



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΓΕΝΙΚΟ ΤΜΗΜΑ ΔΙΚΑΙΟΥ
Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ»

Κατεύθυνση Ιδιωτικού Δικαίου

Το «κούρεμα» των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (PSI):

Νομικά ζητήματα, συνέπειες και προεκτάσεις

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
Παρασκευής Πέτρου
(Α.Μ. 0912Μ035)

Τριμελής Επιτροπή
Α. Μπώλος, Επίκ. Καθηγητής (Επιβλέπων)
Β. Δούβλης, Καθηγητής
Δ. Ρούσσης, ΔΝ - Ειδικός Επιστήμων

Αθήνα, Φεβρουάριος 2015

ABSTRACT

This paper analyses the main legal aspects of the, probably, most significant and most discussed part of the (ongoing) Greek financial turmoil; the Greek ‘haircut’, *i.e.* the PSI bond swap put in place in February 2012. Greek law 4050/2012 (the so-called Greek Bondholders Act) implementing Eurogroup decisions that reflected IIF, ECB, European Commission and Greek Government negotiations with institutional investors holders of a large amount of Greek bonds set up the framework of the bond swap. The largest sovereign debt restructuring up to date and the first to occur in the Eurozone, raises various concerns both from a public and a civil law perspective. This paper seeks to determine bondholders’ rights vis-à-vis the Greek State and the financial intermediaries.

Public law issues mainly refer to alleged property rights violations for bondholders who did not consent to the bond swap. The key point in the claims brought before the Greek *Conseil d’État* is the questionable proportionality of the ‘haircut’ in respect to holdouts, mostly individuals holding small debt amounts, albeit of great value to them. In the aftermath of the *Conseil d’État* rulings that rejected the holdouts’ claims, ECHR decision on recently filed applications is highly anticipated. From a private law perspective, the ‘haircut’ has raised concerns in relation to the functioning of the sovereign debt market dominated by the ‘primary dealers’ system; the traumatic experience of the PSI has raised questions on the (im)partiality of the investment firms due to their double role as sellers and advisors for investments on Greek sovereign bonds. Their (im)partiality is put in question in the light of MiFID and consumer protection legislation in order to explore the legal grounds on which consumers could found their claims against investment firms.

The concerns raised by the Greek ‘haircut’ are more or less common in most sovereign debt restructurings, though, fortunately, Greece has not experienced a ‘vulture’ hunt, like Argentina. A closer look at the Russian and Argentine debt restructurings reveals that culminated sovereign debt restructuring experience has been carefully used in the Greek restructuring, but, this does not mean that the Greek ‘haircut’ was free from legal implications. Greece already faces two arbitration procedures before ICSID, that are expected to lead arbitrators to follow the *Abaclat* award and develop ICSID’s case law on sovereign debt restructurings under BITs. The whole bond swap plan and its application trigger some thoughts on sovereign debt implications not only from a market but also from an international private law and human rights perspective.

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα Καθηγητή μου κ. Άγγελο Μπώλο για την κατανόηση, την υπομονή και την ουσιαστική υποστήριξη καθόλη τη διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας. Ευχαριστώ επίσης όλους τους καθηγητές του ΠΜΣ για τις πολύτιμες γνώσεις και την καθοδήγηση καθόλη τη διάρκεια του προγράμματος των μαθημάτων.

Αθήνα, Φεβρουάριος 2015

Εβίτα Πέτρου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	III
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΕΩΣ ΤΟ «ΚΟΥΡΕΜΑ»

1. Η διαχρονική εξέλιξη του Ελληνικού δημόσιου χρέους	2
1.1. Η «σύγκλιση» και η ένταξη στο ευρώ	5
1.2. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η πορεία προς το ΔΝΤ	7
2. Η δρομολόγηση του «κουρέματος»	12
2.1. Η «συμφωνία της Deauville»	12
2.2. Οι αποφάσεις των Συνόδων Κορυφής της 21 ^{ης} Ιουλίου και της 26 ^{ης} Οκτωβρίου 2011	14
3. Η αρχιτεκτονική του PSI	17
3.1. Η εφαρμογή της απόφασης της 26 ^{ης} Οκτωβρίου 2011	17
3.2. Οι βασικοί ορισμοί του PSI και οι επιλέξιμοι τίτλοι	18
3.2.1. Οι «Ομολογιούχοι»	20
3.2.2. Οι «επιλέξιμοι τίτλοι» και η απαιτούμενη πλειοψηφία	23
3.3. Η επιτυχής έκβαση και η ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης (CACs)	25

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β

ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ VS ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

1. Ζητήματα συνταγματικότητας και συμβατότητας με την ΕΣΔΑ και τον ΕΧΘΔ	29
1.1. Προσβολή περιουσιακών δικαιωμάτων των επενδυτών	29
1.2. Η νομοθετική επέμβαση στην εξέλιξη συνεστημένων συμβατικών σχέσεων	33
1.3. Η διάψευση της δικαιολογημένης εμπιστοσύνης του διοικουμένου	36
1.4. Η παραβίαση της αρχής της ισότητας	39
1.5. Η παραβίαση της αρχής της αναλογικότητας	43
2. Οι βάσεις της ευθύνης του Ελληνικού Δημοσίου	49
2.1. Ευθύνη του Δημοσίου λόγω παραβίασης του ενωσιακού δικαίου	49
2.2. Αστική ευθύνη του Δημοσίου	50
2.3. Ζητήματα ετεροδικίας	52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ

ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ VS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ

1. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς κρατικών ομολόγων	55
2. Η συμβατική σχέση μεταξύ επενδυτή και επενδυτικού συμβούλου	60
3. Η συμπεριφορά των επενδυτικών συμβούλων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για ΟΕΔ υπό το πρίσμα της MiFID και των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ	63
3.1. Υποχρέωση ορθής πληροφόρησης	63
3.2. Έλεγχος καταλληλότητας	67
3.3. Σύγκρουση συμφερόντων και η ειδικότερη ρύθμιση των αντιπαροχών	70
3.4. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης (best execution)	74
4. Η θεμελίωση της ευθύνης του επενδυτικού συμβούλου και το εύρος της αποζημίωσης του επενδυτή	76
4.1. Προσυμβατική ευθύνη	76
4.2. Ενδοσυμβατική ευθύνη	77

5. Η θεμελίωση της ευθύνης στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή.....	78
5.1. Οι επενδυτές ως καταναλωτές.....	78
5.2. Η ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες (αρθρ. 8 ν. 2251/1994)	81
5.3. Αθέμιτες εμπορικές πρακτικές (αρθρ. 9 - 9θ ν. 2251/1994).....	82
5.4. Έλεγχος καταχρηστικότητας ΓΟΣ (αρθρ. 2 ν. 2251/1994)	83
6. Αδικοπρακτική ευθύνη	85
6.1. Η θεμελίωση στις γενικές διατάξεις περί αδικοπραξιών (ΑΚ 914, ΑΚ 922)	85
6.2. Η προσβολή των χρηστών ηθών ως ειδικότερη περίπτωση (ΑΚ 919)	86
6.3. Το πρόβλημα της αιτιώδους συνάφειας και του συντρέχοντος πταίσματος του επενδυτή	88

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΑΛΛΩΝ ΚΡΑΤΩΝ

1. Η αναδιάρθρωση του εσωτερικού χρέους της Ρωσίας.....	92
2. Η αναδιάρθρωση του χρέους της Αργεντινής	94
3. Ζητήματα εφαρμοστέου δικαίου: Πώς εξηγείται η προτίμηση στο αγγλικό και το αμερικανικό δίκαιο;.....	101
4. Η ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης (CACs): μία καθιερωμένη διεθνής πρακτική	103
5. Η σημασία των διμερών συμβάσεων προστασίας των διεθνών επενδύσεων (BITs).....	105

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ	108
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	i
ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ	viii
ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ	x
ΛΗΜΜΑΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ	xiii

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Gross Domestic Product – GDP)
ΑΕΠΕΥ	Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
α.ν.	Αναγκαστικός νόμος
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΠ	Άρειος Πάγος
Άρθρ.	Άρθρο
BIS	Bank of International Settlements
βλ.	βλέπε
CACs	Collective Action Clauses
CDS	Credit Default Swaps
CESR	Committee of European Securities Regulators (Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών - αντικαταστάθηκε από την ESMA)
ΔΕΕ	Δίκαιο Εταιριών & Επιχειρήσεων (περιοδικό)
ΔΕΚ	Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (έως 1.12.2009)
DG	Directorate General (of the EU Commission)
ΔικΕΕ	Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΚεφ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (European Central Bank – ECB)
ΕΛΣΤΑΤ	Ελληνική Στατιστική Αρχή
ΕΟΧ	Ευρωπαϊκός Οικονομικός Χώρος
επ	επόμενα
ΕΣΔΑ	Ευρωπαϊκή Σύμβαση για την Προάσπιση των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου
ESMA	European Securities and Markets Authority (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών – ΕΑΚΑΑ)
ΕΣΥΕ	Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδος
ΕΤρΑΞΧρΔ	Επιθεώρηση Τραπεζικού Αξιογραφικού Χρηματοπιστωτικού Δικαίου
FT	Financial Times (εφημερίδα - διαθέσιμη και σε ηλεκτρονική έκδοση)
ΗΔΑΤ	Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων
IFR	International Financing Review
IIF	Institute of International Finance (Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο)
ΚΔΕΠΕΥ	Κώδικας Δεοντολογίας Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών

	(ΥΠΕΘΟ 122/1997, ΦΕΚ Β 340/24.4.1997)
MiFID	Market in Financial Instruments Directive (Οδηγία 2004/39)
ν.	νόμος
ν.π.	νομικό πρόσωπο
NYT	New York Times (εφημερίδα - διαθέσιμη και σε ηλεκτρονική έκδοση)
ΟΔΔΗΧ	Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Public Debt Management Agency – PDMA)
ΟΕΔ	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου
ΟΛΑΠ	Ολομέλεια Αρείου Πάγου
ΟΝΕ	Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Economic and Monetary Union – EMU)
οπ	όπως παραπάνω
OSI	Official Sector Involvement
ΟΣΕΚΑ	Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
παρ.	παράγραφος
ΠΔ/ΤΕ	Πράξη Διοικητή Τράπεζας Ελλάδος
Π.Ι.	Πιστωτικό ίδρυμα
ΠΚ	Ποινικός Κώδικας
ΠοινΔικ	Ποινική Δικαιοσύνη (περιοδικό)
ΠΠΠ	Πρώτο Πρόσθετο Πρωτόκολλο της ΕΣΔΑ
PSI	Private Sector Involvement
ΠΥΣ	Πράξη Υπουργικού Συμβουλίου
ΡΣΔ	Ρήτρες Συλλογικής Δράσης
ΣΑΤ	Σύστημα Άυλων Τίτλων (της ΕΧΑΕ)
ΣΠΑΤ	Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων σε Λογιστική Μορφή (Άυλοι Τίτλοι) της ΤτΕ
ΣΣΑ	Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης
ΣΛΕΕ	Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΣτΕ	Συμβούλιο της Επικρατείας
ΤΕΜΠΜΕ	Ταμείο Εγγυοδοσίας Μικρών και πολύ Μικρών Επιχειρήσεων
ΤΝΠ ΔΣΑ	Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών
ΤτΕ	Τράπεζα της Ελλάδος
ΦΚΑ	Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης
ΧΑ	Χρηματιστήριο Αθηνών
ΧρηΔικ	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο (περιοδικό)
ΧρΙΔ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου (περιοδικό)
WSJ	Wall Street Journal (εφημερίδα – διαθέσιμη και σε ηλεκτρονική έκδοση)

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το «κούρεμα» του ελληνικού χρέους αποτέλεσε την μεγαλύτερη μέχρι σήμερα αναδιάρθρωση κρατικού χρέους και την πρώτη περίπτωση αναδιάρθρωσης χρέους για κράτος – μέλος της Ευρωζώνης. Ορισμένα από τα προβληματικά σημεία της διαδικασίας τέθηκαν στην κρίση του Συμβουλίου της Επικρατείας με αιτήσεις ακυρώσεως που άσκησαν μη συναινέσαντες κάτοχοι ομολόγων. Η παρούσα μελέτη αποτελεί μία συνοπτική αναφορά στα κυριότερα νομικά ζητήματα που ανέδειξε το εγχείρημα του PSI τόσο από άποψη δημοσίου όσο και από άποψη ιδιωτικού δικαίου.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία πολύ συνοπτική ιστορική αναδρομή στην εξέλιξη του ελληνικού χρέους με έμφαση στα δεδομένα που χρησιμεύουν για να κατανοήσουμε στη συνέχεια τα νομικά ζητήματα της διαδικασίας. Η συνοπτική ιστορική αναδρομή κλείνει με την αναφορά στις κομβικής σημασίας αποφάσεις του Eurogroup και την δομή του ν. 4050/2012, που αποτελεί τον σκελετό της διαδικασίας του PSI.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα αναφερθούμε στα νομικά ζητήματα του «κουρέματος» από άποψη δημοσίου και ευρωπαϊκού δικαίου και στις βάσεις των αξιώσεων των θυγέντων επενδυτών έναντι του Ελληνικού Δημοσίου. Η προσβολή των περιουσιακών δικαιωμάτων των θυγέντων επενδυτών, η αμφίβολη αναλογικότητα και η προσβολή της δικαιολογημένης εμπιστοσύνης είναι τα προεξέχοντα νομικά ζητήματα που θα εξετάσουμε με παράλληλη αναφορά και σχολιασμό των αποφάσεων του Συμβουλίου της Επικρατείας.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναφερόμαστε στην προστασία των επενδυτών στο πλαίσιο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς με έμφαση στον επενδυτή καταναλωτή - «μικροομολογιούχο». Θα αξιολογήσουμε τη συμπεριφορά των επενδυτικών συμβούλων (ΠΙ και ΕΠΕΥ) στο πλαίσιο της αγοράς ΟΕΔ υπό το πρίσμα των γενικών διατάξεων, των ειδικότερων διατάξεων της MiFID και των διατάξεων του ν. 2251/1994 για την προστασία του καταναλωτή. Στην αξιολόγηση βοηθά σημαντικά η νομολογία της τελευταίας πενταετίας για τα ομόλογα Lehman Brothers.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται μία αδρομερής αναφορά στις αναδιρθώσεις χρέους της Ρωσίας και της Αργεντινής με έμφαση στις σημαντικότερες δικαστικές διαμάχες από τις οποίες αντλούμε χρήσιμα στοιχεία για την αντιμετώπιση των διαφορών των θυγέντων επενδυτών με τα κράτη – εκδότες. Στην εμπειρία της Αργεντινής αναφερόμαστε και στο ρόλο των διεθνών κερδοσκοπικών funds, που, όμως, είναι πιο περιορισμένος ή πιο σιωπηλός στην περίπτωση του ελληνικού «κουρέματος». Τέλος, καταλήγουμε σε συμπερασματικές παρατηρήσεις και αναδεικνύουμε τις σημαντικότερες προεκτάσεις του PSI.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΕΩΣ ΤΟ «ΚΟΥΡΕΜΑ»

1. Η διαχρονική εξέλιξη του Ελληνικού δημόσιου χρέους

Ο υπερβολικός δανεισμός και η διαρκής διόγκωση του δημόσιου χρέους σε βαθμό που καθιστά δυσχερή, αν όχι αδύνατη, την διαχείριση και τον έλεγχό του, ακολουθεί τους Έλληνες ήδη πριν από την ίδρυση του ανεξάρτητου ελληνικού κράτους. Η πρώτη στάση πληρωμών κηρύχθηκε το 1827 λόγω αδυναμίας αποπληρωμής των δύο δανείων που είχαν χορηγήσει αγγλικές τράπεζες στους επαναστατημένους Έλληνες. Πρόκειται για τα λεγόμενα «δάνεια της συμφοράς». Η πτώχευση αυτή στιγμάτισε την Ελλάδα, η οποία έμεινε αποκομμένη από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές για 53 χρόνια^{1,2}.

Η επόμενη στάση πληρωμών δεν άργησε. Υπερβολικά δεσμευμένη, σχεδόν όλη των δανειστών της, η Ελλάδα αδυνατούσε να αντεπεξέλθει στις δανειακές της υποχρεώσεις. Τον Ιούνιο του 1843, κήρυξε στάση πληρωμών και οι δανείστριες συγκάλεσαν στο Λονδίνο συνδιάσκεψη για το ελληνικό χρέος, κατά την οποία συνέταξαν καταδικαστικό πρωτόκολλο απαιτώντας τη λήψη πρόσθετων μέτρων (πέραν των όσων μέτρων λιτότητας είχαν ήδη επιβληθεί³), ώστε να μειωθούν οι κρατικές δαπάνες και να αποπληρωθούν τα δάνεια. Για τη διευθέτηση του χρέους η Ελλάδα υπέγραψε με τις δανείστριες (Αγγλία, Γαλλία, Ρωσία) στις 2 Σεπτεμβρίου 1843 μνημόνιο, με το οποίο συμφωνούνταν τα πρόσθετα μέτρα που όφειλε να λάβει στο εσωτερικό, προκειμένου να εξυπηρετήσει τα δάνεια^{4, 5}.

Ο υπερβολικός δανεισμός σε συνδυασμό με άλλους παράγοντες και δυσμενείς συγκυρίες, όπως η μείωση των εξαγωγών σταφίδας, οδήγησαν στην κήρυξη παύσης

-
1. Βλ. σχετικές αναφορές σε *Δικαίος*, Δίκαιο, Οικονομία και Πολιτική στην εποχή των Μνημονίων, 2012, 670 με παραπομπή σε *Φωτιάδη*, Η Επανάσταση του 21, τ. Β, 1997², *Τσουλιφίδης*, Οικονομική ιστορία της Ελλάδας, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας (2013³), 267.
 2. *Reinhart/Rogoff*, From financial crash to debt crisis, National Bureau of Economic Research (2010), working paper 15795, <http://www.nber.org/papers/w15795>.
 3. Μεταξύ αυτών μαζικές απολύσεις δημοσίων υπαλλήλων, περικοπές μισθών και συντάξεων, αύξηση των δασμών και του φόρου χαρτοσήμου κ.ά. (βλ. *Δικαίος*, Δίκαιο, Οικονομία και Πολιτική στην εποχή των Μνημονίων (2012), 673 και ιδίως υποσημ. 7 και *Κατσιμάρδος*, Το «άγνωστο» μνημόνιο για τα πρώτα ελληνικά δάνεια, *Ημερησία*, 18.9.2010, <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26510&subid=2&pubid=60029147> με εκτενέστερη αναφορά στα μέτρα που ελήφθησαν την περίοδο 1842-1843).
 4. Το μνημόνιο υπεγράφη την παραμονή της επανάστασης της 3ης Σεπτεμβρίου, που ανέτρεψε τη μοναρχία του Όθωνα. Το δάνειο του 1832, το πρωτόκολλο του 1843 και η Επανάσταση της 3^{ης} Σεπτεμβρίου αποτελούν κρίκους της ίδιας αλυσίδας.
 5. *Κατσιμάρδος*, *Ιστορία*. Ένα «μνημόνιο» πυροδοτεί την Επανάσταση του 1843, *Ημερησία*, 2.10.2010, <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=27721&subid=2&pubid=64737147>.

πληρωμών της κυβέρνησης Χ. Τρικούπη το 1893^{6,7}. Δανειστές του Ελληνικού Δημοσίου ήταν κυρίως διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οίκοι. Οι διαπραγματεύσεις με τους δανειστές για τη ρύθμιση του χρέους δεν τελεσφόρησαν, ενώ στη συνέχεια ο πόλεμος του 1897 και οι ταπεινωτικές αποζημιώσεις προς την Οθωμανική Αυτοκρατορία, που ήρθαν να προστεθούν στο ήδη διογκωμένο χρέος, οδήγησαν τη χώρα στην επιτήρηση του Διεθνούς Οικονομικού Ελέγχου, ο οποίος παρέμεινε έως και μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, αφού στην ουσία αντικαταστάθηκε από τη Νομισματική Επιτροπή το 1946⁸, και καταργήθηκε με νόμο μόλις το 1977⁹. Από το 1896 ως και τις αρχές της δεκαετίας του 1920, η ελληνική οικονομία φάνηκε να ανθίζει. Η κατάσταση, ωστόσο, άλλαξε από τις αρχές της δεκαετίας του 1920 και επιδεινώθηκε σημαντικά από το «κραχ» του 1929 και εξής^{10,11}. Τον Απρίλιο του 1932 η χώρα κήρυξε παύση πληρωμών του εξωτερικού χρέους¹² και το Μάιο προχώρησε και τυπικά στην αναστολή των πληρωμών με το νόμο 5456/1932 «περί προσωρινής ρυθμίσεως ζητημάτων Δημοσίου χρέους» (ΦΕΚ/Α/150/10.5.1932).

Το 1962, αφού εν τω μεταξύ η Ελλάδα είχε παρουσιάσει σημαντική οικονομική ανάπτυξη και πρόοδο ως προς την διαχείριση των δαπανών και του δημοσίου χρέους, κλήθηκε να αναγνωρίσει και να αναδιαπραγματευθεί¹³ τα προπολεμικά χρέη από το 1881, παρόλο που είχαν μεσολαβήσει δύο πτωχεύσεις (του 1893 και του 1923) και η χώρα είχε διέλθει από δύο Βαλκανικούς, δύο Παγκόσμιους Πολέμους και από τον εμφύλιο. Η αναγνώριση αυτή επιβάρυνε σημαντικά το δημόσιο χρέος¹⁴ αλλά φάνηκε μάλλον επιβεβλημένη λόγω των πιέσεων που δέχθηκε η ελληνική κυβέρνηση αλλά και λόγω της έναρξης των προσπάθειών για την ένταξη της χώρας στην ΕΟΚ¹⁵.

Στη διάρκεια της δικτατορίας (1967-1974) το δημόσιο χρέος διογκώθηκε¹⁶,

-
6. Τα εν λόγω δάνεια στόχευαν κυρίως στην χρηματοδότηση έργων υποδομών (σιδηρόδρομοι, κατασκευή δρόμων) της κυβέρνησης Χ. Τρικούπη, στρατιωτικών εξοπλισμών και πολεμικών αναγκών για την απελευθέρωση των υπόδουλων εδαφών. Η συσσώρευση χρέους έφτασε το 1893 στο 220% του ΑΕΠ (βλ. σχετικό πίνακα σε *Reinhart/Rogoff* (2010), 16.
 7. Βλ. αναλυτικότερα *Δικαίος* (2012), 677-679 και εκεί παραπομπές.
 8. Η Νομισματική Επιτροπή ιδρύθηκε το 1946 ως ανεξάρτητη αρχή εντός της ΤτΕ και αποτέλεσε το κυρίαρχο όργανο άσκησης νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής ως το 1982, οπότε και καταργήθηκε με το ν. 1266/1982 (ΦΕΚ/Α/81/2.7.1982). Η δημιουργία της Νομισματικής Επιτροπής προβλεπόταν ως όρος στην Αγγλοελληνική Συμφωνία για τη χορήγηση δανείου 10 εκατομμυρίων στερλινών στην Ελλάδα. Βλ. περισσότερα για το ρόλο της Νομισματικής Επιτροπής σε *Ψαλιδόπουλο*, Η ιστορία της ΤτΕ, 1928-2008, 2014, 37, 48.
 9. *Τσουφίδης*, 2013³, 270.
 10. *Ψαλιδόπουλος*, 272-274.
 11. *Ψαλιδόπουλος*, 277.
 12. Βλ. αναλυτικά *Ρωμαίος*, Η Ελλάδα των δανείων και των χρεοκοπιών, (2012⁶), 224 επ.
 13. Βλ. συνοπτικά το περιεχόμενο της συμφωνίας στην οποία κατέληξε η κυβέρνηση Κ. Καραμανλή με τους αμερικανούς ομολογιούχους *Ρωμαίος*, (2012⁶), 323-324.
 14. Έχει διατυπωθεί η άποψη ότι το βάρος αυτό πέρασε σε εξωλογιστικούς λογαριασμούς ΔΕΚΟ και, για το λόγο αυτό, το δημόσιο χρέος της Κυβέρνησης των Συνταγματαρχών (1967-1973) και της μεταπολιτευτικής Κυβέρνησης του Κ. Καραμανλή εμφανιζόταν (παραδόξως) σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (βλ. *Δικαίος* (2012), 696 με παραπομπή σε Δ. Καζάκη).
 15. *Ρωμαίος* (2012⁶), 323-324.
 16. Στην ετήσια έκθεσή του για το 1974, ο τότε Διοικητής της ΤτΕ Ξενοφών Ζολώτας άσκησε

καθώς νέα εξωτερικά δάνεια συσσωρεύθηκαν για να καλυφθούν οι στόχοι του Πενταετούς Προγράμματος Οικονομικής Αναπτύξεως (1968-1972) της δικτατορίας¹⁷, ενώ η κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods¹⁸ το 1971 και η πετρελαϊκή κρίση του 1973 επηρέασαν σημαντικά τις επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας¹⁹.

Μεταπολιτευτικά τα δημόσια ελλείμματα και το δημόσιο χρέος αυξήθηκαν ακόμη περισσότερο υπό τη σκιά κρατικοποιήσεων (Ολυμπιακή Αεροπορία, διυλιστήρια Ασπροπύργου κ.ά.)²⁰, ενώ από την ένταξη της χώρας στην ΕΟΚ το 1981 και την άρση των δασμολογικών περιορισμών έγιναν ακόμη πιο εμφανείς οι διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας και των έως τότε δασμοβίωντων επιχειρήσεων. Σε μία προσπάθεια αντιμετώπισης της ύφεσης και διατήρησης της απασχόλησης²¹, δημόσια ελλείμματα και δημόσιο χρέος εκτινάχθηκαν στα ύψη²². Το 1983 το δημόσιο χρέος είχε φτάσει στο 23,8% του ΑΕΠ από 10,5% το 1978, καθιστώντας «αναπόφευκτη την προσφυγή σε σημαντικό εξωτερικό δανεισμό», όπως επεσήμαινε ο τότε Διοικητής της ΤτΕ Δ. Χαλικιάς στην έκθεσή του²³.

Καθόλη τα διάρκεια της δεκαετίας του 1980 έως και το 1993, οπότε και καταργήθηκε η κάλυψη των ελλειμμάτων του Δημοσίου από την ΤτΕ στο πλαίσιο του Δεύτερου Σταδίου ένταξης στην ΟΝΕ και το κράτος άρχισε να στρέφεται απευθείας στις κεφαλαιαγορές μέσω του ΟΔΔΗΧ, η χώρα προσέφευγε σε υψηλό εξωτερικό δανεισμό συσσωρεύοντας δημόσιο χρέος²⁴. Το 1993 το δημόσιο χρέος είχε εκτοξευθεί στο 98,3% του ΑΕΠ από το 32,8% του 1981²⁵ ενώ στο τέλος του 1996 είχε φτάσει στο 111,7 % του ΑΕΠ και το ελληνικό δημοσιονομικό έλλειμμα εξακολουθούσε να είναι το υψηλότερο μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ²⁶.

κριτική στην οικονομική πολιτική του καθεστώτος, «η οποία χαρακτηρίζεται από απρογραμμάτιστον διόγκωσιν των δημοσίων δαπανών, καταναλωτικών και επενδυτικών, προς κατευθύνσεις χαμηλής παραγωγικότητας», Ψαλιδόπουλος (2014), 274.

17. Ψαλιδόπουλος (2014), 212.

18. Πρόκειται για το σύστημα σταθερών ισοτιμιών, σύμφωνα με το οποίο όλες οι συμμετέχουσες οικονομίες όφειλαν να διατηρούν τη συναλλαγματική τους ισοτιμία σταθερή σε μία καθορισμένη τιμή +/- 1% σε σχέση με το χρυσό. Με τον τρόπο αυτό διασφαλιζόταν ένα σταθερό συναλλαγματικό περιβάλλον. Το σύστημα έμεινε γνωστό ως «το σύστημα του Bretton Woods» διότι αποτέλεσε μία από τις συμφωνίες στις οποίες κατέληξε η Νομισματική και Χρηματοοικονομική Συνδιάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών που συγκλήθηκε στο θέρετρο Bretton Woods στο New Hampshire στην Αμερική μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Στη Συνδιάσκεψη αυτή αποφασίσθηκε και η ίδρυση του ΔΝΤ.

19. Τσουλφίδης, (2013³), 341· βλ. αναλυτικότερα για τις συνέπειες των δύο συγκυριών Ψαλιδόπουλος (2014), 271 επ.

20. Βλ. και απόσπασμα από ενημερωτικό σημείωμα που απέστειλε ο Ξ. Ζολώτας, τότε Διοικητής της ΤτΕ προς τον Γ. Ράλλη, Υπουργό Συντονισμού της κυβέρνησης, ένα μήνα πριν από την ένταξη της Ελλάδας στην ΕΟΚ, Ψαλιδόπουλος, (2014), 297, υποσημ. 155. Βλ. και άλλες ενδιαφέρουσες παραπομπές σε έγγραφα του αρχείου Ξ. Ζολώτα.

21. Από το 1983 ξεκίνησαν η παροχή πιστώσεων αλλά και οι κρατικοποιήσεις των λεγόμενων προβληματικών επιχειρήσεων μέσω του Οργανισμού Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων (ΟΑΕ). Την ίδια περίοδο δόθηκαν σημαντικές πιστώσεις και για εξοπλιστικά προγράμματα (βλ. αναλυτικότερα Ψαλιδόπουλος (2014), 310-312).

22. Τσουλφίδης, 2013³, 343· πρβλ. και 345, σχήμα 3.

23. Ψαλιδόπουλος, 2014, 314.

24. Ο ίδιος, 329.

25. Ο ίδιος, 341 με παραπομπή στην έκθεση του τότε Διοικητή της ΤτΕ Ε. Χριστοδούλου.

26. Ο ίδιος, 355 με παραπομπές στην έκθεση του τότε Διοικητή της ΤτΕ Α. Παπαδήμου.

Από αυτή τη συνοπτική αναφορά στην εξέλιξη του Ελληνικού δημοσίου χρέους, βλέπουμε ότι από το 1800 μέχρι και αρκετά χρόνια μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, η Ελλάδα βρισκόταν σε σχεδόν συνεχόμενη χρεοκοπία («*virtually in continual default*»)^{27, 28}.

1.1. Η «σύγκλιση» και η ένταξη στο ευρώ

Από το 1997 ως το 2001 εντατικοποιήθηκαν οι προσπάθειες για την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ. Ισχυρό κίνητρο που εξηγεί και την ιδιαίτερη «σπουδή» για την όσο το δυνατό γρηγορότερη ένταξη, αποτέλεσε η εκτίμηση ότι τα οφέλη θα ήταν πολύ μεγαλύτερα από το όποιο κόστος²⁹. Κύριο μέλημα αποτελούσε η πλήρωση των κριτηρίων σύγκλισης του Μάαστριχτ, που προέβλεπαν ότι το δημόσιο έλλειμμα δεν πρέπει να ξεπερνάει το 3% του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος δεν πρέπει να ξεπερνάει το 60% ή τουλάχιστον θα πρέπει να βρίσκεται κοντά στο 60% και να σημειώνει φθίνουσα πορεία προς το ποσοστό αυτό με ικανοποιητικό ρυθμό³⁰. Στη Σύνοδο Κορυφής του Ιουνίου του 2000 επιβεβαιώθηκε ότι η Ελλάδα πληρούσε τα κριτήρια για ένταξη στο ευρώ από την 1.1.2001.

Η Ελλάδα εμφάνιζε υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και διαρκώς μειούμενο δημόσιο χρέος³¹. Βέβαια, τα τότε στοιχεία που δόθηκαν στη Eurostat έχουν υποστεί αρκετές αναθεωρήσεις³². Πρόκειται για τις αναθεωρήσεις που πρότεινε η ΕΣΥΕ³³ στη Eurostat από το 2004. Ειδικά δε όσον αφορά τη μείωση του χρέους, αποκαλύφθηκαν τα επόμενα χρόνια μυστικές συμφωνίες που συνήψε το Ελληνικό Δημόσιο με την Goldman Sachs (τα περίφημα *swaps*³⁴) το 2001, με σκοπό ακριβώς να συγκαλυφθεί το χρέος χάριν σύγκλισης^{35, 36}. Οι συμφωνίες αυτές δεν αποτέλεσαν

27. *Reinhart/Rogoff*, This time is different: Eight centuries of financial folly, Princeton University Press, 2009, xxx.

28. Πρβλ. σχετικούς πίνακες 26α και 26b με αριθμητικά δεδομένα σε *Reinhart*, This time is different Chartbook: Country histories on debt, default and financial crises, National Bureau of Economic Research, working paper 15815, (2010), <http://www.nber.org/papers/w15815>, 53-54

29. Βλ. *Gibson/Hall/Tavlas*, The Greek financial crisis: growing imbalances and sovereign spreads, (2011), 5, Bank of Greece Working paper 124, <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2011124.pdf>.

30. Αυτή ακριβώς ήταν η περίπτωση της Ελλάδας, που εντάχθηκε στο ευρώ με δημόσιο χρέος στο 100% του ΑΕΠ, πρβλ. *Gibson/Hall/Tavlas*, (2011), 8 υποσημ. 4.

31. *Ψαλιδόπουλος* (2014), 378-379.

32. Βλ. σχετικές αναφορές *Ψαλιδόπουλος*, 2014, 397 υποσημ. 9 για τα στοιχεία 2000 – 2001.

33. Η Γενική Γραμματεία της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας Ελλάδος (ΓΓ ΕΣΥΕ), που λειτουργούσε υπό τον άμεσο έλεγχο του Κράτους, καταργήθηκε και αντικαταστάθηκε από την ΕΛΣΤΑΤ, η οποία ιδρύθηκε με το ν. 3832/2010 (ΦΕΚ/Α/38/9.3.2010) ως ανεξάρτητη διοικητική αρχή. Βλ. αναλυτικότερα και Εισηγητική Έκθεση ν. 3832/2010.

34. Πρόκειται για παράγωγα προϊόντα (derivatives) για τη νόμιμη μετατροπή μίας υποχρέωσης, δηλαδή χρέους, σε άλλο νόμισμα (βλ. *Μανωλόπουλος*, Το «επαχθές» χρέος της Ελλάδας, (2011), 126-127). Βλ. και *Reinhart/Rogoff* (2010), 33.

35. Οι εν λόγω συμφωνίες είχαν πολύ μεγάλο κόστος, δεδομένου ότι συνομολογήθηκαν εκτός αγοράς (off market) και με υποθετικές τιμές αναφοράς. Οι συμφωνίες αυτές αποκαλύφθηκαν

ελληνική καινοτομία. Αντίστοιχες συμφωνίες είχε συνάψει και η Αργεντινή. Η διαφορά είναι ότι στην περίπτωση της Ελλάδας οι συμφωνίες αυτές ήταν μυστικές. Στην πραγματικότητα μετέτρεψαν το νόμισμα στο οποίο όφειλε να εξυπηρετήσει τα δάνεια της η Ελλάδα και μετέθεσαν την υποχρέωση αποπληρωμής, κάνοντας τη δεδομένη στιγμή, το χρέος να «εξαφανισθεί» από τα επίσημα λογιστικά του κράτους. Διευκολύνθηκε, έτσι, η σύγκλιση για την ένταξη στο ευρώ. Είναι χρήσιμο να επισημάνουμε ότι στα στοιχεία που δημοσίευσε η ΕΛΣΤΑΤ για το πρώτο εξάμηνο του 2014, στο ισοζύγιο γενικής κυβέρνησης περιλαμβάνονται πλέον και οι τόκοι των swaps. Δεν υπολογίζονται, όμως, οι επιπτώσεις της στήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων³⁷.

Το χρέος εξακολουθούσε να παραμένει σε υψηλά επίπεδα, ενώ το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2004 διευρύνθηκε φτάνοντας στο 6,1% του ΑΕΠ βάσει των τότε στοιχείων, που αργότερα αναθεωρήθηκαν. Στις 5.7.2004 η Ελλάδα υπήχθη με απόφαση του Συμβουλίου σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος³⁸, που σήμαινε και αντίστοιχες υποχρεώσεις λήψης μέτρων και συμμόρφωσης προς τις συστάσεις της Επιτροπής. Η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος του 2004 έκλεισε το 2007 μετά από αναθεωρήσεις των στοιχείων και με απόφαση του Συμβουλίου ότι το έλλειμμα διορθώθηκε³⁹. Το 2007 και πάλι, και ενώ η διεθνής χρηματοπιστωτική

από το περιοδικό Risk το 2003 και επανήλθαν στο προσκήνιο από το 2009 και μετά, οπότε ξεκίνησαν και οι συζητήσεις σχετικά με την ακρίβεια των στατιστικών στοιχείων που είχε δώσει η Ελληνική Κυβέρνηση στη Eurostat από την ένταξη στη ζώνη του ευρώ και μετά. Πρβλ. σχετικές αναφορές σε Μανωλόπουλο, (2011), 126-127, Δικαίο, (2012), 50-51 και υποσημ. 105 και ενδεικτικά σχετικά δημοσιεύματα στον ηλεκτρονικό τύπο Dunbar N., Revealed: Goldman Sachs' mega-deal for Greece, 1.7.2003, <http://www.risk.net/risk-magazine/feature/1498135/revealed-goldman-sachs-mega-deal-greece>. Τράκας Κ., Η Καθημερινή, 29.6.2011, <http://www.kathimerini.gr/725785/opinion/epikairothta/arxeio-monimes-sthles/grammata-anagnwstwn>).

36. Πρβλ. και Story/Thomas/Schwartz, "Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis", 13.2.2010, The New York Times (<http://www.nytimes.com/2010/02/14/business/global/14debt.html?pagewanted=all&r=1&>), όπου αναφέρεται χαρακτηριστικά: «*That deal, hidden from public view because it was treated as a currency trade rather than a loan, helped Athens to meet Europe's deficit rules while continuing to spend beyond its means*». Στο ίδιο δημοσίευμα αναφέρεται ότι το Νοέμβριο του 2009 στελέχη της Goldman Sachs επισκέφθηκαν την Αθήνα για να προτείνουν νέο ανάλογο deal αυτή τη φορά για να «εξαφανισθεί» προσωρινά το έλλειμμα των ασφαλιστικών ταμείων. Η συμφωνία αυτή δεν έγινε δεκτή.
37. Βλ. συνοπτικό ενημερωτικό φυλλάδιο "Η Ελλάδα με αριθμούς 2014", http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/BUCKET/General/ELLAS_IN_NUMBERS_GR.pdf.
38. Βλ. έκθεση της Επιτροπής της 19^{ης} Μαΐου 2004, Report prepared in accordance with Article 104(3) of the Treaty, SEC (2004) 623 final, διαθέσιμη στα αγγλικά: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/104-03/2004-05-19_el_104-3_en.pdf, η οποία αμφισβητούσε την ακρίβεια και αξιοπιστία των ελληνικών στατιστικών στοιχείων ("Greece's public finances show large imbalances, inconsistent with a prudent fiscal policy. Moreover, the quality of data is not satisfactory. Deficit figures in particular remain subject to potentially significant revision") και σχετική απόφαση του Συμβουλίου 2004/917/EC της 5^{ης} Ιουλίου 2004 σχετικά με την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος στην Ελλάδα, ΕΕ 30.12.2004, L 389/25 (διαθέσιμη στα αγγλικά: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/104-06_council/2004-07-05_el_104-6_council_en.pdf). Σημειώνεται ότι είχαν προηγηθεί αναθεωρήσεις των στοιχείων του 2000 και του 2001 κατόπιν σχετικής συμφωνίας των ελληνικών αρχών με τη Eurostat.
39. Απόφαση του Συμβουλίου 2007/465/EC της 5^{ης} Ιουνίου 2007 που ακύρωσε την απόφαση της 5^{ης} Ιουλίου 2004 σχετικά με την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος στην Ελλάδα, ΕΕ

κρίση είχε ήδη αρχίσει να προκαλεί αναταραχή, η ΕΣΥΕ υπέβαλε στη Eurostat πρόταση αναθεώρησης των στοιχείων του ΑΕΠ των ετών 2000-2007 κατά 26%. Τελικά η Eurostat συμφώνησε σε αναθεώρηση μόνο κατά 9,6%^{40,41}.

Παρά την ολοένα διευρυνόμενη απόκλιση των μεγεθών της ελληνικής οικονομίας από τα απαιτούμενα του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, καθόλη την περίοδο 2000 – 2008, τα spreads παρέμεναν σε χαμηλά επίπεδα, πράγμα που υποδηλώνει ότι οι αγορές ελάχιστη σημασία έδιναν τότε στις μη βιώσιμες δημοσιονομικές και εξωτερικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας. Δεν έβλεπαν ή δεν ήθελαν να δουν. Ή απλώς δεν ελάμβαναν υπόψιν όλες τις παραμέτρους της ελληνική οικονομίας, προκειμένου να αξιολογήσουν σωστά τον κίνδυνο. Παρόλα αυτά, ήταν γνωστές σε όλους, πόσο μάλλον στους παράγοντες τις αγοράς, οι στρεβλώσεις της ελληνικής οικονομίας, δεδομένου ότι οι αναθεωρήσεις των στατιστικών στοιχείων και η υπαγωγή σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος είχαν λάβει σημαντική δημοσιότητα.

1.2. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η πορεία προς το ΔΝΤ

Το Δεκέμβριο του 2008, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση βρισκόταν σε εξέλιξη ήδη από τον Αύγουστο του 2007, χωρίς, όμως, να έχει σημαντική επιρροή ακόμη στην Ελλάδα⁴². Στις 14 Ιανουαρίου 2009 ήρθε μία πρώτη ανησυχητική υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας από τον οίκο⁴³ Standard & Poor's από Α σε Α-^{44,45} και η Ελλάδα έγινε έτσι η πρώτη ευρωπαϊκή οικονομία που

6.6.2007, L 176/21 (διαθέσιμη στα αγγλικά: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/104-12_council/2007-06-05_el_104-12_council_en.pdf).

40. Ψαλιδόπουλος (2014), 413.

41. Μεταξύ των λόγων για τους οποίους προτάθηκε η αναθεώρηση από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία ήταν η αξιοποίηση επιπλέον στατιστικών στοιχείων (π.χ. για τον κλάδο των υπηρεσιών) που μέχρι τότε δεν ήταν διαθέσιμα, καθώς και των στοιχείων της απογραφής του 2001 αλλά και ο έλεγχος της μεθόδου που χρησιμοποιήθηκε για την καταγραφή. Βλ. Ενημέρωση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών Γ. Αλογοσκούφη σχετικά με την αναθεώρηση των στοιχείων του ΑΕΠ, 29.9.2006 <http://www.minfin.gr/portal/el/resource/contentObject/id/115bcd2b-c67b-45f8-9e96-918084ff9f4d>.

42. Κατά τη συζήτηση του σχεδίου προϋπολογισμού του 2009 στη Βουλή, διατυπώθηκε για πρώτη φορά η γνώμη ότι η χώρα πρέπει να προσφύγει στο μηχανισμό του ΔΝΤ προκειμένου να εξασφαλίσει τον απαραίτητο δανεισμό. Βλ. Απόσπασμα από την ομιλία Κ. Σημίτη, Πρακτικά της Βουλής, Περίοδος ΙΒ', Σύνοδος Β', Συνεδρίαση ΝΣΤ', 18.12.2008 (διαθέσιμα στο διαδικτυακό τόπο της Βουλής των Ελλήνων <http://www.hellenicparliament.gr/Praktika/Synedriaseis-Olomeleias?sessionRecord=0710a4d9-ed97-4f44-baa0-8c901753b103>)· Πρβλ. σχετική αναφορά στο Χρονολόγιο του διαδικτυακού τόπου του ΕΛΙΑΜΕΠ «Παρατηρητήριο για την κρίση», www.crisisobs.gr και στο Χρονολόγιο της κρίσης σε *Σιάτρα*, Οι ζημιές μας, τα κέρδη τους. Η λεηλασία της Ελλάδας, 2013, 81-100.

43. Βλ. εκτενώς για τη λειτουργία, τη ρύθμιση και το ρόλο των διεθνών οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies, CRAs), *Μαστρομανώλης*, Οίκοι αξιολόγησης εμπορών και χρηματοπιστωτικών μέσων, (2013).

44. Βλ. ΕΛΙΑΜΕΠ, Παρατηρητήριο για την κρίση, Χρονολόγιο οπ.

45. Για τη σημασία της αξιολόγησης σύμφωνα με τα κριτήρια του οίκου Standard & Poors, βλ. σχετικούς ορισμούς στο διαδικτυακό τόπο του οίκου (<https://www.globalcreditportal.com>)

υποβαθμίζεται μετά το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης τον Αύγουστο του 2007⁴⁶.

Από την επομένη η συνεχής επιδείνωση του κλίματος και η διαρκώς εντεινόμενη ανασφάλεια, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, άρχισαν να αντανακλώνονται στις αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων. Στις 15 Ιανουαρίου 2009 η απόδοση των δεκαετών ελληνικών ομολόγων φτάνει στο 5,43%⁴⁷. Η άνοδος στις αποδόσεις μαρτυρεί ότι αυξάνεται ο κίνδυνος για τους επενδυτές με αποτέλεσμα να μειώνεται η εμπιστοσύνη τους στα ελληνικά ομόλογα και να ζητούν μεγαλύτερη απόδοση για να τα αγοράσουν. Εν τω μεταξύ, αυξανόταν διαρκώς και η κίνηση στην αγορά ελληνικών CDS^{48,49}.

Στις 27 Απριλίου 2009 με απόφαση του Συμβουλίου⁵⁰, και αφού είχε προηγηθεί η έκθεση της Επιτροπής της 18^{ης} Φεβρουαρίου 2009⁵¹, η Ελλάδα τέθηκε και επισήμως εκ νέου σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος. Τον Αύγουστο του 2009 δημοσιεύθηκε έκθεση του ΔΝΤ⁵², που επεσήμαινε ότι η ελληνική οικονομία είναι ευάλωτη και τόνιζε την ανάγκη λήψης διαρθρωτικών μέτρων. Στις 2 Οκτωβρίου 2009, δύο ημέρες πριν από τις βουλευτικές εκλογές της 4^{ης} Οκτωβρίου 2009, η ΕΛΣΤΑΤ γνωστοποίησε στη Eurostat ότι το έλλειμμα για το 2009 θα κυμαινόταν κοντά στο 6% του ΑΕΠ. Λίγες ημέρες αργότερα, στις 20 Οκτωβρίου, ο Υπουργός Οικονομικών ανακοίνωσε στη συνεδρίαση του Eurogroup ότι το έλλειμμα ενδέχεται

46. E. Harrison, Greece sees credit rating cut by S&P, 14.1.2009, <https://www.Creditwritedowns.com/2009/01/greece-sees-credit-rating-cut-by-sp.html>. Βλ. και M. Petrakis, Greece's Sovereign Credit Rating Cut to A- by S&P (Update 3), 14.1.2009, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aX7Tj6X4Rs0I>.

47. Βλ. ΕΛΙΑΜΕΠ, Παρατηρητήριο για την κρίση, Χρονολόγιο σπ.

48. Δικαίος (2012), 76-77 υποσημ. 168.

49. Τα CDS (Credit Default Swaps - συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης), είναι παράγωγα προϊόντα (derivatives), που χρησιμοποιούνται σαν ασφαλιστήρια δανειστικού κινδύνου. Τα CDS αναφέρονται σε μία «οντότητα αναφοράς» (συνήθως κράτος ή εταιρία που εκδίδει χρεόγραφα), η οποία δεν είναι συμβαλλόμενο μέρος στην σύμβαση ανταλλαγής. Σε περίπτωση, δηλαδή, που επέλθει ο πιστωτικός κίνδυνος (π.χ. η χρεοκοπία ενός κράτους), ο πωλητής του CDS καταβάλλει το συμφωνημένο ποσό στον αγοραστή. Τα CDS δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά και δεν υπόκεινται σε ρυθμίσεις. CDS μπορεί να αγοράσει κανείς και χωρίς να είναι κάτοχος ομολόγου («γυμνά CDS») για να κερδοσκοπήσει, να στοιχηματίσει, δηλαδή, στην πτώχευση ενός κράτους ή μίας οντότητας. Η κίνηση στην αγορά CDS μαρτυρεί την ένταση του κινδύνου. Όσο ανεβαίνουν, λοιπόν, τα CDS τόσο αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος και υποβαθμίζεται η «οντότητα αναφοράς». Βλ. σχετικά με CDS με αναφορά ΟΕΔ ΠΠρΑθ 2284/2014, ΕφΑΔ 2014, 481 – 493 με παρατηρήσεις Βούλαρη.

50. Απόφαση του Συμβουλίου 2009/415/ΕΚ της 27^{ης} Απριλίου 2009 σχετικά με την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος στην Ελλάδα, ΕΕ 30.5.2009, L 135/21 (διαθέσιμη στα αγγλικά:

51. Έκθεση της Επιτροπής της 18^{ης} Φεβρουαρίου 2009, Report prepared in accordance with Article 104(3) of the Treaty, SEC (2009) 197 final, (διαθέσιμη στα αγγλικά: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/104-03/2009-02-18_el_104-3_en.pdf), στην οποία η Επιτροπή αναφέρει: *"Many EU countries are presently facing deficits above the reference value. The often strong deterioration in the budgetary position, both as regards the deficit and the debt, must be seen in the context of the unprecedented global financial crisis and economic downturn. However in Greece, fiscal imbalances have been high and persistent for many years, in spite of the buoyant economic activity up to 2008, and have structural roots. [...] High deficits have led to one of the highest debt ratio in the EU, which not only remains above the 60% of GDP reference value, but is on an upward path."*

52. Staff Report for the 2009 Article IV Consultation, August 2009, IMF Country Report No. 09/244, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09244.pdf>.

να φτάσει στο 12,5% του ΑΕΠ, δηλαδή να είναι σχεδόν διπλάσιο του ελλείμματος που είχε ανακοινώσει η αμέσως προηγούμενη κυβέρνηση και το οποίο, βέβαια, αναθεωρήθηκε αργότερα στο 15,4%.

Και ενώ η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση είχε ως τότε σχετικά μικρή επίδραση στα ελληνικά spreads⁵³, η ανακοίνωση αυτή σε συνδυασμό με την αναταραχή από την κρίση χρέους στο Ντουμπάι, έκανε τις αγορές και τους οίκους αξιολόγησης να στρέψουν την προσοχή τους στις αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας⁵⁴, τις οποίες ως τότε αγνοούσαν ή υποτιμούσαν (;). Ίσως έτσι να εξηγείται πώς, «τη μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση που γνώρισε ο κόσμος μεταπολεμικά, ούτε που την καταλάβαμε στη χώρα μας»⁵⁵. Ίσως, τελικά, η ελληνική οικονομία να μην ήταν τόσο καλά «θωρακισμένη» απέναντι στην κρίση, αλλά απλώς οι αγορές να μην έβλεπαν ή να μην ήθελαν να δουν τις ανισορροπίες της.

Η «ετυμηγορία» των διεθνών οίκων αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία μπορεί να ήρθε κάπως καθυστερημένα, αλλά ήρθε με εκδικητική διάθεση⁵⁶. Από τις αρχές του 2009 άνοιξε ένας κύκλος συνεχών πιστοληπτικών υποβαθμίσεων και η απόδοση των δεκαετών ομολόγων διαρκώς αυξανόταν. Στις 8 Δεκεμβρίου 2009 ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε BBB+⁵⁷. Με διαφορά λίγων ημερών ακολούθησε η υποβάθμιση και από τους άλλους δύο οίκους (Standard & Poor's στις 16 και Moody's στις 22 Δεκεμβρίου)⁵⁸. Από το Δεκέμβριο του 2009 και μετά επενδύθηκαν σημαντικά κεφάλαια σε CDS για τα ελληνικά ομόλογα⁵⁹.

Τον Ιανουάριο του 2010 η ελληνική κυβέρνηση ανακοίνωσε πρόγραμμα σταθεροποίησης με σειρά μέτρων με στόχο τη μείωση του ελλείμματος. Εν τω μεταξύ η απόδοση των ελληνικών ομολόγων έφτασε στο 6,72% για τα πενταετή και στο 6,98% για τα δεκαετή⁶⁰. Την ίδια περίοδο, στη συνάντηση του Παγκόσμιου Οικονομικού forum στο Νταβός⁶¹, ο Ευρωπαίος Επίτροπος Χοακίν Αλμούνια διαβεβαίωσε ότι «οι χώρες της ευρωζώνης δεν χρεοκοπούν». Στην έκτακτη Σύνοδο Κορυφής της 10^{ης} Φεβρουαρίου 2010 οι Ευρωπαίοι εταίροι δήλωσαν την πρόθεσή τους να στηρίξουν την Ελλάδα χωρίς συγκεκριμένες προτάσεις ως προς τη στήριξη

53. Σχετικά με την επίδραση της διεθνούς κρίσης στην αγορά ελληνικών ομολόγων βλ. *Καραγιάννης*, Αγορές Ομολόγων: εξελίξεις και προοπτικές μετά την πρόσφατη κρίση, (2009).

54. *Gibson/Hall/Tavlas* (2011), 10.

55. *Γκλαβίνης*, Το Μνημόνιο της Ελλάδος στην ευρωπαϊκή, τη διεθνή και την εθνική έννομη τάξη, 2010, VII.

56. *Gibson/Hall/Tavlas* (2011), 24.

57. Βλ. ΕΛΙΑΜΕΠ, Παρατηρητήριο για την κρίση, Χρονολόγιο οπ.

58. Βλ. ΕΛΙΑΜΕΠ, Παρατηρητήριο για την κρίση, Χρονολόγιο οπ και *Γκλαβίνης*, 2010, 5.

59. *Γκλαβίνης* (2010), 6.

60. ΤτΕ, Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου – Ιανουάριος 2010, http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Markets/HDAT/DispItem.aspx?Item_ID=3243&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_Type=1&Filter_Code=1.

61. Συστάθηκε το 1971 ως μη κερδοσκοπικός διεθνής οργανισμός με έδρα τη Γενεύη και μέλη τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις παγκοσμίως. Βλ. περισσότερες πληροφορίες στο διαδικτυακό τόπο του οργανισμού <http://www.weforum.org/>

που είναι διατεθειμένοι να παράσχουν. Στις αρχές Μαρτίου 2010 η κυβέρνηση ανακοίνωσε πρόσθετα μέτρα λιτότητας. Οι αγορές, όμως, δεν φάνηκαν να πείθονται και οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων συνέχισαν να αυξάνονται.

Στις 23 Απριλίου 2010 η ελληνική κυβέρνηση ζήτησε επισήμως⁶² την ένταξη στο μηχανισμό στήριξης του ΔΝΤ. Ακολούθησαν πιστοληπτικές υποβαθμίσεις και από τους τρεις οίκους αξιολόγησης. Ο οίκος Standard & Poor's, μάλιστα, υποβάθμισε την Ελλάδα στην κατηγορία των «σκουπιδιών»⁶³. Το Μάιο του 2010 συμφωνήθηκε πακέτο έκτακτης δανειοδότησης 110 δισεκατομμυρίων ευρώ από την Ευρωζώνη και το ΔΝΤ με αντίστοιχη υποχρέωση της Ελλάδας να λάβει μέτρα λιτότητας ύψους 30 δισεκατομμυρίων. Εν τω μεταξύ, η απόδοση των δεκαετών ελληνικών ομολόγων είχε φτάσει στο 12,7%⁶⁴. Στις 5 Μαΐου ψηφίσθηκε ο ν. 3845/2010 (Μνημόνιο Ι)^{65,66}, στον οποίο επισυνάφθηκαν το Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής και το Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής μεταξύ ελληνικής κυβέρνησης, ΕΚΤ, Ευρωπαϊκής Επιτροπής και ΔΝΤ.

Υπό την πίεση των διαδοχικών υποβαθμίσεων και με την απειλή νέων, η ΕΚΤ ανακοίνωσε στις 3 Μαΐου ότι θα δέχεται ως ενέχυρο για την παροχή χρηματοδότησης χρεόγραφα που έχουν εκδοθεί ή φέρουν την εγγύηση της ελληνικής κυβέρνησης ανεξάρτητα από την αξιολόγησή τους⁶⁷. Λίγες ημέρες αργότερα σε έκτακτη σύνοδο το ECOFIN ανακοίνωσε τη δημιουργία Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης (European Stabilization Mechanism) με συμμετοχή και του ΔΝΤ, στον οποίο εντάσσεται και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility, EFSF), που ιδρύθηκε ως όχημα ειδικού σκοπού (SPV)⁶⁸.

Από την ένταξη στο Μηχανισμό ξεκίνησε και η διαρκής παρακολούθηση της προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας. Η τέταρτη κατά σειρά αξιολόγηση τον Ιούνιο του 2011, δεν ήταν αρκετά ενθαρρυντική. Αναγνώριζε μεν την πρόοδο που είχε επιτευχθεί στον ένα χρόνο εφαρμογής του προγράμματος, αλλά απαιτούσε επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών⁶⁹. Λίγες ημέρες αργότερα ακολούθησε νέα

62. Διάγγελμα του Πρωθυπουργού Γ. Παπανδρέου από το Καστελόριζο.

63. Βλ. ΕΛΙΑΜΕΠ, Παρατηρητήριο για την κρίση, Χρονολόγιο σπ.

64. Βλ. ΕΛΙΑΜΕΠ, Παρατηρητήριο για την κρίση, Χρονολόγιο σπ.

65. «Μέτρα για την εφαρμογή του μηχανισμού στήριξης της ελληνικής οικονομίας από τα κράτη - μέλη της Ζώνης του ευρώ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο», ΦΕΚ/Α/65/6.5.2010.

66. Βλ. ΣτΕ Ολ 668/2012 σχετικά με τη συνταγματικότητα του Μνημονίου, καθώς και ΕΔΔΑ, απόφ. 3.6.2013, υπόθ. *Κουφάκη και ΑΔΕΔΥ κατά Ελλάδος*, (αρ. προσφυγών 57665/12 και 57657/12).

67. ECB Press release 3 May 2010, ECB announces change in eligibility of debt instruments issued or guaranteed by the Greek government, <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100503.en.html>.

68. European Commission MEMO 10/173, 10.5.2010, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-173_en.htm.

69. Βλ. σχετικό δελτίο τύπου της 3.6.2011 της ΕΚΤ, "Statement by the European Commission, the ECB and the IMF on the Fourth Review Mission to Greece", <http://www.ecb.europa.eu/>

υποβάθμιση από τον οίκο Standard & Poor's στην χαμηλότερη βαθμίδα CCC. Τον Ιούλιο του 2010 τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου είχαν υποβαθμισθεί από δύο από τους τρεις διεθνείς οίκους αξιολόγησης σε επίπεδο «μη επένδυσης» (junk), με αποτέλεσμα την αποβολή της χώρας από τις διεθνείς αγορές⁷⁰.

Πρέπει να παρατηρήσουμε ότι οι αξιολογήσεις των διεθνών οίκων ήρθαν αρκετούς μήνες αφότου τα spreads των ελληνικών ομολόγων είχαν αρχίσει να αυξάνονται ραγδαία, δηλαδή ήδη από τα τέλη του 2008^{71,72}. Φαίνεται ότι στην περίπτωση της Ελλάδας επιβεβαιώνεται η κρίση ότι οι αξιολογήσεις των διεθνών οίκων συχνά αντανakλούν ήδη γνωστές καταστάσεις ή τάσεις αντί να εκφράζουν προβλέψεις. Η υστέρηση αυτή αποτελεί συγχρόνως εκδήλωση της στατικότητας και της μειωμένης προσαρμοστικότητας που χαρακτηρίζει τις μετρήσεις των οίκων αξιολόγησης⁷³.

Άλλο ένα σημείο που θα πρέπει να επισημάνουμε σχετικά με τη λειτουργία των οίκων αξιολόγησης έχει να κάνει με την αρχή «ο εκδότης πληρώνει». Ο αξιολογούμενος εκδότης χρηματοπιστωτικών μέσων (κράτος, έμπορος κτλ) καταβάλλει αμοιβή στον οίκο που αναλαμβάνει την αξιολόγησή μέσων του. Στην πράξη ο ενδιαφερόμενος εκδότης αναζητεί την αξιολόγηση που επιθυμεί για τα μέσα που εκδίδει. Ειδικά όσον αφορά τις αξιολογήσεις κρατικών τίτλων, δηλαδή κρατών ως εκδοτών, η κρίση του εκάστοτε οίκου επηρεάζεται και από τα συμφέροντα των μετόχων του, που συνήθως, είναι μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα⁷⁴. Οι αξιολογήσεις τους, λοιπόν, παρέχονται χωρίς εγγυήσεις ανεξαρτησίας και αντικειμενικότητας^{75,76}.

Εξίσου σημαντικό είναι ότι οι αξιολογήσεις χαρακτηρίζονται από εγγενείς, θα λέγαμε, περιορισμούς, καθόσον λαμβάνουν υπόψιν περιορισμένα δεδομένα, κυρίως στατιστικά στοιχεία του παρελθόντος, άλλες διαθέσιμες πληροφορίες που κρίνουν

press/pr/date/2011/html/pr110603_1.en.html.

70. Δικαίος, (2012), 149.

71. Βλ. ΕΛΙΑΜΕΠ, Παρατηρητήριο για την κρίση, Πίνακας εξέλιξης των spreads 10ετών ομολόγων 8/2008 – 4/2013, <http://crisisobs.gr/wp-content/uploads/2013/03/1.-SPREADS5.pdf>.

72. Ενδεικτικά ο οίκος Moody's ανακοίνωσε ότι θα προχωρούσε σε επανεξέταση των αξιολογήσεων για την Ελλάδα για πιθανή υποβάθμιση μόλις στις 29.10.2009 (https://www.moody.com/research/Moodys-places-Greeces-ratings-on-review-for-possible-downgrade-PR_189342).

73. Μαστρομανώλης, (2013), 23 υποσημ. 47.

74. Βλ. παραδείγματα μεταξύ των μεγαλύτερων και γνωστότερων οίκων αξιολόγησης σε *Fucsh/Ghering*, The Home Bias in Sovereign Ratings, 20.12.2013, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2370374, 7-8.

75. Έτσι και Μαστρομανώλης, (2013), 27, με γνώμονα τις αξιολογήσεις εμπόρων.

76. Πρβλ. και σχετικό δελτίο τύπου για την εισαγωγή του νέου αυστηρότερου ευρωπαϊκού ρυθμιστικού πλαισίου για τους οίκους αξιολόγησης με κριτική του Επιτρόπου Μ. Barnier σχετικά με την διαφάνεια των αξιολογήσεων κρατικών τίτλων, European Commission, IP/13/555, 18.6.2013, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-555_en.htm?locale=en. Ειδικά όσον αφορά τις αξιολογήσεις δημοσίου χρέους, βλ. σκέψεις 1, 39, 42, 45 του Κανονισμού 462/2013 της 21^{ης} Μαΐου 2013 για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ΕΕ 31.5.2014, L 146/1.

χρήσιμες, καθώς και το υλικό που θέτει ο ίδιος ο αξιολογούμενος εκδότης στη διάθεσή τους, προκειμένου να διαμορφώσουν την κρίση τους. Ακόμη και η αξιοποίηση των δεδομένων αυτών υπόκειται σε περιορισμούς, όπως ενδεικτικά το κόστος που συνεπάγεται η μετάφραση και ανάλυση των δεδομένων από ξενόγλωσσες πηγές⁷⁷. Οι αξιολογήσεις, λοιπόν, είναι σχετικές και στην πράξη αντί να προβλέπουν, μάλλον επαληθεύονται ή διαψεύδονται εκ των υστέρων. Η στατικότητα και η υστέρηση που χαρακτηρίζουν τις αξιολογήσεις των διεθνών οίκων αποτελούν αντικείμενο κριτικής και στην πρόσφατη απόφαση του Εμποροδικείου της Βιέννης επί αγωγής αυστριακών επενδυτών που ζημιώθηκαν από την εσφαλμένη αξιολόγηση του κινδύνου ΟΕΔ εκ μέρους της τράπεζάς τους, η οποία βασίσθηκε στις αξιολογήσεις των διεθνών οίκων⁷⁸.

Η περίπτωση της Ελλάδας έρχεται να αναδείξει τις ανησυχίες σχετικά με την λειτουργία και την αξιοπιστία των διεθνών οίκων αξιολόγησης. Όπως θα δούμε στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας, η καθυστέρηση αλλά και η σχετικότητα των αξιολογήσεων έχει σημασία για την αντίστοιχη αξιολόγηση του κινδύνου των ΟΕΔ από τα ΠΙ και την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Αυτό διότι, ανεξάρτητα από την κρίση των διεθνών οίκων σχετικά με το αξιόχρεο του Ελληνικού Δημοσίου ως εκδότη, τα εγχώρια ΠΙ και οι εξειδικευμένοι υπάλληλοί τους, είχαν ή όφειλαν να έχουν ή τουλάχιστον θα ανέμενε κανείς να έχουν καλύτερη εικόνα για την πραγματική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και να είναι σε θέση να δώσουν την κατάλληλη ενημέρωση στο επενδυτικό κοινό.

2. Η δρομολόγηση του «κουρέματος»

2.1. Η «συμφωνία της Deauville»

Η πρώτη νύξη για συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement) στη διάσωση των κρατών της ευρωζώνης και για «κούρεμα» κρατικών ομολόγων εντοπίζεται στην γαλλογερμανική «συμφωνία της Deauville», όπως έμεινε γνωστή. Πρόκειται για μία αρχικά «μυστική» συμφωνία, στην οποία κατέληξαν η Α. Μέρκελ και ο Ν. Σαρκοζί στις 18 Οκτωβρίου 2010 στο περιθώριο διπλωματικής συνάντησης μεταξύ Γαλλίας, Γερμανίας και Ρωσίας⁷⁹. Το «πραγματικό deal» έκλεινε στη

77. *Fucsh/Ghering*, The Home Bias in Sovereign Ratings, 20.12.2013, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2370374, 14-15. Σχετικά με τις αξιολογήσεις εμπορών πρβλ. *Μαστρομανώλης*, 2013, 46-47.

