



**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ
ΚΑΙ
ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**Π.Μ.Σ. ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ**

**ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ,
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ
ΔΙΚΑΙΟ**

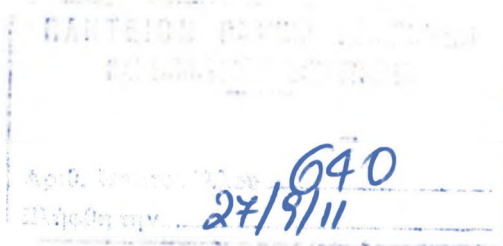
ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΙΩΑΝΝΑ Π. ΣΩΦΡΟΝΑ (Α.Μ. 1209 Μ034)

**ΘΕΜΑ: «ΟΙ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΙΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΣΤΟΥΣ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ
ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΤΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ
ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΟΥΣ: ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΝΝΟΜΗ ΤΑΞΗ»**

Επιβλέπων Καθηγητής: Αναπλ. Καθηγητής κ. Χρ. Γκόρτσος

Ακαδημαϊκό Έτος: 2010 – 2011



ΑΘΗΝΑ

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2011

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΡΟΟΙΜΙΟ	7
I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
Α. ΟΡΙΣΜΟΙ.....	8
Β. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ.....	10
Γ. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.....	11
II. ΠΡΩΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΟΙ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΙΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ.....	
ΩΣ ΔΙΚΑΙΟΛΟΓΗΤΙΚΗ ΒΑΣΗ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ ΣΤΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ	13
Α. ΣΥΓΚΡΟΥΣΗ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΤΟ ΠΡΟΤΥΠΟ «Ο ΕΚΔΟΤΗΣ ΠΛΗΡΩΝΕΙ» (THE “ISSUER – PAYS” MODEL).....	13
Β. ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΑ: ΤΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΔΙΑΡΘΡΩΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ.....	16
Β.1. Η διαδικασία τιλοποίησης απαιτήσεων.....	17
Β.2. Η αθέμιτη εμπλοκή των οργανισμών αξιολόγησης στη διαδικασία έκδοσης των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.....	20
III. ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ	24
Α. ΤΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΠΡΟ ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009.....	24
Α.1. Κανονιστικό Πλαίσιο.....	25
Α.2. Η αρχική ρυθμιστική προσέγγιση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και το συμβουλευτικό έργο της CESR.....	27
Α.3. Η Πρόταση Κανονισμού της Επιτροπής.....	30
Α.4. Η Έκθεση De Larosière.....	32
Β. Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΚ) 1060/2009 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.....	35
Β.1. Συνοπτική επισκόπηση του νέου ρυθμιστικού πλαισίου.....	35
Β.2. Η κανονιστική μεταχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων.....	38
Β.2.1. Οργανωτικές απαιτήσεις.....	38
Β.2.2. Επιχειρησιακές (λειτουργικές) απαιτήσεις.....	40

B.2.3. Κανόνες σχετικά με τους αναλυτές αξιολογήσεων.....	42
B.2.4. Διαφάνεια των οργανισμών αξιολόγησης.....	45
B.2.5. Ειδικές ρυθμίσεις για αξιολογήσεις διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.....	46
B.2.6. Λοιπές προβλέψεις του Κανονισμού.....	47
Γ. Η ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ (ΕΚ) 1060/2009.....	48
IV. ΤΡΙΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΕΣ ΒΕΛΤΙΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΙΣΧΥΟΝΤΟΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΣΙΟΥ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ.....	50
A. ΔΙΚΑΙΟΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ.....	50
A.1. Κοινοποιήσεις εκ μέρους των εκδοτών διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.....	51
A.2. Εναλλακτικά πρότυπα αποζημίωσης οργανισμών αξιολόγησης.....	52
A.3. Θεσμικό πλαίσιο αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης έναντι τρίτων.....	54
B. ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΑ: Η ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΙΚΑΪΚΗ ΤΑΞΗ.....	56
B.1. Γενικό πλαίσιο.....	56
B.2. Τα νομικά θεμέλια της αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης έναντι τρίτων.....	58
B.2.1. Πλαίσιο και όρια συνταγματικής προστασίας.....	59
B.2.2. Κατασκευές ενδοσυμβατικής ευθύνης.....	60
B.2.3. Αδικοπρακτική ευθύνη.....	61
B.2.3.1. Η έννοια του παρανόμου.....	62
B.2.3.1.1. Η αξιολογούμενη ως παράνομη συμπεριφορά.....	62
B.2.3.1.2. Η αξιολογούμενη ως ανήθικη συμπεριφορά.....	65
B.2.3.2. Υπαιτιότητα.....	67
B.2.3.3. Ζημία.....	68
B.2.3.3.1. Έκταση αποκαταστατέας ζημίας.....	68
B.2.3.3.2. Χρόνος υπολογισμού ζημίας.....	69
B.2.3.3.3. Οικείο πταίσμα.....	70
B.2.3.4. Αιτιώδης σύνδεσμος.....	70
B.2.3.5. Ρήτρες αποκλεισμού ή/και περιορισμού της ευθύνης.....	72
ΚΕΦΑΛΑΙΟ V: ΠΡΟΣ ΜΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗ ΕΝΩΣΙΑΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΣΤΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	75

Α. Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΕΝΩΣΙΑΚΗΣ ΡΥΘΜΙΣΗΣ.....	75
Β. ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΒΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΘΙΕΡΩΣΗ ΠΡΩΤΟΓΕΝΟΥΣ ΕΧ ΛΕΓΕ ΕΥΘΥΝΗΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	76
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	78
ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ.....	79
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	83
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ.....	85
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ.....	87
ΠΗΓΕΣ.....	89

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

A.K.	Αστικός Κώδικας
Δ.Ε.Ε.	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών (Περιοδική Έκδοση)
Ε.Ε.	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου (Περιοδική Έκδοση)
Ελλάνη	Ελληνική Δικαιοσύνη (Περιοδική Έκδοση)
Ε.Ο.Π.Α.	Εξωτερικοί Οργανισμοί Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων
ΕφΑθ	Εφετείο Αθηνών
ΝοΒ	Νομικό Βήμα (Περιοδική Έκδοση)
Ο.Α.Π.Ι.	Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας
ΟΛΑΠ	Ολομέλεια Αρείου Πάγου
Π.Δ.Τ.Ε.	Πράξη Διοικητή Τράπεζας Ελλάδος
ΠολΠρωτΑθ	Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών
Π.Κ.	Ποινικός Κώδικας
Φ.Ε.Κ.	Φύλλο Εφημερίδας Κυβερνήσεως
ΧρηΔικ	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο (Περιοδική Έκδοση)
ΧρΙΑ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου (Περιοδική Έκδοση)
BIS	Bank for International Settlements
CESR	Committee of European Securities Regulators
CRA	Credit Rating Agency
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council
ESMA	European Securities and Markets Authority
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions

ΠΡΟΟΙΜΙΟ

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία ξεκίνησε ήδη τον Αύγουστο του 2007 αλλά κορυφώθηκε το Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, κατέδειξε την ανάγκη μεταρρυθμίσεων που θα ενισχύσουν τη σταθερότητα των κεφαλαιαγορών και θα διασφαλίσουν τη διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας τους, καθώς και την προστασία των επενδυτών. Προς το σκοπό της εκπλήρωσης των στόχων αυτών αναλήφθηκαν ρυθμιστικές πρωτοβουλίες, σε αποτέλεσμα των οποίων υιοθετήθηκε σε αρκετούς τομείς ένας μεγάλος αριθμός μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο.

Ανάμεσα στις νομικές πράξεις που εκπονήθηκαν ως άμεσο αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής κρίσης εντάσσεται και το ρυθμιστικό πλαίσιο των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ως απότοκο της διαπιστωθείσας συμβολής των, χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεων, στην έναρξη και στην επέκταση της κρίσης. Χωρίς να αμφισβητείται ο θετικός ρόλος που διαδραματίζουν και δύνανται να διαδραματίσουν οι οργανισμοί αξιολόγησης στη λειτουργία των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών, απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή σε ορισμένες παραμέτρους της λειτουργίας τους, οι οποίες, αν και είχαν ελκύσει και στο παρελθόν την προσοχή των ρυθμιστικών αρχών, εντούτοις βρέθηκαν στο επίκεντρο με την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007. Επιτακτικά παρίστανται σήμερα, μεταξύ άλλων, τα αιτήματα για την ποιότητα των διενεργούμενων αξιολογήσεων, τη διαφάνεια κατά τον τρόπο λειτουργίας των οργανισμών και τη δημοσιοποίηση των μεθόδων που οι τελευταίοι χρησιμοποιούν για να καταλήξουν στις αξιολογήσεις τους. Εξίσου σημαντική είναι η επιταγή για ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα των οργανισμών πιστοληπτικής διαβάθμισης, αφού οι σχέσεις αυτών με τους εκδότες των αξιολογούμενων τίτλων και με τις αξιολογούμενες οντότητες δε θα πρέπει να εγείρουν αμφισβητήσεις ως προς την ακρίβεια, την ποιότητα και την αμεροληψία των παρεχόμενων υπηρεσιών πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Η παρούσα μελέτη πραγματεύεται την παράμετρο των συγκρούσεων συμφερόντων που αναφύονται από τις σχέσεις των οργανισμών αξιολόγησης με τους εκδότες των αξιολογούμενων τίτλων ή τις αξιολογούμενες οντότητες και οι οποίες είναι πρόσφορες να επηρεάσουν και επηρεάζουν ουσιαδώς την ποιότητα, την ακρίβεια και την αξιοπιστία των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων. Στην Εισαγωγή επιδιώκεται η εξοικείωση του αναγνώστη με τους βασικούς ορισμούς που θα χρησιμοποιηθούν κατά

την παρούσα μελέτη, ενώ παρατίθενται ορισμένα βασικά μεγέθη για τη λειτουργία και την επίδραση των οργανισμών αξιολόγησης στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Στο πρώτο Κεφάλαιο της μελέτης εξετάζονται οι συγκρούσεις συμφερόντων ως δικαιολογητική βάση ρυθμιστικής παρέμβασης στους οργανισμούς αξιολόγησης, με ειδικότερη αναφορά στη διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων και στην αθέμιτη εμπλοκή των οργανισμών αξιολόγησης στην έκδοση των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων. Στο δεύτερο Κεφάλαιο εξετάζεται, αρχικά, το κανονιστικό πλαίσιο διαχείρισης των συγκρούσεων συμφερόντων προ της εισαγωγής του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, οι διεργασίες, οι μελέτες και οι ζυμώσεις που οδήγησαν στη θέσπιση αυτού και τα μέτρα υλοποίησης του ως άνω αιτήματος ρυθμιστικής παρέμβασης που ο Κανονισμός εν τέλει υιοθέτησε. Περαιτέρω αναλύονται οι αλλαγές που υπεισήλθαν με τον τροποποιητικό Κανονισμό (ΕΕ) 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου. Το τρίτο Κεφάλαιο της μελέτης πραγματεύεται τις περαιτέρω ρυθμιστικές επιλογές που έχουν προταθεί από όργανα και φορείς της Ε.Ε. για την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων, μεταξύ αυτών και την εισαγωγή συστήματος αστικής ευθύνης των οργανισμών έναντι τρίτων. Καταληκτικά, γίνεται αναφορά των επιμέρους παραμέτρων του εν λόγω συστήματος ευθύνης, υπό το πρίσμα της ελληνικής δικαιοσύνης, ενώ αποτιμάται κριτικά η συμβολή του νέου Κανονισμού (ΕΕ) 513/2011 στην τυποποίηση πρωτογενούς *ex lege* ευθύνης των οργανισμών.

I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

A. ΟΡΙΣΜΟΙ

Βάσει του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου, όπως αυτό θα εκτεθεί αναλυτικά κατωτέρω, ως «αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας» (“credit rating”) νοείται η γνώμη σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα μίας οντότητας, ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, προνομιούχων μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, ή του εκδότη ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, προνομιούχων μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία εκδίδεται μέσω καθιερωμένου και καθορισμένου συστήματος αξιολόγησης με κατηγορίες αξιολόγησης. Ως, δε, «οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» (“credit rating agency”) νοείται εκείνο το νομικό πρόσωπο, του οποίου η απασχόληση

περιλαμβάνει την έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας επί επαγγελματικής βάσης.¹

Από την ανωτέρω ανάλυση προκύπτει ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης αξιολογούν εκείνους τους παράγοντες, παρόντες και μελλοντικούς, οι οποίοι συγκροτούν την πιθανότητα αφερεγγυότητας ενός εκδότη, είτε την αδυναμία του να τηρήσει τις χρηματοπιστωτικές του υποχρεώσεις (αξιολογήσεις εκδοτών), είτε τις υποχρεώσεις του που αφορούν μία συγκεκριμένη πίστωση ή ένα τίτλο σταθερής απόδοσης (αξιολόγηση μέσων). Οι γνώμες αυτές, άλλως κατά την τυπολογία του ρυθμιστικού πλαισίου, *αξιολογήσεις*, βασίζονται σε πληροφορίες που αφορούν τις ροές εσόδων και τη διάρθρωση του ισολογισμού (ιδιαίτερα τα χρέη) της αξιολογούμενης οντότητας, ενώ προσμετρώνται και οι οικονομικές επιδόσεις του παρελθόντος. Κατά το μέτρο αυτό, οι λειτουργίες ενός οργανισμού αξιολόγησης προσομοιάζουν με τις κατ' επάγγελμα δραστηριότητες των χρηματοοικονομικών αναλυτών, ωστόσο το γεγονός ότι ο οργανισμός αξιολόγησης δεν γνωμοδοτεί, ούτε, ακόμα περισσότερο, παρέχει - τουλάχιστον κατά το βασικό πλαίσιο λειτουργίας του - συστάσεις αναφορικά με το εάν ένας συγκεκριμένος τίτλος πρέπει να αγοραστεί, να πωληθεί ή να διακρατηθεί στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια, αποτελεί την ειδοποιό διαφορά τους.

Εισαγωγικά και προτού εκτεθεί ο - ιδιαίτερα σημαντικός, όπως καταδείχθηκε - ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στις διεθνείς χρηματαγορές, να σημειωθεί ότι οι αξιολογήσεις των εν λόγω οργανισμών αποτελούν μόνον τη μία εκ των πολλών διαθέσιμων επιλογών των συμμετεχόντων στις αγορές προκειμένου να αντλήσουν πληροφορίες για την πιστωτική ποιότητα των εκδιδόμενων τίτλων. Αξιολογήσεις πραγματοποιούνται επίσης, τόσο από πλευράς εκδοτών τίτλων, λ.χ. από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, όσο και εκ μέρους των υποψηφίων αγοραστών τίτλων, όπως από τις εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, από τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τις ασφαλιστικές εταιρίες, προς το σκοπό εκτίμησης και διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου ανά επένδυση. Ωστόσο, οι οργανισμοί αξιολόγησης παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, αφού, χωρίς να εντάσσονται σε καμία από τις δύο κατηγορίες, είτε αυτή του εκδότη - πωλητή είτε του αγοραστή - επενδυτή τίτλων, αποτελούν τον αυθόρμητο μηχανισμό της αγοράς προκειμένου να ελεγχθεί η φερεγγυότητα όσων επιδιώκουν να χρηματοδοτηθούν από αυτήν.

¹ Άρθρο 3 παρ. 1 α και β Κανονισμού (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Σεπτεμβρίου 2009 «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», διαθέσιμος στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

B. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

Τις τελευταίες δεκαετίες έχει σημειωθεί αλματώδης αύξηση στον αριθμό των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας που δρουν στις μεγαλύτερες παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Συγκεκριμένα, μελέτη της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία κατέδειξε ότι, στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, δραστηριοποιούνταν παγκοσμίως άνω των 130 οργανισμών πιστοληπτικής αξιολόγησης,² οι περισσότεροι δε εξ αυτών εδρεύουν εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παρά την ανωτέρω εκρηκτική αύξηση του αριθμού των οργανισμών αξιολόγησης, η σχετική αγορά δεν παύει να είναι ολιγοπωλιακή, με τρεις πιο σημαντικούς παγκοσμίως οργανισμούς που συγκεντρώνουν το συντριπτικό ποσοστό των παρεχόμενων υπηρεσιών πιστοληπτικής διαβάθμισης εταιρικού αλλά και δημοσίου χρέους, ήτοι τους Moody's Investors Service, Standard & Poor's και Fitch Ratings.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης διαφοροποιούνται ως προς το μέγεθος, το αντικείμενο εργασιών και τις ακολουθούμενες μεθοδολογίες πιστοληπτικής διαβάθμισης: για παράδειγμα, ορισμένοι εξ αυτών είναι εξειδικευμένοι, εστιάζοντας σε συγκεκριμένες αγορές (λ.χ. ασφαλιστικών προϊόντων) ή αντικείμενο (π.χ. μόνον αξιολογήσεις εκδοτών). Όπως, δε, θα αναφερθεί αναλυτικά κατωτέρω, μολονότι οι αξιολογήσεις είναι προφανώς η κυριότερη δραστηριότητά τους, πολυάριθμοι οργανισμοί αξιοποιούν την πείρα τους σε ό, τι αφορά την αξιολόγηση των κινδύνων ώστε να προτείνουν και λοιπές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (όπως επενδυτικές συμβουλές) στους εκδότες, είτε απευθείας είτε μέσω συνδεδεμένων νομικών προσώπων. Περαιτέρω, για τις παρεχόμενες υπηρεσίες τους, οι οργανισμοί αξιολόγησης αμείβονται, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, από τους ίδιους τους εκδότες για τις αξιολογήσεις τις οποίες εκπονούν, τις οποίες, εν συνεχεία, διαθέτουν στο επενδυτικό κοινό χωρίς χρέωση.³ Στην περίπτωση, δε, των παραγγελθεισών αξιολογήσεων, οι οργανισμοί βασίζονται τόσο σε στοιχεία που διατίθενται δημόσια, όσο και σε πληροφορίες που δεν διατίθενται στο κοινό και που γνωστοποιούνται εθελοντικά από την αξιολογούμενη οντότητα. Ωστόσο, ορισμένες φορές οι οργανισμοί αξιολόγησης δημοσιεύουν αξιολογήσεις με δική τους πρωτοβουλία, δηλαδή δεν έχει

² Basel Committee on Banking Supervision, *Credit Ratings and Complimentary Sources of Credit Quality Information*, Working Papers, August 2000, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.bis.org.

³ Για παράδειγμα, η Moody's και η Standard & Poor's δημοσιοποιούν, είτε με δελτία τύπου, είτε με ανακοινώσεις στις ιστοσελίδες τους, σύνοψη των πιστοληπτικών τους διαβαθμίσεων και των βασικών δεδομένων και παραδοχών επί των οποίων αυτές εδράζονται. Μόνον οι συνδρομητές τους έχουν δικαίωμα πρόσβασης στο πλήρες κείμενο της αξιολόγησης.

προηγηθεί σχετική ανάθεση από ιδιώτη (τα λεγόμενα “unsolicited ratings”), οι οποίες συνήθως εκπονούνται χωρίς την ως άνω πρόσβαση σε μη δημόσιες πληροφορίες.

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις κατατάσσουν τους εκδότες σε κατηγορίες που αντιστοιχούν σε βαθμίδες μεγαλύτερου ή μικρότερου κινδύνου φερεγγυότητας. Για το σκοπό αυτό, οι οργανισμοί αξιολόγησης χρησιμοποιούν κλίμακες πιστοληπτικής ικανότητας εκτεταμένου φάσματος, με ουσιώδη διαχωριστική γραμμή αυτή που χωρίζει την λεγόμενη κατηγορία «επένδυσης» (χαμηλός κίνδυνος) από την κατηγορία «κερδοσκοπία» (υψηλός κίνδυνος), ώστε να αντικατοπτρίζουν κατά τρόπο εύληπτο τους κινδύνους που συνδέονται με τον τίτλο. Δεδομένου ότι δεν υπάρχει κανονιστική επιταγή περί ομοιομορφίας στα σύμβολα αποτύπωσης της βαθμίδας πιστοληπτικής ικανότητας, η αποτύπωση κάθε βαθμίδας με γράμματα, αριθμούς και σημεία ή και με συνδυασμό αυτών τελεί υπό τη διακριτική ευχέρεια εκάστου οργανισμού. Στο Παράρτημα Ι παρατίθεται πίνακας των συμβόλων και των κατηγοριών διαβαθμίσεων πιστοληπτικής ικανότητας εκ μέρους των τριών μεγαλύτερων οργανισμών, ήτοι της Moody’s, της Standard & Poor’s και της Fitch.

Γ. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Ο ρόλος που διαδραματίζουν οι οργανισμοί αξιολόγησης στις αγορές είναι συνήθως ιδιαίτερα θετικός, για αμφότερους τους επενδυτές και τους εκδότες ή/και τις αξιολογούμενες οντότητες. Η, εκ μέρους των οργανισμών, πιστοληπτική διαβάθμιση των χρηματοπιστωτικών μέσων συντελεί στη γεφύρωση της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ των εκδοτών αυτών και του επενδυτικού κοινού. Ειδικότερα, το σύμβολο της βαθμολόγησης που φέρει ένα χρηματοπιστωτικό μέσο λειτουργεί ως ένδειξη του κινδύνου του εν λόγω χρεογράφου και, κατ’ αυτόν τον τρόπο, παρέχεται η δυνατότητα περιορισμού της ασυμμετρίας της πληροφόρησης μεταξύ εκδότη και επενδυτή αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που ενσωματώνει ο τελευταίος, μειώνοντας, κατά τον τρόπο αυτό, το κόστος δανεισμού για τους εκδότες, τουλάχιστον για όσους εξ αυτών αξιολογούνται θετικά.

Βάσει των ανωτέρω και, δεδομένης της φήμης και της υπόληψης που χαίρουν (τουλάχιστον κατά τεκμήριον) οι οργανισμοί αξιολόγησης εκ μέρους των παραγόντων της αγοράς, καθίσταται κατανοητό το μέγεθος του επηρεασμού των σύγχρονων παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών από τη διενέργεια αξιολογήσεων

πιστοληπτικής ικανότητας.⁴ Η αξιολόγηση έχει καταστεί απαραίτητη προϋπόθεση για την αναζήτηση εξωτερικής χρηματοδότησης στις αγορές κινητών αξιών, ιδίως στην περίπτωση που ένας εκδότης δεν έχει ακόμα καθιερωμένη φήμη στις αγορές κινητών αξιών. Ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας που λαμβάνει ένας εκδότης καθορίζει τα επιτόκια που θα πρέπει να προτείνει ώστε να επιτύχει εξωτερική χρηματοδότηση. Επιπλέον, οι αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται ολοένα και περισσότερο στις συμβατικές διατάξεις σχετικά με τη διακοπή των πιστωτικών ευκολιών, την επιτάχυνση των αποπληρωμών ή την τροποποίηση άλλων πιστωτικών όρων. Οι δε χρήστες των αξιολογήσεων καταλαμβάνουν μια ευρύτερη κλίμακα συμμετεχόντων στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, από απλούς έως και θεσμικούς επενδυτές, ίδια δε πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) και ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, καθώς και κυβερνήσεις και νομοθέτες.

Επιπρόσθετα, σύγχρονα νομοθετικά και κανονιστικά πλαίσια σε πολλές δικαιοδοσίες καθορίζουν ότι ορισμένα επενδυτικά προϊόντα δεν μπορούν να τοποθετηθούν στην αγορά ή να αποτελέσουν αξίες του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών, παρά μόνον εάν ο εκδότης τους προσκομίζει συγκεκριμένη πιστοληπτική διαβάθμιση από «αναγνωρισμένο» οργανισμό αξιολόγησης. Επιπλέον και όπως θα εκτεθεί αναλυτικά κατωτέρω, οι οργανισμοί αξιολόγησης εμπλέκονται ολοένα και περισσότερο, βάσει ρυθμιστικών επιταγών, στην αξιολόγηση των κινδύνων που συνδέονται με στοιχεία ενεργητικού τα οποία κατέχουν πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία (ιδρύματα) υπόκεινται σε απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων.

Η δυναμική αλλά και ο συστημικός αντίκτυπος που δύνανται να αναπτύξουν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας καταδείχθηκαν εναργώς κατά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία ξεκίνησε τον Αύγουστο 2007 από τη μη προβλεφθείσα αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων στην αγορά στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης (sub – prime mortgage market) των Η.Π.Α. και εν συνεχεία επηρέασε αρνητικά γεωγραφικά διασπαρμένους και επιχειρηματικά διαφοροποιημένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που είχαν εκτεθεί στα προϊόντα της εν λόγω αγοράς. Όπως θα εκτεθεί αναλυτικά κατωτέρω, οι οργανισμοί αξιολόγησης σχετίζονται στενά με την έναρξη αλλά και την εξάπλωση της κρίσης στις αγορές δανείων υψηλού κινδύνου, επικρίθηκαν δε έντονα για τις υπερβολικά ευνοϊκές

⁴ Thomas L. Friedman, *A manifesto for the Fast World*, : “The United States can destroy you by dropping bombs, and [rating agencies] can destroy you by downgrading your bonds”, New York Times Magazine, 28.3. 1999.

διαβαθμίσεις τους, ιδίως αυτές των λεγόμενων διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων (βλ. κατωτέρω υπό Π.Β.1.), καθώς και για την αδυναμία τους να προσαρμόσουν εγκαίρως το περιεχόμενο των αξιολογήσεών τους κατά την προϊούσα κρίση.

Π. ΠΡΩΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΟΙ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΙΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΩΣ ΔΙΚΑΙΟΛΟΓΗΤΙΚΗ ΒΑΣΗ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ ΣΤΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

Α. ΣΥΓΚΡΟΥΣΗ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΤΟ ΠΡΟΤΥΠΟ «Ο ΕΚΔΟΤΗΣ ΠΛΗΡΩΝΕΙ» (THE “ISSUER – PAYS” MODEL)

Ως «σύγκρουση συμφερόντων» ορίζεται η κατάσταση η οποία ανακύπτει, όταν υποχρεώσεις, συμφέροντα ή καθήκοντα του νομικού προσώπου του οργανισμού αξιολόγησης, αλλά και των φυσικών προσώπων που ο οργανισμός χρησιμοποιεί για να εκπληρώσει την παροχή του έναντι των εντολέων του, εμποδίζουν ή δύναται να εμποδίσουν τη διενέργεια της αξιολόγησης μίας οντότητας, ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, προνομιούχων μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, κατά τρόπο αδιάβλητο, ανεξάρτητο και αντικειμενικό. Συγκεκριμένα, τα συμφέροντα εκδοτών τίτλων και εκείνα των οργανισμών αξιολόγησης μπορούν υπό προϋποθέσεις να έρθουν σε σύγκρουση στην περίπτωση που η διενέργεια και η δημοσίευση υψηλής ποιότητας αντικειμενικών και αδιάβλητων αξιολογήσεων θίγει τα συμφέροντα των εκδοτών, ιδίως όταν οι εκδότες αποβλέπουν στην απόσπαση του ενδιαφέροντος και της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού. Το πρόβλημα στην εν λόγω σύγκρουση – και ο λόγος που την καθιστά σημαντική εξ'επόμεως ρυθμιστικής παρέμβασης – είναι το γεγονός ότι, κατά κανόνα, μεταξύ εκδοτών και οργανισμών αξιολόγησης υφίσταται εσωτερική σχέση *μίσθωσης έργου*, χωρίς να αποκλείεται και η *σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών*, με την αξιολογούμενη οντότητα ή τον εκδότη των αξιολογούμενων τίτλων ως υπόχρεο να καταβάλει την αποζημίωση του εντολοδόχου οργανισμού.

Ειδικότερα, το εν λόγω πρότυπο αποζημίωσης των οργανισμών «ο εκδότης πληρώνει» (“issuer – pays” model) δημιουργεί στους οίκους αξιολόγησης το κίνητρο να επηρεάσουν την ποιότητα της αξιολόγησης προς όφελος της αξιολογούμενης οντότητας ή του εκδότη, είτε δημοσιοποιώντας εν γνώσει τους αναληθείς ευνοϊκές παραστάσεις για την ποιότητα κάθε έκδοσης, είτε αποσιωπώντας αθέμιτα από τις αξιολογήσεις τους παράγοντες που θα αποθάρρυναν το επενδυτικό κοινό από την

απορρόφηση της εν λόγω έκδοσης. Περαιτέρω και, χρησιμοποιώντας ως μέσο άσκησης (αθέμιτης) πίεσης τη διενεργούμενη πιστοληπτική αξιολόγηση, ο εντολοδόχος οργανισμός δύναται να αποκτήσει επιπρόσθετα της αμοιβής του ωφελήματα, από τον ίδιο εκδότη – εντολέα ή και περισσότερους, με τη μορφή της επιπλέον ανάθεσης υπηρεσιών βαθμολόγησης, της ανάθεσης παρεπόμενων υπηρεσιών (λ.χ. διαχείρισης κινδύνων, συμβουλευτικών υπηρεσιών), της παροχής έγκαιρων, ακριβέστερων και πληρέστερων χρηματοοικονομικών πληροφοριών και δεδομένων σε σχέση με τις παρεχόμενες σε λοιπούς οργανισμούς και, εν τέλει, να δρέψει (ο οργανισμός), κατά τρόπο αθέμιτο, ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα έναντι των λοιπών συμμετεχόντων στη σχετική αγορά.

Αντιστρόφως, το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» αποτελεί τη βάση της αθέμιτης εμπλοκής των συμφερόντων των αξιολογούμενων οντοτήτων και των εκδοτών στην ποιότητα, την ακρίβεια και την αμεροληψία των ίδιων των αξιολογήσεων. Με άλλα λόγια, ο εκδότης δύναται να εκμεταλλευτεί τη συμβατική του θέση ως εντολέας και το εύλογο ενδιαφέρον του οργανισμού για απόληψη της αμοιβής του, απαιτώντας την απόσπαση επιπλέον ωφελημάτων, ήτοι μία ευνοϊκότερη της αληθούς πιστοληπτική διαβάθμιση αλλά και την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών προ της έκδοσης των τίτλων υπηρεσίες, η οποία ήταν επιτρεπόμενη προς της εισαγωγής ρυθμιστικού πλαισίου στις δραστηριότητες των οργανισμών αξιολόγησης. Όπως θα εκτεθεί αναλυτικά κατωτέρω (υπό II.B.2.), οι εκδότες συχνά αιτούνταν την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών ή/και γνωμοδοτήσεων από τους οργανισμούς αναφορικά με την πρόθεση αξιολόγησης εκ μέρους τους ενός συγκεκριμένου μέσου με κάποια προτεινόμενα χαρακτηριστικά και, πολύ περισσότερο, τον τρόπο διαφοροποίησης των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών προκειμένου να επιτευχθεί μία θελκτικότερη για τους επενδυτές βαθμολόγηση. Μάλιστα και προς το σκοπό επιλογής αντισυμβαλλομένου, οι εκδότες αποδύονται στην πρακτική του λεγόμενου “rating shopping”, δηλαδή στην «έρευνα αγοράς» προκειμένου να εντοπίσουν και να επιλέξουν ως εντολοδόχο τους εκείνον τον οργανισμό, ο οποίος, για την ίδια αμοιβή, θα ήταν διατεθειμένος να προσφέρει τις πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις για τα χρηματοοικονομικά τους προϊόντα και/ή πρόσθετες υπηρεσίες. Η δε oligοπωλιακή δομή της αγοράς πιστοληπτικών διαβαθμίσεων ευνοεί την εν λόγω πρακτική, αφού τα κίνητρα ανταγωνισμού με κριτήριο την ποιότητα των αξιολογήσεων που εκδίδονται είναι περιορισμένα.⁵

⁵ Για τον πληθωρισμό των άριστων – “triple A” – αξιολογήσεων συνεπεία της εν λόγω πρακτικής των εκδοτών, βλ. Financial Times, *Disclosure rule will open window on rating shopping*, 4.03.2011, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.ft.com.

Στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η πρακτική του “rating shopping” και η αυξανόμενη ζήτηση για ολοένα πιο ευνοϊκές πιστοληπτικές διαβαθμίσεις εκ μέρους των εκδοτών των τίτλων εδράζεται αλλά και εξηγείται από την εντεινόμενη εξάρτηση των χρηστών των αξιολογήσεων, ιδιωτών αλλά και θεσμικών επενδυτών, από το περιεχόμενο αυτών. Συγκεκριμένα και αναφορικά με τους ιδιώτες επενδυτές, η πολυπλοκότητα των εξελιγμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, οι ελάχιστες δημοσιευμένες πληροφορίες που συνόδευαν την έκδοσή τους και η έλλειψη δευτερογενούς αγοράς διαπραγμάτευσης αυτών κατέστησαν αυτούς εξαρτημένους, εν όλω ή εν μέρει, από τις αξιολογήσεις των οργανισμών, αφού υπολάμβαναν τις τελευταίες ως ένδειξη ποιότητας των νεοεκδιδόμενων τίτλων.⁶ Αναφορικά, δε, με τους θεσμικούς επενδυτές, το ίδιο το ρυθμιστικό πλαίσιο το οποίο προέκρινε τις υψηλές βαθμολογίες ως προϋπόθεση για την επιλεξιμότητα των ομολογιακών τίτλων για τα χαρτοφυλάκια συνταξιοδοτικών ταμείων, των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ασφαλιστικών εταιρειών, δημιούργησε τα κίνητρα για τη ζήτηση χρεογράφων υψηλών βαθμολογήσεων εκ μέρους των ως άνω εποπτευόμενων φορέων. Με τη σειρά τους οι εκδότες των εν λόγω χρεογράφων ευλόγως συνόδευαν τις εκδόσεις τους με αξιολογήσεις από «έγκυρους» και «αξιόπιστους» οργανισμούς, αφού κατά τον τρόπο αυτό είχαν τη δυνατότητα να επεκτείνουν την άντληση κεφαλαίων από τη δεξαμενή των θεσμικών επενδυτών.

Τέλος, η έλλειψη συστήματος αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης, τουλάχιστον σε ευρωπαϊκό επίπεδο, όξυνε την αθέμιτη αλληλεξάρτηση των εκδοτών αξιολογούμενων μέσων και των οργανισμών αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, η αδυναμία αστικής διεκδίκησης αξιώσεων, εκ μέρους των ζημιωθέντων χρηστών, σε βάρος των οργανισμών αξιολόγησης, για εκ προθέσεως ή εξ αμελείας αναληθείς και παραπλανητικές αξιολογήσεις εξάλειψε οποιοδήποτε κίνητρο οικειοθελούς συμμόρφωσης των οργανισμών στις διατάξεις ηπίου δικαίου (soft law) που προέτρεπαν στην έκδοση διαφανών και αμερόληπτων αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Κατά το μέτρο δε που οι οργανισμοί δεν διέτρεχαν ιδιαίτερο κίνδυνο βλάβης της αξιοπιστίας, φήμης και υπόληψής τους (“reputation risk”) συνεπεία ελαττωματικών διαβαθμίσεων, αποδύθηκαν σε ολοένα και μεγαλύτερη εμπλοκή κατά τη διαδικασία έκδοσης των τίτλων, παρέχοντας αθέμιτη συνέργεια ή/και συνδρομή στους εκδότες προς το σκοπό δημιουργίας παραπλανητικών και εν γένει αθέμιτων παραστάσεων προς το επενδυτικό κοινό, επιλέγοντας συγχρόνως εκείνη τη δικαιοδοσία, η οποία θα

⁶ Για την εμπιστοσύνη των χρηστών στις αξιολογήσεις των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων βλ. και κατωτέρω υπό IV.B.2.3.4.

διασφάλιζε τη μεγαλύτερη προστασία, ει δυνατόν ασυλία, από αστικές διεκδικήσεις τρίτων (πρακτική καλούμενη ως “forum shopping”). Να σημειωθεί στο σημείο αυτό ότι, σαφώς, η αστική ευθύνη του οργανισμού έναντι τρίτων διέπεται από τις προβλέψεις του δικαίου του κράτους – μέλους όπου είναι εγκατεστημένος ο οργανισμός αξιολόγησης. Ωστόσο, στα περισσότερα κράτη – μέλη δεν υπάρχει στοχευμένο ρυθμιστικό πλαίσιο για την αστική ευθύνη των οργανισμών έναντι τρίτων, ενώ, σε ορισμένα κράτη μέλη αυτό είναι νομικά ανέφικτο. Εξάλλου, προεκτέθηκε ότι οι μεγαλύτεροι οργανισμοί αξιολόγησης διατηρούν την έδρα τους εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης.⁷

Ως εκ τούτου τα αυξημένα κίνητρα των εκδοτών να εξασφαλίσουν επωφελείς όρους άντλησης κεφαλαίων από την αγορά και κατ’ επέκταση τη μείωση του κόστους συναλλαγών τους (transaction costs) από τη μία πλευρά και, από την άλλη, τα αυξημένα οφέλη που προέκυπταν για τους οργανισμούς αξιολόγησης από τη συνεργασία με τον ίδιο εκδότη, είχαν ως συνέπεια την χαλάρωση της ποιότητας των αξιολογήσεων και την επιβάρυνση της αγοράς με ένα νέο – και κατ’ αρχάς κρυφό – συστημικό κίνδυνο, ο οποίος εν τέλει εκδηλώθηκε στη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007.

B. ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΑ: ΤΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΔΙΑΡΘΡΩΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ

Οι συγκρούσεις συμφερόντων που αναφύονται από τις σχέσεις εκδοτών – οργανισμών αξιολόγησης και εδράζονται στο πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» κορυφώθηκαν κατά την τελευταία δεκαετία και εντοπίζονται στην πιστοληπτική διαβάθμιση των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων. Συγκεκριμένα, η κατακόρυφη πτώση των τιμών των εν λόγω τίτλων, που αποτέλεσε τη θρυαλλίδα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος κατά την πρόσφατη κρίση, αποδίδεται, μεταξύ άλλων, στη συνέργεια, άλλως στη συνδρομή που παρείχαν οι οργανισμοί αξιολόγησης στους εκδότες διαρθρωμένων μέσων, παρέχοντας όχι μόνον ευνοϊκές αξιολογήσεις αλλά, πολύ περισσότερο, συναφείς συμβουλευτικές υπηρεσίες προ της έκδοσης των τίτλων προκειμένου οι τελευταίοι να επιτύχουν τη μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση (ακίνδυνη κατηγορία βαθμού AAA) και να αποσπάσουν τοιουτοτρόπως την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού, ιδίως δε των θεσμικών επενδυτών.

⁷ Συγκεκριμένα, μόνον η Fitch Ratings διατηρεί έδρα στο Λονδίνο (με διπλή έδρα και σε Ν. Υόρκη), βλ. την από 27.04.2010 Απάντηση του κ. Barnier εκ μέρους της Επιτροπής στη με αριθμ. E – 1188/2010 κοινοβουλευτική ερώτηση, με επίκληση δεδομένων της CESR, διαθέσιμη στο www.europarl.europa.eu.

Ως «*διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα*» νοούνται τα χρηματοπιστωτικά μέσα ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού που προκύπτουν από πράξη ή πρόγραμμα τιτλοποίησης.⁸ Ως *τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων (securitization of assets)* νοείται ένα συμβατικό μόρφωμα της σύγχρονης οικονομίας, αγγλοσαξωνικής εμπνεύσεως, το οποίο έχει αναπτυχθεί ραγδαία παγκοσμίως κυρίως κατά την τελευταία δεκαετία⁹ καθώς, ως ένα είδος χρηματοδοτικής σύμβασης, καλύπτει με τρόπο αρκετά ικανοποιητικό τις αυξημένες ανάγκες των εταιριών για άντληση δανειακών κεφαλαίων αλλά και σκοπούς διαχείρισης πιστωτικών κινδύνων. Η τιτλοποίηση διακρίνεται σε *τιτλοποίηση εν ευρεία* και σε *τιτλοποίηση εν στενή εννοία*. Η μεν πρώτη *τιτλοποίηση εν ευρεία εννοία* καλύπτει κάθε αξιογραφική ενσωμάτωση δικαιωμάτων με σκοπό την άντληση κεφαλαίων και τη χρηματοδότηση της επιχείρησης, με χαρακτηριστικότερο ίσως παράδειγμα την έκδοση ομολογιών από ανώνυμη εταιρία, οι οποίες ομολογίες ενσωματώνουν αξιώσεις των δανειστών κατά της εκδότριας εταιρίας. Ως δε *τιτλοποίηση εν στενή εννοία* νοείται ως η ενσωμάτωση σε ομολογίες αποκλειστικά και μόνο αξιώσεων της εταιρίας κατά τρίτων και η διανομή των ομολογιών αυτών στους επενδυτές μέσω μιας εταιρίας ειδικού σκοπού.¹⁰

Προς το σκοπό κατανόησης της πολύμορφης εμπλοκής των οργανισμών αξιολόγησης στη διαδικασία έκδοσης και διαβάθμισης των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, είναι σκόπιμο να παρατεθεί, σε απλουστευμένη μορφή, η πλέον διαδεδομένη και απλούστερη διαδικασία *τιτλοποίησης απαιτήσεων εν στενή εννοία* έναντι μετρητών (“cash securitization”).¹¹

B.1. Η διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων

Η εν λόγω διαδικασία τιτλοποίησης έχει ως αφετηρία τη συγκέντρωση (pooling) ενός ομοειδούς συνόλου από πιστώσεις, οι οποίες συγκροτούν το λεγόμενο «*χαρτοφυλάκιο αναφοράς*» και τις οποίες το νομικό πρόσωπο που αναζητά

⁸ Άρθρο 3 παρ. 1 ιβ Κανονισμού (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Σεπτεμβρίου 2009 «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας».

⁹ Στην Ελλάδα, το ζήτημα της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων ρυθμίζεται πλέον από το ν. 3156/2003, με το αρ. 10 αυτού να αναφέρεται στην τιτλοποίηση απαιτήσεων και το αρ. 11 ειδικά στην τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα, ενώ ο ν. 2801/2000, όπως ισχύει, ρυθμίζει αποκλειστικά την τιτλοποίηση απαιτήσεων του Δημοσίου (χωρίς πάντως να αποκλείεται η τιτλοποίηση απαιτήσεων του Δημοσίου με βάση το ν. 3156/2003).

¹⁰ Ακριβώς αυτή την έννοια της τιτλοποίησης ρυθμίζει το αρ. 10 ν. 3156/2003.

¹¹ Για τη διαδικασία της τιτλοποίησης εν στενή εννοία στο ημεδαπό δίκαιο με αναφορές και στη διεθνή πρακτική βλ. ιδιαίτερα Απόστολο Σ. Γεωργιάδη, *Νέες Μορφές Συμβάσεων της Σύγχρονης Οικονομίας*, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα 2000, σελ. 24 επ., Ιάκωβο Βενιέρη, *Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα της διεθνούς πρακτικής*, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα 2005 και Σπύρο Ψυχομάνη, *Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων*, ΔΕΕ 2004, σελ. 262 επ.

χρηματοδότηση¹² μεταβιβάζει σε εταιρία ειδικού σκοπού που έχει συσταθεί αποκλειστικά για το σκοπό αυτό (“Special Purpose Vehicle”, “SPV”).¹³ Η αγορά του χαρτοφυλακίου αναφοράς από την εταιρία ειδικού σκοπού χρηματοδοτείται από ομολογιακά δάνεια, τα οποία η τελευταία εκδίδει με κάλυψη το χαρτοφυλάκιο αναφοράς που της έχει μεταβιβαστεί. Ακολουθώντας, με τα έσοδα από την πώληση των ομολογιών αμείβεται η μεταβιβάζουσα εταιρία για τη μεταβίβαση του χαρτοφυλακίου αναφοράς. Να σημειωθεί ότι οι νέοι τίτλοι, οι οποίοι διατίθενται στο επενδυτικό κοινό, παίρνουν διάφορες ονομασίες ανάλογα με τη μορφή των περιουσιακών στοιχείων της δεξαμενής (pool) στην οποία αντιστοιχούν. Για παράδειγμα, όταν οι υποκείμενοι τίτλοι του χαρτοφυλακίου αναφοράς είναι στεγαστικά ενυπόθηκα δάνεια, τότε τα νέα αξιόγραφα είναι στεγαστικοί τίτλοι εξασφαλισμένοι με περιουσιακά στοιχεία (residential mortgage backed securities – RMBS), εάν τα συγκεντρωμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται από επιχειρηματικά δάνεια τότε οι νέοι τίτλοι είναι γνωστοί ως δομημένα χρεωστικά ομόλογα (collateralized loan obligations – CLOs), ενώ κατά την τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών ή άλλων μορφών καταναλωτικής πίστης, οι τίτλοι που εκδίδονται καλούνται τίτλοι καλυπτόμενοι από στοιχεία του ενεργητικού (Asset-backed securities – ABS).¹⁴

Στην προπεριγραφείσα απλουστευμένη διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων, πρέπει να γίνουν οι κατωτέρω, καίριες για την κατανόηση των ιδιαιτεροτήτων του εν λόγω συμβατικού μορφώματος, παρατηρήσεις:

(i) Οι απαιτήσεις που συγκροτούν το χαρτοφυλάκιο αναφοράς μπορούν να προέρχονται από διάφορες αιτίες, λ.χ. στεγαστικά δάνεια, επιχειρηματικά δάνεια, μισθώματα leasing και υπόλοιπα πιστωτικών καρτών, αλλά, σε κάθε περίπτωση, θα πρέπει να είναι ομοειδείς, αφού άλλως η ομαδοποίησή τους θα είναι αδύνατη. Εξάλλου, οι απαιτήσεις δεν απαιτείται να υφίστανται κατά το χρόνο της τιτλοποίησης, αφού ομαδοποιούνται και οι μελλοντικές απαιτήσεις, προσδιορισμένες ή και δυνάμενες να προσδιοριστούν, ή ακόμα και τελούσες υπό αίρεση, στοιχείο το οποίο προσδίδει στην τιτλοποίηση χαρακτήρα προεξόφλησης μελλοντικών απαιτήσεων. Κατά το μέτρο, δε, που το χαρτοφυλάκιο αναφοράς συγκροτείται από μη βέβαιες και εκκαθαρισμένες

¹² Θεωρητικά, δεν αποκλείεται να προβαίνει στη διαδικασία της τιτλοποίησης και φυσικό πρόσωπο, αν και με δεδομένο ότι συνήθως μεταβιβάζονται απαιτήσεις ιδιαίτερα μεγάλου ύψους, είναι σχεδόν βέβαιο ότι ο μεταβιβάζων τις απαιτήσεις θα είναι σε κάθε περίπτωση νομικό πρόσωπο.

¹³ Για τους λόγους για τους οποίους κρίθηκε, εξ επόψεως ημεδαπού δικαίου, ότι η πώληση των απαιτήσεων πρέπει να γίνεται αποκλειστικά και μόνο σε εταιρία ειδικού σκοπού βλ. Ευ. Περάκη, *Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας*, Τόμος Δέκατος, Ειδικά θέματα, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη 2005, σελ. 468

¹⁴ Ο όρος Collateralized Debt Obligation (CDO) χρησιμοποιείται αρκετές φορές ως ένας πιο γενικός όρος που ενσωματώνει τις περισσότερες μορφές τίτλων που εκδίδονται κατά την τιτλοποίηση, συμπεριλαμβανομένου και του δημόσιου χρέους. Τέλος, οι τίτλοι CDO έχουν κατά καιρούς αγορασθεί και συγκεντρωθεί (pooled) από εταιρίες ειδικού σκοπού οι οποίες εκδίδουν εκ νέου απαιτήσεις σε CDO (αναφέρονται ως CDO2 ή CDO-squared).

απαιτήσεις, καθίσταται άμεσα αντιληπτός ο βαθμός δυσπιστίας των επενδυτών έναντι της επενδυτικής αξίας των προϊόντων της τιτλοποίησης - λόγος ο οποίος καθιστά αναγκαία την παρεμβολή των οργανισμών αξιολόγησης, όπως θα εκτεθεί αναλυτικά κατωτέρω.

(ii) Η διάρθρωση και η διάθεση των ομολογιών από τιτλοποίηση στο επενδυτικό κοινό δεν εξυπηρετεί μόνον σκοπούς συγκέντρωσης κεφαλαίων, αλλά, πρώτιστα, τη διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου της μεταβιβάζουσας επιχείρησης, αξιοποιώντας στο έπακρο τις διαφορετικές επενδυτικές προτιμήσεις και επενδυτικές προσδοκίες και τον διαφορετικό βαθμό επιθυμητής έκθεσης των επενδυτών σε κινδύνους. Ειδικότερα, οι απαιτήσεις του χαρτοφυλακίου αναφοράς χωρίζονται σε τάξεις ή «πακέτα» (“classes”, “tranches”) ανάλογα με τον κίνδυνο των οποίων ενσωματώνουν και ακολούθως τιτλοποιούνται, οι δε προκύπτοντες τίτλοι αξιολογούνται από τους οργανισμούς αξιολόγησης. Η επίδραση της πιστοληπτικής διαβάθμισης εκάστου «πακέτου» στην απορρόφηση των τίτλων του από το επενδυτικό κοινό συνίσταται στο ότι, οι τίτλοι κάθε «πακέτου» έχουν διαφορετική προτεραιότητα όσον αφορά στις αποδόσεις προς τους κομιστές τους. Παραδείγματος χάριν, το tranche AAA/Aaa3 πληρώνεται πριν από το AA/Aa από τις χρηματοροές της δεξαμενής των συγκεντρωμένων δανειών, και ούτω καθ' εξής. Ο κάτοχος του tranche με τη χαμηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση ουσιαστικά υφίσταται τις πρώτες ζημίες από το κεφάλαιο των tranches ή τις πρώτες ζημίες που ενδεχομένως αντιμετωπίσει η εταιρία ειδικού σκοπού και επομένως, πραγματοποιεί οποιαδήποτε υπολειμματική απόδοση μετά την πληρωμή των tranches υψηλότερης διαβάθμισης.¹⁵ Να σημειωθεί ότι τα tranches που αξιολογούνται με A αναφέρονται ως senior (ανώτερα) tranches, τα οποία είναι και τα πλέον προστατευμένα σε περίπτωση αθέτησης, τα αξιολογούμενα με B ως mezzanine (μεσαίου επιπέδου) tranches και τα μη αξιολογούμενα ως equity (μετοχικά) tranches.

Από τα προεκτεθέντα συνάγεται ότι η πιστοληπτική διαβάθμιση αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της διαδικασίας τιτλοποίησης, συμπέρασμα το οποίο έχει αποτυπωθεί και στο ρυθμιστικό πλαίσιο των τιτλοποιήσεων σε διάφορες έννομες τάξεις.¹⁶ Ο λόγος είναι απλός: βασική προϋπόθεση για την επιτυχία αυτής της αγοράς είναι η προσέλκυση (α) των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι υπόκεινται σε περιορισμούς εδραζόμενους στην πιστοληπτική διαβάθμιση των προς επένδυση ομολογιών, και (β) των κοινών επενδυτών, οι οποίοι, αντιμετωπίζοντας οξύτατα

¹⁵ Αυτός είναι ο λόγος που το σύστημα διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου αναφοράς σε tranches αποκαλείται και «καταρράκτης».

¹⁶ Πρβλ. αρ. 10 ν. 3156/2003.

προβλήματα πληροφοριακής ασυμμετρίας λόγω της πολυπλοκότητας των σχετικών προϊόντων, αλλά και του μικρού όγκου των δημοσιευμένων πληροφοριών για παρόμοιες εκδόσεις, ήταν εύλογο να προτιμούν ανά περίπτωση να απέχουν από σχετικές συναλλαγές από το φόβο μην καταστούν θύματα εκμετάλλευσης, είτε από τους καλύτερα πληροφορημένους εκδότες, είτε τις εταιρίες ειδικού σκοπού.¹⁷

B.2. Η αθέμιτη εμπλοκή των οργανισμών αξιολόγησης στη διαδικασία έκδοσης των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων

Η μετατόπιση του επενδυτικού ενδιαφέροντος στις διεθνείς αγορές από τις παραδοσιακές μορφές εταιρικών ομολογιών (corporate debt) στα πολύπλοκα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα (structured debt securities) όξυνε εκθετικά τις συγκρούσεις συμφερόντων που απορρέουν από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει». Συγκεκριμένα, καθώς στα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, σε αντίθεση με τις εταιρικές ομολογίες, παρατηρείται μεγαλύτερη ευελιξία του εκδότη να προσαρμόσει τα χαρακτηριστικά των τίτλων ώστε να αποσπάσει την πλέον ευνοϊκή πιστοληπτική διαβάθμιση, τα ωφελήματα των οργανισμών αξιολόγησης δεν αντιστοιχούσαν πλέον μόνον σε υπηρεσίες βαθμολόγησης, αλλά, όλως αθέμιτα και κατόπιν συνεννόησης με τους εκδότες των τίτλων, σε συμβουλευτικές υπηρεσίες αναφορικά με την επιλογή των απαιτήσεων που θα τιτλοποιούνταν και την ίδια τη δομή και τη διάρθρωση των ομολογιών που θα προέκυπταν από την τιτλοποίηση, ώστε να επιτευχθεί η βέλτιστη πιστοληπτική διαβάθμιση (“triple A rating”). Ειδικότερα:

Όπως προαναφέρθηκε, σε περιπτώσεις παραγγελθείσας από τον εκδότη αξιολόγησης (και σε αντίθεση με τις μη ζητηθείσες αξιολογήσεις), η διαδικασία πιστοληπτικής διαβάθμισης διενεργείται βάσει των στοιχείων που έχει παράσχει ο ίδιος ο εκδότης για τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου αναφοράς (λ.χ. είδος δανειακών υποχρεώσεων, βαθμός εμπράγματης εξασφάλισης, ιστορικό δανειοληπτών, όπου είναι δυνατόν) και της προτεινόμενης διάρθρωσης των «πακέτων» τίτλων (“tranches”). Η εκτίμηση του μέσου βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας, είτε του συνόλου του χαρτοφυλακίου αναφοράς είτε μεμονωμένων tranches, καταλαμβάνει τη συνεκτίμηση αρκετών παραμέτρων, οι βασικότερες εκ των οποίων είναι οι εξής:

(i) Η ανάλυση των χρηματικών ροών που προκύπτουν από το χαρτοφυλάκιο αναφοράς, κατά την οποία εντοπίζονται τυχόν ανισορροπίες (mismatch) μεταξύ των εισπράξεων των τόκων και των χρεολυσίων από τα δάνεια του χαρτοφυλακίου αναφοράς και των

¹⁷ Akerlof, A., George, 1970, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), σ.σ. 488-500.

πληρωμών τόκων και χρεολυσίων από τις εκδιδόμενες ομολογίες από την εταιρία ειδικού σκοπού. Εξετάζεται επίσης και ο βαθμός της επίδρασης των χρεοκοπιών ή καθυστερήσεων των πληρωμών που ενδέχεται να προκύψουν σε κάποια από τα δάνεια (“loss analysis”).

(ii) Έλεγχος ακραίων καταστάσεων (“stress testing”), δηλαδή η συμπεριφορά του χαρτοφυλακίου αναφοράς υπό ακραίες συνθήκες όσον αφορά τα ποσοστά χρεοκοπίας, της χρονικής περιόδου στην οποία επέρχεται η χρεοκοπία, καθώς και της περιόδου που απαιτείται για την είσπραξη των απαιτήσεων σε περίπτωση χρεοκοπίας, με στόχο να προσδιοριστεί η δυνατότητα του χαρτοφυλακίου να αποδώσει τις αναγκαίες χρηματικές ροές για την εξυπηρέτηση των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από την εταιρία ειδικού σκοπού.

(iii) Ανάλυση των κινδύνων αγοράς (όπου υπάρχουν), δηλαδή η εξέταση σημαντικών αποκλίσεων (mismatch) μεταξύ των διακυμάνσεων των επιτοκίων ή/και των συναλλαγματικών ισοτιμιών στα οποία είναι εκφρασμένα αφενός τα δάνεια στο χαρτοφυλάκιο ασφαλείας και αφετέρου τα ομόλογα που εκδίδονται από την εταιρία ειδικού σκοπού.

(iv) Ανάλυση νομικών κινδύνων, δηλαδή η εξέταση του θεσμικού πλαισίου εντός του οποίου διενεργείται η τιτλοποίηση, ιδίως από πλευράς ανεξαρτησίας της εταιρίας ειδικού σκοπού έναντι της μεταβιβάζουσας εταιρίας, λαμβανομένης υπόψη ιδίως της περίπτωσης πτώχευσης της τελευταίας, της δυνατότητας δικαστικής επιδίωξης και εξοπλισμού με εκτελεστό τίτλο των απαιτήσεων από τις συναφθείσες συμβάσεις, κ.ο.κ.¹⁸

Κατόπιν της εξέτασης των ανωτέρω παραμέτρων και αφ’ ης στιγμής κάθε κλίμακα βαθμολόγησης αντιστοιχεί σε ένα εύρος από πιθανές τιμές του κινδύνου αθέτησης, ο οργανισμός αξιολόγησης μπορεί να δώσει μια προ της αξιολόγησης εκτίμηση στον εκδότη, εξηγώντας του παράλληλα τι βαθμό δύναται να λάβει ο συγκεκριμένος τίτλος λαμβάνοντας υπόψη διάφορες εναλλακτικές μορφές διάρθρωσης που μπορεί να λάβει το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο δανείων. Αυτή η εκτίμηση επιτρέπει στον εκδότη να επιλέξει εκείνη τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου που καθιστά το τελευταίο ικανό να λάβει την υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση. Η εν λόγω πρακτική εφαρμόζεται και στην αξιολόγηση των επιμέρους tranches, όπου ο εκδότης δύναται να προσαρμόσει, όχι μόνο τη σύνθεση του υποκείμενου χαρτοφυλακίου, αλλά

¹⁸ Για τη διαδικασία πιστοληπτικής διαβάθμισης του χαρτοφυλακίου αναφοράς βλ. και *Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων*, Alpha Bank, Οικονομικό Δελτίο, τ. 89, Μάρτιος 2004.

επίσης και τη σχέση προτεραιότητας μεταξύ των tranches ως προς την κατανομή του πιστωτικού κινδύνου. Συγκεκριμένα¹⁹:

Κατά κύριο λόγο, η παρέμβαση του οργανισμού αξιολόγησης λαμβάνει χώρα μέσω της πρότασης στον εκδότη πρόσθετων μέτρων ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας (credit enhancement), δυνάμει των οποίων ένα πακέτο τίτλων (“tranche”) μπορεί να επιτύχει υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση. Για παράδειγμα, για να λάβει την ανώτατη διαβάθμιση AAA (“triple A rating”) εκείνο το χαρτοφυλάκιο το οποίο, σε μία προσομοίωση ακραίων καταστάσεων εμφανίζει ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων 40% επί των επιμέρους απαιτήσεων και ποσοστό ανάκτησης εκάστης απαίτησης δια της δικαστικής οδού (λ.χ. με αναγκαστική κατάσχεση) ύψους 50%, θα πρέπει να λάβει πιστωτική ενίσχυση τουλάχιστον 20% (δηλ. 40% ποσοστό αθετηθισών δανειακών υποχρεώσεων X 50% ποσοστό ανάκτησης εκάστης απαίτησης κατόπιν της αθέτησης). Αντιστρόφως, τα «πακέτα» τίτλων (“tranches”) κάτω της βαθμολογίας AAA του ιδίου χαρτοφυλακίου – τα οποία προεκτέθηκε ότι απορροφούν πρώτα τις ζημιές από την αθέτηση – πρέπει να δομηθούν κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να μπορούν να απορροφήσουν ποσοστό 20% των απωλειών επί του συνολικού κεφαλαίου της δεξαμενής, προτού οι εν λόγω απώλειες επηρεάσουν τις αποδόσεις των υψηλότερων tranches. Εν συνεχεία υπολογίζεται η πιστωτική ενίσχυση που απαιτείται για τα tranches με βαθμολόγηση AA και ούτω καθεξής.

Ακολούθως του καθορισμού του ύψους της ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας που απαιτείται, ο οργανισμός εξετάζει και, ενίοτε, αναθεωρεί την αρχική δομή των ομολογιακών τίτλων που είχε προτείνει ο ίδιος ο εκδότης. Σε συνέχεια του ανωτέρω παραδείγματος, εάν η κατασκευή tranche με πιστοληπτική διαβάθμιση AAA απαιτεί πιστωτική ενίσχυση 20% έναντι της αρχικής προτεινόμενης από τον εκδότη 18%, ο οργανισμός συστήνει στον εκδότη τη μετατροπή της κεφαλαιακής διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου αναφοράς και των συγκροτούντων αυτό επιμέρους «πακέτων, λ.χ. μέσω της έκδοσης τίτλων μικρότερης χρηματικής αξίας έναντι της δεξαμενής ενυπόθηκων δανείων, μέσω της μεταφοράς ποσοστού 2% επί του κεφαλαίου του ανώτερου «πακέτου» σε «πακέτο» χαμηλότερης κλίμακας, ώστε να απορροφήσει περισσότερες ζημιές, κλπ.²⁰ Βεβαίως, υπάρχει πάντοτε η ευχέρεια για τον εκδότη των ομολογιακών τίτλων να μην ολοκληρώσει την ανάθεση της σχετικής εντολής σε συγκεκριμένο οργανισμό και να προχωρήσει, μέσω έρευνας αγοράς, σε επόμενο

¹⁹ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Consultation Report: The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, Μάρτιος 2008, βλ. ιδίως σ.σ. 5 - 9.

²⁰ *Ibid*, σελ. 8. Πάντως η πιστωτική ενίσχυση μπορεί να προέρχεται και από εξωτερικές πηγές, λ.χ. μέσω της απόκτησης, εκ μέρους της εταιρίας ειδικού σκοπού, εγγυητικής επιστολής από χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, εγγυημένου ομολόγου (surety bond), κλπ., βλ. και *Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων*, Alpha Bank, ο.π.

οργανισμό αξιολόγησης ο οποίος να είναι πρόθυμος να χορηγήσει την επιθυμητή αξιολόγηση βάσει της αρχικής διάθρωσης του χαρτοφυλακίου αναφοράς που είχε προκρίνει ο εκδότης.

Δεδομένης της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στις αξιολογήσεις των οργανισμών, ιδιαίτερα των πλέον προβεβλημένων, η προεκτεθείσα συνεργασία εκδοτών και οργανισμών αξιολόγησης ήταν αρκούντως επαρκής και πρόσφορη να καταπείσει τους επενδυτές, ιδιώτες και θεσμικούς, σε μια μαζική συγκέντρωση των κινδύνων σε νεοεκδιδόμενους διαρθρωμένους τίτλους βαθμολογηθέντες με AAA. Το μέγεθος, δε, επηρεασμού της ποιότητας των αξιολογήσεων από τα αλληλοεξαρτώμενα συμφέροντα οργανισμών – εκδοτών, αλλά και η έκταση των ζημιών που υπέστησαν στα χαρτοφυλάκιά τους οι αγοραστές καταδεικνύεται πασιφανώς από τα στατιστικά στοιχεία που εξήχθησαν κατόπιν της εμφάνισης της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, αναφορικά με την υποβάθμιση των τίτλων ανά βαθμίδα αξιολόγησης.²¹ Συγκεκριμένα, από τον Πίνακα του Παραρτήματος II συνάγεται ότι, τα διαρθρωμένα προϊόντα βαθμολογημένα με AAA εμφάνισαν τη μεγαλύτερη καθίζηση σε ποσοστό 19%, ενώ οι εκδόσεις διαρθρωμένων τίτλων μετά το 2006, οπότε αυξήθηκε εκθετικά ο αριθμός τους, εμφάνισαν τη μεγαλύτερη πτώση, με τη μεγαλύτερη υποβάθμιση να παρατηρείται στις εκδόσεις του 2008 σε ποσοστό 42%. Σε αντίθεση, δε, με τις ζημιές που υπέστησαν οι τρίτοι, οι ίδιοι οι οργανισμοί απήλαυσαν μία πρωτοφανή αύξηση της κερδοφορίας τους, με το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων τους να προέρχεται, ειδικά προ της εμφάνισης της κρίσης στα τέλη του 2007, από αξιολογήσεις διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων έναντι των παραδοσιακών εργασιών αξιολόγησης των εταιρικών ομολογιακών εκδόσεων.

Ακολουθώντας των ανωτέρω, στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης εξετάζονται εκείνες οι επιλογές ρυθμιστικής παρέμβασης – και όχι μόνον νομοθετικής – οι οποίες προκρίθηκαν κατά καιρούς ως αναγκαίες και πρόσφορες για την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων που αναφύονται από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει». Στο επίκεντρο του δεύτερου Κεφαλαίου βρίσκεται η ανάλυση των διατάξεων που απαρτίζουν το οικείο μέρος του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, ο οποίος αποτελεί τμήμα της συντονισμένης θεσμικής απάντησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης στη σφοδρότητα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007.

²¹ Να σημειωθεί ότι, για τα διαρθρωμένα προϊόντα τα οποία υποβαθμίστηκαν κατά 8 βαθμούς ή και περισσότερο, καθιερώθηκε στη διεθνή πρακτική ο όρος “fallen angels”.

ΙΙΙ. ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Α. ΤΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΠΡΟ ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009

Α.1. Κανονιστικό Πλαίσιο

Προ της εισαγωγής του Κανονισμού (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Σεπτεμβρίου 2009 «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», δεν υπήρχε στοχευμένο ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, αναφορές στις αξιολογήσεις ως ρυθμιστικό εργαλείο υφίσταντο σε κείμενα παράγωγου κοινοτικού δικαίου, με προεξάρχουσες τις Οδηγίες (ΕΚ) 2006/48 και 2006/49, με τις οποίες ενσωματώθηκε στην κοινοτική έννομη τάξη το εκσυγχρονισμένο πλαίσιο διεθνών κανόνων για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών και των εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, που εγκρίθηκε το 2004 από την Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (γνωστό ως Βασιλεία ΙΙ).²² Σύμφωνα με τον Τίτλο V της Οδηγίας (ΕΚ) 2006/48 (γνωστή ως “*Capital Requirements Directive*” ή “*CRD*”), τα πιστωτικά ιδρύματα δύνανται να χρησιμοποιούν πιστοληπτικές αξιολογήσεις που πραγματοποιούνται από «αναγνωρισμένους» εξωτερικούς οργανισμούς πιστοληπτικής ικανότητας (“*External Credit Assessment Institutions*”, “*ECAI*”), προκειμένου να προσδιοριστεί η στάθμιση των κινδύνων και συνεπώς και οι απαιτήσεις σε ίδια κεφάλαια που ισχύουν για τις θέσεις των τραπεζών και των επιχειρήσεων επενδύσεων. Το οικείο πλαίσιο συμπληρώνεται με ρυθμίσεις αναφορικά με το μηχανισμό αναγνώρισης των «επιλέξιμων» ECAI σε ένα κράτος – μέλος που μπορούν ακολούθως να λάβουν «ενιαίο ευρωπαϊκό διαβατήριο» για τις χώρες μέλη της Ε.Ε.²³ Σαφώς προκύπτει από τα ανωτέρω ότι οι εν λόγω Οδηγίες επικεντρώνονται στη στάθμιση των απαιτήσεων για τα ίδια κεφάλαια και δεν επεκτείνονται σε θέματα κανόνων συμπεριφοράς των οργανισμών, ούτε στις σχέσεις των τελευταίων με τους εκδότες των μέσων τα οποία αξιολογούν.

Ειδικότερη ρύθμιση αναφορικά με τις συγκρούσεις συμφερόντων που αναφύονται στο εσωτερικό των οργανισμών αξιολόγησης εντοπίζεται στην Οδηγία

²² Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2006/48 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14^{ης} Ιουνίου 2006 «σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων» και Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2006/49 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14^{ης} Ιουνίου 2006 «για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων», διαθέσιμες στο <http://eur-lex.europa.eu>.

²³ Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2006/48, αρ. 80 – 83 και Παράρτημα VI, Μέρος Ι.

(ΕΚ) αριθμ. 2003/6 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)» (“*The Market Abuse Directive*”) και, συγκεκριμένα, στο άρθρο 6 παρ. 5 αυτής.²⁴ Ακολούθως, στο άρθρο 10 του Προοιμίου της εκτελεστικής Οδηγίας (ΕΚ) αριθμ. 2003/125 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 «για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της Οδηγίας (ΕΚ) 2003/6 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων»,²⁵ τυποποιείται σαφώς η βούληση του ευρωπαϊού νομοθέτη να μην προσδώσει στις αξιολογήσεις χαρακτήρα «επενδυτικής σύστασης», κατά την έννοια της Οδηγίας, αλλά απλής «γνώμης για τη φερεγγυότητα ενός εκδότη ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου σε δεδομένη χρονική στιγμή». Ωστόσο, προβλέπεται ότι «τα γραφεία βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» πρέπει να θεσπίζουν εσωτερικές πολιτικές και διαδικασίες για την ορθή παρουσίαση των διαβαθμίσεών τους και τη γνωστοποίηση κάθε συγκρούσεως συμφερόντων σχετικά με την αξιολογούμενη οντότητα ή το μέσο που αφορά η βαθμολόγηση. Τέλος, στο βαθμό που η Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» (“*The Markets in Financial Instruments Directive*”, πιο γνωστή με το ακρωνύμιο “*MiFID*”) ρυθμίζει τις συγκρούσεις συμφερόντων στις επιχειρήσεις επενδύσεων κατά την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων αυτών υπηρεσιών, γινόταν δεκτό ότι ετύγχανε εφαρμογής και στις συναφείς υπηρεσίες (λχ. επενδυτικές συμβουλές) που παρείχαν οι οργανισμοί αξιολόγησης στους πελάτες τους.²⁶

Στο σημείο αυτό να γίνει μνεία ότι, παράγοντα διαμόρφωσης του εν λόγω ρυθμιστικού πλαισίου των οργανισμών αξιολόγησης αποτέλεσαν οι κανόνες διεθνούς ηπίου δικαίου (“*international soft law*”)²⁷ της Διεθνούς Οργάνωσης Επιτροπών

²⁴ Αρ. 6 παρ. 5 Οδηγίας: «Τα κράτη μέλη προβλέπουν τις κατάλληλες κανονιστικές ρυθμίσεις για να εξασφαλίζεται ότι τα πρόσωπα που εκπονούν ή διαδίδουν έρευνες σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή με εκδότες τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων ή τα πρόσωπα που παράγουν ή διαδίδουν άλλες πληροφορίες με τις οποίες συνιστάται ή προτείνεται μια επενδυτική στρατηγική με προορισμό τους διαύλους επικοινωνίας ή το κοινό, εξασφαλίζουν με τη δέουσα επιμέλεια την ορθή παρουσίαση των πληροφοριών και δημοσιοποιούν τα συμφέροντά τους ή υποδεικνύουν τις συγκρούσεις συμφερόντων που σχετίζονται με τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αφορά η πληροφορία.», διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

²⁵ Διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

²⁶ Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των Οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου», διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>, βλ. ιδίως αρ. 13 παρ. 3 και αρ. 18.

²⁷ Ήτοι στερούμενοι νομικά εξαναγκαστού χαρακτήρα. Οι κανόνες ηπίου δικαίου λειτουργούν επί τη βάση “*comply or explain*” («συμμορφώνομαι ή εξηγώ»), γεγονός που σημαίνει ότι, οι οργανισμοί που δε θα επιλέξουν την

Κεφαλαιαγοράς (“International Organisation of Securities Commissions”, εφεξής αναφερόμενη ως “IOSCO”). Η IOSCO αναγνωρίζεται ως το ηγετικό διεθνές forum συνεργασίας για τις εποπτικές αρχές κινητών αξιών και χάραξης πολιτικών, με τα μέλη της να εποπτεύουν σε ποσοστό άνω του 90% τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές αγορών κινητών αξιών του κόσμου. Το Σεπτέμβριο του 2003 δημοσιεύθηκε Έκθεση της Τεχνικής Επιτροπής της IOSCO για τις δραστηριότητες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η οποία περιελάμβανε και τη Διακήρυξη των Βασικών Αρχών Λειτουργίας αυτών (“Statement of Principles”),²⁸ προς το σκοπό ενίσχυσης της διαφάνειας της διαδικασίας πιστοληπτικής διαβάθμισης και διενέργειας αμερόληπτων και αντικειμενικών αξιολογήσεων. Κατόπιν σχετικών αιτημάτων εκ μέρους ρυθμιστικών αρχών και οργανισμών αξιολόγησης για παροχή κατευθυντήριων γραμμών επί της εφαρμογής των ως άνω Βασικών Αρχών, η IOSCO δημοσίευσε το Δεκέμβριο του 2004 τον Κώδικα Δεοντολογίας για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ένα κωδικοποιημένο κείμενο με βασικές αρχές – κανόνες ηπίου δικαίου, ως σημείο αναφοράς για τους οργανισμούς αξιολόγησης και τις εποπτικές αρχές των κρατών μελών. Το Φεβρουάριο του 2008, η IOSCO δημοσίευσε Έκθεση Διαβούλευσης της Τεχνικής Επιτροπής για το ρόλο των οργανισμών αξιολόγησης στις αγορές διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων²⁹ με προτεινόμενες αλλαγές επί του ως άνω Κώδικα Δεοντολογίας, προκειμένου να ενισχυθούν τα ρυθμιστικά κενά στους μηχανισμούς και τις διαδικασίες των οργανισμών που αποκάλυψε η σοβούσα χρηματοπιστωτική κρίση. Ιδιαίτερη, δε, έμφαση δόθηκε στην επέκταση των διατάξεων του Κώδικα Δεοντολογίας σχετικά με την ποιότητα και την ακεραιότητα των μηχανισμών αποτίμησης, την ανεξαρτησία των οργανισμών και τη διαφάνεια στη λειτουργία τους και την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων συνεπεία των σχέσεων συμφερόντων με τους εκδότες ή τις αξιολογούμενες οντότητες.

