



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
**Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών**
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Ευάγγελος-Ευστάθιος Λερίου
Α.Μ.: 1681

Η αστική ευθύνη των πυλωρών (“gatekeepers”) της κεφαλαιαγοράς έναντι των επενδυτών

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ
ΑΘΗΝΑ, 2021

Ευάγγελος-Ευστάθιος Λερίου

Η αστική ευθύνη των πυλωρών (“gatekeepers”) της κεφαλαιαγοράς έναντι των επενδυτών

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: Καθηγητής Γεώργιος Μιχαλόπουλος	
ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: Καθηγητής Γεώργιος Μιχαλόπουλος Ομότιμος Καθηγητής Νικόλαος Ρόκας Καθηγήτρια Γαρυφαλλιά Αθανασίου	
ΕΠΤΑΜΕΛΗΣ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ	
Καθηγητής Γεώργιος Μιχαλόπουλος	Αναπληρώτρια Καθηγήτρια Αλεξάνδρα Μικρουλέα
Ομότιμος Καθηγητής Νικόλαος Ρόκας	Επίκουρος Καθηγητής Νικόλαος Βερβεσός
Καθηγήτρια Γαρυφαλλιά Αθανασίου	Επίκουρος Καθηγητής Εμμανουήλ Μαστρομανώλης
Καθηγητής Γεώργιος Σωτηρόπουλος	

Copyright © *Ευάγγελος-Ευστάθιος Λερίου*, 2021

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Περιεχόμενα

Ακρωνύμια	11
Εισαγωγή	17
1. Η αγορά	17
2. Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς	18
3. Η ενημέρωση και η αξία της στην κεφαλαιαγορά	20
4. Ο επενδυτής	25
5. Η προστασία του επενδυτή	30
6. Η αυτορρύθμιση της αγοράς και των παραγόντων της και η κρατική ρύθμιση	33
7. Από τα σκάνδαλα των αρχών του 21 ^{ου} αιώνα στην παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 - Η απάντηση του νομοθέτη	36
8. Μεθοδολογία και δομή της μελέτης	44
Κεφάλαιο Α': «Πυλωροί»: Εννοιολογική οριοθέτηση και χαρακτηριστικά	47
1. Η έννοια των πυλωρών	47
2. Διάκριση μεταξύ «gatekeepers» και «whistleblowers»	55
3. Η επαγγελματική ιδιότητα των πυλωρών	61
4. Η συμμετοχική χρηματοδότηση	64
5. Το θεωρητικό υπόβαθρο της θεωρίας των πυλωρών	67
6. Η θεωρία των πυλωρών και η θεωρία της αντιπροσώπευσης	76
7. Η σχέση των πυλωρών με την εταιρία	78
8. Η ένταξη των πυλωρών στο περιβάλλον της εταιρίας	82
9. Η αμοιβή των «gatekeepers»	86
10. Η αντικειμενικότητα	92
11. Η θεωρία των «gatekeepers» είναι κατάλληλη εντός της ΕΕ;	101
Κεφάλαιο Β': Συγκριτική επισκόπηση των νομικών βάσεων της αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών	103
1. Απόπειρες συμβατικής θεμελίωσης της ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών	103
1.1. Τριγωνική σχέση και σύμβαση	103
1.2. Σύμβαση υπέρ τρίτου	107

2. Αναζήτηση νομικής θεμελίωσης στο ενδιάμεσο πεδίο μεταξύ συμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης.....	111
2.1 Σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια και ευθύνη από την παροχή πληροφόρησης	111
2.1.1 Σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια	111
2.1.2 Ευθύνη από παροχή πληροφόρησης	116
2.2 Ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις	117
3. Αδικοπρακτική ευθύνη	121
3.1 Δίκαιο Η.Π.Α.	121
3.1.1. Η ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο	122
3.1.2 Το άρθρο 12 της Securities Act του 1933	123
3.1.3 Η ευθύνη του ελέγχοντος προσώπου	126
3.1.4 Το άρθρο 10(b) της Securities Exchange Act του 1934 και ο εφαρμοστικός κανόνας Rule 10b-5.....	127
3.1.5 Οι νομολογιακά διαπλασμένοι κανόνες του δικαίου των αδικοπραξιών.....	130
3.2 Το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	131
3.2.1 Ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο	131
3.2.2 Η ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έναντι των επενδυτών.....	134
3.3 Το δίκαιο της Αυστραλίας	137
3.4 Το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου	140
3.4.1 Η ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο	140
3.4.2. Η νομολογία των δικαστηρίων του Ηνωμένου Βασιλείου	142
3.5 Το ελληνικό δίκαιο	144
3.5.1 Η ευθύνη των ελεγκτών	145
3.5.1.1 Η εφαρμογή των γενικών διατάξεων του Αστικού Κώδικα περί αδικοπραξιών.....	145
3.5.1.2 Οι ειδικές διατάξεις	148
3.5.1.2.1 Ο ν. 3693/2008 και ο ν. 4449/2017.....	148
3.5.1.2.2 Σκέψεις επί του άρθρου 37 του ν. 4449/2017	151
3.5.2 Γενικές διατάξεις αδικοπρακτικής ευθύνης – Ευθύνη παρέχοντος υπηρεσίες κατά τον ν. 2251/1994.....	153

3.5.2.1 Γενικές διατάξεις αδικοπρακτικής ευθύνης.....	153
3.5.2.2 Άρθρο 8 του ν. 2251/1994.....	156
Κεφάλαιο Γ΄ : Το περιεχόμενο της επιδεικτέας συμπεριφοράς των πυλωρών	161
1. Το πρόβλημα της αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας	161
1.1 Από νομική άποψη.....	161
1.2 Από οικονομική άποψη.....	164
1.3 Η αντιμετώπιση του ζητήματος από τις έννομες τάξεις	166
2. Η τηρητέα συμπεριφορά.....	169
3. Το στοιχείο της υπαιτιότητας	181
4. Το περιεχόμενο της δήλωσης των «gatekeepers»	188
5. Οι τρόποι αντίδρασης των πυλωρών	193
5.1 Η άρνηση συνεργασίας	193
5.2 Υποχρέωση αναφοράς;	195
Κεφάλαιο Δ΄ : Ουσιαστικά και δικονομικά ζητήματα της αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών.....	205
1. Στοιχεία αγωγής.....	205
2. Το βάρος απόδειξης.....	207
3. Αιτιώδης σύνδεσμος.....	208
3.1 Η αιτιότητα συναλλαγής.....	209
3.1.1 Γενικά.....	209
3.1.2 Τεκμήριο πλασματικής αγοράς	214
3.1.3 Αιτιότητα συναλλαγής και αλγόριθμοι	222
3.2 Η πληρωτική αιτιότητα – Η ζημία	223
4. Ο υπολογισμός της ζημίας.....	232
5. Περιορισμός της ευθύνης του πυλωρού	238
6. Η προστασία του δικαιώματος της έκφρασης	240
6.1 Ενώπιον των δικαστηρίων των Η.Π.Α.....	241
6.2 Ενώπιον των ελληνικών δικαστηρίων	243
6.3 Ενώπιον του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου Ανθρώπινων Δικαιωμάτων	245

7. Απαλλακτικές ρήτρες	246
8. Ένσταση συντρέχοντος πταίσματος	248
9. Παραγραφή	251
10. Ιδιωτικό διεθνές δίκαιο	251
Κεφάλαιο Ε': Αλληλεξάρτηση και αλληλεπίδραση περισσότερων πυλωρών	255
1. Η συνύπαρξη περισσότερων πυλωρών εντός της κεφαλαιαγοράς	255
2. Αναζήτηση του βέλτιστου συστήματος ευθύνης υπό το πρίσμα της συνύπαρξης περισσότερων πυλωρών	256
3. Η έννοια του ελέγχου στο πλαίσιο της λειτουργίας του δικτύου των πυλωρών	260
4. Η αλληλεπίδραση των πυλωρών ως παράμετρος κατά τη διερεύνηση της αστικής ευθύνης τους έναντι του επενδυτή	263
5. Αλληλεξάρτηση και αλληλεπίδραση των πυλωρών	268
6. Η ένταξη του δικτύου των πυλωρών σε ευρύτερο πλαίσιο ελέγχων και συνεργασίας	272
7. Ευθύνη περισσότερων πυλωρών έναντι των επενδυτών	277
8. Διακρίβωση του αιτιώδους συνδέσμου	279
9. Αναγωγή	281
10. Αναλογική ή εις ολόκληρον ευθύνη;	282
11. Προτάσεις για συγκέντρωση του ελέγχου και της ευθύνης	283
Τελικές παρατηρήσεις	286
1. Η θεωρία των πυλωρών γεννά ακόμα μία σχέση αντιπροσώπευσης	286
2. Το κατάλληλο πρότυπο επενδυτή	289
3. Η διαμόρφωση των νομοθετικών επιλογών σχετικά με την αστική ευθύνη των πυλωρών έναντι των επενδυτών	292
4. Οι περιορισμοί της αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας	294
4.1 Νομοθετικοί περιορισμοί	294
4.2 Ο ρόλος της ερμηνείας και της εφαρμογής της νομοθεσίας	297
5. Το νομικό πλαίσιο της αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών στην ελληνική έννομη τάξη	298
6. Θέσπιση νέων δικονομικών διατάξεων κατά το πρότυπο του δικαίου του ελεύθερου ανταγωνισμού	303

7. Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ενώπιον της πρόκλησης των νέων τεχνολογιών	306
Βιβλιογραφία.....	313

