε ρισκοκίνδυνους επενδυτές (risk adversers), τότε οι τίτλοι δεν χρειάζεται να εξοπλίζονται με εξασφαλίσεις και η αξιολόγησή τους μπορεί να είναι χαμηλή. Αν αντίθετα απευθύνεται σε συντηρητικούς επενδυτές (risk diversers), τότε οι τίτλοι πρέπει να είναι πιο φερέγγυοι με περισσότερες εξασφαλίσεις και με υψηλή βαθμολογία. Επιπλέον, βάσει του καταρτιζόμενου από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση προσχεδίου, δίνονται από τους οίκους αξιολόγησης οι απαραίτητες συμβουλές σχετικά με τη διαμόρφωση της διαδικασίας, ώστε οι εκδιδόμενοι τίτλοι να γίνουν ελκυστικοί.

Σε δεύτερο στάδιο καταρτίζεται σύμβαση μεταξύ του οίκου πιστοληπτικής αξιολόγησης και της μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Αντί της μεταβιβάζουσας επιχείρησης αντισυμβαλλόμενος του οίκου αξιολόγησης μπορεί να είναι είτε ο συντονιστής είτε η εταιρεία ειδικού σκοπού. Αντικείμενο της μεταξύ των συμβαλλομένων συμφωνίας είναι η αξιολόγηση των τίτλων που θα εκδοθούν και θα ενσωματώνουν τις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις, δηλαδή η αξιολόγηση της πιθανότητας να αποπληρωθούν.

Σε τρίτο στάδιο συστήνεται από τον οίκο αξιολόγησης ομάδα εργασίας, η οποία βρίσκεται σε συνεχή επικοινωνία με τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση, έτσι ώστε ο οίκος αξιολόγησης να μπορεί να λαμβάνει συνεχή ενημέρωση μέσω της παρακολούθησης του χρόνου και του τρόπου είσπραξης όμοιων απαιτήσεων. Ακόμη η ομάδα εργασίας αντλεί πληροφορίες για τις ιδιότητες των συμμετεχόντων μερών, τις επιμέρους συμβατικές υποχρεώσεις που έχουν αναλάβει καθώς και για τις παρεχόμενες εξασφαλίσεις. Βάσει των ως άνω στοιχείων εξετάζεται η πιθανότητα μη πληρωμής - είσπραξης των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, καθώς και η ύπαρξη αντισταθμίματος σε περίπτωση μη πληρωμής των απαιτήσεων αυτών ⁹².

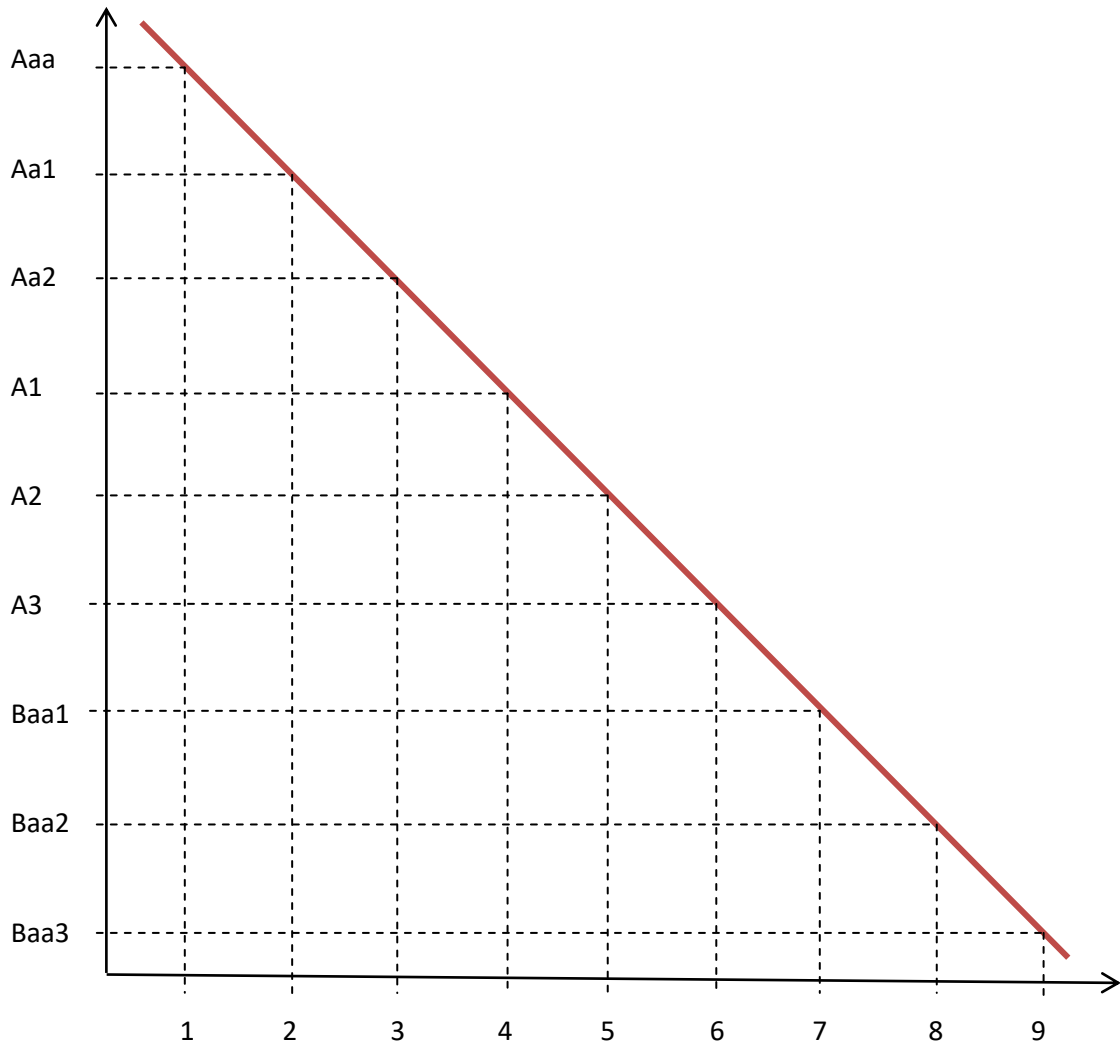
Τελικό στάδιο της αξιολόγησης είναι η βαθμολογία, η οποία προκύπτει μέσω αναλυτικής έκθεσης για την πορεία της διαδικασίας και από την οποία αξιολογείται η επικινδυνότητα των τίτλων. Η κλίμακα αξιολόγησης διαφέρει ανάλογα με τον οίκο αξιολόγησης. Για παράδειγμα η Standard & Poor's Rating Service και η Fitch Investors Service βαθμολογούν με την εξής κλίμακα (από την υψηλότερη στη χαμηλότερη βαθμολογία): AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, ενώ η Moody's Investor Service με την εξής κλίμακα (από την υψηλότερη στη χαμηλότερη βαθμολογία): Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3 ⁹³. Όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία του τίτλου τόσο χαμηλότερου ρίσκου είναι και η επένδυση. Ωστόσο, επειδή η επένδυση χαρακτηρίζεται χαμηλού ρίσκου, το επιτόκιο που προσφέρει ο τίτλος είναι χαμηλό. Αντίθετα χαμηλή βαθμολόγηση του τίτλου σημαίνει επικινδυνότητα αυτού και συνακόλουθα υψηλό επιτόκιο. Έτσι ο βαθμός αξιολόγησης τελεί σε σχέση αντιστρόφως ανάλογη με την επικινδυνότητα του τίτλου και με την επιτοκιακή απόδοση αυτού.

⁹² Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 374 - 379, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

⁹³ Πρβλ. Hans P. Bär, Asset Securitisation: Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderungen für Banken, σελ. 238, Haupt Verlag, 2000.

Η αντιστρόφως ανάλογη σχέση της βαθμολόγησης των τίτλων και της επικινδυνότητας καθώς και της επιτοκιακής απόδοσης αυτών απεικονίζεται στο παρακάτω διάγραμμα:

Βαθμολογία Τίτλου (κλίμακα σύμφωνα με την Moody's)



Επικινδυνότητα/Επιτοκιακή Απόδοση Τίτλου
(Νούμερο 1: Χαμηλός Κίνδυνος/Απόδοση ... Νούμερο 9: Υψηλός Κίνδυνος/Απόδοση)

Η πρώτη αξιολόγηση έχει τη μορφή συμβουλής του οίκου αξιολόγησης προς τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Εάν ο βαθμός αξιολόγησης είναι ο επιθυμητός και η τιτλοποίηση οδηγεί στον επιδιωκόμενο από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση όγκο χρηματοδότησης, τότε η αξιολόγηση είναι πιθανόν να είναι οριστική. Σε αντίθετη περίπτωση, πρέπει να γίνουν κάποιες αλλαγές για την επιθυμητή διάρθρωση της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Οι αλλαγές αυτές μπορεί να αφορούν είτε στις επιλεγόμενες προς τιτλοποίηση απαιτήσεις, όσον αφορά στο είδος ή την ποσότητα αυτών (μπορεί να δοθεί συμβουλή για επιλογή άλλου είδους απαιτήσεων, για παράδειγμα αντί απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια να μεταβιβασθούν απαιτήσεις από πιστωτικές κάρτες), είτε στις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν τα συμμετέχοντα μέρη. Οι

αλλαγές αυτές κάνουν πιο ελκυστικούς τους τίτλους προς τους επενδυτές. Μόλις γίνουν αυτές, δίνεται από τον οίκο αξιολόγησης η τελική βαθμολογία, η οποία δημοσιοποιείται μαζί με την αιτιολογική έκθεση στη μεταβιβάζουσα επιχείρηση και στα άλλα όργανα της διαδικασίας. Εφόσον το σχέδιο αυτό εγκριθεί, η βαθμολογία δημοσιοποιείται σε οικονομικό τύπο, ώστε να γνωστοποιηθεί στους επενδυτές, οι οποίοι την λαμβάνουν υπόψη ως έγκυρη και αντικειμενική⁹⁴.

Ωστόσο, η προσφορά του οίκου αξιολόγησης δεν τελειώνει με τη βαθμολόγηση. Ο οίκος αξιολόγησης ενημερώνεται συνεχώς για την εξέλιξη της διαδικασίας και την ικανοποίηση των υποχρεώσεων των μερών και αναλογικώς αναβαθμολογεί τους τίτλους. Η αναβαθμολόγηση αυτή γίνεται είτε ανά τρίμηνο είτε ανά εξάμηνο είτε σε ετήσια βάση⁹⁵. Η αναβαθμολόγηση αυτή βοηθά τόσο τους επενδυτές, οι οποίοι επιβεβαιώνονται σχετικά με την αντικειμενικότητα του οίκου αξιολόγησης, όσο και τα όργανα της διαδικασίας, τα οποία σε περίπτωση αρνητικής βαθμολόγησης, επαναπροσδιορίζουν τη διαδικασία.

⁹⁴ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 379 - 385, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.

⁹⁵ Πρβλ. Oliver Everling /Jens Schmidt-Bürgel, Kapitalmarkt rating - Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung, σελ. 120, Gabler Verlag, 2005.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΩΝ

4.1. Προστασία των οφειλετών

Εξαιτίας της εκχώρησης απαγορεύεται η χειροτέρευση της θέσης του οφειλέτη έναντι του εκάστοτε δανειστή του όσον αφορά στην νομική θέση του οφειλέτη και στην προστασία του. Για τον λόγο αυτό, ο οφειλέτης μπορεί να αντιτάξει κατά του νέου δανειστή - εκδοχέα, εν προκειμένω της εταιρείας ειδικού σκοπού, όλες τις ενστάσεις που είχε κατά του προηγούμενου δανειστή - εκχωρητή, εν προκειμένω της μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Η απαγόρευση χειροτέρευσης της νομικής θέσης του οφειλέτη δικαιολογείται από το γεγονός ότι η απαίτηση μεταβιβάζεται στην εταιρεία ειδικού σκοπού στη νομική κατάσταση που έχει μέχρι τη μεταβίβαση. Ειδικότερα, ο οφειλέτης, όταν έχει κάποια ένσταση έναντι του εκχωρητή, δεν θα ήταν ορθό μετά την εκχώρηση να μην υπολογίζει σε αυτήν. Έτσι, σύμφωνα με το άρθρο 463 ΑΚ ο οφειλέτης μπορεί να αντιτάξει κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού όλες τις ενστάσεις που είχε κατά της μεταβιβάζουσας επιχείρησης πριν την αναγγελία της εκχώρησης, ήτοι πριν την εγγραφή της σύμβασης εκχώρησης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000. Οι προϋποθέσεις εφαρμογής του άρθρου 463 ΑΚ είναι οι εξής: α) η ύπαρξη ένστασης κατά της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, β) η ένσταση αυτή να προϋπάρχει της αναγγελίας της σύμβασης εκχώρησης. Σε περίπτωση που η γέννηση της ένστασης γεννηθεί μετά την αναγγελία δεν εμπίπτει στα πλαίσια του άρθρου 463 ΑΚ.

Η δυνατότητα προβολής των ενστάσεων αυτών είναι ανεξάρτητη από τη γνώση ή την άγνοια της εταιρείας ειδικού σκοπού για την ύπαρξή τους. Εν κατακλείδι, τις ως άνω ενστάσεις από τη σχέση οφειλέτη και μεταβιβάζουσας επιχείρησης, που θεμελιώνονται σε γεγονότα υπάρχοντα ήδη κατά τον χρόνο της αναγγελίας, μπορεί να αντιτάξει ο οφειλέτης μετά την αναγγελία κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού, είτε αυτή είναι καλόπιστη είτε κακόπιστη⁹⁶.