78. Βλ. κατωτέρω σελ. 66, υποσημ. 305-306

79. Βλ. ενδεικτικά σχετικά δημοσιεύματα *Forelle/Gaultier-Villars/Blackstone/Enrich*, As Ireland flails, Europe lurches across the Rubicon, 27.12.2010, WSJ, <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703814804576035682984688312>; *Chaffin/Spiegel*, Franco-German bail-out pact divides EU, 18.10.2010, FT, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/56984290-df96-11df-bed9-00144feabdc0.html#axzz3ERkA0WFv>; Wall Street Journal για Μέρκελ – Σαρκοζί. Μυστική συμφωνία για τη συμμετοχή ιδιωτών στο Μηχανισμό Στήριξης, Το Βήμα, 27.12.2010, <http://www.tovima.gr/world/article/?aid=375278> πρβλ. και μεταγενέστερο δημοσίευμα με κριτική και αναφορά στην εκ νέου υποχώρηση και

Deauville, ενώ την ίδια ημέρα οι υπουργοί οικονομικών της ευρωζώνης συναντώνταν στο Λουξεμβούργο για να συζητήσουν λεπτομέρειες σχετικά με τον ESM⁸⁰.

Στη Deauville η Α. Μέρκελ πήρε πίσω την αυστηρή πρόταση για αυτόματη τιμωρία των κρατών που δεν συμμορφώνονται με τα όρια ελλείμματος στην ευρωζώνη (πράγμα που προκαλούσε αντιδράσεις από την πλευρά της Γαλλίας) με αντάλλαγμα την υποστήριξη του Ν. Σαρκοζί στην πρότασή της για εθελοντική συμμετοχή και του ιδιωτικού τομέα από το 2013 και εξής στη διάσωση κρατών⁸¹. Και ενώ μέχρι την ανακοίνωση της συμφωνίας της Deauville, τα spreads των κρατών σε δυσκολία (Ισπανία, Πορτογαλία, Ελλάδα) είχαν αρχίσει να πέφτουν, ανέβηκαν και πάλι απότομα⁸² αντανakλώντας την ανησυχία των επενδυτών. Τα ομόλογα κρατών της ευρωζώνης δεν ήταν πια «σίγουρα χαρτιά» όπως πριν. Οι επενδυτές φοβούνταν ότι θα καλούνταν ανά πάσα στιγμή να δεχθούν «κούρεμα» ή επιμήκυνση της αποπληρωμής των ομολόγων τους και ότι στο εξής η συμμετοχή των ιδιωτών (PSI) μπορεί να καθιερωθεί ως προϋπόθεση για την ενεργοποίηση του μηχανισμού διάσωσης κρατών⁸³.

Το deal ενσωματώθηκε στη δήλωση του Eurogroup⁸⁴ της 28^{ης} Νοεμβρίου 2010 για τη λειτουργία του ESM, στην οποία αναφέρεται ότι θα γίνονται οι απαραίτητες τροποποιήσεις των κανόνων, ώστε να διασφαλίζεται και η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα κατά περίπτωση⁸⁵. Στην ίδια δήλωση προβλέφθηκε και η εισαγωγή τυποποιημένων και ομοιόμορφων ρητρών συλλογικής δράσης (Collective Action

αναδιαμόρφωση της γαλλογερμανικής συμφωνίας *Charlemagne*, Germany, France and the euro. Behind the smiles, 5.12.2011, The Economist, <http://www.economist.com/blogs/charlemagne/2011/12/germany-france-and-euro>, καθώς και πρόσφατο δημοσίευμα με έντονη κριτική του απερχόμενου Επιτρόπου Οικονομικών Όλι Ρεν για την «ηλίθια», όπως τη χαρακτήρισε, συμφωνία της Deauville, Όλι Ρεν: «ηλίθια» η συμφωνία Μέρκελ, Σαρκοζί στη Ντοβίλ, 1.7.2014, Καθημερινή, <http://www.kathimerini.gr/774125/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/oli-ren-hli8ia-h-symfwnia-merkel-sarkozi-sthn-ntovil>. Αξίζει να σημειωθεί ότι ήδη από την γνωστοποίηση της συμφωνίας τον Οκτώβριο του 2010 ο τότε πρόεδρος της ΕΚΤ Jean-Claude Trichet είχε αντιδράσει έντονα θεωρώντας ότι η συμφωνία έθετε σε κίνδυνο τη συνέχεια του ευρώ

80. Βλ. ενδιαφέρουσα κριτική για την αλαζονεία που επέδειξε το γαλλογερμανικό δίδυμο έναντι των υπόλοιπων μελών της ευρωζώνης σε *Rinke*, The Deauville Paradox. Syria and the masochism of the German eurodebate, 15.11.2013, DGAP (German Council on Foreign Relations), <https://ip-journal.dgap.org/en/ip-journal/topics/deauville-paradox>, καθώς και σχολιασμό της συμφωνίας σε *Irwin*, The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire, 2013.
81. *Forelle/Gaultier-Villars/Blackstone/Enrich*, As Ireland flails, Europe lurches across the Rubicon, 27.12.2010, WSJ, <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703814804576035682984688312>.
82. *Ardagna/Caselli*, Online Appendix to the Political Economy of the Greek Debt Crisis, 2014, 27, LSE personal papers, <http://personal.lse.ac.uk/casellif/papers/greeceappendix.pdf>.
83. Πρβλ. γραφήματα στα οποία καταγράφεται η ραγδαία άνοδος των spreads αμέσως μετά τη γαλλογερμανική ανακοίνωση από τη Deauville, The determinants of euro area sovereign yield bond spreads during the crisis, ECB Monthly Bulletin, May 2014, 76-77, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201405en_pp67-83en.pdf.
84. Σχετικά με το ρόλο και τη νομική φύση των πράξεων του Eurogroup βλ. *Καραγκούνης/Πάντου*, Η νομική φύση των πράξεων του Eurogroup, ΕΕυρΔ 2013, 139-145.
85. «Rules will be adapted to provide for a case by case participation of private sector creditors, fully consistent with IMF policies.», Statement by the Eurogroup, 28.11.2010, διαθέσιμη στα αγγλικά στο διαδικτυακό τόπο του Συμβουλίου της ΕΕ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf.

Clauses, CACs) στα ομόλογα που εκδίδουν τα κράτη της ευρωζώνης από τον Ιανουάριο του 2013 και εξής. Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) για την κάλυψη του χρηματοδοτικού κενού στην Ελλάδα αναφέρεται στη Δήλωση του Eurogroup της 20^{ης} Ιουνίου 2011⁸⁶ για την πορεία του Προγράμματος Προσαρμογής, καθώς και στα συμπεράσματα του Συμβουλίου της 24^{ης} Ιουνίου 2011, όπως αναθεωρήθηκαν⁸⁷.

Οι συζητήσεις με τους ιδιώτες επενδυτές, στις οποίες το IIF⁸⁸ είχε ρόλο συντονιστή και εκπροσώπου των ιδιωτών πιστωτών, είχαν ξεκινήσει ήδη από τις αρχές Ιουλίου 2011⁸⁹. Οι συζητήσεις του Eurogroup, της Ελληνικής Κυβέρνησης και των εκπροσώπων ιδιωτών πιστωτών, συγκεκριμένα με την αποτελούμενη από 32 μέλη «Επιτροπή Ιδιωτών Πιστωτών – Επενδυτών» (Private Creditor – Investor Committee – P.C.I.C.) και την υπ’ αυτής ορισθείσα «Διευθύνουσα Επιτροπή» (Steering Committee)⁹⁰, που αποτελούνταν από τους 13 μεγαλύτερους πιστωτές, συνεχίστηκαν ως την κατάληξη στην τελική συμφωνία της 21^{ης} Φεβρουαρίου 2012 για μείωση του χρέους κατά 53,5% (PSI+).

2.2. Οι αποφάσεις των Συνόδων Κορυφής της 21^{ης} Ιουλίου και της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011

Η εφαρμογή του PSI για την Ελλάδα πήρε σάρκα και οστά με την απόφαση της Συνόδου Κορυφής της 21^{ης} Ιουλίου 2011, η οποία προέβλεπε την κάλυψη του χρηματοδοτικού κενού με νέο πρόγραμμα στήριξης από το ΔΝΤ και τον EFSF αλλά και με την «εθελοντική συμβολή του ιδιωτικού τομέα», καθιστώντας «σαφές ότι η περίπτωση της Ελλάδας απαιτεί μια λύση έκτακτου και μοναδικού χαρακτήρα»⁹¹. Η

86. Δήλωση του Eurogroup για την πορεία του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής και τη βιωσιμότητα του χρέους της Ελλάδας, διαθέσιμη στα αγγλικά στο διαδικτυακό τόπο του Συμβουλίου της ΕΕ <http://www.consilium.europa.eu/media/29354/statement%20by%20the%20eurogroup%2020%20june%202011.pdf>.

87. Αναθεωρημένο κείμενο συμπερασμάτων του Συμβουλίου της ΕΕ της 23/24 Ιουνίου 2011, EUCO 23/1/11, REV 1, CO EUR 14, CONCL 4, διαθέσιμο στα ελληνικά στο διαδικτυακό τόπο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/el/ec/123084.pdf.

88. Institute of International Finance (Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Ινστιτούτο). Πρόκειται για την παγκόσμια ένωση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με μέλη τις μεγαλύτερες τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες του κόσμου. Το IIF είχε διαδραματίσει σημαντικό ρόλο και σε προηγούμενες κρίσεις χρέους, όπως αυτή της Αργεντινής, ως εκπρόσωπος των ιδιωτών πιστωτών. Βλ. περισσότερα στο διαδικτυακό τόπο του Ινστιτούτου <http://www.iif.com/>.

89. Δελτίο τύπου IIF 1.7.2011, <http://www.iif.com/press/press+releases+2011/press+196.php>: πρβλ. και αναφορές στις αρχικές συζητήσεις μέσω IIF σε σχετικό δημοσίευμα *Taylor/Chambers*, Banks meet to thrash out Greece aid plan, 5.7.2011, Reuters, <http://www.reuters.com/article/2011/07/05/us-banks-greece-idUSL6E7I50M620110705>.

90. Βλ. σύνθεση της Διευθύνουσας Επιτροπής σε Δελτίο Τύπου IIF 28.11.2011 με ενημέρωση 21.12.2011, <http://www.iif.com/press/press+releases+2011/press+219.php>

91. Δήλωση των Αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων της ζώνης του ευρώ και των θεσμικών οργάνων της ΕΕ της 21^{ης} Ιουλίου 2011, διαθέσιμη στα αγγλικά στο διαδικτυακό τόπο του Συμβουλίου της ΕΕ https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/124006.pdf. Πρβλ. και το κείμενο του προσχεδίου της Δήλωσης όπως διέρρευσε και δημοσιεύθηκε, *The Telegraph*, Draft eurozone proposal document, 21.7.2011, <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/8652386/Draft-eurozone-proposal-document.html>. Στο

συμφωνία προέβλεπε «κούρεμα» των ομολόγων των ιδιωτών επενδυτών κατά 21% και επιμήκυνση της αποπληρωμής, ώστε να μετακυλιθούν στο μέλλον οι υποχρεώσεις του ελληνικού δημοσίου.

Ωστόσο, εξαιρούνταν από το πλάνο αυτό τα ομόλογα που είχε στα χέρια της η ΕΚΤ⁹² αξίας 60 δισ. ευρώ, τα δάνεια κρατών-μελών της ΕΕ και του ΔΝΤ, έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου αξίας περίπου 15 δισ. ευρώ, ομόλογα που έληγαν μετά το 2020, καθώς και άλλες υποχρεώσεις προς προμηθευτές του ελληνικού δημοσίου. Με άλλα λόγια, ένα πολύ σημαντικό μέρος του ελληνικού χρέους έμενε εκτός «κουρέματος»⁹³. Την ίδια ημέρα το IIF ανακοίνωσε το πακέτο της προσφοράς των ιδιωτών επενδυτών για την συμμετοχή τους στην διάσωση της Ελλάδας⁹⁴. Εν τω μεταξύ, ξεκίνησαν κερδοσκοπικές μαζικές αγορές ελληνικών ομολόγων, που είχαν πλέον φτάσει στο 40% της ονομαστικής τους αξίας, από μεγάλα hedge funds στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού. Η ξαφνική αυτή στροφή των αγορών υποδηλώνει ότι η συμφωνία για «κούρεμα» των ελληνικών ομολόγων δεν ήταν και τόσο επώδυνη για τους συναινέσαντες πιστωτές^{95,96}. Αντιθέτως, ήταν μάλλον επωφελής γι' αυτούς⁹⁷.

Η συμφωνία αυτή δεν εφαρμόστηκε, προφανώς διότι δεν έδινε βιώσιμη λύση στο ελληνικό χρέος⁹⁸, και αντικαταστάθηκε από την απόφαση της Συνόδου Κορυφής της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011^{99,100}. Η απόφαση αυτή προέβλεπε την εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων με ονομαστική μείωση του 50% επί του θεωρητικού ελληνικού χρέους που κατέχουν ιδιώτες επενδυτές με τη συνεισφορά ποσού 30 δισ. ευρώ από

προσχέδιο υπήρχαν και αναφορές στην εφαρμογή ενός «σχεδίου Marshall» για την Ελλάδα, οι οποίες απαλείφθηκαν από το τελικό κείμενο.

92. Βλ. σχετικά με το εάν η ανταλλαγή τίτλων της ΕΚΤ με νέους τίτλους που εξαιρούνται από την εφαρμογή CACs θα μπορούσε να θεωρηθεί ως διακριτική μεταχείριση εις βάρος άλλων κατόχων ΟΕΔ *Boudreau*, Restructuring Sovereign debt under local law: Are retrofit collective action clauses expropriatory?, *Harvard Business Law Review*, online, 2012, vol. 2, 178 με παραπομπές σε *Bradley και Dobson*.
93. Βλ. αναλυτικότερα για το περιεχόμενο της απόφασης της 21^{ης} Ιουλίου 2011 *Δικαίος*, 2012, 533-544.
94. Δελτίο τύπου IIF 21.7.2011, Greece Financing Offer: Statement by the IIF Board of Directors: πρβλ. και τη λίστα των επενδυτών που συναίνεσαν στην πρόταση αυτή <http://www.iif.com/press/press+releases+2011/press+198.php>.
95. Πρβλ. ενδεικτικά δημοσιεύματα *Ζωής*, Το σχέδιο ανταλλαγής ομολόγων άρχισε να «περπατάει», *Ελευθεροτυπία*, 19.8.2011, <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=302662>· *Ο ίδιος*, Πάρτι και με το κούρεμα, 30.9.2011, <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=314077>
96. Πρβλ. τον παραλληλισμό της διαδικασίας του PSI με τη θεωρία των παιγνίων του Martin Shubik, *Kay*, Kipling's game theory lessons for Greece, *FT*, 26.7.2011, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/94623760-b7af-11e0-8523-00144feabdc0.html#axzz3Ebulabci>.
97. *Δικαίος*, (2012), 551.
98. Βλ. αναλυτικότερα σχόλια για τη Συμφωνία της 21^{ης} Ιουλίου 2011 σε *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, *Institute for International Economics* (2013), <http://www.iie.com/publications/wp/wp13-8.pdf>, 5-7.
99. Δήλωση της Συνόδου κορυφής για το ευρώ της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011, διαθέσιμη στα ελληνικά στο διαδικτυακό τόπο του Συμβουλίου της ΕΕ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf
100. Πρβλ. και τις δηλώσεις Ackerman και Dallara αμέσως μετά την απόφαση της Συνόδου Κορυφής, Statements by Dr. Ackerman and Mr. Dallara on behalf of the IIF on the new Greek agreement, 27.10.2011, <http://www.iif.com/press/press+releases+2011/press+216.php>, καθώς και σχετικό δελτίο τύπου, 27.10.2011, <http://www.iif.com/press/press+releases+2011/press+215.php>

τα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Η εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) αποτελούσε την προϋπόθεση για την πρόσθετη χρηματοδότηση του προγράμματος στήριξης της Ελλάδας ύψους έως 100 δισ. ευρώ μέχρι το 2014, συμπεριλαμβανομένης της απαιτούμενης ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών. Το νέο πρόγραμμα θα έπρεπε να καταρτισθεί ως το τέλος του 2011 και η ανταλλαγή των ομολόγων στο πλαίσιο του PSI θα έπρεπε να πραγματοποιηθεί στις αρχές του 2012. Στόχος η μείωση του ελληνικού χρέους στο 120% του ΑΕΠ ως το 2020¹⁰¹.

Το δεύτερο σχέδιο PSI (PSI+) ήρθε να διορθώσει τα μειονεκτήματα του PSI. Πρώτον αύξησε το ποσοστό του «κουρέματος» από το 21% στο 50% και δεύτερον συμπεριέλαβε όλα τα ομόλογα ελληνικού δημοσίου, και όχι μόνο εκείνα με λήξη ως το 2020, όπως είχε προβλεφθεί στο πρώτο σχέδιο PSI. Ωστόσο, και το δεύτερο σχέδιο τέθηκε σε «εθελοντική» βάση («voluntary») και άφησε εκτός «κουρέματος» τα ομόλογα της ΕΚΤ. «Εθελοντικό» παρέμεινε προκειμένου να μην θεωρηθεί ως «πιστωτικό γεγονός» (default) από την ISDA^{102,103} και τα ομόλογα της ΕΚΤ έμειναν εκτός «κουρέματος»¹⁰⁴ διότι σε αντίθετη περίπτωση η ΕΚΤ, που από το Μάιο του 2010 αγόραζε μαζικά ομόλογα του ελληνικού δημοσίου σε μία προσπάθεια αποκατάστασης της σταθερότητας στην αγορά ελληνικών ομολόγων, θα υφίστατο σημαντικές ζημιές και θα χρειαζόταν κεφαλαιακή ενίσχυση¹⁰⁵. Βέβαια, όπως θα δούμε στη συνέχεια το στίγμα του «πιστωτικού γεγονότος» δεν απεφεύχθη τελικά, αφού η υλοποίηση του PSI με την ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης θεωρήθηκε ως «επιλεκτική χρεοκοπία» (selective default) και ενεργοποιήθηκαν τα CDS.

101. Δήλωση της Συνόδου Κορυφής για το ευρώ της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011, παρ. 12

102. International Swaps and Derivatives Association (Διεθνής Ένωση Συμβάσεων Ανταλλαγής και Παραγώγων)

103. Βλ. *Levine*, Mandatory Greek CDS Post, 27.11.2011, <http://dealbreaker.com/2011/10/mandatory-greek-cds-post/>.

104. Βλ. υποσημ. 92 ανωτέρω

105. Βλ. *Koutras*, The PSI's enigma – and a possible solution, αναδημοσίευση στο blog του LSE για την ελληνική κρίση 'Greece@LSE', 23.1.2012 <http://blogs.lse.ac.uk/greeceatlse/2012/01/23/the-psi-enigma-and-a-possible-solution/>.

3. Η αρχιτεκτονική του PSI

3.1. Η εφαρμογή της απόφασης της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011

Κατ' εφαρμογήν της απόφασης της Συνόδου Κορυφής της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011, στις 12 Φεβρουαρίου 2012 ψηφίσθηκε ο ν. 4046/2012 (ΦΕΚ/Α/28/14.2.2012) για την «έγκριση των Σχεδίων Συμβάσεων Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης μεταξύ του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Ε.Τ.Χ.Σ.), της Ελληνικής Δημοκρατίας και της Τράπεζας της Ελλάδος, του Σχεδίου του Μνημονίου Συνεννόησης μεταξύ της Ελληνικής Δημοκρατίας, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Τράπεζας της Ελλάδος και άλλες επείγουσες διατάξεις για τη μείωση του δημοσίου χρέους και τη διάσωση της εθνικής οικονομίας».

Αμέσως μετά την έγκριση των σχεδίων με νόμο από το Ελληνικό Κοινοβούλιο¹⁰⁶, το Eurogroup έδωσε με την απόφαση της 21^{ης} Φεβρουαρίου 2012^{107,108} το πράσινο φως για την υλοποίηση του PSI+, που προέβλεπε αυτή τη φορά ελαφρώς μεγαλύτερο «κούρεμα» των ελληνικών ομολόγων (53,5% αντί για 50%). Μόλις δύο ημέρες αργότερα, στις 23 Φεβρουαρίου 2012, ψηφίσθηκε και ο ν. 4050/2012 (ΦΕΚ/Α/36/23.2.2012), με τον οποίο ορίσθηκαν οι κανόνες τροποποιήσεως τίτλων, εκδόσεως ή εγγυήσεως του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία των Ομολογιούχων. Με το νόμο αυτό εισήχθησαν για πρώτη φορά ρήτρες συλλογικής δράσης (στο εξής CACs) σε ΟΕΔ διεπόμενα από το ελληνικό δίκαιο^{109,110}, κατ' εφαρμογήν της απόφασης του Eurogroup της 28^{ης} Νοεμβρίου

106. Βλ. ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις σχετικά με τη συνταγματικότητα του ν. 4046/2012 και το περιεχόμενο των επισυναπτόμενων σχεδίων συμβάσεων *Δικαίος*, 2012, 558 επ

107. Δήλωση του Eurogroup της 21^{ης} Φεβρουαρίου 2012, διαθέσιμη στα αγγλικά στο διαδικτυακό τόπο του Συμβουλίου της ΕΕ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf.

108. Αξίζει να σημειώσουμε ότι στην απόφαση αυτή προβλεπόταν και η υποχρέωση της ελληνικής κυβέρνησης να δημιουργήσει εντός δύο μηνών ειδικό λογαριασμό, στον οποίο θα κατατίθενται όλα τα έσοδα του Δημοσίου και θα παρακολουθείται από την τρύκα, ώστε να διασφαλίζεται η εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων της χώρας. Επίσης, προβλεπόταν ότι σχετική διάταξη θα πρέπει να ενσωματωθεί το συντομότερο δυνατό και στο Σύνταγμα.

109. Μέχρι τότε ρήτρες συλλογικής δράσης υπήρχαν μόνο σε ΟΕΔ διεπόμενα από αλλοδαπό δίκαιο (κατά κύριο λόγο αγγλικό δίκαιο).

110. Πρβλ. *Buchheit/Gulati*, How to restructure Greek debt, 7.5.2010, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304, όπου το γεγονός ότι το 90% περίπου του ελληνικού χρέους διεπόταν πριν το PSI από το ελληνικό δίκαιο, παρουσιάζεται ως προεξέχον πλεονέκτημα, καθόσον επιτρέπει την αλλαγή των όρων των εν λόγω ομολόγων με νόμο της Ελληνικής Κυβέρνησης - εκδότη. Σημειώνεται ότι ο ένας εκ των δύο συγγραφέων, Lee Buchheit, είναι δικηγόρος του διεθνούς δικηγορικού γραφείου Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, με μεγάλη εμπειρία στη διαχείριση κρίσεων χρέους κρατών, που προσελήφθη το 2011 ως νομικός σύμβουλος της Ελληνικής Κυβέρνησης για την διαχείριση της διαδικασίας του PSI και την διαπραγμάτευση με τους πιστωτές. Βλ. και *Thomas*, An Architect of a deal sees Greece as a model, NYT, 6.3.2012, <http://www.nytimes.com/2012/03/07/business/global/mitu-gulati-an-architect-of-greeces-debt-deal-wants-more.html?pagewanted>

2010¹¹¹ αλλά και σε συμμόρφωση με τη διεθνή πρακτική, αφού ανάλογες τυποποιημένες ρήτρες «συνομολογούνται σε τίτλους δανεισμού από τα τέλη του 19^{ου} αι. ως μηχανισμός διασφάλισης της οργανωμένης και αποτελεσματικότερης προστασίας των συλλογικών συμφερόντων των δανειστών και της βιωσιμότητας του χρέους του οφειλέτη¹¹²».

3.2. Οι βασικοί ορισμοί του PSI και οι επιλέξιμοι τίτλοι

Ο «σκελετός» του PSI είναι ο ν. 4050/2012, που έθεσε τις βασικές ρυθμίσεις για την υλοποίηση της διαδικασίας και έδωσε τους απαραίτητους ορισμούς. Έτσι, ως «τίτλος» για τους σκοπούς της ανταλλαγής νοείται ομόλογο, ομολογιακό δάνειο ή άλλος τίτλος δανεισμού, σε φυσική ή άυλη μορφή, που διέπεται από το ελληνικό δίκαιο και του οποίου εκδότης ή εγγυητής είναι το Ελληνικό Δημόσιο, η αρχική διάρκεια κατά το χρόνο πρώτης έκδοσής του υπερβαίνει τους δώδεκα μήνες και η ημερομηνία εκδόσεώς του είναι προγενέστερη της 31^{ης} Δεκεμβρίου 2011.

Επομένως, στο πεδίο εφαρμογής της διαδικασίας ανταλλαγής δεν εμπίπτουν έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου ή άλλων τίτλων που είναι καταχωρισμένοι στο Σύστημα. Ειδικότερα, οι «επιλέξιμοι τίτλοι», δηλαδή εκείνοι που υπάγονται σε διαδικασία ανταλλαγής, ορίζονται με απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου κατόπιν σχετικής εισήγησης του Υπουργού Οικονομικών και στη συνέχεια αναφέρονται στη σχετική πρόσκληση που εξουσιοδοτείται να απευθύνει ο ΟΔΔΗΧ προς τους ενδιαφερόμενους.

Για να κατανοήσουμε καλύτερα πώς λειτούργησε η διαδικασία, χρειάζεται να διευκρινίσουμε ότι η δομή του ν. 4050/2012 βασίσθηκε στη δομή του ν. 2198/1994 σχετικά με τη λειτουργία του Συστήματος Παρακολούθησης Άυλων Τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου στην ΤτΕ¹¹³. Με άλλα λόγια, η διαδικασία της ανταλλαγής σχεδιάσθηκε πάνω στο υφιστάμενο Σύστημα (ΣΠΑΤ)¹¹⁴, του οποίου διαχειριστής είναι η ΤτΕ, αφού προηγουμένως έγιναν με το ν. 4046/2012 ορισμένες τροποποιήσεις, απαραίτητες για τη διαδικασία της ανταλλαγής.

=all&_r=1& με αναφορές στο μοντέλο Buchheit/Gulati για το ελληνικό «κούρεμα».

111. Βλ. ανωτέρω υποσημ. 85.

112. Βλ. σχετική αναφορά στην αιτιολογική έκθεση του ν. 4050/2012.

113. Με το αρθρ. 5 παρ. 2 του ν. 2198/1994 (ΦΕΚ/Α/43/22.3.1994) εισήχθη στην Ελλάδα η απούλοποίηση των τίτλων εκδόσεως του Ελληνικού Δημοσίου. Η έκδοση άυλων μετοχών και η μετατροπή ενσώματων μετοχών σε άυλες εισήχθη με τα αρθρ. 39 επ του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ/Α/73/30.4.1996). Βλ. αναλυτικότερα σχετικά με την απούλοποίηση *Τσιμπανούλης*, *Επενδυτικά αξιόγραφα σε λογιστική μορφή*, ΝοΒ 2008, 823-852, *Μιχαλόπουλος*, *Απούλοποίηση τίτλων, κυρίως μετοχών*, 1999, 51-60.

114. Το Σύστημα Παρακολούθησης Άυλων Τίτλων του ν. 2198/1994 αναφέρεται ως ΣΠΑΤ (Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων σε Λογιστική Μορφή (Άυλοι Τίτλοι) στους ορισμούς της απόφασης ΥπΟικ 2/20964/0023Α/9.3.2012 (ΦΕΚ/Β/682/9.3.2012) για «την υλοποίηση της τροποποίησης των επιλέξιμων τίτλων και την έκδοση νέων τίτλων ομολόγων και τίτλων ΑΕΠ του Ελληνικού Δημοσίου».

Το Σύστημα αποτελεί το μητρώο (αρχείο) στο οποίο είναι καταχωρισμένοι σε λογιστική μορφή οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου, καθώς και λοιπών φορέων (άρθρα 5 και 11 του Ν. 2198/94), με βάση τους όρους ειδικών συμβάσεων που συνάπτονται μεταξύ των εκδοτών και της ΤτΕ και διαχειρίζεται, με την έννοια της εκκαθάρισης και διακανονισμού, τις συναλλαγές επί των τίτλων αυτών σε επίπεδο Συστήματος. Πρόκειται για τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου (σε ευρώ ή σε ξένο νόμισμα) ή για τίτλους άλλων φορέων ή για προϊόντα προθεσμιακών αγορών (futures, options κλπ)¹¹⁵.

Στο ΣΠΑΤ τηρούνται λογαριασμοί για κάθε φορέα του Συστήματος και για κάθε είδος τίτλων έκδοσης του Ελληνικού Δημοσίου. Οι φορείς είναι πιστωτικά ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, ΕΠΕΥ που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας για την παροχή τουλάχιστον των επενδυτικών υπηρεσιών της λήψης και εκτέλεσης εντολών επί χρηματοπιστωτικών μέσων και της φύλαξης και διοικητικής διαχείρισης χρηματοπιστωτικών μέσων, εφόσον είναι εγκατεστημένες στην Ελλάδα ή δικαιούνται να παρέχουν στην Ελλάδα τις εν λόγω επενδυτικές υπηρεσίες ή άλλα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και λειτουργούν ως θεματοφύλακες τίτλων για λογαριασμό των πελατών τους, δηλαδή των επενδυτών – δικαιούχων των τίτλων που εξυπηρετούνται από αυτούς ή από άλλους διαμεσολαβητές¹¹⁶.

Συγκεκριμένα, στο Σύστημα τηρείται για καθέναν από τους φορείς ένας λογαριασμός ιδίου χαρτοφυλακίου, δηλαδή ο λογαριασμός στον οποίο καταχωρίζονται οι τίτλοι που κατέχει ο ίδιος ο φορέας, και ξεχωριστός συλλογικός λογαριασμός τίτλων πελατείας (*omnibus account*), στον οποίο καταχωρίζονται τίτλοι που τηρεί ο φορέας για λογαριασμό των πελατών του. Δεν καταγράφονται, όμως, και τα ονόματα των επενδυτών - δικαιούχων. Ο λογαριασμός πελατών περιλαμβάνει μόνον αριθμούς τίτλων. Τα ονόματα των επενδυτών γνωρίζουν μόνον οι ίδιοι οι φορείς, δηλαδή τα ΠΙ ή οι ΕΠΕΥ που τους εξυπηρετούν. Οι φορείς του Συστήματος πραγματοποιούν οποιαδήποτε πράξη επί των τίτλων μόνο κατ' εντολή και για λογαριασμό των πελατών τους¹¹⁷, χωρίς, όμως, η ΤτΕ ως διαχειριστής του Συστήματος να έχει οποιαδήποτε εικόνα της σχέσης μεταξύ φορέα και επενδυτή^{118,119}.

Μέσω του ΣΠΑΤ διακανονίζονται και οι συναλλαγές της ΗΔΑΤ (Ηλεκτρονική

115. Βλ. αρθρ. 2 του Κανονισμού λειτουργίας του Συστήματος, http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/System_RegulationEL.pdf.

116. Βλ. αρθρ. 3 και 4 του Κανονισμού λειτουργίας του Συστήματος, οπ.

117. Βλ. αρθρ. 7 παρ. 1 ν. 2198/1994 και αρθρ. 12 παρ. 8 ν. 3606/2007 «αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ/Α/195/17.8.2007).

118. Βλ. Εισηγητική Έκθεση ν. 2198/1994.

119. Αυτή η δομή έμμεσης τήρησης και παρακολούθησης τίτλων συναντάται και σε άλλες χώρες, ενώ με πρωτοβουλία του Unidroit έχει καταρτισθεί και η Σύμβαση της Γενεύης του Οκτωβρίου 2009 για τους κανόνες ουσιαστικού δικαίου που διέπουν τους τίτλους που τηρούνται σε λογιστική μορφή μέσω μητρώων διαμεσολαβούντων (<http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>).

Δευτερογενής Αγορά Τίτλων), που είναι η οργανωμένη αγορά στην οποία εισάγονται προς διαπραγμάτευση τίτλου του Ελληνικού Δημοσίου και άλλων τίτλων σταθερού εισοδήματος. Έτσι, το ΣΠΑΤ αποτελεί το βραχίονα της εκκαθάρισης και του διακανονισμού για τις συναλλαγές επί των τίτλων του Συστήματος, ενώ η ΗΔΑΤ αποτελεί το βραχίονα της διαπραγμάτευσης. Θα αναφερθούμε αναλυτικότερα στη λειτουργία της ΗΔΑΤ στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας, προκειμένου να κατανοήσουμε πώς αυτή επιδρά στις σχέσεις μεταξύ επενδυτών και φορέων – επενδυτικών συμβούλων.

3.2.1. Οι «Ομολογιούχοι»

Η διαδικασία ανταλλαγής των τίτλων στο πλαίσιο του PSI προσαρμόστηκε στη λειτουργία του ΣΠΑΤ. Ο ρόλος των φορέων του Συστήματος είναι το κλειδί για τη διεκπεραίωση της διαδικασίας ανταλλαγής. Ο ν. 4050/2012 βασίστηκε στον καταλυτικό ρόλο των φορέων - θεματοφυλάκων ορίζοντάς τους ως «Ομολογιούχους» για τους σκοπούς του PSI. Έτσι, για τους τίτλους που είναι καταχωρισμένοι στο Σύστημα, ως «Ομολογιούχος» δεν ορίζεται ο δικαιούχος του επιλέξιμου τίτλου, δηλαδή ο επενδυτής που έχει αγοράσει τον επιλέξιμο τίτλο, αλλά ο φορέας που κατέχει για λογαριασμό του επενδυτή τον επιλέξιμο τίτλο, ή εφόσον είναι ταυτόχρονα και φορέας του Συστήματος, ο φορέας του Συστήματος, στους λογαριασμούς του οποίου, είναι καταχωρισμένοι οι επιλέξιμοι τίτλοι (δηλαδή η Τράπεζα, η ΕΠΕΥ ή άλλος φορέας που κατέχει τον τίτλο για λογαριασμό του δικαιούχου).

Συνεπώς, σύμφωνα με τους ορισμούς του ν. 4050/2012, όσον αφορά τα ΟΕΔ, ως «Ομολογιούχος» (αρθρ. 1 παρ. 1 περ. στ) νοείται ο θεματοφύλακας στο λογαριασμό πελατείας του οποίου εμφανίζεται ο τίτλος και ως «επενδυτής» (αρθρ. 1 παρ. 1 περ. η, αα) νοείται ο επενδυτής που έχει αξίωση επί ή εκ του τίτλου, σύμφωνα με τις διατάξεις των παραγράφων 2 και 4 του άρθρου 6 και των άρθρων 7 και 8 του ν. 2198/1994. Αντίθετα, όσον αφορά τίτλους που δεν παρακολουθούνται από το Σύστημα, όπως για παράδειγμα ομολογίες από ομολογιακά δάνεια για τα οποία έχει εγγυηθεί το Ελληνικό Δημόσιο, ο ορισμός του «Ομολογιούχου» συμπίπτει με αυτόν του «επενδυτή» (αρθρ. 1 παρ. 1 περ. η, ββ).

Η πρόσκληση του ΟΔΔΗΧ για συμμετοχή στη διαδικασία ανταλλαγής αφορά μεν τους δικαιούχους των επιλέξιμων τίτλων, δεν καλούνται, όμως, αυτοί αλλά τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ΕΠΕΥ, τα κεντρικά Αποθετήρια ή άλλοι φορείς του Συστήματος, οι οποίοι ενεργούν και στο πλαίσιο αυτής της διαδικασίας κατ' εντολή των επενδυτών – πελατών τους (αρθρ. 1 παρ. 2). Στην παράγραφο 7 του αρθρ. 1

του ν. 4050/2012 προβλέφθηκε, μάλιστα, ότι «η συμμετοχή «Ομολογιούχου» στη διαδικασία θεωρείται, όσον αφορά τον Διαχειριστή της Διαδικασίας, το Ελληνικό Δημόσιο, τον ΟΔΔΗΧ, τους εντολοδόχους τους, ότι διενεργείται σύμφωνα με τις οδηγίες και με τη συναίνεση του επενδυτή. Οι ανωτέρω δεν ευθύνονται έναντι του επενδυτή, του Ομολογιούχου και οποιουδήποτε τρίτου αν Ομολογιούχος συμμετείχε στη διαδικασία χωρίς τη συναίνεση του επενδυτή ή κατά παράβαση των οδηγιών του».

Δημιουργείται, με άλλα λόγια, ένα τεκμήριο¹²⁰ υπέρ της νόμιμης και σύμφωνης με τις εντολές του τελικά θιγόμενου από την ανταλλαγή επενδυτή δράσης του Ομολογιούχου (είτε απευθείας, εφόσον είναι ο ίδιος φορέας του ΣΠΑΤ είτε μέσω τρίτου, που είναι φορέας του ΣΠΑΤ), ειδικά έναντι της ΤτΕ, του Ελληνικού Δημοσίου και του ΟΔΔΗΧ¹²¹. Τυχόν διαφορές από τη συμμετοχή πιστωτικού ιδρύματος ή ΕΠΕΥ στη διαδικασία χωρίς να έχει εξασφαλίσει τη συναίνεση του πελάτη – επενδυτή, αφορούν τη μεταξύ τους σχέση και δεν μπορούν να προβληθούν ενώπιον της ΤτΕ, του Ελληνικού Δημοσίου ή του ΟΔΔΗΧ¹²². Η πρόβλεψη αυτή, φαίνεται εκ πρώτης όψεως πρακτική, αν σκεφθεί κανείς το εύρος του εγχειρήματος της ανταλλαγής και την πίεση χρόνου για την ολοκλήρωσή της^{123,124}. Παράλληλα, όμως, θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι τροποποιεί το ρόλο των θεματοφυλάκων και της ΤτΕ, καθόσον μπορούν να προχωρήσουν και σε διάθεση του τίτλου με βάση τη ρύθμιση αυτή. Ο ν. 4050/2012 προσαρμόζει τη διαδικασία ανταλλαγής στο ήδη ισχύον Σύστημα κάνοντας, όμως, πιο δραστικό το ρόλο της ΤτΕ και των θεματοφυλάκων. Μέχρι την τροποποίηση, ο ν. 2198/1994 προέβλεπε ότι οι τίτλοι απλώς παρακολουθούνται από το Σύστημα, ενώ τώρα προβλέπει ότι οι φορείς, δηλαδή οι τράπεζες, δεν λειτουργούν απλώς ως ενδιάμεσοι για την παρακολούθηση, αλλά ενεργούν, και μάλιστα, κατά τεκμήριο κατ' εντολή των πελατών τους.

120. Πρβλ. και απόφαση ΥπΟικ 2/20964/0023Α/9.3.2012 (ΦΕΚ/Β/682/9.3.2012) για «την υλοποίηση της τροποποίησης των επιλέξιμων τίτλων και την έκδοση νέων τίτλων ομολόγων και τίτλων ΑΕΠ του Ελληνικού Δημοσίου», όπου διευκρινίζεται στην ενότητα «Παράγοντες κινδύνου και άλλοι παράγοντες» ότι, σύμφωνα με τις διαδικασίες για τη συμμετοχή στην πρόσκληση, οι Ομολογιούχοι τεκμαίρεται ότι συμφωνούν και αποδέχονται σχετικές συμφωνίες, αναγνώσεις, υποσχέσεις, εγγυήσεις και δεσμεύσεις (δικαιοδοτικοί περιορισμοί) και ότι η μη συμμόρφωση με αυτούς μπορεί να οδηγήσει σε αναστροφή συναλλαγών. Οι επενδυτές – δικαιούχοι των τίτλων δεν λαμβάνουν μέρος στη διαδικασία. Τεκμαίρεται ότι οι Ομολογιούχοι ή οι φορείς του Συστήματος που λαμβάνουν μέρος στη διαδικασία για λογαριασμό των Ομολογιούχων και, κατ' επέκταση, των επενδυτών δρουν νόμιμα και έχουν εξασφαλίσει τη συναίνεση των επενδυτών (βλ. και ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 16).

121. Βλ. παρατηρήσεις Αργυρού στην ΣτΕ Ολ 1116/2014, ΝοΒ 2014, 1731 και Μήτσου, Σκέψεις με αφορμή τις αποφάσεις της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας (1116 και 1117/2014) αναφορικά με τη νομιμότητα της διαδικασίας «Συμμετοχής του Ιδιωτικού Τομέα» ("PSI") στην απομείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους, ΔΕΕ 2014, 1028.

122. Βλ. και Αιτιολογική Έκθεση ν. 4050/2012.

123. Η διαδικασία άνοιξε στις 24.2.2014 και έπρεπε να έχει ολοκληρωθεί ως τις 9μμ της 8.3.2012, σύμφωνα με την απόφαση ΥπΟικ 2/20964/0023Α/9.3.2012.

124. Την τεχνική υποστήριξη της διαδικασίας ανταλλαγής ανέλαβε η Bondholder Communications Group (βλ. συνέντευξη του προέδρου της εταιρίας, Robert Arfel, στην εφημερίδα Το Βήμα, 25.3.2012).

Στο σημείο αυτό, όμως, θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι σύμφωνα με το αρθρ. 7 παρ. 1 του ν. 2198/1994, προβλεπόταν ήδη ότι «απαγορεύεται στο φορέα η άνευ της συναίνεσής του δικαιούχου επενδυτή διάθεση του τίτλου. Η έλλειψη συναίνεσής δεν αντipeύσσεται κατά των καλής πίστewς τρίτων». Εξάλλου, σύμφωνα με το αρθρ. 12 παρ. 8 του ν. 3606/2007, «οι ΑΕΠΕΥ, όταν κατέχουν χρηματοπιστωτικά μέσα που ανήκουν σε πελάτες, λαμβάνουν κατάλληλα μέτρα για να προστατεύουν τα δικαιώματα κυριότητας των πελατών, ιδίως σε περίπτωση αφερεγγυότητας, και να αποτρέπουν τη χρησιμοποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων πελατών για ίδιο λογαριασμό, εκτός εάν ο πελάτης έχει δώσει τη ρητή συγκατάθεση του». Ήδη πριν τις διευκρινίσεις και τους ορισμούς του ν. 4050/2012, λοιπόν, υπήρχε σχετική πρόβλεψη που περιόριζε τη δράση των φορέων – θεματοφυλάκων στα όρια της εντολής των πελατών τους και προστάτευε τους καλόπιστους τρίτους από το ενδεχόμενο ανατροπής συναλλαγών.

Θα λέγαμε ότι ο νομοθέτης, σαν να προέβλεπε ότι λόγω της ταχύτητας της διαδικασίας θα είναι δύσκολο, αν όχι αδύνατο, οι θεματοφύλακες να θέσουν σε εφαρμογή και να τηρήσουν τυπικές διαδικασίες για τη λήψη και καταγραφή της συναίνεσης των επενδυτών και ήρθε να καλύψει τόσο το ενδεχόμενο έλλειψης συναίνεσης ή παράβασης των οδηγιών του επενδυτή όσο και την ευθύνη της ΤτΕ, του ΟΔΔΗΧ και του Ελληνικού Δημοσίου έναντι δυσαρεστημένων επενδυτών που θα θελήσουν να αντιταχθούν εκ των υστέρων στην ανταλλαγή των τίτλων τους επικαλούμενοι την έλλειψη συναίνεσης. Το σημείο αυτό, όμως, εγείρει προβληματισμούς που αφορούν τη σχέση των ΠΙ και των ΕΠΕΥ με τους πελάτες τους και άπτονται των υποχρεώσεών τους έναντι των επενδυτών από το ν. 3606/2007 (MiFID). Οι προβληματισμοί αυτοί αναπτύσσονται στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας.

Αξίζει επίσης να σημειώσουμε ότι όσον αφορά στη συμμετοχή φορέων κοινωνικής ασφάλισης (ΦΚΑ) και άλλων ΝΠΙΔ, ημεδαπών ή αλλοδαπών, αλλά και ΝΠΔΔ στη διαδικασία ανταλλαγής τίτλων, ο ν. 4046/2012 περιελάμβανε ειδικές προβλέψεις. Συγκεκριμένα, ως προς τους ΦΚΑ διευκρινίσθηκε ότι η απόφαση για τη συμμετοχή «ανήκει αποκλειστικά στην αρμοδιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου, τα μέλη του οποίου, κατά την άσκηση της αρμοδιότητας αυτής, δεν υπέχουν καμία ευθύνη, ποινική, αστική ή άλλη» (αρθρ. 3 παρ. 7). Αντίστοιχη πρόβλεψη υπήρχε και για νομικά πρόσωπα, ιδιωτικού ή δημοσίου δικαίου (αρθρ. 3 παρ. 9)¹²⁵.

Όσον αφορά δε τη συμμετοχή του κοινού κεφαλαίου ΝΠΔΔ και ασφαλιστικών φορέων^{126,127}, προβλέφθηκε ότι η απόφαση για συμμετοχή ή μη στη διαδικασία,

¹²⁵. Σχετικά με τη συνταγματικότητα της διάταξης βλ. *Μαργαρίτης/Σατλάνης*, Ποινική ευθύνη για το «κούρεμα» του οφειλόμενου προς την ΕΤΕ χρέους: Η αντισυνταγματικότητα του αρθρ. 3 παρ. 9 του Ν 4046/2012, ΠοινΔικ 5/2014, 413 επ.

¹²⁶. Αρθρ. 15 ν. 2469/1997 (ΦΕΚ/Α/38/14.3.1997), όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει.

ανήκει αποκλειστικά στην ΤτΕ ως διαχειριστή του κοινού κεφαλαίου¹²⁸, «η οποία, καθώς και τα στελέχη της, κατά την άσκηση της αρμοδιότητας αυτής, δεν υπέχουν καμία ευθύνη, ποινική, αστική, διοικητική ή άλλη» (αρθρ. 3 παρ. 8). Με τον τρόπο αυτό, διευκολύνθηκε η συμμετοχή αυτών των κατηγοριών επενδυτών, που κρατούσαν σημαντικό μέρος του χρέους.

3.2.2. Οι «επιλέξιμοι τίτλοι» και η απαιτούμενη πλειοψηφία

Την επομένη της ψήφισης του ν. 4050/2012, δηλαδή στις 24 Φεβρουαρίου 2012, δημοσιεύθηκε η ΠΥΣ 5/24.2.2012 (ΦΕΚ/Α/37/24.2.2014)¹²⁹, με την οποία άνοιξε αυθημερόν η διαδικασία τροποποίησης επιλέξιμων τίτλων και καθορίστηκαν οι όροι ανταλλαγής τους. Οι «επιλέξιμοι τίτλοι»¹³⁰ ήταν αυτοί που ενσωματώθηκαν σε σχετικό πίνακα ως παράρτημα της ΠΥΣ (με κωδικό ISIN¹³¹). Οι επιλέξιμοι τίτλοι

-
- 127.** Παρατηρούμε το οξύμωρο της συμμετοχής ΝΠΔΔ και ΦΚΑ στην αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI). Το 2012 κλήθηκαν να συμμετάσχουν στο κούρεμα με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, ενώ το 2013 με την ΠΥΣ 6/2013 (ΦΕΚ/Α/128/5.6.2013), αποκλείστηκαν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της ΕτΕ διότι ανήκουν στο δημόσιο τομέα. Πρβλ. και *Σιάτρας*, 2013, 200. Ειδικότερα για την έννοια του «ιδιωτικού» τομέα και τη διάκρισή του από το «δημόσιο» τομέα βλ. *Αυγητίδης/Καραγκουνίδης*, Η συμμετοχή στην ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων (ν. 3864/2010) υπό το πρίσμα του εθνικού και του ενωσιακού δικαίου, ΧρηΔικ 2013, 198-206.
- 128.** Ειδικότερο ζήτημα αποτελεί η παραβίαση της σωματειακής αυτονομίας για τους ΦΚΑ και τα άλλα ΝΠΔΔ που συμμετέχουν στο Κοινό Κεφάλαιο ΝΠΔΔ, διαχειριστής του οποίου είναι η ΤτΕ, σύμφωνα με το αρθρ. 15 ν. 2649/1997 (ΦΕΚ/Α/38/14.3.1997). Για τους ΦΚΑ είναι δυνατή και η επίκληση της διάταξης του αρθρ. 22 παρ. 5 του Συντάγματος, σύμφωνα με την οποία, «το κράτος μεριμνά για την κοινωνική ασφάλιση των εργαζομένων, όπως νόμος ορίζει». Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί ο ΕΔΟΕΑΠ, που έχει ασκήσει αίτηση ακυρώσεως ενώπιον του ΣτΕ, καθώς και αγωγή αποζημίωσης κατά του Ελληνικού Δημοσίου και της ΤτΕ (βλ. σχετική ανάρτηση στο διαδικτυακό τόπο του ΕΔΟΕΑΠ, www.edoeap.gr). Ανάλογα ζητήματα ανακύπτουν και για τα ΑΕΙ (βλ. ενδεικτικά επιστολή της Πρυτανείας του ΕΜΠ προς τον Υπ. Οικονομικών, 5.3.2012, http://www.ntua.gr/announcements/rector/uploads/2012-03-05_102962_ntua_psi.pdf και απόφαση Συγκλήτου ΕΚΠΑ της 6.3.2014, http://www.uoa.gr/fileadmin/user_upload/PDF-files/organa/syngklhtos/2013-2014/Apofaseis-Sigklitou_6-3-2014.pdf) και άλλα ΝΠΔΔ και ασφαλιστικοί φορείς που συμμετέχουν στο Κοινό Κεφάλαιο.
- 129.** Σημειώνεται ότι στην αιτιολογική έκθεση του ν. 4050/2012 προβλέπεται ότι η απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου για τον καθορισμό των «επιλέξιμων τίτλων» (ΠΥΣ 5/24.2.2012) είναι κυβερνητική πράξη, που ανάγεται στη διαχείριση της πολιτικής εξουσίας. Πρβλ. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 6, με την οποία κρίθηκε ότι η ΠΥΣ δεν είχε χαρακτήρα κυβερνητικής πράξης και σε κάθε περίπτωση, «ο χαρακτηρισμός [...] ορισμένων πράξεων ως κυβερνητικών, κατά την έννοια του άρθρου 45 παρ. 5 του π.δ. 18/1989, με συνέπεια την εξαίρεσή τους από τον ακυρωτικό έλεγχο του Συμβουλίου της Επικρατείας, δεν ανήκει στον νομοθέτη, αλλά στο Δικαστήριο τούτο». Βλ. αναλυτικότερα σχετικά με τη θεωρία των κυβερνητικών πράξεων *Κοντόγιωργα-Θεοχαροπούλου σε Κοντόγιωργα-Θεοχαροπούλου/Κουτούπα-Ρεγκάκου*, Εμβάθυνση Δημοσίου Δικαίου, Ειδικά Θέματα Διοικητικού Δικαίου, (2005), 130 επ.
- 130.** Βλ. ΣτΕ Ολ 1116/2014 σκέψη 20 σχετικά με τον ισχυρισμό των αιτούντων κατόχων ΟΕΔ ότι η ΠΥΣ 5/24.2.2014 δεν φέρει νόμιμη αιτιολογία ως προς την υπαγωγή, με τη σχετική ένταξη στο Παράρτημά της, των τίτλων των φυσικών προσώπων στις ρυθμίσεις του άρθρου πρώτου του ν. 4050/2012 και ότι με το ν. 4050/2012 κατελείφθη ευρεία διακριτική ευχέρεια στο Υπουργικό Συμβούλιο να καθορίσει τους επιλέξιμους τίτλους χωρίς να τίθεται από το νόμο κανένα κριτήριο για την επιλογή (βλ. κατωτέρω σελ. 40).
- 131.** International Securities Identification Number. Διεθνές σύστημα μοναδικών αριθμών που ταυτοποιούν ομόλογα, μετοχές και άλλες κινητές αξίες. Τα πρώτο τμήμα του ISIN αποτελείται

συγκέντρωναν συνολικό ανεξόφλητο κεφάλαιο 177.218.697.615,45 ευρώ.

Σύμφωνα με το ν. 4050/2012, για την τροποποίηση των επιλέξιμων τίτλων ήταν απαραίτητη η συμμετοχή στη διαδικασία (απαρτία) τουλάχιστον του ενός δευτέρου (1/2) του συνολικού ανεξόφλητου κεφαλαίου όλων των επιλέξιμων τίτλων (συμμετέχον κεφάλαιο) και ενισχυμένη πλειοψηφία υπέρ της τροποποίησης τουλάχιστον των δύο τρίτων (2/3) του συμμετέχοντος κεφαλαίου, χωρίς να λαμβάνονται υπόψιν τίτλοι των οποίων επενδυτής είναι το Ελληνικό Δημόσιο¹³². Όπως διαπιστώθηκε με την ΠΔ/ΤΕ/9.3.2012, το συμμετέχον κεφάλαιο, δηλαδή το συνολικό ανεξόφλητο κεφάλαιο που αντιστοιχούσε σε τίτλους για τους οποίους οι Ομολογιούχοι έλαβαν μέρος στη διαδικασία ψηφίζοντας είτε υπέρ είτε κατά της τροποποίησης, ανήλθε σε 161.350.946.065,54 ευρώ, ήτοι στο 91,05% του ανεξόφλητου κεφαλαίου, ενώ επετεύχθη και η απαιτούμενη αυξημένη πλειοψηφία των 2/3, καθόσον συνήνεσε στην τροποποίηση το 94,23% του συμμετέχοντος κεφαλαίου.

Τόσο το ποσοστό του συμμετέχοντος κεφαλαίου όσο και η πλειοψηφία που τάχθηκε υπέρ της τροποποίησης των τίτλων σύμφωνα με τη διαδικασία του PSI είναι αξιοσημείωτα¹³³. Ωστόσο, πριν αξιολογήσουμε την επιτυχία αυτή, θα πρέπει να αναλογισθούμε ποιοι επενδυτές βρίσκονταν πίσω από τα ποσοστά αυτά. Φαίνεται ότι όταν ξεκίνησαν οι συζητήσεις με την Επιτροπή Ιδιωτών Πιστωτών – Επενδυτών (PCIC) του IIF τον Ιούλιο 2011, σύμφωνα την εκτίμηση της Barclays^{134,135}, το ελληνικό χρέος στα χέρια ιδιωτών ήταν αρκετά συγκεντρωμένο. Συγκεκριμένα, βρισκόταν στα χέρια ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων, ελληνικών τραπεζών¹³⁶ αλλά

από τον κωδικό της χώρας προέλευσης ή του εφαρμοστέου δικαίου του χρεογράφου σύμφωνα με τα πρότυπα ISO (βλ. www.isin.org). Για τους τίτλους που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο τα δύο πρώτα ψηφία είναι GR και ακολουθούνται από αριθμούς. Πρβλ. αρθρ. 7.1.15 του Κανονισμού Λειτουργίας ΣΠΑΤ της ΤtE, σύμφωνα με το οποίο η αναφορά του κωδικού ISIN είναι υποχρεωτική. Ο κωδικός αποτελείται από τα γράμματα GR ακολουθούμενα από 12 αριθμητικά ψηφία.

132. ΠΔ/ΤΕ/9.3.2012, σημείο ι), όπως έχει ενσωματωθεί στην ΠΥΣ 10/9.3.2012 (ΦΕΚ/Α/50/9.3.2012). Πρόκειται για ομόλογα με τα οποία το Ελληνικό Δημόσιο είχε αποκτήσει προνομioύχες μετοχές για την ενίσχυση πιστωτικών ιδρυμάτων (ν. 3723/2008) και συμμετείχε με εισφορές σε είδος στο μετοχικό κεφάλαιο του ΤΕΜΠΕ (αρθρ. 22 του ν. 3775/2009).

133. Βλ. ενδιαφέρουσα παρατήρηση σχετικά με την κανονιστική δύναμη του πραγματικού αυτής της αξιοσημείωτης πλειοψηφίας, η οποία, μπορεί να αποδυναμώσει ισχυρισμούς περί δυσαναλογίας μεταξύ του επίμαχου μέτρου και του επιδιωκόμενου σκοπού δημοσίου συμφέροντος, *Καραμπατζός*, «Γυάλινα ομόλογα» και πιθανές αξιώσεις των ομολογιούχων – Μία πρώτη προσέγγιση, ΔΕΕ 2012, 242 επ και Η μεθοδολογική αξία της θεωρίας περί της κανονιστικής δύναμης του πραγματικού, *Δίκη* 2008, 8 επ.

134. *Fransolet*, Greek Top 40 and the 'voluntary' question, *Barclays Capital*, Global Rates Strategy, 17.6.2011, 41-44, πίνακας με τη λίστα των κατ' εκτίμηση 40 μεγαλύτερων κατόχων ελληνικού χρέους πρβλ. παραπομπές στα ίδια στοιχεία ενδεικτικά και σε *Wilson/Rowley*, Greek debt crisis: as it happened, June 17, 2011, *The Telegraph*, 17.6.2011, <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8579475/Greek-crisis-live.html> και στη μελέτη *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati* (2013), 9.

135. Σημειώνεται ότι στο διαδικτυακό τόπο του ΟΔΔΗΧ υπάρχουν αναρτημένα στοιχεία σχετικά με την κατανομή των τίτλων από το 2005 ως το 2010 (<http://www.pdma.gr/index.php/el/debt-instruments-gr/2005-2010>). Πρβλ. και *Σιάτρας* (2013), 149 επ.

136. ΕΤΕ, ΑΤΕ, Πειραιώς, Marfin, Alpha Bank, ΤΤ, Τράπεζα Κύπρου. Αξίζει να σημειωθεί ότι η

και μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, οι οποίοι ήταν και μεταξύ των 32 μελών της Επιτροπής του IIF¹³⁷.

Οι εκτιμήσεις αυτές, εφόσον θεωρηθούν ορθές, μπορούν να μας βοηθήσουν να εξηγήσουμε και το μεγάλο ποσοστό του συμμετέχοντος κεφαλαίου και την κατά πολύ αυξημένη πλειοψηφία. Όσον αφορά τους μεγάλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, η συναίνεση στο PSI ήταν, μάλλον, αναμενόμενη, αν όχι δεδομένη, εξ αρχής, εφόσον οι πιστωτές αυτοί είχαν ήδη διαμορφώσει τους όρους του «κουρέματος» στις συζητήσεις με την Ελληνική Κυβέρνηση και το Eurogroup που διήρκεσαν αρκετούς μήνες (από τον Ιούνιο 2011 ως το Φεβρουάριο 2012)¹³⁸, ενώ, όπως φαίνεται με βάση τα λίγα διαθέσιμα στοιχεία, είχαν φροντίσει να μειώσουν τις θέσεις τους σε ΟΕΔ¹³⁹.

Όσον αφορά τις ελληνικές τράπεζες που κατείχαν μεγάλο μέρος του ελληνικού χρέους, η συναίνεση στο «κούρεμα» ήταν εξίσου αναμενόμενη, ενώ, οι ζημίες τους θα καλύπτονταν από την ήδη συμφωνημένη ανακεφαλαιοποίηση, που αποτελούσε, άλλωστε, μέρος της απόφασης της Συνόδου Κορυφής της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011. Αναμενόμενη μπορεί να θεωρηθεί και η συναίνεση των ασφαλιστικών ταμείων γι' αυτά, δεν υπήρχε πρόβλεψη ανακεφαλαιοποίησης, όπως για τις τράπεζες¹⁴⁰, αλλά προβλέφθηκε η ίδρυση Ταμείου Στήριξης του Ασφαλιστικού Συστήματος (αρθρ. 4 ν. 4046/2012). Δεδομένης της σημασίας και του μεγέθους του εγχειρήματος, το PSI αποτέλεσε μεγάλη επιτυχία¹⁴¹. Ωστόσο, δεν θα πρέπει να παραγνωρίσουμε ότι σε σημαντικό βαθμό, η διαδικασία του PSI ήταν ελεγχόμενη και η επιτυχία ήταν αναμενόμενη, αν όχι δεδομένη, εξ αρχής¹⁴².

3.3. Η επιτυχής έκβαση και η ενεργοποίηση των ρητών συλλογικής δράσης (CACs)

Με την ΠΔ/ΤΕ/9.3.2012, η οποία εγκρίθηκε και ενσωματώθηκε στην ΠΥΣ 10/9.3.2012 (ΦΕΚ/Α/50/9.3.2012), η ΤτΕ ως διαχειριστής της διαδικασίας, βεβαίωσε

ΕΤΕ φαίνεται να κρατούσε το μεγαλύτερο μέρος (13,7 δισ.). Ειδικά όσον αφορά το χρέος στα χέρια ελληνικών τραπεζών βλ. και *Kennedy/Totaro*, ECB scraps Greek Debt Collateral Rules indefinitely, 3.5.2010, <http://www.bloomberg.com/news/2010-05-03/ecb-suspends-collateral-rules-regarding-greek-bonds-until-further-notice-.html> και *Σιάτρας*, 2013, 160-169.

137. Πρβλ. υποσημ. 90 ανωτέρω με παραπομπή στη λίστα με τη σύνθεση της Επιτροπής.

138. Βλ. ενδιαφέρουσες πτυχές των διαπραγματεύσεων σε *Spink*, Greek tragedy averted, IFR, Review of the Year 2012, <http://www.ifre.com/greek-tragedy-averted/21052459.fullarticle>.

139. *Σιάτρας* (2013), 158-159.

140. *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati* (2013), 17 υποσημ. 30.

141. *Spink* (2012).

142. Πρβλ. *Villata*, Remarks On The 2012 Greek Sovereign Debt Restructuring: Between Choice-of-Law Agreements and New EU Rules on Derivative Instruments, *Rivista di diritto internazionale privato e processuale* (2013), 356, όπου αναφέρεται χαρακτηριστικά *“The will of the parties has been a key to the success...”*.

την επίτευξη της απαιτούμενης απαρτίας και αυξημένης πλειοψηφίας και διαπίστωσε την επιτυχή ολοκλήρωση της διαδικασίας του «κουρέματος».

Η διαδικασία του «κουρέματος» προέβλεπε ότι οι επιλέξιμοι τίτλοι θα ανταλλάσσονταν με νέους τίτλους έκδοσης του Ελληνικού Δημοσίου, αποσπώμενους τίτλους ΑΕΠ και νέους τίτλους έκδοσης του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (τίτλους πληρωμής PSI)¹⁴³ διεπόμενους από το αγγλικό δίκαιο. Στην πράξη, για κάθε 1.000 ευρώ ανεξόφλητου κεφαλαίου των παλαιών τίτλων δόθηκαν στη θέση τους νέοι τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου ονομαστικού κεφαλαίου 315 ευρώ (31,5% του ανεξόφλητου κεφαλαίου των παλαιών τίτλων) νέας μεγαλύτερης διάρκειας, νέα ομόλογα εκδόσεως ΕΤΧΣ αξίας 150 ευρώ διάρκειας έως δύο ετών και αποσπώμενοι τίτλοι ΑΕΠ (GDP warrants)¹⁴⁴ ονομαστικής αξίας 315 ευρώ.

Με την καταχώριση στο Σύστημα των νέων τίτλων επήλθε αυτοδικαίως ακύρωση των επιλέξιμων τίτλων που ανταλλάχθηκαν με νέους τίτλους και κάθε δικαίωμα ή υποχρέωση που απέρρεε από αυτούς, συμπεριλαμβανομένων και όλων των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων που οποιαδήποτε στιγμή αποτελούσαν μέρος αυτών, αποσβέσθηκε. Σύμφωνα με το αρθρ. 1 παρ. 9 του ν. 4050/2012, «από τη δημοσίευση της εγκριτικής απόφασης του Υπουργικού Συμβουλίου στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, η απόφαση των Ομολογιούχων, όπως βεβαιώθηκε από τον Διαχειριστή της Διαδικασίας, ισχύει έναντι πάντων, δεσμεύει το σύνολο των Ομολογιούχων και των επενδυτών των επιλέξιμων τίτλων και υπερισχύει οποιασδήποτε τυχόν αντίθετης, γενικής ή ειδικής, διάταξης νόμου ή κανονιστικής πράξης ή συμφωνίας».

Με τον τρόπο αυτό, ενεργοποιήθηκαν οι ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs), ώστε η ανταλλαγή των τίτλων να ισχύσει *erga omnes* και να καταλάβει όλους τους ομολογιούχους, ακόμη και αυτούς που δεν συνήνεσαν ή δεν συμμετείχαν καν στη διαδικασία (holdouts). «*Η καθολική και ομοιόμορφη δέσμευση της απόφασης, ως προς όλους τους κατόχους και ως προς όλους τους επιλέξιμους τίτλους, με έρεισμα την αρχή της πλειοψηφίας, διασφαλίζει ότι, τυχόν μειοψηφία Ομολογιούχων, δεν θα*

143. Οι τίτλοι αυτοί έχει θεωρηθεί ότι χρησιμοποιήθηκαν από την Ελληνική Κυβέρνηση ως «καρότο» για να δελεάσουν τους ομολογιούχους να συναινέσουν στην ανταλλαγή και αυτό διότι οι τίτλοι αυτοί ήταν πολύ σύντομης διάρκειας, ενός ή δύο ετών, και ισοδυναμούσαν σχεδόν με μετρητά (βλ. *Wautelet, The Greek Debt Restructuring and Property Rights. A Greek Tragedy for Investors?*, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2373891, 2.7.2013, με παραπομπές σε *Zettelmeyer/Trebesch/Gulati*).

144. Στην απόφαση ΥπΟικ 2/20964/0023Α/9.3.2012 (ΦΕΚ/Β/682/9.3.2012) για «την υλοποίηση της τροποποίησης των επιλέξιμων τίτλων και την έκδοση νέων τίτλων ομολόγων και τίτλων ΑΕΠ του Ελληνικού Δημοσίου», όσον αφορά το καθεστώς των τίτλων ΑΕΠ διευκρινίζεται ότι αυτοί «*συνιστούν άμεσες, γενικές, ανεπιφύλακτες, πρωτογενείς και μη εξασφαλισμένες υποχρεώσεις της (Ελληνικής) Δημοκρατίας. [...] κατατάσσονται και θα καταταχθούν κατ' ισομοιρία (pari passu) μεταξύ τους και με όλα τα μη εξασφαλισμένα και πρωτογενή ποσά, τα οποία έχει δανειστεί η Δημοκρατία. Η προσήκουσα και ακριβόχρονη πληρωμή των τίτλων ΑΕΠ και η εκπλήρωση των υποχρεώσεων της Δημοκρατίας που απορρέει από αυτά στηρίζεται στην πλήρη εμπιστοσύνη και αξιοπιστία της Δημοκρατίας*».

καρπωθεί δυσανάλογα οφέλη εις βάρος της ενισχυμένης πλειοψηφίας¹⁴⁵».

Η λειτουργία και η ratio των CACs είναι όμοια με αυτήν της καθολικής ισχύος της συμφωνίας εξυγίανσης του πτωχευτικού δικαίου. Οι CACs δίνουν λύση στο πρόβλημα της συλλογικής δράσης (collective action problem) που εμφανίζεται σε όλες τις συλλογικές διαδικασίες όταν καθένας από τους πιστωτές χωριστά ελπίζει ότι οι υπόλοιποι πιστωτές θα υποστηρίξουν τη συλλογική ρύθμιση υφιστάμενοι τις συνέπειες και έτσι, ο ίδιος, δεν θα χρειαστεί να υποστεί καμία θυσία, αλλά θα επωφεληθεί από τις θυσίες των υπολοίπων (free-riding)¹⁴⁶.