Ακρωνύμια

Ελληνικά

ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΠ	Άρειος Πάγος
Αρμ	Αρμενόπουλος
βλ.	βλέπε
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
ΔΕΚ	Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων
ΔικΑΕ	Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας
ΔιΜΕΕ	Δίκαιο Μέσων Ενημέρωσης και Επικοινωνίας
ΔΠΕ	Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου
εδ.	εδάφιο
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΕμΠΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΕΦΕΕ	Επιτροπή Ευρωπαϊκών Φορέων Εποπτείας των Ελεγκτών
Ειρ	Ειρηνοδικείο
ΕλλΔνη	Ελληνική Δικαιοσύνη
Ε.Λ.Τ.Ε.	Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων
επ.	επόμενα
ΕπισκΕΔ	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου
ΕπΟιδ	Επισκόπηση Οικονομικού Δικαίου
ΕρμΑΚ	Ερμηνεία Αστικού Κώδικα
ΕρμΚΠολΔ	Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας
ΕφΑΔΠολΔ	Εφαρμογές Αστικού Δικαίου & Πολιτικής Δικονομίας
Εφ	Εφετείο
ΚΠΔ	Κώδικας Ποινικής Δικονομίας
ΚΠολΔ	Κώδικας Πολιτικής Δικονομίας
λ.χ.	λόγου χάριν
ΜΟΔ	Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης
ΜΠρ	Μονομελές Πρωτοδικείο
ν.	νόμος
ΝοΒ	Νομικό Βήμα
Ολ	Ολομέλεια
ΟΟΣΑ	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ό.π.	όπου παραπάνω
παρ.	παράγραφος
π.δ.	προεδρικό διάταγμα
ΠΚ	Ποινικός Κώδικας
ΠΜΔ	Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
ΠΠρ	Πολυμελές Πρωτοδικείο
πρβλ.	παράβαλε
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας της Κυβέρνησης
ΧρΙΔ	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου

Αλλοδαπά

ABA	American Bar Association
Acad. Emerg. Med.	Academic Emergency Medicine
Acad. Manag. Rev.	Academy of Management Review
Account. Hist.	Accounting History
Account. Rev.	The Accounting Review
AEA	American Economic Association
Ala. L. Rev.	Alabama Law Review
Am. Bus. Law J.	American Business Law Journal
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AmJCompL	American Journal of Comparative Law
Am. Univ. Bus. Law Rev.	American University Business Law Review
Am. U. L. Rev.	American University Law Review
Annu. Rev. Psychol.	Annual Review of Psychology
Annu. Rev. Sociol.	Annual Review of Sociology
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
ASIC	Australian Securities and Investments
Aust N Z J Public Health	Australian and New Zealand Journal of Public Health
B.C. L. Rev.	Boston College Law Review
BGB	Bürgerliche Gesetzbuch
BJM	British Journal of Management
B.J.Pol.S.	British Journal of Political Science
B.U. L. Rev.	Boston University Law Review
BondLR	Bond Law Review
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
Buff. Crim. L. Rev.	Buffalo Criminal Law Review
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cap. Mark. Law J.	Capital Markets Law Journal
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Case W. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
CLJ	Cambridge Law Journal
Columbia J. Eur. Law	The Columbia Journal of European Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Conn. L. Rev.	Connecticut Law Review
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CRA	Credit Rating Agency
Deakin LR	Deakin Law Review
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
DIREITO GV L. Rev.	DIREITO GV Law Review
Duke L.J.	Duke Law Journal
Duq. Bus. L.J.	Duquesne Business Law Journal
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis

EJCL	Electronic Journal of Comparative Law
EJRR	European Journal of Risk Regulation
ELR	Erasmus Law Review
ESMA	European Securities and Markets Authority
EUCPN	European Crime Prevention Network
Expert Syst. Appl.	Expert System with Applications
FCA	Financial Conduct Authority
FCA	Federal Court of Australia
Fla. L. Rev.	Florida Law Review
Fla. St. U. L. Rev.	Florida State University Law Review
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
Geo. J. Legal Ethics	Georgetown Journal of Legal Ethics
Ger. Law J.	German Law Journal
GesKR	Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Hastings Const. L.Q.	Hastings Constitutional Law Quarterly
ICCLJ	International and Comparative Corporate Law Journal
IJDAR	International Journal of Digital Accounting Research
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISACA Journal	International Systems Audit and Control Association Journal
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research
J. Bus.	The Journal of Business
J. Bus. & Tech. L.	Journal of Business & Technology Law
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J. Int. Account. Audit. Tax.	Journal of International Accounting, Auditing and Taxation
JICLT	Journal of International Commercial Law and Technology
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
J. Law Econ. Organ.	The Journal of Law, Economics, & Organization
J. Legal Stud.	Journal of Legal Studies
J. Leukoc. Biol.	Journal of leukocyte biology
J Mol Med	Journal of Molecular Medicine
JOF	Journal of Finance
J. Political Econ.	Journal of Political Economy
Ky. L.J.	Kentucky Law Journal
Law & Contemp. Probs.	Law and Contemporary Problems
Lewis & Clark L. Rev.	Lewis & Clark Law Review
Loy. U. Chi. L.J.	Loyola University Chicago Law Journal
McGill Law J.	McGill Law Journal
Md. L. Rev.	Maryland Law Review
Mich. J. Int'l L.	Michigan Journal of International Law

Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
Mich. St. L. Rev.	Michigan State Law Review
Minn. L. Rev.	Minnesota Law Review
MLR	The Modern Law Review
Mod. Law Rev.	Modern Law Review
M.U.L.R.	Melbourne University Law Review
Nat'l Taiwan U.L.J.	National Taiwan University Law Journal
N.C. J. Int'l L. & Com. Reg.	North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation
N.C.L. Rev.	North Carolina Law Review
N.Y.L. Sch. L. Rev.	New York Law School Law Review
Ohio N.U. L. Rev.	Ohio Northern University Law Review
Ohio St. L.J.	Ohio State Law Journal
Okla. L. Rev.	Oklahoma Law Review
Penn St. Int'l L. Rev.	Penn State International Law Review
Pepp. L. Rev.	Pepperdine Law Review
PSLRA 1995	Private Securities Litigation Reform Act of 1995
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RBFL	Review of Banking and Financial Law
Real Prop. Tr. & Est. L.J.	Real Property, Trust and Estate Law Journal
Rev. Banking & Fin. L.	Review of Banking and Financial Law
Rev. Litig.	Review of Litigation
RHDI	Revue hellénique de droit international
Rutgers L. Rev.	Rutgers Law Review
Rutgers U. L. Rev.	Rutgers University Law Review
San Diego L. Rev.	San Diego Law Review
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SEC	Securities and Exchange Commission
Seton Hall L. Rev.	Seton Hall Law Review
SI	Statutory Instruments
SMU L. Rev.	SMU Law Review
Stan. L. & Pol'y Rev.	Stanford Law & Policy Review
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
St. John's L. Rev.	St. John's Law Review
St. Thomas L. Rev.	St. Thomas Law Review
Suicide Life Threat Behav	Suicide & life-threatening behavior
TBL	The Business Lawyer
Technol. Forecast. Soc. Change	Technological Forecasting and Social Change
Tex. Int'l L.J.	Texas International Law Journal
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law

U. Pa. J. Int'l Econ. L.	University of Pennsylvania Journal of International Economic Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U St Thomas LJ	University of St. Thomas Law Journal
Utah L. Rev.	Utah Law Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
Vt. L. Rev.	Vermont Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
Wash. U. L.Q.	Washington University Law Quarterly
Wayne L. Rev.	Wayne Law Review
Wm. & Mary Bill Rts. J.	William & Mary Bill of Rights Journal
Wm. & Mary J. Women & L.	William and Mary Journal of Women and the Law
Wis. Int'l L.J.	Wisconsin International Law Journal
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
Work Employ. Soc.	Work, Employment and Society
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Yale J. Regul.	Yale Journal on Regulation
Yale L.J.	Yale Law Journal

Εισαγωγή

1. Η αγορά

Κατά την παραδοσιακή έννοιά της ως αγορά ορίζεται ο τόπος συνάντησης και διενέργειας συναλλαγών μεταξύ πωλητών και αγοραστών¹. Ο ορισμός αυτός αναφέρεται στην αρχική μορφή της αγοράς, κατά την οποία το στοιχείο της ταυτόχρονης παρουσίας στον ίδιο τόπο αποτελούσε βασικό χαρακτηριστικό της. Με αυτόν τονίζεται το έτερο γνώρισμα της αγοράς, η σύνδεση και η συνάντηση της προσφοράς με τη ζήτηση αγαθών ή υπηρεσιών για την ικανοποίηση αναγκών που δε δύνανται να εξυπηρετηθούν αποκλειστικώς με τη χειρωνακτική εργασία του ενδιαφερομένου ή με το σύστημα της ανταλλακτικής οικονομίας.

Σταδιακά η αγορά αποσυνδέθηκε από το τοπικό στοιχείο². Η έλλειψη αυτάρκειας σε συγκεκριμένα αγαθά ή υπηρεσίες σε κάθε μία τοπική αγορά, η ανάπτυξη του τομέα των μεταφορών, η επικοινωνία μεταξύ διαφορετικών κοινωνιών και πολιτισμών και η πρόοδος της τεχνολογίας συνετέλεσαν στην απαγκίστρωση της έννοιας από τον τοπικό σύνδεσμο και την αποϋλοποίηση της έννοιάς της³.

Το κύριο χαρακτηριστικό της αγοράς είναι η αλληλεπίδραση μεταξύ προσφοράς και ζήτησης⁴. Ανεξαρτήτως του χαρακτήρα της ως τοπικής, εθνικής ή διεθνούς κυρίαρχη είναι η με οποιονδήποτε τρόπο, άμεσο ή έμμεσο, επαφή των ενδιαφερόμενων προς διενέργεια εμπορικών συναλλαγών μερών. Δίνεται έμφαση σε αυτήν καθεαυτήν τη διαδικασία διαπραγμάτευσης και σύναψης των σχετικών δικαιιοπραξιών.