Ο οφειλέτης μπορεί να αντιτάξει όλων των ειδών τις ενστάσεις, ήτοι α) τις ανατρεπτικές, δηλαδή αυτές που παρεμποδίζουν προσωρινά την επιδίωξη της απαίτησης, β) τις αναβλητικές, δηλαδή αυτές που αναβάλλουν την επιδίωξη της απαίτησης και γ) τις παρακωλυτικές, δηλαδή αυτές που εμποδίζουν οριστικά την είσπραξη της απαίτησης.

Ειδικότερα, όσον αφορά στην ένσταση συμψηφισμού (παρακωλυτική ένσταση) απαραίτητο είναι να επισημανθούν τα εξής: Ο οφειλέτης μπορεί να έχει κατά του εκχωρητή - μεταβιβάζουσας επιχείρησης ανταπαίτηση, γεγονός που του επιτρέπει να προτείνει κατά της

⁹⁶ Πρβλ. Σταθόπουλος Μιχ., Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, σελ. 567 - 568, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη 2004.

μεταβιβάζουσας επιχείρησης την ένσταση του συμψηφισμού. Ωστόσο, είναι πιθανόν αυτή η ένσταση να μην έχει προταθεί από τον οφειλέτη, πριν από την αναγγελία της σύμβασης μεταβίβασης των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων. Σε αυτήν την περίπτωση θα πρέπει να κάνουμε την εξής διάκριση: εάν η ανταπαίτηση του οφειλέτη έχει καταστεί ληξιπρόθεσμη ή όχι, πριν την αναγγελία της σύμβασης μεταβίβασης. Αν η ανταπαίτηση έχει καταστεί ληξιπρόθεσμη πριν από την αναγγελία, μπορεί ο οφειλέτης να προτείνει την ένσταση συμψηφισμού κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού (άρθρο 448 ΑΚ σε συνδυασμό με το άρθρο 463 παρ. 1 ΑΚ). Ο οφειλέτης, δηλαδή, μπορεί να προτείνει έναντι της εταιρείας ειδικού σκοπού απαιτήσεις που είχε κατά της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, εφόσον βέβαια αυτές είναι προγενέστερες της αναγγελίας της σύμβασης μεταβίβασης. Αν η ανταπαίτηση δεν έχει καταστεί ληξιπρόθεσμη πριν την αναγγελία της σύμβασης μεταβίβασης, η ένσταση συμψηφισμού μπορεί να προταθεί από τον οφειλέτη, εφόσον η ανταπαίτηση καταστεί ληξιπρόθεσμη, όχι όμως βραδύτερα από το ληξιπρόθεσμο της απαίτησης που τιτλοποιήθηκε (άρθρο 463 παρ. 2 ΑΚ). Και στις δύο περιπτώσεις το νομικό θεμέλιο της ένστασης πρέπει να υπάρχει πριν από την έγγραφη αναγγελία της σύμβασης μεταβίβασης, δηλαδή η αξίωση έναντι της μεταβιβάζουσας επιχείρησης πρέπει να έχει γεννηθεί πριν από την αναγγελία της σύμβασης μεταβίβασης - εκχώρησης και είτε η ένσταση έχει όλα τα στοιχεία του ενεργού αυτής είτε τα στοιχεία αυτά εκλείπουν⁹⁷.

Για παράδειγμα μπορούν να τιτλοποιηθούν οι απαιτήσεις ενός πιστωτικού ιδρύματος από συμβάσεις στεγαστικού δανείου και κάποιος από τους οφειλέτες αυτών να έχει προθεσμιακό λογαριασμό στο ως άνω πιστωτικό ίδρυμα. Εάν ο προθεσμιακός λογαριασμός λήξει μετά τη μεταβίβαση, ο οφειλέτης της τιτλοποιημένης απαίτησης μπορεί να προβάλει την ένσταση συμψηφισμού από την ανταπαίτησή του που πηγάζει από τον προθεσμιακό λογαριασμό⁹⁸.

Πρέπει να επισημανθεί ότι η ρήτρα παραίτησης του οφειλέτη από τη δυνατότητα να προβάλει την ένσταση συμψηφισμού έναντι της εταιρείας ειδικού σκοπού μπορεί να είναι καταχρηστική και επομένως άκυρη, ως αντίθετη στο νόμο για την προστασία του καταναλωτή.

4.2. Προστασία της εταιρείας ειδικού σκοπού

Η εταιρεία ειδικού σκοπού προστατεύεται στην περίπτωση ανυπαρξίας της απαίτησης, δυνάμει του άρθρου 467 ΑΚ. Σύμφωνα με το άρθρο 467 ΑΚ «σε περίπτωση εκχώρησης από

⁹⁷ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 522 - 526, εκδ. Αντ. Ν. Σάκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

⁹⁸ Στη λήξη του προθεσμιακού λογαριασμού το ποσό αυτό καθίσταται απαιτητό και το πιστωτικό ίδρυμα είναι υποχρεωμένο να αποδώσει το ποσό αυτό στον καταθέτη του προθεσμιακού λογαριασμού, Πρβλ. Μεταλληνός Αλέξανδρος, Ζητήματα συμψηφισμού στην τιτλοποίηση απαιτήσεων, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1ου Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 162 - 166, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

επαχθή αιτία ο εκχωρητής ευθύνεται μόνο για την ύπαρξη της απαίτησης». Μάλιστα, η εταιρεία ειδικού σκοπού προστατεύεται ακόμη και αν η μεταβιβάζουσα επιχείρηση επικαλεσθεί ανυπαίτια άγνοια για την ύπαρξη της απαίτησης. Η ευθύνη του εκχωρητή, εν προκειμένω της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, περιορίζεται μόνο για την ύπαρξη της απαίτησης. Έτσι, η εταιρεία ειδικού σκοπού προστατεύεται σε περίπτωση ανυπαρξίας της απαίτησης, ανεξάρτητα από τη γνώση ή την άγνοια της μεταβιβάζουσας επιχείρησης και όχι σε περίπτωση αφερεγγυότητας του οφειλέτη και ανετοιμοποίητάς του να εκπληρώσει το χρέος του.

Η εταιρεία ειδικού σκοπού προστατεύεται σε περίπτωση έλλειψης συνδρομής των νομικών και πραγματικών προϋποθέσεων που οδηγούν στη γέννηση της απαίτησης. Έτσι, η εταιρεία ειδικού σκοπού προστατεύεται σε περίπτωση απόσβεσης της ενοχής, σε περίπτωση συμψηφισμού, άφεσης χρέους, παραγραφής ή ακυρότητας, για τα οποία ευθύνεται η μεταβιβάζουσα επιχείρηση⁹⁹.

Αναλυτικότερα, ως αναφέρθηκε ανωτέρω, οι οφειλέτες των τιτλοποιημένων απαιτήσεων μπορούν να προβάλλουν έναντι της εταιρείας ειδικού σκοπού την ένσταση συμψηφισμού, εφόσον έχουν ανταπαιτήσεις έναντι της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, οι οποίες έχουν γεννηθεί πριν από την αναγγελία της σύμβασης μεταβίβασης. Σε αυτήν την περίπτωση μειώνεται το ποσό που εισπράττεται από τη ρευστοποίηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Με αυτόν τον τρόπο, η ικανοποίηση των ομολογιούχων επενδυτών εξαρτάται από τη φερεγγυότητα του εκχωρητή - μεταβιβάζουσας επιχείρησης και ακυρώνεται ένα από τα σημαντικότερα οικονομικά πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης, δηλαδή η νομική και οικονομική ανεξαρτησία των τιτλοποιημένων απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση.

Σύμφωνα με τα παραπάνω και δυνάμει του άρθρου 467 ΑΚ υπάρχει ευθύνη του εκχωρητή για την ύπαρξη της απαίτησης. Δυνάμει του ως άνω άρθρου και για να εξισορροπηθεί ο κίνδυνος αυτός, σε περίπτωση προβολής της ένστασης συμψηφισμού, η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να απαιτήσει το ισόποσο από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Για τον λόγο αυτό παρέχεται στην εταιρεία ειδικού σκοπού μία χρηματοπιστωτική ασφάλεια. Κατατίθενται, δηλαδή, χρήματα στο όνομα της εταιρείας ειδικού σκοπού. Το ποσό της κατάθεσης είναι ίσο με το ανώτατο ποσό, στο οποίο θα μπορούσε να ανέλθει ο συμψηφισμός. Είναι, επίσης, σύνηθες το ποσό της ως άνω κατάθεσης να ανευρίσκεται από παρακράτηση μέρους του τιμήματος.

⁹⁹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 526 - 527, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

Τέλος, μπορεί να συμφωνηθεί αναπροσαρμογή του τιμήματος για την κάλυψη του κινδύνου του συμψηφισμού¹⁰⁰.

Η προστασία της εταιρείας ειδικού σκοπού θεμελιώνεται στα άρθρα 514, 516 και 467 ΑΚ. Συμπερασματικά η εταιρεία ειδικού σκοπού σε περίπτωση ανυπαρξίας της απαίτησης μπορεί να απαλλαγεί ολικώς ή μερικώς από την καταβολή του τιμήματος, να υπαναχωρήσει από τη σύμβαση, να αξιώσει αποζημίωση ή επιστροφή του αδικαιολόγητου πλουτισμού.

Ωστόσο, η διάταξη του άρθρου 467 ΑΚ είναι ενδοτικού δικαίου, οπότε μπορεί να συμφωνηθεί η μείωση ή η επαύξηση της ευθύνης της μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Σε περίπτωση μείωσης της ευθύνης θα πρέπει να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος από πρόσθετες εξασφαλίσεις. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο πρέπει να τιτλοποιούνται απαιτήσεις που έχουν ορισμένα ειδικά χαρακτηριστικά, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω.

Σε περίπτωση επαύξησης της ευθύνης της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, δηλαδή σε περίπτωση ευθύνης της μεταβιβάζουσας επιχείρησης και αντίστοιχης προστασίας της εταιρείας ειδικού σκοπού από την αφερεγγυότητα των οφειλετών λεκτέα είναι τα εξής: Σε περίπτωση ανάληψης ευθύνης για τον κίνδυνο αφερεγγυότητας από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση, η τιτλοποίηση ταυτίζεται με χρηματοδότηση μέσω δανεισμού, στα πλαίσια του οποίου δίνονται ως εξασφάλιση η αξία των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και όχι με χρηματοδότηση μέσω πώλησης. Σε αυτήν την περίπτωση, όμως, δεν επέρχονται οι ευνοϊκές λογιστικές συνέπειες για τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Σκοπός, ωστόσο, του ν. 3156/2003 είναι η χρηματοδότηση της μεταβιβάζουσας επιχείρησης με πλήρη και οριστική αποξένωση των απαιτήσεων από αυτήν. Η μεταβιβάζουσα επιχείρηση εξασφαλίζει τα χρηματοδοτικά κεφάλαια μέσω του τιμήματος από την πώληση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, το οποίο τίμημα εξασφαλίζεται από την έκδοση ομολογιών και την πώλησή τους στους ομολογιούχους επενδυτές, οι οποίοι ικανοποιούνται από το προϊόν της ρευστοποίησης των απαιτήσεων και η υπόλοιπη εταιρική περιουσία δεν αποτελεί μέσο ικανοποίησης των ομολογιούχων επενδυτών. Έτσι, οι τιτλοποιούμενες απαιτήσεις πωλούνται και μεταβιβάζονται οριστικά στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Αν η ευθύνη της μεταβιβάζουσας επιχείρησης αυξηθεί και αυτή αναλάβει τον κίνδυνο από την αφερεγγυότητα των οφειλετών, οι ομολογιούχοι επενδυτές θα ικανοποιηθούν από την περιουσία της μεταβιβάζουσας επιχείρησης αυξάνοντας έτσι το παθητικό της. Έτσι, σε περίπτωση επαύξησης της ευθύνης της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, δεν επέρχεται η οριστική αποξένωση των

¹⁰⁰ Πρβλ. Μεταλληνός Αλέξανδρος, Ζητήματα συμψηφισμού στην τιτλοποίηση απαιτήσεων, *Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1ου Ετησίου Συνεδρίου 2005*, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 159 – 162, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

τιτλοποιημένων απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση και με αυτόν τον τρόπο ματαιώνεται ο ουσιαστικός σκοπός της τιτλοποίησης.

4.3. Προστασία των ομολογιούχων επενδυτών

Στη διαδικασία της τιτλοποίησης υφίστανται επενδυτικοί και πιστωτικοί κίνδυνοι. Οι κίνδυνοι για τους ομολογιούχους επενδυτές ελλοχεύουν από τυχόν αδυναμία ρευστοποίησης των απαιτήσεων καθώς και από τη διάρθρωση της διαδικασίας της τιτλοποίησης, όπως για παράδειγμα από την αφερεγγυότητα των οφειλετών ή από τη μη εκπλήρωση των καθηκόντων των συμμετεχόντων μερών κλπ. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο πρέπει να διαφυλαχθούν τα συμφέροντα και τα δικαιώματα των ομολογιούχων επενδυτών.

Αρχικώς, από τις ίδιες τις αρχές της τιτλοποίησης προστατεύονται οι ομολογιούχοι επενδυτές. Ειδικότερα, βασικές αρχές της τιτλοποίησης είναι η αρχή του νομικού και οικονομικού αποχωρισμού των απαιτήσεων από την εταιρική περιουσία της μεταβιβάζουσας επιχείρησης και η αρχή του αποκλειστικού προορισμού των απαιτήσεων, σύμφωνα με την οποία το προϊόν της ρευστοποίησης προορίζεται μόνο για την ικανοποίηση των ομολογιούχων επενδυτών. Οι ως άνω αρχές εξασφαλίζουν ότι οι άλλοι δανειστές της μεταβιβάζουσας επιχείρησης δεν μπορούν να στραφούν στις τιτλοποιημένες απαιτήσεις για να ικανοποιήσουν τις αξιώσεις τους κατά της μεταβιβάζουσας επιχείρησης και δεν θα ικανοποιηθούν από το προϊόν της ρευστοποίησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Η αξιοποίηση του προϊόντος ρευστοποίησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων για άλλους σκοπούς πέραν της συγκεκριμένης τιτλοποίησης αντίκειται στη βούληση του νομοθέτη¹⁰¹.