Ο ν. 4050/2012 λειτούργησε ως «Mopping – Up Law»¹⁴⁷. Δεν επέφερε αμέσως την τροποποίηση των τίτλων¹⁴⁸, αλλά προέβλεπε ότι, εάν η τροποποίηση και ανταλλαγή των τίτλων γίνει δεκτή από την απαιτούμενη αυξημένη πλειοψηφία, τότε η εν λόγω αλλαγή θα καταλάβει όλους τους κατόχους τίτλων, ανεξάρτητα από το εάν συνήνεσαν ή όχι. Με άλλα λόγια, ο νόμος λειτούργησε κατά κάποιο τρόπο ως συμβατική ρήτρα συλλογικής δράσης (contractual collective action clause)¹⁴⁹, αφού η τροποποίηση εξαρτήθηκε από τη συναίνεση της πλειοψηφίας των ομολογιούχων.

Περαιτέρω, οι ρήτρες αυτές ορίσθηκαν με την εισαγωγή τους ως διατάξεις που «σκοπούν στην εδραίωση της κοινωνικής ειρήνης και στην προστασία του γενικού συμφέροντος, ήτοι τη διάσωση του κοινωνικού και οικονομικού ιστού της χώρας, και αποτελούν κανόνες αναγκαστικού δικαίου και κανόνες άμεσης εφαρμογής (lois d'application immédiate/lois de police, overriding mandatory provisions, Eingriffsnormen) κατά την έννοια του άρθρου 9 του Κανονισμού 593/2008 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 17ης Ιουνίου 2008 (ΕΛ 177)». Η σπουδή αυτή του Ελληνικού Δημοσίου να ορίσει ρητώς ότι πρόκειται για κανόνες αναγκαστικού δικαίου και κανόνες άμεσης εφαρμογής σκοπεύει να διασφαλίσει ότι σε περίπτωση που οι εν λόγω ρήτρες τεθούν στην κρίση των αγγλικών δικαστηρίων θα υπερισχύσουν οποιασδήποτε άλλης διάταξης ή πρόβλεψης του αγγλικού δικαίου.

Με τον τρόπο αυτό το Ελληνικό Δημόσιο επιδιώκει να εξουδετερώσει τις πιθανότητες να ανατραπούν οι ρήτρες αυτές στο μέλλον. Βέβαια, οι πιθανότητες είναι ήδη μειωμένες, τόσο λόγω του μεγάλου ποσοστού των συναινεσάντων όσο και λόγω της πρόβλεψης ότι μόνο το Wilmington Trust ως καταπιστευματοδόχος και εκπρόσωπος των κατόχων των τίτλων μπορεί να ασκήσει οποιαδήποτε αξίωση για λογαριασμό των κατόχων των τίτλων κατόπιν σχετικής απόφασής τους με ορισμένη πλειοψηφία (βλ. ΥΠΟΙΚ 2/20964/0023Α/9.3.2012, ΦΕΚ/Β/682/9.3.2012).

Η ενεργοποίηση των CACs θεωρήθηκε εν τέλει ως πιστωτικό γεγονός (credit

¹⁴⁵. Βλ. Αιτιολογητική Έκθεση ν. 4050/2012.

¹⁴⁶. Βλ. σχετικά με το πρόβλημα συλλογικής δράσης στο πτωχευτικό δίκαιο Περράκης, Πτωχευτικό Δίκαιο, (2012²), 50 και εκεί παραπομπές.

¹⁴⁷. Boudreau, 2012, Gelpern, A Skeptic's case for Sovereign Bankruptcy, Houston Law Review, 2013, (<http://www.houstonlawreview.org/wp-content/uploads/2013/05/2-Gelpern.pdf>), 118.

¹⁴⁸. Wautelet, 2013.

¹⁴⁹. Buchheit/Gulati, (2010), 11-12 σπ.

event) από την ISDA και ενεργοποίησε τα CDS^{150,151}. Έτσι, στις 19 Μαρτίου 2012 έλαβε χώρα πλειστηριασμός για τη διευθέτηση των πληρωμών¹⁵² όσων είχαν επενδύσει σε CDS¹⁵³. Έτσι, όσοι είχαν αγοράσει CDS (είτε «γυμνά» είτε μαζί με ΟΕΔ), ικανοποιήθηκαν και με την ενεργοποίηση των CDS. Οι μεν πρώτοι εισέπραξαν σημαντικά ποσά παρόλο που δεν είχαν επενδύσει σε ΟΕΔ, και, άρα, δεν είχαν καν εκτεθεί σε κίνδυνο, ενώ οι δεύτεροι, ανεξάρτητα από τους τίτλους που έλαβαν με την ανταλλαγή στο πλαίσιο του PSI, εισέπραξαν και από την ενεργοποίηση των CDS.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναρωτηθεί κανείς πόση σημασία έχει η ενεργοποίηση των CACs προκειμένου να επιτευχθεί η καθολικότητα σε μία διαδικασία «κουρέματος», στην οποία έχει ήδη συναινέσει το 94,23% του συμμετέχοντος κεφαλαίου και το εναπομείναν κεφάλαιο ανέρχεται σε πολύ μικρό ποσό. Μάλλον πολύ μικρή. Η σημασία των CACs έγκειται αλλού και, συγκεκριμένα, στην ενεργοποίηση των CDS, τα οποία, αντίθετα, είχαν μεγάλη σημασία για αυτούς που τα κατείχαν. Η ενεργοποίηση των CACs ως πιστωτικό γεγονός αποτέλεσε το μέσο για την ενεργοποίηση των CDS από τα οποία εισέπραξαν όσοι τα κατείχαν.

Πάντως, η ενεργοποίηση των CACs με όλους τους νομικούς προβληματισμούς που εγείρει αναδεικνύει και ένα ακόμη μελανό σημείο: με την αναγκαστική συμπερίληψη στο «κούρεμα» και των μη συναινεσάντων φπ κατόχων ΟΕΔ, κλονίσθηκε ανεπανόρθωτα η μέχρι τότε εμπιστοσύνη του αποταμιευτικού κοινού στο Ελληνικό Δημόσιο. Μετά την τραυματική εμπειρία του «κουρέματος», και, μάλιστα, με τα ελαττώματα και την αξιοσημείωτη ταχύτητα με την οποία υλοποιήθηκε το ελληνικό PSI, δύσκολα θα μπορούσε πλέον το Ελληνικό Δημόσιο να ελπίζει στην άντληση κεφαλαίων από τους ιδιώτες επενδυτές – αποταμιευτές. Με άλλα λόγια, μετά το PSI το Ελληνικό Δημόσιο χάνει πλέον τη δυνατότητα του εσωτερικού δανεισμού. Αυτό σημαίνει ότι στο εξής θα είναι αναγκασμένο να στρέφεται μόνο στις αγορές με ό,τι αυτό συνεπάγεται.

150. Δελτίο τύπου ISDA 9.3.2012, ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to The Hellenic Republic (Greece), <http://www2.isda.org/greece-sovereign-debt-faq/>.

151. Πρβλ. και *Villata* (2013), 347-348.

152. Δελτίο τύπου ISDA 19.3.2012, ISDA EMEA Determinations Committee: CDS Auction relating to The Hellenic Republic (Greece), <http://www2.isda.org/greece-sovereign-debt-faq/>.

153. Βλ. περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τον πλειστηριασμό, καθώς και λίστα των συμμετεχόντων σε ειδική σελίδα στο διαδικτυακό τόπο της ISDA <http://www.isda.org/companies/HellenicRepublicCDS/HellenicRepublicCDS-part-bidder.html> (ενδεικτικά μεταξύ των συμμετεχόντων ήταν η BNP Paribas, η Deutsche Bank AG, η Goldman Sach's International κ.ά.).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β

ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ VS ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

1. Ζητήματα συνταγματικότητας και συμβατότητας με την ΕΣΔΑ και τον ΕΧΘΔ

1.1. Προσβολή περιουσιακών δικαιωμάτων των επενδυτών

Η προσβολή των περιουσιακών δικαιωμάτων των επενδυτών που εθίγησαν από την διαδικασία του «κουρέματος» αποτελεί μαζί με την παραβίαση της αρχής της αναλογικότητας τον κύριο λόγο στον οποίο βασίσθηκαν οι αιτήσεις ακυρώσεως που κατατέθηκαν και συζητήθηκαν ενώπιον του ΣτΕ. Άλλωστε, στην περιουσιακή απώλεια για τους δανειστές του Ελληνικού Δημοσίου συμπυκνώνεται και το αποτέλεσμα της διαδικασίας του PSI. Ως κύριος λόγος ακυρώσεως των προσβαλλόμενων πράξεων (ΠΥΣ 5/2012, πρόσκλησης του ΟΔΔΗΧ προς τους ομολογιούχους για συμμετοχή στην ορισθείσα με την ως άνω ΠΥΣ διαδικασία, ΠΔ/ΤΕ/9.3.2012 και ΠΥΣ 10/2012) προβάλλεται η προσβολή των περιουσιακών δικαιωμάτων των αιτούντων χωρίς να τους δοθεί αντιστάθμισμα¹⁵⁴. Κρίσιμο ζήτημα είναι αυτό της προστασίας της ιδιοκτησίας κατά το Σύνταγμα, το άρθρο 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ και του άρθρου 17 του Χάρτη Θεμελιωδών Δικαιωμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΧΘΔ).

Το άρθρο 17 Συντάγματος καθιερώνει την προστασία της ατομικής ιδιοκτησίας, χωρίς όμως να προσδιορίζει εάν στην έννοια της ιδιοκτησίας περιλαμβάνεται η ιδιοκτησία τόσο επί ακινήτων όσο και επί κινητών¹⁵⁵, τα εμπράγματα ή και τα ενοχικά δικαιώματα. Με τον τρόπο αυτό καταλείπεται το περιθώριο της ερμηνείας του όρου, ώστε να περιλάβει την προστασία κάθε είδους ατομικής ιδιοκτησίας. Ωστόσο, παρά το περιθώριο αυτό, η ελληνική νομολογία ακολουθούσε μέχρι πρόσφατα μία συσταλτική ερμηνεία του όρου «ιδιοκτησία» υπάγοντας σε αυτήν μόνο τα

¹⁵⁴. Ως προς το ζήτημα της εύλογης αποζημίωσης των θιγόντων από το PSI επενδυτών, βλ. σχολιασμό *Λιναρίτη*, Ζητήματα από την αντικατάσταση των άυλων ομολογιακών τίτλων του Δημοσίου, Παρατηρήσεις στις αποφάσεις ΣτΕ 1116 & 1117/2014, ΧρηΔικ 2014, 223, 224, σύμφωνα με τον οποίο δεν θα έπρεπε να λαμβάνεται ως αναφορά η ονομαστική αξία των επιλέξιμων τίτλων, αλλά η τρέχουσα αξία τους, η οποία ήδη πριν από το PSI είχε μειωθεί σημαντικά. Με σημείο αναφοράς την τρέχουσα αξία των τίτλων, η οποία κρίνεται σύμφωνα με την άποψη αυτή ως περισσότερο κρίσιμη, η αντικατάσταση των τίτλων στο πλαίσιο του PSI αποτέλεσε εύλογη αποζημίωση για τους θιγόντες επενδυτές. Πρβλ. και ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 31.

¹⁵⁵. Βέβαια, λαμβάνοντας υπόψιν και την ερμηνευτική δήλωση του Συντάγματος του 1952 ότι με τον όρο περιουσία νοείται και η κινητή, η προστασία της ιδιοκτησίας και επί κινητών είναι μάλλον αυτονόητη και υπό το ισχύον Σύνταγμα, βλ. *Καράκωστας*, Περιουσία και υπερνομοθετική προστασία της, Δίκη, 2005, 547.

εμπράγματα δικαιώματα και αφήνοντας εκτός πεδίου προστασίας τα ενοχικά. Η συσταλτική αυτή ερμηνεία δεν συνάδει με την εξέλιξη και λειτουργία των περιουσιακών δικαιωμάτων στη σύγχρονη οικονομία, όπου τα ενοχικά δικαιώματα καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος των ιδιωτικών οικονομικών αγαθών¹⁵⁶.

Κατά το κοινοτικό-ενωσιακό δίκαιο, το δικαίωμα της ιδιοκτησίας, συμπεριλαμβανομένων και των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας, προστατεύεται σύμφωνα με το άρθρο 17 του Χάρτη Θεμελιωδών Δικαιωμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που με τη θέση σε ισχύ της Συνθήκης της Λισαβόνας απέκτησε νομικά δεσμευτική ισχύ και ίδιο νομικό κύρος με τις Συνθήκες¹⁵⁷. Επιπλέον, με τη Συνθήκη της Λισαβόνας, η Ευρωπαϊκή Ένωση προσχώρησε στην Ευρωπαϊκή Σύμβαση για την προάσπιση των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου και των Θεμελιωδών Ελευθεριών. Τα θεμελιώδη δικαιώματα, όπως κατοχυρώνονται από την ΕΣΔΑ και τις συνταγματικές παραδόσεις των κρατών μελών, αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του δικαίου της Ένωσης¹⁵⁸.

Η νομολογία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΔΕΕ) είχε ήδη ορίσει ότι ο σεβασμός των θεμελιωδών δικαιωμάτων, αν και εμπνέεται από τις κοινές συνταγματικές παραδόσεις των κρατών μελών, πρέπει να εξασφαλίζεται και στο πλαίσιο της Κοινότητας¹⁵⁹, επιβεβαιώνοντας την θέση αυτή και αργότερα, με την κρίση ότι οι διεθνείς συμβάσεις για την προστασία των θεμελιωδών δικαιωμάτων του ανθρώπου, στις οποίες έχουν προσχωρήσει τα κράτη μέλη, αποτελούν επίσης ενδείξεις που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στο πλαίσιο του κοινοτικού δικαίου¹⁶⁰.

Με μεταγενέστερες αποφάσεις, το ΔΕΕ έκρινε ότι το δικαίωμα της ιδιοκτησίας προστατεύεται σύμφωνα με τις συνταγματικές παραδόσεις των κρατών μελών και το άρθρο 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ¹⁶¹, αλλά θα πρέπει περαιτέρω να εξετασθεί αν οι περιορισμοί της ιδιοκτησίας ανταποκρίνονται πράγματι στους στόχους γενικού συμφέροντος της Κοινότητας ή αποτελούν υπέρμετρη και επαχθή επέμβαση στα δικαιώματα του ιδιοκτήτη και θίγουν την ίδια την ουσία του δικαιώματος της ιδιοκτησίας¹⁶². Την ίδια κρίση εξέφρασε το ΔΕΕ και σε μεταγενέστερες αποφάσεις¹⁶³.

Καταλυτικό ρόλο στη διαμόρφωση μιας πιο διασταλτικής ερμηνευτικής προσέγγισης από τα ελληνικά δικαστήρια έχει η νομολογία του ΕΔΔΑ. Το άρθρο 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ προστατεύει την «περιουσία», προβλέποντας ότι κάθε φυσικό ή

¹⁵⁶. Κασιμάτης, Η νέα έννοια της ιδιοκτησίας και της ιδιοκτησιακής προστασίας με αφορμή την απόφαση ΑΠ Ολ 40/1998, ΕΕμπΔ 1999, 192.

¹⁵⁷. Άρθρο 6 παρ. 1 Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, ΕΕ C 306/17.12.2007, που τέθηκε σε ισχύ την 1.12.2009.

¹⁵⁸. Άρθρο 6 παρ. 3 Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, οπ.

¹⁵⁹. Απόφ. 17.10.1970, υπόθ. C-11/70, *Internationale Handelsgesellschaft*, Συλλ. 1970, 1125, σκέψη 4.

¹⁶⁰. Απόφ. 14.5.1974, υπόθ. C-4/73, *Nold*, Συλλ. 1974, 00491 (ελληνικά 00277), σκέψη 13.

¹⁶¹. Κυρώθηκε μαζί με τη Σύμβαση με το ν.δ. 53/1974, ΦΕΚ Α/256/20.9.1974.

¹⁶². Απόφ. 13.12.1979, υπόθ. C-44/79, *Liselotte Hauer*, Συλλ. 1979, 3751.

¹⁶³. Αποφ. 17.7.1995, συνεκδικαζόμενες υπόθ. C-248/1995 και C-249/1995, *SAM Schifffahrt* και *Heinz Stapf* αντίστοιχα, σκέψη 72.

νομικό πρόσωπο δικαιούται σεβασμού της περιουσίας του και κανείς δεν μπορεί να στερηθεί της ιδιοκτησίας του, παρά μόνο για λόγους δημοσίου συμφέροντος και σύμφωνα με τους όρους του νόμου και των γενικών αρχών του διεθνούς δικαίου. Η ΕΣΔΑ και τα πρόσθετα πρωτόκολλα αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της ελληνικής έννομης τάξης και υπερισχύουν έναντι κάθε αντίθετης διάταξης νόμου δυνάμει της παραγράφου 1 του άρθρου 28 του Συντάγματος.

Το Δικαστήριο του Στρασβούργου ακολουθεί μία αυτόνομη ερμηνεία των εννοιών της ΕΣΔΑ, χωρίς να περιορίζεται από την ερμηνεία που δίνουν στις αντίστοιχες εθνικές διατάξεις τα εθνικά δικαστήρια¹⁶⁴. Οι αποφάσεις του ΕΔΔΑ είναι δεσμευτικές για τα κράτη ενώ σε περίπτωση σύγκρουσης μεταξύ συνταγματικής διάταξης με την ΕΣΔΑ, αυτή θα πρέπει να αρθεί με τη σύμφωνη προς την ΕΣΔΑ ερμηνεία του Συντάγματος¹⁶⁵. Στη θεμελιώδη απόφαση *Marckx* κατά Βελγίου το ΕΔΔΑ έκρινε ότι «αναγνωρίζοντας στον καθένα το σεβασμό των αγαθών του, το πρώτο άρθρο του ΠΠΠ εγγυάται ουσιαστικά το δικαίωμα στην ιδιοκτησία. Οι λέξεις «αγαθά», «ιδιοκτησία», «χρήση των αγαθών», σε αυτό το συμπέρασμα οδηγούν¹⁶⁶. Η έννοια του «αγαθού», όπως διατυπώνεται στο πρώτο μέρος του άρθρου 1 του ΠΠΠ, έχει αυτόνομη έννοια, η οποία είναι ανεξάρτητη από τον τυπικό χαρακτηρισμό στο εσωτερικό δίκαιο, και δεν περιορίζεται στην ιδιοκτησία μόνο υλικών αγαθών.

Η νομολογία του ΕΔΔΑ δημιούργησε σταδιακά ένα μακρύ κατάλογο με περιουσιακά δικαιώματα που προστατεύονται κατά το άρθρο 1 του ΠΠΠ, συντείνοντας στην αποτελεσματικότερη και ευρύτερη προστασία των περιουσιακών δικαιωμάτων στα συμβαλλόμενα κράτη. Τέτοια περιουσιακά δικαιώματα που εντάσσονται κατά τη νομολογία του ΕΔΔΑ στο προστατευτικό πλαίσιο της έννοιας της περιουσίας είναι ενδεικτικά η κληρονομίσιμη αξία, τα απλά οικονομικά συμφέροντα, συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων οικονομικού περιεχομένου που απορρέουν από τη μετοχή ανώνυμης εταιρίας¹⁶⁷, τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα, εφόσον, όμως δεν αφορούν απλώς τη μεταβολή του ποσού της σύνταξης, τα υφιστάμενα περιουσιακά δικαιώματα ή ενοχικές αξίες, συμπεριλαμβανομένων των αξιώσεων με βάση τις οποίες ο προσφεύγων μπορεί να ισχυρισθεί ότι έχει εύλογη προσδοκία¹⁶⁸. Περαιτέρω, στον κατάλογο των περιουσιακών δικαιωμάτων που

¹⁶⁴. *Γέροντας*, Η προστασία της περιουσίας κατά τη νομολογία του ΕΔΔΑ – Πρόσφατες νομολογιακές εξελίξεις, ΝοΒ 2009, 1884 επ.

¹⁶⁵. *Γέροντας*, ΝοΒ 2009, 1885.

¹⁶⁶. Απόφ. 13.6.1979, υπόθ. *Marckx* κατά Βελγίου, ΕΔΔΑ, σκέψη 63 («*By recognising that everyone has the right to the peaceful enjoyment of his possessions, Article 1 (P1-1) is in substance guaranteeing the right of property. This is the clear impression left by the words "possessions" and "use of property" (in French: "biens", "propriété", "usage des biens") [...] Indeed, the right to dispose of one's property constitutes a traditional and fundamental aspect of the right of property (cf. the Handyside judgment of 7 December 1976, Series A no. 24, p. 29, para. 62).*»).

¹⁶⁷. Απόφ. 8.7.1986, υπόθ. *Lithgow* κ.ά. κατά Ηνωμένου Βασιλείου, ΕΔΔΑ, σκέψη 107.

¹⁶⁸. Σύμφωνα με την πάγια νομολογία του ΕΔΔΑ, βλ. Απόφ. 29.11.1991, υπόθ. *Pinevalley* κ.ά. κατά Ιρλανδίας, σκέψη 52 («*the applicants had at least a legitimate expectation [...] and this*

καλύπτονται από το ΠΠΠ της ΕΣΔΑ, έχει ενταχθεί και το δικαίωμα του καταθέτη έναντι πιστωτικού ιδρύματος που απορρέει από σύμβαση ανώμαλης παρακαταθήκης¹⁶⁹. Το ΕΔΔΑ, μάλιστα, έχει δεχθεί ότι και οι ομολογίες καλύπτονται από το προστατευτικό πλαίσιο της ΕΣΔΑ, εφόσον το ίδιο το κράτος έκδοσης δέχεται τις ομολογίες ως μέρος του χρέους του, ήτοι ως συμβατική υποχρέωσή του από την οποία απορρέει αντίστοιχο δικαίωμα του ομολογιούχου¹⁷⁰.

Υπό την καταλυτική επίδραση της διασταλτικής αυτής ερμηνείας της έννοιας της περιουσίας, η ελληνική νομολογία εναρμονίσθηκε με το προστατευτικό πλαίσιο που καθιερώνει το ΕΔΔΑ. Η μεταστροφή της ελληνικής νομολογίας σηματοδοτήθηκε από την ΟΛΑΠ 40/1998, η οποία έκρινε ότι στην έννοια της περιουσίας περιλαμβάνονται και οι ενοχικές απαιτήσεις. Καλύπτονται έτσι τα ενοχικά περιουσιακά δικαιώματα και ειδικότερα απαιτήσεις, είτε αναγνωρισμένες με δικαστική ή διαιτητική απόφαση, είτε απλώς γεννημένες κατά το εθνικό δίκαιο, εφόσον υπάρχει νόμιμη προσδοκία, με βάση το ισχύον, έως την προσφυγή στο δικαστήριο, δίκαιο, ότι μπορούν να ικανοποιηθούν δικαστικά. Τέτοιες είναι κατά το ελληνικό δίκαιο και οι απαιτήσεις από αδικοπραξία για καταβολή αποζημίωσης ή χρηματικής ικανοποίησης λόγω ηθικής βλάβης (άρθρα 297, 298, 299, 57, 59, 932 Α.Κ.).

Με αφετηρία την προαναφερθείσα απόφαση της Ολομέλειας του Αρείου Πάγου, η νομολογία των Πολιτικών Δικαστηρίων έχει εγκαταλείψει τη συσταλτική, συντηρητική ερμηνεία της έννοιας της ιδιοκτησίας¹⁷¹. Βέβαια, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι και πάλι ο Άρειος Πάγος προχώρησε σε διεύρυνση της έννοιας της ιδιοκτησίας με εφαρμογή, όχι του άρθρου 17 του Συντάγματος, αλλά του άρθρου 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ. Συνεπώς, η μεταστροφή της ελληνικής νομολογίας έγινε πλαγίως, δηλαδή με εισαγωγή της ερμηνευτικής προσέγγισης και του πνεύματος της νομολογίας του Δικαστηρίου του Στρασβούργου και όχι με διεύρυνση της συνταγματικής έννοιας του άρθρου 17 του Συντάγματος¹⁷².

Το βήμα αυτό έγινε με την απόφαση ΟΛΑΠ 6/2007¹⁷³ επί της

has to be regarded, for the purposes of Article 1 of Protocol No. 1 (P1-1), as a component part of the property in question»), απόφ. 18.2.1991, υπόθ. Fredin κατά Σουηδίας, υπόθ. Pressos Compania Naviera S.A κ.ά. κατά Βελγίου.

169. Απόφ. 29.1.2013, Ζολώτας κατά Ελλάδος, ΕΔΔΑ (η μετάφραση της απόφασης στα ελληνικά είναι διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο του ΝΣΚ, www.nsk.gr). Στην υπόθεση αυτή κρίθηκε ότι αποτελεί παραβίαση περιουσιακού δικαιώματος ως επιβολή δυσανάλογου βάρους στον καταθέτη η παραγραφή των αξιώσεών του υπέρ του Δημοσίου, ενώ η παράλειψη λήψης μέτρων που υποχρεώνουν τις τράπεζες να ενημερώνουν τον καταθέτη για τις συνέπειες της αδράνειάς του αντίκεινται στην αρχή ασφάλειας δικαίου που διατρέχει την ΕΣΔΑ (σκέψεις 53 και 54).

170. Απόφ. 28.6.2010, υπόθ. Malysh κ.ά. κατά Ρωσίας, ΕΔΔΑ, σκέψη 68.

171. Την ίδια διασταλτική ερμηνεία της έννοιας της ιδιοκτησίας ακολούθησε αργότερα και η ΑΠ 43/2002, εφαρμόζοντας και πάλι το άρθρο 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ και όχι το άρθρο 17 του Συντάγματος.

172. Κασσιμάτης, ΕΕμπΔ 1999, 190.

173. ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ. Βλ. και παρατηρήσεις Καλλινίκου, ΧρίΔ 2007, 646.

συνταγματικότητας της διάταξης του άρθρου 14 παρ. 4 του ν. 3049/2002¹⁷⁴, η οποία έκρινε ότι η αναδρομική κατάργηση ενοχικών αξιώσεων πνευματικών δημιουργών και δικαιούχων συγγενικών δικαιωμάτων με το ν. 3049/2002 ήταν αντίθετη τόσο με τα άρθρα 4 και 17 του Συντάγματος, αλλά και με το ΠΠΠ της ΕΣΔΑ, καθώς δεν τηρήθηκαν οι νόμιμες διατυπώσεις που προϋποθέτουν πλήρη προηγούμενη αποζημίωση, ύπαρξη δημοσίου συμφέροντος ή ωφέλειας για την αποστέρηση της περιουσίας. Με την απόφαση αυτή ο ΑΠ κρίνει σαφώς ότι η προστασία της ιδιοκτησίας σύμφωνα με την ΕΣΔΑ συμπίπτει με την προστασία της ιδιοκτησίας στο ελληνικό Σύνταγμα¹⁷⁵ και εφαρμόζει ευθέως και τις δύο διατάξεις.

Η νομολογία του ΣτΕ, όμως, δεν εφαρμόζει ακόμη τη διασταλτική ερμηνεία του όρου της ιδιοκτησίας. Με αφορμή το «κούρεμα», παρουσιάζουν ενδιαφέρον οι απόψεις της μειοψηφίας¹⁷⁶, που εφαρμόζουν τη διασταλτική ερμηνεία στις πρόσφατες αποφάσεις του ΣτΕ επί των αιτήσεων ακυρώσεως που άσκησαν οι κάτοχοι ΟΕΔ κρίνοντας ότι η απομείωση των απαιτήσεων των κατόχων ΟΕΔ στο πλαίσιο του PSI αποτελεί περίπτωση προσβολής των περιουσιακών δικαιωμάτων των θιγόντων ομολογιούχων σύμφωνα με το αρθρ. 17 του Συντάγματος, ερμηνευόμενο σύμφωνα με την ΕΣΔΑ και τη νομολογία του Δικαστηρίου του Στρασβούργου¹⁷⁷. Η προβληματική αυτή μαζί με την παραβίαση της αρχής της αναλογικότητας αποτελούν και τα προεξέχοντα νομικά ζητήματα που ανέδειξαν οι αιτήσεις ακυρώσεως των κατόχων ΟΕΔ.

1.2. Η νομοθετική επέμβαση στην εξέλιξη συνεστημένων συμβατικών σχέσεων

Με το ν. 4050/2012, προβλέφθηκε η διαδικασία με την οποία θα τροποποιούνταν οι όροι ΟΕΔ με αναδρομική ισχύ. Με άλλα λόγια, προβλέφθηκε ότι, εφόσον επιτευχθεί η προβλεπόμενη πλειοψηφία του συμμετέχοντος κεφαλαίου, θα τροποποιηθούν με την εισαγωγή ρητρών συλλογικής δράσης οι όροι ΟΕΔ που κατέχουν όχι μόνον όσοι συναίνεσαν στην τροποποίηση αλλά και όσοι δεν

¹⁷⁴. Ν. 3049/2002 «Αποκρατικοποίηση επιχειρήσεων και άλλες διατάξεις», ΦΕΚ/Α/212/10.9.2002
¹⁷⁵. Βλ. και παρατηρήσεις Παμπούκη, ΕπισκεΔ 2007, 395-402.

¹⁷⁶. Βλ. μειοψηφία ΣτΕ ΟΛ 1116/2014, σκέψη 33 και ΣτΕ ΟΛ 1507/2014, σκέψη 30, όπου εκφράζεται η άποψη ότι «στην έννοια της κατά το άρθρο 17 παρ. 1 και 2 του Συντάγματος προστατευομένης ιδιοκτησίας, σύμφωνα και με το άρθρο 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ, πρέπει να νοηθεί ότι περιλαμβάνονται και τα ενοχικά περιουσιακά δικαιώματα και ειδικότερα οι απαιτήσεις που δύνανται να ικανοποιηθούν και δικαστικώς, όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες»

¹⁷⁷. Μετά την εξάντληση των εσωτερικών ενδίκων μέσων, οι θιγόντες κάτοχοι ΟΕΔ μπορούν εντός 6 μηνών από την τελεσιδικία της εσωτερικής απόφασης να ασκήσουν προσφυγή στο ΕΔΔΑ (αρθρ. 35 ΕΣΔΑ). Μετά την απόρριψη των αιτήσεων ακυρώσεως από το ΣτΕ, άνοιξε ο δρόμος για το Δικαστήριο του Στρασβούργου. Προσφυγές έχουν ήδη κατατεθεί στο ΕΔΔΑ τόσο από Έλληνες όσο και από ξένους κατόχους ομολόγων (Βλ. σχετικό δελτίο τύπου Συλλόγου φπ κατόχων ΟΕΔ (<http://www.fpoed.gr>)).

συναίνεσαν ή δεν έλαβαν καν μέρος στη διαδικασία της τροποποίησης και ανταλλαγής. Συνεπώς, ο νομοθέτης επενέβη με τον τρόπο αυτό σε ήδη συνεστημένες συμβατικές σχέσεις μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου ως εκδότη και των κατόχων ΟΕΔ ως δανειστών του.

Τα ΟΕΔ εκδίδονται στο πλαίσιο ομολογιακών δανείων που εκδίδει κατά καιρούς το Ελληνικό Δημόσιο με αποφάσεις του Υπουργού Οικονομικών, σύμφωνα με το αρθρ. 31 ν. 1914/1990 και το αρθρ. 5 ν. 2198/1994. Δεν διαφοροποιούνται ως προς την αξιολογική σχέση μεταξύ εκδότη και ομολογιούχου από τα ομολογιακά δάνεια των ΝΠΙΔ. Πρόκειται, δηλαδή, για συμβατικές σχέσεις μεταξύ του Ελληνικού Δημοσίου και των ιδιωτών πιστωτών του¹⁷⁸. Με το ν. 4050/2012, που λειτούργησε ως «Mopping – Up Law», όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, προβλέφθηκε εμμέσως η αναδρομική τροποποίηση των τίτλων, καθόσον ο νόμος ήρθε να προβλέψει μέσω της διαδικασίας του PSI τη δυνατότητα τροποποίησης των όρων και ανταλλαγής των τίτλων, εξαρτώντας την από την «εθελοντική»¹⁷⁹ συμμετοχή της πλειοψηφίας των ομολογιούχων. Με τον τρόπο αυτό η συναίνεση του πλειοψηφούντος κεφαλαίου επεβλήθη και υποκατέστησε τη βούληση των μη συναινεσάντων κατόχων ΟΕΔ, περιορίζοντας την ιδιωτική τους αυτονομία ως ειδικότερη εκδήλωση της ελεύθερης ανάπτυξης της προσωπικότητας (αρθρ. 5 παρ. 1 του Συντάγματος) και της οικονομικής ελευθερίας (αρθρ. 106 παρ. 2 του Συντάγματος).

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η γνώμη της μειοψηφίας στις πρόσφατες αποφάσεις της Ολομέλειας του ΣτΕ¹⁸⁰, η οποία, ακολουθώντας τη νομολογία του Συμβουλίου¹⁸¹, αναφέρει τη νομοθετική επέμβαση στη συμβατική ελευθερία ως εξαιρετικό μέτρο που δικαιολογείται μόνο για σοβαρούς λόγους δημοσίου συμφέροντος και πρέπει να προβλέπεται με βάση γενικά, αντικειμενικά και πρόσφορα κριτήρια, στο πλαίσιο της αρχής της αναλογικότητας, και σε εύλογο χρόνο από την κατάρτιση της σύμβασης¹⁸² εξετάζοντας εάν και κατά πόσο «η επέμβαση αυτή, μεταξύ άλλων προϋποθέσεων, προβλέπεται με βάση γενικά, αντικειμενικά και πρόσφορα κριτήρια τούτο δε, προκειμένου, εκτός άλλων, να καθίσταται εφικτός ο αποτελεσματικός δικαστικός έλεγχος της συνδρομής του δικαιολογητικού λόγου της επιβολής του μέτρου σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση», με αφορμή την κρίση επί της ευρείας διακριτικής ευχέρειας του Υπουργικού Συμβουλίου ως προς τον καθορισμό των «επιλέξιμων

178. Πρβλ. και ΑΠ 1812/2007, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ = ΔΕΕ 2008, 65.

179. Πρβλ. επικρίσεις του επικεφαλής της Commerzbank όσον αφορά τον «εθελοντικό» χαρακτήρα του «κουρέματος» του ελληνικού χρέους (*The participation in the haircut is as voluntary as a confession during the Spanish Inquisition*), Stevens/Torry/Henning, Greek Bond Deal makes German banker see red, 24.2.2012, <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052970203960804577240570332762612>.

180. ΣτΕ Ολ. 1972/2012, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, ΣτΕ Ολ. 1910/2001, ΝΟΜΟΣ.

181. ΣτΕ 498/2002, σκέψη 5, ΝΟΜΟΣ.

182. ΣτΕ Ολ 1116/2014 σκέψη 22, ΣτΕ Ολ 1508, σκέψη 23.

τίτλων»¹⁸³.

Ωστόσο, πριν από τον καθορισμό των επιλέξιμων τίτλων, δεν προκύπτει ότι προηγήθηκε διαπίστωση και ουσιαστική εκτίμηση των πραγματικών περιστατικών που συντρέχουν σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Αντιθέτως, φαίνεται ότι ελήφθησαν υπόψιν τεχνικά και αριθμητικά κριτήρια. Η παράλειψη αυτή φαίνεται ακόμη εντονότερη στην περίπτωση των φυσικών προσώπων που εθίγησαν από το «κούρεμα». Ορισμένοι, μάλιστα, από αυτούς δεν είχαν αποκτήσει τα ομόλογα ως επενδυτές, δηλαδή με δική τους πρωτοβουλία και για επενδυτικό σκοπό, αλλά τα είχαν λάβει για την εξόφληση χρεών εκ μέρους του Δημοσίου¹⁸⁴. Προβληματική φαίνεται και η συμπερίληψη των ομολόγων που κατείχαν ΝΠΔΔ, όπως ΦΚΑ, επιμελητήρια κ.ά., η οποία, θα λέγαμε, έρχεται σε αντίφαση με το ίδιο το εγχείρημα του «κουρέματος» με τη συμμετοχή του ιδιωτικού (και όχι του δημόσιου) τομέα¹⁸⁵. Αν είχε προηγηθεί ουσιαστική εκτίμηση, θα ανέμενε κανείς, το σύνολο του ανεξόφλητου κεφαλαίου στα χέρια φπ (κατά βάση «αποταμιευτών»), να εξαιρεθεί από τη διαδικασία ή να καταβληθεί εύλογη αποζημίωση ως αντιστάθμισμα, καθόσον η συμβολή του εν λόγω κεφαλαίου στην αναδιάρθρωση θα ήταν, όπως και ήταν πράγματι, περιορισμένη.

Θα λέγαμε ότι η αρχιτεκτονική του PSI τεχνηέντως συνέπλεξε την νομοθετική επέμβαση με την «εθελοντική» συμμετοχή της πλειοψηφίας των επενδυτών, ρίχνοντας το βάρος για την απόφαση ένταξης στο «κούρεμα» στους ίδιους τους θιγόμενους πιστωτές. Παρόλα αυτά, το γεγονός ότι η ελληνική κυβέρνηση επέλεξε να προβλέψει τη δυνατότητα μόνο του «κουρέματος» πετώντας τη μπάλα στο γήπεδο των πιστωτών δεν αναιρεί το γεγονός ότι με πράξη της ίδιας της κυβέρνησης ενεργοποιήθηκαν οι ρήτρες συλλογικής δράσης και επεβλήθη το «κούρεμα» και στους μη συναινέσαντες πιστωτές (holdouts). Δεν παύει, λοιπόν, η υλοποίηση του PSI να αποτελεί επέμβαση σε συνεστημένες συμβατικές σχέσεις.

Όπως και σε άλλες διαδικασίες αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους, έτσι και στην περίπτωση του ελληνικού PSI, φαίνεται ότι τα όρια μεταξύ ελεύθερης βούλησης και επιβεβλημένης αναδιαπραγμάτευσης των όρων των τίτλων είναι δυσδιάκριτα. Θα

¹⁸³. ΣτΕ ΟΛ 1116/2014 σκέψη 21 και ΣτΕ ΟΛ 1117/2014 σκέψη 17.

¹⁸⁴. Προμηθευτές νοσοκομείων (αρθρ. 27 ν. 3867/2010, ΦΕΚ/Α/128/3.8.2010), πρώην εργαζόμενοι της Ολυμπιακής Αεροπορίας (αρθρ. 49 ν. 3871/2010, ΦΕΚ/Α/141/17.8.2010). Για τους τελευταίους βλ. ΜΠρΑθ 2293/2014, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, με την οποία κρίθηκε ότι τα ομόλογα δόθηκαν χάριν και όχι αντί καταβολής του αιτούμενου ποσού, καθόσον αποτελούν άλλη διαφορετική παροχή και μάλιστα μη προσήκουσα, αλλά και επειδή δεν υπήρχε καμία συμφωνία μεταξύ των διαδίκων για εξόφληση όχι σε μετρητά αλλά με τον τρόπο αυτό. Σημειώνεται επίσης ότι οι θιγόντες από το PSI πρώην εργαζόμενοι της Ολυμπιακής Αεροπορίας έχουν ασκήσει προσφυγή στο Γενικό Δικαστήριο της ΕΕ (Τ-38/14, ΕΕ C-292/45/1.9.2014) ζητώντας να αναγνωριστεί η παράλειψη της Ελληνικής Δημοκρατίας, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, της Επιτροπής, της ΕΚΤ και του Eurogroup να νομοθετήσουν ώστε να εξαιρεθούν ρητώς τα ομόλογα που δόθηκαν αναγκαστικά στους προσφεύγοντες κατά την απόλυσή τους από την πρώην Ολυμπιακή Αεροπορία, που επιβλήθηκε από απόφαση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

¹⁸⁵. Βλ. σελ. 23, υποσημ. 127 ανωτέρω.

πρέπει να παρατηρήσουμε ότι παρά το ενδιάμεσο στάδιο της «εθελοντικής» συμμετοχής των επενδυτών στο «κούρεμα», στην πραγματικότητα η περιουσιακή απώλεια που υπέστησαν και οι μη συναινέσαντες επενδυτές, είναι αποτέλεσμα μίας σειράς γεγονότων, που η ίδια η ελληνική κυβέρνηση χρησιμοποίησε σαν κρίκους της αλυσίδας που οδήγησε στην επιτυχή έκβαση του PSI¹⁸⁶. Σημασία έχει και το γεγονός ότι το πλειοψηφούν κεφάλαιο που συνήνεσε στην ανταλλαγή των ΟΕΔ είχε σε σημαντικό βαθμό «ενδεχομένως, ή, *a fortiori*, αντίθετα δικαιώματα ή συμφέροντα (*res inter alios acta*)»¹⁸⁷.

1.3. Η διάψευση της δικαιολογημένης εμπιστοσύνης του διοικουμένου

Στις αιτήσεις ακυρώσεως των κατόχων ΟΕΔ προβλήθηκε ότι με το αρθρ. 1 του ν. 4050/2012, με το οποίο θεσπίσθηκαν εκ των υστέρων ρήτρες συλλογικής δράσης (*retrofit CACs*)¹⁸⁸ για την τροποποίηση των τίτλων, παραβιάσθηκε η αρχή της ασφάλειας δικαίου στις οικονομικές συναλλαγές και διαψεύσθηκε η δικαιολογημένη εμπιστοσύνη του διοικουμένου, που αποτελούν ειδικότερες εκφάνσεις της αρχής του Κράτους Δικαίου που κατοχυρώνεται ρητώς στο άρθρο 25 παρ. 1 του Συντάγματος και έχουν πρόσθετη κατοχύρωση ως αρχές του Ευρωπαϊκού Ενωσιακού Δικαίου και της Ευρωπαϊκής Σύμβασης για την προάσπιση των δικαιωμάτων του ανθρώπου και των θεμελιωδών ελευθεριών (ΕΣΔΑ)¹⁸⁹. Πυρήνα της αρχής της προστατευόμενης ή δικαιολογημένης εμπιστοσύνης του διοικουμένου συνιστά η εύλογη πεποίθηση ότι η σταθερότητα ορισμένης νομικής κατάστασης που τον αφορά του επιτρέπει να προσδοκά τη συνέχεια αυτής και να προβαίνει σε επιλογές με μακροπρόθεσμες συνέπειες για τον ίδιο, την οικογένειά του και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο¹⁹⁰.

Στην περίπτωση της επένδυσης σε ΟΕΔ, ο κάτοχος των τίτλων έχει εύλογη προσδοκία για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του Δημοσίου, δηλαδή την εξόφληση του επενδυθέντος κεφαλαίου κατά τη λήξη των ομολόγων, ιδίως ενόψει της, τουλάχιστον ως το κούρεμα, κοινής πεποίθησης ότι τα κρατικά ομόλογα ενέχουν μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με τα εταιρικά ομόλογα ή με άλλους επενδυτικούς τίτλους¹⁹¹ σε συνδυασμό και με την αντίληψη ότι «τα κράτη δεν πτωχεύουν» και ότι είναι φερέγγυοι εκδότες. Η προσδοκία αυτή αποτελεί και το κύριο περιεχόμενο της έννομης σχέσης μεταξύ κατόχου του τίτλου και εκδότη. Εξάλλου, ακριβώς σε αυτή την προσδοκία εντοπίζεται και το βασικό κίνητρο των επενδυτών σε ΟΕΔ:

¹⁸⁶. Βλ. και *Wautelet*, 2013, 11.

¹⁸⁷. ΣτΕ Ολ 1116/2014 σκέψη 22.

¹⁸⁸. Βλ. σελ. 15, υποσημ. 92 ανωτέρω.

¹⁸⁹. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 23 και ΣτΕ Ολ 1117/2014, σκέψη 17.

¹⁹⁰. *Μαλλιαροπούλου*, Η αρχή της προστατευόμενης εμπιστοσύνης στην πρόσφατη (2000-2013) νομολογία του Συμβουλίου της Επικρατείας, 2014.

¹⁹¹. Πρβλ. και *Λιναρίτης*, ΧρηΔικ 2014, 217, 220.

αποβλέπουν κυρίως στην αποπληρωμή του αρχικού κεφαλαίου τους κατά τη λήξη των τίτλων, και στην είσπραξη των τόκων καθόλη την περίοδο διακράτησης των τίτλων.

Κατά την κρίση της μειοψηφίας στις πρόσφατες αποφάσεις του ΣτΕ¹⁹², η εμπιστοσύνη των αιτούντων εν προκειμένω «δεν αφορά στη σταθερότητα καταστάσεων που έχουν διαμορφωθεί με διοικητικές πράξεις, κατ' ενάσκησιν δημοσίας εξουσίας βάσει νόμου, και οι οποίες θεμιτώς καταρχήν μεταβάλλονται με νεότερες διοικητικές πράξεις, αλλά στη σταθερότητα καταστάσεων που έχουν διαμορφωθεί στο πλαίσιο μιας συναλλακτικής σχέσεως (δανεισμού) με το Δημόσιο ως *fiscus* στον χώρο της αγοράς, δεν υπήρχε δε, στην ελληνική έννομη τάξη, μέχρι τη θέση σε ισχύ του ν. 4050/2012, ρύθμιση επιτρέπουσα την μονομερή τροποποίηση εκδοθέντων ομολόγων (κρατικών ή μη) από τον εκδότη και δη με διαδικασίες συλλογικής δράσεως, ούτε, πάντως, μεταξύ των όρων εκδόσεως των επίμαχων ομολόγων είχε περιληφθεί πρόβλεψη περί δυνατότητας τροποποιήσεώς των από τον εκδότη και δη με διαδικασία συλλογικής δράσεως. Μάλιστα, δεν περιελάμβαναν τέτοιες ρήτρες ούτε τα ομόλογα που εξέδιδε το Ελληνικό Δημόσιο μετά την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσεως...».

Αντιθέτως, κατά την κρίση της πλειοψηφίας¹⁹³, «η επένδυση σε ομόλογα και λοιπούς τίτλους εκδόσεως ή εγγυήσεως κρατών, δεν είναι απαλλαγμένη του κινδύνου της σύννομης περιουσιακής απώλειας. [...] από την έκδοση του τίτλου μέχρι τη λήξη του μεσολαβεί συνήθως ικανό χρονικό διάστημα, κατά το οποίο ενδέχεται να συμβούν γεγονότα απρόβλεπτα που περιορίζουν ουσιωδώς, ακόμη και μέχρι εκμηδενισμού, τις οικονομικές δυνατότητες του κράτους - εκδότη ή εγγυητή των τίτλων. Όταν συμβαίνουν τέτοια γεγονότα, το κράτος νομίμως επιδιώκει επαναδιαπραγμάτευση βάσει της ρήτρας “*rebus sic stantibus*”, η οποία οριοθετεί τη γενική αρχή του δικαίου “*pacta sunt servanda*”. Η αντίθετη νομική εκδοχή στηρίζεται στην παραδοχή ότι το κράτος έχει απόλυτη φερεγγυότητα, ήτοι τη δυνατότητα να εξασφαλίζει πάντοτε τα αναγκαία κεφάλαια για την ικανοποίηση των πιστωτών του, λόγω της διαρκούς υπόστασής του, απεριόριστου πλούτου και ακλόνητης πιστοληπτικής ικανότητας. Η παραδοχή αυτή διαψεύδεται από την πραγματικότητα, όπως είναι κοινώς γνωστό και προκύπτει από την ανωτέρω αναφερόμενη από 17.2.2012 γνώμη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ)¹⁹⁴».

Με την κρίση αυτή αντικρούεται η διάψευση της δικαιολογημένης εμπιστοσύνης των επενδυτών αλλά στο σημείο αυτό θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι δεν επαρκεί για να δικαιολογήσει την αιφνιδιαστική ανατροπή ήδη

192. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 25 και ΣτΕ Ολ 1117/2014, σκέψη 17.

193. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 24.

194. Γνώμη της ΕΚΤ της 17^{ης} Φεβρουαρίου 2012 σχετικά με τους όρους των τίτλων έκδοσης ή εγγύησης του Ελληνικού Δημοσίου (CON/12/12), https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/el_con_2012_12_f_sign.pdf.

διαμορφωμένων καταστάσεων που, μάλιστα, ενέπνευσαν στους επενδυτές την εύλογη πεποίθηση και προσδοκία για εκπλήρωση των υποχρεώσεων του Δημοσίου, και αποτέλεσαν το κίνητρο για την απόκτηση ΟΕΔ. Το στοιχείο του αιφνιδιασμού και της έλλειψης προβλεψιμότητας, βασικού συστατικού της αρχής της προστατευόμενης εμπιστοσύνης αλλά και της αρχής της χρηστής και εύρυθμης διοίκησης, διαπιστώνει κανείς αν παρατηρήσει την συμπεριφορά του Δημοσίου ως εκδότη τόσο πριν ή κατά το χρόνο έκδοσης των επίμαχων τίτλων όσο και το αμέσως πριν από την υλοποίηση του PSI διάστημα.

Με τη συμπεριφορά του το Δημόσιο ως εκδότης δημιούργησε εσφαλμένες, όπως απεδείχθη εκ των υστέρων, εντυπώσεις για την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, προβάλλοντας μία εικόνα σταθερότητας και ασφάλειας και ενθαρρύνοντας τις επενδύσεις σε ΟΕΔ. Ακόμη και το 2010, το Ελληνικό Δημόσιο εξακολούθησε να δίνει κίνητρα για απόκτηση ΟΕΔ¹⁹⁵, ενώ και στις εκδόσεις τίτλων κατά την επίμαχη περίοδο δεν εισήγαγε ρήτρες συλλογικής δράσης¹⁹⁶. Από την όλη συμπεριφορά του Δημοσίου τίποτα δεν προμήνυε την ανατροπή του νομικού καθεστώτος που διείπε τα ΟΕΔ και την αθέτηση της υποχρέωσης εξόφλησης του επενδυθέντος κεφαλαίου¹⁹⁷. Ειδικά όσον αφορά τα φπ – κατόχους ΟΕΔ, η ανταλλαγή των τίτλων ανέτρεψε για πολλούς από αυτούς πραγματικές καταστάσεις στις οποίες απέβλεψαν και υπολόγιζαν, αλλά και τον οικονομικό τους προγραμματισμό, υποβαθμίζοντας εν τέλει τις οικονομικές δυνάμεις και το βιοτικό τους επίπεδο. Η αποπληρωμή των νέων τίτλων που έλαβαν, εκτός από το ότι έχει πολύ μικρότερη αξία, έχει μετατεθεί στο 2042, απέχοντας πολύ από τις αρχικές ημερομηνίες λήξεως των τίτλων.

Θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε, όμως, ότι από την άποψη που διατυπώνει η πλειοψηφία διαφαίνεται η παραδοχή της προηγούμενης συναλλακτικής συμπεριφοράς του Ελληνικού Δημοσίου που ενέπνευσε την εμπιστοσύνη των επενδυτών¹⁹⁸. Η πλειοψηφία απορρίπτει τη διάψευση της εμπιστοσύνης του διοικουμένου στηριζόμενη στο επιχείρημα περί απρόοπτης μεταβολής των συνθηκών. Είναι αμφίβολο, όμως, το κατά πόσο ευσταθεί το επιχείρημα αυτό. Η απρόοπτη μεταβολή των συνθηκών που επιτρέπει στα κράτη να τροποποιήσουν τους όρους των ομολόγων που έχουν εκδώσει δεν ταιριάζει απόλυτα στην

195. Αρθρ. 18 παρ. 5 ν. 3842/2010 (ΦΕΚ/Α/58/23.4.2010) για τον επαναπατρισμό κεφαλαίων.

196. Βλ. απόψεις μειοψηφίας ΣτΕ Ολ 1116/2014 σκέψη 24 και ΣτΕ Ολ 1508/2014, σκέψη 23.

197. Ειδικότερα σχετικά με τη στάση του τότε Υπουργού Οικονομικών Γ. Παπακωνσταντίνου, βλ. ενδεικτικά Συνέντευξη Τύπου στο πλαίσιο της εαρινής συνόδου του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας στην Ουάσινγκτον, 17.4.2011 (<http://www.gprak.gr/>). Πρβλ. και Πρακτικά Συνεδρίασης της Βουλής της 23.2.2012, ιδίως σελ. 5908 και *Σιάτρας* (2013), 146.

198. ΣτΕ Ολ. 1116/2014, σκέψη 24, ότι «Δεν αίρεται δε η συνταγματικότητα αυτής της ρύθμισης του νομοθέτη ακόμη και αν από δημοσιοποιηθέντα στοιχεία το Ελληνικό Δημόσιο προσείλκυσε επενδυτές, και είναι, άλλωστε, διαφορετικό το ζήτημα αν γι' αυτή τη συναλλακτική συμπεριφορά, η οποία δεν ανάγεται στον κρίσιμο χρόνο αλλά στο χρόνο της εκδόσεως των τίτλων που τελικά αντικαταστάθηκαν, το Ελληνικό Δημόσιο θα ηδύνατο να εναχθεί από τους αιτούντες ενώπιον των πολιτικών δικαστηρίων».

περίπτωση των ελληνικών ομολόγων. Την άποψη αυτή εκφράζει και η μειοψηφία στην απόφαση της Ολομέλειας του ΣτΕ 1508/2014 (σκέψη 23) επί αιτήσεως ακυρώσεως φπ, κρίνοντας ότι η «*ραγδαία επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών*» επήλθε ως αποτέλεσμα πολιτικών αποφάσεων, πράξεων ή παραλείψεων κρατικών οργάνων και, ως εκ τούτου, αναγόμενη στη σφαίρα ευθύνης του εκδότη των ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου, δεν συνιστά «*απρόοπτη μεταβολή των συνθηκών*», που θα δικαιολογούσε, κατά το άρθρο 388 του ΑΚ, την μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων του τελευταίου»¹⁹⁹.

Δεν χρειάζεται να αναχθεί κανείς στη διαχρονική εξέλιξη του ελληνικού δημοσίου χρέους για να διαπιστώσει ότι η κρίση δεν αποτέλεσε απρόβλεπτο γεγονός ή σε κάθε περίπτωση δεν επήλθε εξ ολοκλήρου ως αποτέλεσμα απρόβλεπτου γεγονότος. Αρκεί κανείς να δει τις αποφάσεις του Συμβουλίου και τις εκθέσεις της Επιτροπής της ΕΕ στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος για την Ελλάδα κατά τα τελευταία χρόνια με χαρακτηριστικότερη την έκθεση της Επιτροπής της 18^{ης} Φεβρουαρίου 2009²⁰⁰. Το ζήτημα, βέβαια, του κατά πόσο οι επαγγελματίες σύμβουλοι της κεφαλαιαγοράς ήταν σε θέση να γνωρίζουν, να προβλέπουν και να ερμηνεύουν τα διαθέσιμα στοιχεία, διακρίνεται από την εντύπωση που δημιούργησε το Δημόσιο στο επενδυτικό κοινό και εξετάζεται στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας.

1.4. Η παραβίαση της αρχής της ισότητας

Η διαδικασία του «κουρέματος» εγείρει προβληματισμούς όσον αφορά την παραβίαση της αρχής της ισότητας και αυτό σε δύο βάσεις. Η πρώτη έχει να κάνει με τον ίδιο τον ορισμό των «επιλέξιμων τίτλων» του αρθρ. 1 παρ. 1 β) του ν. 4050/2012, όπως αυτοί καθορίστηκαν με την απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου και η δεύτερη βάση έχει να κάνει με την καθολικότητα της διαδικασίας του «κουρέματος», που κατέλαβε και τους μη συναινέσαντες κατόχους ΟΕΔ, και, μάλιστα, χωρίς καμία διάκριση με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους (αν, δηλαδή, ήταν φυσικά ή νομικά πρόσωπα ή ειδικότερα αν ήταν «*μικροομολογιούχοι*»²⁰¹, αποταμιευτές που εμπιστεύθηκαν το Ελληνικό Δημόσιο και

¹⁹⁹. Πρβλ. και χρήσιμες παρατηρήσεις σχετικά με τη συμβολή του ίδιου του κράτους στην επέλευση κατάστασης ανάγκης σύμφωνα με τη νομολογία του ICSID και των εθνικών δικαστηρίων με αναγωγή και στην περίπτωση της Ελλάδας, *Μπρεδήμας*, Παύση ή αναστολή πληρωμής του δημοσίου χρέους, οι κανόνες του διεθνούς δικαίου και η περίπτωση της Ελλάδας, ΝοΒ 2014, 1833-1841.

²⁰⁰. Βλ. ανωτέρω σελ. 8, υποσημ. 51.

²⁰¹. Όπως επικράτησε να αναφέρονται στα δημοσιεύματα του τύπου των τελευταίων δύο ετών. Πρβλ. και το καταστατικό του Συλλόγου Φυσικών Προσώπων Ομολογιούχων Ελληνικού Δημοσίου (ΣΦΠΟΕΔ) στο διαδικτυακό τόπο του Συλλόγου, <http://www.fpoed.gr/>.

επένδυσαν τις οικονομίες τους σε ΟΕΔ).

Ως προς την πρώτη βάση, η επιλογή των τίτλων αφέθηκε στην κρίση του Υπουργικού Συμβουλίου, που, μάλιστα, αποφάσισε με ευρεία διακριτική ευχέρεια και χωρίς να απαιτείται η συνδρομή πρόσθετων κριτηρίων και προϋποθέσεων²⁰². Εντούτοις, η μειοψηφία στην απόφαση της Ολομέλειας του ΣτΕ 1116/2014²⁰³ με μία ιστορική ερμηνεία του ν. 4050/2012 έκρινε ότι ως τίτλοι εμπίπτοντες στις ρυθμίσεις του ν. 4050/2012, δεν μπορεί να θεωρηθούν τίτλοι μη καλυπτόμενοι από την συμφωνία του Ελληνικού Δημοσίου με τους επαγγελματίες επενδυτές, που μετείχαν στη συμφωνία των πιστωτών με το Ελληνικό Δημόσιο εκπροσωπούμενοι από το IIF. Αυτό διότι κατά τη μειοψηφία η συμφωνία διαμορφώθηκε με συζητήσεις με τους συγκεκριμένους «επαγγελματίες επενδυτές» και αυτοί είναι που θα έπρεπε να ενταχθούν στον ορισμό των «επιλέξιμων τίτλων» για το κούρεμα. Στις αποφάσεις 1116/2014²⁰⁴ και 1117/2014²⁰⁵ της Ολομέλειας του ΣτΕ η μειοψηφία επισημαίνει ότι *«αντίκεινται στο Σύνταγμα η υπερβολική ευρύτητα του όρου «τίτλος» και η εντελώς άνευ ορίων και χωρίς θέσπιση οποιουδήποτε κριτηρίου διακριτική ευχέρεια που αναγνωρίζεται στην Διοίκηση με τον «ορισμό» της εννοίας του «επιλέξιμου τίτλου», αφού καθιστούν ανέφικτο τον δικαστικό έλεγχο της εξουσίας της Διοικήσεως ως προς την εξυπηρέτηση του σοβαρού δημόσιου σκοπού, χάριν του οποίου, κατά τα ανωτέρω, είναι ανεκτή η νομοθετική επέμβαση στις συνεστημένες εν προκειμένω συμβατικές σχέσεις»*.

Ως προς τη δεύτερη βάση, οι αιτούντες φπ - κάτοχοι ΟΕΔ επικαλέσθηκαν στις αιτήσεις τους ότι η συμπερίληψη και των δικών τους τίτλων στους «επιλέξιμους τίτλους» ήταν αντίθετη με την αρχή της ισότητας, καθόσον οι αιτούντες ως φπ *«διαφοροποιούνται ουσιαδώς, ως προς το επίμαχο εγχείρημα, για λόγους νομικούς και πραγματικούς από τους κατ' επάγγελμα επενδυτές εν γένει και, ειδικότερα, από εκείνους που είχαν εξ αρχής συμφωνήσει να συμμετάσχουν στην επιχείρηση αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημοσίου χρέους»*, όπως έγινε δεκτό από τη μειοψηφία της Ολομέλειας του ΣτΕ²⁰⁶. Αντίθετα, η πλειοψηφία έκρινε ότι *«δεν αποτελούν διαφοροποιητικά στοιχεία, από την εξεταζόμενη άποψη της αδυναμίας του Ελληνικού Δημοσίου, ως οφειλέτη, να ικανοποιήσει πλήρως το σύνολο των απαιτήσεων των πλειόνων πιστωτών του, οι ιδιότητες ορισμένων εξ αυτών, σύμφωνα με τις διατάξεις της οικείας νομοθεσίας (ν. 3606/2007) [...] διότι επί τη βάσει των ως άνω ιδιοτήτων θεσπίζονται κανόνες δικαίου που προβλέπουν όρους για την άσκηση των δραστηριοτήτων των εν λόγω προσώπων και δεν αφορούν την κατάταξη των απαιτήσεων τους έναντι των οφειλετών τους»*, ενώ *«ουδεμία έχει σημασία για την*

202. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 21.

203. Οπ.

204. Σκέψη 21.

205. Σκέψη 26.

206. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 34, ΣτΕ Ολ 1117/2014, σκέψη 21.

κρινόμενη υπόθεση το ζήτημα ποιους επενδυτές εκπροσωπούσαν το I.I.F. και η P.C.I.C. κατά τις διερευνήσεις για τις προθέσεις του ιδιωτικού τομέα που προηγήθηκαν της θέσπισης των διατάξεων του ν. 4050/2012, διότι οι εν λόγω διερευνήσεις ήταν απολύτως άτυπες και δεν προέκυψε από αυτές δέσμευση για κανένα επενδυτή».

Σημασία έχει η συμπερίληψη στην διαδικασία αναδιάρθρωσης του χρέους φπ και υπό το πρίσμα της συνταγματικής αρχής της ισότητας ενώπιον των δημοσίων βαρών (αρθρ. 4 παρ. 5 Συντάγματος), σύμφωνα με την οποία, το Κράτος δεν μπορεί, αντί να επιβαρύνει οικονομικά το σύνολο των πολιτών, να επιβάλλει οικονομικά βάρη σε συγκεκριμένη κατηγορία προσώπων χωρίς αντιστάθμισμα έναντι της επιβαλλομένης ειδικώς σ' αυτήν, χάριν του γενικού συμφέροντος επιβαρύνσεως. Οι αιτούντες φπ επικαλέσθηκαν στις αιτήσεις τους ενώπιον του ΣτΕ ότι με την αναδιάρθρωση του χρέους επιβαρύνθηκαν με πρόσθετο βάρος σε σχέση με το κοινωνικό σύνολο.

Επίσης, όσον αφορά τη φορολογική μεταχείριση των κατόχων επιλέξιμων τίτλων, ενώ ο νομοθέτης μερίμνησε για την έκπτωση της χρεωστικής διαφοράς που προκύπτει από το «κούρεμα» για νπ²⁰⁷, δεν εισήγαγε ανάλογη πρόβλεψη για φπ και έτσι τα θιγόμενα φ.π. - κάτοχοι ΟΕΔ επικαλέσθηκαν ότι έχουν ήδη επιβαρυνθεί οικονομικώς ως φορολογούμενοι από τα ποικίλα νομοθετικά μέτρα που έχουν ληφθεί για την αντιμετώπιση των σοβαρών οικονομικών προβλημάτων της Χώρας και με την ένταξή τους στο PSI τούς επεβλήθησαν πρόσθετες οικονομικές επιβαρύνσεις, χωρίς να προβλέπεται οποιοδήποτε αντιστάθμισμα έναντι της επιβαρύνσεως η οποία επιβάλλεται ειδικώς σε αυτούς, χάριν του δημοσίου συμφέροντος²⁰⁸.

Ως ειδικότερο ισχυρισμό σχετικά με την παραβίαση της αρχής της ισότητας, τα φπ ομολογιούχοι έχουν προβάλει στις αιτήσεις τους ενώπιον του ΣτΕ και την αδικαιολόγητη άνιση μεταχείριση μεταξύ φπ και ΠΙ - κατόχων ΟΕΔ, στο μέτρο που για τα ΠΙ προβλέφθηκε εξ αρχής η ανακεφαλαιοποίησή τους για την προστασία τους από τις απώλειες του PSI, ενώ αντίθετα για φπ δεν ελήφθησαν ανάλογα προστατευτικά μέτρα.

Η πλειοψηφία έκρινε ότι «η αρχή της ισότητας δεν επιβάλλει στο Ελληνικό Δημόσιο να επιφυλάσσει ιδιαίτερη ευνοϊκή μεταχείριση σε ορισμένους πιστωτές του επί τη βάσει των προσωπικών δεδομένων τους και συναφών υποκειμενικών στοιχείων και, συγκεκριμένα, σε φυσικά πρόσωπα με περιορισμένες οικονομικές δυνατότητες και προσδόκιμο χρόνο ζωής, τα οποία αντιλαμβάνονται τη συναλλακτική

207. Βλ. αρθρ. 3 παρ. 5 β ν. 4050/2012.

208. ΣτΕ Ολ 1116/2014, μειοψηφία, σκέψη 40. Πρβλ. παρατηρήσεις Διαθεσόπουλου, ΠειρΝ 2014, 42 επ., όπου προτείνεται ο συμψηφισμός οφειλών των υπέρμετρα θιγόντων από το κούρεμα κατόχων ΟΕΔ προς το Δημόσιο με τις απώλειες που υπέστησαν λόγω της ανταλλαγής των τίτλων.

συμπεριφορά τους ως συμπεριφορά αποταμιευτών (και όχι ως συμπεριφορά επενδυτών, σύμφωνα με τον καθορισμό των ενοχικών δικαιωμάτων τους στον ν. 2198/1994 και τον όρο του νομοθέτη). Αντιθέτως, μάλιστα, η αρχή της ισότητας, όπως κατά τα διεθνή συναλλακτικά ήθη εφαρμόζεται ειδικότερα επί σχέσεων πλειόνων πιστωτών με τον ίδιο οφειλέτη, γνωστή ως αρχή «*pari passu*», επιβάλλει την πορεία μέχρι την τελική λύση των σχέσεων «με ίσο βήμα» (“*on equal footing*”), ώστε σε περίπτωση αδυναμίας ικανοποίησης του συνόλου των απαιτήσεων των πιστωτών κάθε πιστωτής να ικανοποιηθεί ανάλογα με το ύψος της απαίτησής του («*pro rata*»). Για την εξυπηρέτηση δε αυτού του σκοπού επιβάλλεται η δέσμευση των μη συναινούστων πιστωτών (*binding Effect*)»²⁰⁹.