Το γεγονός ότι το στοιχείο της ταυτόχρονης παρουσίας των συμβαλλομένων στον ίδιο τόπο έχει δευτερεύουσα αξία για τον καθορισμό της έννοιας της αγοράς φαίνεται από την επισκόπηση διάφορων προσεγγίσεων του περιεχομένου της στο πλαίσιο της οικονομικής επιστήμης. Έτσι, έμφαση δίνεται στην επικοινωνία των συμβαλλομένων⁵ και στην ελεύθερη αλληλεπίδρασή τους υπό συνθήκες ισότητας⁶.

Η ανάπτυξη των μεταφορών και των επικοινωνιών κατέστησε δυνατή την ανάπτυξη εμπορίου και τη σύνδεση μεταξύ διαφορετικών τοπικών ή εθνικών αγορών⁷. Οι μεταφορές υπό τη χερσαία, τη θαλάσσια ή την εναέρια μορφή τους συνέβαλαν και συμβάλλουν στην επικοινωνία μεταξύ πωλητών και αγοραστών που βρίσκονται σε διαφορετικές γεωγραφικές τοποθεσίες απέχουσες μεταξύ τους σημαντική απόσταση η οποία χωρίς τον τομέα των μεταφορών σε συνδυασμό με τον αντίστοιχο των επικοινωνιών θα ήταν αποτρεπτικός παράγοντας για την ανάπτυξη συναλλακτικών δεσμών ιδίως τακτικής βάσης.

Η ύπαρξη απόστασης μεταξύ των συμβαλλομένων συνδέεται με τη δραστηριότητα διαμεσολαβητών⁸. Η απόσταση συχνά καθιστά αναγκαία την παρεμβολή τρίτων προσώπων με

¹ Βλ. σε Marshall, Principles of Economics, 8^η έκδοση, Palgrave Mcmillan, 2013, 270-271. Επίσης, Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 34· Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015, 49.

² Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 34-35· Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2007, 9.

³ Βλ. αναλυτικώς Αυγητίδη, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2005, 117-118.

⁴ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 33.

⁵ Marshall, ό.π., 270.

⁶ Έτσι ο Cournot, στη θέση του οποίου αναφέρεται ο Marshall, ό.π., 270.

⁷ Βλ. και Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 34.

⁸ Douglas, Institutions, J. Econ. Perspect. 1991, 99· Βερβεσός, Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, 94· Καραγκουνίδης, ό.π., 11.

μεσολαβητικό χαρακτήρα στην αλυσίδα της προσφοράς και της ζήτησης. Βεβαίως από τη δράση του παράγοντος αυτού ανακύπτουν στην πράξη προβλήματα σχετιζόμενα με την εκπροσώπηση⁹.

Η διαμεσολάβηση δεν είναι αποτέλεσμα μόνο της απόπειρας γεφύρωσης των αποστάσεων, αλλά και της έλλειψης των υλικών μέσων και των απαραίτητων εξειδικευμένων γνώσεων στο πρόσωπο των μετεχόντων στην αγορά¹⁰. Πράγματι, δε διαθέτουν όλοι οι μετέχοντες σ' αυτήν τους απαιτούμενους οικονομικούς πόρους, τα αναγκαία εργαλεία, το αντίστοιχο εργατικό δυναμικό και την κατάλληλη εξειδίκευση για τη διεκπεραίωση με αποτελεσματικό τρόπο των διεξαγόμενων συναλλαγών. Γι' αυτόν τον λόγο οι ενδιαφερόμενοι απευθύνονται στους διαμεσολαβητές για την παροχή των απαραίτητων υπηρεσιών.

Η βιομηχανοποίηση, η τεχνολογική πρόοδος, η ανάπτυξη των επιστημών, η παγκοσμιοποίηση, η μαζικότητα της παραγωγής και η τυποποίηση της τελευταίας είχαν ως συνέπεια την πολυπλοκότητα των αναπτυσσόμενων στην αγορά σχέσεων και δραστηριοτήτων. Η ανάπτυξη δικτύων και στους τρεις τομείς της οικονομικής παραγωγής, η εξειδίκευση των επιστημών και των επαγγελμάτων και η ανακάλυψη συνεχώς νέων συναλλακτικών μορφών είναι επαρκή παραδείγματα επ' αυτού.

2. Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς

Στη θεωρία έχουν προταθεί πολλές κατηγοριοποιήσεις των αγορών¹¹. Στην παρούσα μελέτη ενδιαφέρον έχει η διάκριση των τελευταίων αναλόγως με το αντικείμενο συναλλαγής. Με βάση το κριτήριο αυτό προκύπτει μεταξύ άλλως η κατηγορία της αγοράς κεφαλαίου, γνωστής και ως κεφαλαιαγοράς.

Ως κεφαλαιαγορά νοείται η αγορά της οποίας αντικείμενο συναλλαγής και επομένως προσφοράς και ζήτησης είναι τα κεφάλαια υπό συνθήκες ανταγωνισμού¹². Από τον απλό αυτό ορισμό ήδη προκύπτει ότι η αγορά αυτή σχετίζεται άμεσα με τη χρηματοδότηση των μετεχουσών σ' αυτήν επιχειρήσεων¹³. Οι αναζητούντες χρηματοδότηση συνιστούν το ένα συμβαλλόμενο μέρος. Η δήλωση βουλήσεώς τους συναντάται στην κεφαλαιαγορά με την αντίστοιχη του αντισυμβαλλομένου τους, που είναι ο ενδιαφερόμενος για την επένδυση των κεφαλαίων του.

Η κεφαλαιαγορά πρέπει να διακρίνεται από τη χρηματαγορά. Η τελευταία έχει ως αντικείμενο συναλλαγής το χρήμα¹⁴. Παρότι η λειτουργία αμοτέρων είναι χρηματοδοτική ο χρονικός ορίζοντας της χρηματοδότησης διαφέρει. Έτσι, στη χρηματαγορά αναγνωρίζεται ως βραχυπρόθεσμος, ενώ αντιθέτως στην κεφαλαιαγορά εντοπίζεται ως μακροπρόθεσμος¹⁵.

⁹ Douglas, ό.π., 99-100.

¹⁰ Douglas, ό.π., 99· Αυγητίδης, Η ευθύνη..., ό.π., 95.

¹¹ Αναλόγως με το αντικείμενο, τον τόπο (τοπικές, εθνικές, διεθνείς αγορές) και τη λειτουργία (πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές). Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., σ. 35-36· Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 50.

¹² Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 35. Γίνεται λόγος για επενδυσιακά αξιόγραφα. Βλ. αναλυτικά Βερβεσό, Η Αρχή..., 93-95. Ο Μιχαλόπουλος, Η πληροφόρηση των επενδυτών, εις Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικόλογων, 2002, 251, τονίζει τον δημόσιο χαρακτήρα της χρηματιστηριακής αγοράς.

¹³ Βερβεσός, Η Αρχή..., 95-96.

¹⁴ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 35· Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 93.

¹⁵ Γαλιάτσος, Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής - Λήψη, διαβίβαση και εκτέλεση εντολών, Προσάρτημα επικαιροποιημένη τέταρτης έκδοσης, Ελληνική Ένωση Τραπεζών/Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, 2012, 10.

Το μέγεθος αφενός της προσφοράς αφετέρου της ζήτησης κατέστησε αναγκαία την αναζήτηση της οργάνωσης. Το αυξημένο ενδιαφέρον τόσο από πλευράς επενδυτών όσο και από την πλευρά των χρηματοδοτούμενων, η αναζήτηση ευκαιριών, η ποικιλία των επιλογών, η απόσταση και η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των διενεργούμενων συναλλαγών οδήγησαν στη διαμόρφωση ενός πλαισίου – αρχικώς στενά συνδεδεμένου με συγκεκριμένο τόπο – συστηματοποίησης των σχέσεων μεταξύ προσφοράς και ζήτησης με την πρόβλεψη συγκεκριμένων ταχέων και σαφών διαδικασιών επικοινωνίας, λήψης και διαβίβασης των εκατέρωθεν δηλώσεων βουλήσεως και εκτέλεση των σχετικών εντολών υπό διασφαλιζόμενους όρους και συνθήκες ελευθερίας και διαφάνειας που διασφαλίζονται με συγκεκριμένους αυστηρούς κανόνες. Πρόκειται για την καλούμενη οργανωμένη αγορά¹⁶.

Η αναζήτηση εναλλακτικών μορφών αγορών και η αποσύνδεση των τελευταίων από έναν συγκεκριμένο τόπο οδήγησαν στην αναγνώριση της ανάγκης για περισσότερη ευελιξία των κανόνων οργάνωσης. Έτσι, αναδείχθηκαν οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)¹⁷. Το πρώτο από τα βασικά χαρακτηριστικά που τους διαφοροποιούν από τις ρυθμιζόμενες αγορές είναι ότι διαχειριστής τους μπορεί να είναι όχι μόνο ένας διαχειριστής αγοράς (όπως συμβαίνει στις τελευταίες), αλλά μία εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή ένα πιστωτικό ίδρυμα. Το άλλο είναι η δυνατότητα πρόβλεψης από τον διαχειριστή τους λιγότερο αυστηρών κανόνων που ρυθμίζουν την οργάνωσή τους, την είσοδο και έξοδο απ' αυτές και τη λειτουργία τους.