Μία ακόμη προστασία των ομολογιούχων επενδυτών εισάγεται με το άρθρο 10 παρ. 12 του ν. 3156/2003, σύμφωνα με το οποίο απαγορεύεται η σύσταση ενέχυρου από οποιονδήποτε τρίτο δανειστή επί των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Σύμφωνα με την ως άνω διάταξη, μετά την καταχώριση της σύμβασης μεταβίβασης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος επί των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων. Ωστόσο, σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 18 του ν. 3156/2003 επί των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων επενδυτών, έτσι ώστε οι επενδυτές να αποκτούν εξασφάλιση με προτεραιότητα έναντι των δανειστών του άρθρου 975 ΚΠολΔ. Έτσι, σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης εις βάρος της εταιρείας ειδικού σκοπού ή σε περίπτωση πτώχευσης αυτής, οι ως άνω απαιτήσεις για τις οποίες υπάρχει νόμιμο ενέχυρο κατατάσσονται πριν από τις απαιτήσεις του άρθρου 975 ΚΠολΔ. Με αυτόν τον τρόπο οι πιστωτικοί και

¹⁰¹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 429 - 431, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

επενδυτικοί κίνδυνοι αντισταθμίζονται από την ασφάλεια του νομίμου ενεχύρου υπέρ των ομολογιούχων επενδυτών ¹⁰².

Επίσης, σε περίπτωση πτώχευσης της μεταβιβάζουσας επιχείρησης πρέπει να εξασφαλιστεί ότι οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις που μεταβιβάστηκαν στην εταιρεία ειδικού σκοπού θα παραμείνουν σε αυτήν. Σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 19 του ν. 3156/2003 από την καταχώριση της σύμβασης μεταβίβασης στο ειδικό βιβλίο οι απαιτήσεις δεν θίγονται από την επιβολή οποιουδήποτε συλλογικού μέτρου ικανοποίησης των πιστωτών. Έτσι, οι δανειστές της μεταβιβάζουσας επιχείρησης επιτρέπεται να διεκδικήσουν τις απαιτήσεις που τιτλοποιούνται μέχρι την εγγραφή της σύμβασης πώλησης και μεταβίβασης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000. Μετά το ως άνω χρονικό σημείο, πτώχευση οποιουδήποτε μέρους της διαδικασίας δεν επηρεάζει τη μεταβίβαση των απαιτήσεων. Έτσι, ακόμη και αν η μεταβίβαση έγινε εντός της ύποπτης περιόδου, δεν παρέχεται η δυνατότητα πτωχευτικής ανάκλησης κατ' απόκλιση του Πτωχευτικού Κώδικα ¹⁰³. Με αυτόν τον τρόπο εξασφαλίζεται ότι οι τιτλοποιημένες απαιτήσεις δεν μπορούν να ενταχθούν στην πτωχευτική περιουσία της μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Έτσι απαγορεύεται η ικανοποίηση τρίτων δανειστών από τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις, ακόμη και αν η μεταβίβαση έγινε στην ύποπτη περίοδο ¹⁰⁴.

Περαιτέρω, η τιτλοποίηση δεν συμβαδίζει με την καταπιστευτική μεταβίβαση. Συγκεκριμένα στο άρθρο 10 παρ. 11 του ν. 3156/2003 στη σύμβαση πώλησης και μεταβίβασης δεν επιτρέπεται η ύπαρξη όρου για καταπιστευτική μεταβίβαση των απαιτήσεων. Έτσι, απαγορεύεται η εταιρεία ειδικού σκοπού να κρατήσει τις απαιτήσεις για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και να τις χρησιμοποιήσει με συγκεκριμένο τρόπο για την επιδίωξη συγκεκριμένου σκοπού. Η απαγόρευση αυτή διασφαλίζει ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού θα ενεργήσει προς όφελος των ομολογιούχων επενδυτών, ενώ αντίθετα σε περίπτωση καταπιστευτικής μεταβίβασης οι απαιτήσεις θα χρησιμοποιούνταν με τους όρους της καταπιστευτικής σύμβασης. Ακόμη, αν επιτρεπόταν η καταπιστευτική μεταβίβαση, θα ήταν δυνατή η πτωχευτική ανάκληση προς βλάβη των ομολογιούχων επενδυτών ¹⁰⁵.

Παράλληλα, η υποχρέωση του διαχειριστή εκ του άρθρου 10 παρ. 15 του ν. 3156/2003 να καταθέτει το προϊόν της είσπραξης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων σε χωριστή κατάθεση

¹⁰² Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 513 - 514, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

¹⁰³ Πρβλ. Κουλουριάνος Θεόδωρος, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 186 - 187.

¹⁰⁴ Υποπτη περίοδος ορίζεται η περίοδος μεταξύ της παύσης των πληρωμών μέχρι την κήρυξη της πτώχευσης (άρθρο 41 του ΠτΚ).

¹⁰⁵ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 548 - 557, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

εξασφαλίζει το γεγονός ότι το προϊόν της ρευστοποίησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων θα χρησιμοποιηθεί μόνο για την ικανοποίηση των ομολογιούχων επενδυτών.

Επιπλέον, το άρθρο 10 παρ. 1 του ν. 3156/2003 ορίζει ότι η διάθεση των τίτλων καλύπτεται από την ιδιωτική τοποθέτηση, πράγμα που έχει ως αποτέλεσμα να εμπλέκονται συγκεκριμένοι επενδυτές με ειδικές γνώσεις και υλικοτεχνική υποδομή, οι οποίοι μπορούν να παρακολουθούν στενά τη διαδικασία της τιτλοποίησης. Τέλος, η ύπαρξη οίκων αξιολόγησης έχει ως αποτέλεσμα την προστασία των επενδυτών, καθώς μέσω της βαθμολόγησης των τίτλων ευνοούνται τα συμφέροντα των ομολογιούχων επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η διαδικασία της τιτλοποίησης δεν εξελίσσεται ασύδοτα και χωρίς έλεγχο. Αντίθετα ολόκληρη η διαδικασία της τιτλοποίησης ελέγχεται από τα αρμόδια κρατικά όργανα εποπτείας, ώστε να αποφευχθούν πιστωτικοί κίνδυνοι για τους επενδυτές, που μπορεί να προκύψουν σε περίπτωση λανθασμένων ενεργειών και κακών εκτιμήσεων.

Εκτενής είναι ο προβληματισμός αν η εταιρεία ειδικού σκοπού χρειάζεται αδειοδότηση από τα αρμόδια εποπτικά όργανα του τραπεζικού τομέα ή όχι. Σε αρκετά νομοθετικά συστήματα του εξωτερικού η απάντηση είναι αρνητική. Και στην Ελλάδα δεν προβλέπεται ρητώς εκ του νόμου η ανάγκη αδειοδότησης της εταιρείας ειδικού σκοπού. Ωστόσο, θα πρέπει να εξεταστεί το ζήτημα εάν οι δραστηριότητες της εταιρείας ειδικού σκοπού μπορούν να χαρακτηριστούν πιστωτικές και άρα χρειάζεται αδειοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος, παρόλο που αυτή δεν είναι αναγκαία χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Κάτι αντίστοιχο συμβαίνει και με την επιχείρηση πρακτορείας. Σύμφωνα με το άρθρο 4 του ν. 1905/1990 η δραστηριότητα πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων διενεργείται από τράπεζες ή ανώνυμες εταιρείες. Περαιτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 24 παρ. 1 εδ. β' του ν. 2076/1992 η επιχείρηση που διενεργεί πράξεις πρακτορείας θεωρείται ότι καθίσταται χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Έτσι, οι ανώνυμες εταιρείες που διενεργούν πράξεις πρακτορείας πρέπει να πάρουν άδεια από την Τράπεζα της Ελλάδος. Και οι ενέργειες της εταιρείας ειδικού σκοπού προσιδιάζουν με τις ενέργειες του πράκτορα, καθώς η εταιρεία ειδικού σκοπού αναλαμβάνει κινδύνους και ειδικότερα κινδύνους που αφορούν στην αφερεγγυότητα των οφειλετών ή στη μη ρευστοποίηση των μεταβιβασθισών απαιτήσεων, κίνδυνοι οι οποίοι διακυβεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών. Επειδή η εταιρεία ειδικού σκοπού ασκεί πιστωτική εργασία, ακόμη και αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν είναι χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με τη στενή έννοια, κατά την ορθότερη άποψη χρειάζεται άδεια λειτουργίας.

Το βέβαιο είναι ότι η Τράπεζα της Ελλάδος και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύουν την εταιρεία ειδικού σκοπού, μέσω ελέγχου της περιουσιακής της κατάστασης. Σύμφωνα με το άρθρο 13 του ν. 3156/2003 η εταιρεία ειδικού σκοπού υποβάλλει κατ' έτος στην Τράπεζα της Ελλάδος και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκθέσεις αποτίμησης της ακίνητης περιουσίας της και της ρευστοποιήσιμης αξίας της περιουσίας της, ελεγμένες από ορκωτούς ελεγκτές - λογιστές σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα. Επιπρόσθετα, η εταιρεία ειδικού σκοπού του άρθρου 11 υποχρεούται να γνωστοποιεί κάθε χρόνο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα στοιχεία των μετόχων της καθώς και κάθε αλλαγή στη μετοχική της σύνθεση. Με τη γνωστοποίηση της μετοχικής σύνθεσης και της ιδιοκτησιακής κατάστασης σχετικά με την εταιρεία ειδικού σκοπού

εξασφαλίζεται ότι υπάρχει διαφάνεια ως προς τα συμφέροντα που ασκούνται από την εταιρεία αυτή, καθώς αυτή κατέχει περιουσία από την οποία θα ικανοποιηθούν οι ομολογιούχοι επενδυτές.

Ωστόσο, η διάταξη του άρθρου 13 του ν. 3156/2003 είναι ατελής, καθώς δεν προβλέπονται ούτε κυρώσεις σε περίπτωση μη τήρησης των λογιστικών υποχρεώσεών της και μη γνωστοποίησης των λογιστικών της στοιχείων προς την Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ούτε επιβοηθητικά μέτρα αντιμετώπισης διαφυγής σε περίπτωση επέλευσης επενδυτικών ή πιστωτικών κινδύνων¹⁰⁶.

¹⁰⁶ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 567 - 572, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

ΑΛΛΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

6.1. Τιτλοποίηση με άμεση ροή πληρωμών

Ο ν. 3156/2003 ρυθμίζει το θεσμό της τιτλοποίησης μέσω της διάρθρωσής της με έμμεση ροή πληρωμών, σύμφωνα με την οποία οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται στην εταιρεία ειδικού σκοπού μέσω πώλησης, η οποία αποπληρώνει το τίμημα της πώλησης εκδίδοντας ομολογίες, τις οποίες διαθέτει στο επενδυτικό κοινό και οι επενδυτές αποκτούν ενοχικά δικαιώματα έναντι της εταιρείας ειδικού σκοπού, τα οποία ικανοποιούνται από τη ρευστοποίηση των απαιτήσεων και δεν έχουν κανένα δικαίωμα ιδιοκτησίας πάνω στις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις.

Αντίθετα, στην τιτλοποίηση μέσω της άμεσης ροής πληρωμών, οι επενδυτές αποκτούν δικαίωμα συνιδιοκτησίας στις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις, βάσει του οποίου αποκτούν το προϊόν της ρευστοποίησής τους. Σε αυτήν την περίπτωση η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εκδίδει ομολογίες αλλά πιστοποιητικά συνιδιοκτησίας¹⁰⁷ και οι επενδυτές έχουν κυριότητα πάνω στις απαιτήσεις.

Η μορφή αυτή δεν ρυθμίζεται στο Ελληνικό Δίκαιο. Η μορφή αυτή πρωτοεμφανίστηκε στο αγγλοσαξονικό δίκαιο μέσω του εμπιστεύματος (trust). Μέσω του θεσμού αυτού οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται σε ένα πρόσωπο, που αποτελεί τον εμπιστευματοδόχο, ο οποίος διαχειρίζεται τις απαιτήσεις προς το συμφέρον τρίτων προσώπων, υπέρ των οποίων υπάρχει η περιουσία αυτή. Τα τρίτα αυτά πρόσωπα έχουν δικαίωμα ιδιοκτησίας πάνω στις απαιτήσεις αυτές και έναντι τρίτων προσώπων. Στην τιτλοποίηση η σχέση αυτή μπορεί να μεταφραστεί ως εξής: Ο εμπιστευματοδόχος, εν προκειμένω η εταιρεία ειδικού σκοπού, διαχειρίζεται τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις προς το συμφέρον των ομολογιούχων δανειστών και εκδίδει τίτλους. Οι επενδυτές, οι οποίοι αγοράζουν τους τίτλους αυτούς αποκτούν δικαίωμα συνιδιοκτησίας στην ομάδα απαιτήσεων που τιτλοποιούνται. Για να γίνει πιο κατανοητός αυτός ο θεσμός θα πρέπει να γίνει διάκριση της κυριότητας που συναντώνται στο αγγλοσαξονικό δίκαιο και είναι ξένη προς το ελληνικό δίκαιο. Στο αγγλοσαξονικό δίκαιο υπάρχει η νομική κυριότητα, την οποία έχει το πρόσωπο που είναι κύριος ενός περιουσιακού στοιχείου προς όφελος του τρίτου, εν προκειμένω το πρόσωπο αυτό είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού και η κυριότητα του εθιμικού καθεστώτος «κευθυδικίας», την οποία έχει ένα τρίτο ευνοούμενο πρόσωπο, εν προκειμένω το πρόσωπο αυτό είναι οι ομολογιούχοι επενδυτές. Κύριο πλεονέκτημα της διάρθρωσης της τιτλοποίησης με άμεση ροή πληρωμών είναι ότι οι επενδυτές έχοντας μέσω του εμπιστεύματος δικαίωμα

¹⁰⁷ Πρβλ. Hans P. Bär, Asset Securitisation: Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderungen für Banken, σελ. 130, Haupt Verlag, 2000.