Αξίζει να παρατηρήσουμε ότι με την ως άνω κρίση της, η πλειοψηφία του ΣΤΕ φαίνεται να ρίχνει το βάρος στην υποχρέωση του Δημοσίου να απέχει από κάθε ευνοϊκή μεταχείριση μίας ομάδας ή ορισμένων πιστωτών σε σχέση με άλλους βλέποντάς την μόνο από την πλευρά της μη ευνοϊκής μεταχείρισης των φπ και παραγνωρίζοντας την ευνοϊκή μεταχείριση που επεφύλαξε το Δημόσιο για τα ΠΙ. Η διατύπωση αυτή της κρίσης της πλειοψηφίας θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί και από τις δύο όψεις, δηλαδή τόσο για την απόκρουση της παραβίασης της αρχής της ισότητας με την αποχή από οποιαδήποτε ευνοϊκή μεταχείριση των φπ – κατόχων ΟΕΔ όσο και για την κατάφαση της παραβίασης με την ανακεφαλαιοποίηση των ΠΙ.

Εξετάζοντας τους λόγους που επικαλέσθηκαν οι κάτοχοι ΟΕΔ στις αιτήσεις τους (ιδιώτες επενδυτές φπ στις ΣΤΕ ΟΛ 1116/2014 και 1507/2014, γερμανοί ιδιώτες επενδυτές φυσικά και νομικά πρόσωπα στην ΣΤΕ ΟΛ 1117/2014), κατανοεί κανείς καλύτερα τη σημασία πραγματικών²¹⁰ και νομικών καταστάσεων αλλά και την ένταση της σύγκρουσης διαφορετικών συμφερόντων και δικαιωμάτων σε περιπτώσεις αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους²¹¹. Αυτό διότι οι αναδιαρθρώσεις σύμφωνα με τις καθιερωμένες διεθνείς πρακτικές (CACs), αφενός από πρακτική άποψη δεν επιτρέπουν διαφοροποιήσεις με βάση τα ειδικά χαρακτηριστικά των κατόχων ομολόγων, καθόσον οι τίτλοι είναι ανώνυμοι και διατίθενται στην παγκόσμια αγορά, και αφετέρου εξ ορισμού προϋποθέτουν καθολικότητα και ομοιόμορφη εφαρμογή για όλους τους κατόχους ανεξάρτητα από προσωπικές ή άλλες καταστάσεις. Η επιλογή για την ένταξη σε διαδικασίες «κουρέματος» γίνεται με βάση το ανεξόφλητο κεφάλαιο και όχι με βάση τα πρόσωπα των θιγόμενων επενδυτών που κατέχουν τους τίτλους. Οδηγός για την διεκπεραίωση των αναδιαρθρώσεων είναι οι ίδιοι οι τίτλοι με βάση το ISIN, την ημερομηνία έκδοσης, και κυρίως, την ημερομηνία λήξης τους, όπως συνέβη στην περίπτωση της ελληνικής αναδιάρθρωσης.

²⁰⁹. ΣΤΕ ΟΛ 1507/2014, σκέψεις 25-26.

²¹⁰. Καραμπατζός, Δίκη 2008, 8 επ.

²¹¹. ΣΤΕ ΟΛ 1116/2014, σκέψη 23 και ΣΤΕ ΟΛ 1117/2014, σκέψη 17 σχετικά με το ότι το πλειοψηφούν κεφάλαιο είχε «*ταυτόσημα, ενδεχομένως, ή, a fortiori, αντίθετα δικαιώματα ή συμφέροντα (res inter alios acta)*» σε σχέση με τα συμφέροντα των μη συναινεσάντων.

Τίθεται, πάντως, το ερώτημα, εάν θα ήταν δυνατό στην περίπτωση του ελληνικού PSI να υπάρξει ιδιαίτερη πρόβλεψη, ώστε να μην ενταχθούν στο «κούρεμα» ή να τύχουν διαφορετικής μεταχείρισης τα ομόλογα που βρίσκονται στα χέρια φυσικών προσώπων, «αποταμιευτών», «μικροεπενδυτών» που εμπιστεύθηκαν το Ελληνικό Δημόσιο και επένδυσαν τις αποταμιεύσεις τους σε ΟΕΔ (retail investors) ή που έλαβαν ΟΕΔ ως ικανοποίηση απαιτήσεών τους έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (προμηθευτές δημοσίων νοσοκομείων, πρώην εργαζόμενοι της Ολυμπιακής Αεροπορίας κτλ).

Η δομή του Συστήματος Άυλων Τίτλων της ΤτΕ, πάνω στην οποία στήθηκε η διαδικασία του PSI, δεν θα επέτρεπε την ταυτοποίηση ΟΕΔ που βρίσκονται στα χέρια φυσικών προσώπων. Ενδεχομένως να μπορούσε να προβλεφθεί μία πρόσθετη διαδικασία ταυτοποίησης των κατόχων των τίτλων (π.χ. με την προσκόμιση σχετικών δηλώσεων – αποδείξεων από τους θεματοφύλακες), αλλά κάτι τέτοιο θα ήταν πολύπλοκο και χρονοβόρο ή, μάλλον, ουτοπικό αν λάβουμε υπόψιν μας ότι το PSI ολοκληρώθηκε μέσα σε δύο εβδομάδες από την έναρξη της διαδικασίας (με μικρές παρατάσεις).

Θα πρέπει επίσης να σκεφθούμε ότι, σε περίπτωση που ανακοινωνόταν εξαρχής τέτοια εξαίρεση για τα φπ, θα μειωνόταν το όφελος από το «κούρεμα», καθόσον θα μειωνόταν το ανεξόφλητο κεφάλαιο της αναδιάρθρωσης, ενώ έχει διατυπωθεί η άποψη ότι θα παρατηρούνταν μία τάση μετακίνησης τίτλων από τα χέρια «επαγγελματιών επενδυτών» σε χέρια «ιδιωτών επενδυτών»²¹², που θα λειτουργούσαν ως ασφαλές καταφύγιο από το «κούρεμα». Φαίνεται ότι τέτοιου είδους διακρίσεις δεν έχουν θέση στις διαδικασίες αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους. Η ίση μεταχείριση των πιστωτών κατισχύει τόσο για ηθικούς όσο και για πρακτικούς λόγους. Πάντως, τα ΠΙ και ΕΠΕΥ – θεματοφύλακες έχουν τους αριθμούς ISIN και τα ονόματα των κατόχων ΟΕΔ. Συνεπώς, δεν θα ήταν αδύνατο να προβλεφθεί ειδική διαδικασία εξαίρεσης φπ από το PSI με την πρόσθετη πρόβλεψη απαγόρευσης συναλλαγών σε ΟΕΔ ως την υλοποίηση του προγράμματος, ακριβώς για να αποφευχθούν μετακινήσεις τίτλων σε φπ για να προστατευθούν από το «κούρεμα» των τίτλων.

1.5. Η παραβίαση της αρχής της αναλογικότητας

Οι περιορισμοί των δικαιωμάτων των θιγέντων επενδυτών στο πλαίσιο της διαδικασίας του «κουρέματος» ελέγχονται ως προς την τήρηση της αρχής της

212. Πρβλ. *Buchheit/Gulati*, 2010, 8.

αναλογικότητας²¹³, η οποία αποτελεί από κοινού με την προσβολή των περιουσιακών δικαιωμάτων των επενδυτών, το σπουδαιότερο νομικό ζήτημα που έθεσε η υλοποίηση του PSI. Είναι αδιαμφισβήτητο ότι η αντιμετώπιση της οξύτατης οικονομικής κρίσης αποτελεί λόγο δημοσίου συμφέροντος που δικαιολογεί τη λήψη μέτρων και την επιβολή περιορισμών σε θεμελιώδη δικαιώματα. Ωστόσο, οι περιορισμοί αυτοί είναι συνταγματικά ανεκτοί, μόνον εφόσον τελούν σε σχέση αναλογικότητας ως προς τον επιδιωκόμενο σκοπό, δεν μπορούν να υποκατασταθούν από άλλα ηπιότερα μέσα και δεν προσβάλλουν τον πυρήνα των περιοριζόμενων δικαιωμάτων.

Ειδικότερα όσον αφορά το πρόγραμμα ανταλλαγής των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, ελέγχεται εάν η «προστασία υπέρτατου δημοσίου συμφέροντος» που επιδιώκουν οι διατάξεις του ν. 4050/2012, δικαιολογεί τον περιορισμό των δικαιωμάτων που επέφερε το «κούρεμα» και εάν ο περιορισμός αυτός είναι ανάλογος σε σχέση με τον επιδιωκόμενο σκοπό, δηλαδή με την απομείωση του ανεξόφλητου κεφαλαίου του ελληνικού χρέους, προκειμένου το δημόσιο χρέος να καταστεί βιώσιμο. Με άλλα λόγια, ο έλεγχος αναλογικότητας του προγράμματος ανταλλαγής τίτλων στο πλαίσιο εφαρμογής των άρθρων 5, 25 παρ. 1, 106 του Συντάγματος αλλά και του άρθρου 1 του ΠΠΠ ΕΣΔΑ, αναζητεί τη δίκαιη ισορροπία μεταξύ των συγκεκριμένων όρων του όλου εγχειρήματος του «κουρέματος» και των προσβαλλόμενων δικαιωμάτων μέσω της καταβολής εύλογου αντισταθμίματος στους θιγόμενους.

Αν και η παραβίαση της αρχής της αναλογικότητας ως λόγος ακυρώσεως των επίμαχων πράξεων για την υλοποίηση του PSI απορρίφθηκε ως αβάσιμος από την πλειοψηφία στις αποφάσεις της Ολομέλειας του ΣτΕ²¹⁴, διατυπώθηκαν εξίσου εμπεριστατωμένες απόψεις από τη μειοψηφία²¹⁵, οι οποίες αναδεικνύουν τα σημεία στα οποία μπορούμε να πούμε ότι φαίνεται να χωλαίνει η κρίση περί της τήρησης της αρχής αναλογικότητας. Θα εστιάσουμε κυρίως σε δύο βασικά σημεία. Το πρώτο αφορά το εάν και κατά πόσο η συγκεκριμένη επιλογή, δηλαδή το «κούρεμα» με τους συγκεκριμένους όρους ήταν πράγματι η καταλληλότερη και προσφορότερη για την επίτευξη της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους. Το δεύτερο σημείο έχει να κάνει με το εάν και κατά πόσο η ενεργοποίηση των ΡΣΔ (CACs) και, συνεπώς, η ένταξη στο PSI και των μη συναινεσάντων πιστωτών, κυρίως φπ, που κατείχαν πολύ μικρό μέρος του συνολικού ανεξόφλητου κεφαλαίου, ήταν αναγκαία και πρόσφορη για την απομείωση του συνολικού ανεξόφλητου κεφαλαίου και την αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους, προκειμένου να καταστεί βιώσιμο.

213. Αναλυτικότερα σχετικά με την αρχή της αναλογικότητας και την ένταξή της στο Σύνταγμα του 2001, *Κοντόγιωργα-Θεοχαροπούλου*, 2005, 59-94.

214. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 24 και ΣτΕ Ολ 1117/2014, σκέψη 16.

215. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 25, ΣτΕ Ολ 1117/2014, σκέψη 17, ΣτΕ Ολ 1508/2014 σκέψη 23 με αναλυτικά επιχειρήματα.

Η αρχή της αναλογικότητας επιβάλλει τη μελέτη και συνεκτίμηση ποικίλων παραγόντων από το νομοθέτη πριν από την θέσπιση οποιουδήποτε περιορισμού²¹⁶. Η προηγούμενη μελέτη και η αναφορά του νομοθέτη στους λόγους που δικαιολογούν τον περιορισμό των προσβαλλόμενων δικαιωμάτων επιτρέπουν στο Δικαστή να προχωρήσει στον οριακό έλεγχο για τη διαπίστωση της αναλογικότητας του εξεταζόμενου περιορισμού. Ο ν. 4050/2012 δεν περιλαμβάνει σαφή έκθεση των λόγων που δικαιολογούν την εφαρμογή της διαδικασίας του PSI ούτε παράθεση στοιχείων που να τεκμηριώνουν την καταλληλότητα και την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας, όπως θα ανέμενε κανείς. Ελλείψει, μάλιστα, τέτοιας μελέτης, η μειοψηφία στις αποφάσεις της Ολομέλειας του ΣτΕ έκρινε ότι δεν είναι δυνατός ο έλεγχος της αναλογικότητας²¹⁷.

Ευλόγως θα ανέμενε κανείς για ένα τέτοιο εγχείρημα να προηγηθεί μελέτη, η οποία, μάλιστα, να ενσωματώνεται στην αιτιολογική έκθεση του νόμου που θέτει το εγχείρημα σε εφαρμογή και να περιλαμβάνει κατ' ελάχιστο σαφή αναφορά σε αριθμούς (στο αναμενόμενο ποσοστό μείωσης του δημοσίου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ) αλλά και ως απόλυτο μέγεθος, στο χρονικό ορίζοντα εντός του οποίου προβλέπεται η επιδιωκόμενη μείωση, καθώς και στα δεδομένα που αποδεικνύουν την βιωσιμότητα του χρέους μετά το εγχείρημα.

Όσον αφορά το πρώτο σημείο, ελλείπει εμπειριστατωμένης οικονομικής μελέτης, τίθενται εύλογες αμφιβολίες ως προς την αποτελεσματικότητα, την καταλληλότητα και την προσφορότητα του PSI, καθόσον από κανένα σημείο της αιτιολογικής έκθεσης του ν. 4050/2012 ή από άλλα προπαρασκευαστικά κείμενα δεν προκύπτει για ποιο λόγο η συγκεκριμένη επιλογή κρίθηκε προσφορότερη σε σχέση με άλλα μέσα, όπως η προσωρινή αναστολή εξυπηρετήσεως του δημοσίου χρέους, η επιμήκυνση της εξόφλησης, ο περιορισμός του ύψους των καταβλητέων τόκων και άλλα μέσα, γνωστά από την ευρωπαϊκή και ελληνική οικονομική ιστορία²¹⁸. Η αναφορά σε άλλα μέσα δεν προεξοφλεί την ακαταλληλότητα του PSI για την επίτευξη του επιδιωκόμενου σκοπού αλλά σκοπεύει απλώς να αναδείξει τα χωλά σημεία της διαδικασίας.

Οι αμφιβολίες αυτές, εκτός από τις κριτικές που διατυπώνονταν κατά το χρόνο αμέσως πριν από την υλοποίηση του PSI, φαίνεται να επιβεβαιώνονται εκ των υστέρων από την ίδια την ΤτΕ, η οποία, μάλιστα, είχε ρόλο διαχειριστή του όλου εγχειρήματος. Σε μελέτης της η ΤτΕ²¹⁹ σημειώνει ότι παρά το «κούρεμα», το καθαρό όφελος από το PSI ήταν πολύ περιορισμένο (μόλις 51,2 δις ευρώ έναντι της συνολικής μείωσης του χρέους κατά 137,9 δις ευρώ) και αυτό οφειλόταν, κατά την

216. ΣτΕ ΟΛ 2192/2014, σκέψεις 12 και 21, ΣτΕ ΟΛ 2307/2014 σκέψη 23 (μειοψηφία).

217. ΣτΕ ΟΛ 1508/2014, σκέψη 32.

218. ΣτΕ ΟΛ 1508/2014, σκέψη 32.

219. *Τράπεζα της Ελλάδος*, Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης – Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013, ΤτΕ, 2014, 107.

εκτίμηση της ΤτΕ, σε διάφορους παράγοντες, μεταξύ των οποίων το κόστος της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, της ενίσχυσης των ασφαλιστικών ταμείων λόγω των απωλειών που υπέστησαν, αλλά και λόγω του γεγονότος ότι το «κουρεμένο» χρέος προς τα ασφαλιστικά ταμεία ήταν χρέος ενδοκυβερνητικό, ενώ επίσης χρειάστηκε νέος δανεισμός για την επαναγορά χρέους εντός του 2012.

Οι παρατηρήσεις αυτές της ΤτΕ, ανεξάρτητα από το εάν είναι ακριβείς, θέτουν το εύλογο ερώτημα για ποιο λόγο όλες αυτές οι παράμετροι που, πιθανώς μετρίασαν το πραγματικό όφελος του PSI, δεν αποτέλεσαν αντικείμενο εμπεριστατωμένης επιστημονικής μελέτης ή τουλάχιστον δεν ελήφθησαν υπόψιν πριν από την υλοποίηση του προγράμματος, ώστε να διασφαλισθεί το μεγαλύτερο δυνατό όφελος. Επίσης, ευλόγως θα αναρωτηθεί κανείς αν, ενόψει των ανωτέρω, η υλοποίηση του PSI ήταν πράγματι η καταλληλότερη και προσφορότερη επιλογή, ιδίως αν ληφθεί υπόψιν ότι εξ ορισμού το «κούρεμα» κρατικού χρέους *«παραβιάζει, κατ' εξοχήν, το δημόσιο συμφέρον, αφού η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας πλήσσεται -και πράγματι επλήγη-»* λόγω της ενεργοποίησης των CACs και της συμπερίληψης στο PSI και των μη συναινεσάντων πιστωτών²²⁰.

Στην αιτιολογική έκθεση του ν. 4050/2012 γίνεται εκτενής αναφορά στην κακή κατάσταση των δημοσίων οικονομικών. Αναφέρεται ότι *«η ραγδαία επιδείνωση των δημοσίων οικονομικών²²¹ εκτόξευσε το κόστος δανεισμού σε απαγορευτικά επίπεδα, με αποτέλεσμα η χώρα να αποκλειστεί από τις διεθνείς αγορές, και διόγκωσε το δημόσιο χρέος σε πολύ υψηλά επίπεδα»*, γεγονός αδιαμφισβήτητο, που, ωστόσο δεν θεωρούμε ότι αρκεί από μόνο του για να δικαιολογήσει το περιεχόμενο του προγράμματος PSI (γιατί «κούρεμα» 53,5%, γιατί επελέγη η συγκεκριμένη χρονική στιγμή²²², γιατί επελέγησαν οι συγκεκριμένοι τίτλοι, γιατί δεν εξαιρέθηκαν τα ΟΕΔ των ΦΚΑ κτλ). Με άλλα λόγια, η αιτιολογική έκθεση του ν. 4050/2012 δεν φαίνεται να επαρκεί για να απαντήσει στα ερωτήματα αυτά και να τεκμηριώσει την προσφορότητα και αναγκαιότητα του PSI τόσο συνολικά όσο και στις επιμέρους πτυχές του.

²²⁰. ΣτΕ Ολ 1508/2014, σκέψη 32.

²²¹. Η επίκληση της κακής δημοσιονομικής κατάστασης και της «ραγδαίας επιδείνωσής» της, όμως, θέτει το ζήτημα του πώς προέκυψε η κατάσταση αυτή, αν, δηλαδή, είναι αποτέλεσμα απρόοπτων συγκυριών ή αν, αντιθέτως, οφείλεται στην κακή δημοσιονομική διαχείριση των ελληνικών κυβερνήσεων αλλά εγείρει και το ερώτημα αν οι περιορισμοί των δικαιωμάτων των θιγόντων επενδυτών κατ' εφαρμογή των επίμαχων ρυθμίσεων αποτελούν πρόσφορα μέσα και αν είναι ανάλογοι του σκοπού της αντιμετώπισης της κακής δημοσιονομικής κατάστασης και της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους (Πρβλ. σχόλιο σχετικά με τη σημασία των χειρισμών των ελληνικών κυβερνήσεων, *Καραμπατζός*, ΔΕΕ 2012, 294 επ., Έκθεση της Επιτροπής της 18^{ης} Φεβρουαρίου 2009, Report prepared in accordance with Article 104(3) of the Treaty, SEC (2009) 197 final, σελ. 8 υποσημ. 51 ανωτέρω και μελέτη *Μπρεδήμα*, ΝοΒ 2014, 1833-1841, σελ. 39, υποσημ. 199 ανωτέρω).

²²². Ειδικά όσον αφορά το χρόνο υλοποίησης σημασία έχει να μελετήσει κανείς με βάση τα λίγα διαθέσιμα στοιχεία την κυκλοφορία των ΟΕΔ κατά την επίμαχη χρονική περίοδο πριν από το «κούρεμα». Σημαντικό μέρος του χρέους είχε επιστρέψει σε ελληνικά χέρια πριν «κουρευθεί» (βλ. ανωτέρω σελ. 24).

Όσον αφορά, λοιπόν, το δεύτερο σημείο ελέγχου αναλογικότητας, δηλαδή την ενεργοποίηση των CACs και την συμπερίληψη και των μη συναινεσάντων πιστωτών στο PSI, ερωτήματα εγείρουν η συμπερίληψη των ασφαλιστικών ταμείων και των φπ²²³. Πριν εξετάσουμε τις δύο αυτές κατηγορίες κατόχων ΟΕΔ, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η ενεργοποίηση των CACs, πέρα από το ότι αποτελεί καθιερωμένη διεθνή πρακτική²²⁴, δικαιολογείται, ή μάλλον υπαγορεύεται, και από τον ίδιο τον επιδιωκόμενο σκοπό.

Αυτό διότι από την μία πλευρά η ίδια η ΕΕ και το ΔΝΤ που θα αναλάμβαναν την χρηματοδότηση της χώρας με την προϋπόθεση της επιτυχούς υλοποίησης του PSI είχαν θέσει ως όρο την χρήση και ενεργοποίηση των CACs, ώστε να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα όλοι οι πιστωτές, ακόμη και οι μη συναινέσαντες. Η έλλειψη τέτοιων ρητρών, μάλιστα, θα έθετε σε κίνδυνο ολόκληρο το εγχείρημα του «κούρεματος» διότι θα παραμόνευε το πρόβλημα της συλλογικής δράσης²²⁵ που απειλεί τα θεμέλια κάθε διαδικασίας αναδιάρθρωσης χρέους.

Από την άλλη πλευρά, η ενεργοποίηση των CACs φαίνεται να υπαγορεύεται ως αναγκαία και από τους ίδιους τους αριθμούς, καθώς σε περίπτωση που οι μη συναινέσαντες κάτοχοι ΟΕΔ δεν εντάσσονταν αναγκαστικά στο «κούρεμα», τότε το ποσό που θα αντιστοιχούσε στο ανεξόφλητο κεφάλαιο που τους αφορά θα έπρεπε να ανευρεθεί με άλλο τρόπο, πράγμα που θα σήμαινε ίσως επιπλέον μέτρα περικοπών στο εσωτερικό της χώρας, δηλαδή πρόσθετη επιβάρυνση των πολιτών. Στο σημείο αυτό επισημαίνουμε ότι η ορθότητα των ως άνω επιχειρημάτων χρήζει επιβεβαίωσης και από την οικονομική επιστήμη, πράγμα που αναδεικνύει και πάλι την έλλειψη εμπεριστατωμένης μελέτης για το όλο εγχείρημα του PSI.

Προχωρώντας στη μελέτη της συμπερίληψης συγκεκριμένων κατηγοριών μη συναινεσάντων κατόχων ΟΕΔ στο πρόγραμμα ανταλλαγής τίτλων, παρατηρούμε ότι ως προς τα ασφαλιστικά ταμεία, προβληματική εμφανίζεται η συμπερίληψή τους για δύο λόγους: Αφενός διότι αυτά θα ανέμενε κανείς να βρίσκονται εκτός του προγράμματος ως φορείς του δημοσίου τομέα²²⁶ ή τουλάχιστον να εκτίθενται στα προπαρασκευαστικά κείμενα του ν. 4050/2012 και στις λοιπές σχετικές πράξεις οι λόγοι που δικαιολογούν την ένταξή τους στο PSI. Αφετέρου διότι λόγω της ίδιας της υπόστασης των ασφαλιστικών ταμείων ως ΝΠΔΔ, θα ανέμενε κανείς να εξαιρεθούν από το «κούρεμα» τα ΟΕΔ που κατέχουν, διότι η συμπερίληψή τους στο πρόγραμμα θα ήταν «δώρον άδωρον», δεδομένου ότι το εν λόγω τμήμα του χρέους θα ήταν

223. Ο προβληματισμός αυτός είχε αναδειχθεί και από βουλευτές κατά τη συζήτηση για την ψήφιση του ν. 4050/2012 (βλ. Πρακτικά Ολομέλειας της Βουλής της 23.2.2012, σελ. 5903-5943 και μειοψηφία ΣτΕ ΟΛ 1116/2014, σκέψη 33).

224. Βλ. αιτιολογική έκθεση ν. 4050/2012, ΣτΕ ΟΛ 1116, 1117/2014, σκέψεις 15 και 9 αντίστοιχα. Πρβλ. και *Καραμπατζός*, Δίκη 2008, 22 με αναφορά στην αναπόδραστη ανάγκη των συναλλαγών.

225. Βλ. ανωτέρω σελ. 27.

226. Βλ. ανωτέρω σελ. 23, υποσημ. 128.

ενδοκυβερνητικό, όπως διαπίστωσε και η ΤτΕ. Συνεπώς, όχι μόνο δεν θα συνεισέφερε στο όλο εγχείρημα, αλλά αντιθέτως θα ήταν πιθανότερο να απειλήσει την ίδια την ύπαρξη των φορέων διακινδυνεύοντας την συνέχεια και την αποτελεσματικότητα της κοινωνικής ασφάλισης.

Όσον αφορά τα φπ, το συνολικό χρέος που κρατούσαν σε σχέση με το σύνολο του ανεξόφλητου κεφαλαίου ήταν πολύ μικρό, μάλλον ασήμαντο, σε σχέση με το συνολικό ανεξόφλητο κεφάλαιο²²⁷. Συνεπώς, η συνεισφορά του ποσού αυτού στη συνολική απομείωση του χρέους, τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό, ήταν πολύ περιορισμένη. Αντίθετα, η ανταλλαγή των τίτλων για καθέναν από αυτούς σήμανε πολύ σημαντική ζημία^{228,229}. Λόγω της ιδιαιτερότητας που χαρακτηρίζει το μεγαλύτερο μέρος των μη συναινεσάντων κατόχων ΟΕΔ φπ ως «αποταμιευτών» που επένδυσαν σε ΟΕΔ, μπορεί εύκολα να αντιληφθεί κανείς ότι σε ατομικό επίπεδο για καθέναν από αυτούς η απομείωση των επενδύσεών τους σημαίνει και απώλεια του μεγαλύτερου μέρους της συνολικής τους περιουσίας. Η κατάσταση αυτή αναγνωριζόταν και πριν από την υλοποίηση του PSI από βουλευτές διαφόρων κομμάτων²³⁰. Ωστόσο, όπως αναφέραμε και σε προηγούμενα σημεία της εργασίας, η εξαίρεση των φπ από το PSI πέρα από τις πρακτικές δυσχέρειες που θα ενείχε, θα αντιστρατευόταν το ίδιο το εγχείρημα και θα απειλούσε την επιτυχή υλοποίησή του, καθόσον πιθανότατα δεν θα δέχονταν να συμμετάσχουν οι θεσμικοί επενδυτές.

Επομένως, θεωρούμε ότι το νομικό ενδιαφέρον θα πρέπει να επικεντρωθεί στο ζήτημα της εύλογης αποζημίωσης των «μικρο-ομολογιούχων» - «αποταμιευτών», παρόλο που και αυτό θα προϋπέθετε την εκπόνηση εμπεριστατωμένης μελέτης, η οποία θα επέτρεπε στο Δικαστή να κρίνει επί της ύπαρξης ή μη εύλογου αντισταθμίσιμου βασιζόμενος σε αριθμούς, χωρίς να χρειάζεται να υπεισέλθει σε προβληματισμούς σχετικά με τον τρόπο καθορισμού της αγοραίας αξίας των τίτλων²³¹. Ειδικότερα υπό το πρίσμα του ΠΠΠ ΕΣΔΑ το ζητούμενο είναι η διασφάλιση της εύλογης ισορροπίας (fair balance)²³² μεταξύ της απομείωσης των

227. Πρβλ. απόσπασμα από επιστολή του Βρετανού επενδυτή Sydney Smith, που είχε αγοράσει, όπως και πολλοί άλλοι Βρετανοί, ομόλογα της Πολιτείας της Πενσυλβάνια, η οποία κήρυξε στάση πληρωμών (default) το 1843, προς τη Βουλή των Αντιπροσώπων σε *Winkler, Foreign Bonds: an autopsy* (1999), 9 («*Your petitioner lent to the State of Pennsylvania a sum of money, for the purpose of some public improvement. The amount, though small, is to him important, and is a saving from a life income, made with difficulty and privation.*») και περισσότερες επιστολές του ίδιου επενδυτή σε <http://www.sydney-smith.org.uk/pdfs/Letters%20American%20Debts.pdf>

228. Συγκεκριμένα η πραγματική απώλεια υπολογίζεται σε ποσοστό 78,5% σύμφωνα με την από 5/4/2012 απόφαση της αρμόδιας Επιτροπής της ISDA (ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 33).

229. Πρβλ. σελ. 29, υποσημ. 155 ανωτέρω.

230. Βλ. υποσημ. 225 ανωτέρω.

231. Βλ. ΣτΕ Ολ 1116/2014, σκέψη 31.

232. Η διαπίστωση της τήρησης της ισορροπίας αυτής διαφέρει για καθέναν από τους κατόχους και απαιτεί ξεχωριστή έρευνα. Αυτό διότι ορισμένοι αγόρασαν ΟΕΔ στη δευτερογενή αγορά σε σημαντικά μειωμένη τιμή σε σχέση με την ονομαστική τους αξία, εκμεταλλευόμενοι τη μεγάλη πτώση της αξίας τους λόγω των υποβαθμίσεων της ελληνικής οικονομίας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Για όσους απέκτησαν ΟΕΔ με αυτό τον τρόπο, η περιουσιακή

απαιτήσεων των κατόχων ΟΕΔ και του επιδιωκόμενου σκοπού, δηλαδή, όχι απλώς της μείωσης αλλά της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους.

Η αναζήτηση της εύλογης ισορροπίας προϋποθέτει μελέτη οικονομικών δεδομένων προκειμένου να διαπιστωθεί η συμβολή του ανεξόφλητου κεφαλαίου ΟΕΔ που κατείχαν οι μη συναινέσαντες επενδυτές στο όλο εγχείρημα του «κουρέματος» και στην απομείωση του συνολικού ανεξόφλητου κεφαλαίου των επιλέξιμων τίτλων. Συγχρόνως, κρίσιμο ζήτημα αποτελεί και η αποτίμηση της απώλειας που συνεπάγεται η ανταλλαγή των τίτλων για τις διάφορες κατηγορίες μη συναινεσάντων επενδυτών^{233, 234}. Η παράλειψη εκπόνησης σχετικής μελέτης καθιστά κατά τη γνώμη μας δυσχερέστατο, αν όχι αδύνατο²³⁵, τον οριακό έλεγχο του προγράμματος από το Δικαστή. Θα λέγαμε ότι κατά κάποιο τρόπο τον ωθεί να αναχθεί σε ζητήματα που άπτονται των πολιτικών επιλογών και της σκοπιμότητας των υπό εξέταση νομοθετικών κειμένων, τα οποία, όμως, βρίσκονται εκτός του πεδίου του οριακού ελέγχου που διενεργεί ο Δικαστής. Έτσι, περιορίζει τη δυνατότητα και το καθήκον του Δικαστή να προχωρήσει στον οριακό έλεγχο.

2. Οι βάσεις της ευθύνης του Ελληνικού Δημοσίου

2.1. Ευθύνη του Δημοσίου λόγω παραβίασης του ενωσιακού δικαίου

Σύμφωνα με τη νομολογία που έχει διαμορφώσει το ΔΕΕ σχετικά με την ευθύνη κράτους – μέλους της ΕΕ για τις παραβιάσεις του ενωσιακού δικαίου, απαιτούνται τρεις προϋποθέσεις για να καταφασεί η ευθύνη κράτους – μέλους. Συγκεκριμένα, απαιτείται η παραβίαση κανόνα που απονέμει δικαιώματα σε ιδιώτες και να προσδιορίζει με σχετική ακρίβεια τους δικαιούχους των δικαιωμάτων αυτών. Απαιτείται επίσης η παραβίαση να είναι κατάφωρη, δηλαδή να πρόκειται για σοβαρή παράβαση του ενωσιακού δικαίου. Η κρίση ως προς την προϋπόθεση αυτή καταλείπεται στον εθνικό δικαστή σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές του ΔΕΕ. Ως τρίτη προϋπόθεση, απαιτείται η ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της παραβίασης και της ζημίας του ιδιώτη.

απώλεια, αν υπάρχει, είναι σημαντικά μικρότερη (πρβλ. *Wautelet*, 2013, 8 και Απόφ. 28.6.2010, υπόθ. *Malysh* κ.ά. κατά Ρωσίας, ΕΔΔΑ, σκέψη 81). Η κατάσταση αυτή μπορεί να εξηγήσει και την προθυμία ορισμένων πιστωτών, ιδίως των μελών της Επιτροπής P.C.I.C. του IIF να λάβουν μέρος στις διαπραγματεύσεις για την διαμόρφωση του προγράμματος ανταλλαγής των τίτλων.

233. Η μελέτη αυτή απαιτεί συγκέντρωση και συνεκτίμηση πολλών δεδομένων και διαφόρων παραγόντων από οικονομολόγους με ειδικές γνώσεις και συνεπώς εκφεύγει των ορίων της μελέτης των νομικών ζητημάτων και της παρούσας εργασίας.

234. Βλ. υποσημ. 226 ανωτέρω.

235. ΣΤΕ ΟΛ 1508/2014, σκέψη 32.

Με βάση όσα είδαμε ανωτέρω, θα μπορούσε να θεμελιωθεί ευθύνη του Ελληνικού Δημοσίου λόγω παραβίασης κανόνων του ενωσιακού δικαίου²³⁶ και, ειδικότερα, λόγω παραβίασης της ελεύθερης κυκλοφορίας κεφαλαίων (αρθρ. 63 ΣΛΕΕ), για την οποία, μάλιστα προτάθηκε από τη μειοψηφία στις αποφάσεις της Ολομέλειας του ΣτΕ²³⁷ η υποβολή προδικαστικού ερωτήματος στο ΔΕΕ. Ωστόσο, το ζήτημα έχει μικρή πρακτική σημασία, καθόσον σύμφωνα με την κρίση της πλειοψηφίας, δεν συντρέχει λόγος υποβολής προδικαστικού ερωτήματος με το επιχείρημα ότι η αγορά δημοσίου χρέους αποτελεί τομέα διεπόμενο από την εθνική νομοθεσία χωρίς υποχρέωση συμμόρφωσης σε ειδικούς κανόνες παράγωγου ευρωπαϊκού δικαίου²³⁸.

2.2. Αστική ευθύνη του Δημοσίου

Τα ΟΕΔ εκδίδονται στο πλαίσιο ομολογιακών δανείων του Ελληνικού Δημοσίου με αποφάσεις του Υπουργού Οικονομικών, σύμφωνα με το αρθρ. 31 ν. 1914/1990 και το αρθρ. 5 ν. 2198/1994 για την εξυπηρέτηση σκοπών δημοσίου ενδιαφέροντος, δηλαδή για την εξασφάλιση χρηματοδότησης των αναγκών του κράτους. Παρόλα αυτά, δεν διαφέρουν από τα ομολογιακά δάνεια που εκδίδουν ΝΠΙΔ για την άντληση χρηματοδότησης από την αγορά. Κατά την έκδοση ομολογιακών δανείων, το Ελληνικό Δημόσιο ενεργεί ως *fiscus* και όχι στο πλαίσιο άσκησης δημόσιας εξουσίας²³⁹.

Συνεπώς, ο δανεισμός του Δημοσίου από ιδιώτες επενδυτές δεν αποτελεί εκδήλωση της κρατικής κυριαρχίας²⁴⁰. Τα πράγματα, ωστόσο, περιπλέκονται στις περιπτώσεις αδυναμίας του κράτους – εκδότη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του έναντι των πιστωτών του, οπότε, ελλείπει διαδικασιών επαναφοράς σε φερεγγυότητα για τα κράτη, ανάλογης με τις διαδικασίες αφερεγγυότητας για τις επιχειρήσεις²⁴¹, τα κράτη – εκδότες, στρέφονται σε νομοθετικά μέσα, προκειμένου να αντιμετωπίσουν κυριαρχικά την αδυναμία τους²⁴².

Η αστική ευθύνη του Δημοσίου όταν ενεργεί ως *fiscus* ρυθμίζεται στο αρθρ.

²³⁶. Βλ. αναλυτική αναφορά στην εξέλιξη της νομολογίας του ΔικΕΕ και του ΔΕΕ, *Αυδίκος*, Η αστική ευθύνη κράτους μέλους της ΕΕ για τις παραβάσεις του ενωσιακού δικαίου και η ένταξή της στην εθνική έννομη τάξη, (2014).

²³⁷. ΣτΕ Ολ. 1116/2014, σκέψη 28, ΣτΕ Ολ. 1117/2014, σκέψη 30.

²³⁸. ΣτΕ Ολ. 1116/2014, σκέψη 27, ΣτΕ Ολ. 1117/2014, σκέψη 29.

²³⁹. Βλ. ΣτΕ Ολ. 1116/2014, σκέψεις 24 και 25, ιδίως την ειδικότερη γνώμη της μειοψηφίας σχετικά με την προβαλλόμενη παράβαση της αρχής της προστατευομένης εμπιστοσύνης, η οποία αναφέρεται στη «συναλλακτική σχέση (δανεισμού) με το Δημόσιο ως *fiscus* στον χώρο της αγοράς». Πρβλ. και *Woltover v. Argentina*, US Supreme Court, No. 91-763, 12.6.1992.

²⁴⁰. *Franzina*, Sovereign bonds and the conflict of laws: a European perspective, 21.11.2013, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2358069, 1.

²⁴¹. *Paulus*, Μία διαδικασία επαναφοράς σε φερεγγυότητα για την Ελλάδα – Θα λειτουργούσε;, ΕΕμπΔ 2014, 273-283· *Ποταμίτης*, Εφαρμογή της ιδέας του καθηγητή Paulus στην ελληνική περίπτωση, ΕΕμπΔ 2014, 284-292.

²⁴². *Franzina* (2013), 2.

104 ΕισΝΑΚ, που προβλέπει ότι *«για πράξεις και παραλείψεις των οργάνων του δημοσίου, που ανάγονται σε έννομες σχέσεις του ιδιωτικού δικαίου ή σχετικές με την ιδιωτική του περιουσία, το δημόσιο ευθύνεται κατά τις διατάξεις του Αστικού Κώδικα για τα νομικά πρόσωπα»*. Προϋπόθεση για να τύχει εφαρμογής η διάταξη του αρθρ. 104 είναι οι κρινόμενες πράξεις ή παραλείψεις του Δημοσίου να βρίσκονται εκτός του πεδίου άσκησης δημόσιας εξουσίας.

Υπό την εκδοχή, λοιπόν, ότι το Ελληνικό Δημόσιο ενήργησε στο πλαίσιο σχέσεων ιδιωτικού δικαίου κατά την έκδοση ομολόγων, για τη ζημία που προκάλεσε η δράση του στους θιγόντες κατόχους ΟΕΔ, μπορεί να εναχθεί ενώπιον των πολιτικών δικαστηρίων. Οι ζημιωθέντες μπορούν για το σκοπό αυτό να επικαλεσθούν ότι οι αποφάσεις του Υπουργού Οικονομικών για την έκδοση ομολόγων δεν είναι εκτελεστές διοικητικές πράξεις, αφού δεν αποτελούν κυριαρχικές πράξεις της Διοίκησης ούτε πράξεις άσκησης δημόσιας εξουσίας και είναι εκτός πεδίου διοικητικού δικαίου. Αντιθέτως, έχουν τα χαρακτηριστικά δηλώσεων βουλήσεως του ΑΚ, στις οποίες προβαίνει το Ελληνικό Δημόσιο ως εκδότης των ομολόγων, δραστηριότητα που υπάγεται στη φύση του ως *fiscus*.

Σε αυτή την κατεύθυνση χρήσιμη είναι η απόφαση της Ολομέλειας του ΣΤΕ (ΣΤΕ Ολ 899/2008), επί υπόθεσης που αφορούσε την έκδοση μετοχοποιήσιμων τίτλων της εταιρίας «Ελληνικά Τουριστικά Ακίνητα Α.Ε.». Με την απόφαση αυτή κρίθηκε ότι με τη διάταξη του αρθρ. 10 του ν. 2462/1998, που προέβλεπε την έκδοση των τίτλων, *«επιδιώκεται η εξυπηρέτηση των ταμειευτικών αναγκών του Δημοσίου, δεν γίνεται κατ' ενάσκηση δημόσιας εξουσίας, δηλαδή βάσει διατάξεων διοικητικού νόμου, αλλά κατ' εφαρμογή διατάξεων που διέπουν τη συναλλακτική δράση της Διοικήσεως με σκοπό την εξυπηρέτηση ταμειευτικών αναγκών του Δημοσίου. Λειτουργικά, πράξεις εκδιδόμενες κατ' εφαρμογή του άρθρου 10 του Ν. 2642/1998, όπως η προσβαλλόμενη, δεν αφορούν έννομη σχέση δημοσίου αφού δεν αποτελούν εκδήλωση της εξουσιαστικής δράσης του Δημοσίου δικαίου, αλλά έχουν χαρακτήρα αντίστοιχο με τις προβλεπόμενες από το κοινό δίκαιο αποφάσεις των αρμοδίων καταστατικών οργάνων των ανωνύμων εταιρειών περί εκδόσεως ομολογιακών δανείων με δικαίωμα μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές»*.

Οι ζημιωθέντες μπορούν, όμως, να αξιοποιήσουν και τη διάταξη του αρθρ. 105 ΕισΝΑΚ και να αξιώσουν αποζημίωση για τη ζημία που υπέστησαν από τη δράση του Δημοσίου κατά την άσκηση δημόσιας εξουσίας, με την οποία παραβιάσθηκε η αρχή της ισότητας, εφόσον δεν προβλέφθηκε αντιστάθμισμα για την περιουσιακή ζημία που υπέστησαν λόγω του «κουρέματος». Επίσης, μπορούν να προβάλουν και την παραβίαση του αρθρ. 1 ΠΠΠ της ΕΣΔΑ και της αρχής της αναλογικότητας, με βάση όσα αναφέραμε ανωτέρω.

Προϋποθέσεις για την εφαρμογή της διάταξης του αρθρ. 105 ΕισΝΑΚ

αποτελούν η παράνομη πράξη, παράλειψη ή υλική ενέργεια του Δημοσίου ή των οργάνων του κατ' ενάσκηση δημόσιας εξουσίας, η πράξη²⁴³, παράλειψη ή η υλική ενέργεια θα πρέπει να παραβιάζει διάταξη νόμου η οποία να μην έχει τεθεί χάριν δημοσίου συμφέροντος, και η ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της πράξης, παράλειψης ή υλικής ενέργειας και της ζημίας²⁴⁴. Παράδειγμα άσκησης αγωγής αποζημιώσεως κατά του Ελληνικού Δημοσίου στα Διοικητικά Δικαστήρια αποτελεί ο ΕΔΟΕΑΠ, που έχει κινηθεί και εναντίον της ΤτΕ για τη διαχείριση των διαθεσίμων κεφαλαίων του οργανισμού²⁴⁵. Βέβαια, μετά την κρίση του ΣτΕ στις πρόσφατες αποφάσεις επί του «κουρέματος», η αναζήτηση της αστικής ευθύνης του Δημοσίου έχει μάλλον μειωμένη πρακτική σημασία.

2.3. Ζητήματα ετεροδικίας

Η έκδοση κρατικών ομολόγων και η διάθεσή τους στην παγκόσμια αγορά αποτελεί πράξη με αναμφισβήτητα στοιχεία διασυνοριακότητας, η οποία σκοπεύει μεν στην ικανοποίηση δημόσιων σκοπών, που δεν είναι άλλοι από τη χρηματοδότηση των αναγκών του κράτους – εκδότη, αλλά κατά τη φύση της είναι πράξη αναγόμενη στη δράση του κράτους ως *fiscus*, δηλαδή στο πλαίσιο των εμπορικών και οικονομικών του συναλλαγών (*acta jure gestionis*), και όχι στο πλαίσιο της άσκησης κυριαρχικών πράξεων (*acta jure imperii*)²⁴⁶. Αυτό γίνεται δεκτό και από τις πρόσφατες αποφάσεις της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας με αφορμή τις αιτήσεις ακυρώσεως των θιγόντων κατόχων ΟΕΔ²⁴⁷. Με τον τρόπο αυτό, ανοίγει ο δρόμος για την κίνηση των ζημιωθέντων κατόχων ΟΕΔ οπουδήποτε και αν βρίσκονται εναντίον του Ελληνικού Δημοσίου.

Σε πρόσφατη απόφασή του επί αγωγής μικροομολογιούχου εναντίον του Ελληνικού Δημοσίου, το Ανώτατο Αυστριακό Δικαστήριο έκρινε ότι το Ελληνικό Δημόσιο δεν μπορεί να επικαλεσθεί το θεσμό της ετεροδικίας των κρατών, διότι η έκδοση των ομολόγων αποτελεί διαχειριστική και όχι κυριαρχική πράξη^{248,249}. Οι

243. Ο χαρακτήρας της ΠΥΣ 5/24.2.2012 ως κυβερνητικής πράξης, σύμφωνα με τις αποφάσεις της Ολομέλειας του ΣτΕ (1116/2014, 1117/2014, 1508/2014), δεν θα εμπόδιζε την επίκληση της διάταξης του αρθρ. 105 ΕισΝΑΚ, καθόσον έχει γίνει δεκτό από τη νομολογία ότι η πράξη μπορεί να είναι και κυβερνητική (βλ. *Αυδίκος*, Η αστική ευθύνη κράτους μέλους της ΕΕ για τις παραβάσεις του ενωσιακού δικαίου και η ένταξή της στην εθνική έννομη τάξη, 2014, 25).

244. Βλ. αναλυτικά *Αυδίκος*, 2014, 24-39.

245. Βλ. ανωτέρω σελ. 23, υποσημ. 128.

246. *Σαράντη*, Η ετεροδικία του κράτους στο διεθνές δίκαιο: σύγχρονο καθεστώς και νέες τάσεις στο πεδίο των δικαιωμάτων του ανθρώπου και του διεθνούς ανθρωπιστικού δικαίου, 2008, 16-17. Βλ. και κατωτέρω σελ. 102-103.

247. ΣτΕ Ολ 1116/2014 σκέψη 24, ΣτΕ Ολ 1117/2014 σκέψη 16, ΣτΕ Ολ 1508/2014 σκέψη 21.

248. *Μπώλος*, Το «κούρεμα» των ελληνικών ομολόγων και η (μη) ασυλία του Ελληνικού Δημοσίου - Μία σημαντική απόφαση του Ανώτατου Αυστριακού Δικαστηρίου, 11.9.2014, <http://www.nextdeal.gr>

249. Απόφ. 4Ob227/13f/ 20.5.2014 (OGH 4Ob227/13f/ 20.5.2014), διαθέσιμη στα γερμανικά στην

ενάγοντες κάτοχοι ΟΕΔ ζήτησαν με την αγωγή τους την εκπλήρωση των όρων της αγοράς των τίτλων από το Ελληνικό Δημόσιο, διαφορετικά ζήτησαν να αποζημιωθούν για την μη εκπλήρωση. Οι ενάγοντες ζήτησαν επίσης αποζημίωση λόγω προσβολής των περιουσιακών τους δικαιωμάτων. Το αίτημα αυτό απερρίφθη, διότι το Δικαστήριο έκρινε ότι το Ελληνικό Δημόσιο ενήργησε κατ' ενάσκηση κρατικής κυριαρχίας εκδίδοντας νόμο για την ανταλλαγή των τίτλων. Ωστόσο, έγινε δεκτό ότι κατά την έκδοση των τίτλων το Ελληνικό Δημόσιο ενεργούσε ως *fiscus* και, ως εκ τούτου, δεν μπορεί να προβληθεί η ένσταση της ετεροδικίας. Το Ανώτατο Ακυρωτικό Δικαστήριο παρέπεμψε την υπόθεση στο αρμόδιο πρωτοβάθμιο δικαστήριο για να αποφανθεί σχετικά με την διεθνή δικαιοδοσία των Αυστριακών Δικαστηρίων, σύμφωνα με τον Κανονισμό 44/2001 (Βρυξέλλες I)^{250,251}.

Οι δικαστικές διεκδικήσεις των ιδιωτών επενδυτών που στρέφονται κατά των κρατών – εκδοτών στο πλαίσιο διαδικασιών αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους συχνά προσκρούουν στην ένσταση ετεροδικίας (ή ασυλίας) που προβάλλουν τα εναγόμενα κράτη προκειμένου να αμυνθούν. Αυτό διότι, μπορεί η έκδοση κρατικών τίτλων να γίνεται δεκτό ότι αποτελεί διαχειριστική πράξη του κράτους – εκδότη, ωστόσο, η αναδιάρθρωση αποτελεί κυριαρχική πράξη και συνοδεύεται από το «προνόμιο» της ασυλίας του εκδότη. Σε αντίθεση με τους ιδιώτες εκδότες ομολογιών, τα κράτη έχουν το προνόμιο της κυριαρχίας (sovereignty) που τους επιτρέπει να τροποποιήσουν την ίδια τη νομοθεσία βάσει της οποίας εξέδωσαν τους τίτλους ανατρέποντας τις συμβατικές σχέσεις με τους πιστωτές τους. Η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους δεν αποτελεί εξαίρεση. Στο πεδίο αυτό αναμένονται με μεγάλο ενδιαφέρον τόσο η απόφαση του ΔΕΕ επί των προδικαστικών ερωτημάτων που ετέθησαν από γερμανικά δικαστήρια όσο και του Αυστριακού πρωτοβάθμιου δικαστηρίου.

αυστριακή διαδικτυακή βάση νομικών κειμένων RIS
(https://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/Justiz/JJT_20140520_OGH0002_0040OB00227_13F0000_000/JJT_20140520_OGH0002_0040OB00227_13F0000_000.pdf)

250. Κανονισμός (ΕΚ) 44/2001 του Συμβουλίου της 22^{ας} Δεκεμβρίου 2001 για τη διεθνή δικαιοδοσία, την αναγνώριση και εκτέλεση αποφάσεων σε αστικές και εμπορικές υποθέσεις, ΕΕ 16.1.2001, L 12/1, όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει

251. Σημειώνεται επίσης ότι έχει υποβληθεί από γερμανικά δικαστήρια προδικαστικό ερώτημα στο ΔΕΕ σε υποθέσεις θιγόντων από το «κούρεμα» κατόχων ΟΕΔ κατά του Ελληνικού Δημοσίου (συνεκδικαζόμενες υποθέσεις C-226/13, C-245/13, C-247/13 και C-578/13). Το ερώτημα που τίθεται είναι εάν το αρθρ. 1 του Κανονισμού (ΕΚ) 1393/2007 [του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13^{ης} Νοεμβρίου 2007, περί επιδόσεως και κοινοποιήσεως στα κράτη μέλη δικαστικών και εξωδίκων πράξεων σε αστικές ή εμπορικές υποθέσεις έχει την έννοια ότι η αγωγή με την οποία ο ενάγων, κάτοχος ΟΕΔ, που δεν αποδέχτηκε την πρόσκληση ανταλλαγής τίτλων που απηύθυνε το Ελληνικό Δημόσιο στις 14.2.2012, εγείρει χρηματικές αξιώσεις κατά του Ελληνικού Δημοσίου ζητώντας την εκπλήρωση της σύμβασης και την καταβολή αποζημίωσης, πρέπει να χαρακτηριστεί ως «αστική ή εμπορική υπόθεση» κατά το αρθρ. 1, παρ. 1, πρώτη περίοδος, του Κανονισμού αυτού, Ο Γενικός Εισαγγελέας *Boť* με τις προτάσεις του δίνει αρνητική απάντηση, κρίνοντας ότι ενέργειες όπως το PSI είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τη νομισματική πολιτική της ΕΕ και αποτελούν χαρακτηριστικές εκδηλώσεις κρατικής κυριαρχίας (σημείο 68 των προτάσεων, www.curia.europa.eu)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ

ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ VS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ

Η εξέλιξη της κρίσης του ελληνικού δημοσίου χρέους με την κακή έκβαση των επενδύσεων σε ΟΕΔ λόγω του «κουρέματος» μας οδηγεί να μελετήσουμε το ρόλο των ΠΙ και των ΕΠΕΥ (εφεξής: επενδυτικοί σύμβουλοι), καθώς και τις νομικές βάσεις στις οποίες μπορούν να θεμελιωθούν οι πιθανές αξιώσεις των επενδυτών έναντι των συμβούλων. Αυτή την κατεύθυνση, μάλιστα, υποδεικνύουν και οι πρόσφατες αποφάσεις του Συμβουλίου της Επικρατείας²⁵².

Σε αυτό το κεφάλαιο θα εστιάσουμε στη συμμόρφωση των επενδυτικών συμβούλων με τις υποχρεώσεις τους από την Οδηγία MiFID²⁵³ και τα εκτελεστικά της μέτρα²⁵⁴, κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σχετικά με ΟΕΔ υπό το πρίσμα των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της αγοράς κρατικών ομολόγων. Στη συνέχεια, θα διερευνήσουμε τις νομικές βάσεις στις οποίες μπορούν να στηριχθούν πιθανές αξιώσεις των επενδυτών για αποζημίωση έναντι των επενδυτικών συμβούλων.

Βάσει όσων αναφέραμε στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας σχετικά με την κατανομή των επιλέξιμων τίτλων του PSI, θα λάβουμε ως σημείο αναφοράς τον ιδιώτη, δηλαδή τον μη επαγγελματία επενδυτή²⁵⁵. Αυτό αφενός διότι ο τύπος του ιδιώτη επενδυτή ανταποκρίνεται στο πρότυπο μεγάλου μέρους των μη συναινεσάντων στο «κούρεμα» φπ κατόχων ΟΕΔ, και αφετέρου διότι η αντιμετώπιση των ιδιωτών επενδυτών παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον και προεκτάσεις από άποψης δικαίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Για την αξιολόγηση της συμπεριφοράς των επενδυτικών συμβούλων ενδιαφέρει και η γνώση τους όσον αφορά τα μακροοικονομικά μεγέθη και την πραγματική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας. Κρίσιμο στοιχείο είναι ο χρόνος της παροχής των επενδυτικών συμβουλών. Διαφορετικά θα πρέπει να

252. ΣτΕ ΟΛ1116/2014, σκέψη 24 και ΣτΕ ΟΛ 1117/2014, σκέψη 17

253. Οδηγία 2004/39/ΕΚ της 21^{ης} Απριλίου 2004 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων – MiFID (ΕΕ 30.4.2004, L145/1), η οποία έχει ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία με το ν. 3606/2007 «αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ/Α/195/17.8.2007). Βλ. σχετικά με την επίδραση της ενσωμάτωσης της MiFID στην ελληνική αγορά, *Σινανιώτη-Μαρούδη*, Ο ν. 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» και οι επιπτώσεις του στη λειτουργία των χρηματιστηρίων και των οργανωμένων αγορών, ΝοΒ 2009, 809-817.

254. Οδηγία 2006/73/ΕΚ της 10^{ης} Αυγούστου 2006 για την εφαρμογή της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω Οδηγίας (ΕΕ/2.9.2006, L 241/26), η οποία έχει ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία με τις Αποφάσεις της ΕΚεφ 1/452/1.11.2007 (Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ), 2/452/1.11.2007, 3/452/1.11.2007, 4/452/1.11.2007, 5/452/1.11.2007, 6/452/1.11.2007, 7/452/1.11.2007, 8/452/1.11.2007, 9/452/1.11.2007.

255. Σημειώνεται ότι η Οδηγία MiFID και ο ν. 3606/2007 δεν χρησιμοποιούν τον όρο «επενδυτής» αλλά τον όρο «πελάτης», οι οποίοι, βέβαια, βάσει ιστορικής και τελεολογικής ερμηνείας της MiFID, είναι ταυτόσημοι. Βλ. *Κατσάς* σε Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτών, επιμέλεια Δούβλης/Μπώλος, (2008), 1344.

αντιμετωπισθεί η συμβουλή προς τον πελάτη να αγοράσει ΟΕΔ σε «ανύποπτο» ακόμη χρόνο (αν, μπορούμε, βέβαια, να θεωρήσουμε ότι δικαιολογείται «ανύποπτος» χρόνος για τον επενδυτικό σύμβουλο), και διαφορετικά θα πρέπει να εξετασθεί η ευθύνη του συμβούλου που συνέστησε σε πελάτες του, ως τότε «αποταμιευτές», να επενδύσουν σε ΟΕΔ κατά το επίμαχο χρονικό διάστημα (2009, 2010 και 2011), ενώ ήδη είχαν λάβει μεγάλες διαστάσεις οι ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας και οι κίνδυνοι εκτός από ορατού ήταν και επικείμενοι.

Ακόμη, όμως, και στην περίπτωση που η παροχή των συμβουλών για ΟΕΔ έλαβε χώρα πριν από την επίμαχη περίοδο, σημασία έχει και η μετασυναλλακτική συμπεριφορά των επενδυτικών συμβούλων κατά το διάστημα αυτό στο πλαίσιο της γενικότερης υποχρέωσης πρόνοιας έναντι των πελατών τους. Κατά το κρίσιμο διάστημα οι επενδυτικοί σύμβουλοι όφειλαν να ενημερώσουν τους πελάτες τους που είχαν ήδη επενδύσει σε ΟΕΔ για τους κινδύνους που ενέχει η επένδυσή τους, ώστε αυτοί να μπορέσουν να τη ρευστοποιήσουν για να μειώσουν τη ζημία τους.

Θα επιχειρήσουμε να εντοπίσουμε το ειδικότερο περιεχόμενο των υποχρεώσεων των επενδυτικών συμβούλων όσον αφορά ΟΕΔ, δηλαδή το περιεχόμενο της πληροφόρησης και του ελέγχου καταλληλότητας, καθώς και τις συγκρούσεις συμφερόντων και τις υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης. Θα προσπαθήσουμε βάσει της υφιστάμενης νομολογίας να αξιολογήσουμε τη συμπεριφορά των επενδυτικών συμβούλων στο παράδειγμα των ιδιωτών επενδυτών. Χρήσιμα είναι όσα εκθέσαμε στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας εν είδει χρονολογίου για την εξέλιξη του ελληνικού δημοσίου χρέους.

Σκοπός δεν είναι να προβούμε σε συνολική αποτίμηση της στάσης των ΠΙ και ΕΠΕΥ αλλά να εντοπίσουμε τα σημεία που παρουσιάζουν ενδιαφέρον και χρήζουν περαιτέρω διερεύνησης στην περίπτωση της προώθησης ΟΕΔ στο επενδυτικό κοινό, ιδίως κατά το επίμαχο διάστημα των ετών 2009, 2010 και 2011, αμέσως πριν την υλοποίηση του PSI. Η συμμόρφωση των ΠΙ και ΕΠΕΥ με τις υποχρεώσεις τους και η ευθύνη τους μένει να κριθούν από τα Πολιτικά Δικαστήρια που θα επιληφθούν των σχετικών υποθέσεων.

1. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς κρατικών ομολόγων

Η αγορά κρατικών ομολόγων, όπως σε πολλές χώρες, έτσι και στην Ελλάδα, διαφοροποιείται σημαντικά από τις αγορές άλλων κινητών αξιών, όπως π.χ. των μετοχών²⁵⁶. Σε τι διαφέρουν οι συναλλαγές σε κρατικά ομόλογα από τις μετοχές; Η

²⁵⁶. Όσον αφορά τη λειτουργία των αγορών κρατικών ομολόγων η βιβλιογραφία (ελληνική και

πρώτη και αυτονόγη διαφορά εντοπίζεται στο ίδιο το αντικείμενο διαπραγμάτευσης, που στη μία περίπτωση είναι μετοχές με εκδότες εταιρίες (equity markets), ενώ στην άλλη περίπτωση, είναι ομόλογα με εκδότη κράτος ή σε κάθε περίπτωση κρατικό οργανισμό επιφορτισμένο με την έκδοση ομολόγων και τη διαχείριση του δημοσίου χρέους του εκδότη (government bond markets). Πρόκειται για διαφορετικά χρηματοπιστωτικά μέσα, με εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά, που αντανακλούν διαφορετικά είδη κινδύνων.

Οι αγορές μετοχών, όπως π.χ. το Χ.Α., χαρακτηρίζονται από σημαντική πληροφοριακή ασυμμετρία και αβεβαιότητα όσον αφορά τις μελλοντικές αποδόσεις των επενδύσεων (μερισματικές αποδόσεις ή υπεραξίες, πορεία της μετοχής στο Χ.Α. κ.ά.). Αντίθετα, τα κρατικά ομόλογα παρουσιάζουν σταθερότητα (fixed income securities), καθόσον φέρουν συγκεκριμένα και τυποποιημένα χαρακτηριστικά (συγκεκριμένη ληκτότητα, αποδόσεις τοκομεριδίων) γνωστά εξ αρχής στον επενδυτή²⁵⁷. Ταυτόχρονα, βέβαια, τα κρατικά ομόλογα στερούνται του πλεονεκτήματος της ποικιλίας των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες για τις μετοχές (πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρίας, δημοσίευση οικονομικών στοιχείων και άλλων σημαντικών γεγονότων σχετικά με την πορεία της εκδότριας κ.ά.). Η απόδοση των ομολόγων και η έκβαση της επένδυσης εξαρτώνται από μακροοικονομικά μεγέθη του κράτους – εκδότη, για τα οποία ο επενδυτής δεν διαθέτει την ίδια πληροφόρηση²⁵⁸ ή σε κάθε περίπτωση δεν είναι σε θέση να κατανοήσει και να αξιολογήσει μόνος του, αλλά βασίζεται στην ενημέρωση και τις συμβουλές που του παρέχει (;) ο εξειδικευμένος επενδυτικός του σύμβουλος.

Όσον αφορά την δομή, πρέπει αρχικά να επισημάνουμε ότι χαρακτηριστικό των περισσότερων ευρωπαϊκών αγορών κρατικών ομολόγων, μεταξύ αυτών και της ελληνικής, είναι ότι βασίζονται σε σύστημα βασικών διαπραγματευτών (Primary Dealer System)²⁵⁹. Οι βασικοί διαπραγματευτές είναι φορείς (χρηματοδοτικά και πιστωτικά ιδρύματα ή επενδυτικοί οίκοι) που λαμβάνουν σχετική έγκριση από την

ξενόγλωσση) είναι περιορισμένη σε σχέση με την εκτεταμένη βιβλιογραφία που είναι διαθέσιμη για τις αγορές μετοχών. Βλ. ενδεικτικά μελέτες των *Gravelle*, The Microstructure of Multiple-Dealer Equity and Government Securities Markets: How they differ, Working Paper 2002-9, Bank of Canada, 2002, (<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/gravelle.pdf>, http://www.bis.org/publ/cgfs11gra_b.pdf), *Dunne*, Transparency Proposals for European Sovereign Bond Markets, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956556, *Martínez-Resano*, Size and Heterogeneity matter. A Micro-structure based analysis of regulation of secondary markets for government bonds, Documentos Ocasionales n° 0501, Banco de España (2005), (<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/05/Fic/do0501e.pdf>) με εκεί περαιτέρω παραπομπές.

257. *Κουλορίδας*, Η αγορά κρατικών ομολόγων στην Ελλάδα μετά τη MiFID: Ζητήματα που ανακύπτουν σχετικά με τη δομή, διαφάνεια, ρευστότητα και αποτελεσματικότητα εκτέλεσης, ΧρηΔικ 2009, 255.

258. *Gravelle*, οπ, 5.

259. Βλ. διαδικτυακό τόπο του EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, όπου αναρτώνται οι λίστες και οι κανονισμοί λειτουργίας του συστήματος Βασικών Διαπραγματευτών για καθεμία από τις αγορές της ευρωζώνης, http://europa.eu/efc/sub_committee/about/index_en.htm.

αρμόδια αρχή. Από τη στιγμή που οι φορείς αυτοί ορίζονται ως *primary dealers* αναλαμβάνουν ορισμένες υποχρεώσεις αλλά παράλληλα, συνήθως βάσει του μεγέθους των προσφορών που υποβάλλουν κατά την διενέργεια δημοπρασίας για την έκδοση κρατικών τίτλων και του μεγέθους των συναλλαγών που πραγματοποιούν σε κρατικούς τίτλους, απολαμβάνουν και ορισμένα προνόμια.

Οι βασικοί διαπραγματευτές αγοράς (ΒΔΑ) είναι αυτοί που καλούνται να αναλάβουν στην πρωτογενή αγορά, δηλαδή απευθείας από τον εκδότη, τα κρατικά ομόλογα, είτε αγοράζοντάς τα για ίδιο λογαριασμό, δηλαδή στο δικό τους χαρτοφυλάκιο, είτε εγγράφοντάς τα απευθείας στους λογαριασμούς των ενδιαφερόμενων πελατών τους κατά τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής²⁶⁰. Σκοπός είναι η εξασφάλιση ρευστότητας στο δανειζόμενο κράτος – εκδότη. Στο πλαίσιο αυτό, το δανειζόμενο κράτος – εκδότης είναι ο μονοψωνιακός αγοραστής ρευστότητας, δηλαδή ο μοναδικός πελάτης, τον οποίο οφείλουν και σπεύδουν να εξυπηρετήσουν οι ΒΔΑ. Λόγω των υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν αλλά και των προνομίων που τους αποδίδονται βάσει απόδοσης, οι ΒΔΑ έχουν κάθε ενδιαφέρον να συμμετέχουν όσο το δυνατό πιο δυναμικά στην έκδοση των ομολόγων²⁶¹. Καλλιεργείται, έτσι, έντονος ανταγωνισμός μεταξύ τους, προκειμένου να διασφαλίσουν ο καθένας όσο το δυνατό μεγαλύτερη πελατειακή βάση, στην οποία θα διαθέσουν στη συνέχεια τους τίτλους που ανέλαβαν κατά τη δημοπρασία με ίδιο κίνδυνο θέσης²⁶².

Η διαμεσολάβηση στις αγορές ομολόγων διενεργείται κατά κύριο λόγο από διαπραγματευτές (*dealers*) που είναι ταυτόχρονα και βασικοί διαπραγματευτές (*primary dealers*) και ενεργούν για ίδιο λογαριασμό (*dealer-market*), ενώ, αντίθετα, στις αγορές μετοχών οι διαμεσολαβητές εκτελούν απλώς εντολές των πελατών τους βάσει βιβλίου προσφορών (*auction market*) και ενεργούν στο όνομα και για λογαριασμό των πελατών τους ως *brokers*²⁶³. Αυτό, όπως θα δούμε στη συνέχεια, εκτός του ότι δημιουργεί ένα πλέγμα αδιαφάνειας σε βάρος του επενδυτή, επιδρά αρνητικά και στον έλεγχο της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών του πελάτη και της συμμόρφωσης με τις υποχρεώσεις αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων σύμφωνα με τους κανόνες της MiFID²⁶⁴. Στην αγορά ομολόγων ο διαπραγματευτής δεν καλείται να αντιστοιχίσει τις εντολές των πελατών του με άλλες προσφορές που

260. Οι σχετικές ανακοινώσεις είναι διαθέσιμες ανά έτος στο διαδικτυακό τόπο της ΤτΕ (<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/Announcements/default.aspx>). Βλ. και σελ. 59, υποσημ. 268 κατωτέρω.