Σε αυτήν την ενότητα δε γίνεται περαιτέρω αναφορά στο πλαίσιο κανόνων και προτύπων που εισήγαγε η IOSCO καθώς εκφεύγουν της παρούσας ανάλυσης του οικείου ευρωπαϊκού ρυθμιστικού πλαισίου. Ωστόσο, σε ακόλουθα κεφάλαια πραγματοποιείται επιλεκτική και αποσπασματική ανάλυση άρθρων του εν λόγω Κώδικα Δεοντολογίας κατά το μέτρο που αξιολογήθηκαν από νομοθετικά όργανα, επιτροπές και εποπτικές αρχές ως μέσα και/ ή κατευθυντήριες γραμμές υλοποίησης της

ενσωμάτωση των διατάξεων της IOSCO στον εσωτερικό τους κώδικα συμπεριφοράς, πρέπει να αποδείξουν πως ο τελευταίος μπορεί να οδηγήσει στα αυτά αποτελέσματα με τον Κώδικα της IOSCO.

²⁸ The Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, Σεπτέμβριος 2003, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο www.iosco.org

²⁹ Βλ. ανωτέρω, υποσημείωση 20.

ευρωπαϊκής ρυθμιστικής παρέμβασης στους οργανισμούς αξιολόγησης, κυρίως ως προς την κατεύθυνση της πρόληψης και διαχείρισης των συγκρούσεων συμφερόντων.

A.2. Η αρχική ρυθμιστική προσέγγιση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και το συμβουλευτικό έργο της CESR

Οι απαρχές της προβληματικής για την ανάγκη ευρωπαϊκής ρυθμιστικής παρέμβασης στην αγορά και τον τρόπο λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης τοποθετούνται χρονικά στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας. Χαρακτηριστικό, δε, της ρυθμιστικής προσέγγισης της Επιτροπής είναι το γεγονός ότι, η απουσία κανονιστικού πλαισίου έως και το 2009 αποτέλεσε σαφή επιλογή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία προέκρινε την πολιτική της αυτορρύθμισης των οργανισμών αξιολόγησης βάσει *διεθνών κανόνων ηπίου δικαίου*, αντί της παρέμβασης με νομικά δεσμευτικές διατάξεις. Ειδικότερα:

Στον απόηχο της πτώχευσης της ενεργειακής εταιρίας Enron, το ζήτημα της αξιοπιστίας της λειτουργίας και των διαβαθμίσεων των οργανισμών αξιολόγησης αποτέλεσε κύριο θέμα κατά τη διάρκεια του άτυπου συμβουλίου ECOFIN του Oniedo τον Απρίλιο του 2002. Το Φεβρουάριο του 2004 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε Ψήφισμα, κατόπιν της Έκθεσης Πρωτοβουλίας της Επιτροπής Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων,³⁰ δυνάμει του οποίου η Επιτροπή εκλήθη, μεταξύ άλλων, να αξιολογήσει, το αργότερο έως τις 31 Ιουλίου 2005, την ανάγκη ρυθμιστικής παρέμβασης για τους οργανισμούς που δραστηριοποιούνται εντός Ε.Ε. και την πρόταση κατάλληλων νομοθετικών μέτρων, σε εναρμόνιση και με το Σύμφωνο Βασιλείας II. Υπό το βάρος των αστοχιών των οργανισμών αξιολόγησης στην υπόθεση του λογιστικού σκανδάλου του ιταλικού ομίλου παραγωγής τροφίμων Parmalat, η Επιτροπή εντόπισε, σε συνεργασία με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τα κράτη μέλη, τα κυριότερα κανονιστικά προβλήματα σε σχέση με τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και ζήτησε από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (“Committee of European Securities Regulators”, συσταθείσα δυνάμει της Απόφασης (ΕΚ) 2009/77 της Επιτροπής, εφεξής καλούμενη “CESR”), να της παράσχει τεχνική συνδρομή και συμβουλές προκειμένου να αξιολογήσει την αναγκαιότητα προσφυγής σε ευρωπαϊκή νομοθετική πρωτοβουλία ή άλλες λύσεις. Η CESR προχώρησε το Νοέμβριο του 2004 σε διαβούλευση³¹ και εν

³⁰ E.U. Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, Rapporteur G. Katiforis, *Report on the Role and Methods of Credit Rating Agencies*, 10.02.2004, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.europarl.europa.eu.

³¹ Committee of European Securities Regulators, *CESR's Consultation Paper on Potential Regulatory Approaches for Credit Rating Agencies*, 30.11.2004, Ref.: CESR/04-638, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.esma.europa.eu.

συνεχεία υπέβαλε στην Επιτροπή τις προτάσεις της με την από 30.5.2005 Τεχνική Γνωμοδότηση για ενδεχόμενα μέτρα σχετικά με τους οργανισμούς διαβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας,³² εξετάζοντας, μεταξύ άλλων, τη σύγκρουση συμφερόντων ως δικαιολογητικό λόγο ρυθμιστικής παρέμβασης στους οργανισμούς αξιολόγησης.³³

Ειδικότερα, στην Τεχνική της Γνωμοδότηση προς την Επιτροπή, η CESR απέρριψε το ενδεχόμενο ρυθμιστικής παρέμβασης, με το σκεπτικό ότι η αυτορρύθμιση των οργανισμών αξιολόγησης υπό τα πρότυπα του Κώδικα Δεοντολογίας της IOSCO απαντά όλα τα μείζονα προβλήματα που έθεσε το Κοινοβούλιο. Αναφορικά, δε, με την πρόληψη και αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων που απορρέουν από τις σχέσεις εκδοτών – οργανισμών η CESR σύστησε: (i) την οικειοθελή θέσπιση και εφαρμογή, στο εσωτερικό των οργανισμών αξιολόγησης, των αποτελεσματικών πολιτικών και μέτρων εντοπισμού και διαχείρισης των συγκρούσεων συμφερόντων του άρθρου 2.6 του Κώδικα IOSCO, καθώς και (ii) τη διαφάνεια στη λειτουργία του οργανισμού, με τη θέσπιση και εφαρμογή μέτρων δημοσιοποίησης υφιστάμενων και δυνητικών καταστάσεων συγκρούσεων συμφερόντων με τρόπο επαρκή, έγκαιρο, εναργή, ακριβή και συγκεκριμένο, βάσει του άρθρου 2.7 του Κώδικα IOSCO.³⁴ Περαιτέρω και αναφορικά με την παροχή παρεπόμενων υπηρεσιών στους εκδότες, η CESR απορρίπτει την εν συνόλω απαγόρευση της ανάληψης παρεπόμενων υπηρεσιών εκ μέρους των οργανισμών και συστήνει ως επαρκή προσέγγιση την υιοθέτηση των άρθρων 2.4 και 2.5 του Κώδικα IOSCO περί λήψεως μέτρων διαχωρισμού, νομικού και λειτουργικού, των υπηρεσιών αξιολόγησης από λοιπές υπηρεσίες που δύνανται να παράσχουν οι οργανισμοί,³⁵ καθώς και τη λήψη των μέτρων δημοσιοποίησης του άρθρου 2.7 του Κώδικα IOSCO,³⁶ με περιεχόμενο κατ' ελάχιστον, τον εκδότη για τον οποίον παρέχονται οι παρεπόμενες υπηρεσίες, τα μέτρα διαχωρισμού που έχουν ληφθεί και το ποσοστό που εκπροσωπεί η αμοιβή τους έναντι της αποζημίωσής τους για τις υπηρεσίες βαθμολόγησης.³⁷

³² Committee of European Securities Regulators, *CESR's Technical Advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, 30.05.2005, Ref: CESR/05-139b, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο www.esma.europa.eu.

³³ Οι δικαιολογητικές βάσεις ρυθμιστικής παρέμβασης που έθεσε η Επιτροπή υπ' όψιν της CESR είναι: i) δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων στους οργανισμούς αξιολόγησης, (ii) διαφάνεια στις μεθοδολογίες των οργανισμών, (iii) νομική μεταχείριση της πρόσβασης των οργανισμών αξιολόγησης σε εμπιστευτική πληροφόρηση και (iv) πιθανή μείωση του ανταγωνισμού στην αγορά παροχής υπηρεσιών πιστοληπτικών αξιολογήσεων.

³⁴ *CESR's Technical Advice*, παρ. 42 -51.

³⁵ Τα μέτρα μπορούν να συνίστανται σε δημιουργία «Σινικών Τειχών» (“Chinese Walls”), θυγατρικών στις οποίες να ανατίθενται οι παρεπόμενες υπηρεσίες ή ακόμα και δημιουργίας χωριστών τμημάτων επανδρωμένων με διαφορετικό προσωπικό, *ibid*, παρ. 58.

³⁶ Κατά το πρότυπο του αρ. 5 παρ. 3 της Οδηγίας (ΕΚ) αριθ. 2003/125/ΕΚ της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 «για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων», διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu/>, *ibid*, παρ. 58 και 61.

³⁷ *Ibid*, παρ. 52 – 63.

Αναφορικά, δε, με τις συγκρούσεις συμφερόντων που αναφέρονται από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει», η CCSR συστήνει: (i) την εφαρμογή μέτρων και εν γένει πολιτικών που διασφαλίζουν την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα της διαδικασίας αξιολόγησης, κατά το πρότυπο των άρθρων 2.1 – 2.3 του Κώδικα Δεοντολογίας της IOSCO,³⁸ (ii) τη λήψη μέτρων διαχωρισμού του προσωπικού που συμμετέχει στην πιστοληπτική διαβάθμιση και αυτών που συμμετέχουν στις εμπορικές διαπραγματεύσεις με τους εκδότες, βάσει του άρθρου 2.12. του Κώδικα IOSCO, (iii) την εφαρμογή γραπτών εσωτερικών πολιτικών και μηχανισμών εντοπισμού και δημοσιοποίησης υφιστάμενων ή δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων του άρθρου 2.6 του Κώδικα IOSCO³⁹, και, ειδικότερα, (iv) τη δημοσιοποίηση των γενικών συμφωνιών αποζημίωσης από τους εκδότες (όχι τα συγκεκριμένα ποσά) και, εφόσον η αποζημίωση καλύπτει και λοιπές υπηρεσίες εκτός της βαθμολόγησης, τότε ο οργανισμός καλείται να δημοσιοποιήσει το ποσοστό που εκπροσωπεί η εν λόγω αμοιβή του έναντι της αποζημίωσής του για τις υπηρεσίες βαθμολόγησης, σύμφωνα με το άρθρο 2.8 του Κώδικα IOSCO. Τέλος, η CCSR προκρίνει την εφαρμογή των μέτρων διαχείρισης και διαφάνειας των άρθρων 2.4, 2.6 και 2.7 του Κώδικα IOSCO και στις συγκρούσεις συμφερόντων που ανακύπτουν από τους οικονομικούς δεσμούς, άμεσους και έμμεσους,⁴⁰ καθώς και από οποιαδήποτε άλλη σχέση συμφερόντων, μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης και των εκδοτών ή/ και των θυγατρικών τους νομικών προσώπων.

Υιοθετώντας στο έπακρο τις προτάσεις της Τεχνικής Γνωμοδότησης της CCSR, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε την από 23.12.2005 Ανακοίνωση «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», εισηγούμενη προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο την ακαταλληλότητα μίας νέας νομοθετικής πρωτοβουλίας για τη ρύθμιση των οργανισμών αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή θεώρησε, κατά το εν λόγω στάδιο, ότι οι υπάρχουσες Οδηγίες, σε συνδυασμό με την αυτορρύθμιση των οργανισμών βάσει των προτύπων της IOSCO, απαντούν ικανοποιητικά σε όλα τα αιτήματα ρυθμιστικής παρέμβασης που έθεσε το

³⁸ IOSCO, *Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies*, Dec. 2004: “2.1 The CRA should not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on the CRA, an issuer, an investor, or other market participant. 2.2 The CRA and its analysts should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity. 2.3 The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment”.

³⁹ *Ibid*, “2.6 The CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses the CRA makes or the judgment and analyses of the individuals the CRA employs who have an influence on ratings decisions. The CRA’s code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.”.

⁴⁰ Ενδεικτικά από ενδεχόμενη κεφαλαιακή συμμετοχή του οργανισμού στην εκδότρια εταιρία, δάνεια και λοιπές διευκολύνσεις, *CCSR’s Technical Advice*, παρ. 83.

Κοινοβούλιο, κάλεσε δε τη CESR να υποβάλει εφεξής ετήσια έκθεση για την καλή εφαρμογή του Κώδικα Δεοντολογίας εκ μέρους των οργανισμών.⁴¹

A.3. Η Πρόταση Κανονισμού της Επιτροπής

Το αίτημα για νομοθετική παρέμβαση στην αγορά πιστοληπτικών αξιολογήσεων επανήλθε με ιδιαίτερη δυναμική το φθινόπωρο του 2007, κατά τη συνεδρίαση του ECOFIN στο Λουξεμβούργο, οπότε οι υπουργοί οικονομικών της Ε.Ε. κατέληξαν σε μία σειρά από συμπεράσματα σχετικά με την κρίση («Χάρτης του Ecofin»⁴²). Στα εν λόγω συμπεράσματα επισημάνθηκε η συμβολή των οργανισμών αξιολόγησης στην σοβούσα αναταραχή των αγορών, η εκ μέρους τους υποτίμηση του πιστωτικού κινδύνου των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και η χρονική υστέρηση στις επαναξιολογήσεις των, αρχικά ευνοϊκών, αξιολογήσεων. Ακολούθως η Επιτροπή ζήτησε από τη CESR να εξεταστούν, μεταξύ άλλων, πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων στη διαδικασία αξιολόγησης, ιδίως των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, προκειμένου να αξιολογηθεί εκ νέου η ανάγκη για κανονιστικά μέτρα. Να σημειωθεί, την ίδια χρονική περίοδο, αρκετές δικαιοδοσίες εγκαινίασαν μεταρρυθμίσεις στο συγκεκριμένο τομέα (π.χ. Η.Π.Α.),⁴³ ενώ διεθνή fora πραγματεύτηκαν το ίδιο θέμα.⁴⁴

Η CESR προέβη σε δημόσια διαβούλευση με τους συμμετέχοντες στην αγορά το Φεβρουάριο του 2008 και στις 2.07.2008 εξέδωσε σχετική Έκθεση προς την Επιτροπή.⁴⁵ Στα πορίσματα της εν λόγω Έκθεσης συμπεριλαμβανόταν η διαπίστωση ότι, οι προσπάθειες αυτορύθμισης του κλάδου με βάση τον Κώδικα της IOSCO⁴⁶ δεν προσέφεραν μια επαρκή, αξιόπιστη λύση για τις διαρθρωτικές ελλείψεις του τομέα, ιδίως σε θέματα συγκρούσεων συμφερόντων. Τα δε ελλείμματα λειτουργικότητας του ισχύοντος πλαισίου κανόνων *ηπίου δικαίου* εντοπίζονται, κατά τη CESR, εν πρώτοις στον αφηρημένο και γενικό χαρακτήρα ορισμένων διατάξεων και όρων, ιδίως αυτών

⁴¹ European Commission, *Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*, C 59/2 της 11.03.2006, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

⁴² ECOFIN Council, Press Release (2822nd Council Meeting), Ref: 13571/07 (Presse 217), Luxemburg 9.10.2007, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.consilium.europa.eu.

⁴³ Ο αμερικανικός νόμος περί μεταρρύθμισης των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του 2006 τέθηκε σε ισχύ στις 27 Ιουνίου 2007, θεσπίζοντας το νομικό πλαίσιο για την εγγραφή των NRSRO σε μητρώο (οργανισμοί στατιστικής διαβάθμισης αναγνωρισμένοι από το κράτος).

⁴⁴ Ειδικά για IOSCO, βλ. ανωτέρω σε υποσημ. αριθμ. 20 την Έκθεση Διαβούλευσης για το ρόλο των οργανισμών αξιολόγησης στις αγορές διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία οδήγησε στην αναθεώρηση του Κώδικα Δεοντολογίας της IOSCO το Φεβρουάριο του 2008.

⁴⁵ Committee of European Securities Regulators, *CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance*, 2.07.2008, Ref.: CESR/08-277, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.esma.europa.eu.

⁴⁶ Για παράδειγμα η Fitch Ratings διαχώρισε τις δραστηριότητες εκτός των αξιολογήσεων σε ένα ξεχωριστό τμήμα και έκανε αλλαγές στις υπηρεσίες διαρθρωμένων οικονομικών προκειμένου να στηρίξει την αντικειμενικότητα και τη συνέπεια της διαδικασίας επανεξέτασης των αξιολογήσεων.

που αναφέρονται στην ανάληψη «συμβουλευτικών» και «παρεπόμενων» υπηρεσιών εκ μέρους των οργανισμών αξιολόγησης και, περαιτέρω, στην απουσία μηχανισμού επιβολής των εν λόγω κανόνων. Κατά το μέτρο αυτό, η CESR εισηγήθηκε την αναγκαιότητα κανονιστικής παρέμβασης της Επιτροπής, σε συμπόρευση με τις μεταρρυθμιστικές πρωτοβουλίες της IOSCO, προς την κατεύθυνση της ενοποίησης και κωδικοποίησης ενός πλαισίου κανόνων με αναγκαστικό πλέον χαρακτήρα, μέσω της πρωτοβουλίας δημιουργίας μίας διεθνούς ρυθμιστικής και εποπτικής αρχής, προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια και η ακεραιότητα στον χώρο των οργανισμών αξιολόγησης, αλλά και να επιτευχθεί η αποτελεσματική τους εποπτεία.⁴⁷

Κατόπιν αξιολόγησης των ανωτέρω πορισμάτων και της ενδελεχούς εξέτασης των απόψεων των συμμετεχόντων στη σχετική αγορά, η Επιτροπή κατέληξε ότι πληρούνται οι περιστάσεις νομοθετικής πλέον ρύθμισης της λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης έναντι των λοιπών επιλογών ρυθμιστικής παρέμβασης⁴⁸ και, ακολούθως, προέβη στην από 12.11.2008 Πρόταση Κανονισμού προς το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο.⁴⁹ Ως δικαιολογητικές βάσεις της ρυθμιστικής παρέμβασης της Επιτροπής προκρίθηκαν, μεταξύ άλλων, ο συστημικός χαρακτήρας των ανεπαρειών και των συγκρούσεων συμφερόντων στη δομή και λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης, η ανάγκη διασφάλισης υψηλού επιπέδου εμπιστοσύνης των επενδυτών και προστασίας των καταναλωτών, καθώς και η δημιουργία ενός ομοιόμορφου ευρωπαϊκού κανονιστικού πλαισίου, το οποίο μάλιστα θα είναι ευθέως συγκρίσιμο με αυτό των Η.Π.Α., προκειμένου να επιτευχθούν ίσοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των οργανισμών και να αποφευχθεί το φαινόμενο του “forum shopping” (επιλογή της πλέον συμφέρουσας δικαιοδοσίας εκ μέρους των οργανισμών αξιολόγησης).⁵⁰

Λεπτομερής αναφορά στις προτάσεις της Επιτροπής, όπως αυτές υιοθετήθηκαν εν τέλει από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, θα πραγματοποιηθεί σε κατωτέρω ενότητα της παρούσας μελέτης (υπό III.B), με ιδιαίτερη αναφορά στα μέσα υλοποίησης του αιτήματος περί αντιμετώπισης των συγκρούσεων συμφερόντων από τις σχέσεις των οργανισμών αξιολόγησης με τους εκδότες των αξιολογούμενων τίτλων.

⁴⁷ CESR's Second Report to the European Commission, παρ. 10: «CESR therefore urges the Commission as an immediate step to form an international CRAs standard setting and monitoring body to develop and monitor compliance with international standards in line with the steps taken by IOSCO, using full public transparency and acting in a 'name and shame' capacity to enforce compliance with these standards via market discipline».

⁴⁸ Παραδείγματα λοιπών επιλογών ρυθμιστικής παρέμβασης αποτελούν: η αυτορρύθμιση των οργανισμών βάσει του Κώδικα της IOSCO, η σύνταξη ευρωπαϊκού κώδικα καλής συμπεριφοράς, ή η μη δεσμευτική σύσταση της Επιτροπής προς τους οργανισμούς με παράθεση προτύπων συμμόρφωσης.

⁴⁹ European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, Brussels, 12.11.2008, COM(2008) 704 final., διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.ec.europa.eu.

⁵⁰ Commission's Proposal for a Regulation on Credit Rating Agencies, παρ. 1.1.

A.4. Η Έκθεση De Larosière

Όπως προεκτέθηκε, η έκταση και η ένταση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης κατέδειξαν την ανάγκη επανεξέτασης του ρυθμιστικού σχεδιασμού των χρηματοπιστωτικών αγορών ή την εισαγωγή κανόνων αναγκαστικού δικαίου σε τομείς των ιδίων αγορών οι οποίοι, έως και τούδε, αυτορρυθμίζονταν βάσει ηπίου δικαίου και κωδίκων συμπεριφοράς. Η διερεύνηση των κατάλληλων μέσων, από πλευράς εποπτείας, για την ικανοποίηση των επιμέρους αιτημάτων ρυθμιστικής παρέμβασης ανατέθηκε, εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, σε ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων υψηλού επιπέδου, υπό την Προεδρία του γαλλικής υπηκοότητας πρώην κεντρικού τραπεζίτη Jacques de Larosière (“High – Level Group on Financial Supervision in the EU”, άλλως καλούμενη “η Ομάδα de Larosière”). Η Ομάδα de Larosière υπέβαλε την Έκθεσή της στις 25.02.2009⁵¹ και η Επιτροπή υιοθέτησε τις συστάσεις της στην Ανακοίνωσή της προς το εαρινό Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Μαρτίου 2009.⁵²

Η Έκθεση de Larosière διαρθρώνεται σε τέσσερα (4) κεφάλαια, με το πρώτο με τίτλο “*Causes of the Financial Crisis*” να πραγματεύεται τα αίτια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, το δεύτερο με τίτλο “*Policy and Regulatory Repair*” να συστήνει βελτιώσεις και τροποποιήσεις του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου, το τρίτο με τίτλο “*EU Supervisory Repair*” να επιλαμβάνεται του ζητήματος της αναπροσαρμογής του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα και το τέταρτο με τίτλο “*Global Repair*” να εξετάζει την αναγκαιότητα αναπροσαρμογών στη διεθνή αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Όπως αναμένετο, η αδιαφανής λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης, η ελλιπής ποιότητα των διαβαθμίσεων που κατήρτιζαν και, συνακόλουθα, οι αναληθείς παραστάσεις που δημιουργήθηκαν στο επενδυτικό κοινό αναφορικά με την πιστοληπτική ικανότητα εκδοτών και τίτλων, διατηρούν περίοπτη θέση στα αίτια της κρίσης και αποτελούν, μεταξύ άλλων, δικαιολογητική βάση του επιχειρούμενου ανασχεδιασμού των μηχανισμών εποπτείας των ευρωπαϊκών χρηματαγορών. Ειδικότερα:

Στο πρώτο κεφάλαιο της Έκθεσης,⁵³ η Ομάδα de Larosière πραγματεύεται αρχικά τους παράγοντες που συντέλεσαν στην εξίσωση της – άριστης - πιστοληπτικής

⁵¹ The High – Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, *Report*, Brussels, 25 February 2009, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://ec.europa.eu>.

⁵² European Commission, *Communication for the Spring European Council: Driving European Recovery*, Brussels 4.03.2009, COM (2009) 114 final, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

⁵³ The High – Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, *Report*, παρ. 19 – 22.

διαβάθμισης των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, ιδίως των «ανώτερων πακέτων» τίτλων υψηλής εξασφάλισης (“*senior tranches*”), με τη διαβάθμιση των εταιρικών ομολογιών και των ομολογιών δημοσίου χρέους, ιδίως κατά τα έτη 2004 – 2007. Βάσει των πορισμάτων της Έκθεσης, πλέον σημαντική προς την κατεύθυνση της υποτίμησης, εκ μέρους των οργανισμών αξιολόγησης, των πιστωτικών κινδύνων που οι τίτλοι αυτοί αντιπροσώπευαν, υπήρξε η σύγκρουση συμφερόντων στους κόλπους των τελευταίων, η οποία αποδίδεται αιτιωδώς στο πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» (“*the issuer-pays model*”) και στην ιδιαιτερότητα των διαρθρωμένων προϊόντων, όπου, σε αντίθεση με τις εταιρικές ομολογίες, ο εκδότης αυτών δύναται να προσαρμόσει τα χαρακτηριστικά των τίτλων ώστε να αποσπάσει την πλέον ευνοϊκή πιστοληπτική διαβάθμιση. Η εν λόγω δυνατότητα εμπλοκής του εκδότη στη διαδικασία έκδοσης όξυνε εκθετικά, κατά την Έκθεση, τόσο τα κίνητρα των οργανισμών να συμμετέχουν, όλως αθέμιτα, στη διαδικασία έκδοσης των τίτλων, όσο, πολύ περισσότερο, την πρακτική των εκδοτών να πραγματοποιούν «έρευνα αγοράς» (“*rating shopping*”) μέχρις ότου επιτύχουν την πλέον ευνοϊκή πιστοληπτική διαβάθμιση.

Χαρακτηριστικό της Έκθεσης είναι ο σκεπτικισμός τον οποίον διατηρεί προς το υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο, κατά τους συντάκτες της Έκθεσης, επιτείνει την εξάρτηση των συμμετεχόντων στην αγορά από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Συγκεκριμένη αναφορά γίνεται στις κανονιστικές απαιτήσεις για υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση των «επιλέξιμων» τίτλων για το χαρτοφυλάκιο των θεσμικών επενδυτών, οι οποίες (απαιτήσεις) κατακρίνονται ως ενισχύουσες τις συγκρούσεις συμφερόντων,⁵⁴ καθώς και στις εξωτερικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις του πλαισίου Βασιλεία II για τη στάθμιση κινδύνων των πιστωτικών ιδρυμάτων, με συνέπεια να καθίστανται ατροφικοί οι εσωτερικοί μηχανισμοί αξιολόγησης κινδύνων των πιστωτικών ιδρυμάτων.⁵⁵

Ακολούθως, στο δεύτερο κεφάλαιο της Έκθεσης και στη Σύσταση υπ’ αριθμ. 3 (“*Recommendation 3*”), η Ομάδα de Larosière προκρίνει, ομοίως με την Επιτροπή, την ανάγκη ρυθμιστικής παρέμβασης στην αγορά των οργανισμών πιστοληπτικής διαβάθμισης, με δικαιολογητικές βάσεις της εν λόγω παρέμβασης την ανάγκη διασφάλισης της ποιότητας, ανεξαρτησίας, αμεροληψίας και αντικειμενικότητας των αξιολογήσεων.⁵⁶ Σε αντίθεση, όμως, με την Πρόταση της Επιτροπής, η οποία προέκρινε ένα αποκεντρωμένο σύστημα εποπτείας (κατωτέρω υπό III.B.1.), η Έκθεση

⁵⁴ *Ibid*, παρ. 22.

⁵⁵ *Ibid*, παρ. 53 αλλά και παρ. 69, όπου η Έκθεση δέχεται ότι κατά το παρόν στάδιο, η χρήση εξωτερικών διαβαθμίσεων από πιστωτικά ιδρύματα είναι αναπόφευκτη.

⁵⁶ *Ibid*, παρ. 66.

θεωρεί πλέον ορθολογική την ενίσχυση του ρόλου της CESR, με την ανάθεση στην εν λόγω Επιτροπή εποπτικών αρμοδιοτήτων, ήτοι της αδειοδοσίας των οργανισμών, της παρακολούθησης των επιδόσεών τους - και μάλιστα σε ετήσια βάση εκείνων των οργανισμών, οι διαβαθμίσεις των οποίων χρησιμοποιούνται για κανονιστικούς σκοπούς⁵⁷ - και, σε αυτό το πλαίσιο, της επιβολής αλλαγών.⁵⁸ Ωστόσο, η Ομάδα de Larosière προχωρά ένα βήμα παραπέρα από την Πρόταση της Επιτροπής και, θέτοντας στο επίκεντρο τις συγκρούσεις συμφερόντων, συστήνει την αναθεώρηση του προτύπου πληρωμής των οργανισμών και τη μετάβαση σε διεθνές επίπεδο, από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» σε αυτό όπου «ο αγοραστής πληρώνει». Ακολουθώντας και αναγνωρίζοντας τις δυσχέρειες του εν λόγω εγχειρήματος, συμπορεύεται με τη γραμμή της Επιτροπής προτείνοντας τον πλήρη διαχωρισμό των υπηρεσιών βαθμολόγησης από τις συμβουλευτικές υπηρεσίες και ιδίως όσες σχετίζονται με τη διάρθρωση δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων.⁵⁹ Περαιτέρω, η Έκθεση συστήνει τη σταδιακή απεξάρτηση του κανονιστικού χρηματοπιστωτικού πλαισίου αλλά και των παραγόντων της αγοράς από τις «εξωτερικές» αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας,⁶⁰ ενώ προτρέπει τους οργανισμούς να διαφοροποιήσουν τις κατηγορίες αξιολόγησης και τα σύμβολα διαβάθμισης των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων από τα χρησιμοποιούμενα για τα συμβατικά προϊόντα, προκειμένου να συμμετέχουν ενεργά στην ευαισθητοποίηση των χρηστών όσον αφορά στην πολυπλοκότητα των εν λόγω μέσων⁶¹ Καταλήγοντας, η Ομάδα de Larosière εκφέρει την άποψη ότι, οι εν λόγω προτεινόμενες αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο δεν είναι επαρκείς ει μη μόνον εάν συνδυαστούν, αφενός με την ενάσκηση ορθής κρίσης και περίσκεψης εκ μέρους του επενδυτικού κοινού και, περαιτέρω, με ένα αρραγές και ποιοτικά ενισχυμένο σύστημα εποπτείας των οργανισμών αξιολόγησης.^{62 63}

⁵⁷ *Ibid*, παρ. 70.

⁵⁸ *Ibid*, παρ. 67 και 70. Οι ολοκληρωμένες προτάσεις της Έκθεσης για τη θεσμοθέτηση του «Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας» (“*European System of Financial Supervision*”, “*ESFS*”), ήτοι ενός νέου φορέα μικρο-προληπτικής εποπτείας, εντός του οποίου θα λειτουργήσουν οι τρεις Επιτροπές του «Επιπέδου 3» της διαδικασίας Lamafussy, μεταξύ αυτών και η CESR, καθώς και για τη διαδικασία και για το χρονοδιάγραμμα μετεξέλιξης της CESR σε νέα αρχή με την ονομασία “*European Securities Authority*” («*Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών*»), αρμόδια και για θέματα αδειοδοσίας και εποπτείας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας περιέχονται στο Κεφάλαιο III της Έκθεσης, παρ. 183 επ. Ιδιαίτερα για τους οργανισμούς αξιολόγησης βλ. παρ. 208 ii: “*In relation to specific EU-wide institutions: The Authority concerned would be responsible for the licensing and direct supervision of some specific EU-Wide institutions, such as Credit Rating Agencies and post-trading infrastructures.*”

⁵⁹ *Ibid*, παρ. 68.

⁶⁰ *Ibid*, παρ. 69, 72, 123 – 124.

⁶¹ *Ibid*, παρ. 71.

⁶² *Ibid*, παρ. 72.

⁶³ Για αναλυτική παρουσίαση των προτάσεων της Έκθεσης de Larosière αναφορικά με την αναπροσαρμογή των ευρωπαϊκών εποπτικών θεσμών και δομών βλ. Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, *Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosière»*, ΧρηΔικ 1/2009, σελ. 5 επ.

Η Έκθεση της Ομάδας de Larosière απέσπασε σε πολιτικό επίπεδο τη συναίνεση για τις προτεινόμενες μεταρρυθμίσεις του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς, όπως προεκτέθηκε, υιοθετήθηκε ανεπιφύλακτα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, με την από 4.03.2009 Ανακοίνωσή της και ακολούθως από το εαρινό Ευρωπαϊκό Συμβούλιο των Βρυξελλών του ίδιου έτους. Συγκεκριμένα στην εν λόγω Ανακοίνωσή της, η Επιτροπή αξιολογεί τις ειδικότερες προτάσεις της Έκθεσης για τους οργανισμούς αξιολόγησης και καταλήγει ότι η εισαγωγή αυστηρότερου ρυθμιστικού πλαισίου και η αναθεώρηση του τρόπου αποζημίωσης των οργανισμών για τις παρεχόμενες υπηρεσίες τους είναι μονόδρομος για την διασφάλιση της ποιότητας και της διαφάνειας στη διαδικασία αξιολόγησης και για την εξάλειψη των συγκρούσεων συμφερόντων.⁶⁴ Σε επόμενη ενότητα της παρούσας μελέτης θα εκτεθούν οι νομοθετικές πρωτοβουλίες που ελήφθησαν από την Επιτροπή για την αναπροσαρμογή του πλαισίου εποπτείας των οργανισμών αξιολόγησης βάσει της Έκθεσης de Larosière, καθώς και το ακολούθως παραχθέν νομοθετικό πλαίσιο.

B. Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΚ) 1060/2009 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

B.1. Συνοπτική επισκόπηση του νέου ρυθμιστικού πλαισίου

Η νομοθετική πρωτοβουλία της Επιτροπής και ο αντίκτυπος, στα νομοθετικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, των συστάσεων της Έκθεσης de Larosière για την αναμόρφωση του ευρωπαϊκού ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου, είχαν ως επιστέγασμα τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009, «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» (εφεξής «ο Κανονισμός»)⁶⁵. Βάσει του Προοιμίου του Κανονισμού (αιτιολογική σκέψη 10), η θέσπισή του κρίθηκε αναγκαία λόγω της συμβολής των οργανισμών αξιολόγησης στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση για δύο λόγους: αρχικά απέτυχαν να αποτυπώσουν εγκαίρως στις αξιολογήσεις τους την επιδείνωση των συνθηκών της αγοράς και, περαιτέρω, δεν επέδειξαν τα απαιτούμενα ανταναικλαστικά ώστε να προσαρμόσουν τις αξιολογήσεις τους ακόμα και όταν εκδηλώθηκαν προβλήματα στην αγορά.

Πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού είναι εκείνες οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίες: (i) προορίζονται να χρησιμοποιηθούν για κανονιστικούς ή

⁶⁴ European Commission, *Communication for the Spring European Council*, ο.π. υποσημείωση 53, βλ. Κεφάλαιο 5, σελ. 17: «: **Enhancing sound regulation:** Credit rating agencies should be subject to tough requirements to ensure the quality and transparency of ratings and that they are free from conflict of interest. Remuneration policies should be realigned to avoid short-term excessive risk-taking and to be subject to supervision.»

⁶⁵ Επίσημη Εφημερίδα L 302/1 της 17.11.2009, διαθέσιμος στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

άλλους σκοπούς από πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, ΟΣΕΚΑ ή ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών που είναι εγκατεστημένα σε κράτος μέλος της ΕΕ και (ii) κοινοποιούνται δημοσίως ή διανέμονται με την καταβολή συνδρομής. Από τις 7 Δεκεμβρίου 2010, τα ως άνω ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δύνανται να χρησιμοποιούν για κανονιστικούς σκοπούς μόνον τις αξιολογήσεις που έχουν εκδοθεί από οργανισμούς αξιολόγησης που είναι εγκατεστημένοι σε κράτος – μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης⁶⁶ και εγγεγραμμένοι σε μητρώο, σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού (άρθρο 2 παρ. 1, αρ. 4 παρ. 1 και 2 και αρ. 41). Επιπρόσθετα, ο παρών Κανονισμός εισάγει: (i) καθεστώς προσυπογραφής για τις αξιολογήσεις που έχουν εκδοθεί σε τρίτη χώρα, από τους νομίμως εγκατεστημένους στην Ε.Ε. και εγγεγραμμένους οργανισμούς αξιολόγησης, οι οποίοι αναλαμβάνουν πλήρως την ευθύνη για την εν λόγω αξιολόγηση (άρθρο 4 παρ. 3 – 6) και (iii) μηχανισμό ισοδυναμίας και πιστοποίησης των αξιολογήσεων που σχετίζονται με οντότητες εγκατεστημένες σε τρίτες χώρες ή με χρηματοπιστωτικά μέσα εκδοθέντα σε τρίτες χώρες και εκδίδονται από οργανισμό εγκατεστημένο στις εν λόγω χώρες, προς το σκοπό χρήσης των εν λόγω αξιολογήσεων για κανονιστικούς σκοπούς στην Κοινότητα χωρίς προσυπογραφή (άρθρο 5).⁶⁷ Τέλος, από τη ρυθμιστική εμβέλεια του Κανονισμού εξαιρούνται ρητά οι «*συστάσεις*» με την έννοια της Οδηγίας (ΕΚ) 2003/125 της Επιτροπής, η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και άλλες γνωμοδοτήσεις σχετικά με την αξία χρηματοπιστωτικού μέσου ή οικονομικής υποχρέωσης (Άρθρο 3 παρ. 2 α, β και γ).