ιδιοκτησίας επί των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων (μόνο η τυπική κυριότητα μεταβιβάζεται στην εταιρεία ειδικού σκοπού, ενώ η ουσιαστική κυριότητα μεταβιβάζεται στους επενδυτές), δεν είναι αμέτοχοι και αποστασιοποιημένοι από την όλη διαδικασία της τιτλοποίησης¹⁰⁸.

Επειδή όμως στην Ελλάδα, όπως και στις λοιπές χώρες που διέπονται από το κεντρικοευρωπαϊκό δίκαιο, δεν υφίσταται η έννοια της διάκρισης της κυριότητας σε νομική και ευθυδικίας, δεν είναι δυνατή η λύση του trust. Στη Γαλλία και την Ισπανία προκρίθηκε η λύση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με αυτή τη λύση, το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου συνίσταται σε τιτλοποιημένες απαιτήσεις πάνω στις οποίες οι επενδυτές αποκτούν δικαίωμα συνιδιοκτησίας, μέσω της λήψης πιστοποιητικών συνιδιοκτησίας. Δικαίωμα κυριότητας έχουν οι επενδυτές και στο προϊόν της τιτλοποίησης. Για να γίνει πιο κατανοητή η λύση αυτή, πρέπει να αναζητηθεί ο ορισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το αμοιβαίο κεφάλαιο συστήνεται από μία ομάδα περιουσίας με όμοια χαρακτηριστικά, η οποία δεν έχει νομική προσωπικότητα. Τα περιουσιακά στοιχεία αυτά ανήκουν εξ αδιαθέτου σε πολλά πρόσωπα (επενδυτές), τα οποία βρίσκονται σε σχέση κοινωνίας δικαίωματος. Τα πρόσωπα αυτά διαθέτοντας τα περιουσιακά τους στοιχεία στο αμοιβαίο κεφάλαιο χάνουν κάθε εξουσία διάθεσης, την οποία έχει πλέον το αμοιβαίο κεφάλαιο. Η διαχείριση του ενεργητικού των περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου κεφαλαίου ανατίθεται σε διαχειρίστρια εταιρεία, η οποία έχει μοναδικό σκοπό τη διαχείριση αυτών των περιουσιακών στοιχείων. Βάσει της εξουσίας διάθεσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, η διαχειρίστρια εταιρεία επενδύει τα διατεθειμένα από τους επενδυτές κεφάλαια σε κινητές αξίες, μετοχές, ομόλογα, πιστοποιητικά καταθέσεων, γραμμάτια Δημοσίου, που αποτελούν το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου¹⁰⁹. Επί των κινητών αυτών αξιών αλλά και επί του προϊόντος ρευστοποίησης οι επενδυτές έχουν δικαίωμα συνιδιοκτησίας - συγκυριότητας, το οποίο αποτυπώνεται στους τίτλους - μερίδια που εκδίδονται για το λόγο αυτό και διατίθενται στους επενδυτές - συνιδιοκτήτες.

Ωστόσο, στην Ελλάδα, σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 3283/2004 κινητές αξίες μπορούν να θεωρηθούν οι μετοχές, οι ομολογίες, τα ομόλογα, οι τίτλοι μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, τα πιστοποιητικά καταθέσεων και τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου. Η απαρίθμηση αυτή είναι περιοριστική και όχι ενδεικτική, οπότε οι επιχειρηματικές απαιτήσεις δεν μπορούν να αποτελέσουν ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, αφού δεν μπορούν, σύμφωνα με το άρθρο 21 του ν. 3283/2004, να θεωρηθούν μετρητά ή κινητές αξίες. Επομένως, στην Ελλάδα αν και η τιτλοποίηση με διάρθρωση άμεσης ροής πληρωμών δεν απαγορεύεται ευθέως από τον ν.

¹⁰⁸ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 443 - 452, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

¹⁰⁹ Πρβλ Μούζουλας Σπήλιος, Αμοιβαία Κεφάλαια Ισχύον Νομικό Καθεστώς μετά το ν. 1969/91, σελ. 20 και 79 εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1991.

3156/2003, νομικά δεν είναι δυνατή, αφού επιχειρηματικές απαιτήσεις δεν μπορούν να αποτελέσουν ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου ¹¹⁰.

6.2. Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα

Ωστόσο, η τιτλοποίηση διαφοροποιείται και ανάλογα με τις απαιτήσεις που τιτλοποιούνται. Κύρια μορφή τιτλοποίησης, η οποία ρυθμίζεται ξεχωριστά στο άρθρο 11 του ν. 3156/2003 είναι η τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα. Η μορφή αυτή δεν διαφέρει από την κλασική μορφή του άρθρου 10 του ν. 3156/2003, όπως άλλωστε ορίζεται στο άρθρο 11 παρ. 9 του ν. 3156/2003 που προβλέπει την αναλογική εφαρμογή των ρυθμίσεων του άρθρου 10 του ν. 3156/2003.

Κύριο χαρακτηριστικό αυτής της μορφής είναι ότι οι εκδοθέντες τίτλοι ονομάζονται real estate backed bond που σημαίνει ομολογίες καλυπτόμενες από την ακίνητη περιουσία. Γενικότερα, η τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα δεν διαφέρει ουσιωδώς από την τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων του άρθρου 10 του ν. 3156/2003. Στην παρούσα ενότητα θα επισημανθούν μόνο οι διαφορές της τιτλοποίησης του άρθρου 11 από την τιτλοποίηση του άρθρου 10 του ν. 3156/2003.

Αρχικώς στην τιτλοποίηση του άρθρου 11 μεταβιβάζονται εμπράγματα δικαιώματα επί ακινήτων, ήτοι η πλήρης κυριότητα ή η επικαρπία ενός ή περισσότερων ακινήτων και όχι ομάδα απαιτήσεων. Αντικείμενο, δηλαδή, μεταβίβασης είναι ομάδα ακινήτων και όχι ομάδα απαιτήσεων. Σύμφωνα με το άρθρο 11 παρ. 12 του ν. 3156/2003 τα ακίνητα που μεταβιβάζονται πρέπει να είναι ελεύθερα βαρών και διεκδικήσεων και χωρίς νομικά ή πραγματικά ελαττώματα.

Περαιτέρω, ενώ στην τιτλοποίηση του άρθρου 10 ο μεταβιβάζων τις απαιτήσεις και άρα ο χρηματοδοτούμενος μπορεί να είναι οποιαδήποτε επιχείρηση, στην τιτλοποίηση του άρθρου 11 ο μεταβιβάζων είναι μόνο το Ελληνικό Δημόσιο ή επιχείρηση του δημοσίου τομέα, όπως ορίζεται στο άρθρο 1 παρ. 1 του ν. 2414/1996, εφόσον το σύνολο των μετοχών ανήκει σε πρόσωπο του Δημοσίου. Στην περίπτωση που ο μεταβιβάζων είναι επιχείρηση ιδιωτικού δικαίου, ήτοι ιδιωτική επιχείρηση, πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά δύο προϋποθέσεις: πρώτον η επιχείρηση να είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και δεύτερον να έχει ενεργητικό άνω των 350.000.000 ευρώ. Αυτά τα χαρακτηριστικά τα καλύπτουν κυρίως τα πιστωτικά ιδρύματα ή οι ασφαλιστικές εταιρείες.

¹¹⁰ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 467 - 477, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

Μία ακόμη προϋπόθεση για να τεθεί σε εφαρμογή η τιτλοποίηση του άρθρου 11 είναι η εταιρεία ειδικού σκοπού να διέπεται από το ελληνικό δίκαιο. Για να είναι αυτό εφικτό, πρέπει υποχρεωτικά η εταιρεία ειδικού σκοπού να έχει έδρα στην Ελλάδα. Ενώ δηλαδή στην τιτλοποίηση του άρθρου 10 δίνεται η ευχέρεια στην εταιρεία ειδικού σκοπού να έχει έδρα είτε στην Ελλάδα είτε στην αλλοδαπή, στην τιτλοποίηση του άρθρου 11 ο νόμος θέτει τον περιορισμό η εταιρεία ειδικού σκοπού να έχει έδρα στην Ελλάδα. Ο περιορισμός αυτός τίθεται από τον νομοθέτη για λόγους εθνικούς. Επειδή μεταβιβάζονται ακίνητα του Δημοσίου, θα πρέπει να αποφευχθούν απρόβλεπτα γεγονότα, που θα μπορούσε να έχει η εφαρμογή του αλλοδαπού δικαίου.

Η ροή πληρωμών εξασφαλίζεται σε πρώτο στάδιο από την εκμετάλλευση και εκμίσθωση των μεταβιβασθέντων ακινήτων και σε δεύτερο στάδιο από την πώληση αυτών. Ωστόσο, όσον αφορά στα ακίνητα που μεταβιβάζονται από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, το άρθρο 11 παρ. 4 του ν. 3156/2003 θέτει τον εξής περιορισμό. Σύμφωνα με το ως άνω άρθρο, όταν ο μεταβιβάζων είναι ιδιωτική επιχείρηση και όχι το Δημόσιο τα μεταβιβασθέντα ακίνητα πρέπει να ιδιοχρησιμοποιούνται από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση για την άσκηση της επαγγελματικής της δραστηριότητας. Η μεταβιβάζουσα επιχείρηση μισθώνει τα ακίνητα και καταβάλλει το μίσθωμα στην εταιρεία ειδικού σκοπού σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (sale and lease back). Έτσι, τα ακίνητα που μεταβιβάζονται δεν αποχωρίζονται οικονομικά από το ενεργητικό της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, σε αντίθεση με την τιτλοποίηση του άρθρου 10, η οποία επιφέρει πλήρη και οριστική αποξένωση των απαιτήσεων από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση. Με το προϊόν της διαχείρισης ή πώλησης των μεταβιβασθέντων ακινήτων αποπληρώνονται οι εκδοθέντες από την εταιρεία ειδικού σκοπού τίτλοι. Με αυτόν τον τρόπο ο ίδιος ο χρηματοδοτούμενος ορίζει την πορεία και την επιτυχία της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Μετά την εξόφληση των τίτλων, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση, καταβάλλοντας ένα μικρό χρηματικό ποσό, μπορεί να επαναγοράσει τα ακίνητα ¹¹¹.

Η μεταβίβαση των απαιτήσεων γνωστοποιείται εγγράφως από τον μεταβιβάζοντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού. Μαζί με το ακίνητο μεταβιβάζονται και όλες οι έννομες σχέσεις επί του ακινήτου και όλα τα δικαιώματα έναντι τρίτων που έχει ο μεταβιβάζων ¹¹². Μετά τη γνωστοποίηση αυτή η εκπλήρωση των υποχρεώσεων των τρίτων έναντι της μεταβιβάζουσας επιχείρησης γίνεται προς την εταιρεία ειδικού σκοπού. Τέλος, οι επενδυτές προστατεύονται με

¹¹¹ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 490 - 511, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

¹¹² Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), σελ. 531, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.

τον εξής τρόπο: επί των καρπών από τη διαχείριση και την εκμετάλλευση και επί του τιμήματος πώλησης συστήνεται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

ΠΑΡΟΧΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΑΠΟ ΤΗ ΜΕΤΑΒΙΒΑΖΟΥΣΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

7.1. Η υποχρέωση παροχής πληροφοριών από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση

Για να είναι επιτυχής η πορεία της διαδικασίας της τιτλοποίησης, τόσο ο νέος δανειστής, δηλαδή η εταιρεία ειδικού σκοπού, όσο και τα άλλα συμμετέχοντα μέρη της διαδικασίας και ειδικότερα ο διαχειριστής και οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, χρειάζεται να έχουν στη διάθεσή τους ορισμένες απαραίτητες πληροφορίες που αφορούν στις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις και στους οφειλέτες αυτών, πληροφορίες οι οποίες δίνονται από την μεταβιβάζουσα επιχείρηση.

Όπως άλλωστε ορίζεται και στις διατάξεις περί εκχώρησης του Αστικού Κώδικα, οι οποίες εφαρμόζονται και στην τιτλοποίηση, και ειδικότερα στο άρθρο 456 ΑΚ *«ο εκχωρητής έχει την υποχρέωση να δώσει στον εκδοχέα όσες πληροφορίες είναι αναγκαίες για την ενάσκηση της απαίτησης και να του παραδώσει τα αποδεικτικά έγγραφα που βρίσκονται στην κατοχή του»*. Αναλυτικότερα, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση υποχρεούται ως εκχωρήτρια να γνωστοποιήσει στοιχεία που αφορούν στα χαρακτηριστικά και στο ύψος της απαίτησης, στα περιστατικά που μπορούν να εμποδίσουν την πληρωμή της απαίτησης, ενώ παράλληλα υποχρεούται να παραδώσει τα έγγραφα, από τα οποία αποδεικνύεται η απαίτηση (π.χ. συμβάσεις δανείων, αποσπάσματα εμπορικών βιβλίων επιχείρησης που αποδεικνύουν το ύψος της απαίτησης κλπ). Δικαιολογητική βάση για την παροχή των πληροφοριών αυτών είναι η επίτευξη των σκοπών της τιτλοποίησης και οι ορθές ενέργειες των συμμετεχόντων σε αυτήν μερών, ήτοι η σωστή επιλογή των απαιτήσεων, η επιτυχής είσπραξη αυτών και η αντικειμενική και ορθή αξιολόγηση των εκδοθέντων τίτλων.