261. Στο πλαίσιο αυτού του ανταγωνισμού μεταξύ ΒΔΑ στην πρωτογενή αγορά, βρίσκει εφαρμογή και η θεωρία «winner's curse». Όσο πιο επιθετική είναι η συμμετοχή του ΒΔΑ στη δημοπρασία τόσο πιο πιθανό είναι να πληρώσει ακριβότερα από την πραγματική αξία του τίτλου. Το επιπλέον αυτό κόστος μετακυλιέται στη συνέχεια στους πελάτες του. Βλ. Κουλορίδας, ΧρηΔικ 2009, 256.

262. Dunne, οπ., 7-8.

263. Ο ίδιος, οπ., 7· Κουλορίδας, ΧρηΔικ 2009, 255.

264. Βλ. κατωτέρω σελ. 63-76.

βρίσκονται καταχωρισμένες σε ηλεκτρονικό βιβλίο προσφορών, αλλά να εξασφαλίσει όσο το δυνατό γρηγορότερα τη ρευστότητα που ζητούν οι πελάτες του (liquidity on-demand).

Έτσι, μία πρώτη σημαντική διαφοροποίηση εντοπίζεται στην αυστηρή διχοτόμηση της αγοράς κρατικών ομολόγων σε δύο σκέλη: το ένα σκέλος της αγοράς λειτουργεί μόνο μεταξύ διαπραγματευτών, που είναι άμεσα μέλη της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς ομολόγων (inter-dealer -B2B-)²⁶⁵ και το δεύτερο σκέλος λειτουργεί μεταξύ των ιδίων διαπραγματευτών και του ευρύτερου επενδυτικού κοινού, δηλαδή των πελατών τους (dealer-to-customer -B2C-) και είναι κατά κανόνα εξωχρηματιστηριακό. Το σκέλος B2C, μάλιστα, προϋποθέτει ότι οι διαπραγματευτές διαθέτουν μεγάλη πελατειακή βάση, ώστε να είναι σε θέση να προωθούν γρήγορα και αποτελεσματικά τα ομόλογα που αποκτούν στην πρωτογενή ή δευτερογενή αγορά και να απαλλάσσονται εύκολα από τις μεγάλες ποσότητες ομολόγων που αναλαμβάνουν προσωρινά στο δικό τους χαρτοφυλάκιο²⁶⁶. Στην πραγματικότητα, δηλαδή, οι διαπραγματευτές στις αγορές κρατικών ομολόγων βρίσκονται στη μέση, μεταξύ δύο πελατών, εκ των οποίων ο ένας έχει εξ ορισμού κυρίαρχη θέση και είναι αυτός που ορίζει τη δομή και τους κανόνες της αγοράς.

Είναι φανερό, λοιπόν, η σύμφυτη αδιαφάνεια που χαρακτηρίζει τις αγορές ομολόγων. Ο πελάτης - επενδυτής δεν έχει εικόνα για τη λειτουργία της αγοράς μεταξύ διαπραγματευτών. Δεν μπορεί να γνωρίζει με ποιους όρους απέκτησε ο επενδυτικός του σύμβουλος τα ομόλογα που του προώθησε, σε τι τιμή τα αγόρασε (υπέρ ή υπό το άρτιο), κατά πόσο αυτά βαραίνουν το δικό του χαρτοφυλάκιο και πόσο επείγεται να απαλλαγεί από αυτά για να ελαφρύνει τη δική του θέση, τι είδους προμήθεια λαμβάνει για τη διάθεση των ομολόγων ή με ποιους όρους ο σύμβουλος – διαπραγματευτής προχώρησε σε περαιτέρω διάθεση των ομολόγων που ο πελάτης αποφάσισε να ρευστοποιήσει και αν οι όροι αυτοί ήταν πράγματι οι καλύτεροι δυνατοί βάσει των συμφερόντων του πελάτη. Η αδιαφάνεια αυτή οφείλεται επίσης στο γεγονός ότι οι συναλλαγές σε ομόλογα απαλλάσσονται από τις υποχρεώσεις προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής διαφάνειας των αρθρ. 44 και 45 της MiFID²⁶⁷.

265. Στην ελληνική αγορά το σκέλος inter-dealer αντιστοιχεί στην ΗΔΑΤ (βλ. κατωτέρω σελ. 60-61).

266. Dunne, οπ. 2.

267. Πρβλ. και αιτιολογική σκέψη 46, καθώς και το αρθρ. 65 παρ. 1 της MiFID, βάσει του οποίου ξεκίνησε ένας δημόσιος διάλογος για την επέκταση των υποχρεώσεων διαφάνειας και σε άλλα μέσα πλην των μετοχών. Ο διάλογος αυτός κατέληξε στην επέκταση των υποχρεώσεων διαφάνειας και στα ομόλογα, όπως αυτή αποκρυσταλλώθηκε στη MiFID II (Οδηγία 2014/65/ΕΕ της 15^{ης} Μαΐου 2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της Οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ, ΕΕ 12.6.2014, L173/349). Βλ. ενδιάμεσες εκθέσεις της CESR (CESR's response to the Commission on non-equity transparency, CESR/07-284-b, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/07-284b_en.pdf) και της Επιτροπής (DG Internal Market and Services Working Document, Report on non-equities markets transparency pursuant to Article 65 (1) of

Η δομή αυτή χαρακτηρίζει και την αγορά ΟΕΔ. Η πρωτογενής αγορά είναι το στάδιο της απευθείας διάθεσης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου είτε μέσω δημόσιας εγγραφής των ενδιαφερόμενων επενδυτών²⁶⁸ είτε μέσω δημοπρασίας μεταξύ των ΒΔΑ είτε μέσω κοινοπραξίας και ρυθμίζεται από τον Κανονισμό Λειτουργίας των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς (ΒΔΑ)²⁶⁹. Η λίστα των ΒΔΑ καταρτίζεται στο τέλος κάθε έτους για το επόμενο έτος βάσει κριτηρίων επιλογής, όπως ενδεικτικά το ύψος των ιδίων κεφαλαίων των φορέων, η λειτουργική τους οργάνωση, η συμμετοχή και οι συναλλαγές τους σε οργανωμένες αγορές²⁷⁰.

Οι ΒΔΑ υποχρεούνται να συμμετέχουν ενεργά στις δημοπρασίες κατέχοντας τουλάχιστον 2% ετησίως επί της συνολικής αξίας των προσφορών, να πραγματοποιούν σε οργανωμένες αγορές συναλλαγές που η αξία τους να μην είναι μικρότερη από το 2% επί της συνολικής αξίας συναλλαγών στις οργανωμένες αυτές αγορές, να προωθούν τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου τόσο στην εγχώρια όσο και στις διεθνείς αγορές, να παρέχουν στο Υπουργείο Οικονομικών, στον ΟΔΔΗΧ και στην ΤτΕ συμβουλευτικές υπηρεσίες και εκτιμήσεις για τις συνθήκες της αγοράς. Στο τέλος κάθε έτους, η Επιτροπή Εποπτείας και Ελέγχου των ΒΔΑ προχωρεί σε αξιολόγηση των ΒΔΑ βάσει των αποδόσεών τους^{271, 272}. Μεταξύ των πλεονεκτημάτων που απολαμβάνουν οι ΒΔΑ είναι η κατά προτεραιότητα συμμετοχή σε δημοπρασίες τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, η άμεση, συνεχής και κατά προτεραιότητα πρόσβαση σε πληροφόρηση σχετικά με τις δανειακές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου και τον προγραμματισμό των εκδόσεων, τον όγκο συναλλαγών και τα αποτελέσματα των δημοπρασιών²⁷³.

Η δευτερογενής αγορά κρατικών ομολόγων στην Ελλάδα είναι η ΗΔΑΤ²⁷⁴. Μέλη

Directive 2004/39/EC on Markets in financial instruments ('MiFID'), 03.04.2008, D/000715, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/nemt_report_en.pdf.

268. Βλ. ανακοινώσεις σχετικά με τη διάθεση ομολόγων (και εντόκων γραμματίων) του Ελληνικού Δημοσίου στο διαδικτυακό τόπο της ΤτΕ (<http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/Announcements/default.aspx>). Οι ανακοινώσεις για δημόσια εγγραφή φ.π. απευθύνονται στο "αποταμιευτικό κοινό" και συχνά προβλέπουν ανώτατο ποσό ονομαστικής αξίας ανά φ.π.

269. Κοινή Απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών και του Διοικητή της ΤτΕ 2/91001/0023/Α (ΦΕΚ/Β/2241/31.12.2010).

270. Αρθρ. 2-3 του Κανονισμού Λειτουργίας ΒΔΑ.

271. Αρθρ. 4 του Κανονισμού Λειτουργίας ΒΔΑ.

272. Βλ. κατάταξη ΒΔΑ κατόπιν αξιολόγησης κατ' έτος <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Markets/HDAT/members.aspx#anak>.

273. Αρθρ. 5 του Κανονισμού Λειτουργίας ΒΔΑ.

274. Είναι η ηλεκτρονική εξωχρηματιστηριακή δευτερογενής αγορά στην οποία εισάγονται προς διαπραγμάτευση τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου που εκδίδονται σύμφωνα με το αρθρ. 5 του ν. 2198/1994 (ΦΕΚ/Α/43/22.3.1994), χρεωστικοί τίτλοι σταθερού εισοδήματος που έχουν εκδοθεί από άλλα κράτη, ΝΠΔΔ, ΟΤΑ και διεθνείς οργανισμούς δημόσιου χαρακτήρα, καθώς και τίτλοι που εκδίδονται από εταιρίες με την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου. Η λειτουργία της ΗΔΑΤ εισήχθη με το αρθρ. 26 του ν. 2515/1997 (ΦΕΚ/Α/199/25.7.1997), όπως τροποποιήθηκε με το αρθρ. 31 του ν. 2733/1999 (ΦΕΚ/Α/155/30.7.1999) και διέπεται από τον Κανονισμό της ΗΔΑΤ (βλ. το κείμενο του Κανονισμού όπως ισχύει από 6.10.2014 κατόπιν έγκρισης με την υπ' αρ. 23/693/22.9.2014 απόφαση του ΔΣ της ΕΚεφ, http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/HDAT_Regulation.pdf).

της ΗΔΑΤ²⁷⁵ είναι βάσει του Κανονισμού της πιστωτικά ιδρύματα, ΑΕΠΕΥ από την Ελλάδα ή την ΕΕ, τον ΕΟΧ ή τρίτα κράτη, εφόσον έχουν λάβει άδεια λειτουργίας υπό όρους ισοδύναμους με αυτούς που ισχύουν στο ελληνικό δίκαιο, ενώ έχουν επίσης πρόσβαση, χωρίς όμως, να πραγματοποιούν συναλλαγές, και διεθνή δίκτυα μετάδοσης πληροφοριών (Information Providers), όπως το δίκτυο Bloomberg, και οι παρατηρητές (Viewers), οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε στατιστικά στοιχεία της αγοράς²⁷⁶. Η πρόσβαση στην ΗΔΑΤ δίνεται αυστηρά στους συγκεκριμένους φορείς καθώς και σε άλλους με αντίστοιχα εχέγγυα αξιοπιστίας, κατόπιν άδειας του Συμβουλίου της ΗΔΑΤ. Οι υπόλοιποι παίκτες της αγοράς, δηλαδή οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές δεν μπορούν να διαπεράσουν τα στεγανά της ΗΔΑΤ αλλά εξυπηρετούνται στο δεύτερο σκέλος της αγοράς (dealer-to-customer) από πιστωτικά ιδρύματα που είναι μέλη της ΗΔΑΤ ή από άλλους συμβούλους που εξυπηρετούνται με τη σειρά τους από μέλη της ΗΔΑΤ. Η εκκαθάριση και ο διακανονισμός των συναλλαγών γίνονται, όπως αναφέραμε στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας μέσω του ΣΠΑΤ²⁷⁷.

2. Η συμβατική σχέση μεταξύ επενδυτή και επενδυτικού συμβούλου

Ο επενδυτικός σύμβουλος (πιστωτικό ίδρυμα, ΕΠΕΥ) συνδέεται με τον πελάτη – επενδυτή με σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (παροχή επενδυτικών συμβουλών, λήψη και εκτέλεση εντολών, διαχείριση χαρτοφυλακίου, παροχή υπηρεσιών φύλαξης χρηματοπιστωτικών μέσων κ.ά.)²⁷⁸. Οι βάσεις για τη θεμελίωση της ευθύνης του επενδυτικού συμβούλου εντοπίζονται κυρίως στο δίκαιο των συμβάσεων, αλλά μπορούν να αναζητηθούν και σε προσυμβατικό και εξωσυμβατικό επίπεδο (αδικοπρακτική ευθύνη, ευθύνη από διαφήμιση, ευθύνη παρέχοντος υπηρεσίες κατ' άρθρ. 8 ν. 2251/1994).

Όσον αφορά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για επενδύσεις σε ΟΕΔ, θα επικεντρωθούμε, όπως εξηγήσαμε ανωτέρω, στην αντιμετώπιση των ιδιωτών επενδυτών²⁷⁹, που τις περισσότερες φορές συνδέονται με τον επενδυτικό σύμβουλο

275. Βλ. λίστα μελών της ΗΔΑΤ για κάθε έτος με χρονολογική σειρά <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Markets/HDAT/members.aspx>.

276. Άρθρ. 21 του Κανονισμού της ΗΔΑΤ.

277. Βλ. ανωτέρω σελ. 22-23.

278. Οι επενδυτικές και οι παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες απαριθμούνται στο άρθρ. 4 του ν. 3606/2007.

279. Ο πελάτης – επενδυτής μπορεί να είναι, σύμφωνα με τους ορισμούς του άρθρ. 2 του ν. 3606/2007 επαγγελματίας (ΠΙ, ΕΠΕΥ, άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, ΟΣΕΚΑ, συνταξιοδοτικά ταμεία, εθνικές κυβερνήσεις, μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν τα αριθμητικά κριτήρια του άρθρ. 6 του ν. 3606/2007 κ.ά.), ιδιώτης (κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας) ή επιλέξιμος επενδυτής (ΑΕΠΕΥ, ΠΙ, ασφαλιστικές εταιρίες, ΟΣΕΚΑ, συνταξιοδοτικά ταμεία, εθνικές κυβερνήσεις κ.ά. σύμφωνα με το άρθρ. 30 παρ. 2 ν. 3606/2007). Για την κατηγοριοποίηση των επενδυτών βλ. και Βελέντζας, Η κατηγοριοποίηση

(στην πράξη συνήθως πρόκειται για ΠΙ, στα οποία τηρούν ήδη τραπεζικούς λογαριασμούς²⁸⁰) με σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών, σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών. Ευρύτερης πρακτικής εφαρμογής όσον αφορά ΟΕΔ φαίνεται ότι τυγχάνει η σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών.

Στο αρθρ. 16 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ προβλέπεται ο έγγραφος τύπος της σύμβασης για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Ωστόσο, στην πράξη η σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών καταρτίζεται συχνά σιωπηρά και (η νομολογία έχει δεχθεί τη θέση αυτή σε σειρά αποφάσεων) θεωρείται έγκυρη²⁸¹. Ο έγγραφος τύπος των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ επιτελεί προστατευτικό σκοπό με την έννοια της παροχής όσο το δυνατό σαφέστερης και πιο κατανοητής πληροφόρησης στον επενδυτή με το καταλληλότερο μέσο, ακόμη και σε τυποποιημένη μορφή. Βέβαια, η τήρηση έγγραφου τύπου δεν εξαντλεί τις υποχρεώσεις του ΠΙ σύμφωνα με τις αρχές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών²⁸².

Ειδικότερα, η παροχή επενδυτικών συμβουλών είναι μικτή σύμβαση που συνδυάζει χαρακτηριστικά παροχής υπηρεσιών, εντολής (ΑΚ 713), συμβουλής ή σύστασης (ΑΚ 729), σύμβασης έργου (ΑΚ 681 επ), παραγγελίας^{283,284}. Διακρίνεται από τη λήψη και διαβίβαση εντολών ή την εκτέλεση εντολών για αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων, στις οποίες η ΕΠΕΥ ως εντολοδόχος απλώς εκτελεί τις εντολές του πελάτη σύμφωνα με τις επενδυτικές αποφάσεις που ο ίδιος έχει λάβει ήδη, χωρίς να του παρέχει πληροφορίες ή εξατομικευμένες συμβουλές. Διακρίνεται επίσης από την διαχείριση χαρτοφυλακίου, καθώς σε αυτή την περίπτωση ο πελάτης θέτει το γενικό πλαίσιο των επενδυτικών του στόχων και παρέχει με αυτό τον τρόπο

των επενδυτών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (μετά το ν. 3606/2007), ΕΤρΑΕΧρΔ 2009, 385 επ και *Κατσάς* σε Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτών, επιμέλεια Δούβλη/Μπώλος, 2008, 1343 επ με έμφαση στον επενδυτή – καταναλωτή.

280. Αυτό συνέβη και στην περίπτωση των ζημιωθέντων επενδυτών που αγόρασαν ομόλογα Lehman Brothers στο πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την τράπεζα Citibank, της οποίας ήταν ήδη καταθέτες (βλ. Ειδική Έκθεση Πεπραγμένων Ιουνίου – Δεκεμβρίου 2009 του Συνηγόρου του Καταναλωτή, 75, <http://www.synigoroskatanaloti.gr/docs/StK-Annual-Report-2009.Final-c.pdf>).

281. Βλ. *Λιάππης* (2012), 162-167 με παραπομπή στην άποψη *Γεωργιάδη Σ.*, 2003, ότι ο έγγραφος τύπος είναι αποδεικτικός και όχι συστατικός. Πρβλ. ΕφΑθ 330/2006 με παρατηρήσεις *Τουντόπουλου*, ΔΕΕ 2007, 212 επ, ΠολΠρΑθ 7169/2010 με παρατηρήσεις *Παπαστάμου*, ΝοΒ 2011, 351 επ, ΠΠρΑθ 493/2012, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, ΜΠρΑθ 299/2012, ΧρηΔικ 2012, 154 επ, ΔΕΕ 2012, 483 επ.

282. Βλ. ΠΠρΘεσ 19932/2009, όπου, ενώ η τράπεζα είχε φροντίσει να δώσει εγγράφως στον πελάτη όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για την επίμαχη επένδυση σε ομόλογα Lehman Brothers, κρίθηκε ότι παρέλειψε να τον ενημερώσει και προφορικά ως όφειλε ενόψει του χαμηλού μορφωτικού του επιπέδου με αναγωγή στις γενικές διατάξεις των άρθρων ΑΚ 281 και 288. Βλ. επίσης ΕφΑθ 787/2013, ΔΕΕ 2014, 251 επ και ΕφΑθ 6301/2013, αδημ.

283. Βλ. *Τριανταφυλλάκη*, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχή εσφαλμένων συμβουλών, ΧρΙΔ 2001, 17 επ και *Γεωργιάδη Σ.*, Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003.

284. Βλ. αναλυτικά για τη διάκριση μεταξύ των συμβατικών αυτών μορφών σε *Γεωργιάδη Α.*, Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας (2008), 282 επ.

διακριτική ευχέρεια στο σύμβουλο να πραγματοποιεί τις επενδυτικές κινήσεις που ο ίδιος κρίνει κατάλληλες σύμφωνα με την εντολή του πελάτη.

Κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών ο σύμβουλος κατευθύνει και προετοιμάζει την επενδυτική απόφαση που τελικά θα λάβει ο ίδιος ο πελάτης²⁸⁵. Οι ιδιαιτερότητες της σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών συνίστανται στην ιδιαιτερότητα της ίδιας της παροχής, που είναι η συμβουλή²⁸⁶ αλλά και στο γεγονός ότι εξ ορισμού η συμβουλή αφορά συναλλαγές που ενέχουν αυξημένους κινδύνους, για τις οποίες τις περισσότερες φορές ο πελάτης – ιδιώτης επενδυτής δεν διαθέτει την απαιτούμενη εμπειρία, με αποτέλεσμα ο επενδυτικός σύμβουλος ως ειδικός επαγγελματίας να έχει αυξημένη επιρροή στην λήψη της επενδυτικής απόφασης²⁸⁷. Επίσης, λόγω ακριβώς αυτών των ιδιομορφιών²⁸⁸, υπάρχει και προσωπική σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ επενδυτή και συμβούλου, που σύμφωνα με το νόμο, πρέπει να είναι ειδικά εκπαιδευμένος υπάλληλος²⁸⁹ του ΠΙ. Στην περίπτωση που ο πελάτης έχει ήδη συναλλακτική σχέση με το ΠΙ λόγω τήρησης τραπεζικού λογαριασμού, η σχέση εμπιστοσύνης είναι ακόμη ισχυρότερη.

Κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ο σύμβουλος οφείλει να ενεργεί με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών του και ειδικότερα να συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις ενημέρωσης, διαφώτισης και προστασίας των συμφερόντων του πελάτη του βάσει των γενικών διατάξεων (ΑΚ 197, 198, 281, 288). Το ΠΙ ή η ΕΠΕΥ λόγω του ειδικού διαμεσολαβητικού ρόλου που έχουν στην κεφαλαιαγορά, έχουν στη διάθεσή τους κάθε χρήσιμη και σημαντική πληροφορία που μπορεί να επηρεάσει την επένδυση των πελατών τους ή την αγορά γενικότερα. Οι υπάλληλοί τους γνωρίζουν και κατανοούν τα οικονομικά δεδομένα και τις παραμέτρους της αγοράς. Είναι σε θέση να προβλέπουν και να αξιολογούν κινδύνους. Βρίσκονται σε καταφανώς πλεονεκτική θέση έναντι του αντισυμβαλλομένου ιδιώτη επενδυτή²⁹⁰. Συνεπώς, υπέχουν αυξημένες υποχρεώσεις ενημέρωσης, διαφώτισης και προστασίας των

285. Λιάππης (2012), 156-157.

286. Η συμβουλή είναι η εξατομικευμένη πληροφορία που ενέχει και το προσωπικό βουλευτικό στοιχείο του συμβούλου και προσομοιάζει με την υπόδειξη ορισμένης συμπεριφοράς στον πελάτη. Η συμβουλή διακρίνεται από την απλή πληροφορία (βλ. Γεωργιάδης Α., 2008, 280)

287. Βλ. αναλυτικότερα σχετικά με τη σημασία της εξατομικευμένης πληροφόρησης για την διαμόρφωση και λήψη της επενδυτικής απόφασης, Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007, 501-503. Πρβλ. και ΕφΑθ 787/2013, ΔΕΕ 2014, 251 επ και ΜΠρΜυτιλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 740 επ με παρατηρήσεις Πουρνάρα = ΔΕΕ 2014, 1070 επ με παρατηρήσεις Μικρουλέα

288. Βλ. ΜΠρΜυτιλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 740 επ, ιδίως 744 με αναφορά στους λόγους που εξηγούν την θεμελίωση της ιδιαίτερης σχέσης εμπιστοσύνης.

289. Οι υπάλληλοι αυτοί παρακολουθούν ειδικά σεμινάρια και λαμβάνουν ειδική πιστοποίηση από την ΕΚεφ και την ΤτΕ σύμφωνα με το αρθρ. 14 του ν. 3606/2007.

290. Βλ. αναλυτικά σχετικά με το ρόλο των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών (financial intermediaries) στην παραγωγή και το μετασχηματισμό των χρηματοοικονομικών πληροφοριών και τη συμβολή τους στην άμβλυνση της πληροφοριακής ασυμμετρίας για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της αγοράς Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, (2007), 193-205. Πρβλ. και ΕφΑθ 787/2013, ΔΕΕ 2014, 251 επ και ΠΠρΑλεξ 78/2012, ΝΟΜΟΣ.

συμφερόντων των πελατών τους.

Οι γενικές αυτές υποχρεώσεις συμπληρώνονται και εξειδικεύονται στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς στις υποχρεώσεις παροχής πλήρους, ορθής και κατανοητής πληροφόρησης²⁹¹, ελέγχου καταλληλότητας και συμβατότητας του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου με το προφίλ του επενδυτή²⁹², εντοπισμού και αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων²⁹³, βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών του πελάτη²⁹⁴ και συμμόρφωσης με τους κανόνες σχετικά με τις αντιπαροχές που λαμβάνει ή καταβάλλει ο σύμβουλος στο πλαίσιο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών²⁹⁵ κατ' εφαρμογή της Οδηγίας MiFID και των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

Σκοπός όλων αυτών των υποχρεώσεων δεν είναι η πραγματοποίηση επιτυχημένων επενδύσεων προς όφελος των επενδυτών ούτε η αποφυγή των κινδύνων²⁹⁶. Η έκθεση σε κινδύνους είναι αυτονόητη στην κεφαλαιαγορά. Σκοπός είναι η μείωση του πληροφοριακού κινδύνου για τους συναλλασσόμενους με την παροχή πλήρων, σαφών και κατανοητών συμβουλών, που προάγουν την ιδιωτική αυτονομία των επενδυτών, ώστε να διαμορφώσουν την επενδυτική τους απόφαση πλήρως ενημερωμένοι. Με άλλα λόγια, σκοπός δεν είναι η απομείωση ή η αποτροπή του κινδύνου αλλά η έκθεση στον κίνδυνο με πλήρη επίγνωση.

3. Η συμπεριφορά των επενδυτικών συμβούλων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για ΟΕΔ υπό το πρίσμα της MiFID και των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ

3.1. Υποχρέωση ορθής πληροφόρησης

Όλες οι πληροφορίες, περιλαμβανομένων των διαφημιστικών ανακοινώσεων, που απευθύνει η ΕΠΕΥ σε ιδιώτες πελάτες, ή τις οποίες διαδίδει με τρόπο που καθιστά πιθανή τη λήψη τους από ιδιώτες πελάτες, πρέπει να είναι ακριβείς, ορθές και μη παραπλανητικές, βάσει των προϋποθέσεων που εξειδικεύει το άρθρο 4 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ. Συνοπτικά, η πληροφόρηση δεν θα πρέπει να είναι παραπλανητική²⁹⁷ και θα πρέπει να δίνεται με τρόπο ώστε να είναι κατανοητή για το

291. Άρθρ. 25 παρ. 1-3 ν. 3606/2007 σε συνδυασμό με αρθρ. 3-11 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ

292. Άρθρ. 25 παρ. 4-10 ν. 3606/2007 σε συνδυασμό με αρθρ. 12-20 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ

293. Άρθρ. 13 ν. 3606/2007 σε συνδυασμό με αρθρ. 21-23 της υπ' αρ. 2/452/1.11.2007 Απόφασης της ΕΚεφ σχετικά με τις οργανωτικές απαιτήσεις για τη λειτουργία των ΑΕΠΕΥ

294. Άρθρ. 27 ν. 3606/2007 σε συνδυασμό με αρθρ. 21-26 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ

295. Άρθρ. 27 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ

296. Βλ. ενδεικτικά ΜονΠρΑθ 3443/2013, ΧρηΔικ 2014, 163

297. Σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη 47 της Οδηγίας 2006/73 για την εφαρμογή της Οδηγίας

μέσο μέλος της ομάδας στην οποία απευθύνεται. Επίσης, η πληροφόρηση θα πρέπει «να είναι ακριβής και να μη δίνει έμφαση σε ενδεχόμενα δυνητικά οφέλη, χωρίς να επισημαίνει παράλληλα τον κίνδυνο»²⁹⁸. Επίσης, η ΕΠΕΥ οφείλει να παρέχει στους πελάτες της γενική περιγραφή της φύσης και των συγκεκριμένων κινδύνων που ενέχει το χρηματοπιστωτικό μέσο που προωθεί, λαμβάνοντας υπόψη την κατηγοριοποίηση του πελάτη ως ιδιώτη ή επαγγελματία, καθώς και το επίπεδο των γνώσεών του²⁹⁹.

Αντλώντας στοιχεία από την εμπειρία της τελευταίας διετίας μετά την υλοποίηση του «κούρεματος», κατανοεί κανείς ότι μεγάλο μέρος των μη συναινεσάντων στο «κούρεμα» κατόχων ομολόγων ήταν φπ, που αποφάσισαν να επενδύσουν τις αποταμιεύσεις που τηρούσαν σε τραπεζικούς λογαριασμούς σε ΟΕΔ³⁰⁰. Αυτό το παράδειγμα θα χρησιμοποιήσουμε για τους σκοπούς του παρόντος κεφαλαίου. Το μέσο μέλος της ομάδας των επενδυτών στους οποίους απευθύνεται η πληροφόρηση σχετικά με επενδύσεις σε ΟΕΔ, θα ανταποκρίνεται στο πρότυπο του μη εξοικειωμένου επενδυτή, ο οποίος συχνά τηρεί μακροχρόνια συναλλακτική σχέση με ΠΙ, από το οποίο ενημερώνεται είτε με δική του πρωτοβουλία είτε με πρωτοβουλία υπαλλήλου του ΠΙ και αποφασίζει να επενδύσει σε ΟΕΔ³⁰¹.

Λαμβάνοντας, λοιπόν, αυτό το παράδειγμα ως σημείο αναφοράς, θα πρέπει να αναλογισθούμε αν είναι σε θέση ένας ιδιώτης επενδυτής, χωρίς εμπειρία σε επενδυτικά προϊόντα, να αντιληφθεί ότι η «καλύτερη απόδοση» των διαφημιζόμενων τίτλων σε σχέση με την απόδοση της προθεσμιακής κατάθεσης οφείλεται ακριβώς στο γεγονός ότι τα ομόλογα ενέχουν κινδύνους, αν δεν του το επισημάνει ο σύμβουλος του. Μπορεί να αντιληφθεί ένας άπειρος ιδιώτης επενδυτής ότι η ασφάλεια της επένδυσης και η «απόδοσή» της είναι ποσά αντιστρόφως ανάλογα και σε κάθε περίπτωση είναι σε θέση να κατανοήσει σε ποιους κινδύνους εκτίθεται επενδύοντας σε ομόλογα; Ότι, δηλαδή, εγκαταλείποντας τον αποταμιευτικό λογαριασμό για την επένδυση σε ΟΕΔ που υπόσχονται καλύτερη απόδοση, ο αποταμιευτής γίνεται επενδυτής και εκτίθεται αυτομάτως σε αυξημένο (σε σχέση με την κατάθεση) κίνδυνο, που μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα ακόμη και μερική ή ολική απώλεια του κεφαλαίου του;

Σημαντικό στοιχείο, που θα πρέπει κατά τη γνώμη μας να περιλαμβάνει η πληροφόρηση που απευθύνει ο σύμβουλος στον πελάτη σχετικά με ΟΕΔ είναι και ο τρόπος με τον οποίο ο πελάτης θα αποκτήσει τους τίτλους: από την πρωτογενή

2004/39/ΕΚ, οι πληροφορίες θεωρούνται παραπλανητικές εάν τείνουν να οδηγούν σε πλάνη το πρόσωπο ή τα πρόσωπα στα οποία απευθύνονται ή τα οποία ενδέχεται να τις λάβουν, ανεξαρτήτως εάν το πρόσωπο που τις παρέχει τις θεωρεί ή τις προορίζει να είναι παραπλανητικές.

298. Αρθρ. 4 παρ. 3 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

299. Αρθρ. 8 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

300. Πρβλ. σελ. 40, υποσημ. 203 και σελ. 42 ανωτέρω.

301. Βλ. σελ. 55 ανωτέρω.

αγορά, δηλαδή κατά τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής ή από τη δευτερογενή αγορά; Επίσης, ο σύμβουλος θα πρέπει να ενημερώσει τον πελάτη αν πρόκειται για τίτλους που το ΠΙ ή η ΕΠΕΥ έχουν στο δικό τους χαρτοφυλάκιο και μεταπωλούν στους πελάτες τους. Βέβαια, είναι αμφίβολο, αν όχι απίθανο, στην πράξη το ΠΙ που σπεύδει να προωθήσει ΟΕΔ στην πελατειακή του βάση, όπως εξηγήσαμε ανωτέρω, να αναφέρει τέτοιες πληροφορίες. Αυτό διότι έτσι θα αναιρούσε τα θετικά χαρακτηριστικά της επένδυσης που προωθεί, ομολογώντας στον πελάτη ότι του μεταπωλεί τους τίτλους, απαλλάσσοντας το δικό του χαρτοφυλάκιο από αυτούς. Κάτι τέτοιο, θα δημιουργούσε εύλογες αμφιβολίες στον πελάτη και πιθανότατα θα τον έκανε να αλλάξει γνώμη.

Στην πληροφόρηση του ενδιαφερόμενου πελάτη θεωρούμε ότι θα πρέπει να περιλαμβάνεται και το εάν και με ποιες προϋποθέσεις είναι δυνατή η ρευστοποίηση των ΟΕΔ. Θα πρέπει, δηλαδή, ο επενδυτής να γνωρίζει εξ αρχής σε αδρές γραμμές πώς λειτουργεί η δευτερογενής αγορά κρατικών ομολόγων και να έχει υπόψιν του τους βασικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης πριν τη λήξη των τίτλων (π.χ. σε περίπτωση σημαντικής υποβάθμισης των τίτλων, όπως πράγματι συνέβη με τα ΟΕΔ, ενδέχεται να μην υπάρχει αγορά, δηλαδή αντίστοιχη ζήτηση, και ο επενδυτικός σύμβουλος να μην βρίσκει ενδιαφερόμενους αγοραστές). Διαφορετικά, μπορεί να θεωρηθεί ότι η παρεχόμενη πληροφόρηση αποκρύπτει ή συγκαλύπτει σημαντικά στοιχεία, δηλώσεις και προειδοποιήσεις, σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 4 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ και, συνεπώς, είναι παραπλανητική^{302,303}.

Όπως αναφέραμε παραπάνω, η επένδυση σε κρατικά ομόλογα παρουσιάζει από τη μία πλευρά το πλεονέκτημα του τίτλου σταθερού εισοδήματος, καθώς και τα βασικά του χαρακτηριστικά και οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι γνωστές εξ αρχής, αλλά συγχρόνως, η αξιολόγηση της επένδυσης βασίζεται σε μακροοικονομικά μεγέθη του κράτους – εκδότη, που είναι μάλλον απίθανο να μπορεί να κατανοήσει και να αξιολογήσει ο ιδιώτης επενδυτής χωρίς τη συνδρομή του επενδυτικού συμβούλου. Στην πράξη, λοιπόν, αν ο υπάλληλος της ΕΠΕΥ ή του ΠΙ³⁰⁴ παραλείψει να εξηγήσει στον πελάτη του ποια είναι τα βασικά μεγέθη που μπορούν να επηρεάσουν την εξέλιξη της επένδυσης σε ΟΕΔ, η πληροφόρηση δεν πληροί τις προϋποθέσεις πληρότητας και ορθότητας. Απαραίτητη θεωρούμε ότι είναι και η

302. Βλ. σελ. 82 – 83 κατωτέρω.

303. Σημασία έχουν και οι γενικές διατάξεις για την ακύρωση δικαιοπραξίας λόγω πλάνης ή απάτης (ΑΚ 147, 149). Η απάτη προϋποθέτει συμπεριφορά με την οποία ενσυνείδητα και από πρόθεση δημιουργείται, συντηρείται ή ενισχύεται σε άλλον εσφαλμένη παράσταση, με σκοπό να επηρεασθεί η δικαιοπρακτική του βούληση. Η παραπλάνηση μπορεί να οφείλεται είτε στην ψευδή παράσταση ψευδών γεγονότων ως αληθινών είτε στην απόκρυψη ή αποσιώπηση ή ατελή ανακοίνωση αληθινών γεγονότων (*Καράσης*, Εγχειρίδιο γενικών αρχών του αστικού δικαίου, Δικαιοπραξίες, 1996, 106). Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η διερεύνηση της ποινικής διάστασης (ΠΚ 386), εφόσον πληρούνται η νομοτυπική μορφή της διάταξης.

304. Βλ. σελ. 62, υποσημ. 289 ανωτέρω.

διαφώτιση των επενδυτών σχετικά με τα μεγέθη της ελληνικής οικονομίας και την αξιολόγησή της από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης^{305,306}, ιδίως κατά την τελευταία τριετία πριν από την υλοποίηση του PSI+, δηλαδή από το ξέσπασμα της ελληνικής κρίσης χρέους το 2009 ως το Φεβρουάριο του 2012.

Εξίσου σημαντικό είναι ότι μέχρι και την υλοποίηση του «κουρέματος» του ελληνικού χρέους, μάλλον εξακολουθούσε να επικρατεί στο μη έμπειρο και μη εξοικειωμένο επενδυτικό κοινό ο μύθος ότι «τα κράτη δεν πτωχεύουν»³⁰⁷. Συνεπώς, ο ιδιώτης επενδυτής, που δεν διαθέτει τα μέσα, την εμπειρία και τις γνώσεις για να κατανοήσει και να ερμηνεύσει όλες αυτές τις παραμέτρους, μόνο στην κρίση και την καθοδήγηση του έμπιστου και εξειδικευμένου επενδυτικού του συμβούλου μπορεί να βασισθεί για να λάβει τεκμηριωμένη επενδυτική απόφαση. Σε περίπτωση, λοιπόν, που ο επενδυτικός σύμβουλος παραλείπει να επισημάνει τέτοιου είδους πληροφορίες, δίνει στον πελάτη την παραπλανητική εντύπωση ότι η εν λόγω επένδυση είναι «καλή» ή σε κάθε περίπτωση κατάλληλη βάσει του επενδυτικού του προφίλ³⁰⁸. Η εντύπωση αυτή, μάλιστα, μπορεί να ενισχύεται και από την ίδια τη φύση των ΟΕΔ ως τίτλων σταθερού εισοδήματος με εκδότη το Ελληνικό Δημόσιο.

Με βάση όσα αναφέραμε, αρκεί να σκεφθούμε ότι προσπαθώντας να προωθήσουν ΟΕΔ στους ιδιώτες πελάτες τους, τα ΠΙ (όταν είναι και ΒΔΑ) αλλά και οι ΕΠΕΥ, για τους λόγους που θα εξηγήσουμε στη συνέχεια, έχουν συμφέρον να τονίζουν τα θετικά στοιχεία της επένδυσης σε ΟΕΔ (αυξημένη απόδοση, ενίσχυση του Ελληνικού Δημοσίου, αξιοπιστία της ελληνικής οικονομίας, ευνοϊκή φορολογία κ.ά.). Αυτό θα μπορούσε να καταστήσει τους συμβούλους πιο επιρρεπείς στη συγκάλυψη ή στην παράλειψη επισήμανσης του κινδύνου στον πελάτη τους.

305. Βλ. ενδεικτικά ΜονΠρΑθ 3443/2013, ΧρηΔικ 2014, 163, στην οποία αναφέρεται ότι η πληροφόρηση σχετικά με το αντικείμενο της επένδυσης πρέπει να περιλαμβάνει μεταξύ άλλων την οικονομική κατάσταση και τη φερεγγυότητα του εκδότη, καθώς και το rating.

306. Βλ. κατωτέρω σελ. 68-70.

307. Βλ. ΣτΕ ΟΛ 1116/2014, σκέψη 24, σελ. 38-40 ανωτέρω σε αντιπαράβολη με την ΑΠ 1812/2007, ΔΕΕ 2008, 65 επ, στην οποία γίνεται δεκτό ότι το Ελληνικό Δημόσιο είναι φερέγγυος εκδότης. Βλ. όμως την πρόσφατη απόφαση του Εμποροδικείου Βιέννης (HG 63614/2014), με την οποία κρίθηκε ότι η τράπεζα έκανε εσφαλμένη κατηγοριοποίηση κινδύνου για την επένδυση πελάτη της σε ΟΕΔ. Παρόλο που τον ενημέρωσε για την πιστοληπτική αξιολόγηση των τίτλων παρέλειψε να περιλάβει στην ενημέρωση ένδειξη σε ποια κατηγορία κινδύνου κατατάσσονταν οι τίτλοι. Οι ενάγοντες επενδυτές κατανοούσαν ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου αποτελούσε ένδειξη κινδύνου αλλά είχαν την πεποίθηση ότι τα κράτη-μέλη της ΕΕ δεν πτωχεύουν. Σε παλαιότερη απόφαση του Εμποροδικείου της Βιέννης (HG 25662/3.3.2004) σε υπόθεση ελλιπούς ενημέρωσης του επενδυτή εκ μέρους της τράπεζας για τον κίνδυνο που ενείχαν τα ομόλογα Αργεντινής, είχε κριθεί ότι μπορεί να γίνει απολύτως δεκτό ότι τα κρατικά ομόλογα ενέχουν ελάχιστο κίνδυνο ως επενδυτικά προϊόντα. Ωστόσο, αυτό είναι δυνατό να μην ισχύει σε ορισμένες περιπτώσεις. Τέτοια ήταν η περίπτωση της Αργεντινής. Ο κίνδυνος ήταν εμφανής ήδη από το 1997 λόγω των πιστοληπτικών υποβαθμίσεων της χώρας και σε κάθε περίπτωση η εναγόμενη τράπεζα γνώριζε τον κίνδυνο ήδη από το 2000, δηλαδή ένα χρόνο πριν από την παύση πληρωμών, οπότε κατέταξε την επένδυση σε ομόλογα Αργεντινής στην κατηγορία «υψηλού κινδύνου».

308. Η σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ τράπεζας και πελάτη έχει ως κύριο περιεχόμενο την πίστη του πελάτη ότι η τράπεζα θα πράξει ό,τι είναι αναγκαίο για την προστασία των οικονομικών του συμφερόντων (ΜΠρΜυτλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 744).

3.2. Έλεγχος καταλληλότητας

Στο πλαίσιο της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ο επενδυτικός σύμβουλος, αφού συλλέξει από τον πελάτη τις απαραίτητες πληροφορίες με τη συμπλήρωση σχετικού ερωτηματολογίου, οφείλει να προχωρήσει σε έλεγχο καταλληλότητας της επένδυσης σε σχέση με το προφίλ και τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη - επενδυτή³⁰⁹. Συγκεκριμένα, τα ΠΙ και οι ΕΠΕΥ οφείλουν να αντλούν τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, καθώς και σχετικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του, ώστε να μπορούν να του συστήσουν τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωση του³¹⁰.

Ο επενδυτικός σύμβουλος οφείλει να ζητήσει από τον πελάτη πληροφορίες για την οικονομική του κατάσταση (προέλευση και ύψος εισοδημάτων, περιουσιακά στοιχεία, διαθέσιμα κεφάλαια, επενδύσεις, οικονομικές υποχρεώσεις), τους επενδυτικούς του στόχους (διάθεση ανάληψης κινδύνων, προβλεπόμενος χρόνος διατήρησης της επένδυσης, σκοπός της επένδυσης) και το βαθμό εξοικειώσής του με το είδος της σκοπούμενης συναλλαγής (αν διαθέτει εμπειρία στον επενδυτικό τομέα και ειδικότερα στο συνιστώμενο χρηματοπιστωτικό μέσο, αν το μορφωτικό του επίπεδο του επιτρέπει να κατανοεί τους κινδύνους που αναλαμβάνει κ.ά.)³¹¹.

Στο παράδειγμα του ιδιώτη επενδυτή που χρησιμοποιούμε εδώ, ο επενδυτικός σύμβουλος οφείλει να λάβει από τον πελάτη του τις ως άνω πληροφορίες με τη συμπλήρωση σχετικού ερωτηματολογίου³¹². Στις περιπτώσεις, όμως, προϋφιστάμενης συναλλακτικής σχέσης, όπως συμβαίνει μεταξύ ΠΙ και πελάτη που τηρεί τραπεζικό λογαριασμό σε αυτό, ο σύμβουλος έχει ακόμη πιο σαφή εικόνα για το προφίλ του πελάτη, καθώς τον γνωρίζει ήδη την προέλευση των προς επένδυση κεφαλαίων, τις επενδυτικές ή άλλες συνήθειες και τις προτεραιότητες του πελάτη. Στο παράδειγμά μας, ο πελάτης συχνά ανταποκρίνεται στο πρότυπο του μη εξοικειωμένου με επενδυτικά προϊόντα επενδυτή, που (εσφαλμένα) αντιλαμβάνεται (ή αφήνεται να αντιλαμβάνεται) την επένδυση σε ΟΕΔ ως αποταμίευση ή στο πρότυπο του επενδυτή που δεν επιθυμεί να αναλάβει σημαντικό ρίσκο, αλλά προτιμά επενδύσεις χαμηλότερου κινδύνου και χαμηλότερης απόδοσης.

309. Αρθρ. 25 παρ. 5 ν. 3606/2007 σε συνδυασμό με αρθρ. 12 και 13 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

310. Αρθρ. 25 παρ. 4 ν. 3606/2007.

311. Αρθρ. 12 και 15 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

312. Πρβλ. ΕφΑθ 787/2013, ΔΕΕ 2014, 251 επ., όπου αμφισβητείται η αξία του ερωτηματολογίου ελλείψει προφορικής ενημέρωσης, ενώ διατυπώνονται αμφιβολίες για το εάν το ερωτηματολόγιο συμπληρώθηκε από την ίδια την ενδιαφερόμενη πελάτισσα ή από τον υπάλληλο του εναγόμενου ΠΙ.

Σε μία τέτοια περίπτωση, λοιπόν, εάν δεχθούμε ότι ο σύμβουλος (όφειλε να) γνωρίζει ότι η επένδυση σε ΟΕΔ, ιδίως κατά την επίμαχη τριετία πριν από την υλοποίηση του «κουρέματος», ενέχει κίνδυνο³¹³, ακόμη κι αν δεν είναι σε θέση να προσδιορίσει τον κίνδυνο αυτό και να προβλέψει την υλοποίηση του προγράμματος PSI, όφειλε να το επισημάνει στον πελάτη και να τον ενημερώσει ότι η σκοπούμενη επένδυση αποκλίνει από τους επενδυτικούς του στόχους. Αυτό θα έφερνε και πάλι τα ΠΙ σε δύσκολη θέση έναντι των πελατών τους, καθόσον, ενημερώνοντάς τους ότι τα ΟΕΔ δεν συμβαδίζουν με το προφίλ και τους στόχους τους, θα απέτρεπαν μεγάλο μέρος της πελατειακής τους βάσης από την αγορά ΟΕΔ. Η αξιολόγηση της καταλληλότητας των ΟΕΔ σε σχέση με το προφίλ του ιδιώτη μη εξοικειωμένου επενδυτή επαναφέρει προς συζήτηση το ζήτημα της φερεγγυότητας των κρατών, το εάν, δηλαδή, η πιστοληπτική υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας και η υλοποίηση του «κουρέματος» ήταν εξελίξεις που μπορούσαν να προβλέψουν, έστω ως πιθανές, οι σύμβουλοι, ώστε να επιστήσουν την προσοχή των πελατών τους.

Ως προς το ζήτημα της αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας, σημαντική είναι η πρόσφατη απόφαση του Εμποροδικείου της Βιέννης³¹⁴, που κλήθηκε να κρίνει επί αγωγής αυστριακών επενδυτών έναντι της τράπεζάς τους λόγω εσφαλμένης αξιολόγησης του κινδύνου των ΟΕΔ που τους πρότεινε. Σύμφωνα με την πραγματογνωμοσύνη που έλαβε υπόψιν του το Δικαστήριο, η αξιολόγηση της οικονομίας του κράτους – εκδότη από τους διεθνείς οίκους είναι απαραίτητη για την ενημέρωση του επενδυτή και την αξιολόγηση του χρηματοπιστωτικού μέσου αλλά δεν αρκεί από μόνη της για την πληρότητα της αξιολόγησης καταλληλότητας.

Οι αξιολογήσεις των διεθνών οίκων είναι στατικές και πολλές φορές έρχονται καθυστερημένα σε σχέση με τις αξιολογήσεις φερεγγυότητας που γίνονται από την ίδια την αγορά. Εν προκειμένω κρίθηκε ότι η μεγάλη απόσταση μεταξύ των spreads και των CDS³¹⁵ των ελληνικών ομολόγων σε σχέση με αυτά των ομολόγων άλλων χωρών που είχαν την ίδια χρονική περίοδο, δηλαδή το Μάρτιο του 2010, την ίδια πιστοληπτική αξιολόγηση με την Ελλάδα, μαρτυρεί ότι οι αξιολογήσεις των διεθνών οίκων υστερούν σε σχέση με την αξιολόγηση της αγοράς. Ελλείπει σωστής αξιολόγησης του κινδύνου και πλήρους ενημέρωσης των επενδυτών, κρίθηκε ότι υπήρχε πλάνη σχετικά με το περιεχόμενο της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου μεταξύ της τράπεζας και των επενδυτών. Αν οι ενάγοντες επενδυτές γνώριζαν την κατάταξη του κινδύνου των ομολόγων, δεν θα πραγματοποιούσαν την επένδυση. Σημειώνεται ότι η εν λόγω υπόθεση δεν έχει κριθεί ακόμη σε δεύτερο βαθμό.

Παλαιότερο νομολογιακό παράδειγμα όσον αφορά στην αξιολόγηση του εκδότη, εν προκειμένω εταιρίας, αποτελεί η απόφαση του Γερμανικού Ακυρωτικού

313. Βλ. ΣτΕ Ολ 1116/2014 σκέψη 24 και απόφαση 63614/2014 του Εμποροδικείου της Βιέννης

314. Απόφαση 63614/2014 του Εμποροδικείου της Βιέννης.

315. Βλ. ανωτέρω σελ. 8, υποσημ. 49 για την έννοια των CDS.

(BGH) της 6/7/1993 – X1 ZR 12/93. Στην υπόθεση αυτή, η τράπεζα παρέλειψε να δώσει στους πελάτες της, με τους οποίους τηρούσε μακροχρόνια σχέση λόγω τήρησης αποταμιευτικών λογαριασμών, πληροφορίες σχετικά με τον κίνδυνο αφερεγγυότητας της εταιρίας - εκδότριας των ομολόγων που αγόρασαν. Το Γερμανικό Ακυρωτικό, χωρίς να διευκρινίσει αν η τράπεζα όφειλε να ενημερώσει τους πελάτες της ειδικότερα και για την αρνητική πιστοληπτική αξιολόγηση της εκδότριας από οίκους αξιολόγησης, έκρινε ότι σε κάθε περίπτωση η τράπεζα όφειλε να τους ενημερώσει για την αρνητική αξιολόγηση της κατάστασης της εκδότριας βάσει σχετικών δημοσιευμάτων στον οικονομικό τύπο, που έκαναν λόγο για υπερχρέωση. Παραλείποντας να τα αναφέρει, η τράπεζα απέκρυψε από τους πελάτες της τις προειδοποιητικές ενδείξεις για τον κίνδυνο πτώχευσης της εκδότριας εταιρίας³¹⁶. Η κρίση αυτή θα μπορούσε να αξιοποιηθεί κατ' αναλογία προκειμένου να προσδιορίσει κανείς τι θα μπορούσαν και, κυρίως, τι θα έπρεπε να περιλαμβάνουν οι επενδυτικοί σύμβουλοι στην ενημέρωση των πελατών τους και στην αξιολόγηση της καταλληλότητας των ΟΕΔ.

Η πρόσφατη απόφαση του Εμποροδικείου της Βιέννης, πάντως, είναι σημαντική όχι μόνο διότι αφορά ακριβώς στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για ΟΕΔ κατά την επίμαχη περίοδο, αλλά και γιατί εκθέτει τα στοιχεία στα οποία θα πρέπει να βασίζεται η αξιολόγηση της φερεγγυότητας του κράτους - εκδότη. Η απόφαση πηγαίνει ένα βήμα παραπέρα, θέτοντας σε αμφισβήτηση την ίδια την αξία των αξιολογήσεων των διεθνών οίκων. Τις θεωρεί ως ένα μόνο από τα στοιχεία που θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν κατά την αξιολόγηση χρηματοπιστωτικών μέσων, καθόσον, όπως διαπιστώθηκε βάσει πραγματογνωμοσύνης, οι αξιολογήσεις αυτές είναι στατικές και δεν μπορούν να αποδώσουν την πλήρη εικόνα του κινδύνου του τίτλου, αλλά θα πρέπει να συνδυάζονται με τις ενδείξεις της αγοράς, δηλαδή τις αυξήσεις των spreads και των CDS, που σίγουρα είναι σε θέση να γνωρίζουν και να συνεκτιμούν οι επενδυτικοί σύμβουλοι, χωρίς να απαιτείται υπέρμετρη προσπάθεια γι' αυτό. Με άλλα λόγια, κρίθηκε ότι οι επενδυτικοί σύμβουλοι οφείλουν και μπορούν να προβαίνουν σε ορθή αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών μέσων και ενημέρωση των επενδυτών, χωρίς να αρκούνται στις αξιολογήσεις των διεθνών οίκων.

Αντλώντας στοιχεία από το πρόσφατο νομολογιακό παράδειγμα από την Αυστρία σε συνδυασμό με την παλαιότερη απόφαση του Γερμανικού Ακυρωτικού, μπορούμε να κατανοήσουμε ότι οι πιστοληπτικές υποβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας³¹⁷ αλλά και τα σχετικά δημοσιεύματα του διεθνούς και εγχώριου τύπου, αποτελούσαν απαραίτητη πληροφορία για την διαφώτιση των ενδιαφερόμενων

316. Βλ. σχολιασμό της απόφασης σε Γεωργιάδη Σ., (2003), 103-109 και Γκούσκου, Η έκταση της υποχρέωσης της τράπεζας προς παροχή επενδυτικών συμβουλών (η υπό κρίση περίπτωση: Ομολογιακό δάνειο εξωτερικού σε γερμανικά μάρκα, - DM, σχόλιο στην από 6.7.1993 απόφαση του γερμανικού Ακυρωτικού), ΕΕμπΔ 1995, 143 επ.

317. Βλ. ανωτέρω σελ. 10-12.

επενδυτών. Αυτό, ιδίως ενόψει των κρίσιμων περιστάσεων που χαρακτήριζαν τις εν λόγω επενδύσεις την επίμαχη περίοδο³¹⁸, αλλά και λόγω της ιδιομορφίας που παρουσιάζουν οι κρατικοί τίτλοι. Θα πρέπει να λάβουμε υπόψιν ότι η επένδυση σε ΟΕΔ ενέχει για τους Έλληνες ιδιώτες επενδυτές (που σε πολλές περιπτώσεις αντιλαμβάνονται την επένδυση αυτή ως αποταμίευση³¹⁹) και το στοιχείο της εμπιστοσύνης και της ενίσχυσης της ελληνικής οικονομίας με τις αποταμιεύσεις τους, που μπορεί να τους καθιστά πιο επιρρεπείς σε επενδύσεις σε ελληνικά ομόλογα. Ενδεχομένως, πολλοί από αυτούς να μην τολμούσαν να πραγματοποιήσουν την επένδυση, αν δεν επρόκειτο για τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

Ακόμη και αν δεχθούμε ότι τα ΠΙ και ΕΠΕΥ δεν μπορούσαν να προβλέψουν την τροπή που πήραν τα πράγματα με το PSI, θα πρέπει να θεωρήσουμε ότι λόγω των ειδικών τους γνώσεων αλλά και της σχέσης ΒΔΑ που συνδέει τα σημαντικότερα ΠΙ με το Ελληνικό Δημόσιο, αυτά ήταν τουλάχιστον σε θέση να αντιληφθούν ότι υπήρχαν σοβαρές ενδείξεις ανισορροπίας της ελληνικής οικονομίας, που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε πιστοληπτική υποβάθμιση και να επηρεάσουν τις αποδόσεις των επενδύσεων των πελατών τους σε ΟΕΔ. Τουλάχιστον αυτό το στοιχείο, θεωρούμε ότι οι επενδυτικοί σύμβουλοι ήταν σε θέση να γνωρίζουν ή να προβλέψουν. Όφειλαν να θέσουν υπόψιν των πελατών τους την αξιολόγηση αυτή³²⁰, έστω και ως υποκειμενική εκτίμηση³²¹ είτε πριν από την αγορά των ομολόγων είτε και μεταγενέστερα στις περιπτώσεις που οι πελάτες τους είχαν αγοράσει τους τίτλους παλαιότερα. Η ενημέρωση του επενδυτή για την ακαταλληλότητα των ΟΕΔ, συνδέεται και με το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων που επηρεάζει την αμεροληψία και την εντιμότητα του επενδυτικού συμβούλου, όπως θα δούμε στη συνέχεια.

3.3. Σύγκρουση συμφερόντων και η ειδικότερη ρύθμιση των αντιπαροχών

Στο αρθρ. 13 του ν. 3606/2007 προβλέπεται η υποχρέωση λήψης κατάλληλων μέτρων και θέσης σε ισχύ πολιτικών για την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων για τις ΕΠΕΥ. Η υποχρέωση αυτή εξειδικεύεται στα αρθρ. 21-23 της απόφασης 2/452/1.11.2007 της ΕΚεφ σχετικά με τις οργανωτικές απαιτήσεις για τις ΕΠΕΥ και συμπληρώνεται με την ΠΔ/ΤΕ 2597/2007 για τα ΠΙ.

Στο πλαίσιο του εντοπισμού συγκρούσεων συμφερόντων το ΠΙ οφείλει να

³¹⁸. Βλ. ανωτέρω σελ. 53.

³¹⁹. Πρβλ. σελ. 40 και σελ. 59, υποσημ. 268 ανωτέρω.

³²⁰. Βλ. απόφαση 63614/2014 του Εμποροδικείου της Βιέννης.

³²¹. Σχετικά με τη διοχέτευση των λεγόμενων «υποκειμενικών» πληροφοριών και τη σημασία τους για τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, βλ. *Σωτηρόπουλος*, «Soft information» και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ΔΕΕ 1999, 832-841.

ελέγχει μεταξύ άλλων εάν το ίδιο ή το καλυπτόμενο πρόσωπο, σύμφωνα με τους ορισμούς του ν. 3606/2007 και της ΠΔ/ΤΕ 2597/2007, είναι πιθανό να αποκομίσει οικονομικό κέρδος ή να αποφύγει οικονομική ζημία σε βάρος του πελάτη, ή να έχει, ως προς την έκβαση της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας ή την εκτέλεση συναλλαγής του πελάτη, συμφέρον διαφορετικό από το συμφέρον του πελάτη, ή να λαμβάνει από πρόσωπο διαφορετικό από τον πελάτη αντιπαροχή σχετιζόμενη με την παρεχόμενη υπηρεσία υπό μορφή χρημάτων, αγαθών ή υπηρεσιών, πέραν της συνήθους προμήθειας ή αμοιβής για την παροχή της υπηρεσίας αυτής.

Οι ΕΠΕΥ και τα ΠΙ οφείλουν να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο για τον εντοπισμό και την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ αυτών των ιδίων, περιλαμβανομένων των διευθυντών και των υπαλλήλων τους, των συνδεδεμένων αντιπροσώπων τους και κάθε προσώπου που συνδέεται, άμεσα ή έμμεσα, με την ΕΠΕΥ με σχέση ελέγχου και των πελατών τους αλλά και μεταξύ των πελατών τους. Σε περίπτωση αδυναμίας αντιμετώπισης της σύγκρουσης συμφερόντων οφείλουν να ενημερώνουν τον πελάτη^{322,323}. Η σύγκρουση συμφερόντων αίρεται με γνώμονα το συμφέρον του πελάτη.

Όσον αφορά την αποκάλυψη της σύγκρουσης, έχει διατυπωθεί η γνώμη ότι αποκάλυψη απαιτείται μόνο στο μέτρο που η σύγκρουση συμφερόντων δεν είναι εμφανής στον πελάτη³²⁴, ενώ αντίθετα μπορεί να υποστηριχθεί ότι σε κάθε περίπτωση ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει έστω και τον εν δυνάμει κίνδυνο που μπορεί να επηρεάσει τα συμφέροντά του, ώστε να στραφεί, εφόσον το κρίνει σκόπιμο, σε άλλο αμερόληπτο επενδυτικό σύμβουλο. Παράδειγμα εμφανούς σύγκρουσης αποτελεί η περίπτωση που η ΕΠΕΥ είναι συγχρόνως και ανάδοχος των τίτλων της εταιρίας που προωθεί στον πελάτη.

Κατ' αναλογία, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι εμφανής και άρα εξαιρούμενη από την υποχρέωση αποκάλυψης είναι η σύγκρουση συμφερόντων του ΠΙ που ενεργεί με διπλό ρόλο, δηλαδή ως ΒΔΑ από τη μία πλευρά και ως πωλητής και συγχρόνως ως επενδυτικός σύμβουλος του υποψήφιου αγοραστή από την άλλη πλευρά. Αυτό θα προϋπέθετε, βέβαια, την παραδοχή ότι ο μηχανισμός της πρωτογενούς αγοράς ομολόγων είναι γνωστός και κατανοητός στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Οι ανακοινώσεις του ΟΔΔΗΧ σχετικά με τους όρους έκδοσης ΟΕΔ και ο κατάλογος με τους επιλεγέντες ΒΔΑ κατ' έτος δημοσιεύονται. Συνεπώς, μπορεί κάθε ενδιαφερόμενος να λάβει γνώση. Είναι αμφίβολο, ωστόσο, αν στην πράξη, είναι σε θέση ο μη εξοικειωμένος επενδυτής να λάβει γνώση και να κατανοήσει το μηχανισμό

322. Κουλορίδας, ΧρηΔικ 2009, 265-267.

323. Η Οδηγία MiFID προκρίνει την λύση της αποκάλυψης της σύγκρουσης συμφερόντων αντί της απαγόρευσης της κατάρτισης της σύμβασης με την ΕΠΕΥ. Βλ. αναλυτικότερα *Κινινή*, Συγκρούσεις συμφερόντων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών στο παράδειγμα των «αντιπαροχών», ΧρηΔικ 2011, 362.

324. Βλ. *Γεωργιάδης Στ.*, (2003), 178 και *Κινινή*, ΧρηΔικ 2011, 362.

έκδοσης ΟΕΔ χωρίς την καθοδήγηση του συμβούλου του. Είναι πιθανό και αναμενόμενο να υπάρχει σχετική αναφορά στην ιδιότητα του ΠΙ ως ΒΔΑ στα προδιατυπωμένα έντυπα των όρων της σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών που χορηγούν οι σύμβουλοι στους πελάτες. Ωστόσο, ακόμη και σε αυτή την περίπτωση, είναι αμφίβολο αν η γενική αναφορά στο όρο «ΒΔΑ» είναι κατανοητή για τον μη εξοικειωμένο πελάτη χωρίς σχετική προφορική επεξήγηση από το σύμβουλο.

Με βάση όσα είδαμε ανωτέρω για το διπλό ρόλο των ΠΙ στην αγορά ΟΕΔ, μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι είναι αρκετοί οι παράγοντες που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων επιζήμιων για τα συμφέροντα των επενδυτών. Σύγκρουση συμφερόντων θα μπορούσε να εντοπισθεί όσον αφορά τα ΠΙ – ΒΔΑ ιδίως στο σκέλος B2C, όπου τα ΠΙ ενεργούν ταυτόχρονα ως πωλητές των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, από το οποίο λαμβάνουν σχετική προμήθεια ή άλλα προνόμια σύμφωνα με τον Κανονισμό ΒΔΑ και τον Κανονισμό της εκάστοτε έκδοσης, και ως επενδυτικοί σύμβουλοι των ενδιαφερόμενων αγοραστών. Τα ΠΙ είναι πιθανό και αναμενόμενο να μην είναι σε θέση να προστατεύσουν πλήρως τα συμφέροντα των πελατών τους στο σκέλος B2C.

Παράλληλα, για τη διάθεση των τίτλων, στην περίπτωση που αυτοί δεν ανήκουν στο δικό τους χαρτοφυλάκιο, τα ΠΙ έχουν ήδη αποκομίσει όφελος κατά την ανάληψη στην πρωτογενή αγορά μέσω δημοπρασίας ή κοινοπρακτικής έκδοσης και με τη διάθεση στο επενδυτικό κοινό αποκομίζουν επιπλέον τη σχετική προμήθεια για την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας στον πελάτη. Στην περίπτωση που οι τίτλοι ανήκουν στο δικό τους χαρτοφυλάκιο και διατίθενται περαιτέρω σε ενδιαφερόμενους επενδυτές, τα ΠΙ αποφεύγουν οικονομική ζημία για τα ίδια σε βάρος των συμφερόντων των πελατών τους, ενώ υπό το μανδύα της αδιαφάνειας που χαρακτηρίζει την αγορά ΟΕΔ, μπορούν να μεταπωλούν τους τίτλους από το χαρτοφυλάκιό τους σε τιμή που καθορίζουν τα ίδια, αποκομίζοντας επιπλέον όφελος από την μεταπώληση. Συνεπώς, τα ΠΙ, ιδίως όταν είναι και ΒΔΑ, έχουν ίδιο συμφέρον από την διάθεση των τίτλων, χωρίς να ενδιαφέρονται για το εάν η επένδυση σε ΟΕΔ είναι πράγματι η καταλληλότερη με βάση τα συμφέροντα του πελάτη τους. Το σημείο αυτό συνεχεται και με το ζήτημα των αντιπαροχών που θα δούμε στη συνέχεια.

Ξεχωριστή περίπτωση αποτελεί η ρύθμιση του αρθρ. 27 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ σχετικά με τις αντιπαροχές^{325,326}. Η ΕΠΕΥ δεν ενεργεί με

325. Σχετικά με το αν η ρύθμιση των «αντιπαροχών» εντάσσεται στους Κανόνες Συμπεριφοράς ή στα οργανωτικά μέτρα που πρέπει να λαμβάνουν οι ΕΠΕΥ, βλ. *Κινινή*, ΧρηΔικ 2011, 363-364. Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης εντάσσουμε τη ρύθμιση των αντιπαροχών στην ενότητα της σύγκρουσης συμφερόντων, διότι κρίνουμε ότι η ρύθμιση συνεχεται με τη θεματική αυτή. Σημειώνεται ότι η διχογνωμία αίρεται με την MiFID II, καθώς η ρύθμιση των αντιπαροχών εντάσσεται πλέον ρητώς στην θεματική της σύγκρουσης συμφερόντων. Το

έντιμο, δίκαιο και επαγγελματικό τρόπο για την καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση των συμφερόντων του πελάτη εάν καταβάλλει ή λαμβάνει αμοιβή ή προμήθεια ή παρέχει ή δέχεται οποιοδήποτε μη χρηματικό όφελος. Εξαίρεση προβλέπεται για τις περιπτώσεις που οι αντιπαροχές αυτές καταβάλλονται ή παρέχονται απευθείας στον ή από τον πελάτη, ή από τρίτο πρόσωπο, με την προϋπόθεση ότι η ύπαρξη, η φύση και το ποσό της αμοιβής γνωστοποιούνται στον πελάτη πριν από την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας, η αντιπαροχή συμβάλλει στην ενίσχυση της ποιότητας της παρεχόμενης υπηρεσίας και δεν εμποδίζει την ΕΠΕΥ να ενεργεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο για την εξυπηρέτηση των συμφερόντων του πελάτη. Εξαίρεση επίσης γίνεται και για εύλογες αμοιβές που διευκολύνουν ή είναι απαραίτητες για την παροχή της υπηρεσίας (έξοδα φύλαξης, έξοδα διακανονισμού κτλ) ή είναι αμελητέες^{327,328}.