Αντικείμενο διαπραγμάτευσης των ρυθμιζόμενων αγορών και των πολυμερών μηχανισμών διαπραγμάτευσης αποτελούν τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Ως τέτοια νοούνται τα μέσα που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση μέσω των κεφαλαιαγορών και των χρηματαγορών. Αυτά χωρίζονται σε πρωτογενή και παράγωγα. Πρωτογενή μέσα είναι οι κινητές αξίες, τα μέσα της χρηματαγοράς (έντοκα γραμμάτια, αποδεικτικά κατάθεσης – CDs και εμπορικά γραμμάτια CPs) και τα μερίδια των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες. Παράγωγα¹⁸ είναι τα συμβόλαια που αφορούν προθεσμιακές πράξεις επί των πρωτογενών.

¹⁶ Βλ. παρ. 21 του άρθρου 4 της με αριθμό 2014/65 οδηγίας (ΕΕ) του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15^{ης} Μαΐου 2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, κατά την οποία ως ρυθμιζόμενη αγορά ορίζεται το «πολυμερές σύστημα το οποίο διευθύνει ή διαχειρίζεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων – εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του οι οποίοι δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια – κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙΙ της παρούσας οδηγίας». Για την Οδηγία 2004/39/ΕΚ ως σηματοδοτήσασα την «οριστική εγκατάλειψη της παραδοσιακής αντίληψης για τη σύνδεση της οργανωμένης αγοράς με συγκεκριμένο τόπο» βλ. Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 41.

¹⁷ Βλ. παρ. 21 του άρθρου 4 της με αριθμό 2014/65 οδηγίας, κατά την οποία ως πολυμερές μηχανισμός διαπραγμάτευσης ή ΠΜΔ ορίζεται το «πολυμερές σύστημα το οποίο διαχειρίζεται επιχείρηση επενδύσεων ή διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων – εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια – κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙ της παρούσας οδηγίας». Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 55.

¹⁸ Ως τέτοια νοούνται κατά τη με αριθμό 2014/65 οδηγία «4) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων (forward-rate agreements) και άλλες συμβάσεις παραγώγων σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, δικαιώματα εκπομπής ή άλλα μέσα παραγώγων, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη δεκτικά εκκαθαρίσεως με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα, 5) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που πρέπει να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους, αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης, 6) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), και κάθε άλλη σύμβαση

Ως μετεξέλιξη των ως άνω αγορών αναδείχθηκαν οι μηχανισμοί οργανωμένης διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ)¹⁹. Πρόκειται για μη ρυθμιζόμενες αγορές και συγκεκριμένα για πολυμερή συστήματα, άλλα από ρυθμιζόμενη αγορά ή πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης, και στα οποία πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παράγωγων μέσων δύνανται να αλληλεπιδρούν στο εσωτερικό του κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης²⁰. Στις συγκεκριμένες αγορές πραγματοποιούνται συναλλαγές σχετικές όχι με οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο, αλλά με τους ανωτέρω αναφερόμενους μη μετοχικούς τίτλους²¹.

3. Η ενημέρωση και η αξία της στην κεφαλαιαγορά

Θεμέλιο των οικονομιών της ελεύθερης αγοράς αποτελεί η ελευθερία των συμβάσεων²². Κατά το περιεχόμενό της ο συμβαλλόμενος είναι ελεύθερος να αποφασίσει τη σύναψη και το περιεχόμενο της σύμβασης και το πρόσωπο του αντισυμβαλλομένου του. Έτσι, πρωτίστως ο συμβαλλόμενος έχει το δικαίωμα να αποφασίσει με βάση τις ανάγκες του και τους προτεινόμενους όρους αν θα προχωρήσει στη σύναψη σύμβασης. Επίσης, ο ίδιος αποφασίζει αν θα συναλλαχθεί με συγκεκριμένο (φυσικό ή νομικό) πρόσωπο και σε καταφατική περίπτωση συνδιαμορφώνει το περιεχόμενο της σύμβασης.

Κατά τη σύναψη της σύμβασης τα συμβαλλόμενα μέρη είναι τουλάχιστον δύο. Αυτό έχει ως συνέπεια ότι, εφόσον απαιτείται η σύμπτωση των δηλώσεων βουλήσεως περισσότερων προσώπων για την επέλευση συμφωνίας, η σχετική ελευθερία λειτουργεί αμφίπλευρα. Όλα τα

παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που μπορούν να εκκαθαριστούν με φυσική παράδοση, εφόσον αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ ή ΜΟΔ, με εξαίρεση τα ενεργειακά προϊόντα χονδρικής τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ΜΟΔ και πρέπει να εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση, 7) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που μπορούν να εκκαθαριστούν με φυσική παράδοση, εφόσον δεν αναφέρονται άλλως στο σημείο 6) του παρόντος τμήματος και δεν προορίζονται για εμπορικούς σκοπούς και που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, 8) παράγωγα μέσα για τη μετακύλιση του πιστωτικού κινδύνου, 9) χρηματοοικονομικές συμβάσεις επί διαφορών (contracts for differences), 10) συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με κλιματικές μεταβλητές, ναύλους ή ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές, που πρέπει να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης, καθώς και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα, υποχρεώσεις, δείκτες και μέτρα, εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά στο παρόν τμήμα, που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, ΜΟΔ ή ΠΜΔ, 11) δικαιώματα εκπομπής τα οποία περιλαμβάνουν μονάδες οιαδήποτε τύπου που πληρούν τις απαιτήσεις της οδηγίας 2003/87/EK (Σύστημα εμπορίας εκπομπών)».

¹⁹ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 58.

²⁰ Η οποία κατά τη με αριθμό 2014/65 οδηγία διενεργείται σύμφωνα με τον τίτλο II αυτής. Βλ. άρθρο 4 παρ. 23 της οδηγίας αυτής.

²¹ Ομιλία Γκότση MiFID II/MiFIR, Νέα δεδομένα στη λειτουργία των Κεφαλαιαγορών, Ομιλία στην ημερίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα «MiFID II/MiFIR: Αναγκαίες προσαρμογές στο νέο περιβάλλον (23.10.2017), διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/elib/view?aid=454e#, σελ. 5, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/elib/view?aid=454e.

²² Βλ. σε Micklitz, On the Intellectual History of Freedom of Contract and Regulation, 4 Penn. St. J.L. & Int'l Aff. 2015, 1 σχετικά με το ιδεολογικό υπόβαθρο της ελευθερίας των συμβάσεων στο δίκαιο των ΗΠΑ, της Γερμανίας, της Γαλλίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αντιθέτως για την έννομη τάξη της Κίνας βλ. Kornet, Contracting in China: Comparative Observations on Freedom of Contract, Contract Formation, Battle of Forms and Standard Form Contracts, EJCL 14.1 (May 2010), διαθέσιμο στο <http://www.ejcl.org>.

μέρη έχουν δικαίωμα να επιλέξουν αν τελικώς θα συμβληθούν, με ποιον και με ποιο περιεχόμενο. Η ελευθερία αυτή βεβαίως συναντά τα όριά της στους νομοθετημένους περιορισμούς και στον συσχετισμό των διαπραγματευτικών δυνάμεων των συμβαλλομένων.

Η ελευθερία του συμβαλλομένου συνάπτεται και με την ενημέρωσή του. Προσερχόμενο το φυσικό ή νομικό πρόσωπο σε διαδικασία διαπραγματεύσεως για τη σύναψη μίας σύμβασης αποβλέπει στη βέλτιστη εξυπηρέτηση των προσωπικών του αναγκών και συμφερόντων. Προκειμένου να αποφασίσει ότι η σύναψη της σύμβασης – εκτός από αναγκαία – είναι και επωφελής πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογήσει την ποιότητα και την αξία της παροχής. Για να συμβεί αυτό πρέπει να έχει επαρκείς πληροφορίες σχετικά με την πραγματική κατάσταση του προσφερόμενου προϊόντος ή υπηρεσίας. Σε διαφορετική περίπτωση δεν μπορεί να γίνει λόγος για ελευθερία του συμβαλλομένου, καθώς αυτός είναι δέσμιος της άγνοιάς του.

Η πληροφόρηση είναι στοιχείο εκ των ων ουκ άνευ στον τομέα της κεφαλαιαγοράς²³. Ο επενδυτής χρειάζεται επαρκή ενημέρωση σχετικά με το χρηματοπιστωτικό μέσο και τον εκδότη του προκειμένου να αξιολογήσει την πραγματική αξία του πρώτου, την προοπτική της δραστηριότητας του δεύτερου και την απόδοση μίας ενδεχόμενης επένδυσης του ίδιου και σε περίπτωση θετικής εκτίμησης να προχωρήσει στη χρηματοδότηση του εγχειρήματος του εκδότη²⁴.

Η ενημέρωση δεν είναι σημαντική μόνο για την είσοδο ενός επενδυτή στη μετοχική σύνθεση μίας ανώνυμης εταιρίας, αλλά και για τη διατήρηση των κινητών αξιών από αυτόν ή για την έξοδο από την εταιρία. Εφόσον η οικονομική δραστηριότητα είναι μεταβλητή και μεταβαλλόμενη είναι δυνατόν σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο και υπό συγκεκριμένες συνθήκες (οικονομικές, κοινωνικές ή πολιτικές) και εξαιτίας αυτών να είναι συμφέρουσα για τον επενδυτή - μέτοχο η έξοδος του από την εταιρία μέσω της πώλησης των κινητών αξιών που κατέχει. Άλλες φορές πάλι ακριβώς η διαμόρφωση των συνθηκών μπορεί να επιβάλλει την παραμονή του στην εταιρία ή σε περίπτωση εξόδου από αυτήν την επάνοδό του με την αγορά μετοχών. Η λήψη της σχετικής απόφασης προϋποθέτει τη γνώση των κρίσιμων για την εκτίμηση της κατάστασης πραγματικών περιστατικών και στοιχείων²⁵.