Ωστόσο, τίθεται το ζήτημα κατά πόσο είναι επιτρεπτή η γνωστοποίηση πληροφοριών που συνδέονται στενά με το πρόσωπο του οφειλέτη. Είναι γνωστό ότι ο εκάστοτε οφειλέτης δίνει στο δανειστή του τις αναγκαίες πληροφορίες που αφορούν στην οικονομική του ζωή (π.χ. ετήσιο φορολογητέο εισόδημα, δήλωση φόρου εισοδήματος κλπ). Ωστόσο, ο δανειστής έχει την υποχρέωση εχεμύθειας όσον αφορά στις πληροφορίες αυτές και οφείλει να μην τις κοινοποιήσει σε τρίτα πρόσωπα, καθώς οι πληροφορίες αυτές συνδέονται στενά με την προσωπικότητα του εκάστοτε οφειλέτη.

Ιδιαίτερη υποχρέωση πίστης και εχεμύθειας έχουν τα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία δεσμεύονται από το τραπεζικό απόρρητο, όπως ορίζεται στον Κώδικα Τραπεζικής Δεοντολογίας. Σύμφωνα με τα άρθρα 6, 7 και 36 του ΚΤΔ οι τράπεζες και οι εργαζόμενοι σε

αυτές δεσμεύονται από το τραπεζικό απόρρητο και υποχρεούνται να επιδείξουν εχεμύθεια όσον αφορά στις πληροφορίες που περιέρχονται σε γνώση τους κατά την άσκηση του επαγγέλματός τους. Ωστόσο, το τραπεζικό απόρρητο αίρεται μόνο σε περίπτωση συναίνεσης του οφειλέτη. Άλλωστε και στο άρθρο 37 του ΚΤΔ οι τράπεζες, όταν έχουν τη σύμφωνη γνώμη του οφειλέτη, μπορούν να κοινοποιήσουν σε άλλες τράπεζες ή οργανισμούς τις πληροφορίες που παρέχονται από τον οφειλέτη. Η συναίνεση αυτή μπορεί να αποτελέσει έναν Γενικό Όρο των Συναλλαγών (Γ.Ο.Σ.) στην τραπεζική σύμβαση. Ωστόσο, στην τιτλοποίηση απαιτήσεων οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται είναι πολλές, καθώς μεταβιβάζεται ομάδα απαιτήσεων και οι οφειλέτες είναι πολλοί. Έτσι είναι δύσκολο να εξασφαλιστεί η συναίνεση τόσων πολλών οφειλετών.

Η λύση στα παραπάνω δίνεται από τον ίδιο τον νομοθέτη στο άρθρο 10 παρ. 20 του ν. 3156/2003, όπου ορίζεται ότι *«οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου δεν εφαρμόζονται στις σχέσεις μεταξύ μεταβιβάζοντος και εταιρείας ειδικού σκοπού και στις σχέσεις μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και των δανειστών της τιτλοποίησης»*. Συνεπώς, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση και η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν χρειάζονται τη συναίνεση των οφειλετών για την επεξεργασία των προσωπικών τους δεδομένων. Αν τα μέρη της διαδικασίας δεν είχαν τις πληροφορίες αυτές, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, δεν θα μπορούσαν να επιτευχθούν οι στόχοι της τιτλοποίησης και να εξασφαλιστεί η πλήρης ανεξαρτησία της πωλήτριας εταιρείας από την εταιρεία ειδικού σκοπού¹¹³. Άλλωστε τα αυτά ορίζονται και στο άρθρο 21 του ν. 3156/2003, όπου προβλέπεται η επεξεργασία των προσωπικών δεδομένων των οφειλετών στο μέτρο που είναι αναγκαία για τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Ωστόσο, οι παρεχόμενες πληροφορίες πρέπει να κοινοποιούνται σε περιορισμένο αριθμό προσώπων, δηλαδή μόνο στα μέρη που συμμετέχουν στη διαδικασία της τιτλοποίησης. Έτσι, στο άρθρο 10 παρ. 20 εδ. β' ορίζεται ότι *«η εταιρεία ειδικού σκοπού και οι δανειστές της υποχρεούνται να τηρούν τις διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου, όπως αυτές ισχύουν»*. Επομένως, τα συμμετέχοντα μέρη πρέπει να τηρούν τις υποχρεώσεις εχεμύθειας και εμπιστευτικότητας, όσον αφορά στις πληροφορίες που λαμβάνουν και να μην τις κοινοποιούν σε πρόσωπα που δεν συμμετέχουν στη διαδικασία της τιτλοποίησης.

7.2. Η παροχή πληροφοριών και η διατήρηση αυτών υπό το πρίσμα του Γενικού Κανονισμού Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων (GDPR)

Ο νέος Γενικός Κανονισμός Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων (GDPR) εγκρίθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο τον Απρίλιο του 2016 και αντικατέστησε την υφιστάμενη Ευρωπαϊκή Οδηγία του 1995 για την Προστασία Δεδομένων. Ως κανονισμός έχει άμεση

¹¹³ Πρβλ. Βενιέρης Ιάκωβος, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 640 - 667, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα - Κομοτηνή, 2005.

εφαρμογή. Ωστόσο, την 25.05.2018 έληξε η περίοδος χάριτος που είχε δοθεί στις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς των κρατών - μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης να προσαρμοστούν στον νέο Κανονισμό.

Ο νέος Γενικός Κανονισμός Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων θέτει τον εξής ορισμό για τα προσωπικά δεδομένα (άρθρο 4 του Κανονισμού ΕΕ 2016/679): Προσωπικά Δεδομένα είναι *«κάθε πληροφορία που αφορά ταυτοποιημένο ή ταυτοποιήσιμο φυσικό πρόσωπο («υποκείμενο των δεδομένων»)· το ταυτοποιήσιμο φυσικό πρόσωπο είναι εκείνο του οποίου η ταυτότητα μπορεί να εξακριβωθεί, άμεσα ή έμμεσα, ιδίως μέσω αναφοράς σε αναγνωριστικό στοιχείο ταυτότητας, όπως σε όνομα, σε αριθμό ταυτότητας, σε δεδομένα θέσης, σε επιγραμμικό αναγνωριστικό ταυτότητας ή σε έναν ή περισσότερους παράγοντες που προσιδιάζουν στη σωματική, φυσιολογική, γενετική, ψυχολογική, οικονομική, πολιτιστική ή κοινωνική ταυτότητα του εν λόγω φυσικού προσώπου»*. Δηλαδή τα προσωπικά δεδομένα ορίζονται ως τα δεδομένα αυτά που επιτρέπουν την άμεση ή έμμεση εξακρίβωση της ταυτότητας του ατόμου ¹¹⁴.

Όλες οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί, όταν ζητούν τα προσωπικά δεδομένα κάποιου καταναλωτή, θα πρέπει να εξηγήσουν σε αυτόν με ποιον τρόπο θα τα χρησιμοποιήσουν, στη συνέχεια να του δώσουν τη δυνατότητα να τα δει, να τα σβήσει, να τα τροποποιήσει και να ζητήσουν τη ρητή συναίνεσή του, για να τα χρησιμοποιήσουν με συγκεκριμένο τρόπο και για συγκεκριμένους σκοπούς ¹¹⁵. Έτσι κάθε καταναλωτής πρέπει να δώσει την συγκατάθεσή του για την επεξεργασία των δεδομένων από διάφορους φορείς. Σύμφωνα με το άρθρο 4 του Κανονισμού ΕΕ 2016/679 συγκατάθεση είναι *«κάθε ένδειξη βουλήσεως, ελεύθερη, συγκεκριμένη, ρητή και εν πλήρει επιγνώσει, με την οποία το υποκείμενο των δεδομένων εκδηλώνει ότι συμφωνεί, με δήλωση ή με σαφή θετική ενέργεια, να αποτελέσουν αντικείμενο επεξεργασίας τα δεδομένα προσωπικού χαρακτήρα που το αφορούν»*.

Ο νέος Κανονισμός υποχρεώνει τις επιχειρήσεις και τους οργανισμούς να λογοδοτούν για την τήρηση εχεμύθειας και τους υποχρεώνει να έχουν έναν υπεύθυνο για την τήρηση του Κανονισμού (data protection officer - dpo), ενώ τα πρόστιμα για αυτούς που παραβιάζουν τους κανόνες είναι μεγάλα.

¹¹⁴ Πρβλ. www.sas.com: «Γενικός Κανονισμός Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων (GDPR): Όχι απλά πολύς θόρυβος για το τίποτα 4 σημεία κλειδιά για το νέο κανονισμό που θα τεθεί σε ισχύ από τον Μάιο του 2018», https://www.sas.com/el_gr/insights/articles/data-management/local/eu-data-protection-gdpr.html.

¹¹⁵ Πρβλ. www.kathimerini.gr: Η ευρωπαϊκή ισχύς και ο κανονισμός GDPR, Θεωρήσης Γεωργακόπουλος, άρθρο δημοσιευμένο την 05.08.2018, <http://www.kathimerini.gr/964984/opinion/epikairothta/politikh/h-eyrwpaikh-isxys-kai-o-kanonismos-gdpr>.

Η προστασία των προσωπικών δεδομένων υπόκειται σε αρχές, την τήρηση των οποίων εξασφαλίζει ο υπεύθυνος data protection officer. Οι αρχές αυτές είναι οι εξής:

- 1) Τα δεδομένα προσωπικού χαρακτήρα θα υποβάλλονται σε δίκαιη επεξεργασία
- 2) Τα προσωπικά δεδομένα πρέπει να λαμβάνονται μόνο για έναν ή περισσότερους συγκεκριμένους και νόμιμους σκοπούς και δεν πρέπει να υποβάλλονται σε περαιτέρω επεξεργασία, η οποία είναι ασυμβίβαστη με τους ανωτέρω σκοπούς
- 3) Τα δεδομένα προσωπικού χαρακτήρα πρέπει να είναι επαρκή, συναφή και όχι υπερβολικά σε σχέση με το σκοπό ή τους σκοπούς για τους οποίους υποβάλλονται σε επεξεργασία
- 4) Τα προσωπικά δεδομένα πρέπει να είναι ακριβή και επίκαιρα
- 5) Τα προσωπικά δεδομένα που υποβάλλονται σε επεξεργασία για οποιονδήποτε σκοπό δεν φυλάσσονται για περισσότερο χρονικό διάστημα από αυτό που είναι αναγκαίο για τον σκοπό αυτό
- 6) Πρέπει να λαμβάνονται κατάλληλα τεχνικά και οργανωτικά μέτρα κατά της μη εξουσιοδοτημένης ή παράνομης επεξεργασίας δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα και μέτρα προστασίας από τυχαία ή αθέμιτη καταστροφή, τυχαία απώλεια ή αλλοίωση αυτών
- 7) Τα προσωπικά δεδομένα δεν μεταβιβάζονται σε χώρα ή έδαφος εκτός του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, εκτός αν η εν λόγω χώρα ή επικράτεια εξασφαλίζει επαρκές επίπεδο προστασίας επεξεργασίας των δεδομένων των καταναλωτών¹¹⁶

Ο εκάστοτε καταναλωτής δικαιούται να ενημερώνεται από την εταιρεία, κατόπιν αιτήσεώς του, εάν επεξεργάζεται δεδομένα που τον αφορούν και να του δοθεί αντίγραφο αυτών των δεδομένων.

Όσον αφορά στην τιτλοποίηση απαιτήσεων τα δεδομένα που μπορεί να συλλέξει η μεταβιβάζουσα επιχείρηση μπορεί να είναι το ονοματεπώνυμο, το πατρώνυμο, ο αριθμός δελτίου ταυτότητας (Α.Δ.Τ.), ο αριθμός φορολογικού μητρώου (Α.Φ.Μ.), ο αριθμός μητρώου κοινωνικής ασφάλισης (Α.Μ.Κ.Α.), η ημερομηνία γέννησης, η διεύθυνση κατοικίας, η ταχυδρομική ή ηλεκτρονική διεύθυνση, δεδομένα οικονομικής και περιουσιακής κατάστασης, το επάγγελμα, οι αποδοχές, έντυπα Ε1 και Ε9, τα εκκαθαριστικά σημειώματα, δεδομένα αθέτησης των οικονομικών υποχρεώσεων των οφειλετών (όπως ενδεικτικά ακάλυπτες επιταγές,

¹¹⁶ Πρβλ. Ian Long, Data Protection, The New Rules, σελ. 6 - 7, Jordan Publishing, 2016.

καταγγελίες συμβάσεων δανείων και πιστώσεων, διαταγές πληρωμής, κατασχέσεις και επιταγές προς πληρωμή, αιτήσεις και αποφάσεις εξυγίανσης ή πτώχευσης κλπ) που συλλέγονται από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση στο πλαίσιο των συναλλακτικών σχέσεων του οφειλέτη με τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση από αρχεία δεδομένων οικονομικής συμπεριφοράς, όπως την εταιρεία ΤΕΙΡΕΣΙΑΣ Α.Ε., υποχρεώσεις των οφειλετών σε πιστωτικά ή χρηματοδοτικά ιδρύματα κλπ.