Στην αγορά ΟΕΔ η ρύθμιση των αντιπαροχών μπορεί να έχει εφαρμογή στα ακόλουθα ενδεικτικά παραδείγματα:

α) η ΕΠΕΥ λαμβάνει προμήθεια³²⁹ από το ΒΔΑ με τον οποίο συνεργάζεται για την προώθηση ΟΕΔ στο επενδυτικό κοινό

β) το ΠΙ πωλεί στον πελάτη ΟΕΔ από το δικό του χαρτοφυλάκιο, αποφεύγοντας με αυτό τον τρόπο ενδεχόμενη ζημία σε βάρος του πελάτη

γ) το ΠΙ – ΒΔΑ έχει ήδη λάβει προμήθεια κατά την ανάληψη του τίτλου στην πρωτογενή αγορά, την οποία οφείλει να γνωστοποιήσει στον πελάτη, ανεξάρτητα από το εάν αυτό είναι εμφανές, δεδομένου ότι μπορεί να την πληροφορηθεί ο καθένας από τις ανακοινώσεις έκδοσης τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου. Δεν προβλέπεται απαλλαγή από την υποχρέωση ενημέρωσης για τις αντιπαροχές σε περίπτωση που αυτές είναι εμφανείς ή αυτονόητες, παρά μόνο στις περιπτώσεις που εξειδικεύει η ρύθμιση του αρθρ. 27 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

αρθρ. 23 της νέας Οδηγίας προβλέπει ότι «τα κράτη μέλη απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να λαμβάνουν όλα τα κατάλληλα μέτρα για τον εντοπισμό και την πρόληψη ή τη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων [...] περιλαμβανομένων αυτών που οφείλονται στη λήψη αντιπαροχών από τρίτους ή στα συστήματα αποδοχών της επιχείρησης επενδύσεων ή παροχής κινήτρων».

326. Σχετικά με τη ρύθμιση των αντιπαροχών σύμφωνα με τη MiFID και τα εκτελεστικά μέτρα αυτής βλ. και τις συστάσεις και την έκθεση της CESR, CESR, Inducements under MiFID, Recommendations, CESR/07-228b, 2007, (http://www.esma.europa.eu/system/files/07_228b.pdf) και CESR, Inducements: Good and poor practices, CESR 10-295, 19.4.2010 (http://www.esma.europa.eu/system/files/10_295.pdf).

327. Σε αντίθεση με τη σύγκρουση συμφερόντων που δεν απαιτείται να αποκαλύπτεται όταν είναι εμφανής, οι αντιπαροχές αποκαλύπτονται σε κάθε περίπτωση, εκτός από τις εξαιρέσεις που προβλέπει η ρύθμιση του αρθρ. 27 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ. Η διαφοροποίηση είναι λογική, καθόσον οι αντιπαροχές που λαμβάνει μία ΕΠΕΥ δεν θα μπορούσαν να είναι εμφανείς στον πελάτη αν δεν του τις γνωστοποιήσει η ίδια η ΕΠΕΥ.

328. Κινινή, ΧρηΔικ 2011, 366.

329. Στο παράδειγμα αυτό η αντιπαροχή της ΕΠΕΥ μπορεί να συνίσταται σε αντιπαροχή «kick-back», δηλαδή σε ποσό που αφαιρείται από την προμήθεια που έχει ήδη λάβει το ΠΙ ως ΒΔΑ για τα ΟΕΔ και αποδίδεται στην ΕΠΕΥ ως αμοιβή για την προώθηση ή σε «crossing», στο οποίο η ΕΠΕΥ συμφωνεί να διαβιβάζει εντολές πελατών της για ορισμένα μέσα σε άλλη ΕΠΕΥ, συνήθως στον ίδιο το ΒΔΑ, με αντάλλαγμα η δεύτερη ΕΠΕΥ ή ο ΒΔΑ να κάνουν το ίδιο για εντολές δικών τους πελατών σε άλλα μέσα.

Οι καταστάσεις που αναφέραμε ανωτέρω αλλά και οι αντιπαροχές, θα πρέπει να γνωστοποιούνται στον πελάτη, ώστε αυτός να έχει πλήρη εικόνα και να μπορεί να αξιολογήσει καλύτερα τις επενδυτικές συμβουλές. Όμως, όπως αναφέραμε και σε προηγούμενο σημείο, η γνωστοποίηση ή έστω η επισήμανση τέτοιων καταστάσεων στους πελάτες, θα τους αποθάρρυνε από την αγορά ΟΕΔ και θα μείωνε ίσως τα αναμενόμενα οφέλη από τη διάθεση των τίτλων για ΠΙ και ΕΠΕΥ. Πάντως, τυχόν μη συμμόρφωση των επενδυτικών συμβούλων με τις υποχρεώσεις σχετικά με τη σύγκρουση συμφερόντων ή τη ρύθμιση των αντιπαροχών, μπορεί να αξιοποιηθεί για την θεμελίωση της παραβίασης τόσο συμβατικών όσο και εκ του νόμου υποχρεώσεων των συμβούλων. Σημειώνουμε ότι η απόδειξη ορισμένων από τις καταστάσεις αυτές, όπως για παράδειγμα, η απόδειξη των προμηθειών που λαμβάνει ΕΠΕΥ από ΒΔΑ για την προώθηση τίτλων ή η απόδειξη της μεταπώλησης τίτλου από το ίδιο χαρτοφυλάκιο ΠΙ σε αυξημένη τιμή χωρίς ενημέρωση του πελάτη – αγοραστή, δεν είναι εύκολη. Σε αυτό συντείνει η δομή τήρησης και παρακολούθησης τίτλων μέσω διαμεσολαβητών (ΣΠΑΤ) αλλά και η αδιαφάνεια της αγοράς ΟΕΔ.

3.4. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης (best execution)

Ιδιαίτερης σημασίας είναι και η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών των πελατών (best execution), η οποία, σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως η περίπτωση της αποκλειστικής επιλογής του ΠΙ του χρηματοπιστωτικού ομίλου στο οποίο ανήκει η ΕΠΕΥ για την εκτέλεση των εντολών των πελατών του (order preferring), συμπλέκεται με τη σύγκρουση συμφερόντων³³⁰. Σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 27 του ν. 3606/2007, οι ΕΠΕΥ λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο, ώστε να επιτυγχάνουν, κατά την εκτέλεση εντολών, το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη, λαμβάνοντας υπόψη την τιμή, το κόστος, την ταχύτητα, την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, τον όγκο, τη φύση και οποιονδήποτε άλλον παράγοντα αφορά την εκτέλεση της εντολής. Η υποχρέωση αυτή εξειδικεύεται στα άρθρα 21-26 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ως προς την υποχρέωση αυτή γίνεται διάκριση μεταξύ των ΕΠΕΥ που έχουν πρόσβαση σε τόπους εκτέλεσης, δηλαδή εκτελούν οι ίδιες τις εντολές των πελατών τους (market facing firms) και σε ΕΠΕΥ που δεν έχουν τέτοια πρόσβαση αλλά αναθέτουν σε τρίτους την εκτέλεση των εντολών πελατών (client facing firms). Στη δεύτερη περίπτωση, η υποχρέωση των εταιριών αυτών συνίσταται κατά το άρθρο 25 του ν. 3606/2007 στο να εξυπηρετούν με τον καλύτερο τρόπο τα

³³⁰. Κουλορίδας, ΧρηΔικ 2009, σπ.

συμφέροντα των πελατών τους. Βέβαια, το άρθρο 22 παρ. 2 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ, εισάγει υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης αντίστοιχη με αυτή του άρθρου 27 του ν. 3606/2007, παραπέμποντας ρητά σε αυτό³³¹. Επομένως, το περιεχόμενο της υποχρέωσης στις δύο περιπτώσεις συγκλίνει.

Ειδικότερα, περιεχόμενο της υποχρέωσης αποτελεί η υιοθέτηση και εφαρμογή πολιτικής εκτέλεσης εντολών και η εξασφάλιση μηχανισμών εκτέλεσης εντολών πελατών με στόχο την επίτευξη βέλτιστου αποτελέσματος. Στην περίπτωση των ΟΕΔ, ο έλεγχος της συμμόρφωσης των ΠΙ και ΕΠΕΥ με την υποχρέωση αυτή καθίσταται ιδιαίτερα δυσχερής λόγω της αυξημένης αδιαφάνειας που χαρακτηρίζει την αγορά κρατικών ομολόγων. Οι επενδυτικοί σύμβουλοι δεν υπέχουν υποχρεώσεις προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής διαφάνειας για τις συναλλαγές τους σε ΟΕΔ, όπως για τις συναλλαγές σε μετοχές. Με άλλα λόγια δεν (υποχρεούνται να) γνωστοποιούν τον όγκο και τις τιμές στις οποίες εκτελούν ή εκτέλεσαν συναλλαγές σε ΟΕΔ. Συνεπώς, ο ενδιαφερόμενος επενδυτής δεν διαθέτει κανένα σημείο αναφοράς για να κρίνει εάν οι όροι με τους οποίους ο σύμβουλος εκτέλεσε τις εντολές του ήταν πράγματι οι ευνοϊκότεροι με βάση τα συμφέροντά του (αν, δηλαδή, η τιμή στην οποία αγόρασε τον τίτλο ή η προμήθεια που κατέβαλε στον σύμβουλο ήταν ακριβότερη ή φθηνότερη σε σχέση με την προμήθεια που λαμβάνει κάποιος άλλος σύμβουλος).

Παράδειγμα μη συμμόρφωσης με την υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης αποτελεί η κατά προτίμηση εκτέλεση εντολών πελατών για αγορά ΟΕΔ μέσω συγκεκριμένου ΠΙ ή άλλου διαμεσολαβητή, που βρίσκεται στον ίδιο χρηματοπιστωτικό όμιλο με την ΕΠΕΥ ή που συνεργάζεται με την ΕΠΕΥ (order preferencing), χωρίς να εξετάζεται αν η εκτέλεση μέσω άλλου διαμεσολαβητή θα ήταν συμφερότερη για τον πελάτη. Και σε αυτή την περίπτωση, η μειωμένη διαφάνεια που χαρακτηρίζει την αγορά ΟΕΔ δυσχεραίνει τον έλεγχο για τον πελάτη. Ωστόσο, δεν αποκλείεται στην πράξη η εκτέλεση κατά τα ανωτέρω να είναι πράγματι η καλύτερη δυνατή με βάση τα συμφέροντα του πελάτη. Μόνη η ενδοομιλική ή εμπορική σχέση μεταξύ δύο ΕΠΕΥ δεν προεξοφλεί την παράβαση της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης.

331. Κουλορίδας, Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με το ν. 3606/2007: Από τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς στους εναλλακτικούς τόπους εκτέλεσης και την έννοια του βέλτιστου αποτελέσματος, ΔΕΕ 2009, 414 επ.

4. Η θεμελίωση της ευθύνης του επενδυτικού συμβούλου και το εύρος της αποζημίωσης του επενδυτή

4.1. Προσυμβατική ευθύνη

Ήδη κατά την πρώτη επαφή με τον υποψήφιο επενδυτή γεννάται η ευθύνη του συμβούλου κατά τις διαπραγματεύσεις για την κατάρτιση της σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών (ΑΚ 197-198). Πρόκειται για το στάδιο στο οποίο ο υποψήφιος επενδυτής ζητεί ή ο ίδιος ο σύμβουλος με δική του πρωτοβουλία του παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές, προκειμένου να προχωρήσουν στην κατάρτιση της σύμβασης.

Η ευθύνη του συμβούλου από τις διαπραγματεύσεις συνίσταται στην υποχρέωση αποκατάστασης του διαφέροντος εμπιστοσύνης, δηλαδή του αρνητικού διαφέροντος του επενδυτή (ΑΚ 298). Έτσι, εάν η συμπεριφορά του συμβούλου οδηγήσει σε κατάρτιση σύμβασης που, διαφορετικά, ο επενδυτής δεν θα συνήπτε, η αποζημίωση περιλαμβάνει την αποκατάσταση του επενδυτή στην κατάσταση στην οποία θα βρισκόταν αν δεν είχε συνάψει τη σύμβαση καθώς και στην αποκατάσταση της αποθετικής του ζημίας, δηλαδή της βασίμως προσδοκώμενης αύξησης της περιουσίας του που ματαιώθηκε³³².

Το προσυμβατικό στάδιο έχει ιδιαίτερη σημασία όσον αφορά την προώθηση ΟΕΔ στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Αυτό διότι οι σύμβουλοι ήδη κατά το στάδιο αυτό προβάλλουν όσο το δυνατό περισσότερο τα πλεονεκτήματα των προτεινόμενων τίτλων. Ειδικά δε όσον αφορά ΟΕΔ, εκμεταλλεύονται την ίδια τη φύση των τίτλων αυτών ως μέσου χρηματοδότησης για την ενίσχυση του Ελληνικού Δημοσίου, βασιζόμενοι και στις προσκλήσεις του Ελληνικού Δημοσίου προς το αποταμιευτικό κοινό να αγοράσει τίτλους για την ενίσχυση της ελληνικής οικονομίας, προκειμένου να δελεάσουν και άπειρους υποψήφιους πελάτες να επενδύσουν τις αποταμιεύσεις τους σε ΟΕΔ.

Η βάση αυτή για τη θεμελίωση της ευθύνης του συμβούλου μπορεί να χρησιμεύσει στις περιπτώσεις που δεν γίνεται δεκτή η σιωπηρή κατάρτιση σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών. Η νομολογία, βέβαια, δέχεται τη σιωπηρή κατάρτιση της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών³³³. Επομένως, μειώνεται η ανάγκη επίκλησης της προσυμβατικής ευθύνης ως βάσης. Θα πρέπει, επίσης, να σημειώσουμε ότι η βάση αυτή δεν μπορεί να καλύψει την ευθύνη από τη μετέπειτα καταρτισθείσα σύμβαση, συνεπώς δεν καλύπτει και τη ζημία από εσφαλμένη ή

³³². Γεωργιάδης Α., Ενοχικό Δίκαιο – Γενικό Μέρος, τ. Ι, (2003⁴), 141-143.

³³³. Βλ. ενδεικτικά ΠολΠρΑθ 7169/2010 με παρατηρήσεις Παπαστάμου, ΝοΒ 2011, 351 επ, ΠΠρΑθ 493/2012, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, ΜΠρΑθ 299/2012, ΧρηΔικ 2012, 154 επ, ΔΕΕ 2012, 483 επ, ΜΠρΜυτιλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 740 επ, ΕφΑθ 787/2013, ΔΕΕ 251 επ.

ακατάλληλη επενδυτική συμβουλή, που είναι και ο πυρήνας της προβληματικής εξέλιξης της παροχής επενδυτικών συμβουλών. Από τη στιγμή που ο επενδυτής πείθεται από το σύμβουλο και ακολουθεί τις συμβουλές του, η σύμβαση έχει καταρτισθεί³³⁴ και περνάμε στο πεδίο της ενδοσυμβατικής ευθύνης.

4.2. Ενδοσυμβατική ευθύνη

Ο συνηθέστερος λόγος ευθύνης του συμβούλου είναι η παροχή εσφαλμένων, μη πλήρων, ασαφών ή ακατάλληλων συμβουλών, που ενεργοποιεί την ενδοσυμβατική ευθύνη. Πρόκειται για περιπτώσεις πλημμελούς εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του συμβούλου από τη σύμβαση, στις οποίες εφαρμόζονται οι γενικές διατάξεις του ΑΚ για την αδυναμία παροχής και την υπερημερία στις αμφοτεροβαρείς συμβάσεις σε συνδυασμό με τις ειδικότερες διατάξεις για τις ρυθμισμένες μορφές συμβάσεων, ανάλογα με το ποια νομική φύση της σύμβασης προκρίνεται (εντολή³³⁵, συμβουλή, σύμβαση έργου³³⁶ κτλ). Η ΕΠΕΥ ευθύνεται για κάθε πταίσμα των υπαλλήλων (ΑΚ 330, 334) ή των οργάνων της (ΑΚ 71).

Στην περίπτωση πλημμελούς εκπλήρωσης της σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών η σχέση εμπιστοσύνης με το σύμβουλο έχει κλονισθεί, ο επενδυτής δεν έχει συμφέρον από την εκπλήρωση της σύμβασης και μπορεί να ζητήσει πλήρη αποζημίωση. Ο επενδυτής αρκεί να αποδείξει την ακαταλληλότητα³³⁷ ή το εσφαλμένο της συμβουλής, τη ζημία του και την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της ακατάλληλης συμβουλής και της ζημίας.

Θα πρέπει, λοιπόν, η ΕΠΕΥ να αποδείξει την έλλειψη υπαιτιότητας προκειμένου να απαλλαγεί από την ευθύνη. Στο σημείο αυτό έγκειται και το σημαντικό πλεονέκτημα της ενδοσυμβατικής ευθύνης σε σχέση με τις υπόλοιπες νομικές βάσεις. Ως προς την αποζημίωση, αυτή θα καλύπτει τη θετική ζημία (το απολεσθέν κεφάλαιο) και το διαφυγόν κέρδος (απώλεια ωφέλειας που θα αποκόμιζε αν η συμβουλή ήταν κατάλληλη και είχε οδηγήσει σε κατάλληλη τοποθέτηση του κεφαλαίου) του επενδυτή. Εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα της ενδοσυμβατικής ευθύνης αποτελεί η εικοσαετής παραγραφή (ΑΚ 249)³³⁸.

Χρηματική ικανοποίηση λόγω ηθικής βλάβης μπορεί να αξιώσει ο επενδυτής μόνον εφόσον η παράβαση των συμβατικών υποχρεώσεων του συμβούλου συνιστά συγχρόνως και αδικοπραξία, πράγμα που συμβαίνει στις περισσότερες περιπτώσεις, όπως θα δούμε στη συνέχεια. Ωστόσο, για τη χρηματική ικανοποίηση ο επενδυτής

³³⁴. Γεωργιάδης Σ. (2003), 200.

³³⁵. ΑΚ 714, 330 σε συνδυασμό με 334 ή 71.

³³⁶. ΑΚ 690, 330 σε συνδυασμό με 334 ή 71.

³³⁷. Βλ. απόφ. 63614/2014 του Εμποροδικείου της Βιέννης.

³³⁸. Γεωργιάδης Σ. (2003), 255.

οφείλει να αποδείξει την υπαιτιότητα του συμβούλου. Κρίσιμο στοιχείο ως προς αυτό το ζήτημα είναι ο βαθμός της γνώσης του επενδυτικού συμβούλου όσον αφορά τους κινδύνους της επένδυσης σε συνάρτηση με το χρονικό σημείο της παροχής της συμβουλής.

5. Η θεμελίωση της ευθύνης στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή

5.1. Οι επενδυτές ως καταναλωτές

Ως νομική βάση για τη θεμελίωση της ευθύνης του επενδυτικού συμβούλου μπορούν να αξιοποιηθούν και οι διατάξεις του ν. 2251/1994, εφόσον ο επενδυτής εμπίπτει στον ορισμό του καταναλωτή³³⁹. Η προβληματική του χαρακτηρισμού του επενδυτή ως καταναλωτή αναδύεται στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης ιδίως όσον αφορά το παράδειγμα του φπ ιδιώτη επενδυτή χωρίς εμπειρία σε επενδύσεις σε ομόλογα, ο οποίος, μέχρι την πραγματοποίηση της επένδυσης σε ΟΕΔ ήταν καταθέτης – αποταμιευτής.

Ο αγοραστής ομολόγων δεν μπορεί να θεωρηθεί εκ των προτέρων καταναλωτής, αποκλειστικά λόγω του γεγονότος ότι είναι αντισυμβαλλόμενος ΠΙ ή ΕΠΕΥ αλλά θα πρέπει κατά την κατάρτιση της επίμαχης σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών να κινείται εκτός του πλαισίου της επαγγελματικής του δραστηριότητας. Σύμφωνα με τον ορισμό του αρθρ. 1 παρ. 4α του ν. 2251/1994, καταναλωτής είναι κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή ενώσεις προσώπων χωρίς νομική προσωπικότητα για τα οποία προορίζονται τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται στην αγορά και τα οποία κάνουν χρήση των προϊόντων ή των υπηρεσιών αυτών, εφόσον αποτελούν τον τελικό αποδέκτη τους. Ο ορισμός αυτός είναι ευρύτερος από αυτόν του κοινοτικού – ενωσιακού δικαίου³⁴⁰ και της ερμηνείας του ΔΕΚ, που σταθερά απορρίπτει οποιαδήποτε ερμηνευτική εκδοχή υπερβαίνει το γράμμα των ενωσιακών διατάξεων³⁴¹.

339. Βλ. ενδεικτικά για την προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή *Αλεξανδρίδου*, Τα επενδυτικά προϊόντα *Lehman Brothers* και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, 132 επ, *Κατσάς* (2008), 1343 επ, *Τριανταφυλλάκης*, Επενδυτής και καταναλωτής: έννοιες συγκλίνουσες ή αποκλίνουσες; , ΔΕΕ 2008, 521 επ, *Δωρής*, Ο χαρακτηρισμός αντισυμβαλλομένων τραπεζών ως καταναλωτών ως προϋπόθεση για την προστασία τους από καταχρηστικούς γενικούς όρους συναλλαγών, ΝοΒ 2004, 729-754.

340 Στο αρθρ. 2 της Οδηγίας 93/13/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 5ης Απριλίου 1993 σχετικά με τις καταχρηστικές ρήτρες των συμβάσεων που συνάπτονται με καταναλωτές (ΕΕ 21.4.1993, L095, 29-34) και στο αρθρ. 2 της Οδηγίας 2005/29/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11^{ης} Μαΐου 2005 για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές ο ορισμός του καταναλωτή καταλαμβάνει μόνο φπ εφόσον ενεργούν για σκοπούς οι οποίοι είναι άσχετοι με τις επαγγελματικές τους δραστηριότητες.

341. Βλ. ενδεικτικά Απόφ. 19.1.1993, υπόθ. C-89/91, *Shearson*, Συλλ. 2001, I- 181, σκέψεις 20-22, Απόφ. 22.11.2001, υπόθ. C-541/99 και C-542/99, *Idealservice*, Συλλ. 2001, I- 9057,

Στη νομολογία του ΔΕΚ κριτήριο για την υπαγωγή αντισυμβαλλομένου προμηθευτή στην έννοια του καταναλωτή είναι ο εκτός επαγγελματικής δραστηριότητας σκοπός της συγκεκριμένης συναλλαγής³⁴². Ενδιαφέρει, δηλαδή, η θέση του καταναλωτή σε κάθε συγκεκριμένη συναλλαγή και όχι γενικώς η ιδιότητά του ως επιχειρηματία, εμπόρου κτλ. Έτσι, το ίδιο πρόσωπο μπορεί σε μία συναλλαγή να θεωρηθεί ως καταναλωτής και να ωφεληθεί της αυξημένης προστασίας, ενώ σε άλλη συναλλαγή μπορεί να μην αντιμετωπισθεί ως καταναλωτής, εφόσον ενεργεί για σκοπούς που άπτονται της επαγγελματικής του δραστηριότητας. Σε κάθε περίπτωση, όμως, η νομολογία του ΔΕΚ ακολουθώντας το γράμμα των σχετικών διατάξεων εντάσσει στον ορισμό του καταναλωτή μόνο φπ.

Για την υπαγωγή στην έννοια του καταναλωτή λαμβάνεται κατά κύριο λόγο υπόψιν ως αντικειμενικό κριτήριο η θέση του αντισυμβαλλομένου του προμηθευτή όσον αφορά τη συγκεκριμένη συναλλαγή αλλά αξιοποιούνται και άλλα υποκειμενικά κριτήρια, όπως ο εξειδικευμένος χαρακτήρας της συναλλαγής, η οικονομική επιφάνεια του συναλλασσομένου, η υψηλή κατά την κοινή πείρα και τις αντιλήψεις των συναλλαγών οικονομική αξία της συναλλαγής που αποτελεί ένδειξη ότι το συγκεκριμένο πρόσωπο είναι γνώστης του οικείου συναλλακτικού κύκλου, η πληροφοριακή ασυμμετρία που καθιστά τον συναλλασσόμενο το αδύνατο μέρος στην προκειμένη συναλλαγή, ώστε να χρήζει αυξημένης προστασίας. Ειδικότερα όσον αφορά στις συμβάσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μεταξύ ΠΙ ή ΕΠΕΥ και ιδιωτών επενδυτών, σημασία έχει και ο βαθμός εξοικείωσης του συγκεκριμένου συναλλασσομένου με το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο, το μορφωτικό του επίπεδο, η διάθεση ανάληψης κινδύνου, η συχνότητα ομοειδών συναλλαγών³⁴³ κλπ.

Τα υποκειμενικά αυτά κριτήρια λαμβάνει υπόψιν και η πρόσφατη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων όσον αφορά την προστασία ιδιωτών επενδυτών ως καταναλωτών³⁴⁴. Βέβαια, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι τα κριτήρια αυτά δεν

σκέψεις 15-17, Απόφ. 30.5.2013, υπόθ. C-488/11, *D. F. Asbeek Brusse*, αδημ., σκέψεις 25-30, Απόφ. 14.3.2013, υπόθ. C-419/11, *Česká spořitelna, a.s. κατά Gerald Feichter*, αδημ., σκέψη 34.

342. «Επικρατέστερος γενικός ορισμός του καταναλωτή [...] είναι το πρόσωπο που συναλλάσσεται για μη επαγγελματικούς σκοπούς, διότι στα πλαίσια των συναλλαγών αυτών δεν έχει αποκτήσει τις γνώσεις, την εμπειρία και εν γένει την εξειδικευμένη στο αντικείμενο αυτό διαπραγματευτική ικανότητα που έχει ο προμηθευτής, γεγονός που δικαιολογεί την προστασία του από το νόμο. Ουσιαστικό, δε, κριτήριο [...] πρέπει να είναι η ερασιτεχνική ιδιότητα του αποδέκτη του αγαθού, ως προς τη συγκεκριμένη συναλλαγή» (ΠΠρΑθ 20/2013, ΧρηΔικ 2013, 164-172, ιδίως 166, ΜΠρΑθ 299/2012, οπ, ΜΠρΜυτλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 740 – 754, ιδίως 748, βλ. και παρατηρήσεις Πουρνάρα).

343. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η κρίση ότι «η μόλις μία προηγούμενη αγορά ομολόγου σε εγγύτατο του επιδίκου χρονικού διάστημα δεν συνιστά σε καμία περίπτωση μακρόχρονη επενδυτική συμπεριφορά ούτε καθιστά τις ενάγουσες έμπειρες επενδύτριες διατεθειμένες να προβούν σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις προκειμένου να αποκομίσουν τα υψηλότερα δυνατά οφέλη» στην πρόσφατη ΜΠρΜυτλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 740-754, ιδίως 748.

344. Τα υποκειμενικά αυτά κριτήρια λαμβάνει υπόψιν και η πρόσφατη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων όσον αφορά την προστασία ιδιωτών επενδυτών ως καταναλωτών (βλ. ενδεικτικά ΠΠρΘεσσ 19932/2009, ΜΠρΑθ 299/2012, οπ, ΠΠρΑθ 20/2013, ΧρηΔικ 2013, 164-172, ιδίως 166, ΕφΑΘ 787/2013, ΔΕΕ 2014, 251-256, ιδίως 252, ΕφΑΘ 1794/2013,

φαίνεται να συνάδουν με την ερμηνευτική προσέγγιση του ΔΕΚ, η οποία εστιάζει στο εάν κατά την κατάρτιση της συγκεκριμένης συναλλαγής ο συναλλασσόμενος δραστηριοποιούνταν εντός ή εκτός του πλαισίου της επαγγελματικής του δραστηριότητας. Με βάση την προσέγγιση αυτή, άλλα υποκειμενικά κριτήρια δεν θα έπρεπε να οδηγούν στην υπαγωγή του συναλλασσομένου στην έννοια του καταναλωτή εάν δεν πληρούται το αντικειμενικό κριτήριο της εξωεπαγγελματικής συναλλαγής. Σε κάθε περίπτωση, η σχετική ελληνική νομολογία, παρόλο που λαμβάνει υπόψιν και τα υποκειμενικά αυτά κριτήρια, καταλήγει σε ορθό νομικό χαρακτηρισμό στις περισσότερες περιπτώσεις.

Αν έρθουμε στο παράδειγμα των φπ κατόχων ΟΕΔ, οι οποίοι μετέτρεψαν τις αποταμιεύσεις τους σε επενδύσεις σε ΟΕΔ λαμβάνοντας σχετικές επενδυτικές συμβουλές από τις τράπεζες στις οποίες τηρούσαν τους καταθετικούς τους λογαριασμούς, θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι είναι πιθανό οι επενδυτές αυτοί να επένδυσαν σημαντικά ποσά σε ΟΕΔ, δεδομένου ότι επρόκειτο για αποταμιεύσεις ετών. Γι' αυτούς οι επενδύσεις σε ΟΕΔ άπτονται συνήθως ιδιωτικών σκοπών που σχετίζονται και με τον οικογενειακό και οικονομικό τους προγραμματισμό. Στις περιπτώσεις αυτές, λοιπόν, παρά τα μεγάλα ποσά των επενδύσεων, είναι σαφές ότι οι συγκεκριμένες συναλλαγές βρίσκονται εκτός του πεδίου επαγγελματικής δραστηριότητας των ζημιωθέντων επενδυτών.

Αν, λοιπόν, λαμβάναμε υπόψιν τα προαναφεθέντα υποκειμενικά κριτήρια, ενδέχεται να καταλήγαμε σε λανθασμένο νομικό χαρακτηρισμό εξαιρώντας τους επενδυτές αυτούς από τον ορισμό του καταναλωτή και στερώντας τους τη σχετική αυξημένη προστασία. Θεωρούμε ότι κριτήριο για την υπαγωγή στον ορισμό του καταναλωτή θα πρέπει να είναι η εξωεπαγγελματική δραστηριότητα, ενώ οι υπόλοιπες υποκειμενικές περιστάσεις μπορούν να αξιοποιηθούν συμπληρωματικά. Έτσι, κατά κανόνα το παράδειγμα των φπ κατόχων ΟΕΔ θα εμπίπτει στον ορισμό του καταναλωτή παρά το υψηλό ποσό της συναλλαγής.

Αντίθετα, οι επαγγελματίες πελάτες κατά την έννοια της MiFID δεν θα μπορούσαν να θεωρηθούν καταναλωτές, με εξαίρεση την περίπτωση που ζητούν και επιτυγχάνουν να αντιμετωπισθούν ως ιδιώτες πελάτες. Από την άλλη πλευρά και η ΕΠΕΥ (συνηθέστατα τράπεζα) εμπίπτει στον ορισμό του προμηθευτή ή του παρέχοντος υπηρεσίες για την εφαρμογή των προστατευτικών διατάξεων του ν. 2251/1994³⁴⁵. Από τη στιγμή που ο ιδιώτης πελάτης υπάγεται στην έννοια του

ΜΠρΜυτλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 740-754, ιδίως 748 με τη χαρακτηριστική διατύπωση «εφόσον ο αντισυμβαλλόμενος της τράπεζας χαρακτηρίζεται ως καταναλωτής, σύμφωνα με την ρύθμιση του άρθρου 1 παρ. 3 Ν 2251/1994, όπως δεν αμφισβητείται ότι συμβαίνει, με το πρόσωπο που μετέχει στην συγκεκριμένη σχέση ως αποδέκτης των υπηρεσιών, χωρίς να διαθέτει οποιουδήποτε είδους εξειδίκευση, επιχειρώντας να καλύψει προεχόντως ανάγκες ασφαλούς τοποθέτησής του κεφαλαίου του»).

345. Ψυχομάνης, Ευθύνη τραπεζών και εποπτικών αρχών έναντι επενδυτών και καταθετών, ΝοΒ 2009, 2322.

καταναλωτή, μπορούν να αξιοποιηθούν για την προστασία του έναντι της ΕΠΕΥ οι προστατευτικές διατάξεις του ν. 2251/1994, με σκοπό την εξισορρόπηση της διαπραγματευτικής και πληροφοριακής ασυμμετρίας στη σχέση ιδιώτη πελάτη – καταναλωτή και επενδυτικού συμβούλου, όπου ο καταναλωτής είναι το ασθενέστερο μέρος και χρήζει συμπληρωματικής προστασίας σε σχέση με τις διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς³⁴⁶.

5.2. Η ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες (αρθρ. 8 ν. 2251/1994)

Η παροχή επενδυτικών συμβουλών σε επενδυτή – καταναλωτή εμπίπτει στην παροχή υπηρεσιών κατ' αρθρ. 8 του ν. 2251/1994³⁴⁷. Η ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες αποτελεί ειδική αδικοπρακτική ευθύνη, η οποία προβλέπεται από το νόμο (ενοχή *ex lege*)³⁴⁸. Δεν απαιτείται η ύπαρξη συμβατικού δεσμού μεταξύ του καταναλωτή και του παρέχοντος υπηρεσίες³⁴⁹.

Ο ζημιωθείς καταναλωτής οφείλει μόνο να αποδείξει την παροχή της υπηρεσίας, τη ζημία και την αιτιώδη συνάφεια, ενώ ο παρέχων υπηρεσίες οφείλει να αποδείξει την έλλειψη της παρανομίας και της υπαιτιότητάς του. Η διάταξη αυτή απομακρύνεται από την υποκειμενική ευθύνη³⁵⁰ και καθιερώνει νόθο αντικειμενική ευθύνη, διευκολύνοντας έτσι τον ασθενέστερο αντισυμβαλλόμενο επενδυτή – καταναλωτή.

Εκτός, λοιπόν, από την υπαιτιότητα, οι προϋποθέσεις για την θεμελίωση της ευθύνης του συμβούλου ως παρέχοντος υπηρεσίες δεν διαφέρουν από τις προϋποθέσεις της αδικοπραξίας (ΑΚ 914). Το παράνομο της συμπεριφοράς του επενδυτικού συμβούλου θεμελιώνεται σε κάθε περίπτωση πλημμελούς εκπλήρωσης των συμβατικών του υποχρεώσεων για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών με την εκ μέρους του επενδυτή «εύλογα προσδοκώμενη ασφάλεια» και σε κάθε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

Ιδιαίτερη σημασία έχει η παράγραφος 6 του αρθρ. 8 του ν. 2251/1994, που

³⁴⁶. Κατσάς (2008), 1341.

³⁴⁷. Βλ. ενδεικτικά Αλεξανδρίδου, Τα επενδυτικά προϊόντα Lehman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, 132 επ, *Μαλισάγκος*, Υπαγωγή των κατηγοριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, τραπεζικών και εν γένει χρηματοπιστωτικών και νομικών υπηρεσιών στο άρθρο 8 του ν. 2251/1994, Αρμενόπουλος 2006, 986-993, *Κατσάς*, 2008, 1335-1378.

³⁴⁸. Κατσάς (2008), 1363.

³⁴⁹. Η διάταξη έχει ιδιαίτερη πρακτική σημασία στην περίπτωση της επενδυτικής υπηρεσίας της αναδοχής, στην οποία δεν υπάρχει συμβατικός δεσμός μεταξύ του αναδόχου και του επενδυτή. Αντιθέτως, στις περιπτώσεις της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που εξετάζουμε εδώ υπάρχει συμβατικός δεσμός μεταξύ επενδυτικού συμβούλου και πελάτη – καταναλωτή.

³⁵⁰. *Τριανταφυλλάκης*, ΧρΙΔ 2001. Βλ. και ΠΠρΘεσσ 19932/2009, οπ.

παραπέμπει στην παρ. 12 του άρθρου 6 του ίδιου νόμου και ορίζει ότι κάθε συμφωνία περιορισμού ή απαλλαγής του παρέχοντος υπηρεσίες, από την ευθύνη του είναι άκυρη. Η διάταξη αυτή μπορεί να αξιοποιηθεί προκειμένου να παραμερισθούν ως άκυροι όροι των προδιατυπωμένων συμβάσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που προβλέπουν ότι ο επενδυτικός σύμβουλος δεν φέρει ευθύνη ή ευθύνεται μόνο για δόλο ή βαρεία αμέλεια ως προς την παροχή των υπηρεσιών.

Ως προς την αποζημίωση του επενδυτή – καταναλωτή, αυτή περιλαμβάνει τη θετική και αποθετική περιουσιακή ζημία καθώς και το θετικό και αρνητικό διαφέρον. Ο επενδυτής καταναλωτής οφείλει να αποδείξει την ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της συμπεριφοράς της ΕΠΕΥ και της ζημίας που υπέστη. Παραμένουν, πάντως, για τον επενδυτή – καταναλωτή η δυσχέρεια ως προς την απόδειξη της αιτιώδους συνάφειας αλλά και η ευθύνη του ίδιου λόγω συντρέχοντος πταίσματος (αρθρ. 8 παρ. 6 σε συνδ. με αρθρ. 6 παρ. 10,11). Το αρθρ. 8 του ν. 2251/1994 έχει αξιοποιηθεί ως βάση σε όλες τις πρόσφατες αγωγές επενδυτών κατά επενδυτικών συμβούλων, και ιδίως στις αγωγές για ομόλογα Lehman Brothers.

5.3. Αθέμιτες εμπορικές πρακτικές (αρθρ. 9 - 9θ ν. 2251/1994)

Η κάθε μορφής επικοινωνία ή πρακτική marketing, που χρησιμοποιούν οι ΕΠΕΥ για την προώθηση επενδυτικών προϊόντων εμπίπτουν στην έννοια των εμπορικών πρακτικών των αρθρ. 9 -9θ για τη διαφήμιση και τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές³⁵¹. Οι απαραίτητες πληροφορίες που θα πρέπει να περιλαμβάνουν, ώστε ελλείψει αυτών να θεωρούνται παραπλανητικές³⁵² οι χρησιμοποιούμενες πρακτικές, εξειδικεύονται με βάση το αρθρ. 25 ν. 3606/2007 και τους κανόνες συμπεριφοράς ΕΠΕΥ³⁵³.

Αξιοποιώντας το αρθρ. 9θ, που δίνει τη δυνατότητα και στο μεμονωμένο καταναλωτή να στραφεί ατομικά κατά του προμηθευτή και να ζητήσει αποζημίωση για τη ζημία που υπέστη εξαιτίας των αθέμιτων πρακτικών, μπορεί ο επενδυτής που ζημιώθηκε λόγω παραπλανητικών παραλείψεων, που είναι μάλλον η πιο συνηθισμένη περίπτωση στο πεδίο των επενδυτικών προϊόντων, να αξιώσει αποζημίωση από την ΕΠΕΥ. Τα αρθρ. 9 – 9θ αναφέρονται ως βάση στις περισσότερες αποφάσεις που αφορούν τα ομόλογα Lehman Brothers³⁵⁴, κυρίως

³⁵¹. Αλεξανδρίδου, ΔΕΕ 2010, 132 επ , Ψυχομάνης, ΝοΒ 2009.

³⁵². Βλ. σελ. 65, υποσημ. 297 ανωτέρω.

³⁵³. Βλ. και έγγραφη σύσταση – πόρισμα Συνηγόρου του Καταναλωτή, οπ.

³⁵⁴. Βλ. ενδεικτικά ΠΠρΑθ 7169/2010, όπου ο σύμβουλος δεν ενημέρωσε τον επενδυτή ότι δεν θα είχε δικαίωμα να επιστρέψει το ομόλογο.

λόγω της παράλειψης ενημέρωσης ως προς ορισμένα σημεία της προτεινόμενης επένδυσης, που αν ο επενδυτής τα γνώριζε, δεν θα ακολουθούσε τη συμβουλή της ΕΠΕΥ.

Όσον αφορά τα ΟΕΔ είναι αμφίβολο εάν οι επενδυτικοί σύμβουλοι είχαν εξηγήσει εξ αρχής στους πελάτες τους κινδύνους που ενείχε η επένδυσή τους λόγω των ολοένα επιδεινούμενων δεικτών της ελληνικής οικονομίας, της ανόδου των spreads και των CDS και της διαφαινόμενης αναταραχής και σε άλλες αγορές κρατικών ομολόγων. Κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών για ΟΕΔ, οι τράπεζες, όφειλαν να δώσουν στους πελάτες πλήρη στοιχεία για την επένδυση, εξηγώντας μεταξύ άλλων, τη σημασία των δεικτών (δημόσιο έλλειμμα, δημόσιο χρέος), τις συνέπειες της δημοσιονομικής απειθαρχίας (διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, επιτήρηση της ΕΕ), την αστάθεια των αγορών, αλλά και αποκαλύπτοντας τυχόν σύγκρουση συμφερόντων για τις ίδιες κατά την προώθηση ΟΕΔ.

Εξίσου αμφίβολο είναι αν οι σύμβουλοι έλαβαν υπόψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ομάδας των καταναλωτών – αποδεκτών των μηνυμάτων τους προκειμένου να διαμορφώσουν κατάλληλα τους ισχυρισμούς και τις διαφημίσεις που χρησιμοποίησαν για να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των πελατών τους για τα ΟΕΔ. Απευθύνονταν μεταξύ άλλων και σε άπειρους επενδυτές, οι οποίοι έδειχναν εμπιστοσύνη στο πρόσωπο των υπαλλήλων των τραπεζών με τις οποίες σε πολλές περιπτώσεις διατηρούσαν προηγουμένως συναλλακτική σχέση και είχαν αναπτύξει μία σχέση αυξημένης εμπιστοσύνης, ενώ συγχρόνως ενδιαφέρονταν πρωτίστως για την ασφάλεια των κεφαλαίων τους. Έτσι, γι' αυτή την ομάδα επενδυτών ήδη το ότι εκδότης των τίτλων ήταν το Ελληνικό Δημόσιο (κατά την μάλλον επικρατούσα κοινή αντίληψη φερέγγυος εκδότης)³⁵⁵ και το ότι ευλόγως ανέμεναν την παροχή ορθών και ασφαλών συμβουλών από τον τραπεζίτη τους, ήταν στοιχεία που θα απαιτούσαν ακόμη μεγαλύτερη προσοχή από την πλευρά των επενδυτικών συμβούλων. Αν έδιναν, όμως, οι τράπεζες όλες αυτές τις πληροφορίες, θα πείθονταν οι αποταμιευτές να γίνουν επενδυτές για να ενισχύσουν το Ελληνικό Δημόσιο;

5.4. Έλεγχος καταχρηστικότητας ΓΟΣ (αρθρ. 2 ν. 2251/1994)

Ως βάση για την προστασία του επενδυτή προτείνεται και ο έλεγχος της καταχρηστικότητας των όρων των συμβάσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών με βάση το αρθρ. 2 του ν. 2251/1994. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, θα

³⁵⁵ ΑΠ 1812/2007, ΔΕΕ 2008, 65.

μπορούσαν να ελεγχθούν ως ΓΟΣ όροι σχετικοί με τις χρεώσεις, καθώς και τυχόν απαλλακτικές ρήτρες υπέρ της ΕΠΕΥ (π.χ. ότι δεν φέρει καμία ευθύνη για την ακρίβεια των πληροφοριών που παρέχει σχετικά με τον προτεινόμενο τίτλο), ρήτρες που αντιστρέφουν το βάρος της απόδειξης και το επιρρίπτουν στον επενδυτή – καταναλωτή.

Στους προδιατυπωμένους όρους των συμβάσεων μπορούν επίσης να περιλαμβάνονται και γενικά διατυπωμένοι όροι, οι οποίοι παραθέτουν συνοπτικά τα είδη των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται η επιχειρούμενη επένδυση (π.χ. κίνδυνος επιτοκίων, συναλλαγματικοί, πιστωτικοί, εκκαθαριστικοί, οικονομικοί κ.ά. κίνδυνοι). Με τους όρους αυτούς τα ΠΙ και οι ΕΠΕΥ επιδιώκουν να εντάξουν στα έγγραφα την ενημέρωση για τους κινδύνους, ώστε να εκπληρώσουν την υποχρέωσή τους για ορθή πληροφόρηση των επενδυτών.

Ωστόσο, όπως γίνεται δεκτό κατά την ερμηνεία της παρ. 1 του αρθρ. 2 ν. 2251/1994, για την ένταξη των ΓΟΣ στη σύμβαση, δεν αρκεί η περιέλευση της δήλωσης βούλησης της επιχείρησης στη σφαίρα επιρροής του καταναλωτή, αλλά απαιτεί να περιέλθει αυτή πράγματι σε γνώση του³⁵⁶. Αυτό συνέχεται και με όσα αναφέραμε ανωτέρω σχετικά με την υποχρέωση ορθής πληροφόρησης και τις γενικότερες υποχρεώσεις διαφώτισης σύμφωνα με τις αρχές της καλής πίστης στο πλαίσιο της ιδιαίτερης σχέσης εμπιστοσύνης που συνδέει τους επενδυτικούς συμβούλους με τους πελάτες τους αλλά και λόγω της πλεονεκτικής τους θέσης έναντι αυτών. Τέτοιοι όροι θα μπορούσαν να κριθούν ως καταχρηστικοί ΓΟΣ που «βεβαιώνουν ότι ο καταναλωτής γνωρίζει ορισμένους όρους της σύμβασης ή την κατάσταση των προμηθευόμενων πραγμάτων ή την ποιότητα των υπηρεσιών, ενώ πραγματικά τα αγνοεί» σύμφωνα με την περίπτωση κδ) της παρ. 7 του αρθρ. 2 του ν. 2251/1994.

Ειδικά όσον αφορά ΟΕΔ, θα μπορούσαν να ελεγχθούν υπό το πρίσμα του αρθρ. 2 του ν. 2251/1994 και όροι που επιφυλάσσουν στο ΠΙ ή στην ΕΠΕΥ το δικαίωμα να αρνηθεί την επιστροφή του τίτλου από τον πελάτη, πράγμα που σημαίνει ότι το ίδιο το ΠΙ διατηρεί την δυνατότητα να αρνηθεί να αναλάβει τον τίτλο σε περίπτωση που το ζητήσει ο πελάτης, περιορίζοντας, έτσι, με εξουσιαστικό τρόπο τη δυνατότητα του πελάτη για πρόωρη ρευστοποίηση. Η πρόβλεψη τέτοιων όρων στις συμβάσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών για ΟΕΔ φαίνονται λογικές και συνάδουν με τα συμφέροντα των ΠΙ και ΕΠΕΥ, καθόσον βοηθούν να αποφύγουν την επιστροφή ΟΕΔ στα δικά τους χαρτοφυλάκια Παράλληλα, όμως, διαταράσσουν την διαπραγματευτική ισορροπία μεταξύ του επενδυτή – καταναλωτή και του επενδυτικού συμβούλου, που βρίσκεται εξ ορισμού σε πλεονεκτική θέση.

Δεν θα μπορούσαν, όμως, να ελεγχθούν με την ίδια βάση όροι που αφορούν

356. Αλεξανδρίδου, ΔΕΕ 2010, 132 επ.

το ίδιο το επενδυτικό προϊόν και τίθενται από τον εκδότη. Τέτοιου είδους όροι αναφέρονται μεν στα πληροφοριακά έντυπα που συνήθως δίνει ο σύμβουλος στον επενδυτή, αλλά έχουν μάλλον επεξηγηματικό χαρακτήρα, καθόσον αποτελούν όρους όχι της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μεταξύ συμβούλου και επενδυτή, αλλά του ίδιου του τίτλου. Αφορούν, δηλαδή, τη λειτουργία του τίτλου και όχι της σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών και δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι μετακυλίνουν στον επενδυτή κινδύνους ξένους με το επενδυτικό προϊόν³⁵⁷. Είναι, πάντως, διαφορετικό το ζήτημα της παροχής πλήρους και ορθής πληροφόρησης στον επενδυτή σχετικά με τους όρους που διέπουν τον τίτλο εκ μέρους του επενδυτικού συμβούλου³⁵⁸.

6. Αδικοπρακτική ευθύνη

6.1. Η θεμελίωση στις γενικές διατάξεις περί αδικοπραξιών (ΑΚ 914, ΑΚ 922)

Η ευθύνη του συμβούλου μπορεί να θεμελιωθεί και στη βάση της αδικοπραξίας (ΑΚ 914) σε συνδυασμό πάντοτε με τη διάταξη ΑΚ 922 για την ευθύνη της ΕΠΕΥ για το πταίσμα των προστηθέντων υπαλλήλων της. Ο ζημιωθείς επενδυτής οφείλει να αποδείξει την παρανομία³⁵⁹ της πράξης ή της παράλειψης, την υπαιτιότητα του συμβούλου, τη ζημία που υπέστη και την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της παράνομης και υπαίτιας συμπεριφοράς και της ζημίας. Μόνη η αντίθεση της ζημιογόνου συμπεριφοράς σε απαγορευτική διάταξη δεν αρκεί³⁶⁰, αλλά απαιτείται επιπλέον η πράξη ή παράλειψη να προσβάλλει δικαίωμα ή έννομο συμφέρον τρίτου³⁶¹.

Αξίζει να αναφέρουμε τον προβληματισμό³⁶² σχετικά με το εάν ο ν. 3606/2007 και οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ είναι διατάξεις καθαρά εποπτικού χαρακτήρα ή εάν προστατεύουν και περιουσιακά συμφέροντα των επενδυτών. Συνεπέστερο είναι

³⁵⁷. Λιάππης (2012), 252.

³⁵⁸. Βλ. ανωτέρω σελ. 64-67.

³⁵⁹. Βλ. Γεωργιάδης Γ. σε Γεωργιάδης Α., Σύντομη ερμηνεία του Αστικού Κώδικα Ι (άρθρα 1-946), (2010), 1837.

³⁶⁰. Γίνεται παγίως δεκτό ότι η παρανομία μπορεί να συνίσταται στην αντίθεση της κρινόμενης συμπεριφοράς σε απαγορεύσεις που έχουν τεθεί καθοινδῆποτε τρόπο, συμπεριλαμβανομένων και των εξειδικεύσεων γενικών ρητρών, όπως η καλή πίστη (βλ. Δωρής, Σκέψεις για την προϋπόθεση της «παρανομίας» στην αδικοπρακτική ευθύνη, για τη σχέση της προς την «υπαιτιότητα» και για τη λεγόμενη «διπλή λειτουργία της αμέλειας» κατά την ΑΚ 330 εδ. β', σε Τιμητικό Τόμο Σταθόπουλου (2010), 511).

³⁶¹. Γεωργιάδης Αστ., (2003⁴), τ. Ι, 73.

³⁶². Ο ίδιος προβληματισμός υπήρχε και υπό το προϊσχύσαν καθεστώς του ν. 2396/1997 που είχε ενσωματώσει την Οδηγία 93/22/Ε.Ο.Κ. για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (ΕΕ 11.6.1993, L 141/27), η οποία καταργήθηκε με τη MiFID. Κατ' εξουσιοδότηση του αρθρ. 7 του νόμου είχε κυρωθεί με την υπ' αριθμ. 122/1997 απόφαση του Υπουργού Εθν. Οικονομίας (ΦΕΚ Β 340/24.4.1997) ο ΚΔΕΠΕΥ (βλ. Γεωργιάδης Σ., 2003, 226).

να γίνει δεκτό ότι από τον ίδιο τον προστατευτικό σκοπό των κανόνων αλλά και από τη διατύπωσή τους καθίσταται σαφής η προστασία των περιουσιακών συμφερόντων των επενδυτών. Παρά τον διοικητικό και εποπτικό χαρακτήρα, οι κανόνες αυτοί διαπερνούν και τις σχέσεις ιδιωτικού δικαίου³⁶³. Η παράβαση των κανόνων τόσο του προϊσχύσαντος ΚΔΕΠΕΥ όσο και των Κανόνων Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ που ισχύει υπό το καθεστώς του ν. 3606/2007 γίνεται δεκτή από τη νομολογία ως παρανομία που θεμελιώνει αδικοπραξία³⁶⁴.

Στην αδικοπραξία θεμελιώνεται η ευθύνη της τράπεζας και στις πρώτες ελληνικές αποφάσεις³⁶⁵ για τα ομόλογα Lehman Brothers^{366,367}. Οι αξιώσεις του επενδυτή από την αδικοπραξία υπόκεινται στην πενταετή παραγραφή και σε κάθε περίπτωση παραγράφονται σε είκοσι χρόνια από την τέλεση (ΑΚ 937).

6.2. Η προσβολή των χρηστών ηθών ως ειδικότερη περίπτωση (ΑΚ 919)

Ειδικότερη περίπτωση αδικοπρακτικής ευθύνης αποτελεί η διάταξη ΑΚ 919, σύμφωνα με την οποία θεμελιώνεται ευθύνη προς αποζημίωση για όποιον με πρόθεση ζημίωσε άλλον κατά τρόπο αντίθετο προς τα χρηστά ήθη. Η ρύθμιση της ΑΚ 919 έρχεται να συμπληρώσει τη ρύθμιση της ΑΚ 914, καλύπτοντας περιπτώσεις όπου δεν υφίσταται προσβολή συγκεκριμένου δικαιώματος ούτε παραβίαση συγκεκριμένης διάταξης νόμου, αλλά το γενικό περί δικαίου αίσθημα απαιτεί αποκατάσταση της ζημίας³⁶⁸. Πράξη αντίθετη στα χρηστά ήθη αποτελεί και η δόλια απόκρυψη περιστατικών κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων, που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την απόφαση του αντισυμβαλλομένου για την κατάρτιση της σύμβασης³⁶⁹.

Έτσι, η διάταξη αυτή μπορεί να τύχει εφαρμογής και στην περίπτωση που ο επενδυτικός σύμβουλος αποφεύγει να δώσει στον υποψήφιο επενδυτή

363. *Λιάππης* (2012), 175-176. Η προσέγγιση σύμφωνα με την οποία οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ επιδρούν έστω και με έμμεσο τρόπο και στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις, εντοπίζει την επίδραση αυτή στη θεμελίωση του παρανόμου κατ' ΑΚ 914 ή στην εξειδίκευση των υποχρεώσεων διαφώτισης και προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών. Πρβλ. ΠΠρΣπαρτ 24/2006, ΔΕΕ 2006, 404 και ΕφΑθ 787/2013, ΔΕΕ 2014, 251 – 256, ιδίως 252, όπου διατυπώνεται η άποψη ότι η «*η προστασία της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού και η ατομική προστασία του επενδυτή λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία*» με παραπομπές σε *Αλεξανδρίδου* και *Λιάππη*. Μάλλον αντίθετοι *Κατσάς* (2008), 1340 και *Καραγκουνίδης* (2007), 259-260. Βλ. αναλυτικότερα και *Τουντόπουλος*, *Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς* (2015), 420-428

364. ΜΠρΑθ 299/2012, οπ.

365. ΠΠρΘεσσ 19932/2009, ΠΠρΑθ 7169/2010, ΠΠρΑθ 493/2012, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, ΜΠρΑθ 299/2012, οπ.

366. Βλ. *Αλεξανδρίδου*, Τα επενδυτικά προϊόντα Lehman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, 132 επ.

367. Βλ. ενδεικτικά ΠΠρΑθ 493/2012, ΝοΒ 2013, 2136 επ.

368. *Γεωργιάδης Γ.* (2010), 1853.

369. ΑΠ 10/1991, Δημ. ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ.

πληροφορίες, που καθιστούν την επένδυση λιγότερο ελκυστική και που, εάν ο επενδυτής γνώριζε, δεν θα προχωρούσε στη σύναψη σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών και δεν θα πραγματοποιούσε την επένδυση³⁷⁰. Στην υπ' αριθμ. 4084/28.12.2009 έγγραφη σύσταση – πόρισμα του Συνηγόρου του Καταναλωτή επί αναφορών καταναλωτών σχετικά με τη διάθεση τίτλων της Lehman Brothers από τη Citibank, αναφέρεται ότι η τράπεζα απέκρυψε την πιστοληπτική υποβάθμιση της εκδότριας των τίτλων από τους καταγγέλλοντες, οι οποίοι, βέβαια, είχαν ήδη αγοράσει τους τίτλους.

«Από τη διάταξη ΑΚ 919 [...] προκύπτει ότι κύριο γνώρισμα της προβλεπόμενης από αυτήν αυτοτελούς αδικοπραξίας, που επεκτείνει την αδικοπρακτική ευθύνη, όταν δεν υφίσταται προσβολή ορισμένου δικαιώματος ή έννομα προστατευμένου συμφέροντος, ούτε παραβίαση διάταξης νόμου, αλλά το περί δικαίου και ηθικής αίσθημα απαιτεί αποκατάσταση της ζημίας, είναι η προσβολή των χρηστών ηθών από την πράξη του υπαιτίου, η οποία από πρόθεση επιχειρήθηκε, ή και από παράλειψη αυτού»³⁷¹.

Όσον αφορά την πρόθεση, δεν απαιτείται δόλος, αρκεί ο ζημιώσας να τελούσε σε γνώση περί του ότι η εκδηλωθείσα συμπεριφορά του ήταν δυνατό να προκαλέσει τη ζημία και παρόλα αυτά δεν απέσχε της πράξης ή παράλειψης από την οποία επήλθε η ζημία³⁷². Εκτός από την αποζημίωση, ο ζημιωθείς επενδυτής μπορεί να αξιώσει και χρηματική ικανοποίηση λόγω ηθικής βλάβης³⁷³. Η εκμετάλλευση εκ μέρους των τραπεζών της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τους προστηθέντες τους, προσωπικούς τους συμβούλους, κατά παράβαση της καλής πίστης, θα ενέπιπτε στην προσβολή των χρηστών ηθών.

Στην περίπτωση των ΟΕΔ, εύκολα μπορεί να αντιληφθεί κανείς ότι από τα διαθέσιμα στοιχεία για την ελληνική οικονομία, τα οποία, αναμφισβήτητα γνώριζαν ή σε κάθε περίπτωση, όφειλαν να γνωρίζουν οι επενδυτικοί σύμβουλοι, θα ήταν σε θέση να αντιληφθούν ότι τυχόν παράλειψή τους να επισημάνουν συγκεκριμένα στοιχεία στους πελάτες τους³⁷⁴ (όπως το γεγονός ότι οι εκθέσεις της Επιτροπής της ΕΕ στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος ή οι υποβαθμίσεις από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης καταδείκνυαν τον κίνδυνο για την επένδυση), μπορούσε να τους προκαλέσει ζημία. Κατά τον ίδιο τρόπο, οι επενδυτικοί σύμβουλοι θα ήταν σε θέση να αντιληφθούν ότι λόγω της μακροχρόνιας σχέσης

370. Βλ. Γεωργιάδης Σ. (2003), 232-233.

371. Το κείμενο είναι διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο του Συνηγόρου του Καταναλωτή [http://www.synigoroskatanaloti.gr/docs/reports/2009-12-28.%CE%A3%CF%8D%CF%83%CF%84%CE%B1%CF%83%CE%B7%20%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%82%20Citibank-Lehman %20Brothers.pdf](http://www.synigoroskatanaloti.gr/docs/reports/2009-12-28.%CE%A3%CF%8D%CF%83%CF%84%CE%B1%CF%83%CE%B7%20%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%82%20Citibank-Lehman%20Brothers.pdf).

372. Γεωργιάδης Γ. (2010), 1856.

373. Βλ. ενδεικτικά ΑΠ 43/2013, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ.

374. Γεωργιάδης Γ. (2010), 1859 σχετικά με την περίπτωση της δόλιας παροχής εσφαλμένων συμβουλών.

εμπιστοσύνης που τους συνδέει με τους πελάτες τους, οι τελευταίοι θα ήταν περισσότερο επιρρεπείς στις συμβουλές τους. Θα πείθονταν, δηλαδή, πιο εύκολα να επενδύσουν σε ΟΕΔ. Και αυτό είναι στοιχείο που θα μπορούσε να αξιοποιηθεί για την έγερση αξιώσεων αποζημίωσης εκ μέρους των ιδιωτών επενδυτών.

6.3. Το πρόβλημα της αιτιώδους συνάφειας και του συντρέχοντος πταίσματος του επενδυτή

Για τη θεμελίωση της ευθύνης της ΕΠΕΥ τόσο στη βάση της ενδοσυμβατικής όσο και στη βάση της αδικοπρακτικής ευθύνης (ΑΚ 914, 919) αλλά και στις διατάξεις του ν. 2251/1994 (άρθρ. 8 και 9- 9θ), ο επενδυτής οφείλει εκτός από τη ζημία του να αποδείξει και την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της συμπεριφοράς του συμβούλου και της ζημίας που υπέστη. Κάτι τέτοιο είναι αρκετά δυσχερές στις συναλλαγές της κεφαλαιαγοράς, καθώς στην επένδυση αλληλεπιδρούν ποικίλοι παράγοντες, ενώ μεταξύ της επενδυτικής συμβουλής που δίνει η ΕΠΕΥ και της τελικής επενδυτικής απόφασης μεσολαβεί η ίδια η βούληση του επενδυτή.

Βέβαια, με βάση το προφίλ των επενδυτών της πρόσφατης νομολογίας για τα ομόλογα Lehman Brothers αλλά και με βάση τα διδάγματα της κοινής πείρας, θεωρούμε ότι, ειδικά όσον αφορά τους ιδιώτες επενδυτές, που εμπίπτουν συγχρόνως στην έννοια του καταναλωτή, θα πρέπει τις περισσότερες φορές να θεωρείται δεδομένη η συνάφεια μεταξύ της εσφαλμένης συμβουλής και της ζημίας τους, αφού οι ιδιώτες επενδυτές ελλείψει εμπειρίας και γνώσεων συνήθως εμπιστεύονται την πρόταση του συμβούλου³⁷⁵. Ειδικότερα δε στην περίπτωση των ΟΕΔ, αν λάβουμε υπόψιν τον τύπο του αποταμιευτή που, ακολουθώντας τις συμβουλές του τραπεζίτη του, πείσθηκε να μετατρέψει τις αποταμιεύσεις του σε επενδύσεις σε ΟΕΔ, καταλαβαίνουμε ακόμη καλύτερα τον καταλυτικό ρόλο των επενδυτικών συμβούλων στην τελική επενδυτική απόφαση των πελατών τους.

Στην πρόσφατη νομολογία για τα ομόλογα Lehman Brothers εμφανίζονται διαφορετικές τάσεις: οι αποφάσεις άλλοτε δέχονται (ΠΠρΘεσσ 19932/2009, ΠΠρΑθ 493/2012) και άλλοτε απορρίπτουν την ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας (ΠΠρΘεσσ 17588/2013, όπου κρίθηκε ότι αιτία της ζημίας ήταν το εξωτερικό γεγονός της πτώχευσης της Lehman Brothers, που, μάλιστα, δεν αποτελούσε ορατό κίνδυνο, ώστε να τον έχει προβλέψει η τράπεζα). Σημαντικές είναι και οι ακόμη πιο πρόσφατες αποφάσεις του ΑΠ 1738/2013 και 1739/2013³⁷⁶, με τις οποίες κρίθηκε ότι

375. Βλ. ενδεικτικά ΜΠρΜυτλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 743 σχετικά με την σημασία της πληροφόρησης που παρέχει η τράπεζα στον επενδυτή και τη σχέση εξάρτησης που τον συνδέει με το σύμβουλό του.

376. ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ = ΕπισκΕμπΔ 2013, 638-653 με παρατηρήσεις Ψαρουδάκη.

η πρόωρη ρευστοποίηση του επενδυτικού προϊόντος με πρωτοβουλία του επενδυτή προκειμένου να περιορίσει την περιουσιακή απώλεια από τον κίνδυνο που ο επενδυτικός σύμβουλος δεν του είχε γνωστοποιήσει κατά την αγορά του τίτλου, αλλά τον διαπίστωσε ο επενδυτής κατά την εκδήλωσή του, δεν διακόπτει τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της παράλειψης ενημέρωσης εκ μέρους του συμβούλου και της επελθούσας ζημίας.

Εξίσου σημαντικό είναι και το ζήτημα του συντρέχοντος πταίσματος του ζημιωθέντος επενδυτή (ΑΚ 300, αρθρ. 8 παρ. 6 σε συνδ. με αρθρ. 6 παρ. 10,11 του ν. 2251/1994)³⁷⁷. Προκειμένου να μειωθεί το ποσό της αποζημίωσης που θα κληθεί να καταβάλει στον επενδυτή, η ΕΠΕΥ μπορεί να προβάλει την ένσταση του συντρέχοντος πταίσματος του επενδυτή, την οποία θεμελιώνει στην παράλειψή του να διαβάσει προσεκτικά τα πληροφοριακά έντυπα που του παραδίδει σχετικά με το επενδυτικό προϊόν ή να παράσχει στο σύμβουλο με κάθε λεπτομέρεια και ειλικρίνεια τις πληροφορίες που απαιτούνται σχετικά με το επενδυτικό του προφίλ κατά τη συμπλήρωση του σχετικού ερωτηματολογίου.

Και στο σημείο αυτό, στις αποφάσεις για τα ομόλογα Lehman Brothers παρατηρούμε αποκλίσεις. Τόσο στην ΠΠρΘεσσ 19932/2009 όσο και στην ΠΠρΑθ 493/2012, που, όμως, απέρριψε την αγωγή της ζημιωθείσας, έγινε δεκτό ότι η παράλειψη ανάγνωσης των εγγράφων, και αληθής υποτιθέμενη, δεν θεμελιώνει την ένσταση συντρέχοντος πταίσματος (κατά 99% όπως είχαν επικαλεσθεί οι εναγόμενες τράπεζες). Αντιθέτως, στην ΠΠρΘεσσ 17588/2013³⁷⁸, έγινε δεκτή η ένσταση συντρέχοντος πταίσματος που προέβαλε η εναγόμενη τράπεζα λόγω του ότι η ενάγουσα παρέλειψε να διαβάσει έστω και τα βασικά στοιχεία των εγγράφων που υπέγραψε, ακόμη και αν αυτά ήταν γραμμένα στα ελληνικά. Διευκρινίζεται ότι στην προκειμένη περίπτωση, η ενάγουσα δεν μιλούσε ελληνικά. Στην αγωγή της ισχυρίσθηκε ότι θεωρούσε ότι συναλλασσόταν με την τράπεζά της και όχι με κάποια εκδότρια στο εξωτερικό και ότι εάν το είχε αντιληφθεί δεν θα προχωρούσε στην επένδυση. Κρίθηκε, ωστόσο, ότι ακόμη και αν η αίτηση αγοράς του ομολόγου ήταν γραμμένη στα ελληνικά, η ενάγουσα μπορούσε τουλάχιστον να διαβάσει την επωνυμία της εκδότριας «Lehman Brothers», που ήταν διατυπωμένη στα αγγλικά.