Οι σημαντικότεροι άξονες του σχετικού ρυθμιστικού πλαισίου του Κανονισμού παρατίθενται εν συντομία ως ακολούθως:

(i) Η θέσπιση μίας ενιαίας διαδικασίας για την εγγραφή κάθε οργανισμού, η οποία έχει αποτέλεσμα σε όλη την Κοινότητα, με τη CESR ως ενιαίο σημείο υποβολής των αιτήσεων εγγραφής και συντονισμού όλων των εθνικών ρυθμιστικών αρχών (Τίτλος III Κεφάλαιο I, άρθρα 14 – 20). Η εγγραφή έχει αποτέλεσμα σε όλα τα κράτη μέλη της Κοινότητας μόλις αρχίσει να ισχύει, βάσει της εθνικής νομοθεσίας, η

⁶⁶ Μάλιστα, στην αιτιολογική σκέψη αριθμ. 55 τονίζεται ότι, για να καταστεί εφικτή η συνεχής εποπτεία των αξιολογήσεων που εκδίδονται στην Κοινότητα, θα πρέπει να ζητείται από τους οργανισμούς αξιολόγησης που εδρεύουν εκτός της Κοινότητας να συστήσουν θυγατρικές εντός της Ε.Ε.

⁶⁷ Πρβλ. τις από 21.05.2010 και 9.06.2010 Τεχνικές Γνωμοδοτήσεις της CESR προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως προς την ισοδυναμία του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου της Ε.Ε. με το αντίστοιχο των Η.Π.Α. και της Ιαπωνίας, διαθέσιμες στο διαδικτυακό τόπο www.esma.europa.eu.

απόφαση εγγραφής που εκδίδει η αρμόδια αρχή του κράτους προέλευσης (άρθρο 14 παρ. 2 και άρθρα 16 παρ. 7 και 17 παρ. 7).⁶⁸

(ii) Περαιτέρω, η εποπτεία εκάστου οργανισμού αξιολόγησης ανατίθεται στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης, δηλαδή εκείνου στο οποίο βρίσκονται τα κεντρικά γραφεία του οργανισμού. Στο Κεφάλαιο II του Τίτλου III του Κανονισμού και στα άρθρα 21 – 25 προβλέπονται οι αρμοδιότητες εποπτείας και έρευνας των εθνικών αρχών, καθώς και η δυνατότητα επιβολής εποπτικών μέτρων όπως η απόσυρση της εγγραφής του οργανισμού ή η αναστολή της χρήσης των αξιολογήσεων για κανονιστικούς σκοπούς, σε συνεργασία με τις αρμόδιες αρχές λοιπών ενδιαφερομένων κρατών μελών και με κατάλληλη συμμετοχή της CESR. Για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας των οργανισμών κατά τη διαδικασία κατάρτισης των αξιολογήσεων, ορίζεται ωστόσο ότι ούτε οι αρμόδιες αρχές, ούτε οποιεσδήποτε άλλες δημόσιες αρχές των κρατών μελών δύνανται να επεμβαίνουν στο περιεχόμενο των αξιολογήσεων ή των μεθοδολογιών (Άρθρο 23 παρ. 1).

(iii) Τέλος, στο Κεφάλαιο I του Τίτλου IV, άρθρο 36 εισάγεται μηχανισμός επιβολής κυρώσεων για τις παραβάσεις των διατάξεων του Κανονισμού. Ο Κανονισμός καταλείπει στα κράτη μέλη ευρεία διακριτική ευχέρεια ως προς τη θέσπιση των κυρώσεων και τα μέτρα διασφάλισης της επιβολής τους. Δεν τίθενται περιορισμοί ως προς τη φύση των κυρώσεων, εάν δηλαδή θα είναι διοικητικές ή ποινικές, υπό την προϋπόθεση ότι θα είναι αποτελεσματικές, αναλογικές και αποτρεπτικές, θα δημοσιοποιούνται και θα καλύπτουν τις περιπτώσεις σοβαρών επαγγελματικών παραπτώματων και έλλειψης δέουσας επιμέλειας. Ακολούθως και για τη σύγκλιση των εθνικών νομοθεσιών, η CESR παραγγέλλεται όπως καταρτίσει κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις εν λόγω κυρώσεις.⁶⁹

B.2. Η κανονιστική μεταχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων

Στο ρυθμιστικό πλαίσιο του Κανονισμού ιδιαίτερη θέση καταλαμβάνει η δέσμη κανόνων για την πρόληψη και τη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων, ως μέσο υλοποίησης του αιτήματος για τη διασφάλιση της ποιότητας των αξιολογήσεων, τη διαφάνεια των οργανισμών αξιολόγησης και την εμπέδωση της εμπιστοσύνης των

⁶⁸ Να σημειωθεί ότι, βάσει του Άρθρου 2 παρ. 3 του Κανονισμού και της αιτιολογικής σκέψης αριθμ. 44, Ο Κανονισμός δεν θα πρέπει να αντικαταστήσει την καθιερωμένη διαδικασία για την αναγνώριση των εξωτερικών οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ECAI) σύμφωνα με την οδηγία 2006/48/EK. Οι ECAI που έχουν αναγνωρισθεί ήδη στην Κοινότητα θα πρέπει να ζητήσουν την εγγραφή τους σύμφωνα με τον παρόντα Κανονισμό.

⁶⁹ Βλ. Προοίμιο Κανονισμού, αιτιολογική σκέψη αριθμ. 66.

χρηστών στο περιεχόμενο των αξιολογήσεων.⁷⁰ Συγκεκριμένα, στον Τίτλο ΙΙ, άρθρο 6 του Κανονισμού με τίτλο «Ανεξαρτησία και αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων» ορίζεται: «1. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας λαμβάνει όλα τα αναγκαία μέτρα ώστε να διασφαλίζει ότι η έκδοση αξιολόγησης δεν επηρεάζεται από υπάρχουσες ή ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων ή επαγγελματικές σχέσεις στις οποίες συμμετέχει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδει την αξιολόγηση, τα στελέχη του, οι αναλυτές αξιολογήσεων, οι εργαζόμενοι ή οποιοδήποτε άλλο φυσικό πρόσωπο οι υπηρεσίες του οποίου τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή κάθε πρόσωπο που συνδέεται μαζί του μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα».⁷¹

Στο παρόν κεφάλαιο της μελέτης παρατίθενται αναλυτικά οι απαιτήσεις που, βάσει του νέου ρυθμιστικού πλαισίου, πρέπει να πληρούν οι οργανισμοί προς το σκοπό αντιμετώπισης των συγκρούσεων συμφερόντων από τις σχέσεις μεταξύ των οργανισμών και των εκδοτών των αξιολογούμενων μέσων και δη όσων απορρέουν από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει». Ειδικότερα:

B.2.1.Οργανωτικές απαιτήσεις

Σύμφωνα με το Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Ενότητα Α, κατά παραπομπή από τη διάταξη του άρθρου 6 παρ. 2, οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να εισάγουν ρυθμίσεις για την ορθή εταιρική διακυβέρνηση προκειμένου να διασφαλιστεί η ανεξαρτησία της διαδικασίας έκδοσης των αξιολογήσεων από το επιχειρηματικό συμφέρον του οργανισμού αξιολόγησης ως επιχείρησης, ήτοι:

(α) Πρόβλεψη ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό ή εποπτικό συμβούλιο του οργανισμού, κατά το ένα τρίτο τουλάχιστον των μελών αυτού και όχι λιγότερο από δύο (2) μέλη, τα οποία δε θα συμμετέχουν στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Ένα, δε, διοικητικό στέλεχος θα πρέπει να θεωρείται «ανεξάρτητο» εφόσον είναι απαλλαγμένο από επαγγελματικές, οικογενειακές ή άλλου είδους σχέσεις, με την εταιρία, τους έχοντες τον έλεγχο μετόχους ή το διευθυντικό όργανο κάποιου από τους δύο, που να προκαλούν σύγκρουση συμφερόντων ικανή να θέσει σε κίνδυνο την ελεύθερη κρίση του.⁷² Η αμοιβή των ανεξάρτητων μελών δεν πρέπει να εξαρτάται από

⁷⁰ Βλ. Προοίμιο Κανονισμού, αιτιολογική σκέψη αριθμ. 10. Σημειώνεται βεβαίως ότι οι χρήστες των αξιολογήσεων πρέπει να επιδεικνύουν με τη σειρά τους τη δέουσα επιμέλεια.

⁷¹ Η υπογράμμιση ανήκει στον γράφοντα.

⁷² Η έννοια του «ανεξάρτητου μέλους» είναι αυτή της παρ. 13.1 της Ενότητας ΙΙΙ της Σύστασης της Επιτροπής 2005/162/ΕΚ της 15^{ης} Φεβρουαρίου 2005, «σχετικά με το ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών, καθώς και με τις επιτροπές του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου», διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>. Βλ. και Προοίμιο Κανονισμού, αιτιολογική σκέψη αριθμ. 29.

την επιχειρηματική απόδοση του οργανισμού και ορίζεται κατά τέτοιον τρόπο, ώστε να εξασφαλίζει την ανεξαρτησία της κρίσης τους. Περαιτέρω, η θητεία των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου είναι προκαθορισμένης διάρκειας, δεν υπερβαίνει τα πέντε έτη και δεν δύναται να ανανεωθεί, ενώ, με εξαίρεση τις περιπτώσεις του επαγγελματικού παραπτώματος ή της ανεπαρκούς επαγγελματικής απόδοσης, τα ανεξάρτητα μέλη δεν δύνανται να καθαιρεθούν. Επιπλέον, η ανώτερη διοίκηση του οργανισμού πρέπει να διαθέτει καλή φήμη και επαρκείς ικανότητες και εμπειρία και να εξασφαλίζει τη χρηστή και συνετή διαχείριση του οργανισμού, εφόσον, δε, ο τελευταίος εκδίδει αξιολογήσεις για διαρθρωμένα μέσα, τότε απαιτείται επιπρόσθετα η σε βάθος γνώση και εμπειρία των σχετικών αγορών από ένα τουλάχιστον ανεξάρτητο μέλος και άλλο ένα μέλος του συμβουλίου (διοικητικού ή εποπτικού).

(β) Εποπτικές αρμοδιότητες ανεξάρτητων μελών, οι οποίες συνίστανται στην παρακολούθηση:

(i) της πολιτικής στον τομέα της αξιολόγησης και των χρησιμοποιούμενων μεθοδολογιών,

(ii) της αποτελεσματικότητας του εσωτερικού συστήματος ποιοτικού ελέγχου του οργανισμού,

(iii) της αποτελεσματικότητας των θεσπιζόμενων μέτρων και διαδικασιών, ώστε να διασφαλίζεται ότι τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων εντοπίζονται, εξαλείφονται ή αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης και κοινοποίησης, και

(iv) των διεργασιών συμμόρφωσης και διακυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένης της αποτελεσματικής άσκησης του καθήκοντος επανεξέτασης των μεθοδολογιών, των μοντέλων και των βασικών παραδοχών της αξιολόγησης, καθώς και οιασδήποτε σημαντικών αλλαγών ή τροποποιήσεών τους. Μάλιστα, προβλέπεται ότι οι γνωμοδοτήσεις των ανεξάρτητων μελών για τα ανωτέρω θέματα παρουσιάζονται περιοδικά στο (διοικητικό ή εποπτικό) συμβούλιο και τίθενται στη διάθεση της αρμόδιας αρχής, κατόπιν αίτησής της.⁷³

(γ) Θέσπιση κατάλληλων πολιτικών και διαδικασιών που διασφαλίζουν τη συμμόρφωση του οργανισμού προς τις υποχρεώσεις που υπέχει δυνάμει του παρόντος Κανονισμού, ήτοι: υγιείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, συστήματα εσωτερικού ελέγχου, αποτελεσματικές διαδικασίες αξιολόγησης κινδύνων,

⁷³ Παράρτημα I, Ενότητα A, σημείο 2.

αποτελεσματικές ρυθμίσεις ελέγχου και προστασίας των συστημάτων επεξεργασίας πληροφοριών, σαφή και προσδιορισμένη οργανωτική διάρθρωση.⁷⁴

(δ) Μόνιμη και αποτελεσματική υπηρεσία συμμόρφωσης με τα ακόλουθα καθήκοντα:

(i) παρακολούθηση και τακτική αξιολόγηση της καταλληλότητας και της αποτελεσματικότητας των υπό (γ) μέτρων και διαδικασιών, και

(ii) παροχή συμβουλών και συνδρομής στα στελέχη, τους αναλυτές αξιολογήσεων, τους εργαζομένους, καθώς και σε οποιοδήποτε άλλο πρόσωπο συνδέεται με τον οργανισμό και είναι υπεύθυνο για την διενέργεια αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Ο οργανισμός διασφαλίζει ότι η υπηρεσία συμμόρφωσης λειτουργεί κατά τρόπο απρόσκοπτο και ανεξάρτητο, ήτοι διαθέτει εξουσία, πόρους, εμπειρογνομosύνη και πρόσβαση σε όλες τις σχετικές πληροφορίες, τα δε στελέχη της και ο υπεύθυνος συμμόρφωσης απαγορεύεται να συμμετέχουν στις δραστηριότητες αξιολόγησης. Επικεφαλής, δε, της εν λόγω υπηρεσίας τίθεται ο υπεύθυνος συμμόρφωσης, ο οποίος, μεταξύ άλλων, υποχρεούται να διασφαλίζει ότι οιοσδήποτε συγκρούσεις μεταξύ των προσώπων που υπηρετούν στην υπηρεσία συμμόρφωσης εντοπίζονται και εξαλείφονται. Ο υπεύθυνος συμμόρφωσης λογοδοτεί μέσω της υποβολής εκθέσεων στην ανώτερη διοίκηση και τα ανεξάρτητα μέλη του οργανισμού, ενώ η αμοιβή του δεν εξαρτάται από την επιχειρηματική επίδοση του οργανισμού.⁷⁵

(ε) Λοιπά οργανωτικά μέτρα: Τήρηση αρχείου σοβαρών απειλών κατά της ανεξαρτησίας του οργανισμού και των αντίστοιχων μέτρων προστασίας, παρακολούθηση και αξιολόγηση της επάρκειας και αποτελεσματικότητας των εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου, θέσπιση υπηρεσίας επανεξέτασης των μεθοδολογιών, των μοντέλων και των βασικών παραδοχών της αξιολόγησης, καθώς και οιοσδήποτε σημαντικών αλλαγών ή τροποποιήσεών τους.⁷⁶

B.2.2. Επιχειρησιακές (λειτουργικές) απαιτήσεις

Στην Ενότητα Β του Παραρτήματος Ι του Κανονισμού, στην οποία περαιτέρω παραπέμπει η διάταξη του άρθρου 6 παρ. 2, τυποποιούνται οι απαιτήσεις ως προς τον τρόπο λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης, προκειμένου να εντοπίζονται, εξαλείφονται, σε κάθε περίπτωση να διαχειρίζονται και να κοινοποιούνται ευδιάκριτα οιοσδήποτε υπάρχουσες ή δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων που είναι δυνατόν να επηρεάσουν, τόσο την ποιότητα των αξιολογήσεων όσο και την κρίση των

⁷⁴ Παράρτημα Ι, Ενότητα Α, σημεία 3 – 4.

⁷⁵ *Ibid*, σημεία 5 – 6.

⁷⁶ *Ibid*, σημεία 7 – 10.

αναλυτών αξιολογήσεων, των εργαζομένων του, των φυσικών προσώπων οι υπηρεσίες των οποίων τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οργανισμού και συμμετέχουν στην έκδοση των αξιολογήσεων και των προσώπων που, σε τελικό στάδιο, εγκρίνουν τις αξιολογήσεις (εφεξής για λόγους συντομίας «τα εμπλεκόμενα πρόσωπα»). Τα σχετικά μέτρα και οι πολιτικές που καλούνται να υιοθετήσουν οι οργανισμοί είναι τα εξής:

(α) Δημόσια κοινοποίηση των ονομάτων των αξιολογούμενων οντοτήτων ή των σχετιζόμενων με αυτές τρίτων από τους οποίους ο οργανισμός εισπράττει περισσότερο από το 5 % των ετήσιων εσόδων του.⁷⁷

(β) Αποχή από την έκδοση αξιολόγησης στις περιπτώσεις όπου:

(i) Ο οργανισμός αξιολόγησης ή τα εμπλεκόμενα πρόσωπα κατέχουν άμεσα ή έμμεσα χρηματοπιστωτικά μέσα της αξιολογούμενης οντότητας ή οποιουδήποτε σχετιζόμενου με αυτήν τρίτου ή έχουν κάποιο άλλο άμεσο ή έμμεσο ιδιοκτησιακό συμφέρον στην εν λόγω οντότητα ή σε οποιοδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο πρόσωπο.

(ii) Η αξιολόγηση εκδίδεται για μια αξιολογούμενη οντότητα ή οποιονδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο που συνδέεται με τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα.

(iii) Το εμπλεκόμενο πρόσωπο συμμετέχει στα διοικητικά ή εποπτικά συμβούλια της αξιολογούμενης οντότητας ή οποιουδήποτε σχετικού τρίτου.

(iv) Ο αναλυτής αξιολογήσεων που συμμετείχε στις εργασίες αξιολόγησης ή άτομο που εγκρίνει τις αξιολογήσεις είχε οιαδήποτε άλλη σχέση με την αξιολογούμενη οντότητα ή οιονδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτον, η οποία μπορεί δυνητικά να προκαλέσει σύγκρουση συμφερόντων.

Σε περίπτωση υπάρχουσας αξιολόγησης, ο οργανισμός ανακοινώνει αμέσως ότι η τελευταία ενδέχεται να παρουσιάζει ελαττώματα και εκτιμά αμέσως τυχόν λόγους επαναξιολόγησης ή απόσυρσης της υπάρχουσας.⁷⁸

(γ) Πλήρης απαγόρευση παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών και γνωμοδοτήσεων στην αξιολογούμενη οντότητα ή σε οιονδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο σχετικά με την εταιρική ή νομική δομή, το ενεργητικό, το παθητικό ή τις δραστηριότητες της αξιολογούμενης οντότητας ή οιονδήποτε σχετιζόμενου με αυτήν τρίτου. Ειδικότερα, οι αναλυτές αξιολόγησης και/ή τα πρόσωπα που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις δεν θα πρέπει να διατυπώνουν προτάσεις ή συστάσεις, επίσημα ή ανεπίσημα, σχετικά με το σχεδιασμό διαρθρωμένου χρηματοπιστωτικού μέσου, για τα

⁷⁷ Παράρτημα I, Ενότητα Β, στοιχείο 2.

⁷⁸ *Ibid*, στοιχείο 3.

οποία ο οργανισμός αναμένεται να εκδώσει αξιολόγηση. Η απαγόρευση δεν καταλαμβάνει τις λεγόμενες *συναφείς υπηρεσίες*, οι οποίες σαφώς δεν αποτελούν μέρος των δραστηριοτήτων αξιολόγησης, αλλά περιλαμβάνουν προβλέψεις της αγοράς, εκτιμήσεις οικονομικών τάσεων, αναλύσεις τιμών και άλλες αναλύσεις γενικών δεδομένων καθώς και σχετικές υπηρεσίες διανομής, υπό τον όρο ότι η παροχή συναφών υπηρεσιών δεν δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων με τις υπηρεσίες βαθμολόγησης. Στις τελικές εκθέσεις αξιολόγησης, ο οργανισμός υποχρεούται να γνωστοποιεί τις συναφείς υπηρεσίες που παρασχέθηκαν στην αξιολογούμενη οντότητα ή σε σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους.⁷⁹

(δ) Διαχωρισμός διαύλων υποβολής εκθέσεων και επικοινωνίας ώστε τα εμπλεκόμενα πρόσωπα να είναι ανεξάρτητα και αποκομμένα από την επιχειρηματική λειτουργία του οργανισμού.⁸⁰

(ε) Τήρηση αρχείων και ιστορικό ελέγχων των δραστηριοτήτων του οργανισμού, στην έδρα του οργανισμού, για διάστημα τουλάχιστον πενταετίας, τα οποία είναι προσπελάσιμα κατ' αίτηση των εποπτικών αρχών. Ενδεικτικά, στα εν λόγω αρχεία περιλαμβάνονται:

(i) Πληροφορίες για εκάστη αξιολόγηση, ήτοι η ταυτότητα των συμμετεχόντων αναλυτών και των προσώπων που ενέκριναν την αξιολόγηση, εάν επρόκειτο για ζητηθείσα ή μη αξιολόγηση.

(ii) Οι αμοιβές που ελήφθησαν από οιαδήποτε αξιολογούμενη οντότητα ή από οιαδήποτε χρήστη των αξιολογήσεων.

(iii) Οι καταγραφές που τεκμηριώνουν τις καθιερωμένες διαδικασίες και μεθοδολογίες που χρησιμοποιεί ο οργανισμός, καθώς και οι καταγραφές των μέτρων και των διαδικασιών που εφαρμόζει ο οργανισμός προς συμμόρφωση με τον παρόντα Κανονισμό, κ.ο.κ.⁸¹

B.2.3. Κανόνες σχετικά με τους αναλυτές αξιολογήσεων

Επιπλέον των ανωτέρω, για την πρόληψη και τη διαχείριση καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων, οι οργανισμοί πρέπει να διαθέτουν επαρκείς πολιτικές και διαδικασίες που να προστατεύουν από υφιστάμενες ή δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων τους εργαζομένους οι οποίοι εμπλέκονται στην έκδοση αξιολογήσεων, καθώς και να διασφαλίζουν την ποιότητα, ακεραιότητα και πληρότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και την επανεξέτασή της ανά πάσα στιγμή. Σύμφωνα με το άρθρο 7 με

⁷⁹ *Ibid*, σημεία 4 - 5 και Προόμιμο Κανονισμού, αιτιολογικές σκέψεις αριθμ. 6 και 22.

⁸⁰ *Ibid*, σημείο 6.

⁸¹ *Ibid*, σημεία 7 - 9.

τίτλο «Αναλυτές αξιολογήσεων, εργαζόμενοι και άλλα πρόσωπα που συμμετέχουν στην έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας», οι οργανισμοί αξιολόγησης πρέπει να διασφαλίσουν ότι:

(α) Οι αναλυτές αξιολογήσεων και τα εν γένει άμεσα συμμετέχοντα στις αξιολογήσεις πρόσωπα διαθέτουν την κατάλληλη γνώση και εμπειρία για τα καθήκοντα που τους ανατίθενται (άρθρο 7 παρ. 1).

(β) Οι αναλυτές και οιοδήποτε πρόσωπο εμπλέκεται στη διαδικασία αξιολόγησης, δεν επιτρέπεται να κινούν ή να συμμετέχουν σε διαπραγματεύσεις σχετικά με αμοιβές ή πληρωμές με οποιαδήποτε αξιολογούμενη οντότητα, καθώς και με οποιονδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο ή κάθε άλλο πρόσωπο που συνδέεται μαζί της μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα (άρθρο 7 παρ. 2).

(γ) Οι αναλυτές αξιολογήσεων και τα εν γένει άμεσα συμμετέχοντα στις αξιολογήσεις πρόσωπα πληρούν τις απαιτήσεις που ορίζονται στο Παράρτημα Ι του Κανονισμού, Ενότητα Γ (άρθρο 7 παρ. 3) και, ενδεικτικά,

(i) Δεν αγοράζουν ούτε πωλούν ούτε συμμετέχουν σε συναλλαγές σχετικά με οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο το οποίο εκδίδει, εγγυάται ή κατ' άλλον τρόπο προωθεί οποιαδήποτε αξιολογούμενη οντότητα, ούτε κατέχουν χρηματοπιστωτικά μέσα της αξιολογούμενης οντότητας, ή οποιασδήποτε οντότητας σχετίζεται με την αξιολογούμενη, η κατοχή των οποίων να δύναται να προκαλέσει σύγκρουση συμφερόντων.⁸²

(ii) Δεν είχαν πρόσφατη εργασιακή ή άλλη επαγγελματική ή εν γένει σχέση με την αξιολογούμενη οντότητα, που μπορεί να δημιουργήσει σύγκρουση συμφερόντων.⁸³

(iii) Λαμβάνουν όλα τα εύλογα μέτρα για την προστασία των περιουσιακών στοιχείων και αρχείων του οργανισμού από απάτη, κλοπή ή κατάχρηση, δεν κοινοποιούν καμία πληροφορία σχετικά με τις αξιολογήσεις, παρούσες ή μελλοντικές, ούτε ανταλλάσσουν εμπιστευτικές πληροφορίες με σκοπό τις συναλλαγές με χρηματοπιστωτικά μέσα ή για οποιοδήποτε άλλο σκοπό εκτός της πιστοληπτικής διαβάθμισης, ούτε, τέλος, αποδέχονται χρήματα, δώρα ή διευκολύνσεις από οποιονδήποτε με τον οποίον συναλλάσσεται ο οργανισμός.⁸⁴ Σε περίπτωση, δε, εντοπισμού παρόμοιων συμπεριφορών ή ιδιοτήτων στο πρόσωπο συμμετέχοντος στη διαδικασία αξιολόγησης, ο καταγγέλλων τα ανωτέρω στον υπεύθυνο συμμόρφωσης δεν υφίσταται αρνητικές συνέπειες.⁸⁵

⁸² Παράρτημα Ι, Ενότητα Γ, σημείο 1 και 2 εδ. α και β.

⁸³ *Ibid*, σημείο 2 εδ. γ.

⁸⁴ *Ibid*, σημεία 3 και 4.

⁸⁵ *Ibid*, σημείο 5.

(δ) Υπάρχει και λειτουργεί κατάλληλος μηχανισμός εναλλαγής των αναλυτών αξιολόγησης και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας (άρθρο 7 παρ. 4), με τους αναλυτές αξιολογήσεων να μη συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης αναφορικά με την ίδια οντότητα για χρονικό διάστημα που υπερβαίνει ένα συγκεκριμένο αριθμό ετών (τέσσερα έτη για τους κύριους αναλυτές, πέντε έτη για τους απλούς αναλυτές και επτά έτη για τα πρόσωπα που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις). Περαιτέρω, περιορισμοί τίθενται για νέα συμμετοχή σε δραστηριότητες αξιολόγησης όσον αφορά στην ίδια οντότητα ή σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους επί δύο έτη από το πέρας του ανωτέρω χρονικού διαστήματος.⁸⁶

(ε) Η αμοιβή και η αξιολόγηση της απόδοσης των αναλυτών αξιολογήσεων και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις δεν εξαρτάται από το ύψος των εσόδων που εισπράττει ο οργανισμός από τις αξιολογούμενες οντότητες ή τους σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους (άρθρο 7 παρ. 5).

Να σημειωθεί ότι, για οργανισμό αξιολόγησης με περιορισμένη κλίμακα εργασιών και μικρό αριθμό εργαζομένων (λιγότερους των πενήντα), παρέχεται η ευχέρεια, κατά το αρ. 6 παρ. 3 του Κανονισμού, κατόπιν αιτήσεως στην αρμόδια εποπτική αρχή, να εξαιρεθεί από την υποχρέωση τήρησης ορισμένων υποχρεώσεων που ορίστηκαν ανωτέρω,⁸⁷ εφόσον ο οργανισμός επικαλεστεί και αποδείξει ότι διατηρεί μέτρα και πολιτικές ισοδυνάμου αποτελέσματος με τις προβλεπόμενες στον Κανονισμό διαδικασίες και το μέγεθός του δεν έχει καθοριστεί κατά τρόπον ώστε να αποφεύγεται η συμμόρφωσή του με τις διατάξεις του Κανονισμού.

B.2.4. Διαφάνεια των οργανισμών αξιολόγησης

Μολονότι δεν αναφέρεται ρητά στον Κανονισμό, συνάγεται ερμηνευτικά ότι η, κανονιστικώς επιβαλλόμενη στους οργανισμούς, υποχρέωση για διαφάνεια των λειτουργιών και, ιδίως, των πηγών εσόδων τους, εξυπηρετεί, μεταξύ άλλων, τη διαχείριση και /ή την εξάλειψη των συγκρούσεων συμφερόντων που απορρέουν από τις σχέσεις τους με τις αξιολογούμενες οντότητες και από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει». Ειδικότερα, η δημόσια έκθεση - δια των κοινοποιήσεων στις οποίες πλέον υποχρεούνται να προβαίνουν οι οργανισμοί - των επαγγελματικών και οικονομικών δεσμών τους με συγκεκριμένους εκδότες δημιουργεί αντικίνητρα στους οργανισμούς για την περαιτέρω (αθέμιτη) εμπλοκή τους στη διαδικασία έκδοσης των τίτλων και για

⁸⁶ Άρθρο 7 παρ. 4 σε συνδυασμό με Παράρτημα Ι, Ενότητα Γ, σημείο 8 εδ. α, β και γ.

⁸⁷ Ήτοι την υποχρέωση διορισμού ανεξάρτητων μελών με εποπτικές αρμοδιότητες στο συμβούλιο, την υποχρέωση συγκρότησης υπηρεσίας συμμόρφωσης και την υποχρέωση εναλλαγής των αναλυτών αξιολογήσεων, σύμφωνα με το αρ. 6 παρ. 3 και την παραπομπή αυτού σε Παράρτημα Ι, Ενότητα Α, σημεία 2, 5 και 6 και αρ. 7 παρ. 4.

αδικαιολόγητα ευνοϊκές διαβαθμίσεις, αφού ενισχύει την ευαισθητοποίηση των χρηστών ως προς την ποιότητα αλλά και τα κίνητρα της αξιολόγησης.⁸⁸⁸⁹

Εκτέθηκε ανωτέρω ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης οφείλουν να κοινοποιούν τις συγκρούσεις συμφερόντων με ολοκληρωμένο, έγκαιρο, σαφή, περιεκτικό, συγκεκριμένο και εμφανή τρόπο, καθώς και να καταγράφουν όλες τις σοβαρές απειλές για την ανεξαρτησία, είτε των οργανισμών είτε των εργαζομένων τους που εμπλέκονται στη διαδικασία αξιολόγησης, σε συνδυασμό με τα μέτρα προστασίας που εφαρμόζονται για να περιοριστούν αυτές οι απειλές.⁹⁰ Περαιτέρω, το σύστημα κοινοποιήσεων του Κανονισμού προβλέπει ότι:

(α) Ο οργανισμός αξιολόγησης κοινοποιεί γενικά, μεταξύ άλλων, οποιεσδήποτε υπάρχουσες και ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων, κατάλογο συναφών υπηρεσιών, τη γενική φύση των ρυθμίσεων του οργανισμού σχετικά με την αμοιβή και ενδεχομένως ουσιώδεις τροποποιήσεις των συστημάτων, πόρων ή και διαδικασιών του.⁹¹

(β) Ο οργανισμός αξιολόγησης κοινοποιεί περιοδικά κατ' έτος, στις αρμόδιες εποπτικές αρχές, κατάλογο των είκοσι μεγαλύτερων πελατών του βάσει εσόδων, κατάλογο των πελατών των οποίων η συμβολή στο ποσοστό ανάπτυξης των εσόδων του προηγούμενου οικονομικού έτους υπερέβη το ποσοστό ανάπτυξης των συνολικών εσόδων του οργανισμού κατά μιάμιση φορά.⁹²

(γ) Οι οργανισμοί αξιολόγησης καθιστούν διαθέσιμες, σε κεντρικό αρχείο που δημιουργεί και λειτουργεί η CESR, πληροφορίες σχετικά με τα ιστορικά δεδομένα των επιδόσεών τους, συμπεριλαμβανομένης της συχνότητας του μεταβατικού καθεστώτος των αξιολογήσεων και των αλλαγών που επήλθαν σε παλαιότερες αξιολογήσεις.⁹³

(δ) Οι οργανισμοί αξιολόγησης δημοσιεύουν και διατηρούν σε ισχύ στο διαδικτυακό τους τόπο, το αργότερο τρεις μήνες μετά τη λήξη εκάστου οικονομικού έτους, ετήσια έκθεση διαφάνειας, για θέματα όπως: η νομική δομή και το ιδιοκτησιακό

⁸⁸ Βλ. και Προοίμιο Κανονισμού, αιτιολογική σκέψη αριθμ. 10: «...Ο βέλτιστος τρόπος για τη θεραπεία των εν λόγω αποτυχιών είναι η λήψη μέτρων όσον αφορά συγκρούσεις συμφερόντων, την ποιότητα των αξιολογήσεων ... τη διαφάνεια των οργανισμών..., την εσωτερική τους διαχείριση (...). Οι χρήστες των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει να εμπιστεύονται τυφλά τις αξιολογήσεις αυτές. Θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί, δηλαδή να χρησιμοποιούν τις δικές τους αναλύσεις και να επιδεικνύουν τη δέουσα επιμέλεια κάθε φορά που στηρίζονται σε τέτοιες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας» (υπογράμμιση του γράφοντος).

⁸⁹ Παρόμοια ενεργοποίηση των μηχανισμών της αγοράς μέσω των κοινοποιήσεων προς το επενδυτικό κοινό είχε προτείνει και η CESR ως τρόπο αντιμετώπισης και διαχείρισης των συγκρούσεων συμφερόντων, βάσει των προτύπων των άρθρων 2.7 και 2.8 του Κώδικα Δεοντολογίας της IOSCO, βλ. ανωτέρω υπό III.A.2.

⁹⁰ Παράρτημα I, Ενότητα A, σημεία 7 – 10.

⁹¹ Άρθρο 11 παρ. 1 σε συνδυασμό με Παράρτημα I, Ενότητα E. I.

⁹² Άρθρο 11 παρ. 3 σε συνδυασμό με Παράρτημα I, Ενότητα E.II. Σημειώνεται ότι, κάθε μεμονωμένος πελάτης περιλαμβάνεται στον εν λόγω κατάλογο μόνο στην περίπτωση που τα έσοδα που δημιούργησε αντιστοιχούσαν σε ποσοστό μεγαλύτερο του 25% των συνολικών εσόδων του οργανισμού.

⁹³ Άρθρο 11 παρ. 2.

καθεστώς του οργανισμού αξιολόγησης,⁹⁴ ο μηχανισμός εσωτερικού ελέγχου, το αποτέλεσμα του ετήσιου εσωτερικού ελέγχου της υπηρεσίας συμμόρφωσης προς τις απαιτήσεις ανεξαρτησίας, περιγραφή της πολιτικής εναλλαγής διοίκησης και αναλυτών, χρηματοπιστωτικές πληροφορίες σχετικά με τα έσοδα του οργανισμού καταναμημένα σε αμοιβές από τις υπηρεσίες αξιολόγησης και τις λοιπές υπηρεσίες, δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης.⁹⁵

B.2.5 Ειδικές ρυθμίσεις για αξιολογήσεις διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων

Συγκεκριμένη αναφορά γίνεται στον Κανονισμό για την ευαισθητοποίηση των χρηστών των αξιολογήσεων που αφορούν σε διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, στα οποία, όπως προεκτέθηκε, παρατηρήθηκαν οι πλέον οξείες συγκρούσεις συμφερόντων και, συνακόλουθα, οι πλέον σαθρές από πλευράς ποιότητας πιστοληπτικές διαβαθμίσεις. Ειδικότερα και προς το σκοπό προστασίας των επενδυτών από φαινόμενα παραπλάνησης, στο άρθρο 10 παρ. 3 του Κανονισμού τυποποιείται η υποχρέωση των οργανισμών να διακρίνουν σαφώς τις κατηγορίες αξιολογήσεων που εκδίδονται για διαρθρωμένα μέσα έναντι των αντίστοιχων για άλλες οντότητες, συμβατικά προϊόντα ή για λοιπές πιστωτικές υποχρεώσεις, με την προσθήκη πρόσθετου συμβόλου στην εν λόγω κατηγορία αξιολόγησης.⁹⁶

Επιπλέον, στο Προοίμιο του Κανονισμού (αιτιολογική σκέψη αριθμ. 41), οι οργανισμοί προτρέπονται να λαμβάνουν μέτρα για να αποφεύγουν καταστάσεις κατά τις οποίες οι εκδότες ζητούν την προκαταρκτική εκτίμηση της αξιολόγησης διαρθρωμένου μέσου από περισσότερους από έναν οργανισμούς αξιολόγησης, προκειμένου να επιλέξουν τον οργανισμό εκείνον που προσφέρει την καλύτερη πιστοληπτική διαβάθμιση. Πρόκειται για την πρακτική του *«rating shopping»*, για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω,⁹⁷ η οποία συντέλεσε στον πληθωρισμό των αναληθών ευνοϊκών – *“triple A”* - αξιολογήσεων για τα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα και τη συνακόλουθη παραπλάνηση των επενδυτών που βασίστηκαν επί των εν λόγω πιστοληπτικών διαβαθμίσεων. Εν είδει ευχολογίου, ο Κανονισμός απευθύνει προτροπή και προς τους εκδότες των εν λόγω μέσων, *«να αποφεύγουν να εφαρμόζουν τέτοιες πρακτικές»*.