Στο πλαίσιο του νέου Κανονισμού, η μεταβιβάζουσα επιχείρηση πρέπει να ενημερώσει τους οφειλέτες σχετικά με την επεξεργασία των προσωπικών τους δεδομένων και να έχει τη συγκατάθεσή τους για αυτή την επεξεργασία. Η μεταβιβάζουσα επιχείρηση ενημερώνει τους οφειλέτες ότι αποδέκτης των δεδομένων τους μπορεί να είναι και οι εταιρείες ή φορείς ειδικού σκοπού κατά την έννοια του ν. 3156/2003 περί τιτλοποίησης απαιτήσεων¹¹⁷. Περαιτέρω, ο χρόνος διατήρησης των προσωπικών δεδομένων τόσο από τη μεταβιβάζουσα επιχείρηση όσο και από την εταιρεία ειδικού σκοπού πρέπει να είναι εύλογος. Έτσι, σε περίπτωση που η μεταβιβάζουσα επιχείρηση έχει λάβει τη συγκατάθεση των οφειλετών για την λήψη των προσωπικών τους δεδομένων και οι τελευταίοι έχουν συναινέσει ότι αποδέκτες των προσωπικών τους δεδομένων μπορεί να είναι τόσο η μεταβιβάζουσα επιχείρηση όσο και οι φορείς ειδικού σκοπού του ν. 3156/2003, δεν χρειάζεται κάθε φορά η εταιρεία ειδικού σκοπού να ζητά καινούργια συναίνεση των οφειλετών, πράγμα που θα κόστιζε χρόνο και χρήμα για την ολοκλήρωση του θεσμού της τιτλοποίησης.

¹¹⁷ Πρβλ. www.eurobank.gr, Έντυπο ενημέρωσης της Τράπεζας Eurobank Ergasias Α.Ε. για την επεξεργασία προσωπικών δεδομένων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΕ) 2016/679 και τη σχετική ελληνική νομοθεσία, <https://www.eurobank.gr/el/gdpr-prosopika-dedomena>.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΩΟ

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΣΤΟΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΩΡΟ

Στα προηγούμενα κεφάλαια αναλύθηκε η διαδικασία της τιτλοποίησης, τα στάδια αυτής, ο ρόλος και η λειτουργία των συμμετεχόντων μερών και τα πλεονεκτήματα αυτής σε σχέση με τις άλλες μορφές χρηματοδότησης. Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστούν κάποια παραδείγματα τιτλοποίησης στον ελληνικό οικονομικό χώρο και ειδικότερα στον τραπεζικό τομέα. Πολλές ελληνικές τράπεζες εφήρμοσαν το θεσμό της τιτλοποίησης για να αποκτήσουν την απαραίτητη ρευστότητα.

Η πρώτη ιδιωτική επιχείρηση που χρησιμοποίησε το θεσμό της τιτλοποίησης για να χρηματοδοτηθεί ήταν η Aspis Bank. Λίγο μετά την εφαρμογή του θεσμού της τιτλοποίησης στην Ελλάδα που έγινε τον Ιούνιο του 2003, η Aspis Bank προχώρησε τον Νοέμβριο του 2003 στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων αξίας 250 εκατομμυρίων ευρώ. Ρόλο εταιρείας ειδικού σκοπού και εκδότης των τίτλων ήταν η εταιρεία Byzantium Finance. Εκδόθηκαν τρεις σειρές - κατηγορίες από τίτλους με διαφορετική βαθμολογία από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, που σε αυτήν την περίπτωση ήταν η Standart & Poors και η Fitch. Αρχικά εκδόθηκαν ομολογίες - τίτλοι αξίας 225 εκατομμυρίων ευρώ με βαθμολογία AAA/AAA (Κατηγορία Α ομολογιών), ομολογίες - τίτλοι αξίας 15 εκατομμυρίων ευρώ με βαθμολογία A/A (Κατηγορία Β ομολογιών) και ομολογίες - τίτλοι αξίας 10 εκατομμυρίων ευρώ με βαθμολογία BBB /BBB (Κατηγορία Γ ομολογιών) ¹¹⁸.

Ακόμη μία ελληνική τράπεζα που χρησιμοποίησε το θεσμό της τιτλοποίησης ήταν η τράπεζα EFG Eurobank – Ergasias, που τιτλοποίησε τον Ιούλιο του 2005 τις απαιτήσεις της από πιστωτικές κάρτες ύψους 750 εκατομμυρίων ευρώ. Εκδότης των ομολογιών ήταν η εταιρεία Karta 2005 - 1 PLC, εταιρεία με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Οι οίκοι αξιολόγησης που βαθμολόγησαν τους τίτλους ήταν η Standard & Poors, η Moody's και η Fitch, οι οποίοι βαθμολόγησαν τίτλους αξίας 592,5 εκατομμυρίων ευρώ με AAA/Aaa/AAA, τίτλους αξίας 75 εκατομμυρίων ευρώ με A/A2/A+ και τίτλους αξίας 82,5 εκατομμυρίων ευρώ με BBB/Baa2/BBB+ ¹¹⁹.

¹¹⁸ Πρβλ. www.euro2day.gr: Η Aspis Bank: Προχώρα σε τιτλοποίηση απαιτήσεων, άρθρο δημοσιευμένο την 06.11.2003, <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/40272/aspis-bank-prohora-se-titlopoihs-apaitiseon.html>.

¹¹⁹ Πρβλ. www.naftemporiki.gr: ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS AE: Ολοκληρώθηκε η έκδοση ομολογιακού δανείου από τιτλοποίηση μέρους του χαρτοφυλακίου πιστωτικών καρτών, άρθρο δημοσιευμένο την 14.07.2005, <https://m.naftemporiki.gr/story/565724>.

Και η Millennium Bank, προχώρησε σε τιτλοποίηση των απαιτήσεών της, προερχόμενες από στεγαστικά δάνεια, τον Ιούλιο του 2008. Εταιρεία ειδικού σκοπού ήταν η εταιρεία με την επωνυμία KION Mortgage Finance No 2 PLC. Το 89,3% των τίτλων, δηλαδή τίτλοι αξίας 522,4 εκατομμυρίων ευρώ, αξιολογήθηκαν με AAA/AAA από τους οίκους αξιολόγησης Moody's και Fitch ¹²⁰.

Μία άλλη τράπεζα που προχώρησε σε τιτλοποίηση απαιτήσεων ήταν η Τράπεζα Πειραιώς. Τον Αύγουστο του 2009, η Τράπεζα Πειραιώς προχώρησε σε τιτλοποίηση απαιτήσεων της Πειραιώς Leasing προερχόμενες από δάνεια χρηματοδοτικής μίσθωσης ύψους 540 εκατομμυρίων ευρώ, με εταιρεία ειδικού σκοπού την εταιρεία με την επωνυμία GAIA Lease PLC, με έδρα το Λονδίνο. Την ίδια περίοδο από την ίδια Τράπεζα πραγματοποιήθηκε η τιτλοποίηση καταναλωτικών δανείων και πιστωτικών καρτών ύψους 558 εκατομμυρίων ευρώ και η εταιρεία που εξέδωσε τους τίτλους ήταν η εταιρεία με την επωνυμία PRAXIS II Finance PLC με έδρα το Λονδίνο. Τέλος, η Τράπεζα Πειραιώς τιτλοποίησε τον Αύγουστο του 2009 τις απαιτήσεις της από επιχειρηματικά δάνεια ύψους 2,35 δισεκατομμυρίων ευρώ. Εταιρεία ειδικού σκοπού και εκδότης των ομολογιών ήταν η εδρεύουσα στο Λονδίνο εταιρεία με την επωνυμία AXIA III Finance PLC. Το 71% των τίτλων αξιολογήθηκαν από τον οίκο Moody's με Aaa ¹²¹.

¹²⁰ Πρβλ. www.kathimerini.gr: Νέα τιτλοποίηση στεγαστικών από τη Millennium Bank, άρθρο δημοσιευμένο την 22.07.2008, <http://www.kathimerini.gr/329133/article/oikonomia/epixeirhseis/nea-titlopoihs-stegastikwn-apo-th-millennium-bank>.

¹²¹ Πρβλ. www.kathimerini.gr: Τρεις νέες τιτλοποιήσεις 3,45 δισ. για την Πειραιώς, άρθρο δημοσιευμένο την 19.08.2009, <http://www.kathimerini.gr/367117/article/oikonomia/epixeirhseis/treis-nees-titlopoihs-345-dis-gia-thn-peiraiws>.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την επισκόπηση της όλης διαδικασίας της τιτλοποίησης, διαπιστώνεται ότι ο θεσμός αυτός είναι ένας τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων εξ ιδίων κεφαλαίων, χρησιμοποιώντας τις απαιτήσεις που διαθέτουν στο ενεργητικό τους. Αντί, δηλαδή, η κάθε επιχείρηση να περιμένει την είσπραξη των απαιτήσεων, όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες, πράγμα που εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη φερεγγυότητα των οφειλετών, προτιμά να τις ομαδοποιήσει, να τις πωλήσει και να τις μεταβιβάσει σε μία εταιρεία ειδικού σκοπού και μέσω του τιμήματος που θα εισπράξει να αποκτήσει τα αναγκαία κεφάλαια. Περαιτέρω, επιχειρήσεις με χαμηλή αξιολόγηση, ενώ με τον παραδοσιακό τρόπο θα αποκλείονταν από τη χρηματοδότηση (*δεν θα μπορούσαν να εκδώσουν ομολογιακό δάνειο, γιατί στην περίπτωση αυτή θα εξεταζόταν από τους επενδυτές η απόδοση της εταιρείας*), με τον θεσμό της τιτλοποίησης μπορούν να αποκτήσουν τα κεφάλαια που χρειάζονται, καθώς εξετάζεται από τους επενδυτές η απόδοση των απαιτήσεων που διαθέτουν στο ενεργητικό τους και όχι η οικονομική δύναμη της ίδιας της επιχείρησης.

Με τον τρόπο αυτό οι απαιτήσεις αποχωρίζονται από τη μεταβιβάζουσα και χρηματοδοτούμενη επιχείρηση και η τελευταία παύει να εμπλέκεται στην όλη διαδικασία. Το βασικό, λοιπόν, πλεονέκτημα της τιτλοποίησης σε σχέση με τις κλασικές μορφές χρηματοδότησης είναι ότι μία επιχείρηση χρηματοδοτείται χωρίς υπέρμετρες οικονομικές επιβαρύνσεις που να αποτυπώνονται στον ισολογισμό αυτής ως παθητικό. Για αυτόν τον λόγο και η χρηματοδότηση μέσω της τιτλοποίησης χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό τόσο στην αλλοδαπή όσο και στην Ελλάδα, κυρίως από πιστωτικά ιδρύματα. Ο θεσμός της τιτλοποίησης εμφανίστηκε για πρώτη φορά στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Η.Π.Α.) ήδη από το 1930 και σιγά - σιγά αποτέλεσε για τις περισσότερες χώρες έναν συνήθη τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Πολλοί ασκούν κριτική στο θεσμό της τιτλοποίησης, κυρίως όσον αφορά στη θέση των οφειλετών των απαιτήσεων, ότι δηλαδή απογυμνώνονται από κάθε προστασία. Δικλίδα ασφαλείας αποτελεί, ωστόσο, το γεγονός ότι απαγορεύεται η χειροτέρευση της θέσης των οφειλετών, δίνοντάς τους τη δυνατότητα να αντιτάξουν κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού - νέου δανειστή όλες τις ενστάσεις που είχαν κατά της μεταβιβάζουσας επιχείρησης. Όσον αφορά στους επενδυτές, πολλοί σπεύδουν να κατηγορήσουν το θεσμό, λόγω της επικινδυνότητας της επένδυσης - αγοράς των εκδοθέντων ομολογιών. Ωστόσο, ο νόμος προβλέπει σημαντικές εξασφαλίσεις υπέρ των επενδυτών, καθώς προβλέπεται η σύσταση νομίμου ενεχύρου επί των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων υπέρ των τιτλούχων επενδυτών και απαγορεύεται η σύσταση άλλου βάρους υπέρ τρίτου προσώπου μετά τη μεταβίβαση των απαιτήσεων.

Σίγουρα η διαδικασία της τιτλοποίησης είναι αρκετά περίπλοκη, καθώς απαιτεί τη σύναψη πολλών διαφορετικών συμβάσεων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, ωστόσο με τη συμμετοχή εξειδικευμένων προσώπων και με την εποπτεία του θεσμού από τα αρμόδια κρατικά όργανα διασφαλίζεται η επιτυχία της όλης διαδικασίας. Σημαντικό ακόμη αποτελεί το γεγονός ότι όλα τα μέρη προστατεύονται από τον κίνδυνο ανώμαλης εξέλιξης της διαδικασίας της τιτλοποίησης.

Η τιτλοποίηση, λοιπόν, αποτελεί έναν μηχανισμό άντλησης κεφαλαίων εκτός του παραδοσιακού δανεισμού και οι επιχειρήσεις μπορούν να καταφεύγουν στο θεσμό αυτό, αφού πρώτα εκτιμήσουν τις απαιτήσεις που έχουν στο ενεργητικό τους καθώς και το κόστος της διαδικασίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

- **Βελέντζας Γιάννης**, Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων (Εργασιών), εκδ. Ius, Θεσσαλονίκη 1996.
- **Βενιέρης Ιάκωβος**, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής, Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή, 2005.
- **Βενιέρης Ιάκωβος**, από συλλογικό έργο υπό την επιμέλεια του Ευάγγελου Περάκη, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, τόμος 10, Ειδικά θέματα: Εταιρική διακυβέρνηση (ν. 3016/2002), Ομολογίες και τιτλοποίηση απαιτήσεων (ν. 3156/2003), εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2005.
- **Γεωργιάδης Απόστολος**, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. Δίκαιο & Οικονομία, Π.Ν. Σάκκουλας, Αθήνα 2001.
- **Καρατζά Αικατερίνη Μαρία**, Εισαγωγή στο θεσμό της τιτλοποίησης, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.
- **Κουλορίδας Αθανάσιος**, Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ως μηχανισμός διαχείρισης και αναχρηματοδότησης επιχειρηματικών και στεγαστικών δανείων, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών» (ΔΕΕ), τ. έτους 2017, τεύχος 8-9, σελ. 1018 επ.
- **Κουλουριάνος Θεόδωρος**, Ο θεσμός της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2006, τ. ΣΤ', σελ. 181 επ.
- **Λέκκας Γεώργιος**, Εμπράγματα Εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου & τιτλοποίηση απαιτήσεων, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2005.
- **Λέκκας Γεώργιος**, Η δημοσιότητα της εκχώρησης στην τιτλοποίηση, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005,

Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

• **Λιάπης Δημήτρης**, Η αρχιτεκτονική της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων - Οι συμβατικές σχέσεις, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου», 2006, σελ. 786 επ.