Αντίθετα, με πιο πρόσφατη απόφαση³⁷⁹, όπου οι ενάγουσες επενδύτριες απόφοιτες Γυμνασίου δεν είχαν την κατάλληλη εμπειρία ή εκπαίδευση, κρίθηκε ότι η παράδοση του πολυσέλιδου ενημερωτικού εντύπου του προωθούμενου ομολόγου χωρίς αυτό να μεταφρασθεί στην ελληνική γλώσσα και χωρίς να συνοδεύεται και από προφορική ενημέρωση και επεξήγηση των δυσνόητων επενδυτικών όρων δεν

377. Βλ. αναλυτικά Γεωργιάδης Σ., Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, (2003), 259-264.

378. ΝοΒ 2013, 2149.

379. ΜΠρΜυτλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 747.

ήταν αρκετή για την πλήρη ενημέρωση και διαφώτιση των εναγουσών. Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι, ακόμη και στις περιπτώσεις που η τράπεζα παραδίδει τα μακροσκελή ενημερωτικά έντυπα στον πελάτη, είναι πιθανό αυτός να μην τα διαβάσει, θεωρώντας ότι δεν θα τον βοηθήσουν να κατανοήσει καλύτερα τους όρους της συναλλαγής σε σχέση με ό,τι του έχει ήδη αναφέρει προφορικά ο σύμβουλος του και πιστεύοντας ότι τα έγγραφα επαναλαμβάνουν απλώς όσα του έχει αναφέρει ο σύμβουλος προφορικά και δεν αναφέρουν επιπλέον ή διαφορετικά στοιχεία που ο σύμβουλος παρέλειψε να του εκθέσει. Σε κάθε περίπτωση, ακόμη και η παράδοση των εγγράφων φαίνεται να έχει μικρή αξία αν δεν δοθεί η δυνατότητα δεύτερης συνάντησης με το σύμβουλο, προκειμένου να λυθούν τυχόν απορίες και προβληματισμοί του ενημερωμένου πλέον πελάτη³⁸⁰.

Από τη συνοπτική αυτή μελέτη παρατηρούμε ότι παρά την αναλυτική περιγραφή των υποχρεώσεων ενημέρωσης που περιλαμβάνουν οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ εξειδικεύοντας τις υποχρεώσεις που θέτει η MiFID στους επενδυτικούς συμβούλους, στην πράξη δεν είναι ευδιάκριτο πού τελειώνει η ευθύνη του συμβούλου και πού αρχίζει η ευθύνη του ίδιου του επενδυτή να λάβει γνώση και να κατανοήσει τους όρους της σύμβασης παροχής συμβουλών και, κυρίως, τους όρους της σύμβασης αγοράς του τίτλου στον οποίο επενδύει. Στην περίπτωση των ΟΕΔ, όμως, αν λάβουμε υπόψιν και τις παραδοχές του ΣτΕ όσον αφορά τον κίνδυνο των τίτλων αυτών, θεωρούμε ότι η θεμελίωση της αιτιώδους συνάφειας θα είναι ίσως πιο εύκολη.

Η κρίση του ΣτΕ ακολουθώντας τη γενικότερη τάση των τελευταίων ετών αλλά και αναγόμενη στις πραγματικές περιστάσεις, καταρρίπτει το μύθο ότι «τα κράτη δεν πτωχεύουν» και ρίχνει το κέντρο βάρους στη σχέση τραπεζών και επενδυτών, υπονοώντας την ευθύνη των τραπεζών να προβλέψουν τον κίνδυνο και να προειδοποιήσουν τους επενδυτές. Με αυτό τον τρόπο, κατά τη γνώμη μας, φαίνεται ότι καθιστά δυσκολότερη τη θέση των ΠΙ και ΕΠΕΥ. Θα είναι, ίσως, πιο δύσκολο να αποδείξουν ότι δεν μπορούσαν να προβλέψουν τον κίνδυνο των επενδύσεων των πελατών τους σε ΟΕΔ, απ' ό,τι ήταν στην περίπτωση των ομολόγων Lehman Brothers. Παράλληλα, θα είναι ίσως πιο εύκολο για τους ζημιωθέντες, μη εξοικειωμένους με τις επενδύσεις σε ομόλογα, ιδιώτες επενδυτές να αποδείξουν ότι, αν γνώριζαν τον κίνδυνο, δεν θα πραγματοποιούσαν την επένδυση, αξιοποιώντας γι' αυτό το σκοπό και τα στοιχεία του επενδυτικού τους προφίλ.

Συντρέχον πταίσμα στις περιπτώσεις ζημίας από εσφαλμένες συμβουλές μπορεί να θεμελιωθεί και όταν παρά τις προειδοποιήσεις του συμβούλου, ο

380. Βλ. ΕφαΘ 6301/2013 αδημ., όπου κρίθηκε ότι η αρχική συνάντηση στην οποία συνήθως συμπληρώνεται και το σχετικό ερωτηματολόγιο δεν επαρκεί για τη διερεύνηση του επενδυτικού προφίλ, «καθώς δεν είναι δυνατό να εξηγηθούν όλα μέσα σε 20-30 λεπτά [...], να τεθούν οι σχετικές ερωτήσεις και να απαντηθούν οι όποιες απορίες».

επενδυτής καθυστέρησε ή παρέλειψε να ρευστοποιήσει πρόωρα την επένδυσή του για να μειώσει την επικείμενη ζημία. Στην περίπτωση των ΟΕΔ, συντρέχον πταίσμα του ζημιωθέντος επενδυτή δύσκολα θα μπορούσε να θεμελιωθεί στην καθυστέρηση ή στην άρνησή του να ρευστοποιήσει τους τίτλους του πρόωρα. Αυτό διότι ειδικά στην περίπτωση των κρατικών τίτλων, με βάση όσα αναπτύχθηκαν ανωτέρω, είναι μάλλον απίθανο οι ΕΠΕΥ να έδωσαν τέτοιου είδους προειδοποιήσεις ή συμβουλές στους πελάτες τους πριν από την πραγματοποίηση του PSI για να μειώσουν την επικείμενη απώλεια.

Ειδικά οι ΒΔΑ υπέχουν υποχρέωση έναντι του Ελληνικού Δημοσίου να προωθούν τις συναλλαγές σε ΟΕΔ και όχι να τις ανατρέπουν ή να δημιουργούν καταστάσεις που αποθαρρύνουν τις επενδύσεις σε κρατικούς τίτλους. Αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί ως άλλη μία έκφανση της σύγκρουσης συμφερόντων που εντοπίσαμε ανωτέρω όσον αφορά τους ΒΔΑ λόγω του διπλού τους ρόλου. Εξάλλου, η διατήρηση της επένδυσης σε ΟΕΔ ως τη λήξη έχει και φορολογικές προεκτάσεις και αποτελεί βασική παράμετρο για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης.

Η εμπειρία του PSI αναδεικνύει για πρώτη φορά τις εγγενείς αδυναμίες των συστημάτων ΒΔΑ και τις βαρύτατες επιπτώσεις τους στην ποιότητα της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σχετικά με κρατικούς τίτλους. Το διπλό παιχνίδι των ΒΔΑ αλλά και άλλων φορέων που συνδέονται με αυτούς αποβαίνει εις βάρος των συμφερόντων του επενδυτικού κοινού και, ειδικότερα, εις βάρος των ιδιωτών επενδυτών – καταναλωτών που, στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων, διαθέτουν ελάχιστη ή καθόλου επενδυτική εμπειρία και οι αποφάσεις τους διαμορφώνονται βάσει των πληροφοριών και των κατευθύνσεων που τους παρέχουν οι «μεροληπτικοί» σύμβουλοι.

Η ανάδειξη των αδυναμιών αυτών σε συνδυασμό με την επικείμενη θέση σε ισχύ της Οδηγίας MIFID II θα μπορούσε να συνεισφέρει στην πρόβλεψη των απαραίτητων βελτιώσεων κατά την εφαρμογή του νέου θεσμικού πλαισίου και να συμβάλει αν όχι στην απαγκίστρωση της αγοράς κρατικών τίτλων από το σύστημα των ΒΔΑ, τουλάχιστον, στην θωράκιση της λειτουργίας της αγοράς από επικίνδυνες εξαρτήσεις και ανυπέρβλητες συγκρούσεις συμφερόντων που νοθεύουν την πιότητα των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών στο επενδυτικό κοινό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΑΛΛΩΝ ΚΡΑΤΩΝ

1. Η αναδιάρθρωση του εσωτερικού χρέους της Ρωσίας

Μετά τη διάλυση της πρώην ΕΣΣΔ, η Ρωσική Ομοσπονδία ανέλαβε ως διάδοχος το σύνολο του εξωτερικού χρέους της Ένωσης, που ήταν δυσβάσταχτο για την ρωσική οικονομία κατά το μεταβατικό στάδιο. Από το 1991 ως το 2001, η Ρωσία υλοποίησε διάφορες συμφωνίες αναδιάρθρωσης του χρέους της με τους πιστωτές της³⁸¹. Κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1997, συνεπεία της ασιατικής κρίσης, το διεθνές κλίμα επιδεινώθηκε. Το ρούβλι έπεσε θύμα κερδοσκοπικών επιθέσεων και η ρωσική οικονομία βρέθηκε σε πολύ αδύναμη θέση.

Τον Αύγουστο του 1998 η Ρωσία ανακοίνωσε σχέδιο αναδιάρθρωσης του χρέους της για ομόλογα GKO και OFZ³⁸², στο οποίο συνήνεσαν πιστωτές που κρατούσαν πάνω από το 99% του συνολικού ανεξόφλητου κεφαλαίου. Το 1999 ακολούθησε η στάση πληρωμών και για άλλη σειρά ομολόγων (MinFin), στο πλαίσιο της οποίας κινήθηκε και η πρώτη δικαστική διαμάχη μεταξύ της Ρωσικής Ομοσπονδίας και ιδιώτη πιστωτή.

Η ρωσική εταιρία Rusatommet αγόρασε ομόλογα μετά την στάση πληρωμών και στη συνέχεια αξίωσε την πληρωμή τους χωρίς να ικανοποιηθεί. Κινήθηκε δικαστικά και πέτυχε την αναγνώριση της αξίωσής της. Ωστόσο, δεν μπόρεσε να επιτύχει και την εκτέλεση της απόφασης από το Ρωσικό Δημόσιο. Προσέφυγε στο ΕΔΔΑ³⁸³ επικαλούμενη παραβίαση των αρθρ. 1 και 6 του ΠΠΠ. Το Δικαστήριο έκρινε ότι η μη εκτέλεση της απόφασης για ικανοποίηση της προσφύγουσας εκ μέρους του Ρωσικού Δημοσίου αποτελούσε πράγματι προσβολή των περιουσιακών της δικαιωμάτων, καθώς η απόφαση του εθνικού δικαστηρίου της δημιούργησε την εύλογη προσδοκία για ικανοποίηση της απαίτησής της³⁸⁴.

Η ιδιαιτερότητα της αναδιάρθρωσης του 1998 έγκειται στο γεγονός ότι επρόκειτο για την πρώτη χρεοκοπία για ομόλογα που διέπονται από το εθνικό δίκαιο του εκδότη και είναι πληρωτέα σε εθνικό νόμισμα³⁸⁵. Αξιοσημείωτο είναι επίσης το γεγονός ότι η αναδιάρθρωση αυτή δεν έθιξε φπ (σε αντίθεση με ό,τι συνέβη στην περίπτωση της Αργεντινής και της Ελλάδας), καθόσον οι εν λόγω τίτλοι είχαν μεγάλη

³⁸¹. Βλ. αναλυτικά *Nadmitov*, Russian Debt Restructuring. Overview, Structure of Debt, Lessons of Default, Seizure Problems and the IMF SDRM Proposal, 2003, <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2003---2004/sp26.pdf>, 6 επ.

³⁸². *Idem*.

³⁸³. Η Ρωσία προσχώρησε στην ΕΣΔΑ το 1996.

³⁸⁴. Απόφ. 14.6.2005, υπόθ. *Rusatommet* κατά Ρωσίας (αρ. προσφυγής 61651/00).

³⁸⁵. *Nadmitov*, (2003).

ονομαστική αξία και έτσι δεν υπήρχαν φπ μεταξύ των κατόχων³⁸⁶.

Αντίθετα, η αναδοχή της Ρωσικής Ομοσπονδίας στο παλιότερο σοβιετικό χρέος, και ειδικά όσον αφορά ομόλογα της πρώην ΕΣΣΔ του 1982, έθιξε μεγάλο αριθμό φπ κατόχων που τα είχαν αγοράσει κατά τη δεκαετία του 1980 και μετά την διαδοχή της ΕΣΣΔ από τη Ρωσική Ομοσπονδία και την προσφορά για μετατροπή σε νέα ρωσικά ομόλογα, ευλόγως ανέμεναν την πληρωμή τους επί σειρά ετών. Η παρατεταμένη αδράνεια του Ρωσικού Δημοσίου οδήγησε σε σειρά δικαστικών αγώνων με φπ κατόχους ενώπιον των ρωσικών δικαστηρίων και του ΕΔΔΑ. Στις σχετικές αποφάσεις³⁸⁷, αποτυπώνεται η κρίση ότι οι αξιώσεις από κρατικά ομόλογα, εμπίπτουν στο προστατευτικό πεδίο του αρθ. 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ και προστατεύονται ως περιουσιακά δικαιώματα, εφόσον το ίδιο το κράτος έκδοσης δέχεται τις ομολογίες ως μέρος του χρέους του, ήτοι ως συμβατική υποχρέωσή του από την οποία απορρέει αντίστοιχο δικαίωμα του ομολογιούχου³⁸⁸.

Η προσβολή των περιουσιακών δικαιωμάτων των κατόχων των τίτλων συνίσταται στην παρατεταμένη άρνηση του Ρωσικού Δημοσίου να υλοποιήσει την μετατροπή των παλαιότερων σοβιετικών τίτλων σε νέους τίτλους της Ρωσικής Ομοσπονδίας επί σειρά ετών. Η Ρωσία είχε αναγνωρίσει και αναλάβει τους τίτλους αυτούς ήδη από το 1992 και έκτοτε μετέθετε διαρκώς την υλοποίηση της μετατροπής περιοριζόμενη στα νομοθετικά κείμενα που έδωσαν στους ομολογιούχους τη δυνατότητα απλώς της μετατροπής των τίτλων τους. Ενώπιον του ΕΔΔΑ, μάλιστα, η Ρωσική κυβέρνηση ισχυρίσθηκε ότι η δυνατότητα αυτή ισοδυναμούσε με εύλογη ισορροπία μεταξύ της προσβολής των περιουσιακών δικαιωμάτων των ομολογιούχων και του δημοσίου συμφέροντος. Το Δικαστήριο απέρριψε τον ισχυρισμό αυτό και δέχθηκε τις προσφυγές των θιγόντων ομολογιούχων.

Το σημαντικότερο στοιχείο που αντλούμε από αυτή την πολύ συνοπτική αναφορά στην αναδιάρθρωση του χρέους της Ρωσίας και στις υποθέσεις των φπ ομολογιούχων που κρίθηκαν από το ΕΔΔΑ, είναι ότι η κρίση του Δικαστηρίου, μπορεί να αξιοποιηθεί για την υποστήριξη των προσφυγών των θιγόντων από το ελληνικό PSI φπ –και όχι μόνο– κατόχων ΟΕΔ όσον αφορά την ένταξη του «κουρέματος» των ΟΕΔ στο προστατευτικό πεδίο του ΠΠΠ, χωρίς, βέβαια, αυτό να προδικάζει και τη θετική έκβαση των σχετικών υποθέσεων. Δεν αποκλείεται να εκδοθεί μία απόφαση ανάλογη της απόφασης *Κουφάκη*³⁸⁹.

386. Ο ίδιος, 49.

387. Απόφ. 28.6.2010, υπόθ. *Malysh* κ.ά. κατά Ρωσίας (αρ. προσφυγής 30280/03), Απόφ. 18.3.2010, υπόθ. *Tronin* κ.ά. κατά Ρωσίας (αρ. προσφυγής 24461/02), Απόφ. 14.2.2012, υπόθ. *Yuriy Lobanov* κ.ά. κατά Ρωσίας (αρ. προσφυγής 15578/03), Απόφ. 10.4.2012, υπόθ. *Andreyeva* κ.ά. κατά Ρωσίας (αρ. προσφυγής 73659/10), Απόφ. 26.2.2013, υπόθ. *Formin* κ.ά. κατά Ρωσίας (αρ. προσφυγής 34703/04).

388. Βλ. ανωτέρω σελ. 32.

389. Βλ. ανωτέρω σελ. 10 υποσημ. 66

2. Η αναδιάρθρωση του χρέους της Αργεντινής

Σε συνέχεια της κρίσης χρέους της δεκαετίας του 1980, καθόλη τη δεκαετία του 1990, η Αργεντινή επιδόθηκε σε συνεχείς εκδόσεις ομολόγων, τα οποία αποτελούσαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης τόσο στις διεθνείς όσο και στην εγχώρια αγορά. Η έκδοση κρατικών ομολόγων αποτέλεσε έναν από τους πυλώνες της προσπάθειας ανόρθωσης της οικονομίας της χώρας στις αρχές της δεκαετίας του 1990³⁹⁰. Από το 1990 ως το 2000 η Αργεντινή είχε εκδώσει κρατικούς τίτλους συνολικής αξίας άνω των 186,7 δισ. δολλαρίων. Η ύφεση³⁹¹ που γνώρισε, όμως, η οικονομία της Αργεντινής στα τέλη της δεκαετίας του 1990, κατέστησαν αδύνατη την εξυπηρέτηση του χρέους της και οδήγησαν στην στάση πληρωμών το 2001³⁹².

Οι συζητήσεις με τους διεθνείς πιστωτές της Αργεντινής υπήρξαν μακροχρόνιες. Το 2002 οι Ιταλοί επενδυτές κάτοχοι ομολόγων Αργεντινής (χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλλά και ιδιώτες επενδυτές συμπεριλαμβανομένων φπ) ίδρυσαν στη Ρώμη την ομάδα Task Force Argentina (TFA)³⁹³ με σκοπό την διαπραγμάτευση με την κυβέρνηση της Αργεντινής για λογαριασμό των μελών της. Το 2004 ιδρύθηκε στη Ρώμη και το Global Committe of Argentina Bondholders (GCAB), ιδρυτικό μέλος του οποίου ήταν και η TFA, συγκεντρώνοντας περίπου 500.000 ιδιώτες επενδυτές και 100 διεθνείς θεσμικούς επενδυτές.

Στις αρχές του 2005 η Αργεντινή απηύθυνε στους κατόχους ομολόγων πρόταση ανταλλαγής των τίτλων τους με νέους, μειωμένης αξίας. Με την πρόταση αυτοί οι κάτοχοι των ομολόγων είχαν τη δυνατότητα είτε να δεχθούν την ανταλλαγή των τίτλων τους με τους νέους μικρότερης αξίας, είτε να αρνηθούν την ανταλλαγή μένοντας με τους παλαιούς τίτλους και χωρίς να εισπράξουν τίποτα από τον εκδότη. Η διαδικασία της ανταλλαγής έκλεισε στις 25.2.2005 με τη συμμετοχή του 76,15% των πιστωτών. Αξιοσημείωτο είναι ότι από την κήρυξη της στάσης πληρωμών ως την αναδιάρθρωση πέρασαν πάνω από τέσσερα χρόνια. Το Μάιο του 2010, η Αργεντινή προχώρησε σε νέα πρόταση ανταλλαγής τίτλων (η αναδιάρθρωση του 2010) για τίτλους που είχαν εκδοθεί πριν από την αναδιάρθρωση του 2005.

Την αναδιάρθρωση του 2005 ακολούθησαν πολυάριθμες αγωγές δυσареστημένων κατόχων ομολόγων, μεταξύ αυτών και των λεγόμενων «γυττών»

390. *Abaclat and others v. Argentine Republic* (ICSID case No. ARB/07/5), Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4.8.2011, 22 § 44.

391. Βλ. σελ. 23 επ της απόφασης του ICSID στην υπόθεση *Abaclat* με αναλυτική αναφορά στη διαφωνία των μερών όσον αφορά τα αίτια της ύφεσης. Οι αιτούντες ζημιωθέντες επενδυτές ισχυρίζονται ότι τα αίτια εντοπίζονται σε λανθασμένους χειρισμούς της κυβέρνησης, ενώ η κυβέρνηση αντίθετα επικαλείται τις κρίσεις της Ασίας, της Ρωσίας και της Βραζιλίας που επηρέασαν και την Αργεντινή.

392. Βλ. αναλυτικότερα σχετικά με τους παράγοντες που οδήγησαν στην κήρυξη στάσης πληρωμών του 2001, *Embassy of the Argentine Republic, Argentina's 2001 Default – Myths & Realities*, 2012, (<http://embassyofargentina.us/embassyofargentina.us/files/mythsandrealities.pdf>) και *Nadmitov*, 2003.

393. Βλ. περισσότερες πληροφορίες στο διαδικτυακό τόπο της TFA, www.tfargentina.it.

(vulture funds) σε διάφορες δικαιοδοσίες³⁹⁴. Οι περισσότερες διαδικασίες κινήθηκαν ενώπιον αμερικανικών δικαστηρίων, που, στις περιπτώσεις που οι ενάγοντες είναι μεταξύ των συμμετεχόντων στην υπόθεση *Abaclat*³⁹⁵ ανέστειλαν την έκδοση απόφασης εν αναμονή της απόφασης του ICSID³⁹⁶, ενώ αρκετές αγωγές κατατέθηκαν και σε ιταλικά και γερμανικά δικαστήρια. Μεταξύ των πολυάριθμων υποθέσεων³⁹⁷, για τους σκοπούς της παρούσας συνοπτικής αναφοράς, θα περιορισθούμε στην υπόθεση *Abaclat* ενώπιον του ICSID και στην υπόθεση *NML Capital* ενώπιον των δικαστηρίων της Νέας Υόρκης και του Ανώτατου Δικαστηρίου των ΗΠΑ, διότι αυτές αναδεικνύουν και τα σημαντικότερα νομικά ζητήματα της αναδιάρθρωσης του χρέους της Αργεντινής και είναι οι πιο χαρακτηριστικές και καθοριστικές.

Στην υπόθεση *Abaclat* Ιταλοί επενδυτές, κυρίως φπ αλλά και νπ με έδρα στην Ιταλία υπέβαλαν στο ICSID αίτηση για διαιτητική επίλυση της διαφοράς τους με την Αργεντινή με βάση τη διμερή σύμβαση προστασίας ξένων επενδύσεων (BIT) μεταξύ Ιταλίας και Αργεντινής. Το πρώτο νομικό ζήτημα στην *Abaclat* είναι αν το ICSID έχει τη δικαιοδοσία να κρίνει επί συλλογικών αιτήσεων (class actions)³⁹⁸. Η Αργεντινή ισχυρίστηκε ότι η αίτηση δεν μπορεί να γίνει δεκτή, καθόσον δεν έχει συναινέσει στην υπαγωγή της συγκεκριμένης συλλογικής αίτησης στη διαιτησία του ICSID³⁹⁹. Οι αιτούντες απάντησαν στον εν λόγω ισχυρισμό ότι δεν πρόκειται για συλλογική αίτηση αλλά για ομαδική αίτηση, στην οποία συνενώνονται οι επιμέρους αιτήσεις καθενός από τους αιτούντες χωριστά⁴⁰⁰. Το ICSID έκρινε ότι σύμφωνα με το αρθρ. 8 παρ. 3 της σύμβασης BIT μεταξύ Ιταλίας και Αργεντινής, καθένα από τα συμβαλλόμενα μέρη δίνει τη συναίνεσή του για διαιτητική επίλυση των μελλοντικών διαφορών και με

394. Οι τίτλοι του προγράμματος ανταλλαγής διέπονταν από 8 διαφορετικά δίκαια, μεταξύ αυτών το αμερικανικό (Νέα Υόρκη), το ιταλικό, το γερμανικό και το αγγλικό.

395. *Abaclat and others v. Argentine Republic* (ICSID case No. ARB/07/5), Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4.8.2011. Αρχικά είχε εισαχθεί στο ICSID και ήταν γνωστή ως υπόθεση *Giovanna a Beccara and others v. The Argentine Republic* αλλά μετονομάστηκε μετά την παραίτηση της αρχικώς πρώτης αιτούσας *Giovanna Beccara* σε *Abaclat* από το όνομα του επόμενου αιτούντος με αλφαβητική σειρά.

396. International Centre for the Settlement of Investment Disputes (Διεθνές Κέντρο Επίλυσης Επενδυτικών Διαφορών). Ιδρύθηκε με τη Σύμβαση της Ουάσιγκτον του 1965 και λειτουργεί ως διεθνές διαιτητικό κέντρο, όπου διεξάγονται διεθνείς διαιτησίες μεταξύ κρατών που έχουν κυρώσει τη Σύμβαση αυτή και υπηκόων (νπ ή φπ) άλλων συμβαλλόμενων κρατών.

397. Βλ. λίστα των σχετικών υποθέσεων στο ενημερωτικό έγγραφο K-18 της SEC για την Αργεντινή (http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000090342311000486/roa-18k_0928.htm).

398. Πρόκειται για θεσμό του αμερικανικού δικαίου που επιτρέπει την εκκίνηση δικαστικών αγωγών από οργανώσεις για λογαριασμό περισσότερων μεμονωμένων ενδιαφερομένων. Η θετική έκβαση ενεργεί υπέρ όλων ανεξάρτητα από το εάν έλαβαν μέρος στη διαδικασία ή όχι. Η λειτουργία είναι ανάλογη των συλλογικών αγωγών του ν. 2251/1994.

399. Για τη συναίνεση εκ μέρους του κράτους κατά του οποίου κατατίθεται αίτηση στο ICSID δεν αρκεί απλώς να έχει κυρώσει τη Σύμβαση της Ουάσιγκτον (Σύμβαση του ICSID) αλλά απαιτείται να έχει συναινέσει στην υπαγωγή της συγκεκριμένης διαφοράς στο ICSID, σύμφωνα με το αρθρ. 25 της Σύμβασης (*Abaclat and others v. Argentine Republic*, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4.8.2011, 93 § 258).

400. *Abaclat and others v. Argentine Republic* (ICSID case No. ARB/07/5), Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4.8.2011, 51-53 § 98-108.

την κατάθεση σχετικής αίτησης στο ICSID εκ μέρους των Ιταλών επενδυτών, η πρόταση συναίνεσης της Αργεντινής έγινε δεκτή και είναι, επομένως, έγκυρη⁴⁰¹. Όσον αφορά δε το χαρακτήρα της αίτησης ως συλλογικής (class action), το ICSID απεφάνθη ότι επρόκειτο στην πραγματικότητα για μία μαζική αίτηση (mass action), και συγκεκριμένα, για την πρώτη τέτοια μαζική αίτηση που ήχθη ενώπιόν του, αλλά αυτό δεν την εξαιρεί από τη δικαιοδοσία του.

Το κυριότερο ερώτημα στο οποίο κλήθηκε να απαντήσει το ICISD για να κρίνει επί του παραδεκτού της αίτησης⁴⁰² είναι το εάν η αγορά ομολόγων εμπίπτει στον ορισμό της επένδυσης σύμφωνα με τη σύμβαση BIT και το αρθρ. 25 της Σύμβασης ICSID⁴⁰³. Εν προκειμένω, το διαιτητικό δικαστήριο απέρριψε την εφαρμογή του λεγόμενου τεστ *Salini*⁴⁰⁴, διότι η εφαρμογή του θα είχε ως αποτέλεσμα την εξαίρεση των επενδύσεων των αιτούντων από την δικαιοδοσία του ICSID και θα αντιστρατευόταν με αυτό τον τρόπο τον ίδιο το σκοπό της Σύμβασης, δηλαδή την ενθάρρυνση των ιδιωτικών επενδύσεων σε ξένα κράτη με την παροχή των κατάλληλων εργαλείων για την επίλυση τυχόν διαφορών⁴⁰⁵. Περαιτέρω, η Αργεντινή ισχυρίστηκε ότι οι επενδύσεις που πραγματοποιήσαν οι αιτούντες αγοράζοντας ομόλογα στην δευτερογενή αγορά δεν είναι επενδύσεις στο έδαφος της Αργεντινής, σύμφωνα με τη σύμβαση BIT. Επ' αυτού το ICSID έκρινε ότι ο ορισμός άλλης δικαιοδοσίας στη σύμβαση BIT δεν μεταβάλλει τον τόπο της επένδυσης και κατέληξε ότι η αγορά των ομολόγων Αργεντινής αποτελούσε πράγματι επένδυση στο έδαφος της Αργεντινής⁴⁰⁶.

Η σπουδαιότητα της απόφασης *Abaclat* εντοπίζεται στα δύο ανωτέρω ερωτήματα: το ICSID έκρινε πρώτον ότι η αγορά κρατικών τίτλων εμπίπτει στον ορισμό της επένδυσης σύμφωνα με τη σύμβαση ICSID, ανοίγοντας έτσι τον δρόμο και για άλλους ιδιώτες επενδυτές (φπ ή νπ) να αξιοποιήσουν τις συμβάσεις BIT με κράτη-εκδότες ομολόγων σε περιπτώσεις αναδιάρθρωσης ή παύσης πληρωμών, και δεύτερον ότι χιλιάδες αιτούντες⁴⁰⁷ μπορούν να υποβάλουν μία μαζική αίτηση στο ICSID (mass action). Είναι σαφές ότι η κρίση του ICSID έχει επίδραση στην επίλυση των διαφορών των κρατών – εκδοτών ομολόγων με τους μεμονωμένους κατόχους των τίτλων αλλά και στη διαμόρφωση και τη λειτουργία των BITs⁴⁰⁸. Ήδη, η επίδραση της *Abaclat* ως προς την πρώτη διάσταση, επιβεβαιώνεται στην

401. *Abaclat and others v. Argentine Republic*, 93 § 258.

402. Αναμένεται η κρίση του Δικαστηρίου επί της ουσίας της διαφοράς.

403. Βλ. και *Waibel*, Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration, SSRN, 7.9.2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1566482.

404. Βλ. σχετικά με τον ορισμό της «επένδυσης» στη νομολογία του ICSID *Αρχοντάκη/Simsive*, Η έννοια της επένδυσης στη νομολογία του ICSID, ΕΕυρΔ 2013, 281-289.

405. *Abaclat and others v. Argentine Republic*, 141 § 364.

406. *Abaclat and others v. Argentine Republic*, 147 § 380.

407. Στην υπόθεση *Abaclat* μετά τις παραιτήσεις πολλών αιτούντων, ο τελικός αριθμός ήταν περίπου 60.000.

408. *Beess und Chrostin*, Sovereign Debt Restructuring and Mass Claims Arbitration before the ICSID, The *Abaclat* Case, Harvard International Law Journal, 2012, v. 53, n. 2, 505-517.

περίπτωση του ελληνικού «κουρέματος» από τις δύο αιτήσεις που έχουν κατατεθεί στο ICSID από την Λαϊκή Τράπεζα Κύπρου και την σλοβακική τράπεζα Poštová Banka⁴⁰⁹.

Μεταξύ των πολυάριθμων υποθέσεων που έχουν εισαχθεί στα Δικαστήρια των ΗΠΑ κατά της Αργεντινής, η πιο πολυσυζητημένη και χαρακτηριστική υπόθεση είναι αυτή της *NML*. Η *NML Capital* είναι θυγατρική του κερδοσκοπικού fund Elliott Management με έδρα στα νησιά Cayman, γνωστού ήδη από την πολυσυζητημένη διαμάχη με το Περού, επί της οποίας εκδόθηκε η απόφαση – ορόσημο του ομοσπονδιακού Εφετείου των ΗΠΑ⁴¹⁰. Με την απόφαση αυτή κρίθηκε ότι προς ικανοποίηση του ενάγοντος fund λόγω της παραβίασης της αρχής *pari passu*, είναι δυνατή η δέσμευση ποσών που καταβάλλει ο οίκος εκκαθάρισης του Περού στις Βρυξέλλες στους κατόχους ομολόγων που συνήνεσαν στην αναδιάρθρωση. Έτσι, η Elliott Associates απευθύνθηκε στα δικαστήρια του Βελγίου και επέτυχε την έκδοση σχετικής απόφασης από το Εφετείο⁴¹¹. Ακολούθησε συμβιβασμός του Περού με το fund προς ικανοποίηση των απαιτήσεών του.

Η απόφαση *Elliott* είναι σημαντική διότι διέκρινε μεταξύ δύο διαφορετικών σχημάτων πληρωμής των ομολογιούχων στο πλαίσιο αναδιάρθρωσης χρέους: είτε μέσω προστηθέντος χρηματοπιστωτικού οργανισμού (fiscal agent) είτε μέσω ενδιάμεσου καταπιστευματοδόχου (trustee). Στην πρώτη περίπτωση τα ποσά που καταβάλλει ο προστηθείς ανήκουν στην περιουσία του εκδότη – οφειλέτη, και, άρα, μπορούν να δεσμευθούν κατ' αίτηση των μη συναινεσάντων ομολογιούχων αν στραφούν εναντίον του εκδότη, όπως συνέβη στην υπόθεση *Elliott*. Αντίθετα, στη δεύτερη περίπτωση, ο καταπιστευματοδόχος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους και τα ποσά που τούς καταβάλλει δεν μπορούν να δεσμευθούν από τους μη συναινέσαντες⁴¹².

Η *NML*, κερδοσκοπικό fund με έδρα τη Νέα Υόρκη, είχε αγοράσει ομόλογα Αργεντινής σε πολύ χαμηλές τιμές μετά την χρεοκοπία της χώρας το 2001 και σε συνέχεια της αναδιάρθρωσης του 2005 επεδίωξε δικαστικά να πληρωθεί για το σύνολο της ονομαστικής αξίας των τίτλων και τους τόκους, δηλαδή για ποσό πολύ μεγαλύτερο από αυτό που είχε καταβάλει για να αγοράσει τους τίτλους. Το σκεπτικό της *Elliott* ακολούθησε το αμερικανικό Εφετείο και στην υπόθεση *NML*,

⁴⁰⁹. *Cyprus Popular Bank Co. Ltd v. Hellenic Republic* (ICSID case No. ARB/14/16) και *Poštová banka, a.s. and ISTROKAPITAL SE v. Hellenic Republic*, (ICSID Case No. ARB/13/8).

⁴¹⁰. *Elliott Associates, L.P. v. Banco de la Nación and the Republic of Peru*, US Court of Appeals for the Second Circuit, 20.10.1999. Βλ. και *Olivares-Caminal*, The *pari passu* interpretation in the Elliott case: a brilliant strategy but an awfull (mid-long term) outcome?, *Hofstra Law Review*, 2011, vol. 49, issue 39, 39-63, <http://www.hofstralawreview.org/wp-content/uploads/2013/02/40-1-Olivares-Caminal-Hofstra-Law-Review.pdf>.

⁴¹¹. *Elliott Associates, L.P. v. Banco de la Nación and the Republic of Peru*, Court of Appeal of Brussels, 8th Chamber, 26.9.2000.

⁴¹². *Kingdon*, Leveraging Litigation: Enforcing Sovereign Debt Obligations in *NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina*, 37 *Boston College International and Comparative Law Review*, 30, 2014, 35, <http://lawdigitalcommons.bc.edu/iclr/vol37/iss3/4>.

επικυρώνοντας την πρωτοβάθμια απόφαση που υποχρέωσε την Αργεντινή να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις του fund λόγω της παραβίασης της αρχής *pari passu*⁴¹³. Βέβαια, στην υπόθεση NML το Εφετείο έκανε ένα ακόμη βήμα, εκτείνοντας το σκεπτικό της Elliott και στην περίπτωση που ο εκδότης – οφειλέτης χρησιμοποιεί ως ενδιάμεσο καταπιστευματοδόχο (trustee) για την πληρωμή των ομολογιούχων. Η Αργεντινή προέβαλε μεταξύ άλλων τον ισχυρισμό ότι η πρωτοβάθμια απόφαση ερχόταν σε αντίθεση με τις διατάξεις της αμερικανικής νομοθεσίας σχετικά με την ασυλία ξένων κρατών (Foreign State Immunity Act, FSIA), τον οποίο απέρριψε το Εφετείο μαζί με τους υπόλοιπους αμυντικούς ισχυρισμούς της Αργεντινής.

Στο πλαίσιο της εκτέλεσης των ευνοϊκών αποφάσεων που επέτυχε η NML, επεδίωξε τη γνωστοποίηση περιουσιακών στοιχείων της Αργεντινής επιδίδοντας σχετικές κλήσεις σε δύο τράπεζες (Bank of America και Banco de la Nación Argentina), ζητώντας τους στοιχεία για τις οικονομικές συναλλαγές της Αργεντινής. Η Αργεντινή ισχυρίστηκε ότι τα αιτήματα για γνωστοποίηση συναλλαγών έρχονταν σε αντίθεση με το FSIA αλλά με πρόσφατη απόφασή του, το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ⁴¹⁴ απέρριψε τον ισχυρισμό αυτό κρίνοντας ότι καμία διάταξη του σχετικού νομοθετήματος δεν αποκλείει την γνωστοποίηση περιουσιακών στοιχείων ξένου κράτους στο πλαίσιο της διαδικασίας εκτέλεσης εναντίον του. Η Αργεντινή είχε ήδη παραιτηθεί από την δικαιοδοτική ασυλία (jurisdictional immunity) σύμφωνα με τους όρους των ομολόγων της ενώ ως προς την εκτέλεση (execution immunity), το FSIA προστατεύει τα περιουσιακά στοιχεία ξένων κρατών σε αμερικανικό έδαφος αλλά δεν αποκλείει τα αιτήματα γνωστοποίησης περιουσιακών στοιχείων.

Ήδη από την έκδοση της πρωτοβάθμιας απόφασης, η NML στράφηκε και σε άλλες δικαιοδοσίες προκειμένου να αναγνωρίσει και να εκτελέσει την απόφαση του αμερικανικού δικαστηρίου στα κράτη όπου βρίσκονται περιουσιακά στοιχεία της Αργεντινής. Το Ανώτατο Δικαστήριο του Ηνωμένου Βασιλείου⁴¹⁵ επέτρεψε στην NML να επιδιώξει εκτέλεση σε περιουσιακά στοιχεία της Αργεντινής βάσει της απόφασης του αμερικανικού δικαστηρίου δεχόμενο ότι η συγκεκριμένη περίπτωση εμπίπτει στην εξαίρεση της αγγλικής νομοθεσίας περί ασυλίας ξένων κρατών (Sovereign Immunity Act, SIA) όσον αφορά εμπορικές συναλλαγές (commercial transactions)⁴¹⁶. Την ίδια άποψη είχε και το Γερμανικό Συνταγματικό Δικαστήριο, που θεώρησε τις

413. *NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina*, US Court of Appeals for the Second Circuit, No. 12-105, 26.10.2012. Το Εφετείο επικύρωσε την πρωτοβάθμια απόφαση αλλά ανέπεμψε στο πρωτοβάθμιο δικαστήριο (District Court) για διευκρινίσεις ως προς το μηχανισμό πληρωμής των ομολογιούχων.

414. *NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina*, US Supreme Court certiorari for the Second Circuit, No. 12-842, 16.6.2014.

415. *NML Capital Ltd v. Republic of Argentina*, UK Supreme Court, 2011.

416. Συγκεκριμένα, το ερώτημα στο οποίο κήθηκε να απαντήσει το UK Supreme Court ήταν αν το αίτημα της NML ενώπιον των αγγλικών δικαστηρίων για αναγνώριση και εκτέλεση της απόφασης του Δικαστηρίου της Νέας Υόρκης ήταν σχετικό με την αμερικανική απόφαση ή με εμπορική συναλλαγή της Αργεντινής, οπότε έχει εφαρμογή η εξαίρεση του section 3(1)(a) του SIA.

υποχρεώσεις της Αργεντινής έναντι των ομολογιούχων ως ιδιωτικά χρέη^{417, 418}.

Η υπόθεση NML έχει ιδιαίτερη επίδραση στην αντιμετώπιση των ζητημάτων που ανακύπτουν από την αναδιάρθρωση κρατικών χρεών. Αυτό διότι ανοίγοντας το δρόμο και για την εκτέλεση των δικαστικών αποφάσεων κατά των κρατών – οφειλετών, ανέδειξε τη σημασία της δικαστικής διεκδίκησης ικανοποίησης εκ μέρους των μη συναινεσάντων ομολογιούχων (holdouts). Η διεκδίκηση της πληρωμής των ομολόγων διά της δικαστικής οδού ήταν ανέκαθεν μία από τις δυνατές λύσεις για τους ομολογιούχους, αλλά είχε μικρή πρακτική σημασία, καθόσον η εκτέλεση των αποφάσεων θεωρούνταν μάλλον αδύνατη. Η σημασία, λοιπόν, της NML εντοπίζεται ακριβώς σε αυτή τη δυνατότητα εκτέλεσης στα περιουσιακά στοιχεία της Αργεντινής.

Η κρίση αυτή έχει δεχθεί θετικές κριτικές, καθώς έχει θεωρηθεί ότι είναι προσαρμοσμένη στις απαιτήσεις των συναλλαγών και με τον τρόπο αυτό ενισχύει την αξιοπιστία και την ασφάλεια των μεγάλων επενδύσεων σε κρατικούς τίτλους: οι ομολογιούχοι γνωρίζουν πλέον ότι μπορούν να επιδιώξουν την εκτέλεση σε βάρος του κράτους – εκδότη και να ικανοποιηθούν σε περίπτωση χρεοκοπίας⁴¹⁹. Δεν θα πρέπει, όμως, να αγνοήσουμε το γεγονός ότι οι αποφάσεις – ορόσημα στις μεγάλες αναδιարθρώσεις κρατικού χρέους (Elliott και NML) εκδόθηκαν στο πλαίσιο μακροχρόνιων δικαστικών αγώνων που εκκίνησαν μεγάλα κερδοσκοπικά funds, για τα οποία η δικαστική διαμάχη ήταν μάλλον αυτοσκοπός. Αγόρασαν τους τίτλους σε εξευτελιστικές τιμές με στόχο να «κυνηγήσουν» δικαστικά τον εκδότη – οφειλέτη διεκδικώντας ποσά πολλαπλάσια των ποσών που διέθεσαν αρχικά για την απόκτηση των τίτλων. Γι' αυτό το λόγο χαρακτηρίζονται ως «γύπτες» (vulture funds).

Από τη μία πλευρά, η ασφάλεια των συναλλαγών στην απρόσωπη διεθνή αγορά υπαγορεύει την ικανοποίηση των ζημιωθέντων επενδυτών, ανεξάρτητα από τα υποκειμενικά χαρακτηριστικά τους. Από την άλλη πλευρά, όμως, η κίνηση ενός μόνο δανειστή, φάνηκε ότι μπορεί να απειλήσει ολόκληρο το εγχείρημα της αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους, αδικώντας τους συναινέσαντες επενδυτές και επηρεάζοντας καταλυτικά την οικονομία του κράτους – εκδότη των τίτλων και, τελικά, επιδρώντας στη ζωή των πολιτών του⁴²⁰.

Επιχειρώντας μία αδρομερή σύγκριση της αναδιάρθρωσης του χρέους της

⁴¹⁷. BVerfG 8.5.2007.

⁴¹⁸. Στη Γαλλία και στο Βέλγιο, όμως, το αίτημα της NML για εκτέλεση σε βάρος της Αργεντινής δεν ευοδώθηκε, διότι δεν ήταν δυνατή η εκτέλεση στα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία (σε λογαριασμούς διπλωματικών αποστολών ή σε ποσά ευρισκόμενα στο έδαφος του forum που οφείλονταν σε ασφαλιστικά ταμεία και στις φορολογικές αρχές της Αργεντινής και, άρα, δεν αφορούσαν εμπορικές συναλλαγές) και δεν είχε προηγηθεί ρητή παραίτηση της Αργεντινής από την ετεροδικία ως προς τα στοιχεία αυτά σύμφωνα με τη Σύμβαση των Ηνωμένων Εθνών για την δικαιοδοτική ασυλία των κρατών και της περιουσίας τους. Βλ. αναλυτικά *Audit, Sovereign Bonds and national Relativism: Can New York Law Contracts Safely cross the Atlantic?*, SSRN, 16.2.2014, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2396856.

⁴¹⁹. Kingdon, 2014, 43.

⁴²⁰. *Embassy of Argentina, Washington D.C.*, 10 Reasons Why NML v. Argentina Matters to All, 2014, <http://g24.org/wp-content/uploads/2014/03/10-Reasons-Why-NML-vs.-Argentina-Matters.pdf>.

Αργεντινής με τη διαδικασία του PSI, θα λέγαμε ότι στην περίπτωση της Αργεντινής οι δύο προτάσεις ανταλλαγής τίτλων ήταν περισσότερο μονομερείς και επιβλήθηκαν από την ίδια την κυβέρνηση της Αργεντινής παρά τις μακροχρόνιες διαπραγματεύσεις με τους επενδυτές⁴²¹. Στην περίπτωση της Ελλάδας, όμως, θα μπορούσε κανείς να πει ότι συνέβη το αντίστροφο, δηλαδή μετά από πολύ πιο σύντομες διαπραγματεύσεις, η Ελληνική κυβέρνηση κατέληξε με τους επενδυτές στην τελική συμφωνία, η οποία, φαίνεται να διαμορφώθηκε κατά κύριο λόγο από τους ίδιους τους θεσμικούς επενδυτές (αυτοί που έλαβαν μέρος στις διαπραγματεύσεις ήταν και αυτοί που συναίνεσαν στο PSI), την ΕΕ και το ΔΝΤ.

Επίσης, σημασία έχει το γεγονός ότι στην αναδιάρθρωση του χρέους της Αργεντινής υπήρχε πολύ μεγάλη ανομοιογένεια μεταξύ των μη συναινεσάντων επενδυτών (φπ, vulture funds, θεσμικοί επενδυτές κ.ά.) και οι διαπραγματεύσεις ήταν πολυδιασπασμένες σε διαφορετικά fora (Paris Club, London Club, TFA κ.ά.). Αντίθετα, στην περίπτωση των ΟΕΔ, λόγω και του μεγάλου βαθμού συγκέντρωσης που παρουσίαζαν οι τίτλοι και του εξαιρετικά υψηλού ποσοστού των συναινεσάντων επενδυτών, οι μη συναινέσαντες (holdouts) παρουσιάζουν σχετική ομοιογένεια. Είναι κυρίως ημεδαποί κάτοχοι τίτλων, ασφαλιστικά ταμεία και κυρίως φπ, ενώ μεταξύ αυτών υπήρχαν και ορισμένοι ξένοι επενδυτές (γερμανοί ομολογιούχοι, βλ. ΣΤΕ 1117/2014). Είναι, λοιπόν, ελαχιστοποιημένος ο κίνδυνος διεκδικήσεων από «γύπες» για την Ελλάδα⁴²².

Τέλος, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του χρέους της Αργεντινής είναι πολλές οι αποφάσεις πολιτικών δικαστηρίων (ιταλικών, αυστριακών, γερμανικών) που αναγνωρίζουν τις ευθύνες των διαμεσολαβητών, δηλαδή των επενδυτικών συμβούλων, που προώθησαν τους τίτλους στο επενδυτικό κοινό. Σχετική επισήμανση εντοπίζεται και στην απόφαση *Abacat*⁴²³. Το ICSID απαντώντας στις αιτιάσεις των επενδυτών έκρινε ότι τυχόν ευθύνες των επενδυτικών συμβούλων είναι εκτός του πεδίου εφαρμογής της διμερούς σύμβασης Αργεντινής και Ιταλίας. Τυχόν ευθύνες θα πρέπει να αναζητηθούν απευθείας έναντι των τραπεζών και των υπόλοιπων διαμεσολαβητών.

⁴²¹. *Hornbeck*, Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the «Holdouts», CRS Report for Congress, 6.2.2013, <https://www.fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf>.

⁴²². Το γνωστό κερδοσκοπικό fund Dart Management, με έδρα στα νησιά Cayman, ικανοποιήθηκε πλήρως από το Ελληνικό Δημόσιο εκτός διαδικασίας PSI (βλ. ενδεικτικά *Daerden*, Greece: Here come the vulture funds, *The Guardian*, 17.5.2012, <http://www.theguardian.com/commentisfree/2012/may/17/greece-vulture-funds>).

⁴²³. *Abacat and others v. Argentine Republic* (ICSID case No. ARB/07/5), Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4.8.2011, 121-122 § 327-330.

3. Ζητήματα εφαρμοστέου δικαίου:

Πώς εξηγείται η προτίμηση στο αγγλικό και το αμερικανικό δίκαιο;

Η έκδοση κρατικών ομολόγων ως εμπορική συναλλαγή με στοιχεία αλλοδαπότητας υπόκειται στους συμβατικούς όρους της εκάστοτε έκδοσης, όπως οποιαδήποτε εμπορική συναλλαγή. Ωστόσο, η έκδοση ομολόγων παρουσιάζει την εξής ιδιομορφία σε σχέση με οποιαδήποτε άλλη κοινή εμπορική συναλλαγή: ο εκδότης έχει πάντοτε τη δυνατότητα να εκδηλώσει την κυριαρχία του με νομοθετικές πράξεις και να προστατευθεί από προσπάθειες εκτέλεσης σε βάρος του καλυπτόμενος από το μανδύα της ετεροδικίας. Έτσι, το εφαρμοστέο δίκαιο στις εκδόσεις κρατικών τίτλων συνδέεται άρρηκτα και με το ζήτημα της ετεροδικίας του εκδότη⁴²⁴. Η επιλογή του εφαρμοστέου δικαίου και της δικαιοδοσίας διαμορφώνεται ανάλογα με τις εκάστοτε ανάγκες και το επενδυτικό κοινό στο οποίο απευθύνεται ο εκδότης των τίτλων.

Η επικράτηση των υπό αμερικανικό και αγγλικό δίκαιο τίτλων που υπάγονται στη δικαιοδοσία των αμερικανικών (συγκεκριμένα των δικαστηρίων της Νέας Υόρκης) και των αγγλικών δικαστηρίων είναι αδιαμφισβήτητη⁴²⁵. Η προτίμηση στο αγγλικό και το αμερικανικό δίκαιο δεν είναι τυχαία. Οφείλεται στην στροφή του αμερικανικού⁴²⁶ και του αγγλικού⁴²⁷ δικαίου προς την σχετική ετεροδικία των ξένων κρατών (restrictive immunity)⁴²⁸, η οποία επιτρέπει στους δανειστές να εναγάγουν και να επιδιώξουν αναγκαστική εκτέλεση σε βάρος της περιουσίας του κράτους – εκδότη, εφόσον η διαφορά σχετίζεται με εμπορικές συναλλαγές (related to commercial activities), όπως η έκδοση κρατικών τίτλων⁴²⁹. Η επικράτηση της σχετικής ετεροδικίας άλλαξε το τοπίο στη δικαστική διεκδίκηση των απαιτήσεων των κατόχων ομολόγων έναντι των εκδοτών, η οποία ως τότε δεν αποτελούσε ρεαλιστική

⁴²⁴. Franzina (2013), 3.

⁴²⁵. Schumacher/Trebesch/Enderlein, Sovereign Defaults in Court: The rise of creditor litigation 1976-2010, 23.6.2013, <http://www.scu.edu/business/economics/upload/SovereignDefaultsInCourt.pdf>.

⁴²⁶. Foreign States Immunities Act (1976). Βλ. ενδεικτικά σχετικά με το ιστορικό πλαίσιο της υιοθέτησης του νομοθετήματος αυτού στις ΗΠΑ Jay, Foreign Sovereign Immunity Act – Commercial Activity Exception – United States may exercise jurisdiction over a Sovereign who has issued promissory notes to US corporation – Shapiro v. Republic of Bolivia, 930 F.2nd 1013 (2d Circuit 1991), Georgia Journal of International & Comparative Law, 1991, 539 – 555, <http://digitalcommons.law.uga.edu/gjicl/vol21/iss3/9/> και Loeb, Strengthening Bond Creditors' Remedies Under the Foreign Sovereign Immunities Act, Harvard Law School International Finance Seminar, 27.4.2004, <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2003---2004/sp24.pdf>.

⁴²⁷. Sovereign Immunity Act (1978). Βλ. σχετικά με την υιοθέτηση της σχετικής ετεροδικίας και του νομοθετήματος NML Capital Ltd v. Republic of Argentina, UK Supreme Court, 2011, 8 επ

⁴²⁸. Βλ. αναλυτικότερα Ρούκουνας, Δημόσιο Διεθνές Δίκαιο (2010), 415-425 και Σαράντη, 2008. Ειδικότερα όσον αφορά την έκδοση κρατικών ομολόγων βλ. ενδεικτικά Weidemaier, Sovereign Immunity and Sovereign Debt, University of Illinois Law Review, Vol. 2014, <http://illinoislawreview.org/wp-content/ilr-content/articles/2014/1/Weidemaier.pdf>.

⁴²⁹. Πρβλ. τις αποφάσεις NML. Βλ. και Loeb (2004), 3 με παραπομπή σε Burow/Rogoff («the FSIA and SIA have allowed foreign sovereigns to use the U.S. and U.K. courts as commitment vehicles for repaying debts»).

λύση αφού οι δανειστές εμποδίζονταν από την απόλυτη ετεροδικία των κρατών – οφειλετών⁴³⁰.

Αμερικανικό και αγγλικό δίκαιο δεν είναι απολύτως όμοια. Διαφοροποιούνται ως προς τη δυνατότητα που παρέχουν για εκτέλεση σε βάρος των περιουσιακών στοιχείων του εκδότη. Το αμερικανικό δίκαιο φαίνεται πιο αδύναμο στο στάδιο της εκτέλεσης⁴³¹ διότι περιορίζει τη δυνατότητα εκτέλεσης σε περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται σε αμερικανικό έδαφος και χρησιμοποιήθηκαν για την συγκεκριμένη εμπορική συναλλαγή, ενώ, αντίθετα, το αγγλικό δίκαιο δεν προβλέπει τέτοιο περιορισμό⁴³². Επιτρέπει την εκτέλεση σε οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο του εκδότη βρίσκεται σε αγγλικό έδαφος με την επιφύλαξη της προστασίας των περιουσιακών στοιχείων των διπλωματικών και προξενικών αποστολών⁴³³.

Οι νέοι τίτλοι που εκδόθηκαν σε αντικατάσταση των επιλέξιμων τίτλων του προγράμματος PSI διέπονται από το αγγλικό δίκαιο. Μπορούμε να συνοψίσουμε τους λόγους που εξηγούν την επιλογή του αγγλικού δικαίου ως εξής: το SIA δίνει ευρύτερες δυνατότητες εκτέλεσης για την ικανοποίηση των πιστωτών, το αγγλικό δίκαιο έχει πλάσει και εξυπηρετεί καλύτερα την λειτουργία του θεσμού του trust⁴³⁴, τα αγγλικά δικαστήρια έχουν ιδιαίτερη εξοικείωση και εμπειρία σε ζητήματα διευθέτησης κρατικού χρέους και, ως εκ τούτου, το αγγλικό δίκαιο φαίνεται καλύτερα προσαρμοσμένο στις απαιτήσεις των συναλλαγών αυτού του είδους και εμφανίζεται πιο φιλικό προς τους πιστωτές. Χάρη σε όλα αυτά τα πλεονεκτήματα, το αγγλικό δίκαιο αναβαθμίζει την ποιότητα των νέων τίτλων στα μάτια των επενδυτών⁴³⁵ ενώ αποσοβεί τον κίνδυνο της αιφνιδιαστικής μονομερούς τροποποίησής τους από το Ελληνικό Δημόσιο, όπως συνέβη με το ν. 4050/2012 και εξαγνίζει τους νέους τίτλους από το κακό αυτό προηγούμενο⁴³⁶.

⁴³⁰. Weidemaier (2014), 68.

⁴³¹. Loeb (2004), 3 Bruno, Sovereign Debt Restructuring: Covenant and Default Clauses in Sovereign and Corporate Bonds and How the Difference Among Them Impacts in the NMLCase Against the Republic of Argentina in New York, 14.6.2013, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2279461, 41.

⁴³². Loeb (2004), 3.

⁴³³. Diplomatic Privileges Act (1964), Consular Relations Act (1968).

⁴³⁴. Ως καταπιστευματοδόχος (trustee) στη διαδικασία έχει ορισθεί το Wilmington Trust με έδρα στο Λονδίνο (βλ. ανωτέρω σελ. 27).

⁴³⁵. Zettelmeyer/Gulati, In the slipstream of the Greek debt exchange, 5.3.2012, <http://www.voxeu.org/article/slipstream-greek-debt-exchange>.

⁴³⁶. Βλ. και Villata (2013), 336.

4. Η ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης (CACs): μία καθιερωμένη διεθνής πρακτική

Οι ρήτρες συλλογικής δράσης είναι προδιατυπωμένες συμβατικές ρήτρες⁴³⁷ που εντάσσονται στους όρους έκδοσης ομολόγων και επιτρέπουν την τροποποίηση⁴³⁸ των όρων των τίτλων μέσα από συλλογικές διαδικασίες με την συναίνεση ορισμένου ποσοστού πλειοψηφίας των κατόχων, η οποία καταλαμβάνει αναγκαστικά και τους μη συναινέσαντες κατόχους. Οι CACs αποτελούν διεθνή πρακτική⁴³⁹. Η ιστορία τους ανάγεται στα τέλη του 19^{ου} αι. αλλά στις σύγχρονες εκδόσεις τίτλων η χρησιμότητά τους αναδύθηκε μετά το 2003 στον απόηχο της κρίσης χρέους του Μεξικού.

Οι ρήτρες CACs αποτελούσαν ανέκαθεν τον κανόνα για τους τίτλους υπό αγγλικό δίκαιο, ενώ για τους τίτλους υπό αμερικανικό δίκαιο (κυρίως δίκαιο Νέας Υόρκης) η χρήση τους ξεκίνησε την τελευταία δεκαετία, δηλαδή μετά την εισαγωγή τους στους όρους ομολόγων από το Μεξικό το 2003⁴⁴⁰. Οι CACs αναδείχθηκαν έκτοτε ως η λύση στο πρόβλημα της συλλογικής δράσης⁴⁴¹ και αποτελούν την απάντηση των αγορών στον αντίποδα των προτάσεων για μηχανισμούς αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους⁴⁴².

Χρησιμοποιώντας CACs ως όχημα, ο εκδότης μπορεί να επιτύχει ευκολότερα την απαιτούμενη πλειοψηφία και να επιβάλει την θετική έκβαση της συλλογικής διαδικασίας *erga omnes*. Βέβαια, όπως αποδείχθηκε από τη διεθνή εμπειρία, οι CACs βοηθούν στο να μετριαστεί το πρόβλημα των holdouts αλλά δεν αποτελούν πανάκεια διότι τελικά δεν λύνουν το πρόβλημα των holdouts. Θεωρείται, πάντως, ότι η αναδιάρθρωση με τη χρήση CACs έχει περισσότερες πιθανότητες επιτυχίας σε σχέση με τις αναδιρθρώσεις στις οποίες απαιτείται ομοφωνία των κατόχων των τίτλων⁴⁴³.

Η ελληνική κρίση χρέους ανέδειξε την ανάγκη αντιμετώπισης της αναδιάρθρωσης των χρεών για τα μέλη της Ευρωζώνης και οδήγησε στην υιοθέτηση

437. Βλ. *Gulati/Scott*, Three and a half minute transaction: Boilerplate and the limits of contracts design, 2012, που περιγράφουν τους προδιατυπωμένους όρους των εκδόσεων ομολόγων ως μία διεκπεραιωτική εργασία των 3,5 λεπτών για τους δικηγόρους των μεγάλων δικηγορικών εταιριών, που βασίζονται στα προδιατυπωμένα διαθέσιμα υποδείγματα.

438. Σημειώνουμε ότι υπάρχουν διαφορετικά είδη CACs (modification, acceleration, trustee CACs). Οι αναδιρθρώσεις σχετίζονται κυρίως με τη λειτουργία των modification CACs. Βλ. και *Weidemaier M./Gulati M.*, A People's History of Collective Action Clauses, 54 *Virginia Journal of International Law*, 2013, 52-54, http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2710 και *Bradley M./Gulati M.*, Collective Action Clauses for the Eurozone, *Duke Law Scholarship*, 19.12.2013, <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3082&context=facultyscholarship>.

439. Βλ. αιτιολογική έκθεση ν. 4050/2012 και σελ. 18 ανωτέρω.

440. *Weidemaier M./Gulati M.*, (2013) · *Hornbeck* (2013), 13.

441. Βλ. ανωτέρω σελ. 27.

442. Η αρχική πρόταση του ΔΝΤ για Μηχανισμό Αναδιάρθρωσης Κρατικού Χρέους (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM) εγκαταλείφθηκε το 2003.

443. *Bruno* (2013), 34.

της ομοιόμορφης χρήσης CACs για κρατικούς τίτλους από το 2013 και εξής. Η εισαγωγή τέτοιων ρητρών στους όρους ΟΕΔ αποτέλεσε κεντρικό σημείο του PSI. Η ιδιομορφία, όμως, των ρητρών αυτών στα ΟΕΔ εντοπίζεται στην αναδρομική εισαγωγή τους στους όρους ομολόγων που είχαν εκδοθεί προγενέστερα υπό ελληνικό δίκαιο και χωρίς πρόβλεψη CACs, και, μάλιστα ένα χρόνο πριν από την ισχύ της απόφασης του Eurogroup για υποχρεωτική χρήση CACs στην Ευρωζώνη⁴⁴⁴.

Η αναδρομική εισαγωγή των CACs στα ΟΕΔ εγείρει σοβαρούς προβληματισμούς όσον αφορά τόσο τη συμβατότητα με την αρχή *pacta sunt servanda*, όσο και με τις γενικές αρχές του IIF για την αναδιάρθρωση κρατικού χρέους⁴⁴⁵. Σύμφωνα με τις αρχές, παρά την επιτυχία του εγχειρήματος, δεν θα έπρεπε να έχει γίνει αναδρομική εισαγωγή CACs⁴⁴⁶. Τον προβληματισμό σχετικά με τις αναδρομικές και αιφνιδιαστικές ρήτρες CACs στα ΟΕΔ επισημαίνει και η μειοψηφία στις αποφάσεις του ΣτΕ, ενώ αντίθετα η πλειοψηφία θεμελιώνει τη νομιμότητα των ρητρών στο γεγονός ότι αντλούν από τη διεθνή πρακτική και στην δύναμη του υψηλού βαθμού συναίνεσης των ομολογιούχων⁴⁴⁷.

Θα πρέπει να παρατηρήσουμε, όμως, ότι τα επιχειρήματα της πλειοψηφίας μπορούν να ανατραπούν αν ληφθεί υπόψιν ότι το συμπληρωματικό σημείωμα της αρμόδιας επιτροπής για το κρατικό χρέος των κρατών-μελών της ΕΕ⁴⁴⁸ προβλέπει ότι η χρήση ομοιόμορφων ρητρών CACs δεν θα επηρεάσει τίτλους που έχουν εκδοθεί πριν το 2013 και δεν θα έχει εφαρμογή σε ομόλογα που απευθύνονται στο αποταμιευτικό κοινό (Retail Savings Bonds). Η πλειοψηφία του ΣτΕ παραλείπει να αναφερθεί στα δύο αυτά σημεία, τα οποία δεν δικαιολογούν ούτε την αναδρομικότητα των CACs του ν. 4050/2012 ούτε την εφαρμογή τους σε ομόλογα που βρίσκονταν στα χέρια «αποταμιευτών – επενδυτών»⁴⁴⁹.

⁴⁴⁴. Boudreau (2012).

⁴⁴⁵. Οι αρχές αυτές αποτελούν ένα κώδικα αρχών τον οποίο έχουν αποδεχθεί και τα κράτη του G20 από το 2004. Ο κώδικας λειτουργεί σαν ένα κοινό πλαίσιο αναφοράς χωρίς νομικά δεσμευτική ισχύ. Η εφαρμογή του έχει επεκταθεί από το 2010 και στις ανεπτυγμένες αγορές, ενώ ως τότε αφορούσε τις αναδυόμενες αγορές. Βλ. Principles for Stable Capital Flows & Fair Debt Restructuring, Report on Implementation by the Principles Consultative Group, October 2014, <https://www.iif.com/news/2014-report-implementation-principles-stable-capital-flows-and-fair-debt-restructuring>.

⁴⁴⁶. IIF, Report of the Joint Committee on Strengthening the Framework for Sovereign Debt Crisis Prevention and Resolution, Principles for Stable Capital Flows & Fair Debt Restructuring, 2012, https://www.iif.com/file/4199/download?token=yf_eMmyZ, 7, 14.

⁴⁴⁷. ΣτΕ ΟΛ 1116/2014, σκέψεις 24, 25, ΣτΕ ΟΛ 1117/2014 σκέψεις 16, 17, ΣτΕ ΟΛ 1508/2014, σκέψη 23.

⁴⁴⁸. EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, Model Collective Action Clause, Supplemental Explanatory Note, 26.3.2012, http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/supplemental_explanatory_note_on_the_model_cac_-_26_march_2012.pdf.

⁴⁴⁹. Βλ. ανωτέρω σελ. 59, υποσημ. 268.

5. Η σημασία των διμερών συμβάσεων προστασίας των διεθνών επενδύσεων (BITs)

Οι συναλλαγές του κράτους – εκδότη με τους πιστωτές του ενέχει στοιχεία διασυννοριακότητας, καθώς, οι τίτλοι μπορούν να αγορασθούν από οποιονδήποτε ενδιαφερόμενο επενδυτή, ανεξάρτητα από το εάν βρίσκεται εντός ή εκτός του κράτους έκδοσης. Αυτή ακριβώς είναι και η πεμπτουσία της λειτουργίας των διεθνών αγορών. Έτσι, μεταξύ των επενδυτών που θίγονται, είναι και κάτοχοι ομολόγων εκτός της χώρας έκδοσης. Στην περίπτωση της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, τέτοιο παράδειγμα είναι οι γερμανοί επενδυτές που άσκησαν αίτηση ακυρώσεως στο ΣΤΕ. Στην αίτησή τους, επικαλέσθηκαν ότι το «κούρεμα» αντίκειται μεταξύ άλλων και στις διατάξεις διμερούς συμφωνίας προστασίας των επενδύσεων μεταξύ της Ελλάδας και της Γερμανίας (ν. 4180/1961, ΦΕΚ/Α/144/2.9.1961).