Η παροχή της απαραίτητης πληροφόρησης λειτουργεί προς το συμφέρον και του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου²⁶. Σε περίπτωση υγιών επενδυτικών σχεδίων οι εμπνευστές τους καρπώνονται το όφελος της χρηματοδότησής τους από τη μετάδοση των σχετικών πληροφοριών προς τους επενδυτές που αξιολογώντας τις προοπτικές τους αποφασίζουν να προχωρήσουν στην επένδυση των κεφαλαίων. Η επικοινωνία αυτή είναι που βοηθά τον επενδυτή (με τελικό αποτέλεσμα την ωφέλεια και του εκδότη) να διακρίνει μεταξύ των περισσότερων εναλλακτικών σχεδίων το πλέον αξιόπιστο, ελπιδοφόρο και συμφέρον.

²³ *McCurdy v. SEC*, 396 F.3d 1258, 1261 (D.C. Cir. 2005): «Information is the lifeblood of the market» («η πληροφόρηση είναι το αίμα της ζωής της αγοράς»). Κατά τον Μιχαλόπουλο, Η πληροφόρηση, ό.π., 252, «θα μπορούσε να παρατηρηθεί ότι το δίκαιο της πληροφόρησης του επενδυτή αναπληρώνει τη συμβατική, κύρια ή παρεπόμενη (ΑΚ 288), υποχρέωση του πωλητή και την αντίστοιχη αξίωση κάθε αγοραστή για πληροφόρησή του σχετικά με τι αγοράζει και σε τι τιμή το αγοράζει, εάν η σχετική αγορά (δηλαδή η σχετική συναλλαγή) ήταν ιδιωτική, όχι δημόσια, και κανονική, όχι ιδιαίτερη. Και αντίστοιχα ο πωλητής με βάση το ίδιο δίκαιο της πληροφόρησης διαμορφώνει ακριβή και πλήρη εικόνα τότε είναι έγκαιρο να πωλήσει και σε ποια τιμή είναι συμφέρον να πωλήσει».

²⁴ Κουλορίδας, Εξελίξεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της ελεγκτικής, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 193επ.· Μιχαλόπουλος, Η πληροφόρηση των επενδυτών..., ό.π., 276-277επ..

²⁵ Βλ. Thaler, Sunstein, Behavioral Economics, Public Policy, and Paternalism, Libertarian Paternalism, AEA Papers and Proceedings, May 2003, 176.

²⁶ Βλ. Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, Va. L. Rev. 1984, 615 - 616· Tibbets, Tarnished Reputations: Gatekeeper Liability After Janus, Fordham J. Corp. & Fin. L. 2015, 771.

Στο πλαίσιο της αμφίπλευρης εξυπηρέτησης των συμφερόντων των μετεχόντων στην κεφαλαιαγορά η θεωρία εμμένει στην ανάγκη αποτελεσματικότητάς της²⁷. Έτσι γίνεται λόγος για θεσμική αποτελεσματικότητα, η οποία συνίσταται στη λειτουργία ενός μηχανισμού προσφοράς και ζήτησης υπό όρους ελεύθερης εισόδου και εξόδου και ένα ελάχιστο επίπεδο ανταγωνισμού²⁸. Περαιτέρω ζητούμενο είναι η μείωση των σχετικών εξόδων συναλλαγών, ώστε η κεφαλαιαγορά να είναι και λειτουργικώς αποτελεσματική²⁹. Αναγκαία επίσης προϋπόθεση για την υλοποίηση του στόχου της αγοράς είναι η τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων να αποτυπώνει τις σχετικές με αυτό πληροφορίες (πληροφοριακή αποτελεσματικότητα)³⁰. Υπό τους όρους αυτούς η λειτουργία της αγοράς συμβάλλει (και πρέπει να συμβάλλει) στην ανάδειξη των παραγωγικών επενδύσεων και τη διάκρισή τους από τις μη παραγωγικές, ώστε η κατανομή των επενδύσιμων πόρων να γίνεται με τον πλέον συμφέροντα τρόπο για τον εκδότη, τον επενδυτή, την οικονομία και τελικά την κοινωνία (κατανομητική αποτελεσματικότητα)³¹.

Η κρατούσα θεωρία σχετικά με την αγορά είναι η καλούμενη «υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς» («Efficient Capital Market Hypothesis» - «ΕCΜΗ»). Αυτή αναπτύχθηκε συστηματικά από τον καθηγητή Eugene Fama κατά τη δεκαετία του 1960³². Σύμφωνα με αυτήν αποτελεσματική είναι η αγορά εκείνη στην οποία η τιμή των μετοχών σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο αντικατοπτρίζει πλήρως³³ κάθε διαθέσιμη πληροφορία³⁴. Αυτό σημαίνει ότι «οι τιμές συμπεριφέρονται σαν να γνωρίζουν όλοι τη διαθέσιμη πληροφορία»³⁵. Η συγκεκριμένη θεωρία στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές επιδεικνύουν λογική συμπεριφορά κατά τη λήψη των αποφάσεών τους αποφεύγοντας τον κίνδυνο και επιδιώκοντας την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων με τη μεγαλύτερη απόδοση αποδεχόμενοι συγκεκριμένο επίπεδο ρίσκου³⁶. Πάντως, η ίδια θεωρία δέχεται ότι είναι δυνατό μεμονωμένοι επενδυτές να μη συμπεριφέρονται λογικά, αλλά αφενός οι συναλλαγές τους είναι τυχαίες αφετέρου αυτό εξισορροπείται από τη δραστηριότητα των υπόλοιπων επενδυτών, των οποίων οι αποφάσεις είναι λογικές³⁷. Η πλέον ενδιαφέρουσα πρόβλεψη της θεωρίας αυτής είναι ότι ακόμη κι αν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική θα συμπεριφερθεί σαν να ήταν³⁸.

Κατά τη σχετική ανάλυση χρησιμοποιούνται τρεις μορφές αποτελεσματικότητας, η αδύναμη, η ημι-ισχυρή και η ισχυρή³⁹. Στην πρώτη εξ αυτών στην τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζονται όλες οι πληροφορίες που αφορούν το παρελθόν. Στη δεύτερη η τιμή απορροφά κάθε δημόσια πληροφορία και προσαρμόζεται αμέσως μετά τη δημοσιοποίησή της σ'

²⁷ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 6επ.. Βλ. και Καραγκουνίδη, ό.π., 35, κατά τον οποίο «η (κατ' αρχάς εξωνομική) έννοια της οικονομικής αποτελεσματικότητας αποκτά συγκεκριμένη νομική διάσταση, καθώς ανάγεται τόσο από τον κοινοτικό νομοθέτη όσο και από τον κοινό εθνικό νομοθέτη του δικαίου της κεφαλαιαγοράς σε «σκοπό του νόμου».

²⁸ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 105· Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 24· Καραγκουνίδη, ό.π., 225.

²⁹ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 106· Καραγκουνίδη, ό.π., 224-225.

³⁰ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 107-108· Καραγκουνίδη, ό.π., 218-222.

³¹ Κουλορίδας, Εξελίξεις, ό.π., 194· Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 7-8· Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 106· Καραγκουνίδη, ό.π., 222-224.

³² Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, JOF 1970, 383επ.

³³ Και αμέσως. Βλ. Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 560, κατά τους οποίους η ταχύτητα ενσωμάτωσης της πληροφορίας στην αξία αποτελεί κριτήριο για το βαθμό της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Για τον λόγο αυτό αναφέρονται σε «σχετική αποτελεσματικότητα» («relative efficiency»).

³⁴ Fama, Efficient Capital Markets: A Review, 388.

³⁵ Βλ. Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 557.

³⁶ Βλ. Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 114-115.

³⁷ Shleifer, Inefficient markets: An introduction to behavioral finance, Oxford University Press, 2000, 2.

³⁸ Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 552.

³⁹ Fama, Efficient Capital Markets: A Review, 383.

αυτήν⁴⁰. Τέλος, στην τρίτη μορφή στην τιμή έχουν ενσωματωθεί όλες οι σχετικές πληροφορίες, δηλαδή ακόμη και αυτές που δεν έχουν καταστεί δημόσια γνωστές. Πρόκειται για τις εμπιστευτικές πληροφορίες των οποίων κάτοχοι είναι οι «insiders»⁴¹.

Κατά τη θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς ερευνάται κατά πόσο είναι εφικτό να προβλεφθεί εκ των προτέρων η μελλοντική διαμόρφωση της τιμής μίας μετοχής⁴². Αυτό δεν είναι εφικτό στις περιπτώσεις της ανίσχυρης και της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας, διότι οι πληροφορίες έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή. Κατά τούτο η τιμή δε μεταβάλλεται παρά μόνο αν γίνει γνωστή κάποια νέα πληροφορία. Όσον αφορά την ισχυρή μορφή της αγοράς αυτή αποτελεί μία θεωρητική και μόνο διαμόρφωση, καθόσον στην πραγματικότητα δεν είναι δυνατόν να καθίστανται προνομιακές πληροφορίες γνωστές σε όλους τους παράγοντες της αγοράς πριν από τη δημοσιοποίησή τους⁴³.