• **Μεταλληνός Αλέξανδρος**, Ζητήματα συμψηφισμού στην τιτλοποίηση απαιτήσεων, Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα - Τιτλοποίηση απαιτήσεων: Πρακτικά 1^{ου} Ετησίου Συνεδρίου 2005, Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2008.

• **Μούζουλας Σπήλιος**, Αμοιβαία Κεφάλαια Ισχύον Νομικό Καθεστώς μετά το ν. 1969/91, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1991.

• **Περάκης Ευάγγελος και Ρόκας Νικόλαος**, Εισαγωγή στο Εμπορικό Δίκαιο, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2011.

• **Ρόκας Νικόλαος**, Εμπορικές Εταιρείες, 7^η ενημερωμένη έκδοση, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2012.

• **Ρούσσης Δημήτριος**, Η ισχύς της συμφωνίας για το ανεκχώρητο των απαιτήσεων αλληλόχρεου λογαριασμού στο πλαίσιο των συμβάσεων πρακτορείας και τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου 2011, σελ. 383 επ.

• **Σπυριδάκης Ιωάννης**, Εγχειρίδιο Αστικού Δικαίου 2/β, Ενοχικό Δίκαιο, Ειδικό Μέρος, β' έκδοση, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, Αθήνα – Κομοτηνή 2004.

• **Σταθόπουλος Μιχ.**, Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη 2004.

• **Ψυχομάνης Σπυρίδων**, Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων τόμος Ι β' έκδοση, εκδ. Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1997.

• **Ψυχομάνης Σπυρίδων**, Τοξικοί νόμοι κι αράθυμες αρχές, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό «Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών» (ΔΕΕ), 2009, τ. έτους 2015, τεύχος 8-9, σελ. 888 επ.

- **Ψυχομάνης Σπυρίδων**, Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων - Ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, άρθρο δημοσιευμένο στο Νομικό Περιοδικό Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών (ΔΕΕ) τ. 3/2004, σελ. 262 επ.

Ξένη Βιβλιογραφία

- **Hans P. Bär**, Asset Securitisation: Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderungen für Banken, Haupt Verlag, 2000.
- **Oliver Everling /Jens Schmidt-Bürgel**, Kapitalmarkttrating - Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung, Gabler Verlag, 2005.
- **Ian Long**, Data Protection, The New Rules, Jordan Publishing, 2016.

Ιστοσελίδες

- **www.eurobank.gr**, Έντυπο ενημέρωσης της Τράπεζας Eurobank Ergasias A.E. για την επεξεργασία προσωπικών δεδομένων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΕ) 2016/679 και τη σχετική ελληνική νομοθεσία, <https://www.eurobank.gr/el/gdpr-prosopika-dedomena>.
- **www.euro2day.gr**: Η Aspis Bank: Προχωρά σε τιτλοποίηση απαιτήσεων, άρθρο δημοσιευμένο την 06.11.2003, <https://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/40272/aspis-bank-prohora-se-titlopoihs-apaitheon.html>.
- **www.kathimerini.gr**: Νέα τιτλοποίηση στεγαστικών από τη Millennium Bank, άρθρο δημοσιευμένο την 22.07.2008, <http://www.kathimerini.gr/329133/article/oikonomia/epixeirhseis/nea-titlopoihs-stegastikwn-apo-th-millennium-bank>.
- **www.kathimerini.gr**: Τρεις νέες τιτλοποιήσεις 3,45 δισ. για την Πειραιώς, άρθρο δημοσιευμένο την 19.08.2009, <http://www.kathimerini.gr/367117/article/oikonomia/epixeirhseis/treis-nees-titlopoihs-345-dis-gia-thn-peiraiws>.
- **www.kathimerini.gr**: Η ευρωπαϊκή ισχύς και ο κανονισμός GDPR, Θεόδωρος Γεωργακόπουλος, άρθρο δημοσιευμένο την 05.08.2018 <http://www.kathimerini.gr/964984/opinion/epikairothta/politikh/h-eyrwpaiKh-isxys-kai-o-kanonismos-gdpr>.

- **www.naftemporiki.gr:** ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS AE: Ολοκληρώθηκε η έκδοση ομολογιακού δανείου από τιτλοποίηση μέρους του χαρτοφυλακίου πιστωτικών καρτών, άρθρο δημοσιευμένο την 14.07.2005, <https://m.naftemporiki.gr/story/565724>.
- **www.sas.com:** «Γενικός Κανονισμός Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων (GDPR): Όχι απλά πολύς θόρυβος για το τίποτα 4 σημεία κλειδιά για το νέο κανονισμό που θα τεθεί σε ισχύ από τον Μάιο του 2018», https://www.sas.com/el_gr/insights/articles/data-management/local/eu-data-protection-gdpr.html.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Άρθρο 10 και 11 του ν. 3156/2003 (ΦΕΚ 157/25.06.2003 τ. Α')

Άρθρο 10

Τιτλοποίηση απαιτήσεων

1. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογίων οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού «ιδιωτική τοποθέτηση» είναι η διάθεση των ομολογίων σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα. Αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade). Ασφαλιστικά ταμεία και ασφαλιστικοί οργανισμοί δεν μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση ούτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

2. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού «μεταβιβάζων» είναι έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα. «Αποκτών» είναι το νομικό πρόσωπο ή νομικά πρόσωπα τα οποία έχουν ως

αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίησή τους σύμφωνα με το νόμο αυτόν («εταιρεία ειδικού σκοπού»), προς τα οποία μεταβιβάζονται λόγω πώλησης οι επιχειρηματικές απαιτήσεις. Εκδότης των ομολογίων είναι ο ίδιος ο αποκτών.

3. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία και διέπεται από τις διατάξεις του νόμου αυτού και συμπληρωματικά από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών και τις διατάξεις του ν.δ. 17 Ιουλίου/13 Αυγούστου 1923, εφόσον δεν είναι αντίθετες με το νόμο αυτόν. Η διάταξη της περιπτώσεως (γ) της παραγράφου 1 του άρθρου 48 του κ.ν. 2190/1920 δεν εφαρμόζεται.

4. Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές.

5. Οι αποφάσεις για την έκδοση και το είδος των ομολογίων λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού. Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να παρέχεται περαιτέρω εξουσιοδότηση για τον καθορισμό επί μέρους λεπτομερειών, όπως αυτών που αναφέρονται στον αριθμό και τη συνολική ονομαστική αξία των ομολογίων που πρόκειται να εκδοθούν, τον τρόπο και την προθεσμία διάθεσης τους, τον τρόπο καθορισμού της τιμής διάθεσης τους, το πρόσωπο που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, καθώς και τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Η ονομαστική αξία κάθε ομολογίας πρέπει να είναι τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ.

6. Οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται με σκοπό την τιτλοποίηση μπορεί να είναι

απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου, ακόμη και των καταναλωτών, υφιστάμενες ή μελλοντικές, εφόσον αυτές προσδιορίζονται ή είναι δυνατόν να προσδιορισθούν με οποιονδήποτε τρόπο. Επίσης μπορεί να μεταβιβάζονται και απαιτήσεις υπό αίρεση. Διαπλαστικά ή άλλα δικαιώματα, ακόμη και αν δεν αποτελούν παρεπόμενα δικαιώματα κατά την έννοια του άρθρου 458 του Α.Κ., εφόσον συνδέονται με τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, μπορούν να μεταβιβάζονται μαζί με αυτές. Ο μεταβιβάζων υποχρεούται να γνωστοποιεί τη γένεση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Η πώληση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 513 επ. του Α.Κ., η δε μεταβίβαση από τις διατάξεις των άρθρων 455 επ. του Α.Κ., εφόσον οι διατάξεις αυτές δεν αντίκεινται στις διατάξεις του νόμου αυτού.

7. Η εταιρεία ειδικού σκοπού, για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, καθώς επίσης και για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, μπορεί να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις, περιλαμβανομένων και συμβάσεων χρηματοοικονομικών παραγώγων. Στους σκοπούς της τιτλοποίησης του προηγούμενου εδαφίου περιλαμβάνονται, ενδεικτικώς, η άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την απόκτηση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, η έκδοση και διάθεση των ομολογιών, η εξόφληση αυτών και των πάσης φύσεως δανείων, πιστώσεων και λοιπών συμβάσεων, όπως ορίζεται στους όρους των σχετικών συμβάσεων και το πρόγραμμα του δανείου.

8. Η σύμβαση μεταβίβασης των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων καταχωρίζεται σε περίληψη που περιέχει τα ουσιώδη στοιχεία αυτής, σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 2844/2000 (ΦΕΚ 220 Α') και κατισχύει των συμφωνιών μεταξύ μεταβιβάζοντος και τρίτων περί ανεκχωρήτου των μεταξύ τους απαιτήσεων.

Επιτρέπεται η μεταβίβαση περαιτέρω απαιτήσεων στην εκδότρια και η προσθήκη αυτών σε εκείνες οι οποίες ήδη χρησιμοποιούνται για την εξόφληση των απαιτήσεων που σχετίζονται με την τιτλοποίηση, εφόσον η μεταβίβαση δεν επιφέρει την υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου.

9. Από την καταχώριση της σχετικής σύμβασης σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο επέρχεται η μεταβίβαση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, εκτός αν άλλως ορίζεται στους όρους της σύμβασης, η δε μεταβίβαση αναγγέλλεται εγγράφως από τον μεταβιβάζοντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στον οφειλέτη. Με την αναγγελία πρέπει να προσδιορίζονται και οι απαιτήσεις στις οποίες αφορά η μεταβίβαση.

10. Ως αναγγελία λογίζεται η καταχώριση της σύμβασης αυτής στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/ 2000, σύμφωνα με τη διάταξη της παραγράφου 8 του άρθρου αυτού. Πριν από την αναγγελία δεν αποκτώνται έναντι τρίτων δικαιώματα που απορρέουν από τη μεταβίβαση λόγω πώλησης της παραγράφου 1. Καταβολή προς την εταιρεία ειδικού σκοπού πριν από την αναγγελία ελευθερώνει τον οφειλέτη έναντι του μεταβιβάζοντος και των ελκόντων δικαιώματα από την εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου αυτού.

11. Καταπιστευτική μεταβίβαση των απαιτήσεων δεν επιτρέπεται και οποιοσδήποτε καταπιστευτικός όρος δεν ισχύει. Επιτρέπεται η αναπροσαρμογή ή πίστωση του τιμήματος της πώλησεως και η υπαναχώρηση από τη σύμβαση πώλησης κατά τους όρους της σχετικής σύμβασης και τις διατάξεις των άρθρων 513 επ. του Α.Κ., καθώς και μεταγενέστερη συμφωνία για την αναμεταβίβαση στον μεταβιβάζοντα απαιτήσεων που μεταβιβάστηκαν για τους σκοπούς τιτλοποίησης. Η αναχρηματοδότηση υφιστάμενου δανείου ή αναπροσαρμογή

των όρων αυτού δεν επιτρέπεται να βλέπεται τα δικαιώματα των υφιστάμενων ομολογιούχων ούτε να επιφέρει την υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου.

12. Στις μεταβιβασθείσες ή μεταβιβαστέες απαιτήσεις, με την επιφύλαξη της παραγράφου 18, δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος. Αν μεταβιβαζόμενη απαίτηση ασφαρίζεται με υποθήκη ή προσημείωση υποθήκης ή ενέχυρο ή άλλο παρεπόμενο δικαίωμα ή προνόμιο, το οποίο έχει υποβληθεί σε δημοσιότητα με καταχώριση σε δημόσιο βιβλίο ή αρχείο, για τη σημείωση της μεταβολής του δικαιούχου αρκεί η καταχώριση της βεβαίωσης της καταχώρισης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 και η μνεία σε περίληψη του εμπράγματος βάρους, του παρεπόμενου δικαιώματος ή του προνομίου. Από την καταχώριση για κάθε ενέχυρο σε σχέση με τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις επέρχονται τα αποτελέσματα των άρθρων 39 και 44 του ν.δ. 17.7./13.8.1923.

13. Η πώληση και η μεταβίβαση απαιτήσεων σύμφωνα με το άρθρο αυτό, συμπεριλαμβανομένων των απαιτήσεων από τραπεζικά δάνεια και πιστώσεις πάσης φύσεως, κατά κεφάλαιο, τόκους και λοιπά έξοδα, δεν μεταβάλλει την ουσιαστική, δικονομική και φορολογική φύση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και των σχετικών δικαιωμάτων, όπως ίσχυαν αυτά πριν από τη μεταβίβαση σύμφωνα με τις κατά περίπτωση εφαρμοστέες διατάξεις. Ειδικά προνόμια που ισχύουν υπέρ του μεταβιβάζοντος διατηρούνται και ισχύουν υπέρ της εταιρείας ειδικού σκοπού. Στα ειδικά προνόμια του προηγούμενου εδαφίου περιλαμβάνονται και τα προνόμια περί την εκτέλεση (δυνάμει του ν.δ. 17.7./13.8.1923 ή άλλης διάταξης) και εκπτώσεις και απαλλαγές από φόρους και τέλη πάσης φύσεως που ίσχυαν κατά τις κατά περίπτωση εφαρμοστέες διατάξεις στο

πρόσωπο του μεταβιβάζοντος αναφορικά με την επιδίωξη των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και την ενάσκηση κάθε σχετικού δικαιώματος.