⁹⁴ Συμπεριλαμβανομένων στοιχείων σχετικά με *«συμμετοχές»* κατά την έννοια των άρθρων 9 και 10 της Οδηγίας (ΕΚ) 2004/109 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15^{ης} Δεκεμβρίου 2004.

⁹⁵ Άρθρο 12 και Παράρτημα Ι, Ενότητα Ε.ΙΙΙ.

⁹⁶ Βλ. και Παράρτημα Ι, Ενότητα Δ.ΙΙ *«Πρόσθετες υποχρεώσεις σε σχέση με τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων»*.

⁹⁷ Βλ. ανωτέρω υπό ΙΙ.Α.

B.2.6. Λοιπές προβλέψεις του Κανονισμού

Το ρυθμιστικό πλαίσιο των οργανισμών αξιολόγησης συμπληρώνουν οι κάτωθι προβλέψεις, οι οποίες καταδεικνύουν τα όρια της κανονιστικής επέμβασης του κοινοτικού νομοθέτη στη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης, τουλάχιστον κατά το στάδιο θέσπισης του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009. Συγκεκριμένα:

(α) Ως προς το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει»: Ο Κανονισμός τηρεί ουδέτερη στάση ως προς το πρότυπο αποζημίωσης που δύναται να χρησιμοποιεί έκαστος οργανισμός αξιολόγησης για τις παρεχόμενες υπηρεσίες πιστοληπτικής διαβάθμισης. Ωστόσο, στην αιτιολογική σκέψη αριθμ. 73 του Κανονισμού, ορίζεται ότι η Επιτροπή θα πρέπει να υποβάλει έκθεση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στο Συμβούλιο, έως το τέλος του 2012 (αρ. 39 παρ. 1), με την οποία θα αξιολογεί κίνητρα για τους εκδότες ώστε να χρησιμοποιούν, μεταξύ άλλων, πιθανές εναλλακτικές δυνατότητες αντί του προτύπου «ο εκδότης πληρώνει», συμπεριλαμβανομένης της δημιουργίας δημόσιου κοινοτικού οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και σύγκλιση των εθνικών κανόνων αναφορικά με παραβάσεις των διατάξεων του παρόντος Κανονισμού.

(β) Ως προς την προστασία των επενδυτών: Σε αρκετές αιτιολογικές σκέψεις του Προοιμίου του Κανονισμού, ο ευρωπαίος νομοθέτης αποφαινεται ότι η επαγρύπνηση και η αυτοπροστασία του *σωστά ενημερωμένου* επενδυτικού κοινού συνιστά το όριο στην κανονιστική του παρέμβαση στη λειτουργία των οργανισμών. Άλλως, η προστασία που παρέχει ο Κανονισμός στο επενδυτικό κοινό από παραπλανητικές και εν γένει ελαττωματικές αξιολογήσεις είναι *έμμεση*, προκύπτει δηλαδή από τις, κατά ρυθμιστική επιταγή, κοινοποιήσεις, ήτοι από τη ροή των πληροφοριών που ο ίδιος ο οργανισμός παρέχει, κατά τρόπο μη επιλεκτικό, ολοκληρωμένο, έγκαιρο, σαφή, περιεκτικό και συγκεκριμένο, ώστε να δίδεται η δυνατότητα στους χρήστες να προβαίνουν σε τεκμηριωμένες επενδυτικές αποφάσεις.⁹⁸

(γ) Αστική ευθύνη οργανισμών αξιολόγησης: Κατά το ανωτέρω, δε, μέτρο και χαράσσοντας ένα πρώτο ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των οργανισμών, ο κοινοτικός νομοθέτης προέκρινε στο στάδιο αυτό τη δυνατότητα αυτοπροστασίας των επενδυτών, *απέχοντας συνειδητά από την τυποποίηση αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης σε ευρωπαϊκό επίπεδο*. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην

⁹⁸ Βλ. και υποσημείωση 90, αιτιολογική σκέψη αριθμ. 10, καθώς και αιτιολογική σκέψη αριθμ. 25, για την κοινοποίηση των μεθοδολογιών εκ μέρους των οργανισμών σε τέτοιο βαθμό «...ώστε οι χρήστες (...) να διαθέτουν επαρκή στοιχεία προκειμένου να επιδεικνύουν τη δέουσα επιμέλεια κατά την εκτίμηση της αξιοπιστίας αυτών των αξιολογήσεων...», και αιτιολογική σκέψη αριθμ. 40 για τα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπου η παρουσίαση των διαβαθμίσεων με προσθήκη κατάλληλου συμβόλου κρίνεται ως επαρκής για «...την ευαισθητοποίηση των χρηστών των αξιολογήσεων (...) όσον αφορά τα ιδιαίτερα στοιχεία των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων...».

αιτιολογική σκέψη αριθμ. 69: «Με την επιφύλαξη της εφαρμογής του κοινοτικού δικαίου, οιαδήποτε αξίωση κατά οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε σχέση με παράβαση των διατάξεων του παρόντος κανονισμού θα πρέπει να προβάλλεται σύμφωνα με την ισχύουσα εθνική νομοθεσία για αστική ευθύνη» (υπογράμμιση γράφοντος).

Γ. Η ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ (ΕΚ) 1060/2009

Στην Ανακοίνωσή της της 27ης Μαρτίου 2009,⁹⁹ η Επιτροπή πρότεινε να δοθεί σε Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή η ευθύνη για τη χορήγηση άδειας και την εποπτεία ορισμένων οντοτήτων με πανευρωπαϊκή εμβέλεια και, μεταξύ αυτών, των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, βάσει των πορισμάτων της Έκθεσης de Larosière, πρόταση η οποία προσυπογράφηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο κατά τη σύνοδό του, τον Ιούνιο του 2009. Ωστόσο, αντίστοιχη ρύθμιση δεν περιλήφθηκε στον Κανονισμό (ΕΚ) 1060/2009¹⁰⁰ Κατόπιν, δε, σχετικού αιτήματος από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, η Επιτροπή υπέβαλε στις 2.06.2010 Πρόταση Κανονισμού¹⁰¹ για την αντιμετώπιση των αδυναμιών που εντοπίζονται στο αποκεντρωμένο πλαίσιο εποπτικού συντονισμού και συνεργασίας μεταξύ των εθνικών αρχών. Ο νέος Κανονισμός (ΕΕ) αριθμ. 513/2011 υιοθετήθηκε στις 11 Μαΐου 2011 από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο.¹⁰²

Κεντρική ρύθμιση του νέου Κανονισμού αποτελεί η ανάθεση της εγγραφής και της εποπτείας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην νεοσύστατη Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority, εφεξής καλούμενη “ESMA”), η οποία συστήθηκε δυνάμει του Κανονισμού (ΕΕ) 1095/2010,¹⁰³ ως μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας («Ε.Σ.Χ.Ε.»), σύμφωνα πάντα με την Έκθεση de Larosière και ως διάδοχος της CESR. Στην ESMA ανατίθεται η αποκλειστική ευθύνη για την εγγραφή και τη διαρκή εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης, αλλά όχι και η

⁹⁹ European Commission, *Communication on European Financial Supervision of 27.5.2009*, COM (2009) 252 final, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.ec.europa.eu.

¹⁰⁰ Δηλώνεται, ωστόσο, στο άρθρο 39 και στην αιτιολογική σκέψη υπ’ αριθμ. 39 του Κανονισμού η πρόθεση του κοινοτικού νομοθέτη να μεταβάλει την τρέχουσα δομή των εποπτικών φορέων των οργανισμών αξιολόγησης, στο πρότυπο μίας πλέον ενοποιημένης εποπτείας του κλάδου βάσει εκθέσεως της Επιτροπής έως την 1.07.2010.

¹⁰¹ European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council On amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, Brussels, 2.06.2010, COM (2010) 289 final, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο www.ec.europa.eu.

¹⁰² Κανονισμός (ΕΕ) αριθμ. 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11^{ης} Μαΐου 2011 «για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», διαθέσιμος στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

¹⁰³ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010 «σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/ΕΚ», διαθέσιμος στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu>.

ευθύνη για την επίβλεψη των χρηστών των αξιολογήσεων, η οποία παραμένει σε εθνικό επίπεδο και βαρύνει τις αρμόδιες αρχές που διορίζονται στο πλαίσιο της τομεακής νομοθεσίας.¹⁰⁴ Περαιτέρω, στους χρήστες των αξιολογήσεων του αρ. 4 παρ. 1 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 προστίθενται πλέον και οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων.¹⁰⁵

Ο νέος Κανονισμός εμφανίζει σημαντικές ρυθμίσεις και θωρακίζει το ρυθμιστικό πλαίσιο του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 με σημαντικές προβλέψεις, τόσο από πλευράς εποπτείας, όσο και εξ επόψεως ουσιαστικού δικαίου. Σημαντική εξέλιξη του νέου Κανονισμού από πλευράς εποπτείας είναι ο εξοπλισμός της νέας αρχής με επαρκείς ελεγκτικές, κυρωτικές και κατασταλτικές εξουσίες επί των παραβατικών συμπεριφορών των οργανισμών αξιολόγησης. Η ESMA εξοπλίζεται με τις εποπτικές αρμοδιότητες των αρ. 23 β (αιτήματα για παροχή πληροφοριών), 23 γ (διενέργεια γενικών ερευνών και αιτήματα παροχής εξηγήσεων) και 23 δ (διενέργεια επιτόπιων επιθεωρήσεων και εξουσία σφράγισης επαγγελματικών εγκαταστάσεων, βιβλίων και αρχείων). Επιπλέον, στην περίπτωση παραβίασης, εκ προθέσεως ή εξ αμελείας, των ουσιαστικών διατάξεων του Κανονισμού, η ESMA δύναται να λάβει τα εποπτικά μέτρα του αρ. 24 (απόσυρση εγγραφής του οργανισμού, προσωρινή απαγόρευση έκδοσης αξιολογήσεων, αναστολή της χρήσης αξιολογήσεων για κανονιστικούς σκοπούς, έκδοση δημόσιας ανακοίνωσης) και να επιβάλλει τα πρόστιμα του αρ. 36 α, με τη διαδικασία των αρ. 23 ε και 25, ήτοι κατόπιν πορίσματος ανεξάρτητου ελεγκτή, ακρόασης των εποπτευόμενων οργανισμών και σχετική αιτιολογημένη απόφαση του συμβουλίου εποπτών της ESMA. Τέλος, σύμφωνα με το αρ. 36 β, το συμβούλιο εποπτών της ESMA έχει πλέον τη δυνατότητα να επιβάλλει, κατόπιν προηγούμενης ακρόασης του εποπτευομένου προσώπου, περιοδικές χρηματικές ποινές προκειμένου να υποχρεώσει, μεταξύ άλλων, οργανισμό αξιολόγησης να θέσει τέρμα σε παράβαση, σύμφωνα με ήδη ληφθείσα απόφαση του συμβουλίου εποπτών.

Η σημαντική συμβολή του Κανονισμού (ΕΕ) 513/2011 στο ουσιαστικό δίκαιο που διέπει τη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης έγκειται στην προσθήκη ενός νέου Παραρτήματος, ήτοι του Παραρτήματος III με τίτλο «Κατάλογος παραβάσεων που αναφέρονται στο άρθρο 24 παράγραφος 1 και στο άρθρο 36 παράγραφος 1». Ο εν λόγω κατάλογος των παραβατικών συμπεριφορών των οργανισμών αξιολόγησης, που επισύρουν την επιβολή εποπτικών μέτρων εκ μέρους της ESMA, διαρθρώνεται σε τρία (3) μέρη, ήτοι (i) στις παραβάσεις που αφορούν συγκρούσεις συμφερόντων,

¹⁰⁴ Προοίμιο Κανονισμού (ΕΕ) αριθμ. 513/2011, αιτιολογικές σκέψεις αριθμ. 5, 6, 8 και 9.

¹⁰⁵ Κανονισμός (ΕΕ) αριθμ. 513/2011, αρ. 1 παρ. 2 α.

οργανωτικές ή επιχειρησιακές απαιτήσεις, (ii) στις παραβάσεις που αφορούν εμπόδια στις εποπτικές δραστηριότητες, και (iii) στις παραβάσεις που αφορούν τις διατάξεις περί κοινοποίησης. Όπως θα αναφερθεί και κατωτέρω (υπό V.B.), πρόκειται για την πρώτη και ιδιαίτερα χρήσιμη, προς το σκοπό ασφάλειας και εμπέδωσης του δικαίου, απόπειρα τυποποίησης των παραβατικών συμπεριφορών των οργανισμών αξιολόγησης εξ απόψεως (δημοσίου) ενωσιακού δικαίου.

IV. ΤΡΙΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ: ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΕΣ ΒΕΛΤΙΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΙΣΧΥΟΝΤΟΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΣΙΟΥ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Κατά το διάστημα της διαβούλευσης, εκ μέρους του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, επί της ως άνω Πρότασης της Επιτροπής, αρκετά επίσημα κείμενα των θεσμικών οργάνων και φορέων της Ευρωπαϊκής Ένωσης έκαναν την εμφάνισή τους, στα πλαίσια συντεταγμένων γνωμοδοτικών διαδικασιών και δημοσίων διαβουλεύσεων για την αναθεώρηση του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή προέβη στις 05.11.2010 σε Δημόσια Διαβούλευση για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και, ακολούθως δημοσίευσε στο διαδικτυακό της τόπο μία Σύνοψη Απαντήσεων των συμμετεχόντων,¹⁰⁶ η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή εξέδωσε την από 8.12.2010 Γνωμοδότησή της,¹⁰⁷ το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο υιοθέτησε Ψήφισμα επί της από 23.03.2011 Έκθεσης της Επιτροπής Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής¹⁰⁸ και, τέλος, Γνωμοδότηση εξέδωσε και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, στα πλαίσια της γνωμοδοτικής της αρμοδιότητας κατ' αρ. 127 παρ. 4 και 282 παρ. 5 ΣυνθΛΕΕ.¹⁰⁹

A. ΔΙΚΑΙΟΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ

Κοινή συνισταμένη των εν λόγω επίσημων εγγράφων αποτέλεσε η ανάγκη περαιτέρω θωράκισης του θεσμικού πλαισίου αντιμετώπισης των συγκρούσεων

¹⁰⁶ European Commission, *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, 5.11.2010 και *Summary of Responses*, αμφότερα διαθέσιμα στο διαδικτυακό τόπο www.ec.europa.eu.

¹⁰⁷ Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, *Γνωμοδότηση με θέμα την Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας*, (Εισηγητής: κ. Carmelo Cedrone), Βρυξέλλες 8.12.2010, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο www.eesc.europa.eu.

¹⁰⁸ Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, *Έκθεση σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας: μελλοντικές προοπτικές* (Εισηγητής κ. Wolf Klinz), 23.3.2011, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο www.europarl.europa.eu.

¹⁰⁹ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, *Γνώμη της 19^{ης} Νοεμβρίου 2010 σχετικά με πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας*, Επίσημη Εφημερίδα C 337/1 της 14.12.2010, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο www.ecb.int.

συμφερόντων, με άξονα τις προτάσεις της Επιτροπής, όπως θα αναλυθούν κατωτέρω, αλλά και με νέα προτεινόμενα μέτρα από τους ως άνω φορείς, ιδίως προς το σκοπό μετριασμού των συγκρούσεων από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει». Ειδικότερα, οι ρυθμιστικές προτάσεις που προκρίθηκαν στο ισχύον – και μη επαρκές, ως κρίθηκε – πλαίσιο, έχουν ως εξής:

A.1. Κοινοποιήσεις εκ μέρους των εκδοτών διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων

Σε σύμπλευση με τις πρόσφατες εξελίξεις στο αμερικανικό χρηματοπιστωτικό δίκαιο,¹¹⁰ η Επιτροπή πρότεινε να εισαχθεί διάταξη στον αναθεωρημένο Κανονισμό με την οποία να υποχρεούνται οι εκδότες διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων να χορηγούν πρόσβαση στις πληροφορίες που έχουν παράσχει στον οργανισμό αξιολόγησης τον οποίο προσέλαβαν, σε ανταγωνιστικούς οργανισμούς αξιολόγησης, εφόσον οι τελευταίοι πληρούν ορισμένες οργανωτικές προϋποθέσεις και προϋποθέσεις εμπιστευτικότητας. Περαιτέρω, ο ανταγωνιστικός οργανισμός στον οποίο χορηγείται πρόσβαση σε πληροφορίες δεν θα πρέπει να τις χρησιμοποιεί για κανένα άλλο σκοπό πλην της αξιολόγησης, υποχρεούται να διαθέτει τα αναγκαία συστήματα και την οργανωτική δομή για την προστασία της εμπιστευτικότητας των εν λόγω πληροφοριών, καθώς επίσης υποχρεούται να παρέχει έναν ελάχιστο αριθμό μη ζητηθεισών αξιολογήσεων, προκειμένου να διασφαλίζεται ότι το αίτημα για πρόσβαση στις εν λόγω πληροφορίες δεν πραγματοποιείται για την επιδίωξη άλλων σκοπών. Πέραν των εμφανών θετικών επιπτώσεων στην αύξηση του ανταγωνισμού στην αγορά αξιολογήσεων, η εν λόγω ρύθμιση δημιουργεί πλεονεκτήματα και για τους χρήστες των αξιολογήσεων, οι οποίοι μπορούν να βασίζονται σε περισσότερες από μία διαβαθμίσεις ανά μέσο.¹¹¹ Ωστόσο, επιφυλάξεις διατυπώθηκαν επί του εν λόγω μέτρου εκ μέρους της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας η οποία, αν και γενικά επικροτεί τις ρυθμίσεις περί διαφάνειας, εντούτοις εκφράζει ανησυχία, κυρίως αναφορικά με τα φαινόμενα «έρευνας αγοράς αξιολογήσεων», άλλως “*rating shopping*” που μπορεί να ευνοήσει ο δυνητικός πληθωρισμός αξιολογήσεων για το ίδιο μέσο, καθώς και για τυχόν καταχρήσεις (εμπιστευτικών) πληροφοριών του εκδότη.¹¹²

¹¹⁰ SEC Rule 17g-5, δημοσιεύθηκε στις 4.12.2009 και τέθηκε σε ισχύ τον Ιούνιο του 2010.

¹¹¹ Βλ. European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council On amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, παρ. 4.3.2.

¹¹² Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, *Γνώμη της 19^{ης} Νοεμβρίου 2010 σχετικά με πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου*, ο.π., παρ. 3,4 και 5.

A.2. Εναλλακτικά πρότυπα αποζημίωσης οργανισμών αξιολόγησης

Στο πλαίσιο της Δημόσιας Διαβούλευσης και, βάσει της επιταγής του αρ. 39 παρ. 1 του Κανονισμού, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, η Επιτροπή εξέτασε τη δυνατότητα εισαγωγής στο ισχύον κανονιστικό πλαίσιο, εναλλακτικών προτύπων αποζημίωσης των οργανισμών αξιολόγησης, για τις παρεχόμενες υπηρεσίες πιστοληπτικής διαβάθμισης, προκειμένου να παρακαμφθεί το, κατά κόρον εφαρμοζόμενο πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» και οι συγκρούσεις συμφερόντων που απορρέουν από αυτό.¹¹³

(α) Το πρότυπο «ο επενδυτής/ο συνδρομητής πληρώνει» (The “investor/subscriber –pays” model)

Βάσει του εν λόγω προτύπου, οι οργανισμοί αξιολόγησης αμείβονται για τις υπηρεσίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από τους χρήστες αυτών. Δεδομένου όμως ότι οι επενδυτές δεν είναι πάντοτε πρόθυμοι να καταβάλλουν για παρόμοιες υπηρεσίες, αμφισβητήσεις εγείρονται για το εάν το εν λόγω πρότυπο μπορεί να εξασφαλίσει στους οργανισμούς τους αναγκαίους πόρους για την επαρκή επάνδρωσή τους και, κατ’ επέκταση, για τη διαφύλαξη της ποιότητας των αξιολογήσεων, αποκλείοντας κατά τούτο από τη σχετική αγορά τους μικρότερους εκδότες και τις περιορισμένης εμπορευσιμότητας εκδόσεις – λόγω ελλείψεως επενδυτικού ενδιαφέροντος. Στα ανωτέρω πρέπει να προσμετρηθεί το κίνητρο ορισμένων χρηστών να απολαύσουν δωρεάν (λ.χ. μέσω αθέμιτης διαρροής) τις πληροφορίες πιστοληπτικής διαβάθμισης για τις οποίες έχουν καταβάλει άλλοι χρήστες, χωρίς οι πρώτοι να συμμετέχουν στο κόστος παραγωγής τους (οι λεγόμενοι “free riders”).

Δεδομένου ότι, όπως η συμπεριφορά των επενδυτών έχει καταδείξει, η ανάπτυξη του προτύπου «ο συνδρομητής πληρώνει» δύναται να επιτευχθεί μόνον επί τη βάσει ρυθμιστικής παρέμβασης – και όχι από τους μηχανισμούς της αγοράς – προτείνονται οι ακόλουθοι τρόποι για την εισαγωγή του εν λόγω προτύπου στο παρόν ρυθμιστικό πλαίσιο:

(i) Κανονιστική επιταγή, για τους θεσμικούς επενδυτές, περί υποχρεωτικής λήψης ανεξάρτητης πιστοληπτικής διαβάθμισης, ήτοι αξιολόγησης εκδοθείσας από άλλον οργανισμό πλην του εντολοδόχου του εκδότη, πριν την τοποθέτηση κεφαλαίων σε συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η υποχρέωση λήψης δύο διαφορετικών αξιολογήσεων προκρίθηκε και από το Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, ειδικά

¹¹³ Commission’s Public Consultation, ο.π. παρ. 5 “Potential Conflicts of Interest due to the “Issuer – Pays” Model, σ.σ. 26 – 28 και Summary of Responses, παρ. 5.

στα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, με το Κοινοβούλιο να καλεί την Επιτροπή να εξετάσει το ενδεχόμενο της χρήσης της λιγότερο ευνοϊκής αξιολόγησης για ρυθμιστικούς σκοπούς.¹¹⁴

(ii) Θεσμικό πλαίσιο περί δημιουργίας οργανισμών αξιολόγησης ελεγχόμενων από τους επενδυτές (“investor – owned credit rating agencies”), ακόμη και με τη μορφή μη κερδοσκοπικών ενώσεων προσώπων.

(iii) Μίσθωση έργου (ήτοι ανεξάρτητων υπηρεσιών πιστοληπτικής διαβάθμισης) από «ομάδα» θεσμικών επενδυτών, προς το σκοπό έκδοσης ανεξάρτητων, ακόμα και μη ζητηθεισών αξιολογήσεων.¹¹⁵

(β) Το πρότυπο της «υπηρεσίας κοινής ωφελείας» (The “public utility/government” model)

Το παρόν πρότυπο άπτεται των πρόσφατων προβληματικών που αφορούν στο θεσμικό πλαίσιο σύστασης κρατικών και υπερεθνικών (ευρωπαϊκών) οργανισμών αξιολόγησης, οι οποίοι δε θα διατηρούν το μονοπώλιο έκδοσης αξιολογήσεων, αλλά οι αξιολογήσεις τους θα συνιστούν σημείο αναφοράς και σύγκρισης για τους επενδυτές, - ιδίως σε τίτλους δημόσιου χρέους - προς το σκοπό ενίσχυσης όχι μόνον της εμπιστοσύνης, αλλά και του ανταγωνισμού στη σχετική αγορά.¹¹⁶

(γ) Το πρότυπο της «αμοιβής κατόπιν αποτελέσματος» (The “payment – upon – results” model)

Η αμοιβή των οργανισμών αξιολόγησης εξαρτάται από τις αποδόσεις τους και δη την ακρίβεια των εκδοθεισών πιστοληπτικών αξιολογήσεων σε βάθος χρόνου. Προς το σκοπό αυτό, ένα σημαντικό μέρος της αμοιβής τους δύναται να τεθεί υπό παρακαταθήκη/δημόσια κατάθεση και, παρέχοντας ως εγγύηση το εν λόγω ποσό, ο οργανισμός να δύναται να χρηματοδοτηθεί για τις δραστηριότητές του. Το σχήμα αμοιβής που έχει επιλέξει έκαστος οργανισμός πρέπει να δημοσιοποιείται στους επενδυτές, ώστε οι τελευταίοι να αποφαινούνται μετά βεβαιότητας για την ποιότητα των αξιολογήσεων αυτού.¹¹⁷

(δ) Το πρότυπο της «αμοιβής από τη ρυθμιζόμενη αγορά» (“Trading venues Pay” Model)

Η αμοιβή των πιστοληπτικών αξιολογήσεων καταβάλλεται από τις «ρυθμιζόμενες αγορές» ή τον «πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης», με την έννοια της παρ. 14 και 15 του άρθρου 4 της Οδηγίας (ΕΚ) αριθμ. 2004/39 του Ευρωπαϊκού

¹¹⁴ Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, *Έκθεση σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας: μελλοντικές προοπτικές*, ο.π., παρ. 30.

¹¹⁵ *Commission’s Public Consultation*, ο.π., παρ. 5.1 και Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, ο.π., παρ. 41.

¹¹⁶ *Ibid*, παρ. 5.5.

¹¹⁷ *Commission’s Public Consultation*, ο.π., παρ. 5.2.

Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων»,¹¹⁸ για τα αξιολογούμενα χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται στις εν λόγω αγορές.¹¹⁹

(ε) Επιλογή οργανισμού αξιολόγησης από Ανεξάρτητη Αρχή

Περαιτέρω, εξετάζεται και η πρόταση περί σύστασης ενός ανεξάρτητου σώματος, το οποίο θα απαρτίζεται από μέλη της εποπτικής αρχής και αντιπροσώπους της αγοράς (ήτοι εκδοτών, επενδυτών και οργανισμών αξιολόγησης) και το οποίο ανά περίπτωση θα επιλέγει τον οργανισμό αξιολόγησης που θα διεξάγει μία συγκεκριμένη πιστοληπτική διαβάθμιση. Το εν λόγω σχήμα εφαρμόζεται στις Η.Π.Α. κατόπιν της εισαγωγής του πρόσφατου ρυθμιστικού πλαισίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης (“Dodd –Frank Act”) και θεωρείται ότι συμβάλλει στην αντιμετώπιση του φαινομένου του “rating shopping”, όπως αυτό αναλύθηκε ανωτέρω,¹²⁰ αφού πλέον ο οργανισμός αξιολόγησης δεν επιλέγεται από τον εκδότη.

Πάντως, οι συμμετέχοντες στη Δημόσια Διαβούλευση που διεξήχθη από την Επιτροπή, αν και προέβησαν, ανά ομάδες συμφερόντων, σε κριτική επί των ανωτέρω προτύπων και εναλλακτικών επιλογών, εντούτοις σύστησαν ως προτιμότερη την τήρηση στάσης αναμονής, προκειμένου να εμποδωθεί το ρυθμιστικό πλαίσιο των παρόντων Κανονισμών (ΕΚ) 1060/2009 και 513/2011 και να εκτιμηθεί πλήρως ο αντίκτυπος των σχετικών διατάξεών τους στην αγορά αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.¹²¹

A.3. Θεσμικό πλαίσιο αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης έναντι τρίτων

Η καθιέρωση ευρωπαϊκού καθεστώτος αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης εξετάζεται από τα όργανα της Ένωσης ως η θεσμική απάντηση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην αντίστοιχη ρυθμιστική παρέμβαση στις Η.Π.Α. Τα πλεονεκτήματα μίας συναφούς νομοθετικής παρέμβασης εκτέθηκαν σαφώς στα πλαίσια της ως άνω γνωμοδοτικής διαδικασίας και συνίστανται στην επίτευξη ασφάλειας δικαίου για τους επενδυτές μέσω της προσθήκης ενός ακόμα μηχανισμού συμμόρφωσης για τους οργανισμούς και στην αποτελεσματική διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων, κατά το μέτρο που οι ιδιαίτερες σχέσεις εκδοτών και οργανισμών επηρεάζουν την ποιότητα των αξιολογήσεων, προς βλάβη του επενδυτικού

¹¹⁸ Πιο γνωστή ως *MiFID*, βλ. και ανωτέρω υποσημείωση 27.

¹¹⁹ *Commission’s Public Consultation*, ο.π., παρ. 5.3.

¹²⁰ *Commission’s Public Consultation*, ο.π., παρ. 5.4.

¹²¹ *Summary of Responses*, ο.π., παρ. 5: «Overall, throughout the responses to the consultation, there were occasional calls for the Commission to wait for the full effect of CRA I and CRA II to become known, ...».

κοινού. Ούτω, η σχετική προβληματική των οργάνων της Ένωσης περιστρέφεται ως προς την τυποποίηση των επιμέρους περιστάσεων της εν λόγω ευθύνης, ήτοι την οριοθέτηση της έννοιας της «ελαττωματικής αξιολόγησης» (“*incorrect rating*”), η οποία μάλιστα πρέπει να συνδέεται αιτιωδώς με τη λήψη επιζήμιας επενδυτικής απόφασης εκ μέρους του ζημιούμενου επενδυτή, το είδος των αξιολογήσεων που θα εμπίπτουν στο εν λόγω πλαίσιο, ήτοι εάν καταλαμβάνονται και οι «μη ζητηθείσες» αξιολογήσεις, το βαθμό και το είδος της ευθύνης των οργανισμών (δόλος ή και βαριά αμέλεια), τις περιστάσεις που θα στοιχειοθετούν τη ζημία των τρίτων και, αντιστοίχως, την έκταση και το είδος της αποζημίωσης.¹²² Σκεπτικισμός εκφράστηκε και από τους συμμετέχοντες στη Δημόσια Διαβούλευση της Επιτροπής, αναφορικά, μεταξύ άλλων, με τυχόν πατερναλιστική εκτροπή του εν λόγω πλαισίου προς όφελος των επενδυτών.¹²³

Κοινό τόπο των ως άνω γνωμοδοτικών παρεμβάσεων αποτέλεσε η διαπίστωση ότι, οι διαφοροποιημένες νομοθετικές προσεγγίσεις των κρατών – μελών της Ένωσης ως προς το ζήτημα της αστικής ευθύνης των οργανισμών έναντι τρίτων, παρεμποδίζουν την ομοιόμορφη και συνεπή εφαρμογή του οικείου κανονιστικού πλαισίου. Ειδικότερα, το γεγονός ότι, σε ορισμένα κράτη – μέλη είναι νομικά αδύνατη η εναγωγή οργανισμών αξιολόγησης από ιδιώτες διευκολύνει αντίστοιχα τους οργανισμούς να αποδυσθούν στην πρακτική η οποία περιγράφεται ανωτέρω ως “*forum shopping*”, ήτοι στην επιλογή, μεταξύ πλειόνων δικαιοδοσιών, εκείνης η οποία τους εξασφαλίζει την ευνοϊκότερη δυνατή μεταχείριση, ανεξάρτητα από το γεγονός ότι οι χρήστες των αξιολογήσεών τους – και άρα και οι δυνητικοί ζημιωθέντες από τη δράση τους – εκτείνονται σε πανευρωπαϊκή κλίμακα. Κατά τούτο, δε, η καθιέρωση αστικής ευθύνης σε ενιαία βάση στην Ένωση παρίσταται όχι μόνον ως αναγκαία αλλά και ευκταία παρέμβαση στο καθεστώς των οργανισμών αξιολόγησης, χωρίς ωστόσο να παραγνωρίζονται οι εγγενείς δυσκολίες του εν λόγω νομοθετικού εγχειρήματος.

Προκειμένου, δε, να καταδειχθούν οι δυσχέρειες θεμελίωσης αστικής (αποζημιωτικής) ευθύνης από τη δράση των οργανισμών αξιολόγησης έναντι τρίτων, είναι σκόπιμο να παρατεθεί, στην αμέσως επόμενη ενότητα της παρούσας μελέτης, το ελληνικό θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης και η ειδικότερη περίπτωση της απόπειρας θεμελίωσης αστικής ευθύνης των οργανισμών

¹²² *Commission’s Public Consultation*, ο.π., παρ. 4 και Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, ο.π., παρ. 43.

¹²³ *Summary of Responses*, ο.π., παρ. 4: «(...) there seemed to be general support (with the notable exception of the CRAs themselves, arguing that this would, for instance, increase reliance) for the notion that it should be possible to pursue civil action, in the case of both solicited and unsolicited ratings, but that this should be reserved for severe cases only, not simply where investors suffer loss».

βάσει των νομοθετικών θεμελίων και των νομολογιακών παραδοχών της ελληνικής έννομης τάξης.

B. ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΑ: Η ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΙΚΑΙΪΚΗ ΤΑΞΗ

B.1. Γενικό πλαίσιο

Προ της έκδοσης των Οδηγιών (ΕΚ) 2006/48 και 2006/49, πολύ περισσότερο, προ του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, η ελληνική έννομη τάξη δεν είχε ακόμα αντιμετωπίσει ειδικά, ούτε σε επίπεδο νομοθετικό ούτε βεβαίως νομολογιακό, το ζήτημα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά ούτε υπήρχε και ελληνικός οργανισμός αξιολόγησης. Αναφορές στους οργανισμούς αξιολόγησης και στις πιστοληπτικές τους διαβαθμίσεις εντοπιζόνταν διάσπαρτες σε μικρό αριθμό νομοθετημάτων, χωρίς όμως ειδικότερη ανάλυση, όπως ενδεικτικά στο άρθρο 8 α παρ. 7 ν. 2190/1920¹²⁴, περί χορήγησης άδειας για δημόσια εγγραφή σε ομολογιακό δάνειο κατόπιν αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρίας ή των ομολογιών ή στο αρ. 10 παρ. 1 ν. 3156/2003¹²⁵ για ιδιωτική τοποθέτηση ομολογιακών τίτλων - προϊόντων τιτλοποίησης, οι οποίοι (τίτλοι) είναι επιλέξιμοι για το χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιριών επενδύσεων μόνον εφόσον έχουν λάβει συγκεκριμένη πιστοληπτική διαβάθμιση από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency). Περαιτέρω και αναφορικά με την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων, να σημειωθεί ότι η εκτελεστική Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2003/125 της Επιτροπής ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο δυνάμει της υπ' αριθμ. 4/347/12.07.2005 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, χωρίς καμία μνεία στους οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης.¹²⁶ Τέλος και αναφορικά με τις επενδυτικές και παρεπόμενες υπηρεσίες που δύνανται να παράσχουν στους εντολείς τους οι οργανισμοί αξιολόγησης, τυγχάνει εφαρμογής ο ν. 3606/2007¹²⁷, ο οποίος ενσωμάτωσε στην ελληνική νομοθεσία την Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» (*“The Markets in Financial Instruments*

¹²⁴ Ν. 2190/1920, «Περί ανωνύμων εταιριών», Φ.Ε.Κ. Α' 37/30.03.1963.

¹²⁵ Ν. 3156/2003, «Ομολογιακά δάνεια, Τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις», Φ.Ε.Κ. Α' 157/25.06.2003.

¹²⁶ Απόφαση αριθμ. 4/347/12.07.2005 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, «Υποχρεώσεις των προσώπων που εκπονούν ή διαδίδουν αναλύσεις», Φ.Ε.Κ. Β' 983/13.07.2005, ως ανάλυση νοούμενη η «... σύσταση ή πρόταση επενδυτικής στρατηγικής ή άλλη μελέτη ή πληροφορία με την οποία συστήνεται ή υποδεικνύεται, άμεσα ή έμμεσα, μια επενδυτική στρατηγική σχετικά με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ή με εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, περιλαμβανομένης κάθε γνώμης σχετικά με την παρούσα ή τη μελλοντική αξία ή τιμή αυτών των μέσων, η οποία προορίζεται για δημοσιοποίηση είτε μέσω των διαύλων επικοινωνίας είτε απευθείας προς το κοινό» (αρ. 2 παρ. 1).

¹²⁷ Ν. 3606/2007, «Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις», Φ.Ε.Κ. Α' 195/17.8.2007.