Πρόδρομος της θεωρίας της αποτελεσματικότητας ήταν η θεωρία του «τυχαίου περιπάτου» («random walk theory»)⁴⁴. Σύμφωνα με αυτήν η διαμόρφωση της τιμής μίας μετοχής είναι απρόβλεπτη και μη αναμενόμενη. Έτσι, οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να προβλέψουν την πορεία της στο άμεσο μέλλον, καθώς αυτή δεν εξαρτάται από περιστατικά που έλαβαν χώρα κατά το παρελθόν. Ως λύση για τον επενδυτή προτείνεται η διασπορά των επενδύσεών του σε περισσότερες εταιρίες⁴⁵.

Στην κεφαλαιαγορά παρατηρείται πληροφοριακή ασυμμετρία («information asymmetry»)⁴⁶. Εκ των πραγμάτων και συγκεκριμένα εκ της θέσης εκάστου των μετεχόντων οι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων κατέχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με αυτά και με τις εταιρίες τους σε σχέση με τους επενδυτές. Στόχος του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι η γεφύρωση της πληροφοριακής ασυμμετρίας για να καταστεί αποτελεσματικός ο μηχανισμός της προσφοράς και της ζήτησης⁴⁷.

Τη σημασία της ενημέρωσης στην αγορά εξήρε ο – τιμηθείς με βραβείο Νόμπελ στις οικονομικές επιστήμες το 2001 - καθηγητής George Akerlof. Με τη θεωρία της «αγοράς για λεμόνια» («market for lemons») εξετάζοντας την αγορά μεταχειρισμένων αυτοκινήτων διαπίστωσε ότι ο πωλητής έχει πληροφοριακό πλεονέκτημα σε σχέση με τους υποψήφιους αγοραστές όσον αφορά την ποιότητα του προς πώληση αυτοκινήτου του⁴⁸. Υποστήριξε ότι, επειδή οι αγοραστές δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν το στοιχείο αυτό και να διακρίνουν μεταξύ των καλών και των κακών αυτοκινήτων, είναι διατεθειμένοι να καταβάλουν μία τιμή που ανταποκρίνεται σε αυτοκίνητα μέτριας ποιότητας (αποβλέποντας στον μέσο όρο)⁴⁹. Τελικώς,

⁴⁰ Fama, Efficient Capital Markets: A Review, ό.π., 383, 404.

⁴¹ Πρβλ. Fama, Efficient Capital Markets: A Review, ό.π., 383, 388.

⁴² Βλ. σχετικά Beechey Meredith, Gruen David, Vickery James, The efficient market hypothesis: A survey, Research Discussion Paper 2000-01, Economic Research Department Reserve Bank of Australia, 2000, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.rba.gov.au/publications/rdp/2000/pdf/rdp2000-01.pdf>, 3επ..

⁴³ Fama, Efficient Capital Markets: A Review, ό.π., 387, 415.

⁴⁴ Βλ. Fama, Random Walks in Stock Market Prices, Selected paper No 16, Gradual School of Business University of Chicago, 1965, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.chicagobooth.edu/~media/34F68FFD9CC04EF1A76901F6C61C0A76.PDF.

⁴⁵ Malkiel, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, J. Econ. Perspect. 2003, 59επ.. Βλ. Markowitz, Portfolio Selection, The Journal of Finance 1952, 77επ..

⁴⁶ Καραγκουνίδης, ό.π., 14-15.

⁴⁷ Κατά τον Μιχαλόπουλο, Η πληροφόρηση..., ό.π. 252-253, η χρηματιστηριακή αγορά είναι μία απαιτητική αγορά: απαιτεί συμμετρία στην πληροφόρηση.

⁴⁸ Akerlof, The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism, Quar. J. Econ. 1970, 489· Akerlof, Writing the “The Market for ‘Lemons’”: A Personal and Interpretive Essay, 2003, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <https://pdfs.semanticscholar.org/d115/41eb7b514aeb84b3d27abe1c90d9e865fa91.pdf>.

⁴⁹ Akerlof, The Market for Lemons, ό.π., 489.

κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η έλλειψη πληροφόρησης θα είχε ως συνέπεια την προσφορά στην αγορά μόνο αυτοκινήτων κακής ποιότητας («lemons»)⁵⁰.

Την ορθότητα της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς αμφισβήτησαν έντονα ο – βραβευμένος με Νόμπελ οικονομικών επιστημών το 2001 – καθηγητής Joseph Stiglitz και ο Sanford Grossman. Διατύπωσαν μαζί το 1980 το λεγόμενο παράδοξό τους («Grossman - Stiglitz paradox») αρνούμενοι ότι οι τιμές των μετοχών μπορούν να αποτυπώσουν όλες τις σχετικές πληροφορίες. Σύμφωνα με τη θεωρία τους η τέλεια πληροφόρηση είναι αδύνατη, διότι σε μία τέτοια περίπτωση – κατά την οποία η ενημέρωση είναι προσιτή σε όλους – κανένας δε θα προέβαινε σε έξοδα για την απόκτηση πληροφοριών^{51 52}.

Ο ίδιος ο θεμελιωτής της θεωρίας της αποτελεσματικότητας της αγοράς αναγνώρισε το γεγονός ότι η κατάσταση της τέλεια πληροφορημένης αγοράς είναι ανέφικτη⁵³. Αυτό συμβαίνει λόγω του κόστους που συνεπάγεται αφενός η απόκτηση της πληροφορίας αφετέρου η διενέργεια των συναλλαγών⁵⁴. Η θεωρία της αποτελεσματικότητας βασίζεται στην υπόθεση ότι το σχετικό κόστος είναι μηδενικό⁵⁵. Εφόσον, όμως, αυτό δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, η θεωρία αυτή παραμένει στο επίπεδο του ιδεατού. Ωστόσο, αυτό δε σημαίνει ότι στερείται χρησιμότητας. Η πρακτική συμβολή της έγκειται στην κατανόηση του τρόπου ενσωμάτωσης της πληροφορίας στην αξία της μετοχής και της επίδρασης που έχει η ενημέρωση στην απόδοση της τελευταίας⁵⁶.

Έκδηλη είναι η αγωνία στην οικονομική θεωρία για την αντιμετώπιση της πληροφοριακής ασυμμετρίας. Από τη μία πλευρά τονίσθηκε η ανάγκη που έχει εκείνος που δεν κατέχει τις απαραίτητες πληροφορίες να ωθήσει τον αντισυμβαλλόμενο του που τις διαθέτει να επιλέξει μεταξύ περισσότερων συμπεριφορών οι οποίες οδηγούν στο συμπέρασμα σχετικά με το αντικείμενο των πληροφοριών και τελικώς ωθούν εμμέσως στην αποκάλυψή τους (θεωρία του φίλτρου – «screening theory»)⁵⁷. Από την άλλη πλευρά (την αντίστροφη) τονίσθηκε το κίνητρο που έχει ο κατέχων τις πληροφορίες να εκπέμψει σχετικό σήμα προς τον αντισυμβαλλόμενο του προκειμένου να του καταστήσει γνωστά στοιχεία με βάση τα οποία ο τελευταίος μπορεί να εκτιμήσει την παραγωγικότητα και την ικανότητά του και να προχωρήσει στην επιλογή της σύναψης της συγκεκριμένης σύμβασης με τον συγκεκριμένο συμβαλλόμενο (θεωρία της σηματοδότησης – «signaling theory»)⁵⁸.

⁵⁰ Akerlof, The Market for Lemons, ό.π., 489-490. Βλ. και Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 602.

⁵¹ Grossman, Stiglitz, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, Am. Econ. Rev. 1980, 405· Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 577-578.

⁵² Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 577. Οι ίδιοι (ό.π., 623) σημειώνουν ότι το «παράδοξο» προϋποθέτει πλήρως αποτελεσματική αγορά.

⁵³ Fama, Efficient Capital Markets: II, JOF 1991, 1575.

⁵⁴ Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 552.

⁵⁵ Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 552.

⁵⁶ Fama, Efficient Capital Markets: II, ό.π., 1576.

⁵⁷ Rothschild, Stiglitz, Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information, Q. J. Econ. 1976, 629επ., Stiglitz, Weiss, Sorting out the differences between signalling and screening models, Technical Working Paper No 93, NBER Working papers series, 1990, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=232085· Stiglitz Joseph, The Theory of “Screening”, Education, and Distribution of Income, Am. Econ. Rev. 1975, 283επ.

⁵⁸ Spence, Job market signaling, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, 1973, 355 επ· Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 603-604· Coffee Jr, Gatekeepers..., 6. Μάλιστα, κατά τους Leland και Pyle (Informational asymmetries financial structure, and financial intermediation, JOF 1977, 371) ακόμη και «η πρόθεση του προσώπου με εσωτερική πληροφόρηση να επενδύσει στο σχέδιο της εταιρίας» μπορεί να αποτελέσει σήμα προς την αγορά σχετικά με τις προοπτικές της εταιρίας και των μετοχών της.

4. Ο επενδυτής

Ως επενδυτής θεωρείται «ο συναλλασσόμενος σε αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων»⁵⁹ χωρίς να έχει σημασία αν η δραστηριότητά του αναπτύσσεται στην πρωτογενή ή τη δευτερογενή αγορά⁶⁰. Αποτελεί τον πλέον κρίσιμο παράγοντα της κεφαλαιαγοράς, αφού η συμμετοχή του σ' αυτήν καθορίζει την ύπαρξή της και την επίτευξη του σκοπού της. Περαιτέρω, όμως, συνιστά και τον πιο ευαίσθητο κρίκο της σχετικής αλυσίδας λαμβανομένου υπόψη του φαινομένου της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Για τους λόγους αυτούς το δίκαιο κεφαλαιαγοράς λαμβάνει ιδιαίτερη μέριμνα για την προστασία του.