14. Με σύμβαση που συνάπτεται εγγράφως η είσπραξη και εν γένει διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων μπορεί να ανατίθεται σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες σύμφωνα με το σκοπό του στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, στον μεταβιβάζοντα ή και σε τρίτο, εφόσον ο τελευταίος είτε είναι εγγυητής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων είτε ήταν επιφορτισμένος με τη διαχείριση ή την είσπραξη των απαιτήσεων πριν τη μεταβίβαση τους στον αποκτώντα. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εδρεύει στην Ελλάδα και οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτές στην Ελλάδα, τα πρόσωπα στα οποία ανατίθεται η διαχείριση πρέπει να έχουν εγκατάσταση στην Ελλάδα. Σε περίπτωση υποκατάστασης του διαχειριστή, ο υποκατάστατος ευθύνεται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον με τον διαχειριστή.

15. Ο διαχειριστής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο υποχρεούται να καταθέτει, αμέσως με την είσπραξη τους, το προϊόν των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, υποχρεωτικά σε χωριστή έντοκη κατάθεση που τηρείται στον ίδιο, εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, διαφορετικά σε πιστωτικό ίδρυμα που δραστηριοποιείται στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Στην κατάθεση γίνεται ειδική μνεία ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία διακριτή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο κατατίθεται. Κάθε εμπράγματη ασφάλεια που παρέχεται για λογαριασμό των ομολογιούχων, τα κεφάλαια, που εισπράττει ο διαχειριστής για λογαριασμό τους ή οι κινητές αξίες που κατατίθενται σε αυτόν, δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από

τον ίδιο ή τους δανειστές του ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του.

16. Στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 της έδρας του μεταβιβάζοντος σημειώνεται η σύμφωνα με την παράγραφο 14 ανάθεση της διαχείρισης και κάθε σχετική μεταβολή.

17. Τα ποσά που προκύπτουν από την είσπραξη των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και οι αποδόσεις της κατάθεσης που αναφέρονται στην παράγραφο 15 διατίθενται για την εξόφληση των εκδιδόμενων ομολογιών, κατά κεφάλαιο, τόκους, έξοδα, φόρους και πάσης φύσεως δαπάνες, καθώς και των λειτουργικών δαπανών της εταιρείας ειδικού σκοπού και των απαιτήσεων κατ' αυτής, όπως ορίζεται στους όρους του ομολογιακού δανείου και του προγράμματος.

18. Επί των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και της κατάθεσης που αναφέρεται στην παράγραφο 15 υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και των λοιπών δικαιούχων σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο, με την καταχώριση της κατά την παράγραφο 1 σύμβασης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000. Οι απαιτήσεις για τις οποίες υπάρχει το νόμιμο ενέχυρο κατατάσσονται πριν από τις απαιτήσεις του άρθρου 975 Κ.Πολ.Δ., εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στους όρους του δανείου.

19. Από της καταχώρισεως, το κύρος της πώλησης και μεταβίβασης της παραγράφου 1, των παρεπόμενων προς τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις δικαιωμάτων και του νομίμου ενεχύρου, δεν θίγεται από την επιβολή οποιουδήποτε συλλογικού μέτρου ικανοποίησης των πιστωτών, που συνεπάγεται την απαγόρευση ή τον περιορισμό της εξουσίας διάθεσης των περιουσιακών στοιχείων του μεταβιβάζοντος, της εταιρείας ειδικού σκοπού ή τρίτου εγγυοδότη ή δικαιούχου

παρεπόμενου δικαιώματος ή του προσώπου που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, ούτε από την υποβολή σχετικής αίτησης κατ' αυτών. Το ίδιο ισχύει και όταν πρόκειται για μελλοντικές απαιτήσεις, η γένεση των οποίων επέρχεται μετά την επιβολή του συλλογικού μέτρου ή την υποβολή της σχετικής αίτησης.

20. Οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου δεν εφαρμόζονται στις σχέσεις μεταξύ μεταβιβάζοντος και εταιρείας ειδικού σκοπού και στις σχέσεις μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και των δανειστών της για τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Η εταιρεία ειδικού σκοπού και οι δανειστές της υποχρεούνται να τηρούν τις διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου, όπως αυτές ισχύουν αναφορικά με τη συγκεκριμένη κατηγορία απαιτήσεων.

21. Η επεξεργασία προσωπικών δεδομένων οφειλετών κατά το μέτρο που είναι αναγκαία για τους σκοπούς τιτλοποίησης απαιτήσεων κατά το νόμο αυτόν γίνεται σύμφωνα με το ν. 2472/1997 (ΦΕΚ 50 Α'), και δεν προϋποθέτει προηγούμενη άδεια της Αρχής του ν. 2472/1997 ή συναίνεση του οφειλέτη.

22. Ο μεταβιβάζων μπορεί να δίνει προς την εταιρεία ειδικού σκοπού κάθε στοιχείο ή δεδομένο σχετικό με τις απαιτήσεις και τους αντίστοιχους οφειλέτες. Το ίδιο ισχύει και για την εταιρεία ειδικού σκοπού έναντι των ομολογιούχων ή των εκπροσώπων τους, καθώς και των προσώπων που μετέχουν στις διαδικασίες που προβλέπονται από το νόμο αυτόν.

Άρθρο 11

Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα

1. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα είναι η μεταβίβαση ακινήτων λόγω πώλησης με έγγραφη σύμβαση μεταξύ

«μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνο, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, ονομαστικής αξίας της καθεμιάς τουλάχιστον εκατό χιλιάδων {100.000} ευρώ, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: α) από το προϊόν της διαχείρισης ή πώλησης των ακινήτων που μεταβιβάζονται κατά τα άνω ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων. Ως μεταβίβαση ακινήτων για τους σκοπούς του άρθρου αυτού καθώς και του άρθρου 14 νοείται η μεταβίβαση κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία. Ο ορισμός της ιδιωτικής τοποθέτησης, οι απαγορεύσεις και οι προϋποθέσεις συμμετοχής σε αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα, που αναφέρονται στην παράγραφο 1 του προηγούμενου άρθρου 10, ισχύουν και εφαρμόζονται και στο άρθρο αυτό.

2. Για τους σκοπούς του άρθρου αυτού, «μεταβιβάζων» είναι το Ελληνικό Δημόσιο, ή επιχείρηση του Δημοσίου, όπως αυτές ορίζονται στην παράγραφο 1 του άρθρου 1 του ν. 2414/1996 (ΦΕΚ 135 Α'), πιστωτικό ίδρυμα, ασφαλιστική εταιρεία ή ανώνυμη εταιρεία, της οποίας το σύνολο των μετοχών ανήκει στα πρόσωπα του εδαφίου αυτού. «Μεταβιβάζων» επίσης είναι και ανώνυμη εταιρεία, οι μετοχές της οποίας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και το γενικό σύνολο ενεργητικού της είναι μεγαλύτερο από τριακόσια πενήντα εκατομμύρια (350.000.000) ευρώ, όπως προκύπτει από τις πλέον πρόσφατες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις που έχουν ελεγχθεί από ορκωτό ελεγκτή λογιστή. Με απόφαση της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποιήσεων της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του ν. 3049/2002 (ΦΕΚ 212 Α') μπορεί για τους σκοπούς αποκρατικοποίησης να υπάγονται στις ρυθμίσεις του άρθρου αυτού και άλλες επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου

τομέα, όπως αυτός προσδιορίζεται με την παράγραφο 6 του άρθρου 1 του ν. 1256/1982 (ΦΕΚ 65 Α'), όπως το άρθρο αυτό αρχικά ίσχυσε.

3. «Αποκτών» για τους σκοπούς του άρθρου αυτού είναι το νομικό πρόσωπο ή πρόσωπα προς τα οποία μεταβιβάζονται τα ακίνητα. Ο αποκτών πρέπει να έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία ακινήτων για τους σκοπούς του άρθρου αυτού («εταιρεία ειδικού σκοπού»),

4. Τα μεταβιβαζόμενα ακίνητα, με την εξαίρεση των ακινήτων του Δημοσίου και των επιχειρήσεων του Δημοσίου ή των θυγατρικών τους, πρέπει να ιδιοχρησιμοποιούνται από τον μεταβιβάζοντα για την άσκηση της επαγγελματικής του δραστηριότητας.

5. Εκδότης των ομολογιών είναι ο ίδιος ο αποκτών. Όπου στο άρθρο αυτό αναφέρεται εταιρεία ειδικού σκοπού είναι ο αποκτών ή ο εκδότης των ομολογιών ανάλογα με την περίπτωση.

6. Η εταιρεία ειδικού σκοπού του άρθρου αυτού εδρεύει υποχρεωτικώς στην Ελλάδα, έχει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και διέπεται από τις διατάξεις του νόμου αυτού και συμπληρωματικά από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών και τις διατάξεις του ν.δ. 17 Ιουλίου/13 Αυγούστου 1923, εφόσον δεν είναι αντίθετες με το νόμο αυτόν. Η διάταξη της περιπτώσεως (γ') της παραγράφου 1 του άρθρου 48 του κ.ν. 2190/1920 δεν εφαρμόζεται.

7. Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού του άρθρου αυτού είναι ονομαστικές.

8. Η σύμβαση για τη μεταβίβαση του εμπράγματος δικαιώματος επί του ακινήτου που γίνεται για το σκοπό τιτλοποίησης, σύμφωνα με την παράγραφο 1, καταχωρίζεται σε περίληψη που περιέχει τα ουσιώδη στοιχεία της σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 2844/2000.

9. Οι διατάξεις του προηγούμενου άρθρου 10 εφαρμόζονται και στην περίπτωση που η τιτλοποίηση αφορά απαιτήσεις από ακίνητα, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στο άρθρο αυτό. Όπου στο άρθρο 10 γίνεται λόγος για προϊόν είσπραξης απαιτήσεων, νοούνται οι καρποί και οι πρόσοδοι από τη διαχείριση, την εκμετάλλευση, καθώς και το τίμημα διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπραγμάτου δικαιώματος επί ακινήτου.

10. Ο αποκτών δεν επιτρέπεται να μεταβιβάσει περαιτέρω τα ακίνητα ή να συστήνει άλλο εμπράγματο βάρος επ' αυτών. Κάθε σχετική σύμβαση με αυτό το αντικείμενο είναι άκυρη. Από την απαγόρευση εξαιρούνται μεταβιβάσεις που πραγματοποιούνται σύμφωνα με τους όρους της αρχικής σύμβασης μεταβίβασης του ακινήτου.

11. Η σύμβαση μεταβίβασης των ακινήτων υποχρεωτικά περιέχει ιδίως: (α) μνεία ότι η κατάρτιση αυτής και η μεταβίβαση των ακινήτων γίνεται αποκλειστικά για το σκοπό τιτλοποίησης σύμφωνα με το νόμο αυτόν, (β) όρους με τους οποίους συμφωνείται ο τρόπος διάθεσης των ακινήτων στη λήξη του ομολογιακού δανείου, που μπορεί ενδεικτικά να συνίσταται σε πώληση, επαναπώληση, επαναγορά, ανταλλαγή ή εξώνηση, χωρίς το χρονικό περιορισμό του άρθρου 566 Α.Κ. και (γ) μνεία της απαγόρευσης της παραγράφου 10.

12. Τα μεταβιβαζόμενα δικαιώματα επί ακινήτων και τα έσοδα από τη διαχείριση τους πρέπει να είναι ελεύθερα βαρών και κατασχέσεων.

13. Στην απόφαση του διοικητικού συμβουλίου για την έκδοση και τους όρους των ομολογιών εκτός των αναφερομένων στην παράγραφο 5 του άρθρου 10 πρέπει να αναφέρεται και το πρόσωπο που αναλαμβάνει την εκμετάλλευση των ακινήτων, καθώς και την είσπραξη και διαχείριση των εσόδων και εξόδων από

αυτήν, τον τρόπο διάθεσης των εσόδων από τη διαχείριση, σύμφωνα με τα οριζόμενα στις παραγράφους 14 και 15 του άρθρου 10.

14. Επί των καρπών από τη διαχείριση, την εκμετάλλευση, καθώς και επί του τιμήματος διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπραγμάτου δικαιώματος επί ακινήτου και επί των απαιτήσεων της εταιρείας ειδικού σκοπού στο τίμημα διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπραγμάτου δικαιώματος επί ακινήτου, υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των προσώπων και κατά τους όρους της παραγράφου 18 του άρθρου 10 του νόμου αυτού.

15. Η μεταβίβαση των ακινήτων γνωστοποιείται εγγράφως με κάθε πρόσφορο τρόπο από τον μεταβιβαζόντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στο μισθωτή του ακινήτου και κάθε πρόσωπο που έχει οποιαδήποτε ενοχική υποχρέωση έναντι του εκάστοτε κυρίου ή επικαρπωτή.

16. Καταστροφή κτισμάτων ή άλλων εγκαταστάσεων επί ακινήτων δεν επιφέρει λήξη του ομολογιακού δανείου, εκτός εάν προβλέπεται διαφορετικά στους όρους του δανείου.

17. Επί των καρπών και του τιμήματος διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου ακινήτου και απαιτήσεως επ' αυτού δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος επ' αυτών, με την επιφύλαξη των διατάξεων της παραγράφου 14 του άρθρου αυτού. 18. Σε περίπτωση εκμίσθωσης των ακινήτων από την εκδότρια στον μεταβιβαζόντα δεν εφαρμόζεται η διάταξη του άρθρου 43 του π.δ. 34/1995 (ΦΕΚ 30 Α').