Directive”, πιο γνωστή με το ακρωνύμιο “*MiFID*”) και, πιο συγκεκριμένα, το άρθρο 14 αυτού περί συγκρούσεων συμφερόντων.¹²⁸

Το παρόν ρυθμιστικό πλαίσιο για την αναγνώριση και εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης διαπλάστηκε με το ν. 3601/2007¹²⁹ και, συγκεκριμένα, με τις εξουσιοδοτικές διατάξεις αυτού υπ’ αριθμ. 72 και 81 για τον καθορισμό, μεταξύ άλλων, των κριτηρίων αναγνώρισης των εξωτερικών οργανισμών πιστοληπτικής αξιολόγησης ως *επιλέξιμων*, προς ενσωμάτωση των Οδηγιών (ΕΚ) 2006/48 και 2006/49. Κατόπιν δε της ανωτέρω κανονιστικής εξουσιοδότησης εκδόθηκαν σχετικές Πράξεις Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (εφεξής «Π.Δ.Τ.Ε.»), με προεξάρχουσα την ΠΔΤΕ 2588/2007 «*Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων Έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση*»,¹³⁰ καθώς επίσης και η εφαρμοστική υπ’ αριθμ. 3/459/27.12.2007 απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «*Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση*».¹³¹ Δυνάμει της ως άνω ΠΔΤΕ (Τμήμα Δ’), όπως τροποποιήθηκε και ισχύει, ορίστηκε η διαδικασία αξιολόγησης και αναγνώρισης των Εξωτερικών Οργανισμών Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων (εφεξής «αναγνωρισμένοι Ε.Ο.Π.Α.») από την Τράπεζα της Ελλάδος, κατόπιν αιτήσεως ενός τουλάχιστον πιστωτικού ιδρύματος, το οποίο προτίθεται να χρησιμοποιήσει τις αξιολογήσεις τους για σκοπούς υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων, ενώ, με την ως άνω Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Άρθρο 4), η εποπτική αρχή καθορίζει τα κριτήρια βάσει των οποίων οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών δύνανται να χρησιμοποιούν, για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, τις αξιολογήσεις εκείνων των Ε.Ο.Π.Α. τους οποίους έχει αναγνωρίσει η Τράπεζα της Ελλάδος ως *επιλέξιμους*.

¹²⁸ Για μια ολοκληρωμένη επισκόπηση του ημεδαπού νομοθετικού πλαισίου των οργανισμών αξιολόγησης βλ. Christos Gortsos, *Control and Responsibility of Rating Agencies in Greece*, *Hellenic Review of International Law*, 2006, σελ. 289.

¹²⁹ Ν. 3601/2007, «*Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις*», Φ.Ε.Κ. Α’ 178/1.08.2007.

¹³⁰ ΠΔΤΕ 2588/2007, «*Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων Έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση*», Φ.Ε.Κ. Β’ 1758/4.09.2007, βλ. επίσης και λοιπές σχετικές με την εφαρμογή του ν. 3601/2007 αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, ΠΔΤΕ 2589/2007 και ΠΔΤΕ 2590/2007. Επιπλέον, ελήφθησαν υπόψη οι κατευθυντήριες οδηγίες της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Committee of European Banking Supervisors) σχετικά με την αναγνώριση των Εξωτερικών Οργανισμών Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (GL7/20.01.2006 Guides on the recognition of External Credit Assessment Institutions).

¹³¹ Απόφαση π’ αριθμ. 3/459/27.12.2007 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «*Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση*», Φ.Ε.Κ. Β’ 2463/31.12.2007.

Τέλος, ο ν. 3867/2010,¹³² κατ' εφαρμογήν των προβλέψεων του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, αναθέτει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την εποπτεία της λειτουργίας των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας («Ο.Α.Π.Ι.») και την επίβλεψη της τήρησης των διατάξεων του Κανονισμού (άρθρο 15 παρ. 1). Περαιτέρω, εφοδιάζει την εποπτική αρχή με τις αρμοδιότητες του αρ. 23 του Κανονισμού (διενέργεια ελέγχων και επιθεωρήσεων, πρόσβαση σε έγγραφα και ανακριτικές αρμοδιότητες) (αρ. 15 παρ. 2), καθώς και με τη δυνατότητα επιβολής των εποπτικών μέτρων των άρθρων 24 και 25 του Κανονισμού και χρηματικών προστίμων έως του ποσού των 4.000.000 ευρώ (άρθρο 17).

Κατά την παρούσα χρονική στιγμή έχουν αναγνωριστεί από την Τράπεζα της Ελλάδας, με τη διαδικασία που προβλέπεται στην ΠΔΤΕ 2588/2007 και στο οικείο κανονιστικό πλαίσιο, τέσσερις Ε.Ο.Π.Α. ως *επιλέξιμοι*, ήτοι η Fitch Ratings, η Moody's, η Standard and Poor's και η ICAP Ανώνυμη Εταιρία Ερευνών και Επενδύσεων, η οποία είναι, προς στιγμήν, ο μόνος ελληνικός οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.¹³³

B.2. Τα νομικά θεμέλια της αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης έναντι τρίτων

Σε αυτό το κεφάλαιο της παρούσας μελέτης εξετάζονται οι δικλείδες, εξ επόψεως ουσιαστικού δικαίου, για την προστασία των χρηστών των αξιολογήσεων οι οποίοι υπέστησαν ζημία συνεπεία *ανακριβών* αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Για τους σκοπούς του παρόντος κεφαλαίου, ως *ανακριβείς* νοούνται εκείνες οι αξιολογήσεις, κατά την εκπόνηση των οποίων ο καταρτίσας οργανισμός αξιολόγησης δεν επέδειξε, από πρόθεση ή από αμέλεια, τη δέουσα επιμέλεια που θα όφειλε και θα μπορούσε να επιδείξει όσον αφορά τη συγκέντρωση, επαλήθευση και αξιολόγηση των πληροφοριών και, τελώντας (ο οργανισμός) εν γνώσει όλων των ανωτέρω, παρά ταύτα δεν απείχε από την έκδοση και δημοσιοποίηση αξιολογήσεων που αποδείχθηκαν ουσιαδώς εσφαλμένες, ψευδείς ή/και παραπλανητικές. Η δημοσιοποίηση των εν λόγω αξιολογήσεων δύναται να προκαλέσει ζημία σε δύο βασικές κατηγορίες τρίτων μη συμβατικά συνδεδόμενων με τον οργανισμό, ήτοι στις οντότητες που αξιολογήθηκαν – προφανώς δυσμενώς – χωρίς να έχουν παραγγείλει σχετικώς τον οργανισμό (οι λεγόμενες «μη ζητηθείσες αξιολογήσεις») και, περαιτέρω,

¹³² Ν. 3867/2010, «Εποπτεία Ιδιωτικής Ασφάλισης, Σύσταση Εγγυητικού Κεφαλαίου ιδιωτικής ασφάλισης ζωής, οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και άλλες διατάξεις», Φ.Ε.Κ. Α' 128/3.08.2010.

¹³³ Τα στοιχεία διατίθενται στο διαδικτυακό τόπο της Τράπεζας της Ελλάδας, www.bankofgreece.gr/Pages/el/Supervision/CEBS/legal.aspx.

σε τρίτους χρήστες των αξιολογήσεων, δηλαδή σε επενδυτές και πιστωτές των αξιολογούμενων οντοτήτων ή/και εκδοτών. Το παρόν κεφάλαιο επικεντρώνεται στη δεύτερη περίπτωση, καθώς η ανάλυση τυχόν νομικών ευθυνών των οργανισμών σε μη ζητηθείσες αξιολογήσεις δεν αποτελεί ζήτημα που θα αντιμετωπίσει η παρούσα μελέτη.

B.2.1. Πλαίσιο και όρια συνταγματικής προστασίας

Ένα πρώτο ζήτημα το οποίο πρέπει να εξεταστεί είναι εάν οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, ως «*γνώμες για την πιστοληπτική ικανότητα μιας οντότητας, ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης*» εμπίπτουν στο προστατευτικό πεδίο των διατάξεων του Συντάγματος που αφορούν στην ελευθερία ανάπτυξης της προσωπικότητας και στην ελευθερία του τύπου και εν γένει της έκφρασης. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 1 του Συντάγματος, το δικαίωμα ανάπτυξης της προσωπικότητας και συμμετοχής στην κοινωνική, οικονομική και πολιτική ζωή οριοθετείται από τα δικαιώματα των άλλων, το Σύνταγμα και τα χρηστά ήθη. Ακολουθώντας, στο άρθρο 106 παρ. 2 ορίζεται ότι η ιδιωτική οικονομική πρωτοβουλία δεν επιτρέπεται να αναπτύσσεται σε βάρος της ελευθερίας και της ανθρώπινης αξιοπρέπειας η προς βλάβη της εθνικής οικονομίας. Περαιτέρω, κατά το άρθρο 14 παρ. 1 του Συντάγματος, καθένας μπορεί να εκφράζει και να διαδίδει προφορικά και διά του τύπου τους στοχασμούς του, τηρώντας ωστόσο τους νόμους του Κράτους, ενώ κατά τη διάταξη της παρ. παρ. 2 εδ. α, ο τύπος είναι ελεύθερος. Με τις εν λόγω διατάξεις καθιερώνεται η ελευθεροτυπία και εν γένει η ελεύθερη έκφραση στοχασμών, όχι μόνον με την έννοια της αδέσμευτης ειδησεογραφίας, αλλά ως κάθε δημόσια έκφραση και άσκηση κριτικής και ελέγχου των δημόσιων προσώπων και πραγμάτων.¹³⁴ Τα ανωτέρω προκύπτουν άλλωστε από το αρ. 10 παρ. 1 της Ευρωπαϊκής Σύμβασης των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου, όπως κυρώθηκε με το ν. 2329/1953 και με το ν.δ. 53/1974¹³⁵, το οποίο ορίζει ότι κάθε πρόσωπο έχει δικαίωμα στην ελευθερία της έκφρασης, καθώς και στην ελευθερία λήψης ή μετάδοσης πληροφοριών ή ιδεών χωρίς την επέμβαση δημόσιων αρχών. Στις εν λόγω «πληροφορίες» δύνανται να περιληφθούν και οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς έχει κριθεί από το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο

¹³⁴ Εφαθ 10745/1991 ΝοΒ 40.290, Εφαθ 9975/1986 ΕλλΔνη 28.299, με ενημερωτικό σημείωμα Ε. Κρουσταλάκη.

¹³⁵ Ν.Δ. 53/1974, Φ.Ε.Κ. Α' 256/20.09.1974.

Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων ότι, οι πληροφορίες *εμπορικής φύσεως* δεν εξαιρούνται από το προστατευτικό πεδίο του αρ. 10 παρ. 1.¹³⁶

Ωστόσο, όπως προκύπτει από τη διατύπωση των εν λόγω άρθρων, περιορισμοί στα προστατευτέα δικαιώματα εισάγονται από το νομοθετικό πλαίσιο, τα δι' αυτού προστατευόμενα δικαιώματα τρίτων και τα χρηστά ήθη. Επιπλέον, σύμφωνα με το αρ. 25 παρ. 3 του Συντάγματος και το άρθρο 281 του Α.Κ., κανένα δικαίωμα, έστω και αν κατοχυρώνεται από το Σύνταγμα, δεν μπορεί να ασκείται κατά τρόπο που προφανώς υπερβαίνει την καλή πίστη ή τα χρηστά ήθη ή τον κοινωνικό ή οικονομικό σκοπό του δικαιώματος (Α.Π. 1256/2003, δημοσίευση στη διαδικτυακή βάση ΝΟΜΟΣ). Ειδικότερα, νόμιμοι περιορισμοί της ελευθερίας της έκφρασης εντοπίζονται στις διατάξεις του Α.Κ. περί προστασίας της προσωπικότητας (αρ. 57 και 59 Α.Κ.), στο ποινικό πλαίσιο των εγκλημάτων κατά της τιμής (αρ. 361 – 369 Π.Κ.) και σε ειδικούς νόμους (ν. 1178/1981 «Περί αστικής ευθύνης του τύπου και άλλων τινών διατάξεων»¹³⁷).

Β.2.2. Κατασκευές ενδοσυμβατικής ευθύνης

Τα προφανή πλεονεκτήματα της ενδοσυμβατικής ευθύνης έναντι της αδιοπρακτικής ως προς τη θεμελίωσή της, καθώς και τα άδικα και ανεπιεική, σε ορισμένες περιπτώσεις, αποτελέσματα της αρχής της σχετικότητας των ενοχών, οδήγησαν ένα μεγάλο μέρος της αλλοδαπής θεωρίας και νομολογίας στην προβληματική εάν και σε ποιο βαθμό θα πρέπει να αποκαθίσταται, σύμφωνα με τους κανόνες ενδοσυμβατικής ευθύνης, η ζημία που υφίσταται κάποιος λόγω της παραβίασης μίας πρωτογενούς υποχρέωσης πηγάζουσας από ενοχικό δεσμό, στον οποίον δεν μετέχει ο ζημιωθείς. Ως γενική λύση στο εν λόγω πρόβλημα έχουν εμφυτευθεί στην ελληνική νομική επιστήμη ορισμένα γερμανικής εμπνεύσεως μορφώματα, με προεξάρχουσα τη θεωρία της *ενοχής με προστατευτική τριτενέργεια* (“*Schuldverhältnis mit Schutzwirkung zugunsten Dritter*”). Σύμφωνα με την εν λόγω θεωρία και, κατά διάρρηξη της αρχής της σχετικότητας των ενοχών, ορισμένες παρεπόμενες υποχρεώσεις προνοίας που απορρέουν από την ενοχή επεκτείνονται υπέρ προσώπων, τα οποία δεν συμμετέχουν στον ενοχικό δεσμό και δεν έχουν αξίωση για τυχόν οφειλόμενη κύρια παροχή, δικαιούνται όμως αποζημίωσης κατά τους κανόνες ενδοσυμβατικής ευθύνης αν ο οφειλέτης των εν λόγω παρεπόμενων υποχρεώσεων δεν

¹³⁶ *Markt Intern Verlag GmbH and Klaus Beermann vs. Germany*, Judgment of the E.C.H.R. of 20 November 1989, Serie A no 165, par. 26, “...information of a commercial nature cannot be excluded from the scope of Article 10 par. 1 ... which does not apply solely to certain types of information or ideas or forms of expression”.

¹³⁷ Φ.Ε.Κ. Α' 187/1981.

συμμορφώνεται προς αυτές. Αποτέλεσμα της εφαρμογής της εν λόγω θεωρίας στη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης θα ήταν ο εξοπλισμός των χρηστών των αξιολογήσεων με αγωγή αξιώσεις κατά του οργανισμού, στην περίπτωση μη τήρησης παρεπόμενων υποχρεώσεων προνοίας, λ.χ. ως προς την πληρότητα της πληροφόρησης σε ορισμένες παραμέτρους των δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων. Ωστόσο, οι περιστάσεις της εφαρμογής της εν λόγω θεωρίας δεν πληρούνται εν προκειμένω, αφού απαιτείται *έννομη σχέση προνοίας* ανάμεσα στο βασικό λήπτη της παροχής και τον τρίτο, όπως συμβαίνει με τα παιδιά ή τους εργαζομένους.¹³⁸ Περαιτέρω, να σημειωθεί ότι η ελληνική θεωρία και νομολογία εμφανίζει έντονες επιφυλάξεις στην εισαγωγή παρόμοιων νόμιμων λόγων ευθύνης πρωτίστως για δικαιοπολιτικούς λόγους αφού, ειδικά στην περίπτωση των οργανισμών αξιολόγησης, θα μπορούσε να οδηγήσει στην ανεξέλεγκτη μετακύλιση του βάρους των εσφαλμένων επενδυτικών αποφάσεων εκ μέρους των χρηστών των αξιολογήσεων, στους οργανισμούς.¹³⁹

Το αποτέλεσμα της αποζημίωσης του τρίτου μπορεί να επιτευχθεί και με αμιγώς δικαιοπρακτικές λύσεις, όπως με την παραδοχή ότι, προς όφελος του ζημιωθέντος είχε καταρτιστεί *γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου*, με την έννοια του αρ. 411 Α.Κ. Ωστόσο, μία παρόμοια κατασκευή δεν ευσταθεί στην περίπτωση των οργανισμών αξιολόγησης, αφού οι συμβατικές τους σχέσεις με τους εκδότες ή/και τις αξιολογούμενες οντότητες, στην τυπική τους μορφή τουλάχιστον, δεν προβλέπουν παροχές και εν γένει ωφελήματα υπέρ τρίτων.

B.2.3. Αδικοπρακτική ευθύνη

Η προσπάθεια υπαγωγής της προπεριγραφείσας ζημιολογίας συμπεριφοράς των οργανισμών αξιολόγησης σε ένα πλέγμα κανόνων που θα εξασφαλίζει, με την πλήρωση των όρων του, την αποκατάσταση της υλικής ζημίας και τυχόν ηθικής βλάβης των θυμάτων φαίνεται να βρίσκει βάση στο ημεδαπό δίκαιο στα άρθρα 914 επ. Α.Κ.¹⁴⁰ Η προσφυγή στο πλέγμα των διατάξεων του Α.Κ. περί αδικοπραξιών είναι αναγκαία ελλείψει ειδικότερης ρύθμισης, όπως λ.χ. της ειδικής νόθου αντικειμενικής

¹³⁸ Ως παράδειγμα καλυπτόμενο από τη θεωρία της *προστατευτικής τριτενέργειας* ορίζεται η περίπτωση όπου, ο Z παλεί στον εργοστασιάρχη Α ένα μηχάνημα για το εργοστάσιό του, παραλείπει όμως να του επισημάνει ορισμένους κινδύνους για τη λειτουργία του, με αποτέλεσμα να τραυματιστεί ο εργάτης Τ του Α. Για πληρέστερη ανάλυση της θεωρίας βλ. Α. Παπαδημητρόπουλου, *Ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια (ΕΠΤ) – Η νεότερη εξέλιξη του θεσμού στη Γερμανία και προοπτικές για το ελληνικό δίκαιο*, ΧρΔΔ 2005.305.

¹³⁹ Βλ. ιδίως Christos Gortsos, ο.π., σελ. 301.

¹⁴⁰ Κατά το μέτρο που η ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης έναντι τρίτων εδράζεται στο πλέγμα των διατάξεων περί αδικοπραξιών, τότε γίνεται λόγος για *αμιγώς αδικοπρακτική ευθύνη*, ως μία μορφή εμφάνισης ή παραγωγικό λόγο του λεγόμενου συστήματος αστικής ευθύνης, το οποίο στο σύνολό του ρυθμίζει την υποχρέωση αποκατάστασης της ζημίας ενός προσώπου για διάφορους λόγους, λ.χ. παράβαση συμβατικών υποχρεώσεων, πταίσμα κατά τις διαπραγματεύσεις, ακύρωση δικαιοπραξίας λόγω πλάνης.

ευθύνης του – καταργηθέντος πλέον - αρ. 3 α του Π.Δ. 350/1985 περί ευθύνης αναδόχων για τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο,¹⁴¹ καθώς και αυτής του αρ. 19 παρ. 1 του Π.Δ. 226/1992 περί ευθύνης των ορκωτών ελεγκτών, για κάθε επιζήμια πράξη ή παράλειψή τους κατά τον έλεγχο και την έκδοση του πιστοποιητικού ελέγχου.¹⁴² Περαιτέρω, το εν λόγω νομοθετικό κενό δεν δύναται να πληρωθεί με την εφαρμογή του άρθρου 8 του ν. 2251/1994 για την ευθύνη του «παρέχοντος υπηρεσίες», αφού, μολονότι η διάταξη εφαρμόζεται και στην περίπτωση που ο παρέχων την υπηρεσία και ο λήπτης αυτής δεν συνδέονται με συμβατικό δεσμό, εντούτοις δεν εφαρμόζεται όταν πρόκειται για ζημία τρίτου, η οποία επέρχεται ως *αντανεκλαστικό αποτέλεσμα* της δραστηριότητας του παρέχοντος την υπηρεσία. Το αυτό συμβαίνει στην υπό εξέταση περίπτωση, όπου η αποκαταστατέα ζημία των χρηστών των αξιολογήσεων είναι *έμμεση*, καθώς δεν προκαλείται ευθέως από την παροχή των αναληθών πληροφοριών, αλλά προκύπτει εν συνεχεία από τη συμπεριφορά του ζημιωθέντος, η οποία όμως συμπεριφορά (λ.χ. οι επενδύσεις) στηρίζεται και έχει ως αιτία την παροχή των ανακριβών πληροφοριών. Τέλος και δεδομένης της ορολογικής κατάταξης της αξιολόγησης στην κατηγορία της έκφρασης «*γνώμης*»,¹⁴³ σαφώς δεν βρίσκει εφαρμογή η εξωδικαιοπρακτική μορφή ευθύνης του αρ. 729 Α.Κ. περί «*συμβουλής ή σύστασης*».

B.2.3.1. Η έννοια του παρανόμου

B.2.3.1.1. Η αξιολογούμενη ως παράνομη συμπεριφορά

Σύμφωνα με το άρθρο 914 Α.Κ., «*Όποιος ζημιώσει άλλον παράνομα και υπαίτια έχει υποχρέωση να τον αποζημιώσει*». Κατά την κρατούσα και ορθότερη άποψη, παράνομη είναι η συμπεριφορά που αντίκειται σε απαγορευτικό ή επιτακτικό κανόνα δικαίου. Κατά την άποψη αυτή, η Α.Κ. 914 δεν περιέχει επιταγή ή απαγόρευση, αλλά καθορίζει απλώς την κύρωση, δηλαδή την υποχρέωση αποζημίωσης, για την περίπτωση που ορισμένη πράξη είναι παράνομη λόγω παραβάσεως κάποιου κανόνα

¹⁴¹ Π.Δ. 350 της 14.6/4.7.85, «*Καθορισμός των προϋποθέσεων εισαγωγής κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ως και των υποχρεώσεων των εκδοτών κινητών αξιών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο αυτό*», Φ.Ε.Κ. Α' 126/1985, βλ. αρ. 3 α παρ. 2, «*Ο ανάδοχος ευθύνεται έναντι αυτών που απέκτησαν κινητές αξίες σε δημόσια εγγραφή, για κάθε θετική ζημία που υπέστησαν από τη χρηματιστηριακή πώληση κινητών αξιών εξαιτίας πταίσματος του αναδόχου ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου και τον καθορισμό της τιμής των κινητών αξιών που διατέθηκαν σε δημόσια εγγραφή*».

¹⁴² Π.Δ. αριθμ. 226/21992, «*Περί συστάσεως, οργανώσεως και λειτουργίας του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών, καθώς και περί των όρων εγγραφής σε Ειδικό Μητρώο και ασκήσεως του επαγγέλματος του Ορκωτού Ελεγκτή*», Φ.Ε.Κ. Α' 120/1992, βλ. αρ. 19 παρ. 1 «*Ο Ορκωτός Ελεγκτής ευθύνεται για κάθε ζημία εκ θετικής ενεργείας ή παραλείψεώς του κατά τον έλεγχο και την έκδοση του πιστοποιητικού ελέγχου, εφ' όσον αυτή οφείλεται σε δόλο ή βαρεία αμέλεια του ασκήσαντος τον έλεγχο και αποδεδειγμένα προκλήθηκε από την χρήση του πιστοποιητικού ελέγχου. Η ευθύνη προς αποζημίωση δεν μπορεί να είναι ανώτερη του πενταπλάσιου του συνόλου των εκάστοτε ετησίων αποδοχών του Προέδρου του Αρείου Πάγου, ή του συνόλου των αμοιβών του ευθυνόμενου Ορκωτού Ελεγκτή κατά την προηγούμενη διαχειριστική περίοδο, εφόσον οι τελευταίες υπερβαίνουν το προηγούμενο όριο*».

¹⁴³ Κανονισμός (ΕΚ) 1060/1990, αρ. 3 παρ. 1 α.

δικαίου. Με άλλα λόγια, η Α.Κ. 914 δεν είναι *ουσιαστικός αλλά λευκός κανόνας*, γιατί δεν ορίζει τι επιτρέπεται ή απαγορεύεται, αλλά παραπέμπει για το χαρακτηρισμό μίας πράξεως ως παράνομης ή μη στο σύνολο της νομοθεσίας (αστικής, ποινικής, διοικητικής).¹⁴⁴ Περαιτέρω, παράνομη δεν είναι μόνον η *πράξη* αλλά και η *παράλειψη*, εφόσον πρόκειται για ενέργεια επιβαλλόμενη από το νόμο, με την ευρύτερη έννοια του ρυθμιστικού πλαισίου που διέπει μία κατηγορία δραστηριότητας, ή ακόμα και από την *καλή πίστη*.¹⁴⁵

Στο σημείο αυτό αναφέρεται το ερώτημα εάν, οι ρυθμιστικές επιταγές που περιέχονται στον Κανονισμό (ΕΚ) 1060/2009, όπως τροποποιήθηκαν από τον Κανονισμό (ΕΚ) 513/2011 και κατίσχυσαν στην ελληνική έννομη τάξη, συνιστούν τους αιτούμενους, για την πλήρωση του πραγματικού της Α.Κ. 914, *επιτακτικούς ή απαγορευτικούς κανόνες δικαίου*. Το ερώτημα τίθεται ιδίως σε σχέση με το χαρακτήρα των εν λόγω διατάξεων, εάν δηλαδή έχουν τεθεί χάριν προστασίας (και) ιδιωτικών συμφερόντων, οπότε η παραβίασή τους είναι παράνομη με την έννοια της Α.Κ. 914 ή, αντίθετα, θεσπίστηκαν για την προστασία ενός *γενικότερου συμφέροντος* (λ.χ. τη βελτίωση των δομών και της λειτουργίας των αγορών μέσω της θεραπείας των αποτυχιών των οργανισμών αξιολόγησης). Προς την κατεύθυνση αυτή, θα πρέπει να αναζητηθεί ο *προστατευτικός σκοπός* των εν λόγω κανόνων και να ανευρεθεί το προστατευόμενο συμφέρον και οι φορείς αυτού, οι οποίοι μπορεί να είναι, η αξιολογούμενη οντότητα ή οι εκδότες των τίτλων, οι δανειστές της οντότητας ή των εκδοτών, οι επενδυτές, οι ομολογιούχοι, ή, γενικότερα, η εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Στην προκειμένη περίπτωση, θα πρέπει να υπογραμμιστεί ότι, το γεγονός πως οι διατάξεις του Κανονισμού θεμελιώνουν, αφενός τη βάση για την ενδοσυμβατική ευθύνη των οργανισμών έναντι των εντολέων τους για ενδεχόμενες πλημμέλειες στη διαδικασία αξιολόγησης και, περαιτέρω, το σύνολο των εποπτικών τους υποχρεώσεων έναντι των αρμοδίων αρχών, δεν δικαιολογεί το συμπέρασμα ότι δεν υφίσταται ένα ολοκληρωμένο και ηθελημένο από την έννομη τάξη σύνολο κανόνων για τη λειτουργία τους, στο οποίο οι τρίτοι δεν μπορούν να υπολογίζουν. Συνεπώς, η απάντηση στο ερώτημα της *προστατευτικής για τους ιδιώτες ισχύος* των κανόνων του Κανονισμού θα πρέπει να είναι θετική, με την αποδοχή όμως μίας μη αυτοδύναμης προστατευτικής ενέργειας των διατάξεων αυτών, αλλά σε

¹⁴⁴ Α. Γεωργιάδης – Μ Σταθόπουλος, *Αστικός Κώδιξ – Κατ' άρθρον ερμηνεία*, Αθήνα 1982, Εκδόσεις Σάκκουλας, υπ' αρ. 914, παρ. 19 επ.

¹⁴⁵ *Ibid*, παρ. 27 επ.

συνδυασμό με τις λοιπές προϋποθέσεις της αδικοπρακτικής ευθύνης που η έννομη τάξη καθιερώνει (υπαιτιότητα, αποκαταστατέα ζημία, αιτιώδης σύνδεσμος).¹⁴⁶

Κατά το μέτρο, δε, αυτό, η τυπολογία των παρανόμων συμπεριφορών των οργανισμών αξιολόγησης είναι εκτεταμένη και στοιχειοθετείται επί των πράξεων ή παραλείψεων τους, με τις οποίες προσβάλλονται εκείνες οι διατάξεις του Κανονισμού που αποσκοπούν (και) στην προστασία της εμπιστοσύνης των χρηστών των αξιολογήσεων, εφόσον βεβαίως η παραβίαση, εκ μέρους του οργανισμού, της συγκεκριμένης διάταξης, είναι πρόσφορη να επιφέρει και όντως επιφέρει μη επιτρεπτές αλλοιώσεις στην ποιότητα των αξιολογήσεων. Ενδεικτικά, παρόμοιες διατάξεις μπορούν να αποτελέσουν οι αναφερόμενες:

- (i) Στην ανεξαρτησία του οργανισμού και στην αποφυγή της σύγκρουσης συμφερόντων (άρθρο 6 Κανονισμού).
- (ii) Στη διασφάλιση, εκ μέρους του οργανισμού, προϋποθέσεων επαγγελματικής επάρκειας και ανεξαρτησίας από το προσωπικό του (άρθρο 7 Κανονισμού).
- (iii) Στη διασφάλιση της επαρκούς ποιότητας και της αξιοπιστίας των πληροφοριών που χρησιμοποιούνται για την έκδοση των αξιολογήσεων (Άρθρο 8 Κανονισμού).

Περαιτέρω και αναφορικά με τη συνδρομή του στοιχείου του παρανόμου, επίκληση δύναται να γίνει και στους κανόνες της Α.Κ. 147 και Π.Κ. 386 περί (αστικής και ποινικής) απάτης, εφόσον πληρούνται οι επιμέρους όροι του πραγματικού αυτών. Επιπλέον και, κατά το μέτρο που οι δημοσιευθείσες αξιολογήσεις αφορούν σε χρηματοπιστωτικά μέσα που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και ο οργανισμός αξιολόγησης γνώριζε, ή όφειλε να γνωρίζει ότι η αξιολόγηση είναι ψευδής ή παραπλανητική, εφαρμογή δύναται να βρει η διάταξη του αρ. 7 του ν. 3340/2005¹⁴⁷, σύμφωνα με την οποία «1. Απαγορεύεται η χειραγώγηση της αγοράς. 2. Ως «χειραγώγηση της αγοράς» νοούνται (γ) η διάδοση δια των μέσων μαζικής ενημέρωσης και του διαδικτύου ή με οποιοδήποτε άλλο μέσο πληροφοριών, οι οποίες δίνουν ή είναι πιθανόν να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή φημών ή παραπλανητικών ειδήσεων, εάν ο διαδίδων γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι οι πληροφορίες, οι φήμες ή οι ειδήσεις αυτές ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές». Περαιτέρω και σύμφωνα με το αρ. 30 παρ. 1 ιδίου νόμου, «Τιμωρείται με φυλάκιση ... όποιος, με σκοπό να διαμορφώσει τεχνητά την τιμή ή την

¹⁴⁶ Για τη γενικότερη προβληματική βλ. Α. Γεωργιάδη – Μ. Σταθόπουλο, ο.π., παρ. 50 επ. Πρβλ., με τη σχετική προβληματική στο πλαίσιο περί ελεγκτικής ευθύνης, ενδεικτικά Ευ. Εμμ. Περάκης, *Ο τακτικός έλεγχος της Ανώνυμης Εταιρίας*, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη 1984, παρ. 150 επ

¹⁴⁷ Ν. 3340/2005 «Προστασία Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες», ΦΕΚ Α' 112/10.05.2005. Πρόκειται για τον νόμο που ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο την Οδηγία (ΕΚ) 2003/6 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)».

εμπορευσιμότητα χρηματοπιστωτικού μέσου προκειμένου να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος: ... (β) διαδίδει εν γνώσει του, δια των μέσων μαζικής ενημέρωσης, του διαδικτύου ή οποιουδήποτε άλλου τρόπου, παραπλανητικές ή ψευδείς πληροφορίες, ειδήσεις ή φήμες. Παρόμοιες «πληροφορίες» που απαιτούν οι ως άνω διατάξεις δύνανται να ενυπάρχουν σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και να αφορούν, ενδεικτικά, στις ροές εσόδων ή και εξόδων και στη διάρθρωση του ισολογισμού (ιδιαίτερα τα χρέη) της αξιολογούμενης οντότητας, επί των οποίων εδράζεται η «γνωμοδότηση» του οργανισμού αναφορικά με την πιστοληπτική ικανότητα της τελευταίας.¹⁴⁸ Οι ανωτέρω διατάξεις, σε συνδυασμό και με τις λοιπές προϋποθέσεις του αρ. 914 Α.Κ., δύνανται ως εκ τούτου να αποτελέσουν νόμιμους λόγους ευθύνης σε αποζημίωση.

B.2.3.1.2. Η αξιολογούμενη ως ανήθικη συμπεριφορά

Σύμφωνα με το άρθρο Α.Κ. 919, «*Όποιος με πρόθεση ζημιώσει άλλον κατά τρόπο αντίθετο προς τα χρηστά ήθη έχει υποχρέωση να τον αποζημιώσει*». Κατά πάγια νομολογία, ανήθικη είναι η συμπεριφορά εκείνη που προσβάλλει τους στοιχειώδεις κανόνες της ηθικής και, ειδικότερα, το συναίσθημα της ηθικής του μέσου κοινωνικού ανθρώπου, ο οποίος κατά τη γενική αντίληψη είναι χρηστός, γνωστικός και έχει ορθή σκέψη.¹⁴⁹ Όπως γίνεται ευρύτερα δεκτό, δεν υπάρχει μία και ενιαία αντίληψη περί χρηστών ηθών, αλλά αυτή διαμορφώνεται αντικειμενικά μεν σε συνάρτηση με το σύνολο των κατά περίπτωση περιστάσεων, χωριστά όμως αναφορικά με κάθε συναλλακτικό κλάδο και σε συγκεκριμένο χρονικό πλαίσιο.¹⁵⁰

Ειδικότερα, στην περιπτωσιολογία των παραβιάσεων των *χρηστών ηθών* εντάσσεται και η *δόλια παροχή εσφαλμένων πληροφοριών ή συμβουλών*, καθώς και η *παράλειψη ενημερώσεως για επικείμενο κίνδυνο*, με την έννοια της *αποσιώπησης ουσιωδών πληροφοριών*.¹⁵¹ Το δε ζήτημα της θεμελίωσης της αδικοπρακτικής ευθύνης του παρέχοντος πληροφορίες, ιδίως στα πλαίσια της *sua sponte* (δηλαδή χωρίς την ύπαρξη συμβατικού δεσμού) πληροφόρησης αντιμετωπίζει, από δογματικής πλευράς, το μεγαλύτερο προβληματισμό στη διερεύνηση του «*παρανόμου*», δηλαδή εκείνου του προστατευτικού νόμου ή της επιταγής της έννομης τάξης, η προσβολή της οποίας ενεργοποιεί την αποκαταστατική ευθύνη του παρόχου ανακριβών πληροφοριών. Στην

¹⁴⁸ Βλ. και European Commission, *Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*, ανωτέρω υποσημ. 42, υπό 3.1.

¹⁴⁹ Α. Γεωργιάδης – Μ. Σταθόπουλος, ο.π., υπ' αρ. 919, παρ. 8 και ενδεικτικά βλ. ΟΛΑΠ 398/1975, ΝοΒ 1975.1164, Α.Π. 925/1991, ΕΕμπΔ 1992.32 επ.

¹⁵⁰ Ενδεικτικά βλ. Α.Π. 1198/1995, ΔΕΕ 1995.982 επ.

¹⁵¹ Βλ. Απ. Γεωργιάδης – Μιχ. Σταθόπουλος, ο.π., υπ' αρ. 919 Α.Κ., παρ. 37, με τις εκεί παραπομπές σε νομολογία.