Διεθνώς η κατηγοριοποίηση των επενδυτών γίνεται με βάση το είδος, τον όγκο και την ποιότητα της αναπτυσσόμενης επενδυτικής δραστηριότητάς τους. Οι συνηθέστεροι όροι που χρησιμοποιούνται είναι «ιδιώτες επενδυτές» («individual», «retail investors»), «επαγγελματίες επενδυτές» («professional investors»), «εκλεπτυσμένοι επενδυτές» («sophisticated investors»), «θεσμικοί» και «μη θεσμικοί επενδυτές» («institutional investors», «non-institutional investors»). Παρά τη διαφοροποίηση του περιεχομένου εκάστου όρου κοινή συνισταμένη είναι η διαφορά στο επίπεδο εξειδικευμένων γνώσεων στον τομέα των επενδύσεων και της κεφαλαιαγοράς και εξοικείωσης με αυτόν, στη συχνότητα, την επαναληψιμότητα και τον όγκο των επενδύσεων⁶¹.

Οι ως άνω κατηγοριοποιήσεις έχουν σημασία για τον προσδιορισμό του αναγκαίου επιπέδου προστασίας των επενδυτών⁶². Οι ιδιώτες επενδυτές είναι πιο ευαίσθητοι σε σχέση με τους επαγγελματίες ή τους θεσμικούς επενδυτές. Η έλλειψη των απαιτούμενων γνώσεων και εμπειρίας αυξάνει το επίπεδο του κινδύνου κατά τη διαδικασία λήψης της επενδυτικής απόφασης. Για τον λόγο αυτό οι συγκεκριμένοι επενδυτές χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής από τον νομοθέτη. Ο τελευταίος διαμορφώνει ένα σύστημα αυξημένης προστασίας για τους ιδιώτες επενδυτές (ιδίως όσον αφορά την πληροφόρηση) παρέχοντάς τους ωστόσο ταυτόχρονα τη δυνατότητα παραίτησης από την υπαγωγή τους σ' αυτό υπό συγκεκριμένους όρους και προϋποθέσεις⁶³.

Κατά τη διαμόρφωση του σχετικού με την κεφαλαιαγορά νομοθετικού πλαισίου παρατηρείται διεθνώς η αναφορά στην έννοια του συνετού επενδυτή. Ως τέτοιος νοείται ο επενδυτής ο οποίος συμπεριφέρεται με ορθολογικό τρόπο. Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης χρησιμοποιείται ρητώς ο όρος «reasonable investor» στο πλαίσιο της ρύθμισης για την κατάχρηση της αγοράς, ενώ σε επίπεδο ομοσπονδιακού δικαίου των ΗΠΑ η νομολογία έχει διαπλάσσει τον ίδιο όρο ερμηνεύοντας την έννοια του ουσιώδους (“materiality”) της πληροφορίας, η οποία χρησιμοποιείται στις σχετικές με την αντιπροσώπευση ή παροχή συμβουλής κατά την άσκηση του δικαιώματος ψήφου σε εισηγμένες εταιρίες⁶⁴ και την κατάχρηση αγοράς⁶⁵ ρυθμίσεις.

Μέτρο των σχετικών κανόνων δικαίου αποτελεί ο ορθολογικός επενδυτής. Ωστόσο, ασκείται έντονη κριτική ιδίως στις ΗΠΑ για την αποτελεσματικότητα της χρήσης της έννοιας

⁵⁹ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 24. Ο Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 73, επισημαίνει ότι ο όρος «επενδυτής» χρησιμοποιείται ευρύτερα και αναφέρεται και στην αγορά των ακινήτων.

⁶⁰ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 25.

⁶¹ Αυγητίδης, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), Προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή, 3^η έκδοση, 2018, 894επ..

⁶² Αυγητίδης, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), ό.π., 897-898.

⁶³ Αυγητίδης, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), ό.π., 899.

⁶⁴ Άρθρο 14(a) της Securities Exchange Act του 1934. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

⁶⁵ SEC Rule 10b-5. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231-32 (1988).

αυτής. Ειδικότερα, θεωρείται ασαφής, διότι δεν αποσαφηνίζεται ποιος ακριβώς είναι ο επενδυτής αυτός τη στιγμή που υφίσταται η διαφοροποίηση μεταξύ ιδιωτών και επαγγελματιών επενδυτών και θεσμικών και μη θεσμικών επενδυτών. Η αοριστία αυτή εντοπιζόμενη στον κλάδο της κεφαλαιαγοράς, όπου για την επίλυση των αναφερόμενων διαφορών απαιτούνται ειδικές γνώσεις από την πλευρά του δικαστή, δημιουργεί ανασφάλεια δικαίου για τους παράγοντες της αγοράς και ιδίως για τους εκδότες των χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίοι δε γνωρίζουν με ακρίβεια του τηρητέο πρότυπο συμπεριφοράς⁶⁶.

Η ευρεία αναφορά ανά τις έννομες τάξεις στον συνετό επενδυτή έχει ως βάση της τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς. Η τελευταία υπολαμβάνει ότι οι επενδυτές ενεργούν ορθολογικά (με τις αποκλίσεις που αναφέρονται στην οικεία θέση της παρούσας)⁶⁷. Συνδέεται δε με τη θεωρία περί ορθολογικής επιλογής («rational choice theory»), για την οποία δεν υπάρχει κάποιος ευρύτερα αποδεκτός ορισμός⁶⁸. Η προσέγγιση στο περιεχόμενό της γίνεται μέσω περισσότερων εκδοχών αυτής που έχουν υποστηριχθεί. Πρόκειται για την προσδιοριστική εκδοχή («definitional version»), την εκδοχή της υποκειμενικά αναμενόμενης ωφέλειας («expected utility version»), την εκδοχή του προσωπικού συμφέροντος («self-interest version») και την εκδοχή της μεγιστοποίησης του πλούτου («wealth maximization version»).

Κατά την προσδιοριστική εκδοχή ορθολογική είναι η επιλογή εκείνη με την οποία αξιοποιούνται τα μέσα για την επίτευξη του σκοπού του ατόμου⁶⁹. Κατά την εκδοχή της υποκειμενικά αναμενόμενης ωφέλειας το άτομο ενεργεί ορθολογικά, όταν χρησιμοποιεί τη βέλτιστη διαδικασία για την επίτευξη του επιδιωκόμενου σκοπού του⁷⁰. Κατά την εκδοχή του προσωπικού συμφέροντος λογική είναι η δράση με την οποία επιδιώκεται η εξυπηρέτηση του προσωπικού συμφέροντος⁷¹, ενώ με την εκδοχή της μεγιστοποίησης του πλούτου διευκρινίζεται ότι το συμφέρον είναι οικονομικό⁷².

Η πραγματικότητα διαφέρει από το περιγραφόμενο μοντέλο της θεωρίας περί ορθολογικής επιλογής, το οποίο εισήχθη σε επίπεδο δέοντος προτύπου συμπεριφοράς. Στην πράξη η ορθολογικότητα των ανθρώπινων επιλογών είναι περιορισμένη. Η διαπίστωση αυτή προέκυψε κατά την έρευνα της ανθρώπινης συμπεριφοράς στο πεδίο της Ψυχολογίας⁷³ και χρησιμοποιήθηκε από την Οικονομική Επιστήμη για την ανάλυση της συμπεριφοράς του επενδυτή στη χρηματαγορά («θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής», «behavioral economics»)⁷⁴. Η σχετική θεωρία αποτέλεσε αντικείμενο επεξεργασίας και στη Νομική Επιστήμη με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση της τάσης του «δικαίου και της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής» («Behavioral Law & Economics», «Law and Behavioral Finance»)⁷⁵ με

⁶⁶ Για την κριτική βλ. Rose, The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” & Suggested Reforms, J. Corp. L., 2017, 77επ..

⁶⁷ Βλ. Βερβεσό, Η Αρχή..., ό.π., 114.

⁶⁸ Korobkin, Ulen, Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, Cal. L. Rev. 2000, 1060.

⁶⁹ Korobkin, Ulen, ό.π., 1061.

⁷⁰ Korobkin, Ulen, ό.π., 1062-1064.

⁷¹ Korobkin, Ulen, ό.π., 1064-1066.

⁷² Korobkin, Ulen, ό.π., 1066.

⁷³ Simon, A Behavioral Model of Rational Choice, Q. J. Econ., 1955, 99επ.· Kahenman, Tversky, Prospect Theory: An analysis of decision under risk, Econometrica, 1979, 263επ.

⁷⁴ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 119. Κατά τον Thaler, Behavioral Economics: Past, Present, and Future, Am. Econ. Rev. 2016, 1597, ο ακριβής όρος, ο οποίος θα επικρατήσει στο μέλλον είναι «οικονομικά βασισμένα σε αποδείξεις» («evidence-based economics»).

⁷⁵ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 125.

βασικό θεωρητικό αυτής τον καθηγητή Cass Sunstein⁷⁶. Πάντως, ήδη από τις δεκαετίες του 1960 και του 1970 σχετικές αναφορές ανευρίσκονται στο έργο του καθηγητή και δικαστή Guido Calabresi⁷⁷.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική εντοπίζει τις αδυναμίες της θεωρίας της ορθολογικής επιλογής επισημαίνοντας τις αποκλίσεις που παρατηρούνται στη συμπεριφορά του επενδυτή στην πράξη. Διακρίνει περιπτώσεις περιορισμένης ορθολογικότητας («bounded rationality»)⁷⁸, περιορισμένης αυτοπειθαρχίας («bounded willpower»)⁷⁹ και περιορισμένων ιδιοτελών κινήτρων («bounded self-interest»)⁸⁰. Πρόκειται για περιπτώσεις για την ανάλυση των οποίων απαιτείται μελέτη του τρόπου εκτέλεσης των διεργασιών του ανθρώπινου εγκεφάλου.