Οι διμερείς συμφωνίες (Bilateral Investment Agreements) εντάσσονται στα εργαλεία για την προσέλκυση, προστασία και προώθηση των ξένων επενδύσεων, ώστε να υπάρχει ένα *minimum* προστασίας για τους ξένους επενδυτές στο έδαφος της χώρας υποδοχής⁴⁵⁰. Οι διμερείς συμβάσεις για την προστασία των ξένων επενδύσεων αναδεικνύονται σε ένα από τα πιο δυνατά όπλα των ξένων επενδυτών – κατόχων ομολόγων στις περιπτώσεις αναδιρθρώσεων κρατικού χρέους, ενώ συχνά χρησιμοποιούνται από κερδοσκόπους («γύπες»), που έχουν αγοράσει υποβαθμισμένα κρατικά ομόλογα σε χαμηλή τιμή και επιδιώκουν να αποζημιωθούν στο ακέραιο. Η υπόθεση *Abaclat* άνοιξε το δρόμο και για την επίλυση των διαφορών από αναδιρθρώσεις κρατικού χρέους από το ICSID και ήδη έχουν κατατεθεί δύο αιτήσεις κατά της Ελλάδας⁴⁵¹.

Η Ελλάδα έχει συνάψει διάφορες τέτοιες διμερείς συμφωνίες. Μεταξύ αυτών και τη συμφωνία με τη Γερμανία, η οποία προβλέπει: *«Επενδύσεις κεφαλαίων ενεργούμεναι υπό υπηκόων ή εταιρειών του ενός συμβαλλομένου κράτους απολαμβάνουν εν τω εδάφει του ετέρου πλήρους προστασίας και ασφαλείας. [...] Επενδύσεις κεφαλαίων [...] επιτρέπεται να απαλλοτριούνται μόνον χάριν δημοσίας ωφελείας και έναντι αποζημιώσεως. [...] Ο όρος "επενδύσεις κεφαλαίων", περιλαμβάνει παν περιουσιακόν στοιχείον και δη ενδεικτικώς: α. Δικαιώματα ιδιοκτησίας επί κινητών και ακινήτων πραγμάτων και λοιπά εμπράγματα δικαιώματα, ως υποθήκας, ενέχυρα, επικαρπίαν και τα όμοια τούτων. β. [...] γ. Χρηματικές απαιτήσεις ή παροχάς εχούσας οικονομικήν αξίαν»*.

Με την αίτησή τους, οι γερμανοί επενδυτές επικαλέσθηκαν ότι οι επενδύσεις τους σε ομόλογα εμπίπτουν στις προστατευτικές διατάξεις της διμερούς σύμβασης

⁴⁵⁰. Βλ. αναλυτικά σχετικά με τις διμερείς συμφωνίες Γκλαβίνης, Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο (2009)

⁴⁵¹. Βλ. ανωτέρω σελ. 97 υποσημ. 409.

και με τη διαδικασία του PSI παραβιάσθηκε το δικαίωμά τους για προηγούμενη, δικαστικώς καθοριζόμενη, αποζημίωση. Ωστόσο, η Ολομέλεια του ΣτΕ έκρινε ότι οι επενδύσεις αυτές δεν εμπίπτουν στην έννοια των προστατευόμενων επενδύσεων, καθώς δεν έχουν εγκριθεί με υπουργική απόφαση, όπως προβλέπει ο ν. 4081/1961 και απέρριψε το σχετικό λόγο ακυρώσεως⁴⁵². Η επικλήση του BIT Ελλάδας – Γερμανίας δεν ευδοκίμησε ενώπιον του ΣτΕ αλλά αναμένεται να κριθούν οι δύο υποθέσεις που έχουν υποβληθεί στο ICSID και αφορούν στην περίπτωση της Λαϊκής Τράπεζας Κύπρου τη διμερή σύμβαση Ελλάδας – Κύπρου και στην περίπτωση της Roštoná Banka τις διμερείς συμβάσεις Ελλάδας – Τσεχίας και Ελλάδας – Κύπρου.

Εάν, μετά την θετική κρίση σχετικά με την αρμοδιότητά του στην *Abaclat*, το ICSID κρίνει με τον ίδιο τρόπο, πιθανότατα θα κάνει δεκτές τις δύο υποθέσεις. Το ενδιαφέρον τότε θα επικεντρωθεί στην ουσία της διαφοράς και σε ερωτήματα όπως εάν η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους αποτελεί απαλλοτρίωση επενδύσεων σε ΟΕΔ, εάν η συμπερίληψη των τίτλων των θιγόντων επενδυτών αποτελούσε «άνιση και διακριτική μεταχείριση» σε σχέση με την μεταχείριση άλλων κατόχων ΟΕΔ που δεν εντάχθηκαν στο PSI, αν η απομείωση της αξίας των επενδύσεων των θιγόντων μπορεί να δικαιολογηθεί από την κατάσταση ανάγκης⁴⁵³. Από τη μέχρι σήμερα ανομοιογενή νομολογία του ICSID⁴⁵⁴ και άλλων εθνικών δικαστηρίων⁴⁵⁵ για την έννοια της κατάστασης ανάγκης, φαίνεται ότι η επίκληση της κατάστασης ανάγκης θα είναι προβληματική, κυρίως ως προς τη διάσταση της συμβολής του ίδιου του κράτους στην επέλευση της κατάστασης ανάγκης⁴⁵⁶, και είναι δύσκολο να προβλέψουμε αν θα ευδοκιμήσει.

Στο σημείο αυτό, όμως, είναι απαραίτητο να σταθούμε στο ζήτημα της συμβολής του ίδιου του κράτους στην επέλευση της κατάστασης ανάγκης. Το ICSID

452. ΣτΕ Ολ 1117/2014, σκέψεις 31-32.

453. Βλ. σελ. 39 υποσημ. 199 ανωτέρω.

454. Σε αντίθεση με την UNCITRAL που δέχεται την εφαρμογή της κατάστασης ανάγκης (state of necessity) μόνο μεταξύ κυρίαρχων κρατών, το ICSID δέχεται την εφαρμογή της και στις σχέσεις μεταξύ κρατών και επενδυτών. Ωστόσο, η ερμηνεία του ICSID κατά την εφαρμογή της κατάστασης ανάγκης είναι αντιφατική. Στην απόφαση *LG&E Energy Corp, LG&E Capital Corp, and LG&E International Inc v. Argentina, LG Energy v. Argentina*, (ICSID Case No. ARB/02/1), Award 25.7.2007, το ICSID δέχθηκε την κατάσταση ανάγκης αλλά την οριοθέτησε στην περίοδο 1.12.2001 – 26.4.2003. Αντίθετα, στην απόφαση *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic*, (ICSID Case No. ARB/01/8), Award, 12.5.2005, το ICSID απέρριψε την επίκληση της κατάστασης ανάγκης διότι η Αργεντινή δεν απέδειξε ότι η οικονομική κρίση έθιξε κάποιο ουσιώδες συμφέρον οδηγώντας τη χώρα σε πλήρη οικονομική και κοινωνική κατάρρευση (§ 319-321). Την κρίση αυτή ακολούθησαν τα διαιτητικά δικαστήρια του ICSID και στην υπόθεση *Sempra Energy international v. Argentine Republic* (ICSID case No. ARB/02/16), Award 28.9.2007, § 348. Βλ. σχολιασμό σχετικά με τις δύο αντιφατικές κρίσεις *CMS* και *LG&E* σε *Waibel*, Two Worlds of necessity in ICSID arbitration: CMS and LG&E, 7.3.2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1566488.

455. Το Γερμανικό Συνταγματικό Δικαστήριο (BVerfG 8.5.2007) έκρινε ότι η Αργεντινή δεν μπορεί να επικαλεσθεί κατάσταση ανάγκης λόγω αδυναμίας να αποπληρώσει το χρέος της προς τους ιδιώτες επενδυτές.

456. Βλ. ανωτέρω σελ. 39 υποσημ. 199 και σελ. 46, υποσημ. 221

έκρινε στην υπόθεση *CMS* ότι οι κυβερνήσεις της Αργεντινής και οι αποτυχίες τους είχαν σημαντική συμβολή στην κρίση⁴⁵⁷. Την ίδια στάση τήρησε το ICSID και σε μεταγενέστερες αποφάσεις, με τις οποίες έκρινε ότι η οικονομική κρίση στην Αργεντινή οφειλόταν στις οικονομικές πολιτικές που ακολουθούσαν οι κυβερνήσεις της επής σειρά ετών και οι οποίες είχαν καταστήσει την οικονομία της χώρας ευάλωτη σε εξωγενή σκο και πιέσεις⁴⁵⁸.

Εξίσου σημαντικό είναι να αναφερθούμε και στην αντιμετώπιση της εμπλοκής του ΔΝΤ στην διαχείριση της οικονομικής κρίσης της Αργεντινής, καθόσον το ΔΝΤ διαδραμάτισε ανάλογο ρόλο και στην διαχείριση της ελληνικής κρίσης. Συγκεκριμένα, στην υπόθεση *Continental*⁴⁵⁹ το ICSID έκρινε ότι οι κυβερνήσεις της Αργεντινής ακολούθησαν πιστά τις υποδείξεις του ΔΝΤ, το οποίο, μάλιστα, αναγνώριζε τη συμμόρφωση της Αργεντινής ως υποδειγματική, και, συνεπώς, είχε και το ΔΝΤ σημαντική συμβολή στην επέλευση της κατάστασης ανάγκης στην οποία βρέθηκε η χώρα. Ανάλογη είναι η κατάσταση και για την Ελλάδα. Έτσι, στις δύο υποθέσεις επί των οποίων θα κληθούν να κρίνουν τα διαιτητικά panels του ICSID, αναμένεται να αναφερθεί και ο ρόλος του ΔΝΤ. Βέβαια, λόγω της ανομοιογένειας που παρουσιάζουν οι διαιτητικές αποφάσεις του ICSID, είναι δύσκολο να προβλέψει κανείς ποια θα ήταν η κρίση στην περίπτωση της Ελλάδας. Σε κάθε περίπτωση, όμως, η εμπλοκή του ΔΝΤ δεν θα πρέπει να μας κάνει να ξεχνάμε τη σημασία της συμβολής του ίδιου του κράτους στην επέλευση της κατάστασης ανάγκης.

Τέλος, στο νέο κύκλο που άνοιξε η υπόθεση *Abaclat* θα πρέπει να προσθέσουμε και την ανάληψη νέων πρωτοβουλιών σχετικά με τις συμφωνίες επίλυσης διαφορών μεταξύ επενδυτών και κρατών (ISDS) από την ΕΕ μετά τη Συνθήκη της Λισαβόνας, που ενέταξε την διαπραγμάτευση επενδυτικών συμφωνιών στις αρμοδιότητες της ΕΕ. Η Επιτροπή επεξεργάζεται ήδη βελτιώσεις στο ισχύον σύστημα προστασίας επενδύσεων και επίλυσης διαφορών με τους επενδυτές, μεταξύ των οποίων και η επεξεργασία σαφέστερων διατάξεων περί «έμμεσης απαλλοτρίωσης» και «δίκαιης μεταχείρισης»⁴⁶⁰.

⁴⁵⁷. *CMS v. Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/01/8), Award, 12.5.2005, § 329

⁴⁵⁸. *Impregilo S.p.a. v. Argentine Republic*, (ICSID Case No. ARB/07/17), Award 21.6.2011, § 358. Σημειώνεται ότι έχει εκδοθεί απόφαση επί αιτήσεως ακυρώσεως, η οποία δεν είναι ακόμη διαθέσιμη.

⁴⁵⁹. *Continental Casualty Company v. Argentine Republic*, (ICSID Case No. ARB/03/9), Award 5.9.2008, § 107, 11, 230. Σημειώνεται ότι έχει εκδοθεί και απόφαση επί αιτήσεως ακυρώσεως (Decision on Annulment, 26.9.2011).

⁴⁶⁰. Δελτίο Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 11/2013, http://trade.ec.europa.eu/doclib/%20docs/%202013/december/tradoc_151972.pdf.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ

Από τη σύντομη αναδρομή στην εξέλιξη του ελληνικού δημοσίου χρέους που επιχειρήσαμε στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας, σε συνδυασμό και με τις αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και τις εκθέσεις της Επιτροπής της ΕΕ στο πλαίσιο της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, μπορεί να αντιληφθεί κανείς ότι η «ραγδαία επιδείνωση» της οικονομικής κατάστασης της χώρας δεν ήταν αποτέλεσμα απρόοπτης μεταβολής ή αιφνίδιων γεγονότων, ή σε κάθε περίπτωση δεν ήταν αποτέλεσμα μόνο τέτοιων γεγονότων και συγκυριών, αλλά προέκυψε και ως αποτέλεσμα συσσωρευμένων χρόνιων ανισορροπιών της ελληνικής οικονομίας, που, ήταν, μάλιστα, γνωστές επί δεκαετίες και αποτελούσαν διαχρονικά αντικείμενο κριτικής σε εκθέσεις του ΔΝΤ.

Το «κούρεμα» του ελληνικού χρέους αποτελεί τη μεγαλύτερη αναδιάρθρωση κρατικού χρέους μετά την εμπειρία της Αργεντινής. Όμως, σε αντίθεση με τις προεκτάσεις που έλαβαν οι αναδιρθρώσεις της Αργεντινής, οι συνέπειες του ελληνικού PSI έθιξαν κυρίως κατόχους ΟΕΔ εντός των εθνικών συνόρων (τράπεζες, ασφαλιστικά ταμεία, ΑΕΙ, ιδιώτες επενδυτές). Λόγω της μεγάλης συγκέντρωσης των τίτλων σε ελληνικό έδαφος, ο κύκλος των ξένων κατόχων ΟΕΔ που εθίγησαν είναι σχετικά στενός, ενώ δεν ακολούθησε «κυνηγητό» από vulture funds μετά την υλοποίηση του «κουρέματος» αντίστοιχο με αυτό που αντιμετωπίζει η Αργεντινή μέχρι και σήμερα.

Το ελληνικό PSI αποτελεί αναμφίβολα ορόσημο, αφού πρόκειται για την πρώτη αναδιάρθρωση χρέους εντός Ευρωζώνης, που έφερε τα κράτη-μέλη και τους θεσμούς αντιμέτωπους με το πρόβλημα του χρέους. Και παρόλο που έχει δηλωθεί σε όλους τους τόνους ότι το ελληνικό PSI αποτελεί μεμονωμένη και εξαιρετική περίπτωση, η υιοθέτηση των λεγόμενων Euro-CACs υποδηλώνει προετοιμασία και για μελλοντικές περιπτώσεις. Η εφαρμογή, ωστόσο, των κανόνων ανταλλαγής των τίτλων στο πλαίσιο του PSI παραβίασε δύο σημεία των ομοιόμορφων κανόνων των Euro-CACs: την μη αναδρομικότητα και την εξαίρεση των ομολόγων που απευθύνονται στο αποταμιευτικό κοινό (Retail Savings Bonds). Τα δύο αυτά σημεία είναι και από τα πιο προβληματικά της όλης διαδικασίας και έχουν δεχθεί έντονη κριτική. Παρόλα αυτά την ανακολουθία αυτή δεν φαίνεται να έλαβε υπόψιν το ΣτΕ.

Τα αμφιλεγόμενα σημεία των σχετικών αποφάσεων του ΣτΕ είναι αρκετά. Η αποτελεσματικότητα του PSI μένει να κριθεί από την εξέλιξη του ελληνικού χρέους. Ήδη, πάντως, συζητείται το ενδεχόμενο και δεύτερου «κουρέματος», που εντείνει τους προβληματισμούς για το πρώτο. Η συμβατότητα του PSI με την ΕΣΔΑ μένει να κριθεί από το ΕΔΔΑ. Όμως, ελλείπει εμπειριστατωμένης μελέτης για το όλο

εγγχείρημα και δεδομένης της ευρείας διακριτικής ευχέρειας που αναγνωρίζει το Δικαστήριο του Στρασβούργου στον εθνικό δικαστή να κρίνει επί της αναλογικότητας, διότι έχει καλύτερη γνώση της οικονομικής, κοινωνικής και οικονομικής πραγματικότητας της χώρας του, φαίνεται πιθανότερο το ΕΔΔΑ να ακολουθήσει την κατεύθυνση που χάραξε με την απόφασή του στην υπόθεση *Κουφάκη*. Μέχρι στιγμής, σε αυτή την κατεύθυνση, το ΣΤΕ με την κρίση του άφησε να χαθεί μία πρώτης τάξεως ευκαιρία να υιοθετήσει την αυτόνομη έννοια της περιουσίας σύμφωνα με τη νομολογία του ΕΔΔΑ, εμμένοντας σε μία πολιτικού χαρακτήρα απόφαση στην ίδια κατεύθυνση με την κρίση του επί του πρώτου Μνημονίου.

Εκτός από το πεδίο του δημοσίου δικαίου, η υλοποίηση του PSI ανέδειξε σοβαρότατα ζητήματα και στις σχέσεις ιδιωτικού δικαίου στο πεδίο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ο πυρήνας του προβληματισμού εντοπίζεται στην ίδια τη λειτουργία της αγοράς κρατικών ομολόγων που βασίζεται στο σύστημα των *primary dealers*. Οι στενότεροι δεσμοί μεταξύ του κράτους ως μονοψωνιακού αγοραστή ρευστότητας και των ΠΙ και ΕΠΕΥ που ενεργούν ταυτόχρονα και ως πωλητές και ως σύμβουλοι των αγοραστών των ΟΕΔ, δημιουργούν αναμφίβολα καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων και στρεβλώσεις. Οι επενδυτικοί σύμβουλοι καλούνται να ανταποκριθούν στο ρόλο τους ως διαμεσολαβητών τοποθετούμενοι στη διελκυστίνδα μεταξύ δύο πελατών, εκ των οποίων ο ένας έχει εξ ορισμού κυρίαρχη θέση.

Στο πλαίσιο της υιοθέτησης της MiFID II που επεκτείνει τις υποχρεώσεις διαφάνειας και στους κρατικούς τίτλους, η δυσάρεστη εμπειρία του PSI που έθιξε επενδυτές – καταναλωτές σε ολόκληρη την ΕΕ και όχι μόνο στην εγχώρια αγορά, θα πρέπει να αποτελέσει μάθημα και να οδηγήσει σε βελτίωση της λειτουργίας της αγοράς κρατικών ομολόγων με χαλάρωση των δεσμών μεταξύ εκδότη και ΒΔΑ. Από την άποψη του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, το PSI ανοίγει δεύτερο μεγάλο κύκλο δικαστικών διαμαχών μεταξύ ΠΙ και επενδυτών μετά τον κύκλο που άνοιξε η κατάρρευση της Lehman Brothers. Η νομολογία που ανέπτυξαν τα ελληνικά δικαστήρια στον πρώτο κύκλο παρέχει πλούσιο υλικό για την μελέτη των αγωγών των θυγέντων ιδιωτών επενδυτών. Ο κύκλος του PSI, όμως, έχει πολύ μεγαλύτερες προεκτάσεις που κάνουν την μαζική συμβιβαστική επίλυση των διαφορών να φαίνεται λιγότερο ρεαλιστική⁴⁶¹.

Θα λέγαμε, πάντως, ότι η μελέτη των επιμέρους στοιχείων και των προεκτάσεων του ελληνικού «κουρέματος» οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η αρχιτεκτονική του ελληνικού PSI αποτελεί μία σύνθεση προηγούμενης εμπειρίας από

⁴⁶¹. Υπενθυμίζουμε ότι ο κύκλος Lehman Brothers έκλεισε με την προσφορά αποζημίωσης ίσης με το 70% του επενδυθέντος κεφαλαίου των θυγέντων πελατών της Citibank (βλ. σχετική ανάρτηση στη Ναυτεμπορική, 26.5.2012, <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/290261/apozimiosi-70-gia-ta-proionta-tis-lehman-brothers-proteinei-i-citibank>).

αναδιάρθρωσεις άλλων κρατών, αξιοποιώντας κρίσιμα στοιχεία της σχετικής νομολογίας των δικαστηρίων που κλήθηκαν να κρίνουν επί αγωγών των holdouts. Χαρακτηριστικό είναι ότι πέρα από την πρόβλεψη ότι οι κανόνες ανταλλαγής των τίτλων του ν. 4050/2012 είναι κανόνες αναγκαστικού δικαίου και άμεσης εφαρμογής, αξιοποιεί την πολύτιμη εμπειρία από τις υποθέσεις ορόσημα *Elliott* και *NML*. Η Ελληνική Κυβέρνηση προνόησε ορίζοντας καταπιστευματοδόχο ο οποίος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους.

Αυτό εκτός από στοιχείο που πιθανότατα ικανοποιεί τις απαιτήσεις των δανειστών του Ελληνικού Δημοσίου (EFSF, κράτη-μέλη, ΔΝΤ), μπορεί να ερμηνευθεί και ως μία προσπάθεια απόκρουσης ενδεχόμενης προσπάθειας κατάσχεσης των προς καταβολή στους ομολογιούχους ποσών από τους μη συναινέσαντες⁴⁶², αν και η απόφαση *NML* αναίρεσε την προστασία αυτή για τους εκδότες. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, οι δυνατότητες των κατόχων ΟΕΔ να στραφούν κατά του Ελληνικού Δημοσίου περιορίζονται σημαντικά και από την πρόβλεψη ότι μόνον ο καταπιστευματοδόχος μπορεί να στραφεί εναντίον του Ελληνικού Δημοσίου για λογαριασμό των κατόχων των τίτλων, εφόσον συγκεντρωθεί συγκεκριμένο ποσοστό πλειοψηφίας.

Ακόμη και σε επίπεδο οργάνωσης και τεχνικής υλοποίησης, το ελληνικό PSI «υπερείχε» της αναδιάρθρωσης της Αργεντινής. Η διαδικασία της επικοινωνίας με τους ομολογιούχους (σύμφωνα με τους ορισμούς του ν. 4050/2012) έγινε με τη χρήση λογισμικού που δημιουργήθηκε ειδικώς για τις ανάγκες του PSI^{463,464}. Μένει να δούμε και στην πράξη την τροπή που θα λάβουν οι δικαστικές διεκδικήσεις από θιγέντες επενδυτές ενώπιον διαφορετικών δικαιοδοσιών. Βρίσκονται σε εξέλιξη υποθέσεις ενώπιον του ΕΔΔΑ, του Γενικού Δικαστηρίου της ΕΕ, των ελληνικών πολιτικών δικαστηρίων, των αυστριακών και των γερμανικών δικαστηρίων. Οι κρίσεις τους αναμένονται με μεγάλο ενδιαφέρον και θεωρούμε ότι θα επηρεάσουν σημαντικά την αντιμετώπιση των αναδιρθρώσεων κρατικού χρέους διεθνώς.

Από τη συνοπτική αυτή μελέτη του «κουρέματος» του ελληνικού χρέους, διαπιστώνει κανείς ότι οι διαδικασίες αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους αποτελούν πεδίο πολυεπίπεδης σύγκρουσης ετερόκλητων συμφερόντων, η οποία εγείρει προβληματισμούς οικονομικούς, νομικούς, κοινωνικούς και πολιτικούς. Όπως φαίνεται από τη μέχρι σήμερα διεθνή εμπειρία, η λύση για τη σύνθεση όλων των

⁴⁶². *Kingdon*, Leveraging Litigation: Enforcing Sovereign Debt Obligations in *NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina*, 37 Boston College International and Comparative Law Review, 30, 2014, 30-44, <http://lawdigitalcommons.bc.edu/iclr/vol37/iss3/4>.

⁴⁶³. Βλ. συνέντευξη του προέδρου της εταιρίας Bondholder Communications Group που ανέλαβε την τεχνική υποστήριξη της διαδικασίας στην εφημερίδα Το Βήμα, 25.3.2012 (σελ. 25, υποσημ. 124 ανωτέρω).

⁴⁶⁴. Αυτό βέβαια δεν είναι τυχαίο. Ο νομικός σύμβουλος της Ελληνικής Κυβέρνησης για την υλοποίηση του PSI έχει αναλάβει πολλές άλλες αναδιρθρώσεις κρατών και η εμπειρία του φάνηκε εξαιρετικά πολύτιμη για το Ελληνικό Δημόσιο (βλ. σελ. 19 υποσημ. 110 ανωτέρω). Ο ίδιος σύμβουλος εκπροσωπεί το Ελληνικό Δημόσιο και ενώπιον του ICSID.

επιμέρους αιτημάτων δεν έχει βρεθεί ακόμη. Ελλείψει θεσμοθετημένης κοινά αποδεκτής διαδικασίας επαναφοράς σε φερεγγυότητα για τα κράτη – εκδότες, το δυσχερέστατο έργο της άμβλυνσης των συγκρούσεων και της στάθμισης συμφερόντων ανατίθεται στα εθνικά δικαστήρια, κυρίως, βέβαια, σε αυτά της Νέας Υόρκης και του Ηνωμένου Βασιλείου, αλλά και σε διεθνή κέντρα, όπως το ICSID με τον αναδυόμενο ρόλο του στην επίλυση διαφορών από επενδύσεις σε κρατικούς τίτλους.

Η εμπειρία του ελληνικού PSI, η μεγαλύτερη μέχρι σήμερα αναδιάρθρωση κρατικού χρέους, αντανakλά όλα τα ανωτέρω με την πρωτοτυπία, όμως, της εμπλοκής ευρωπαϊκών και ενωσιακών θεσμών. Σε εθνικό επίπεδο αποτελεί μία τραυματική εμπειρία για τους «μικρο-ομολογιούχους» - αποταμιευτές και κλονίζει ανεπανόρθωτα την πίστη του αποταμιευτικού κοινού τόσο στο Ελληνικό Δημόσιο όσο και στους διαμεσολαβητές της αγοράς. Σε αντίθεση, όμως, με την εμπειρία από την κατάρρευση της Lehman Brothers, η μαζική συμβιβαστική επίλυση των διαφορών μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και κατόχων ΟΕΔ – αποταμιευτών δεν φαίνεται το ίδιο ρεαλιστική. Δεν θα μπορούσε, πάντως, να αποκλεισθεί το ενδεχόμενο της αποζημίωσης των θιγόντων φπ από το Ελληνικό Δημόσιο με νομοθετική ρύθμιση, αν όχι για το σύνολο, τουλάχιστον για ένα μέρος της απώλειάς τους, σε αντιστοιχία με το όριο της προστασίας των καταθέσεων. Βέβαια, ακόμη και μετά από ενδεχόμενη αποζημίωση, η εμπιστοσύνη του αποταμιευτικού κοινού στο Ελληνικό Δημόσιο δύσκολα θα αποκατασταθεί.

Η αποτελεσματικότητα της αναδιάρθρωσης μένει να φανεί από την εξέλιξη της βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους. Ο κύκλος του δανεισμού και της χρεοκοπίας θα συνεχισθεί αναπόδραστα. Η εμπειρία του PSI θα πρέπει να αποτελέσει μάθημα τόσο για τις επόμενες ελληνικές κυβερνήσεις όσον αφορά τη χρηστή δημοσιονομική πολιτική και την ορθολογική πολιτική δανεισμού, όσο και για τους διαμεσολαβητές της αγοράς σε επίπεδο ηθικής επαγγελματικής συμπεριφοράς και τήρησης εύθραυστων ισορροπιών. Το σίγουρο είναι ότι η ανταπόκριση του ελληνικού αποταμιευτικού κοινού σε μελλοντικές προσκλήσεις του Ελληνικού Δημοσίου για αγορά κρατικών τίτλων δεν θα είναι πια αυτονόητη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αγγελόπουλος Α., Το Δημόσιον χρέος της Ελλάδος, Εκδόσεις Ζαχαροπούλου, 1937
- Αλεξανδρίδου Ε., Τα επενδυτικά προϊόντα Lehman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, 132 επ
- Ardagna S./Caselli F., Online Appendix to the Political Economy of the Greek Debt Crisis, 2014, 27, LSE personal papers, <http://personal.lse.ac.uk/casellif/papers/greeceappendix.pdf>
- Αρχοντάκη Α./Simsive P., Η έννοια της επένδυσης στη νομολογία του ICSID, ΕΕυρΔ 2013, 281-289
- Αυγητίδης/Καραγκουνίδης, Η συμμετοχή στην ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων (ν. 3864/2010) υπό το πρίσμα του εθνικού και του ενωσιακού δικαίου, ΧρηΔικ 2013, 197
- Αυδίκος Γ., Η αστική ευθύνη κράτους μέλους της ΕΕ για τις παραβάσεις του ενωσιακού δικαίου και η ένταξή της στην εθνική έννομη τάξη, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014
- Audit M., Sovereign Bonds and national Relativism: Can New York Law Contracts Safely cross the Atlantic?, SSRN, 16.2.2014, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2396856
- Beess und Chrostin J., Sovereign Debt Restructuring and Mass Claims Arbitration before the ICSID, The Abaclat Case, Harvard International Law Journal, 2012, ν. 53, n. 2, 505-517
- Βελέντζας Ι., Η κατηγοριοποίηση των επενδυτών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (μετά το ν. 3606/2007), ΕΤρΑξΧρΔ 2009, 385 επ
- Ο ίδιος, Οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες και οι παρεπόμενες υπηρεσίες (μετά το ν. 3606/2007), ΕΤρΑξΧρΔ 2009, 787 επ
- Blackman J. / Mukhi R., The evolution of modern sovereign debt litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna, Duke Law Review, <http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1586&context=lcp>
- Boudreau M. A., Restructuring Sovereign debt under local law: Are retrofit collective action clauses expropriatory?, Harvard Business Law Rev, online, 2012, vol. 2, 164-186
- Bradley M./Gulati M., Collective Action Clauses for the Eurozone, Duke Law Scholarship Repository, 19.12.2013, http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3082&context=faculty_scholarship
- Bruno E., Sovereign Debt Restructuring: Covenant and Default Clauses in Sovereign and Corporate Bonds and How the Difference Among Them Impacts in the NMLCase Against the Republic of Argentina in New York, 14.6.2013, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2279461
- Buchheit L./Gulati M., How to restructure Greek debt, 7.5.2010, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304
- Γέροντας Α., Η προστασία της περιουσίας κατά τη νομολογία του ΕΔΔΑ – Πρόσφατες νομολογιακές εξελίξεις, ΝοΒ 2009, 1884
- Γεωργιάδης Απ., Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2008
- Γεωργιάδης Απ., Σύνομη ερμηνεία του Αστικού Κώδικα Ι (άρθρα 1-946), 2010

- Γεωργιάδης Αστ., Ενοχικό Δίκαιο Γενικό Μέρος, τ. Ι, 141-143, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2003⁴
- Γεωργιάδης Γ., Οι υποχρεώσεις της τράπεζας για ενημέρωση, διαφώτιση και παροχή συμβουλών στον πελάτη, ΧρΙΔ 2008, 865 επ
- Γεωργιάδης Γ., σε Γεωργιάδης Απ., Σύνομη ερμηνεία του Αστικού Κώδικα Ι (άρθρα 1-946), 2010
- Γεωργιάδης Σ., Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2003
- Γκλαβίνης Π., Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2009
- Γκλαβίνης Π., Το Μνημόνιο της Ελλάδος στην ευρωπαϊκή, τη διεθνή και την εθνική έννομη τάξη, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2010
- Γκούσκου Α., Η έκταση της υποχρέωσης της τράπεζας προς παροχή επενδυτικών συμβουλών (η υπό κρίση περίπτωση: Ομολογιακό δάνειο εξωτερικού σε γερμανικά μάρκα, - DM, σχόλιο στην από 6.7.1993 απόφαση του γερμανικού Ακυρωτικού), ΕΕμπΔ 1995, 143 επ
- Daerden D., Greece: Here come the vulture funds, The Guardian, 17.5.2012, <http://www.theguardian.com/commentisfree/2012/may/17/greece-vulture-funds>
- Δικαίος Ε., Δίκαιο, Οικονομία και Πολιτική στην εποχή των Μνημονίων, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2012
- Δούβλης Β., Ελληνικό Δημόσιο vs Ιδιωτών Δανειστών, ΔΕΕ 2013, 1107
- Δωρής Φ., Ο χαρακτηρισμός αντισυμβαλλομένων τραπεζών ως καταναλωτών ως προϋπόθεση για την προστασία τους από καταχρηστικούς γενικούς όρους συναλλαγών, ΝοΒ 2004, 729 επ
- Ο ίδιος, Η προσβολή εννόμου αγαθού ως προϋπόθεση αστικής ευθύνης (με ιδιαίτερη αναφορά σε πράξεις αθέμιτου ανταγωνισμού και σε αθέμιτες εμπορικές πρακτικές), σε Αναμνηστικό Τόμο Λιακόπουλου, 205 επ, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2010
- Ο ίδιος, Σκέψεις για την προϋπόθεση της «παρανομίας» στην αδικοπρακτική ευθύνη, για τη σχέση της προς την «υπαιτιότητα» και για τη λεγόμενη «διπλή λειτουργία της αμέλειας» κατά την ΑΚ 330 εδ. β', σε Τιμητικό Τόμο Σταθόπουλου, 493 επ, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα 2010
- Dunbar N., Revealed: Goldman Sachs' mega-deal for Greece, 1.7.2003, <http://www.risk.net/risk-magazine/feature/1498135/revealed-goldman-sachs-mega-deal-greece>
- Dunne P. G., Transparency Proposals for European Sovereign Bond Markets, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956556
- ECB, The determinants of euro area sovereign yield bond spreads during the crisis, ECB Monthly Bulletin, May 2014, 76-77, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201405en_pp67-83en.pdf
- Embassy of Argentina, Argentina's 2001 Default – Myths & Realities, 2012, <http://embassyofargentina.us/embassyofargentina.us/files/mythsandrealities.pdf>
- Embassy of Argentina, Washington D.C., 10 Reasons Why NML v. Argentina Matters to All, 2014, <http://g24.org/wp-content/uploads/2014/03/10-Reasons-Why-NML-vs.-Argentina-Matters.pdf>
- Espósito C. (ed.)/Li Yuefen/Bohoslavsky J. P., Sovereign Financing and International

Law: The UNCTAD Principles on responsible sovereign lending and borrowing, 2013

- Ζιώτης Χ., Το σχέδιο ανταλλαγής ομολόγων άρχισε να «περπατάει», Ελευθεροτυπία, 19.8.2011, <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=302662>
- Ο ίδιος, Πάρτι και με το κούρεμα, 30.9.2011, <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=314077>
- Fisch J./ Gentile C., Vultures or Vanguard? The role of litigation in sovereign debts restructuring, 53, Emory L. J. 2004, 1047 επ
- Forelle C./Gaultier-Villars D./Blackstone B./Enrich D., As Ireland flails, Europe lurches across the Rubicon, WSJ, 27.12.2010
- Fransolet L., Greek Top 40 and the 'voluntary' question, Barclays Capital, Global Rates Strategy, 17.6.2011, 41-44
- Franzina P., Sovereign bonds and the conflict of laws: a European perspective, 21.11.2013, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2358069
- Fucsh A./Ghering K., The Home Bias in Sovereign Ratings, 20.12.2013, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2370374
- Gelpern A./Gulati M., CDS Zombies, Eur. Bus. Org. L. Rev. 2012, 347-390
- Gelpern A., A Skeptic's case for Sovereign Bankruptcy, Houston Law Review, 2013, <http://www.houstonlawreview.org/wp-content/uploads/2013/05/2-Gelpern.pdf>
- Glinavos I., Investors vs. Greece, The Greek 'Haircut' and Investor Arbitration Under BIT's, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2021137
- Gibson H.D./Hall S. G./Tavlas G.S., The Greek financial crisis: growing imbalances and sovereign spreads, 2011, 5, Bank of Greece Working paper 124, 2011, <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2011124.pdf>
- Goren J., State-to-State Debts: Sovereign immunity and the 'Vulture Hunt' 41 George Washington Int'l L. Rev 2010, 681 επ
- Gravelle T., The Microstructure of Multiple-Dealer Equity and Government Securities Markets: How they differ, Working Paper 2002-9, Bank of Canada, 2002, <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/gravelle.pdf>
- Gulati M./Scott R. E., Three and a half minute transaction: Boilerplate and the limits of contracts design, University of Chicago Press, Σικάγο, 2012
- Harrison E., Greece sees credit rating cut by S&P, 14.1.2009, <https://www.creditwritedowns.com/2009/01/greece-sees-credit-rating-cut-by-sp.html>
- Hornbeck J. F., Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the «Holdouts», CRS Report for Congress, 6.2.2013, <https://www.fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf>
- Irwin N., The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire, 2013, Penguin Press
- Καλαμπούκα-Γιαννοπούλου Π., Η προστασία του επενδυτή – καταναλωτή από την εφαρμογή του PSI, ΔΕΕ 2012, 1006
- Καραγιάννης Η., Αγορές Ομολόγων: εξελίξεις και προοπτικές μετά την πρόσφατη κρίση, 2009, μεταπτυχιακή εργασία, διαθέσιμη ηλεκτρονικά στη βιβλιοθήκη του Παν. Πειραιά, <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/3373/1/Karagiannis.pdf>
- Καραγκούνης Δ./Πάντου Μ., Η νομιμότητα των πράξεων του Eurogroup, ΕΕυρΔ 2013,

139-145

- *Καραγκουνίδης Α.*, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών – Οι υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας των επιχειρήσεων επενδύσεων στο μεταίχμιο αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς και προστασίας του καταναλωτή, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007
- *Ο ίδιος*, Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution), ΕπισκΕΔ 2009, 321 επ
- *Καράκωστας Β.*, Περιουσία και υπερνομοθετική προστασία της, Δίκη, 2005, 547
- *Καραμπατζός Α.*, Η μεθοδολογική αξία της θεωρίας περί της κανονιστικής δύναμης του πραγματικού, Δίκη 2008, 8 επ
- *Ο ίδιος*, «Γυάλινα ομόλογα» και πιθανές αξιώσεις των ομολογιούχων – μία πρώτη προσέγγιση, ΔΕΕ 2012, 294 επ
- *Καράσης Μ.*, Εγχειρίδιο γενικών αρχών του αστικού δικαίου, Δικαιοπραξίες, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1996
- *Κασιμάτης Γ.*, Η νέα έννοια της ιδιοκτησίας και της ιδιοκτησιακής προστασίας με αφορμή την απόφαση ΑΠ (Ολ.) 40/1998, ΕΕμπΔ 1999, 192
- *Κατσάς Θ.* σε Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτών, επιμέλεια *Δούβλης/Μπώλος*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008
- *Κατσιμάρδος Τ.*, Το «άγνωστο» μνημόνιο για τα πρώτα ελληνικά δάνεια, Ημερησία, 18.9.2010, <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26510&subid=2&pubid=60029147>
- *Ο ίδιος*, Ιστορία. Ένα «μνημόνιο» πυροδοτεί την Επανάσταση του 1843, Ημερησία, 2.10.2010, <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=27721&subid=2&pubid=64737147>
- *Kay J.*, Kipling's game theory lessons for Greece, FT, 26.7.2011
- *Kingdon E.*, Leveraging Litigation: Enforcing Sovereign Debt Obligations in *NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina*, 37 Boston College International and Comparative Law Review, 30, 2014, 30-44, <http://lawdigitalcommons.bc.edu/iclr/vol37/iss3/4>
- *Κινινή Ε.*, Συγκρούσεις συμφερόντων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών στο παράδειγμα των «αντιπαροχών», ΧρηΔικ 2011, 362 επ
- *Κοντόγιωργα-Θεοχαροπούλου Δ./Κουτούπα-Ρεγκάκου Ε.*, Εμβάθυνση Δημοσίου Δικαίου, Ειδικά Θέματα Διοικητικού Δικαίου, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2005
- *Κουλορίδας Α.*, Η αγορά κρατικών ομολόγων στην Ελλάδα μετά τη MiFID: Ζητήματα που ανακύπτουν σχετικά με τη δομή, διαφάνεια, ρευστότητα και αποτελεσματικότητα εκτέλεσης, ΧρηΔικ 2009, 251-271
- *Ο ίδιος*, Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με το ν. 3606/2007: Από τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς στους εναλλακτικούς τρόπους εκτέλεσης και την έννοια του βέλτιστου αποτελέσματος, ΔΕΕ 2009, 414 επ
- *Ο ίδιος*, Η ρύθμιση των «αντιπαροχών» “inducements – kick backs” στο Δίκαιο των Επενδυτικών Υπηρεσιών – Μέρος Α': Το κανονιστικό πλαίσιο – Ζητήματα ερμηνείας και εφαρμογής, ΧρηΔικ 2010, 25 επ
- *Κυριακόπουλος Γ.*, Η θυσία των αποταμιευτών και οι ευθύνες των τραπεζών, 8.1.2014, <http://www.capital.gr/news.asp?id=1935369>

- *Landon Th.*, Hedge funds may sue Greece if it tries to force losses, *The New York Times*, 18.1.2012
- *Levine M.*, Mandatory Greek CDS Post, 27.11.2011, <http://dealbreaker.com/2011/10/mandatory-greek-cds-post/>
- *Λιάππης Δ.*, Αποζημίωση των επενδυτών και Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς – Μία συμβολή στην προστασία από βασικούς κινδύνους της κεφαλαιαγοράς, *Νομική Βιβλιοθήκη*, 2012
- *Λιναρίτης Ι.*, Ζητήματα από την αντικατάσταση των άυλων ομολογιακών τίτλων του Δημοσίου, Παρατηρήσεις στις αποφάσεις ΣτΕ 1116 & 1117/2014, *ΧρηΔικ* 2014, 217-225
- *Loeb J. M.*, Strengthening Bond Creditors' Remedies Under the Foreign Sovereign Immunities Act, Harvard Law School International Finance Seminar, 27.4.2004, <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2003---2004/sp24.pdf>
- *Μαλισάγκος Α.*, Υπαγωγή των κατηγοριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, τραπεζικών και εν γένει χρηματοπιστωτικών και νομικών υπηρεσιών στο άρθρο 8 του ν. 2251/1994, *Αρμενόπουλος* 2006, 986-993
- *Μαλλιαροπούλου Α.*, Η αρχή της προστατευόμενης εμπιστοσύνης στην πρόσφατη (2000-2013) νομολογία του Συμβουλίου της Επικρατείας, *Νομική Βιβλιοθήκη*, 2014
- *Μαλούχος*, Οι τέσσερις ελληνικές πτωχεύσεις, Το βήμα, 13.12.2009, <http://www.tovima.gr/politics/article/?aid=304563>
- *Μανωλόπουλος Ι.*, Το «επαχθές» χρέος της Ελλάδας, Εκδόσεις Μελάνι, 2011
- *Μαργαρίτης Λ./Σατλάνης Χ.*, Ποινική ευθύνη για το «κούρεμα» του οφειλόμενου προς την ΕΤΕ χρέους: Η αντισυνταγματικότητα του αρθρ. 3 παρ. 9 του Ν 4046/2012, *ΠοινΔικ* 5/2014, 413 επ
- *Martínez-Resano J.R.*, Size and Heterogeneity matter. A Micro-structure based analysis of regulation of secondary markets for government bonds, *Documentos Ocasionales* n° 0501, Banco de España, 2005, <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/05/Fic/do0501e.pdf>
- *Μαστρομανώλης Ε.*, Οίκοι αξιολόγησης εμπορών και χρηματοπιστωτικών μέσων, *Νομική Βιβλιοθήκη*, 2013
- *Μιχαλόπουλος Γ.*, Αποϋλοποίηση τίτλων, κυρίως μετοχών, *Νομική Βιβλιοθήκη*, 1999
- *Μήτσου*, Σκέψεις με αφορμή τις αποφάσεις της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας (1116 και 1117/2014) αναφορικά με τη νομιμότητα της διαδικασίας «Συμμετοχής του Ιδιωτικού Τομέα» ("PSI") στην απομείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους, *ΔΕΕ* 2014, 1028
- *Μπρεδήμας Α.*, Παύση ή αναστολή πληρωμής του δημοσίου χρέους, οι κανόνες του διεθνούς δικαίου και η περίπτωση της Ελλάδας, *ΝοΒ* 2014, 1822 – 1851
- *Μπώλος Α.*, Το «κούρεμα» των ελληνικών ομολόγων και η (μη) ασυλία του Ελληνικού Δημοσίου – Μία σημαντική απόφαση του Ανώτατου Αυστριακού Δικαστηρίου, 11.9.2014, www.nextdeal.gr
- *Napolitano G.*, From the Financial to the sovereign debt crisis: new trends in public law, 2011, http://www.irpa.eu/wp-content/uploads/2011/10/Napolitano_Sovereign-debt-crisis-and-public-law_RTDP____.pdf

- *Nadmitov A.*, Russian Debt Restructuring. Overview, Structure of Debt, Lessons of Default, Seizure Problems and the IMF SDRM Proposal, 2003, <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2003---2004/sp26.pdf>
- *Olivares-Caminal R.*, The *pari passu* interpretation in the Elliott case: a brilliant strategy but an awfull (mid-long term) outcome?, *Hofstra Law Review*, 2011, vol. 49, issue 39, 39 – 63, <http://www.hofstralawreview.org/wp-content/uploads/2013/02/40-1-Olivares-Caminal-Hofstra-Law-Review.pdf>
- *Παναγιωτοπούλου Α.*, Οι πρωτογενείς υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης (Best Execution Principle) και αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων (Conflict of Interests) κατά την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου: με αφορμή το ν. 3606/2007, μετά την Οδηγία 2004/39/EK (Οδηγία MiFID), *ΕΤρΑξΧρΔ* 2010, 55 επ
- *Παπαστάμου Χ.*, Σχόλιο στην υπ' αριθμ. 7169/2010 απόφαση του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών, *ΝοΒ* 2011, 357 επ
- *Παπαστεργιοπούλου Χ.*, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ κατά το αρθρ. 8 του ν. 2251/1994, *ΧρΙΔ* 2003, 309 επ
- *Paulus Ch.*, Μία διαδικασία επαναφοράς σε φερεγγυότητα για την Ελλάδα – Θα λειτουργούσε; *ΕΕμπΔ* 2014, 273-283
- *Περάκης Ε.*, Πτωχευτικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012²
- *Petrakis M.*, Greece's Sovereign Credit Rating Cut to A- by S&P (Update 3), 14.1.2009, <http://www.bloomberg.com>
- *Ποταμίτης Στ.*, Εφαρμογή της ιδέας του καθηγητή Paulus στην ελληνική περίπτωση, *ΕΕμπΔ* 2014, 284-292
- *Reinhart C.*, This time is different Chartbook: Country histories on debt, default and financial crises, National Bureau of Economic Research, working paper 15815, 2010, <http://www.nber.org/papers/w15815>
- *Reinhart C./Rogoff K.*, From financial crash to debt crisis, National Bureau of Economic Research, 2010, working paper 15795, <http://www.nber.org/papers/w15795>
- *Rinke A.*, The Deauville Paradox. Syria and the masochisme of the German eurodebate, 15.11.2013, DGAP (German Council on Foreign Relations), <https://ip-journal.dgap.org/en/ip-journal/topics/deauville-paradox>
- *Ρούκουνας Ε.*, Δημόσιο Διεθνές Δίκαιο, νομική Βιβλιοθήκη, 2010
- *Ρούσσος Κ.*, Αιτιώδης συνάφεια και θεμελίωση της ευθύνης κατ' ΑΚ 914, 71 ή κατ' ΑΚ 914, 922 (γνωμοδότηση), *ΕλλΔνη* 1994, 1492 επ
- *Ρωμαίος Γ.*, Η Ελλάδα των δανείων και των χρεοκοπιών, Εκδόσεις Πατάκη, 2012⁶
- *Σαράντη Β.*, Η ετεροδικία του κράτους στο διεθνές δίκαιο: σύγχρονο καθεστώς και νέες τάσεις στο πεδίο των δικαιωμάτων του ανθρώπου και του διεθνούς ανθρωπιστικού δικαίου, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2008
- *Scott H. S.*, International Finance: Law and Regulation, Sweet & Maxwell, 2008, 701-723
- *Schaeken Willemaers G.*, Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2494842
- *Schumacher J./Trebesch C./Enderlein H.*, Sovereign Defaults in Court: The rise of

- creditor litigation 1976-2010, 23.6.2013, <http://www.scu.edu/business/economics/upload/SovereignDefaultsInCourt.pdf>
- Σιάτρας Ι., Οι ζημιές μας, τα κέρδη τους. Η λεηλασία της Ελλάδας, Εκδόσεις EuroCapital, 2013
 - Σινανιώτη-Μαρούδη Α., Ο ν. 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» και οι επιπτώσεις του στη λειτουργία των χρηματιστηρίων και των οργανωμένων αγορών, ΝοΒ 2009, 809-817
 - Spink Ch., Greek tragedy averted, IFR, Review of the Year 2012, <http://www.ifre.com/greek-tragedy-averted/21052459.fullarticle>
 - Stevens L./Torry H./Henning E., Greek Bond Deal makes German banker see red, WSJ, 24.2.2012
 - Story L./Thomas L./Schwartz N., "Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis", The New York Times, 13.2.2010
 - Σωτηρόπουλος Γ., «Soft Information» και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ΔΕΕ 1999, 832 επ
 - Taylor P./Chambers A., Banks meet to thrash out Greece aid plan, Reuters, 5.7.2011
 - The Telegraph, Draft eurozone proposal document, 21.7.2011
 - Τουντόπουλος Β., Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης στα πλαίσια των συμβάσεων απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών (execution only business), ΔΕΕ 2001, 481
 - Ο ίδιος, άρθρο 729 σε Γεωργιάδης Α., Σύνομη ερμηνεία του Αστικού Κώδικα Ι (άρθρα 1-946), 2010
 - Ο ίδιος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2015
 - Τράπεζα της Ελλάδος, Το Χρονικό της Μεγάλης Κρίσης – Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013, ΤτΕ, 2014
 - Τριανταφυλλάκης Γ., Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχή εσφαλμένων συμβουλών, ΧρΙΔ 2001, 17-28
 - Ο ίδιος, Επενδυτής και καταναλωτής: έννοιες συγκλίνουσες ή αποκλίνουσες;, ΔΕΕ 2008, 521 επ
 - Τσιμπανούλης Δ., Επενδυτικά αξιόγραφα σε λογιστική μορφή, ΝοΒ 2008, 823-852
 - Τσουλφίδης Ι., Οικονομική ιστορία της Ελλάδας, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, 2013³
 - US DAS/Papaioannou M. G./Trebesch C., Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data and Stylized Facts, IMF Working paper 12/2013, 2012
 - Villata F., Remarks On The 2012 Greek Sovereign Debt Restructuring: Between Choice-of-Law Agreements and New EU Rules on Derivative Instruments, Rivista di diritto internazionale privato e processuale, 2013
 - Χατζηγιάννου Μ. Χ., Το προπατορικό χρέος. Τα δάνεια της εθνικής ανεξαρτησίας της Ελλάδας, Gutenberg, 2013
 - Ψαλιδόπουλος Μ., Ιστορία της Τράπεζας της Ελλάδος 1928-2008, 2014
 - Waibel M., Two Worlds of necessity in ICSID arbitration: CMS and LG&E, 7.3.2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1566488.
 - Ο ίδιος, Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration, SSRN,

7.9.2007, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1566482

- *Wautelet P.*, The Greek Debt Restructuring and Property Rights. A Greek Tragedy for Investors?, SSRN, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2373891
- *Ο ίδιος*, Vulture funds, creditors and sovereign debtors: how to find a balance?, <http://orbi.ulg.ac.be/bitstream/2268/87549/1/Vulture%20funds%20and%20sovereign%20debtors%20Wautelet.pdf>
- *Weidemaier M.*, Sovereign Immunity and Sovereign Debt, University of Illinois Law Review, Vol. 2014, <http://illinoislawreview.org/wp-content/ilr-content/articles/2014/1/Weidemaier.pdf>
- White S./Sassard S., Bold hedge funds mull risky Greek debt battle, Reuters, 7.3.2012
- *Winkler M.*, Foreign Bonds: an autopsy, Beard Books, 1999, Ουάσινγκτον
- *Zettelmeyer J./Trebesch Ch./Gulati M.*, The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, Institute for International Economics, 2013, <http://www.iie.com/publications/wp/wp13-8.pdf>

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- Bank of International Settlements (BIS): www.bis.org
- Βουλή των Ελλήνων: www.hellenicparliament.gr
- BetterFinance: www.betterfinance.eu
- Bloomberg: www.bloomberg.com
- Bondholder Communications Group: www.bondcom.com
- Διεθνές Νομισματικό Ταμείο: www.imf.org
- Ελληνικό Ίδρυμα Ευρωπαϊκής & Εξωτερικής Πολιτικής ΕΛΙΑΜΕΠ: www.eliamep.gr
- ΕΛΣΤΑΤ: www.statistics.gr
- EUROSTAT: <http://ec.europa.eu/eurostat>
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα: www.ecb.europa.eu
- Ευρωπαϊκό Συμβούλιο: www.european-council.europa.eu
- Illinois Law Review: www.illinoislawreview.org
- International Center for Settlement of Investment Disputes (ICSID): www.icsid.worldbank.org
- National Bureau of Economic Research: www.nber.org
- New York Times: www.nytimes.com
- Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ): www.pdma.gr
- REUTERS, www.reuters.com
- RIS: www.ris.bka.gv.at
- Social Science Research Network (SSRN): www.ssrn.com
- Task Force Argentina (TFA): www.tfargentina.it
- Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ: www.dsanet.gr
- Τράπεζα της Ελλάδος: www.bankofgreece.gr
- United Nations Commission on International Trade Law : www.uncitral.org

- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD): www.unctad.org
- US Securities and Exchange Commission (SEC): www.sec.gov
- US Supreme Court: www.supremecourt.gov
- Wall Street Journal: online.wsj.com

ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

(Οι **τονισμένοι** αριθμοί παραπέμπουν σε υποσημειώσεις και οι κανονικοί αριθμοί σε σελίδες)

Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου Δικαιωμάτων του Ανθρώπου (ΕΔΔΑ)

- Απόφ. 13.6.1979, υπόθ. *Marckx κατά Βελγίου* (αρ. προσφυγής 6833/74), 31
- Απόφ. 8.7.1986, υπόθ. *Lithgow κ.ά. κατά Ηνωμένου Βασιλείου* (αρ. προσφυγής 9006/80, 9262/81, 9263/81, 9265/81, 9266/81, 9313/81, 9405/81), 31 **167**
- Απόφ. 29.11.1991, υπόθ. *Pinevalley κ.ά. κατά Ιρλανδίας* (αρ. προσφυγής 12742/87), 31 **168**
- Απόφ. 18.2.1991, υπόθ. *Fredin* (αρ. προσφυγής 12033/86), 31 **168**
- Απόφ. 20.11.1995 υπόθ. *Pressos Compania Naviera S.A κατά Βελγίου* (αρ. προσφυγής 17849/91), 32 **168**
- Απόφ. 28.6.2010, υπόθ. *Malysh κ.ά. κατά Ρωσίας* (αρ. προσφυγής 30280/03), 93, **387**
- Απόφ. 18.3.2010, υπόθ. *Tronin κ.ά. κατά Ρωσίας* (αρ. προσφυγής 24461/02), 93, **387**
- Απόφ. 14.2.2012, υπόθ. *Yuriy Lobanov κ.ά. κατά Ρωσίας* (αρ. προσφυγής 15578/03), 93, **387**
- Απόφ. 10.4.2012, υπόθ. *Andreyeva κ.ά. κατά Ρωσίας* (αρ. προσφυγής 73659/10), 93, **387**
- Απόφ. 26.2.2013, υπόθ. *Formin κ.ά. κατά Ρωσίας* (αρ. προσφυγής 34703/04), 93, **387**

Δικαστηρίου Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΔΕΕ)

- Απόφ. 17.10.1970, υπόθ. C-11/70, *Internationale Handelsgesellschaft*, Συλλ. 1970, 1125, 30 **159**
- Απόφ. 14.5.1974, υπόθ. C-4/73, *Nold*, Συλλ. 1974, 00491 (ελ 00277), 30 **160**
- Απόφ. 13.12.1979, υπόθ. C-44/79, *Liselotte Hauer*, Συλλ. 1979, 3751, 30 **162**
- Αποφ. 17.7.1995, συνεκδικαζόμενες υποθ. C-248/1995 και C-249/1995, *SAM Schiffahrt* και *Heinz Stapf* αντίστοιχα, 30 **163**
- Απόφ. 19.1.1993, υπόθ. C-89/91, *Shearson*, Συλλ. 2001, I- 181, 78 **341**
- Απόφ. 22.11.2001, υπόθ. C-541/99 και C-542/99, *Idealservice*, Συλλ. 2001, I- 9057, 78 **341**
- Απόφ. 30.5.2013, υπόθ. C-488/11, *D. F. Asbeek Brusse*, αδημ., 78 **341**
- Απόφ. 14.3.2013, υπόθ. C-419/11, *Česká spořitelna, a.s. κατά Gerald Feichter*, αδημ., 78 **341**

Ελληνικών Δικαστηρίων

Αρείου Πάγου

- (Ολομέλεια) 40/1998, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 30 **156**, 32
- (Ολομέλεια) 6/2007, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 32

- 10/1991, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 86 **369**
- 1812/2007, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ = ΔΕΕ 2008, 34 **178**, 66 **307**, 83 **355**
- 1738/2013, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ = ΕπισκΕμπΔ 2013, 638-653 με παρατηρήσεις *Ψαρουδάκη Γ.*, 88
- 1739/2013, οπ, 88

Συμβουλίου της Επικρατείας

- 1910/2001, ΝΟΜΟΣ, 34 **180**
- (Ολομέλεια) 1972/2012, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 34 **180**
- (Ολομέλεια) 1116/2014, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ =NoB 2014, 1698-1732 με παρατηρήσεις *Αργυρού Α.*, 21 **120**, **121**, 23 **129**, **130**, 29 **154**, 33 **176**, 34 **182**, 35 **183**, 36 **189**, 37 **192,193**, 38 **196**, **198**, 40 **202**, **206**, 41 **208**, 42 **211**, 44 **214**, **215**, 47 **223**, **224**, 48 **228**, **231**, 50 **237**, **238**, **239**, 52 **243**, **247**, 66 **307**, 68 **313**, 104 **447**
- (Ολομέλεια) 1117/2014, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 21 **121**, 29 **154**, 35 **183**, 36 **189**, 37 **192**, 42 **211**, 44 **214**, **215**, 47 **224**, 50 **237,238**, 52 **243**, **247**, 54 **252**, 104 **447**, 106 **452**
- (Ολομέλεια) 1507/2014, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 33 **176**, 42 **209**
- (Ολομέλεια) 1508/2014, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 34 **182**, 38 **196**, 39, 44 **215**, 45 **217**, **218**, 46 **220**, 49 **235**, 52 **243**, **247**, 104 **447**

Εφετείου

- ΕφΑθ 330/2006 με παρατηρήσεις *Τουντόπουλου*, ΔΕΕ 2007, 212 επ, 61 **281**
- ΕφΑθ 787/2013, ΔΕΕ 2014, 251 επ, 61 **282**, 62 **287**, **290**, 67 **312**, 76 **333**, 79 **344**, 86 **363**
- ΕφΑθ 6301/2013 αδημ., 61 **282**, 90 **380**

Πρωτοδικείου

- ΜΠρΑθ 299/2012, ΧρηΔικ 2012, 154 επ, 61 **281**, 76 **333**, 79 **342**, **344**, 87 **364**, **365**
- ΜΠρΑθ 3443/2013, ΧρηΔικ 2014, 163- 167, 63 **296**, 66 **305**
- ΜΠρΜυτιλ 212/2014, ΕφΑΔ 2014, 740 επ με παρατηρήσεις *Πουρνάρα* = ΔΕΕ 2014, 1070 επ με παρατηρήσεις *Μικρουλέα*, 62 **287**, **288**, 66 **308**, 76 **333**, 79 **342**, **343**, 80 **344**, 88 **375**, 89 **379**
- ΠΠρΑθ 7169/2010, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ = NoB 2011, 351 επ με παρατηρήσεις *Παπαστάμου*, 61 **281**, 76 **333**, 82 **354**, 86 **365**
- ΠΠρΑθ 493/2012, NoB 2013, 2136 επ, 61 **281**, 76 **333**, 86 **365,367**, 88, 89
- ΠΠρΑθ 20/2013, ΧρηΔικ 2013, 164-172, 79 **342**, **344**
- ΠΠρΑθ 2284/2014, ΕφΑΔ 2014, 481 – 493, 8 **49**
- ΠΠρΑλεξ 78/2012, ΝΟΜΟΣ, 62 **290**
- ΠΠρΘεσσ 19932/2009, ΤΝΠ ΔΣΑ ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ, 61 **282**, 79 **344**, 81 **350**, 86 **365**, 88, 89
- ΠΠρΘεσσ 17588/2013, NoB 2013, 2149 επ, 88, 89
- ΠΠρΣπαρτ 24/2006, ΔΕΕ 2006, 404 επ, 86 **363**

Αγγλικών Δικαστηρίων

- *NML Capital Ltd v. Republic of Argentina*, UK Supreme Court, 2011, 98 **415, 416**, 101 **427**

Αμερικανικών Δικαστηρίων

- *Voltover v. Argentina*, US Supreme Court, No. 91-763, 12.6.1992, 50 **239**
- *NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina*, US Court of Appeals for the Second Circuit, No. 12-105, 26.10.2012, 98 **413**
- *NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina*, US Supreme Court certiorari for the Second Circuit, No. 12-842, 16.6.2014, 98 **414**

Αυστριακών Δικαστηρίων

- OGH 4Ob227/13f/ 20.5.2014, 52 **249**
- HG 25662/3.3.2004, 66 **307**
- HG 63614/2014, 66 **307**, 68 **313, 314**, 70 **320**, 77 **337**

Γερμανικών Δικαστηρίων

- BVerfG 8.5.2007, 99 **417**, 106 **455**
- BGH 6.7.1993 – X1 ZR 12/93, 69

ICSID

- *Abaclat and others v. Argentine Republic*, (ICSID case No. ARB/07/5), Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4.8.2011, 94 **390**, 96 **394, 400**, 100 **423**
- *Impregilo S.p.a. v. Argentine Republic*, (ICSID Case No. ARB/07/17), Award 21.6.2011, 107 **458**
- *Continental Casualty Company v. Argentine Republic*, (ICSID Case No. ARB/03/9), Award 5.9.2008, 107 **459**
- *Sempra Energy international v. Argentina*, (ICSID case No. ARB/02/16), Award 28.9.2007, 106, **454**
- *LG&E Energy Corp, LG&E Capital Corp, and LG&E International Inc v. Argentina, LG Energy v. Argentine Republic*, (ICSID Case No. ARB/02/1), Award 25.7.2007, 106, **454**
- *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic*, (ICSID Case No. ARB/01/8), Award, 12.5.2005, 106 **454**, 107 **457**

ΛΗΜΜΑΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ

(Οι **τονισμένοι** αριθμοί παραπέμπουν σε υποσημειώσεις και οι κανονικοί αριθμοί σε σελίδες)

A

ΑΕΠ	3 6 , 4, 5, 6, 7, 9, 16, 18 114 , 21 120 , 26, 45
Αντιπαροχές	63, 70, 71, 72, 73, 74
Αξιολόγηση	11, 12, 68, 69
Αρχή της αναλογικότητας	29, 34, 35, 43, 44, 45, 47, 51, 109
Ασφαλιστικά ταμεία	6 36 , 22, 23 128 , 99 418

B

ΒΔΑ	56, 57 261 , 59 270 – 273
-----	---

D

Dart Management	100 422
-----------------	----------------

C

CACs, ΡΣΔ	13, 14, 15 92 , 17, 18, 21, 25, 26, 27, 28, 36, 42, 44, 46, 48, 103, 104, 108
CDS	8 49 , 10, 16 103 , 28, 68, 70, 83
Collective Action Problem	27

E

EFSP	11, 15, 112
EKT	15 92 , 16, 17, 35 186 , 38
ΕΛΣΤΑΤ	5 33 , 6, 9
Επενδυτής	1, 8, 12, 13, 14, 15, 16, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 28, 29, 29 154 , 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 43, 44, 46 221 , 48, 50, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 62, 78, 79

H

ΗΔΑΤ	20, 58 265 , 59, 60
Holdouts	26, 35, 99, 100, 101, 104, 110

I

ICSID	39 199 , 94 390 , 391 , 95 395 , 399 , 400 , 96, 97, 98, 101 421 , 104, 112 457 , 106 454, 107 457 , 458 , 459 , 110 464 , 111
IIF	14 88 , 89 , 15 90 , 94 , 100 , 49 232 , 104

K

Καταναλωτής (επενδυτής)	78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85
Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ	54 254, 255 , 61, 62, 63, 65, 67 309, 311 , 72 325 , 73 327 , 79 343 , 81, 85, 86 363 , 90, 106, 111

M

MiFID, MiFID II	1, 54 254, 255 , 56 257 , 58 267 , 61, 62, 63, 65, 71 323 , 72 325 , 81, 85, 86 363 , 90, 106, 111
Μνημόνιο	2 1, 3 , 10 66

O

ΟΔΔΗΧ	25 135
Οίκοι αξιολόγησης	8 43 , 9, 11, 12, 67, 68, 69
Ομολογιούχοι	18, 20, 21, 24, 26, 27, 28, 29, 32, 33, 34, 35, 39

Π, Ρ

<i>Pari passu</i>	26 144 , 98, 99
ΠΠΠ ΕΣΔΑ	29, 30, 31, 32, 33, 45, 51, 52, 92, 93
PSI	1, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 20, 23 127 , 24, 25, 26, 28, 29, 29 154 , 33, 34, 35, 36, 38, 41, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 54, 55, 66, 70, 93, 100, 103, 104, 106, 107, 108, 109, 110, 111

Σ, S

ΣΠΑΤ	19, 20, 21, 24 131 , 60, 74
Spreads	5 29 , 7, 9, 11, 13, 14 83 , 69, 70, 83, 5 29
Σύγκρουση συμφερόντων	57, 63, 70, 71, 72, 74, 83, 91, 109, 110

V

Vulture funds	95, 99, 100, 108
---------------	------------------

Υ

Υποβάθμιση	7, 8, 9, 10, 11, 39, 48 232 , 66 307 , 69, 87
------------	---