ελληνική έννομη τάξη υποστηρίζεται ότι, ο παρέχων ανακριβείς πληροφορίες παρανομεί, επειδή παραβιάζει τις επιταγές της *κοινωνικής ηθικής* και, ανά περιπτώσεις, *το ηθικό καθήκον αληθείας*. Το μέτρο των υποχρεώσεων επιμέλειας – προστασίας (που παραβιάζοντάς τις, ο πληροφορών παρανομεί), προσδιορίζεται τέλος από τις προσδοκίες που ο πληροφορούμενος εύλογα συνδέει με το πρόσωπο του πληροφορούμενου εξ αιτίας του επαγγέλματός του ή της θέσης του ως *αυθεντίας* (Autoritätsperson).¹⁵²

Κατά μεταφορά των ανωτέρω πορισμάτων στο χώρο των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, η εφαρμογή της Α.Κ. 919 εδράζεται στην αντανακλαστική ενέργεια της σχέσης εκδότη/ αξιολογούμενης οντότητας προς τους τρίτους, κατά το μέτρο που η δημοσιευθείσα αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας δυνάμει της εν λόγω βασικής σχέσης επηρεάζει αιτιωδώς τις επενδυτικές αποφάσεις τρίτων. Τούτο βέβαια δεν σημαίνει ότι, πρώτιστη μέριμνα των οργανισμών κατά την παροχή υπηρεσιών αξιολόγησης πρέπει να είναι η ορθότητα των επενδυτικών αποφάσεων τρίτων και μη συνδεόμενων συμβατικά με αυτούς προσώπων. Η εξυπηρέτηση ίδιων συμφερόντων είναι στοιχείο του επιτρεπόμενου και υγιούς ανταγωνισμού. Ωστόσο, η ιδιότητα της «*αυθεντίας*», με την οποία περιβάλλουν οι χρήστες των αξιολογήσεων τους οργανισμούς που τους καταρτίζουν, ιδίως στην περίπτωση των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, καταδεικνύεται από τα πορίσματα στα οποία κατέληξαν εποπτικές αρχές και διεθνή fora, οι οποίοι αποδίδουν τη – σχεδόν τυφλή – εξάρτηση των χρηστών από τις αξιολογήσεις στους εξής παράγοντες: (i) στα οξύτατα προβλήματα πληροφοριακής ασυμμετρίας λόγω της πολυπλοκότητας των δομημένων προϊόντων, (ii) στο ελάχιστο εύρος των πληροφοριών που, σε αντίθεση με τις εταιρικές ομολογίες, είναι δημόσια διαθέσιμο στα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, (iii) στην έλλειψη δευτερογενούς αγοράς για τα εν λόγω προϊόντα, και (iv) στην έλλειψη ιστορικού απόδοσης των εν λόγω μέσων, λόγω του καινοτόμου χαρακτήρα τους.¹⁵³

Κατά το μέτρο αυτό, δε, η λειτουργία που επιτελούν οι οργανισμοί αξιολόγησης ως προς τη διάδοση πληροφοριών για την πιστοληπτική ικανότητα μιας οντότητας προσομοιάζει με τις πληροφορίες που διοχετεύουν οι τράπεζες στην αγορά κατά την άσκηση της πιστωτικής τους πολιτικής ως προς τη φερεγγυότητα ή μη του δανειολήπτη – με την πρόσθετη παρατήρηση ότι οι οργανισμοί *αποσκοπούν επιπλέον στον*

¹⁵² Βλ. ιδίως Α. Κουτσοράδη, *Η ροή πληροφοριών στις αστικές έννομες σχέσεις - Το παράδειγμα της ex lege αξίωσης παροχής τους*, Θεσσαλονίκη 1998, Εκδόσεις Σάκκουλα, σελ. 506 επ, με τις εκεί παραπομπές σε ελληνική και ξένη βιβλιογραφία. Πρβλ. με ολΠρωτΑθ 7368/1996 ΔΕΕ 1997.282 επ., η οποία δέχθηκε την αδικοπρακτική θεμελίωση κατ' αρ. 919 Α.Κ. της ευθύνης του εκδότη ενημερωτικού δελτίου που προσλαμβάνει δημοσιότητα.

¹⁵³ Βλ. ενδεικτικά IOSCO, *Consultation Report: The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, ανωτέρω υποσημ. 20, σελ. 9 υπό τον τίτλο "*Reliance on CRA Ratings*".

επηρεασμό των επενδυτικών αποφάσεων των χρηστών. Ακολουθώντας, η *συνειδητή*, ή και με *ενδεχόμενο δόλο*, παραπλάνηση, εκ μέρους μίας τράπεζας, άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων ή εν γένει πιστοδοτών, ως προς τη φερεγγυότητα ή τη δυνατότητα εξεύρεσης χρηματικών πόρων υποψηφίου δανειολήπτη, έχει κριθεί, θεωρητικώς και νομολογιακώς, ότι δεν είναι μόνον παράνομη πράξη αλλά, πολύ περισσότερο, *ανήθικη* κατά την έννοια του αρ. 919 Α.Κ., στο πλαίσιο της προαναφερθείσας ειδικότερης κατηγορίας ανήθικης συμπεριφοράς, ήτοι της «*δόλιας παροχής εσφαλμένων πληροφοριών*».¹⁵⁴ Προσπερνώντας, τουλάχιστον κατά το στάδιο της παρούσας μελέτης, της προβληματικής περί θεώρησης ορισμένων υπηρεσιών ως «*δημόσιας ή οιονεί δημόσιας υπηρεσίας*»,¹⁵⁵ αναφύεται το ερώτημα εάν η προστασία της εμπιστοσύνης των καλόπιστων τρίτων από τις εκ προθέσεως αναληθείς διαβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας, τουλάχιστον στην αγορά διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, δύναται να αποτελέσει αυτοτελή λόγο ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης βάσει του αρ. 919 Α.Κ.¹⁵⁶ Η απάντηση φαίνεται να είναι καταφατική, δεδομένης άλλωστε της έμφασης που ο ίδιος ο Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009 προσδίδει στην επάρκεια, την ακρίβεια και την αξιοπιστία των πληροφοριών που διαδίδουν οι οργανισμοί αξιολόγησης, προς το σκοπό ενίσχυσης της δυνατότητας αυτοπροστασίας των επενδυτών από ψευδείς και παραπλανητικές αξιολογήσεις.¹⁵⁷

B.2.3.2. Υπαιτιότητα

Από τις διατάξεις των άρθρων 297, 298, 300, 330 και 914 ΑΚ συνάγεται ότι προϋπόθεση της ευθύνης για αποζημίωση από αδικοπραξία είναι το πταίσμα, ήτοι η υπαιτιότητα του υπόχρεου, η οποία καταλαμβάνει το δόλο και την αμέλεια. Σύμφωνα με τη διάταξη του αρ. 27 παρ. 1 Π.Κ.,¹⁵⁸ ο δόλος νοείται και με τις δύο μορφές του, ήτοι τον άμεσο και τον ενδεχόμενο. Περαιτέρω, μορφή υπαιτιότητας είναι και η αμέλεια, δηλαδή όταν δεν καταβάλλεται η επιμέλεια που απαιτείται στις συναλλαγές, δηλαδή αυτή, που, αν είχε καταβληθεί, με μέτρο τη συμπεριφορά του μέσου συνετού

¹⁵⁴ Βλ. Απ. Σ. Γεωργιάδη, *Ευθύνη Τράπεζας έναντι τρίτων κατά τν άσκηση της πιστωτικής πολιτικής της – Ανήθικη πρόκληση ζημίας με τη μορφή της παροχής εσφαλμένων πληροφοριών από μια Τράπεζα σε μια άλλη σχετικά με τη φερεγγυότητα κάποιου προσώπου*, ΧρΙΔ 2001.372 επ., ΠολΠρωτΠειραιά 1187/1999, ΧρΙΔ 2001.322. Από αλλοδαπή νομολογία η οποία έχει ευρύτερα αποδεχθεί τον εν λόγω νόμιμο λόγο ευθύνης των τραπεζών βλ. ενδεικτικά Commercial Court of Brussels, 15.04.1996, Revue de Droit Commercial Belge, 1997.762.

¹⁵⁵ Αναφορικά με το χαρακτηρισμό της λειτουργίας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης των τραπεζών ως «*δημόσια ή οικονεί δημόσια υπηρεσία*», βλ. Απ. Σ. Γεωργιάδη, ο.π. και Λάμπρο Ε. Κοτσίρη, *Πρόβλημα αστικής ευθύνης Τραπεζών έναντι τρίτων κατά την άσκηση της πιστωτικής λειτουργίας*, Αρμενόπουλος 1984.601 επ.

¹⁵⁶ Για τις υποχρεώσεις προνοίας των οργανισμών αξιολόγησης έναντι των χρηστών των αξιολογήσεων βλ. Christos Gortsos, ο.π., σ.σ. 301 – 302.

¹⁵⁷ Βλ. Προοίμιο Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, αιτιολογικές σκέψεις αριθμ. 10, 25, 39 και 40.

¹⁵⁸ Αρ. 27 παρ. 1 Π.Κ., «(«Με δόλο (με πρόθεση) πράττει όποιος θέλει την παραγωγή των περιστατικών που κατά το νόμο απαρτίζουν την έννοια κάποιας αξιόποινης πράξης· επίσης όποιος γνωρίζει ότι από την πράξη του ενδέχεται να παραχθούν αυτά τα περιστατικά και το αποδέχεται».

και επιμελούς συναλλασσομένου, θα είχε καταστήσει δυνατή την αποτροπή της ζημίας. Περαιτέρω, στα πλαίσια του αρ. 919 Α.Κ., γίνεται δεκτό ότι δεν απαιτείται ο δράστης να ενήργησε με αποκλειστικό σκοπό να βλάψει τον τρίτο (άμεσος δόλος), αρκεί και ο ενδεχόμενος δόλος, ήτοι ο δράστης να γνώριζε ως ενδεχόμενη την πρόκληση ζημίας από τη συμπεριφορά του και παρά ταύτα να μην απείχε από την πράξη ή την παράλειψη. Ο δόλος (πρόθεση) αναφέρεται μόνον στην επαγωγή ζημίας και όχι στον ανήθικο ή παράνομο χαρακτήρα της πράξης.¹⁵⁹

Στο σημείο αυτό να υπογραμμιστεί ότι, βάσει της νομολογιακής εμπειρίας που έχει κατακτηθεί – ιδίως στο γερμανικό δίκαιο – η αποζημιωτική κάλυψη της παροχής εσφαλμένων πληροφοριών στην πράξη έχει καταδείξει αδυναμίες σε πρακτικό επίπεδο. Συγκεκριμένα, επισημαίνονται ιδίως οι δυσκολίες για τον δανειστή, ο οποίος φέρει το βάρος απόδειξης των περιστάσεων που στοιχειοθετούν το πταίσμα του ζημιώσαντος,¹⁶⁰ να αποδείξει την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ εσφαλμένης πληροφόρησης και ζημίας του, ενώ συχνά τα πράγματα καθίστανται δυσχερέστερα με την προβολή από τον εναγόμενο της καταχρηστικής ένστασης της συνυπαιτιότητας του πληροφορούμενου, χωρίς να παραγνωρίζεται και το πρόβλημα του προσδιορισμού της έκτασης της ζημίας και, συνεπώς, του καθορισμού της αποζημίωσης.¹⁶¹ Τα ανωτέρω ζητήματα εξετάζονται συνοπτικά κατωτέρω, υπό το πρίσμα ενδεχόμενης αντιμετώπισης, από τα ελληνικά δικαστήρια, αξιώσεων περί αποκατάστασης ζημίας συνεπεία παραπλανητικών και εν γένει ψευδών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

B. 2.3.3. Ζημία

B.2.3.3.1. Έκταση αποκαταστατέας ζημίας

Βασικό όρο του πραγματικού των διατάξεων περί αδικοπραξιών συνιστά η ζημία την οποία φέρεται να υπέστη ο αιτούμενος αποζημίωση, η ύπαρξη και η έκταση της οποίας αποτελεί ζήτημα νομικής υπαγωγής στα αρ. 297 – 299 Α.Κ. και 914 και 932 Α.Κ. Από το συνδυασμό των αρ. 914 και 298 Α.Κ. προκύπτει ότι η ζημία περιλαμβάνει τη *θετική ζημία*, ήτοι τη μείωση της περιουσίας του δανειστή και, περαιτέρω, το *διαφυγόν κέρδος* αυτού, ως δε τέτοιο ορίζεται το κέρδος που προσδοκά κανείς με πιθανότητα σύμφωνα με τη συνηθισμένη πορεία των πραγμάτων ή τις ειδικές περιστάσεις και ιδίως τα προπαρασκευαστικά μέτρα που έχουν ληφθεί. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση δημοσιευθείσας αναληθούς αξιολόγησης (και εφόσον, όπως θα αναλυθεί κατωτέρω, καταδειχθεί ότι αυτή ήταν πρόσφορη να επηρεάσει και όντως

¹⁵⁹ *Ibid.* υπ' αρ. 919, παρ. 14.

¹⁶⁰ Α. Γεωργιάδης – Μ. Σταθόπουλος, ο.π., Εισαγωγικές παρατηρήσεις στα άρθρα 914 – 938, παρ. 6.

¹⁶¹ Βλ. ιδίως Christos Gortsos, ο.π., σελ. 299.

επηρέασε τις τιμές με βάση τις οποίες συναλλάχθηκε ο φερόμενος ως ζημιωθείς), η *θετική ζημία* του δανειστή συνίσταται στη διαφορά μεταξύ της περιουσιακής του κατάσταση κατόπιν της πραγματοποίησης της επένδυσης και της υποθετικής του περιουσιακής κατάστασης εάν δεν είχε πραγματοποιήσει την επένδυση. Επίσης αποκαταστατέο ως *διαφυγόν κέρδος* είναι το χρηματικό ποσόν που ο ζημιωθείς θα αποκόμιζε, κατά τη συνήθη πορεία των πραγμάτων, εάν, αντί να αγοράσει τις συγκεκριμένες κινητές αξίες, είχε χρησιμοποιήσει τα χρήματα για άλλο σκοπό, λ.χ. κατάθεση σε πιστωτικό ίδρυμα με το τρέχον επιτόκιο ταμειυτηρίου.

Ωστόσο να σημειωθεί ότι, στις περιπτώσεις επαγγελματικής ευθύνης που έχουν κατοχυρωθεί έως και τώρα στην ελληνική νομοθεσία, ήτοι σε αυτήν του 3 α Π.Δ. 350/1985 περί ευθύνης αναδόχων και σε αυτήν του αρ. αρ. 19 παρ. 1 Π.Δ. 226/1992 περί ευθύνης ορκωτών ελεγκτών, εισήχθησαν περιορισμοί ως προς το είδος και την έκταση της αποκαταστατέας ζημίας, με την πρώτη διάταξη να περιορίζει την ευθύνη του αναδόχου μονάχα για *θετική ζημία*, τη δε δεύτερη να θέτει ανώτατο όριο στην ευθύνη του ελεγκτού προς αποζημίωση έως του «*πενταπλασίου του συνόλου των εκάστοτε ετησίων αποδοχών του Προέδρου του Αρείου Πάγου, ή του συνόλου των αμοιβών του ευθυνομένου Ορκωτού Ελεγκτή κατά την προηγούμενη διαχειριστική περίοδο, εφόσον οι τελευταίες υπερβαίνουν το προηγούμενο όριο*».

B.2.3.3.2. Χρόνος υπολογισμού ζημίας

Ο προσδιορισμός του χρόνου υπολογισμού της ζημίας είναι ένα ακανθώδες θέμα το οποίο κατά καιρούς έχει απασχολήσει επισταμένως τη θεωρία και τη νομολογία. Σχετικώς έχουν υποστηριχθεί τρεις απόψεις: (i) του χρόνου της επέλευσης της ζημίας (ii) του χρόνου της καταβολής της αποζημίωσης και (iii) του χρόνου της πρώτης στο πρωτοβάθμιο δικαστήριο συζήτησης της αγωγής¹⁶² σύμφωνα με τις διατάξεις των αρ. 223 και 224 Κ.Πολ.Δ., καθώς έχει κριθεί ότι ο «*ανωτέρω υπολογισμός ...είναι εκείνος που ανταποκρίνεται στην έννοια της πλήρους αποζημίωσης σύμφωνα με τα άρθρα 297 και 298 Α.Κ...*».¹⁶³ Μάλιστα η τελευταία κρατούσα στην νομολογία άποψη δέχεται ότι, εάν πριν την πληρωμή της καταβλητέας αποζημίωσης αυξηθεί το ποσόν της ζημίας, είναι δυνατή η άσκηση παρεμπίπτουσας αγωγής κατ' αρ. 283 Κ.Πολ.Δ., με ακρότατο βεβαίως χρονικό όριο ποσοτικής διακύμανσης της ζημίας, την τελεσιδικία.¹⁶⁴

¹⁶² Ολ.Α.Π. 9/1995, ΕλλΔνη 36.1520, Α.Π. 23/1994, ΕλλΔνη 36.577.

¹⁶³ Ολ.Α.Π. 9/1995, ο.π.

¹⁶⁴ Α.Π. 80/1991, ΕλλΔνη 1992.547.

B.2.3.3.3. Οικείο πταίσμα

Το άρθρο 300 Α.Κ. ενσωματώνει στο σύστημα αποζημίωσης του Αστικού Κώδικα τη βασική αρχή «ο εξ οικείου πταίσματος ζημιούμενος ου δοκεί ζημιούσθαι», όπερ σημαίνει ότι, στην περίπτωση του χρήσης των αξιολογήσεων ο οποίος γνώριζε τις ατέλειες και τις ανακρίβειες της αξιολόγησης και, παρά ταύτα, προχώρησε στην αγορά των αξιολογούμενων τίτλων ή/και λ.χ. στην πιστοδότηση της αξιολογούμενης οντότητας, η ευθύνη του οργανισμού περί καταβολής αποζημίωσης μπορεί να περιοριστεί σημαντικά ή ακόμα και να αρθεί. Βεβαίως στην περίπτωση αυτή η ευθύνη του οργανισμού αποκλείεται και για έναν πρόσθετο λόγο, ήτοι λόγω ελλείψεως αιτιώδους συνδέσμου, όπως θα καταδειχθεί κατωτέρω. Επιπλέον, μείωση του ποσού της αποζημίωσης μπορεί να επιδικαστεί στην περίπτωση που ο ζημιωθείς συντέλεσε με δικό του πταίσμα όχι στην πρόκληση, αλλά στην έκταση της ζημιάς. Για παράδειγμα, στην περίπτωση που, βάση υπολογισμού της ζημιάς αποτελεί η τιμή μεταπώλησης των μετοχών στη δευτερογενή αγορά από τον ζημιωθέντα (λ.χ. κατακρήμνιση χρηματιστηριακής τιμής λόγω αποκάλυψης ελαττωματικής αξιολόγησης που συνόδευε την έκδοση των τίτλων), τότε ο εναγόμενος οργανισμός δύναται να προβάλει κατ' ένσταση¹⁶⁵ ότι ο ζημιωθείς θα μπορούσε να πωλήσει τους τίτλους σε πολύ καλύτερη τιμή από αυτήν που επέτυχε. Δεδομένης ωστόσο της αδυναμίας πρόγνωσης των τιμών στο Χρηματιστήριο, η εφαρμογή του αρ. 300 Α.Κ. στην παρούσα περίπτωση πρέπει να γίνει με ιδιαίτερη προσοχή.

B.2.3.4. Αιτιώδης σύνδεσμος

Η ζημία που κατά τα ανωτέρω προξενήθηκε επανορθώνεται σε όση έκταση συνδέεται με πρόσφορη αιτιώδη συνάφεια προς το ζημιολόγο γεγονός. Σύμφωνα, δε, με την κρατούσα θεωρία της πρόσφορης αιτιότητας, η φερόμενη ως ζημιολόγος πράξη ή παράλειψη πρέπει, κατά τη συνηθισμένη πορεία των πραγμάτων ή τις ειδικές περιστάσεις της συγκεκριμένης περίπτωσης να ήταν επαρκής, ήτοι από μόνη της ικανή και κατ' αντικειμενική εκτίμηση πρόσφορη να επιφέρει το επιζήμιο αποτέλεσμα και επέφερε αυτό στη συγκεκριμένη περίπτωση. Η έννοια της *αιτιώδους συνάφειας*, ως *αόριστη νομική έννοια*, υπόκειται σε αναιρετικό έλεγχο.¹⁶⁶

¹⁶⁵ Ο ισχυρισμός του αρ. 300 Α.Κ. είναι ένσταση και όχι άρνηση της αγωγής και ο προβάλλων αυτόν εναγόμενος φέρει κατά τούτο την υποχρέωση να αποδείξει τα πραγματικά περιστατικά που τον θεμελιώνουν, βλ. σχετ. Α.Π. 1618/1987, ΕλλΔνη 29.1375.

¹⁶⁶ Ενδεικτικά βλ. Α.Π. 641/2011, Α' δημοσίευση στη διαδικτυακή βάση ΝΟΜΟΣ και Α.Π. 692/1990, ΝοΒ 40.67.

Συγκεκριμένα, για την επέλευση ζημίας συνεπεία αναληθούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, θα πρέπει να συντρέχουν σωρευτικώς δύο γεγονότα: (i) πράξη του ζημιωθέντος, δηλαδή είτε αγορά των αξιολογούμενων τίτλων του εκδότη, είτε, λ.χ. πιστοδότηση της αξιολογούμενης οντότητας ¹⁶⁷ (ii) διαμόρφωση της τιμής των τίτλων ή της αξίας της οντότητας κάτω από την τιμή διενέργειας των ως άνω πράξεων κατόπιν της αποκάλυψης της ανακρίβειας της αξιολόγησης. Σύμφωνα, λοιπόν με τα ανωτέρω, μεταξύ των παραπλανητικών παραστάσεων της αξιολόγησης και της ζημιογόνου επενδυτικής απόφασης *δε θα πρέπει να έχει παρεμβληθεί κανένας άλλος παράγοντας*, ούτε με τη μορφή άλλων παραγωγικών αιτίων της βουλήσεως του θύματος, ούτε πράξη του ιδίου του θύματος ή τρίτων προσώπων, άλλως επέρχεται διακοπή του αιτιώδους συνδέσμου και η βλάβη δεν δύναται να καταλογιστεί στον οργανισμό αξιολόγησης.¹⁶⁸ Περαιτέρω, η ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου ελέγχεται και στην έκταση της αποζημίωσης, αφού, όπως προεκτέθηκε, επανορθώνεται εκείνη η ζημία η οποία συνδέεται με το ζημιογόνο γεγονός με σχέση αιτιώδους συνάφειας.¹⁶⁹

Κατά το μέτρο αυτό, δε, το οποίο ακολουθεί η ελληνική νομολογία, η κατάγνωση της αστικής ευθύνης των οργανισμών έναντι των επενδυτών είναι ιδιαίτερα δυσχερής, ακόμα και εάν όντως αποδειχθεί η πλανερή φύση των παραστάσεων της αξιολόγησης. Ωστόσο, τις αποδεικτικές δυσχέρειες που αντιμετωπίζονται από πλευράς αιτιώδους συνδέσμου επιχειρεί να αμβλύνει μία πρόσφατη οικονομική θεωρία που αναπτύχθηκε στις Η.Π.Α. και ονομάζεται Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς (“Efficient Market Hypothesis”).¹⁷⁰ Σύμφωνα με την Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς, το πόσο αποτελεσματική είναι μια αγορά κρίνεται από την ταχύτητα με την οποία αφομοιώνονται οι διαθέσιμες πληροφορίες στην τιμή των τίτλων. Με άλλα λόγια, σε μια αποτελεσματική αγορά, η τιμή διαπραγμάτευσης ενός τίτλου ενσωματώνει το σύνολο των διαθέσιμων στην αγορά πληροφοριών μέχρι στιγμής. Ούτω, συνεπεία της αναλήθειας στην αξιολόγηση, οι τιμές της αγοράς δεν αντανακλούν επακριβώς την αξία των αξιολογούμενων χρηματοπιστωτικών μέσων. Στην κατάσταση αυτή, ο επενδυτής ο οποίος προβαίνει σε συναλλαγές επί των εν λόγω

¹⁶⁷ Για το ζήτημα εάν, από δικαιοπολιτικής απόψεως, είναι σκόπιμο να αναγνωριστεί αξίωση αποζημίωσης στον επενδυτή, ο οποίος, λαμβάνοντας υπόψη μία – αναληθή – δυσμενή αξιολόγηση απέφυγε να επενδύσει στους αξιολογούμενους τίτλους, υφίσταται ακόμα διχογνωμία, βλ. Commission’s Public Consultation on Credit Rating Agencies, ο.π., παρ. 4.2.

¹⁶⁸ Βλ. ιδίως Α.Π. 500/54, ΝοΒ 2.1039.

¹⁶⁹ Για παράδειγμα, τοιαύτη διακοπή της αιτιώδους συνάφειας μπορεί να ανιχνευθεί στην περίπτωση, όπου η ανακοίνωση της ανακρίβειας της αξιολόγησης προκαλεί πωλήσεις πανικού (panic selling), με αποτέλεσμα η τιμή των τίτλων να πέσει πολύ χαμηλότερα από όσο θα δικαιολογούσε η πραγματική κατάσταση των αξιολογούμενων τίτλων. Στην περίπτωση αυτή εξαιρείται από την αποκατασταστέα ζημιά το ποσόν της απομείωσης της αξίας των τίτλων που οφείλεται στις πωλήσεις πανικού.

¹⁷⁰ Για την ανάλυση της εν λόγω θεωρίας βλ. Ευ. Γ. Πολίτη, *Οι προϋποθέσεις της ευθύνης του αναδόχου κατά το αρ. 3 α του ΠΔ 350/1985*, ΔΕΕ 197.15 και τις εκεί παραπομπές σε ξενόγλωσση βιβλιογραφία.

μέσων, υφίσταται τις επιπτώσεις της αναληθούς αξιολόγησης, ανεξάρτητα από το εάν η απόφασή του εδράστηκε άμεσα και μόνον στην υπό κρίση αξιολόγηση, την ύπαρξη της οποίας μάλιστα θα μπορούσε κάλλιστα να αγνοεί. Άλλως, συναλλασσόμενος σε επενδυτικό περιβάλλον το οποίο έχει επηρεαστεί από τις (ψευδείς) πληροφορίες της αξιολόγησης, ο επενδυτής εξ ορισμού θεωρείται ότι, έστω και εμμέσως, έχει δώσει βάση στις παραστάσεις της αξιολόγησης. Συνεπώς, υποστηρίζεται ότι, οι απαιτητές παραστάσεις του οργανισμού δεν ζημιώνουν τον επενδυτή *εκ των υστέρων*, όταν δηλαδή καταδεικνύεται η παραπληροφόρησή του, αλλά *εκ των προτέρων*, διότι έδωσε πίστη στις τιμές της αγοράς και συμβλήθηκε με αυτές, ακόμα και εάν δεν γνώριζε τη συγκεκριμένη αξιολόγηση.¹⁷¹ Να σημειωθεί, δε, ότι έως και σήμερα παρόμοιο σκεπτικό δεν έχει εντοπιστεί στην ελληνική νομολογία της αδικοπρακτικής ευθύνης, ακόμα και σε περιπτώσεις χειραγώγησης της αγοράς, είναι δε άγνωστο εάν τα ελληνικά δικαστήρια θα επιλέξουν να αποκλίνουν σε τέτοιο βαθμό από την παραδοσιακή θεωρία περί αιτιώδους συνδέσμου.

Καταληκτικά, να σημειωθεί ότι, κρίσιμη για την κατάφαση του αιτιώδους συνδέσμου είναι η *προσφορότητα* της συγκεκριμένης ψευδούς παράστασης να καταπείσει τον ζημιωθέντα επενδυτή στην επιζήμια πράξη (ενδεχομένως και παράλειψη). Προς κατάγνωση αυτής της προσφορότητας, στην αμερικανική νομολογία έχει διαπλαστεί το κριτήριο της «σημαντικότητας» (“materiality”), βάσει του οποίου, το παραλειφθέν ή ανακριβές στοιχείο θα πρέπει να είναι ουσιώδες και ικανό να θεωρηθεί σημαντικό από τον μέσο λογικό επενδυτή, με την έννοια ότι, εάν είχε παραλειφθεί από την αξιολόγηση, θα υπήρχε σοβαρή πιθανότητα να είχε παραλλάξει η επενδυτική απόφαση του φερόμενου ως ζημιωθέντος.¹⁷² Να σημειωθεί ότι, ο εν λόγω κριτικός έλεγχος στον οποίον υποβάλλει η αμερικανική νομολογία τις περιστάσεις που συγκροτούν την πρόσφορη αιτιότητα δεν διαφέρει ουσιωδώς από τον αντίστοιχο της ημεδαπής έννομης τάξης.

B.2.3.5. Ρήτρες αποκλεισμού ή/και περιορισμού της ευθύνης

Περαιτέρω, οι περισσότεροι οργανισμοί αξιολόγησης θέτουν στο τέλος κάθε δημοσιευθείσας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μία δήλωση αποποίησης ευθύνης για τις πληροφορίες που περιέχονται στη γνωμοδότησή τους. Η συνηθέστερη μορφή αυτής είναι η κατωτέρω, η οποία αντλήθηκε από το ακροτελεύτιο τμήμα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που είχε δημοσιευθεί στο διαδικτυακό τόπο

¹⁷¹ Παρόμοιο σκεπτικό εφαρμόζεται στα αμερικανικά δικαστήρια σε περιπτώσεις αποζημιωτικών αγωγών από χρηματιστηριακή απάτη.

¹⁷² Βλ. Ευ. Γ. Πολίτης, ο.π., σ.σ. 18 -20.

της Moody's, σε διάστημα προγενέστερο της έκδοσης του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009:

All information contained herein is obtained by MOODY' S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided "as is" without warranty of any kind and MOODY' S, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall MOODY' S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY' S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY' S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings and financial reporting analysis observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY' S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling [...]"

(υπογράμμωση του γράφοντος)

Η εξέταση της εν λόγω δήλωσης αποποίησης ευθύνης υπό το πρίσμα της αιτιολογικής σκέψης αριθμ. 35 του Προοιμίου του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009¹⁷³ καταδεικνύει ότι η προβολή της πλέον, υπό το πρίσμα του ενωσιακού δικαίου, είναι εν πολλοίς προβληματική. Συγκεκριμένα, βάσει των προβλέψεων του Κανονισμού και, προκειμένου να αποδείξει ο οργανισμός ότι συμμορφώνεται με τη βασική υποχρέωση του αρ. 8 παρ. 2 («Λαμβάνει όλα τα απαραίτητα μέτρα και διαδικασίες ώστε η ποιότητα των πληροφοριών που χρησιμοποιεί για την έκδοση μιας αξιολόγησης ...να είναι επαρκής και οι εν λόγω πληροφορίες να προέρχονται από αξιόπιστες πηγές»), θα πρέπει αρχικά να διασταυρώνει με τη δέουσα επιμέλεια τις πληροφορίες που λαμβάνει από διάφορες πηγές (λ.χ. από ελεγκτικές δημόσιες κοινοποιήσεις της ίδιας της εταιρίας). Ειδικότερα και ως προς τις πληροφορίες που λαμβάνει από την αξιολογούμενη οντότητα, ο οργανισμός απαλλάσσεται από την ευθύνη του μόνον εάν η τελευταία, στη

¹⁷³ Αιτιολογική σκέψη αριθμ. 35: «Προκειμένου να διασφαλίζεται η ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, ο οργανισμός αξιολόγησης... θα πρέπει να λαμβάνει μέτρα ώστε να είναι αξιόπιστες οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί για να καταλήξει σε αξιολόγηση... Για το σκοπό αυτό, ο οργανισμός αξιολόγησης θα πρέπει να προβλέπει, μεταξύ άλλων, τη στήριξη σε δημοσιονομικά δελτία που έχουν ελεγχθεί ανεξάρτητα και δημόσιες κοινοποιήσεις, την επαλήθευση από έγκυρες υπηρεσίες τρίτων, την τυχαία δειγματοληπτική εξέταση των πληροφοριών που λαμβάνει από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ή συμβατικές διατάξεις που καθορίζουν ρητά την ευθύνη της αξιολογούμενης οντότητας ή των σχετιζόμενων με αυτήν τρίτων, εφόσον οι πληροφορίες που παρέχονται με βάση τη σύμβαση είναι γνωστό ότι είναι ουσιαστικά ψευδείς ή παραπλανητικές, ή εάν η αξιολογούμενη οντότητα ή οι σχετιζόμενοι με αυτήν τρίτοι αδυνατούν να επιδείξουν την εύλογη δέουσα επιμέλεια όσον αφορά την ακρίβεια των πληροφοριών, όπως καθορίζεται βάσει των όρων της σύμβασης».

μεταξύ τους συμβατική σχέση, έχει συνομολογήσει την αποκλειστική της ευθύνη για το περιεχόμενο και την ακρίβεια των πληροφοριών που παρέχει.

Επεκτείνοντας την εν λόγω προβληματική στο χώρο του ημεδαπού δικαίου, σύμφωνα με τις προβλέψεις του αρ. 332 Α.Κ., ο οργανισμός θα πρέπει επιπλέον να μη βαρύνεται από δόλο ή βαριά αμέλεια. Και τούτο διότι, βάσει και των διδαγμάτων της ελληνικής νομολογίας, αν ο οργανισμός έχει ή θα έπρεπε να έχει βάσιμες υπόνοιες ότι οι πληροφορίες που του χορηγεί η αξιολογούμενη οντότητα είναι προφανώς εσφαλμένες ή παραπλανητικές, τότε δύσκολα απαλλάσσεται από την ευθύνη του, ακριβώς διότι η παράλειψή του να διασταυρώσει περαιτέρω τις πληροφορίες ενέχει βαριά αμέλεια. Περαιτέρω, αμφισβητείται η ίδια η εγκυρότητα της ρήτρας περί απαλλαγής της ευθύνης κατά το μέτρο που δεν αποτελεί προϊόν ατομικής διαπραγμάτευσης και συμφωνίας με τους χρήστες των αξιολογήσεων. Σύμφωνα με το ελληνικό δίκαιο, η δήλωση βούλησης περί σύναψης σύμβασης μπορεί να είναι σιωπηρή και να συνάγεται από τις περιστάσεις, ωστόσο είναι αμφίβολο εάν, στην περίπτωση αυτή, η απλή ανάγνωση της απαλλακτικής ρήτρας σε ένα διαδικτυακό τόπο ισοδυναμεί με αποδοχή και δη συμβατική αυτής. Βέβαια η περίπτωση είναι διαφορετική για τους χρήστες που καταβάλλουν συνδρομή για να διαβάσουν τις αξιολογήσεις ή εγγράφονται στο διαδικτυακό τόπο του οργανισμού αποδεχόμενοι τους όρους που αυτός θέτει στην ιστοσελίδα του. Επιπλέον είναι ιδιαίτερα προβληματική η επίκληση παρόμοιας ρήτρας στην περίπτωση που αυτή δεν έχει συνομολογηθεί καν συμβατικά, λ.χ. στην αγωγή αποζημίωσης κατά οργανισμού από ζημιωθέντα επενδυτή ο οποίος πληροφορήθηκε την αξιολόγηση από το ραδιόφωνο ή την τηλεόραση. Ως εκ τούτου και δεδομένων των δυσχερειών διατύπωσης ενός ευρύτερου κανόνα, η εγκυρότητα και η βαρύτητα εκάστης ρήτρας μέλλει να διαπιστωθεί *ad hoc*.

Τέλος, καθώς επίκεντρο της παρούσας μελέτης αποτελεί η σύγκρουση συμφερόντων στη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης, θα πρέπει να εξεταστεί η ευθύνη του ιδίου του εκδότη των αξιολογούμενων τίτλων ή της αξιολογούμενης οντότητας για ελαττωματικές (ευνοϊκές) αξιολογήσεις που καταρτίστηκαν εν γνώσει του ή, σε κάθε περίπτωση, με την ανοχή του. Στο σημείο αυτό πρέπει να γίνει διάκριση σε δύο περιπτώσεις, αναφορικά με την πηγή προέλευσης των πληροφοριών που χρησιμοποίησε ο οργανισμός και αποδείχθηκαν εσφαλμένες ή και πλανερές. Και τούτο διότι, η ευθύνη του αξιολογούμενου εκτείνεται σε κάθε πταίσμα ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα των στοιχείων, πληροφοριών και εγγράφων που ο ίδιος παρέχει στον οργανισμό, ιδίως στην περίπτωση των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων

όπου, όπως εκτέθηκε, οι δημοσιοποιημένες πληροφορίες είναι ελάχιστες. Όμως, στην περίπτωση των πληροφοριών που ο ίδιος ο οργανισμός συλλέγει και διασταυρώνει, ως έχει υποχρέωση να πράξει, από διάφορες πηγές, λ.χ. τις έγκυρες υπηρεσίες τρίτων, η ευθύνη του αξιολογούμενου θα πρέπει να εξεταστεί υπό το πρίσμα της συναυτουργικής ή και συμμετοχικής δράσης των αρ. 45 – 49 Π.Κ., ιδίως στην περίπτωση που ο εκδότης ή η οντότητα δημιουργούν στον οργανισμό την απόφαση να προβεί σε διάδοση παραπλανητικών πληροφοριών ή με πρόθεση παράσχουν οποιαδήποτε συνδρομή στον οργανισμό κατά την κατάρτιση των αναληθών αξιολογήσεων. Η περίπτωση αυτή βάσιμα μπορεί να υποτεθεί ότι ισχύει για τα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα όπου ο εκδότης, όπως προαναφέρθηκε, επεξεργάζεται μαζί με τον οργανισμό πρόσθετα μέτρα ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας των «πακέτων» τίτλων (“tranches”), ώστε τα τελευταία να επιτύχουν τη μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση (“triple A rating”).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V: ΠΡΟΣ ΜΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗ ΕΝΩΣΙΑΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΣΤΙΚΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

A. Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΕΝΩΣΙΑΚΗΣ ΡΥΘΜΙΣΗΣ

Από την επισκόπηση του ελληνικού πλαισίου αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης προκύπτει ότι, εξαιτίας ακριβώς του εν στενή εννοία δικαιοπρακτικού της χαρακτήρα, η τελική κατάγνωση υποχρέωσης προς αποζημίωση υποβάλλεται σε αυστηρές προϋποθέσεις, όπως η θεμελίωση παρανομίας και αιτιώδους συνδέσμου. Σαφώς άλλα δίκαια κρατών μελών προβλέπουν διαφορετικές υποχρεώσεις – ή και διαφορετικές νομικές βάσεις νομικής θεμελίωσης παρόμοιας ευθύνης – και, στο μέτρο αυτό, με ασφάλεια μπορεί να υποτεθεί ότι σε ό, τι αφορά τη δημοσίευση ανακριβών, ψευδών και παραπλανητικών αξιολογήσεων, η αυστηρότητα της αντιμετώπισης δύναται να ποικίλλει ανά δικαιοδοσία. Όμως, η μεγάλη ή μικρή πιθανότητα επιβολής ευθύνης έναντι των χρηστών για τις ανακρίβειες των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων δεν δύναται να υποτιμηθεί, ούτε από τους οργανισμούς, ούτε από τους εκδότες των αξιολογούμενων τίτλων ή τις αξιολογούμενες οντότητες κατά την επιλογή του forum που θα διέπει τις λειτουργίες τους. Ωστόσο, όπως προεκτέθηκε, η τακτική καλούμενη ως “forum shopping” δεν εξυπηρετεί το στόχο δημιουργίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς και, τελικά, αναιρεί τη σημασία όλου του συστήματος εγγραφής και απονομής στους οργανισμούς ενιαίου ευρωπαϊκού διαβατηρίου.

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης δυνάμει του Κανονισμού (ΕΕ) 513/2011 εμπλουτίστηκε με σημαντικές εποπτικές και κατασταλτικές εξουσίες εκ μέρους της αρμόδιας αρχής για θέματα εποπτείας, ήτοι της ESMA, ωστόσο η απουσία συγκεκριμένων νομικών βάσεων προς το σκοπό της προστασίας της – δικαιολογημένης – εμπιστοσύνης τρίτων στην ακρίβεια και την πληρότητα των αξιολογήσεων καθιστά το σύστημα ημιτελές. Για το λόγο αυτό, η αστική ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης θα πρέπει να ρυθμιστεί σε ενιαία βάση. Να σημειωθεί ότι, η επιλογή του κοινοτικού νομοθέτη στην αιτιολογική σκέψη υπ' αριθμ. 69 του Προοιμίου του Κανονισμού (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 να παραπέμψει στις εθνικές διατάξεις για την αστική ευθύνη αποτελεί επιλογή μάλλον ρεαλιστική, αφού η εισαγωγή απολύτως ενιαίας ευρωπαϊκής ρύθμισης θα προϋπέθετε την ενοποίηση των γενικών αρχών αστικού δικαίου κράτους μέλους, η οποία προς το παρόν φαντάζει ανέφικτη.

B. ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΒΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΘΙΕΡΩΣΗ ΠΡΩΤΟΓΕΝΟΥΣ EX LEGE ΕΥΘΥΝΗΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Περιθώρια περαιτέρω ενοποίησης των εθνικών δικαίων στο ζήτημα της ευθύνης των αξιολογήσεων υπάρχουν και πρέπει να εξαντληθούν. Η χάραξη γενικών αρχών της επιβαλλόμενης ευθύνης θα αποτελούσε μία μέση οδό, η οποία, ενώ θα εξασφάλιζε σχετική ομοιομορφία των εθνικών δικαίων, δεν θα έθιγε βασικές και θεμελιώδεις δικαιοπολιτικές τους επιλογές. Για παράδειγμα, θα μπορούσε να επιχειρηθεί μια ενδεικτική καταγραφή των λόγων που καθιστούν την αξιολόγηση ελαττωματική, στα πρότυπα ίσως των πρακτικών που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς στο αρ. 1 παρ. 2 της Οδηγίας (ΕΚ) 2003/6 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.¹⁷⁴ Ακολούθως, θα μπορούσαν να καταγραφούν εκείνες οι ουσιαστικές διατάξεις του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, όπως τροποποιήθηκε και ισχύει, οι οποίες δεν έχουν θεσπιστεί μόνον προς χάριν του γενικού συμφέροντος και της εύρυθμης λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, αλλά αναπτύσσουν προστατευτικό περιεχόμενο και για τρίτα πρόσωπα – δυνητικούς ζημιωθέντες από ελαττωματικές αξιολογήσεις. Τέλος, μια στοιχειώδης κατανομή του βάρους απόδειξης προς το σκοπό διευκόλυνσης των εν λόγω τρίτων προσώπων θα ανταποκρινόταν στους θεμελιώδεις στόχους του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου, ιδιαίτερα αν συνοδευόταν με ενδεικτική

¹⁷⁴ Βλ. την ενοποιημένη έκδοση της Οδηγίας (ΕΚ) 2003/6, όπως τροποποιήθηκε από την Οδηγία (ΕΚ) 2008/26 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11ης Μαρτίου 2008 και την Οδηγία (ΕΕ) 2010/78 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010, διαθέσιμη στο διαδικτυακό τόπο <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2003L0006:20110104:EL:PDF>.

αναφορά των περιπτώσεων στις οποίες δεν μπορεί να γεννηθεί ευθύνη του οργανισμού αξιολόγησης. Στις περιπτώσεις αυτές ενδεχομένως θα μπορούσε να ενταχθεί και η περίπτωση έγερσης αξιώσεων από ειδικούς επενδυτές, στο πρόσωπο των οποίων τεκμαίρεται ότι συντρέχει αυξημένη γνώση και πείρα.¹⁷⁵ Τέλος, μια ομοιόμορφη ρύθμιση του χρόνου παραγραφής των σχετικών αξιώσεων δε θα χρειαζόταν να υπερβεί αξεπέραστα εμπόδια των εθνικών νομοθεσιών.

Σε κάθε περίπτωση, στο κείμενο του Κανονισμού (ΕΕ) 513/2011 δύνανται να ανιχνευθούν τα πρώτα ψήγματα προς την κατεύθυνση καθιέρωσης ενός ολοκληρωμένου ενωσιακού συστήματος αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης. Σημαντική από δικαιοπολιτική άποψη είναι η *τυποποίηση*, στο Παράρτημα ΙΙΙ του Κανονισμού, των παραβατικών συμπεριφορών των οργανισμών αξιολόγησης εξ επόψεως (δημοσίου) ενωσιακού δικαίου, δηλαδή εκείνων των παραβάσεων που ενεργοποιούν την εποπτική και κυρωτική αρμοδιότητα της ESMA. Ούτω, εύλογα δύνανται να υποστηριχθεί ότι, το επόμενο βήμα, ήτοι η τυποποίηση των παραβατικών συμπεριφορών των οργανισμών εξ επόψεως αστικού πλέον δικαίου, μπορεί να έχει ως βάση την ανωτέρω καταγραφή του Παραρτήματος ΙΙΙ, υπό την προϋπόθεση ότι διαχωρίζονται εκείνες οι συγκεκριμένες παραβατικές συμπεριφορές οι οποίες είναι πρόσφορες να προσβάλλουν προστατευόμενα δικαιώματα τρίτων · η δε απarıθμηση μπορεί να είναι και ενδεικτική εφόσον έχει με σαφήνεια καθοριστεί η έννοια της «ελαττωματικής» αξιολόγησης.¹⁷⁶

Τέλος, σημαντική είναι και η συμβολή του νέου Κανονισμού στον καθορισμό του βαθμού υπαιτιότητας που απαιτείται για την κατάφαση της διάπραξης (διοικητικής) παράβασης εκ μέρους των οργανισμών αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, στο άρθρο 36 α παρ. 1, ο Κανονισμός, ακολουθώντας την αρχή της υπαιτιότητας, εξαρτά την επιβολή προστίμου από την εκ προθέσεως ή εξ αμελείας παράβαση των διατάξεών του, ως δε «*εκ προθέσεως παράβαση*» θεωρείται ότι συντρέχει όταν διαπιστωθούν «*αντικειμενικοί παράγοντες που αποδεικνύουν ότι ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή η ανώτερη διοίκησή του ενήργησαν εσκεμμένως προς διάπραξη της παράβασης*»

¹⁷⁵ Στα πρότυπα λ.χ. της κατηγοριοποίησης πελάτη ως «επαγγελματία» βάσει του Παραρτήματος ΙΙ της Οδηγίας (ΕΚ) 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων» (“MiFID”).

¹⁷⁶ Βλ. το παράδειγμα της Οδηγίας (ΕΚ) 2003/6, ο.π., υποσημ. 180.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ο προβληματισμός της παρούσας μελέτης περί εισαγωγής συστήματος αστικής ευθύνης των οργανισμών δεν έχει ως σκοπό, ούτε αναγνωρίζει ως αποτέλεσμα, τη μετατόπιση τυχόν εσφαλμένων επενδυτικών επιλογών τρίτων στον οργανισμό αξιολόγησης που εξέδωσε την εσφαλμένη διαβάθμιση. Αντίθετα, η αναγνώριση της, υπό προϋποθέσεις, προστατευόμενης εμπιστοσύνης των τρίτων δεν ενεργεί μόνον *κατασταλτικά*, ως τρόπος αποκατάστασης της ζημίας που οι τρίτοι αυτοί υπέστησαν, αλλά, πολύ περισσότερο *προληπτικά*, ασκώντας θεσμική πίεση στους οργανισμούς να διαρθρώνουν κατά τέτοιον τρόπο τις λειτουργίες τους, ώστε η εσωτερική σχέση που τους συνδέει με τους εκδότες των αξιολογούμενων τίτλων ή τις αξιολογούμενες οντότητες να μην επηρεάζει τις, από τη φύση των δραστηριοτήτων τους και της θέσης τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αντικειμενικά επιβαλλόμενες υποχρεώσεις επιμελείας, προνοίας και προστασίας των τρίτων. Αυτή η διάσταση της αστικής ευθύνης εξηγεί το λόγο της οξύτατης αντίδρασης των οργανισμών αξιολόγησης στο αυστηρό σύστημα αστικής ευθύνης που καθιερώνει το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο των Η.Π.Α. (“Dodd –Frank Act”).¹⁷⁷ Αναπόδραστα, κατά τη χάραξη του νέου συστήματος πρέπει να ληφθεί υπόψη ο σημαίνων ρόλος που διαδραματίζουν οι οργανισμοί αξιολόγησης στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές,¹⁷⁸ καθώς και το γεγονός ότι η υπερφόρτωση των οργανισμών με ευθύνη δεν αποκλείεται να λειτουργήσει τελικά σε βάρος των χρηστών των αξιολογήσεων, με τη μορφή μετακύλισης σε αυτούς του αυξημένου κόστους ανάληψης επενδυτικής δραστηριότητας. Ωστόσο, στον αντίποδα αυτών των διαπιστώσεων, δε θα πρέπει να υποτιμηθεί ο συστημικός αντίκτυπος που δύναται να προκαλέσει μία ελαττωματική, παραπλανητική ή ακόμα και κακόβουλη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, όπως καταδείχθηκε στις πρόσφατες δυσμενείς αξιολογήσεις δημοσίου χρέους και δη της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας. Ως εκ τούτου, η επιλογή του μέτρου της επιβαλλόμενης ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης έναντι τρίτων συνιστά, κατά την παρούσα χρονική στιγμή, την πρόκληση που καλείται να αντιμετωπίσει ο ενωσιακός νομοθέτης.

(Λήξη Τεκμηρίωσης: 25.09.2011)

¹⁷⁷ Financial Times, *Raters go on strike*, 23.07.2010, για τα αίτια της άρνησης των οργανισμών να καταρτίσουν διαβαθμίσεις για διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα.

¹⁷⁸ Βλ. The Economist, *Substandard & Poor*, August 13th – 19th 2011, “...if the likes of S&P did not exist, the market would invent them”.

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ

Κατόπιν της λήξης τεκμηρίωσης της παρούσας διπλωματικής εργασίας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με την από 15.11.2011 Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όπως αυτή συμπληρώνεται με την από 15.11.2011 Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου¹⁷⁹ εγκαινίασε νέα ρυθμιστική παρέμβαση στο χώρο των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προς το σκοπό αντιμετώπισης των αδυναμιών του υπάρχοντος πλαισίου που έφερε στο φως η κρίση της Ευρωζώνης. Όπως αναφέρεται σε δημόσια έγγραφα της ίδιας της Επιτροπής,¹⁸⁰ η προτεινόμενη μεταρρύθμιση αποσκοπεί σε τέσσερις στόχους: α) στην απεξάρτηση των πιστωτικών ιδρυμάτων από τις εξωτερικές αξιολογήσεις, β) στη διαφάνεια και στην ενίσχυση των αξιολογήσεων του δημοσίου χρέους, γ) στην αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων μέσω της εισαγωγής αφενός μηχανισμών εναλλαγής και διαφοροποίησης των, συνεργαζόμενων με έναν εκδότη, οργανισμών αξιολόγησης και, περαιτέρω, λοιπών μέτρων διασφαλιστικών της ανεξαρτησίας των οργανισμών από τις αξιολογούμενες οντότητες και δ) στην ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης.

Ειδικότερα, οι προτεινόμενες τροποποιήσεις, εκ μέρους της Επιτροπής, του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου αναφορικά με την πρόληψη και τη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» έχουν στα κυριότερα σημεία τους ως εξής:

(i) Ανεξαρτησία των οργανισμών αξιολόγησης από τις αξιολογούμενες οντότητες:

- Υποχρέωση εναλλαγής των επ' αμοιβή συνεργαζόμενων με τους εκδότες οργανισμών αξιολόγησης κατόπιν της παρέλευσης **τριετίας** ή, σε κάθε περίπτωση, **εξαετίας** (rotation rules). Οι κανόνες εναλλαγής δεν εφαρμόζονται σε αξιολογήσεις δημοσίου χρέους και μη ζητηθείσες αξιολογήσεις. Περαιτέρω, οι κύριοι αναλυτές ενός

¹⁷⁹ European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, Brussels, 15.11.2011 COM (2011) 747 final και European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings of collective investment in transferrable securities (UCITS) and Directive 2011/61/eu on Alternative Investment Funds Managers in respect of the excessive reliance on credit ratings, Brussels, 15.11.2011 COM (2011) 746 final.

¹⁸⁰ European Commission's Press Release, *Commission wants better quality credit ratings*, Ref. IP/11/1355/15.11.2011 και European Commission, *Frequently asked questions: legislative proposal on credit rating agencies (CRAs)*, Ref. MEMO/11/788/15/11/2011, αμφότερα διαθέσιμα στο διαδικτυακό τόπο http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

οργανισμού δε θα πρέπει να διεκπεραιώνουν αξιολογήσεις των ιδίων οντοτήτων για διάστημα πέραν της **τετραετίας**.¹⁸¹

- Πολλαπλές ή διασταυρούμενες μετοχικές συμμετοχές σε οργανισμούς αξιολόγησης από το ίδιο πρόσωπο σε ποσοστό άνω του 5% απαγορεύονται, εκτός εάν πρόκειται για ενδοομιλική συμμετοχή.

- Απαγορεύονται αξιολογήσεις οντοτήτων στις οποίες διατηρούν συμμετοχή ή εν γένει οικονομικό συμφέρον μέτοχοι του οργανισμού αξιολόγησης με ποσοστό άνω του 10% του μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου του οργανισμού.

- Οι μέτοχοι με ποσοστό άνω του 5% του μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου του οργανισμού ή, άλλως, που ασκούν ή δύνανται να ασκήσουν *ουσιώδη επιρροή* στις δραστηριότητες του οργανισμού δεν επιτρέπεται να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες σε αξιολογούμενες από τον οργανισμό οντότητες.¹⁸²

(ii) Αξιολογήσεις των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων:

- Η έκδοση και διάθεση στο κοινό των διαρθρωμένων προϊόντων πρέπει να συνοδεύεται από δύο (2) τουλάχιστον αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από δύο διαφορετικούς οργανισμούς αξιολόγησης χωρίς κανενός είδους διασύνδεση μεταξύ των από πλευράς ιδιοκτησίας και διοίκησης.¹⁸³

- Οι εκδότες των διαρθρωμένων μέσων πρέπει να προβαίνουν σε περισσότερες δημόσιες κοινοποιήσεις αναφορικά με την πιστωτική ποιότητα, τη δομή, τις εξασφαλίσεις και τις προσδοκώμενες χρηματορροές από τα εν λόγω προϊόντα, κατά τρόπον ώστε να προωθείται η ανεξάρτηση των επενδυτών από τις εξωτερικές αξιολογήσεις αλλά και να ενισχύεται η έκδοση μη ζητηθεισών αξιολογήσεων – και άρα ο ανταγωνισμός.¹⁸⁴

(iii) Αστική ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης:

Οι ιδιώτες δύνανται να στρέφονται αποζημιωτικά ενώπιον των εθνικών Δικαστηρίων κατά των οργανισμών οι οποίοι, εκ προθέσεως ή από βαριά αμέλεια, παραβιάζουν τις υποχρεώσεις του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου προκαλώντας εντεύθεν ζημία σε εκείνον τον επενδυτή που στηρίχθηκε στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας του εν λόγω οργανισμού, εφόσον βεβαίως η εν λόγω παραβίαση έχει επηρεάσει την ποιότητα και το περιεχόμενο της αξιολόγησης. Αντιστρόφως, οι παραβιάσεις που δεν επηρεάζουν το αποτέλεσμα της αξιολόγησης, όπως αθετήσεις των υποχρεώσεων διαφάνειας, δεν θα πρέπει να ενεργοποιούν αξιώσεις αστικής ευθύνης. Τα ανωτέρω

¹⁸¹ Βλ. και αρ. 6β Πρότασης Κανονισμού της Επιτροπής, ο.π.

¹⁸² Βλ. και αρ. 6 α Πρότασης Κανονισμού της Επιτροπής, ο.π.

¹⁸³ Βλ. και αρ. 8 β Πρότασης Κανονισμού της Επιτροπής, ο.π.

¹⁸⁴ Βλ. και αρ. 8 α Πρότασης Κανονισμού της Επιτροπής, ο.π.

ισχύουν κατ' επέκταση και για τις παραβιάσεις μεμονωμένων υποχρεώσεων εκ μέρους των οργανισμών, χωρίς ωστόσο να παραβλέπουν τα καθήκοντά τους με *σοβαρό τρόπο*.

Περαιτέρω, η Επιτροπή προτείνει μια μερική αντιστροφή του βάρους της απόδειξης όσον αφορά την ύπαρξη παραβίασης και τις επιπτώσεις της παραβίασης στα αποτελέσματα αξιολόγησης, τα οποία κατ' αρχάς τεκμαίρονται σε βάρος του οργανισμού προς όφελος του προσφεύγοντος επενδυτή ο οποίος δεν έχει στενή αντίληψη των εσωτερικών διαδικασιών των οργανισμών. Ωστόσο, το βάρος της απόδειξης όσον αφορά την ύπαρξη ζημίας και την αιτιώδη συνάφεια της παραβίασης με τη ζημία θα πρέπει να το φέρει πλήρως ο επενδυτής, αφού πρόκειται για γεγονότα εντός της δικής του σφαίρας.

Τέλος, οι διοικητικές κυρώσεις και τα πρόστιμα που δύναται να επιβάλλει η ESMA ως εποπτική αρχή δεν τίγονται ούτε παρακωλύονται από τυχόν αστικές διεκδικήσεις ιδιωτών. Το δε εφαρμοστέο δικονομικό και ουσιαστικό δίκαιο στη διάγνωση της αστικής ευθύνης του οργανισμού καθορίζεται από τους σχετικούς κανόνες Ιδιωτικού Διεθνούς Δικαίου.¹⁸⁵

¹⁸⁵ Βλ. και αρ. 35 α Πρότασης Κανονισμού και παρ. 24 – 27 Προοιμίου Πρότασης Κανονισμού, ο.π.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Πίνακας των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας των Moody's, Standard & Poor's και Fitch

Moody's		S&P		Fitch		
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime / Άριστο επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας
Aa1		AA+		AA+		High grade / Καλό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-	AA-			
A1		A+	A-1	A+	F1	Upper medium grade / Μέσο επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας
A2	A		A			
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Lower medium grade / Αποδεκτό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας αλλά με σχετικά υψηλό κίνδυνο
Baa1		BBB+	BBB+			
Baa2		BBB	BBB	F3		
Baa3	BBB-	A-3	BBB-			
Ba1	Non prime	BB+	B	BB+	B	Non-investment grade speculative / Αποδεκτό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας αλλά με υψηλό κίνδυνο. απαιτεί ιδιαίτερη παρακολούθηση από το δανειστή
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		
B2		B	B			
B3		B-	B-			
Baa1		CCC+	C		C	Substantial risks / Οριακά αποδεκτό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας
Baa2	CCC	CCC		Extremely speculative / Μη αποδεκτό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας		
Baa3	CCC-					
Ba1	C			In default with little prospect for recovery / Η πλήρης εξοφληση του χρέους θεωρείται σχεδόν απίθανη		
C			DDD			
D		D	/	/	In default / Πτώχευση ή χρεοκοπία	
/			/	/		

* Να σημειωθεί ότι, στη διεθνή πρακτική, για τους αξιολογούμενους τίτλους με βαθμολόγηση κάτω της κλίμακας BBB – έχει καθιερωθεί η ορολογία “speculative bond” ή “junk bond”.

Πηγές: www.moodys.com, www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com, www.bloomberg.com

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

Πίνακας Συγκριτικής Υποβάθμισης Τίτλων ανά Βαθμίδα Αξιολόγησης (Παρουσίαση Fallen Angels)

Μέρος Α: Fallen Angels ανά Βαθμολόγηση

Μέρος Β: Fallen Angels ανά Έκδοση

Αρχική Βαθμολόγηση	Αριθμός	Ποσοστό	Έτος έκδοσης	Αριθμός	Ποσοστό
AAA	3.707	19%	1983-1996	171	1%
Aa1	992	5%	1997	58	0%
Aa2	1.809	9%	1998	113	1%
Aa3	1.221	6%	1999	153	1%
A1	1.058	5%	2000	140	1%
A2	2.036	10%	2001	170	1%
A3	1.421	7%	2002	318	2%
Baa1	1.403	7%	2003	304	2%
Baa2	2.421	12%	2004	405	2%
Baa3	1.735	9%	2005	842	4%
Ba1	805	4%	2006	3.127	16%
Ba2	738	4%	2007	5.404	28%
Ba3	75	0%	2008	8.216	42%

Πηγή: Benmelech, Efraim, and Jenifer Dlugosz, *The Credit Rating Crisis*, NBER Working Paper, 2009, διαθέσιμος στο διαδικτυακό τόπο www.nber.org/papers/w15045.pdf.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

Κατάλογος εγγεγραμμένων και πιστοποιημένων οργανισμών αξιολόγησης στην

Ε.Ε.

Επωνυμία Οργανισμού	Διεύθυνση	Αρμόδια αρχή του κράτους μέλους καταγωγής	Ημερομηνία απόφασης από την αρμόδια αρχή
Euler Hermes Rating GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	16.11.2010
Japan Credit Rating Agency Ltd.	Japan	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	6.1.2011
Feri EuroRating Services AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	14.4.2011
Bulgarian Credit Rating Agency AD	Bulgaria	Financial Supervision Commission (FSC)	6.4.2011
Creditreform Rating AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	18.05.2011
RSR Rating GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	24.05.2011
ICAP Group SA	Greece	Hellenic Capital Market Commission (HCMC)	7.7.2011
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	28.07.2011
ASSEKURATA Assekuranz Rating – Agentur GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	16.08.2011
Companhia Portuguesa de Rating S.A. (CRP)	Portugal	Comissao do Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM)	26.08.2011

Πηγή: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7692>.

ΠΗΓΕΣ

(Λήξη Τεκμηρίωσης: 25.09.2011)

A. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΗΓΕΣ (ΚΕΙΜΕΝΑ ΗΠΙΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ)

International Organisation of Securities Commissions (Technical Committee), *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, Σεπτέμβριος 2003.

International Organisation of Securities Commissions (Technical Committee), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, Δεκέμβριος 2004 με αναθεώρηση Φεβρουαρίου 2008.

International Organisation of Securities Commissions (Technical Committee), *Consultation Report: The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, Μάρτιος 2008.

Basel Committee on Banking Supervision, *Credit Ratings and Complimentary Sources of Credit Quality Information*, Αύγουστος 2000.

B. ΕΝΩΣΙΑΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

I. ΠΑΡΑΓΩΓΟ ΔΙΚΑΙΟ

Κανονισμός (ΕΕ) αριθμ. 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11ης Μαΐου 2011 «για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», ΕΕ αριθμ. L 145/30 της 31.05.2011.

Κανονισμός (ΕΕ) αριθμ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 «σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/ΕΚ», ΕΕ αριθμ. L 331/84 της 15.12.2010.

Κανονισμός (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Σεπτεμβρίου 2009 «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», ΕΕ αριθμ. L 302/1 της 17.11.2009.

Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2006/48 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14^{ης} Ιουνίου 2006 «σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων», ΕΕ αριθμ. L 177/1 της 30.6.2006.

Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2006/49 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14^{ης} Ιουνίου 2006 «για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων», ΕΕ αριθμ. L 177/201 της 30.6.2006.

Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των Οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου», ΕΕ αριθμ. L 145/1 της 30.04.2004.

Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2003/6 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)», ΕΕ αριθμ. L 96/16 της 12.04.2003.

Οδηγία (ΕΚ) αριθμ. 2003/125 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 «για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων», ΕΕ αριθμ. L 339/73 της 24.12.2003.

II. ΠΡΟΠΑΡΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΩΝ, ΑΡΧΩΝ ΚΑΙ ΦΟΡΕΩΝ (ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ, ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ, ΓΝΩΜΟΛΟΓΗΣΕΙΣ, ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΔΙΑΒΟΥΛΕΥΣΕΙΣ, ΔΕΛΤΙΑ ΤΥΠΟΥ ΚΛΠ)

European Commission, Recommendation 2005/162/ EC of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, ΕΕ L 52/51, 25.02.2005.

European Commission, Communication from the Commission on Credit Rating Agencies, ΕΕ C 59/2 της 11.03.2006.

European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, Brussels, 12.11.2008, COM(2008) 704 final.

European Commission, Communication for the Spring European Council: Driving European Recovery, Brussels 4.03.2009, COM (2009) 114 final.

European Commission, Communication on European Financial Supervision, Brussels 27.05.2009, COM(2009) 252 final.

European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies, Brussels, 2.06.2010, COM (2010) 289 final.

European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies, 5.11.2010.

The High – Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, *Report*, Brussels, 25 February 2009.

ECOFIN Council, *Press Release (2822nd Council Meeting)*, Ref: 13571/07 (Presse 217), Luxemburg 9.10.2007.

European Central Bank, *Opinion of 19th November 2010 on the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, EE C 337/1 της 14.12.2010.

Committee of European Securities Regulators, *CESR's Consultation Paper on Potential Regulatory Approaches for Credit Rating Agencies*, 30.11.2004, Ref.: CESR/04-638.

Committee of European Securities Regulators, *Technical Advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, 30.05.2005, Ref: CESR/05-139b.

Committee of European Securities Regulators, *CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance*, 2.07.2008, Ref.: CESR/08-277.

E.U. Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs (Rapporteur G. Katiforis), *Report on the Role and Methods of Credit Rating Agencies*, 10.02.2004, Ref: A5-0040/2004.

E.U. Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs (Rapporteur W. Klinz), *Report on Credit Rating Agencies: Future Perspectives*, 23.03.2011, Ref. A7-0081/2011.

European Economic and Social Committee (Rapporteur Mr. Cedrone), *Opinion on the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*, 8.12.2010, Ref.: CESE 1615/2010 - ECO/280.

Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, Η 7.04.2010 Απάντηση του κ. Barnier εκ μέρους της Επιτροπής στη με αριθμ. Ε – 1188/2010 κοινοβουλευτική ερώτηση, EE C 138 E της 7.05.2011.

Γ. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

1. ΝΟΜΟΙ – ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΑ ΔΙΑΤΑΓΜΑΤΑ

Νόμος αριθμ. 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών», Φ.Ε.Κ. Α' 37/30.03.1963.

Νόμος αριθμ. 3156/2003 «Ομολογιακά δάνεια, Τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις», ΦΕΚ Α΄ 157/25.6.2003.

Νόμος αριθμ. 3340/2005 «Προστασία Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες», ΦΕΚ Α΄ 112/10.05.2005.

Νόμος αριθμ. 3601/2007 «Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις», Φ.Ε.Κ. Α΄ 178/1.08.2007.

Νόμος αριθμ. 3606/2007 «Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις», Φ.Ε.Κ. Α΄ 195/17.8.2007.

Νόμος αριθμ. 3867/2010 «Εποπτεία Ιδιωτικής Ασφάλισης, Σύσταση Εγγυητικού Κεφαλαίου ιδιωτικής ασφάλισης ζωής, οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και άλλες διατάξεις», Φ.Ε.Κ. Α΄ 128/3.08.2010.

Νομοθετικό Διάταγμα αριθμ. 53/1974 «Περί κυρώσεως της εν Ρώμη την 4ην Νοεμβρίου 1950 υπογραφείσης συμβάσεως "δια την προάσπισιν των δικαιωμάτων του ανθρώπου και των θεμελιωδών ελευθεριών", ως και του προσθέτου εις αυτήν πρωτοκόλλου των Παρισίων της 20ης Μαρτίου 1952», Φ.Ε.Κ. Α΄ 256/20.09.1974.

II. ΠΡΟΕΔΡΙΚΑ ΔΙΑΤΑΓΜΑΤΑ

Π.Δ. αριθμ. 350 της 14.6/4.7.85 «Καθορισμός των προϋποθέσεων εισαγωγής κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ως και των υποχρεώσεων των εκδοτών κινητών αξιών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο αυτό», Φ.Ε.Κ. Α΄ 126/1985.

Π.Δ. αριθμ. 226/21992 «Περί συστάσεως, οργανώσεως και λειτουργίας του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών, καθώς και περί των όρων εγγραφής σε Ειδικό Μητρώο και ασκήσεως του επαγγέλματος του Ορκωτού Ελεγκτή», Φ.Ε.Κ. Α΄ 120/1992.

III. ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αριθμ. 4/347/12.07.2005 «Υποχρεώσεις των προσώπων που εκπονούν ή διαδίδουν αναλύσεις», Φ.Ε.Κ. Β΄ 983/13.07.2005.

Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αριθμ. 3/459/27.12.2007 «Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση», Φ.Ε.Κ. Β΄ 2463/31.12.2007.

Π.Δ./Τ.Ε. αριθμ. 2588/2007 «Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων Έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση», Φ.Ε.Κ. Β' 1758/4.09.2007.

Δ. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

I. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Akerlof, George A., *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970).

Benmelech, Efraim and Dlugosz, Jennifer, *The Credit Rating Crisis*, The National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No 15045/2009.

Economist (The), *Substandard & Poor*, August 13th – 19th 2011.

Financial Times, *Raters go on strike*, edition of 23rd .07.2010.

Financial Times, *Disclosure rule will open window on rating shopping*, edition of 4th.03.2011.

Friedman, Thomas L., *A manifesto for the Fast World*, *New York Times Magazine*, edition of 28th .3. 1999.

Gortsos, Christos, *Control and Responsibility of Rating Agencies in Greece*, *Hellenic Review of International Law*, 2006. 289 επ.

II. ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ

Alpha Bank, *Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων*, *Οικονομικό Δελτίο*, τ. 89, Μάρτιος 2004.

Βενιέρης, Ιάκωβος, *Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής*, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα 2005.

Γεωργιάδης, Απόστολος, *Ευθύνη Τράπεζας έναντι τρίτων κατά την άσκηση της πιστωτικής πολιτικής της – Ανήθικη πρόκληση ζημίας με τη μορφή της παροχής εσφαλμένων πληροφοριών από μια Τράπεζα σε μια άλλη σχετικά με τη φερεγγυότητα κάποιου προσώπου*, ΧρΙΔ 2001.372 επ.

Γεωργιάδης, Απόστολος, *Νέες Μορφές Συμβάσεων της Σύγχρονης Οικονομίας*, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα 2000.

Γεωργιάδης, Απόστολος – Σταθόπουλος, Μιχαήλ, *Αστικός Κώδιξ – Κατ' άρθρον ερμηνεία*, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα 1982.

Γκόρτσος, Χρήστος, *Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosière»*, ΧρηΔικ 1/2009, σελ. 5 επ.

Κοτσίρης, Λάμπρος, Πρόβλημα αστικής ευθύνης Τραπεζών έναντι τρίτων κατά την άσκηση της πιστωτικής λειτουργίας, Αρμενόπουλος 1984.601 επ.

Κουτσοιράδης, Αχιλλέας, Η ροή πληροφοριών στις αστικές έννομες σχέσεις - Το παράδειγμα της ex lege αξίωσης παροχής τους, Εκδόσεις Σάκκουλας, Θεσσαλονίκη 1998.

Παπαδημητρόπουλος, Αντώνιος, Ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια (ΕΠΤ) – Η νεότερη εξέλιξη του θεσμού στη Γερμανία και προοπτικές για το ελληνικό δίκαιο, ΧρΙΔ 2005.305 επ.

Περάκης, Ευ., Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, Τόμος Δέκατος, Ειδικά θέματα, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη 2005.

Περάκης, Ευ., Ο τακτικός έλεγχος της Ανώνυμης Εταιρείας, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη 1984.

Πολίτης, Ευ., Οι προϋποθέσεις της ευθύνης του αναδόχου κατά το αρ. 3 α του ΠΔ 350/1985, ΔΕΕ 197.15 επ.

Ψυχομάνης, Σπύρος, Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων, ΔΕΕ 2004, σελ. 262 επ.

E. ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

I. ΑΛΛΟΔΑΠΗ

European Court of Human Rights (E.C.H.R.), Judgement of 20 November 1989, Markt Intern Verlag GmbH and Klaus Beermann vs. Germany, Series A no 165, par. 26.

Commercial Court of Brussels, Judgement of 15.04.1996, Revue de Droit Commercial Belge, 1997.762.

II. ΗΜΕΔΑΠΗ

ΟΛΑΠ αριθμ. 398/1975, ΝοΒ 1975.1164.

ΟΛΑ.Π. αριθμ. 9/1995, ΕλλΔνη 36.1520.

Α.Π. αριθμ. 641/2011, Α΄ δημοσίευση στη διαδικτυακή βάση ΝΟΜΟΣ.

ΑΠ αριθμ. 1256/2003, δημοσίευση στη διαδικτυακή βάση ΝΟΜΟΣ.

Α.Π. αριθμ. 1198/1995, ΔΕΕ 1995.982 επ.

Α.Π. αριθμ. 23/1994, ΕλλΔνη 36.577.

Α.Π. αριθμ. 925/1991, ΕΕμπΔ 1992.32 επ.

Α.Π. αριθμ. 80/1991, ΕλλΔνη 1992.547.

Α.Π. αριθμ. 692/1990, ΝοΒ 40.67.

Α.Π αριθμ. 1618/1987, ΕλλΔνη 29.1375.

Α.Π. αριθμ. 500/54, ΝοΒ 2.1039.

ΕφΑθ αριθμ. 10745/1991, ΝοΒ 40.290.

ΕφΑθ αριθμ. 9975/1986, ΕλλΔνη 28.299.

ΠολΠρωτΑθ αριθμ. 7368/1996, ΔΕΕ 1997.282 επ.

ΠολΠρωτΠειραιά αριθμ. 1187/1999, ΧρΙΔ 2001.322.

ΣΤ. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

Access to European Union Law, <http://eur-lex.europa.eu>

Bank for International Settlements, www.bis.org

Bank of Greece, www.bankofgreece.gr

Bloomberg, www.bloomberg.com.

Council of the European Union, www.consilium.europa.eu

European Central Bank, www.ecb.int

European Commission, <http://ec.europa.eu>

European Economic and Social Committee, www.eesc.europa.eu

European Parliament, www.europarl.europa.eu

European Securities and Markets Authority (ESMA), www.esma.europa.eu

Financial Times, www.ft.com

Fitch Ratings, www.fitchratings.com

International Organization of Securities Commissions, www.iosco.org

Moody's, www.moodys.com

National Bureau of Economic Research, www.nber.org

Standard & Poor's, www.standardandpoors.com

Βάση Νομικών Πληροφοριών ΝΟΜΟΣ, <http://lawdb.intrasoftnet.com>



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Τηλ. 210 - 92 01 001

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ

21 ΣΕΠ. 2015



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Τηλ. 210 - 92 01 001

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ

24 ΑΠΡ. 2013

10 ΜΑΙ. 2013

20 ΜΑΙ. 2013

- 6 ΜΑΙ. 2015

ΠΑΝΤΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



002000099180