Η περιορισμένη ορθολογικότητα αναφέρεται σε επίπεδο γνωστικής ψυχολογίας στην αδυναμία του ανθρώπινου οργανισμού (και στην προκείμενη περίπτωση του επενδυτή) κατά την πρόσληψη, την επεξεργασία και τη διαχείριση των εισερχόμενων πληροφοριών και κατά τη λήψη της επενδυτικής απόφασης⁸¹. Με δεδομένο ότι οι δυνατότητες του ανθρώπινου εγκεφάλου είναι πεπερασμένες τόσο σε επίπεδο πρόσληψης όσο και σε επίπεδο μνήμης, σε συνθήκες διαχείρισης υπερπληθώρας πληροφοριών υπό την πίεση του χρόνου είναι δυνατό να προβαίνει σε επιλεκτική πρόσληψη των πληροφοριών, σε απομόνωση των κοινών και χρήση των πιο ενδιαφερουσών εξ αυτών και σε χρησιμοποίηση ενός συγκεκριμένου σημείου αναφοράς κατά την επεξεργασία των πληροφοριών⁸². Έχει δε παρατηρηθεί ότι η ανθρώπινη συμπεριφορά και η απάντηση σε ερωτήματα επηρεάζεται από τον τρόπο παρουσίασης του προβλήματος στον ερωτώμενο («framing»)⁸³.

Κατά την αυτή διαδικασία συχνά ο επενδυτής εγκλωβίζεται κατά τη λήψη της απόφασης από τις πεποιθήσεις του. Έτσι, είναι δυνατό να υπερεκτιμά τις δυνατότητές του πιστεύοντας ότι είναι ανώτερες των αντίστοιχων του μέσου επενδυτή⁸⁴. Άλλες φορές μεταξύ περισσότερων εναλλακτικών επιλέγει εκείνη που δεν κινείται στα άκρα (αποφυγή των άκρων)⁸⁵. Συνήθως εκτιμά περισσότερο την αξία της απώλειας σε σχέση με αυτήν του κέρδους⁸⁶. Εξάλλου, είναι ενδιάθετο το αίσθημα κτητικότητας του ατόμου έναντι των περιουσιακών στοιχείων σε βαθμό που επηρεάζει τη στάση του κατά τη διαπραγμάτευση σε περίπτωση επικείμενης μεταβίβασής τους⁸⁷. Ομοίως, κατά τις επιλογές του σε σχέση με αυτό συνεκτιμά το κόστος στο οποίο υποβλήθηκε για την απόκτησή του⁸⁸.

Στην προσπάθειά του να διαχειρισθεί τον όγκο των διαθέσιμων πληροφοριών με εξοικονόμηση χρόνου, κόπου και χρημάτων το άτομο διαμορφώνει σχετικούς νοητικούς

⁷⁶ Thaler, Sunstein, ό.π., 176επ. · Jolls, Sunstein, Thaler, A Behavioral Approach to Law and Economics, Stan. L. Rev. 1998, 1471επ..

⁷⁷ Faure, Calabresi and behavioral tort law and economics, Erasmus Law Review 2008, 96-99.

⁷⁸ Jolls, Sunstein, Thaler, ό.π., 1477· Γρηγοροπούλου, Το μοντέλο του ορθολογικού επενδυτή στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Αθήνα, 2019, 17.

⁷⁹ Jolls, Sunstein, Thaler, ό.π., 1479· Γρηγοροπούλου, ό.π., 35.

⁸⁰ Jolls, Sunstein, Thaler, ό.π., 1479· Γρηγοροπούλου, ό.π., 39.

⁸¹ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 120-124.

⁸² Βλ. Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 120-121.

⁸³ Kahneman, Tversky, Choices, Values, and Frames, American Psychologist 1984, 341επ.· Tversky, Kahneman, The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, Science 1981, 453επ.· Tversky, Kahneman, Rational Choice and the Framing of Decisions, J. Bus. 1986, 256-257· Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 120.

⁸⁴ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 123· Korobkin, Ulen, ό.π., 1091.

⁸⁵ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 123· Γρηγοροπούλου, ό.π., 27.

⁸⁶ Kahneman, Tversky, Choices, Values, and Frames, American Psychologist 1984, 348· Tversky, Kahneman, Rational Choice..., ό.π., 258.

⁸⁷ Βλ. σε Kahneman, Tversky, Choices..., ό.π., 348· Korobkin, Ulen, ό.π., 1107-1113· Γρηγοροπούλου, ό.π., 31.

⁸⁸ Korobkin, Ulen, ό.π., 1124επ..

μηχανισμούς που το οδηγούν στη λήψη απόφασης⁸⁹. Οι μηχανισμοί αυτοί ονομάζονται ευριστικές τεχνικές («heuristics»)⁹⁰. Ενδεικτικά έχουν αναγνωρισθεί οι μηχανισμοί της αναγνώρισης (κατά τον οποίο μεταξύ περισσότερων εναλλακτικών επιλέγεται εκείνη που αναγνωρίζεται με βάση τη μνήμη του ατόμου)⁹¹, της ευχέρειας (κατά τον οποίο επιλέγεται η εναλλακτική που αναγνωρίζεται πρώτη)⁹², της πρώτης εναλλακτικής (όπου επιλέγεται η πρώτη λύση που σκέφτεται το άτομο)⁹³, της καλύτερης εναλλακτικής (όπου γίνεται ακριβής αξιολόγηση όλων των εναλλακτικών ως προς όλα τα στοιχεία τους)⁹⁴, της αντιπροσωπευτικότητας (κατά την οποία η απόφαση λαμβάνεται με βάση αντίστοιχα δεδομένα των οποίων η εξέλιξη είναι γνωστή)⁹⁵, της διαθεσιμότητας (όπου το άτομο επιλέγει να χρησιμοποιήσει τις πληροφορίες του παρελθόντος που «μπορεί να ανακαλέσει πιο εύκολα και γρήγορα»)⁹⁶ και της αγκυροβόλησης και προσαρμογής (όπου ο αποφασίζων επιλέγει ένα σημείο αναφοράς με βάση το οποίο δρα και στο οποίο προσαρμόζει τις επιλογές του)⁹⁷.

Σε γνωστικό επίπεδο αναπτύχθηκε από τον Kahneman και τον Tversky η θεωρία της προοπτικής («prospect theory»)⁹⁸. Αυτή αποτελεί το αντίπαλο δέος της θεωρίας περί ορθολογικής επιλογής (και συνακόλουθα και της θεωρίας της αποτελεσματικότητας της αγοράς)⁹⁹. Σύμφωνα με αυτήν οι άνθρωποι λαμβάνουν αποφάσεις εκτιμώντας όχι το κέρδος ή τη ζημία που συνδέονται με αυτές, αλλά τις προοπτικές απόκτησης του πρώτου ή επέλευσης της δεύτερης¹⁰⁰. Επίσης, η χρησιμότητα πηγάζει από τις μεταβολές του πλούτου με βάση ένα σημείο αναφοράς, ενώ κατά την εκτίμηση της αξίας η ζημία έχει μεγαλύτερη σημασία σε σχέση με το κέρδος¹⁰¹. Τέλος, αναγνωρίζεται το γεγονός ότι η διαδικασία λήψης της απόφασης δεν είναι απαλλαγμένη από σφάλματα¹⁰².

Εκτός των αποκλίσεων από το πρότυπο του ορθολογικού επενδυτή που σχετίζονται με τον τρόπο επεξεργασίας των πληροφοριών εξίσου σημαντικές είναι και αυτές που αφορούν στην περιορισμένη αυτοπειθαρχία του¹⁰³. Εδώ ο επενδυτής δεν προβαίνει πάντοτε σε επιλογές οι οποίες υπηρετούν το συμφέρον του και μάλιστα πολλές φορές οι αποφάσεις του δε διακρίνονται από συνέχεια και συνέπεια¹⁰⁴. Άλλες φορές το ίδιο το άτομο αυτοπεριορίζεται προβαίνοντας σε επιλογές και αποφάσεις οι οποίες ενεργούν προληπτικά και καθορίζουν το ευρύτερο πλαίσιο δράσης του και επηρεάζουν το περιεχόμενο των μελλοντικών αποφάσεών του¹⁰⁵. Είναι αληθές ότι το σχετικό με το ζήτημα του περιορισμένου αυτοελέγχου τμήμα της θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής δεν είναι όσο εκτεταμένο είναι το αντίστοιχο της περιορισμένης ορθολογικότητας.

⁸⁹ Korobkin, Ulen, ό.π., 1069,1076.

⁹⁰ Kahneman, Tversky, Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science, New Series, 1974, 1124επ.· Kahneman, Thinking, fast and slow, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.math.chalmers.se/~ulfp/Review/fastslow.pdf>, 2· Γρηγοροπούλου, ό.π., 18.

⁹¹ Kahneman, Tversky, Judgment..., ό.π., 1127.

⁹² Gigerenzer, Gaissmaier, Heuristic Decision Making, 2011, 462.

⁹³ Gigerenzer, Gaissmaier, ό.π., 462.

⁹⁴ Gigerenzer, Gaissmaier, ό.π., 464.

⁹⁵ Kahneman, Tversky, Judgment..., ό.π., 1124-1127.

⁹⁶ Kahneman, Tversky, Judgment ..., ό.π., 1127.

⁹⁷ Kahneman, Tversky, Judgment..., ό.π., 1128-1130.

⁹⁸ Kahneman, Tversky, Prospect Theory..., ό.π., 263επ.

⁹⁹ Thaler, ό.π., 1484.

¹⁰⁰ Tversky, Kahneman, Rational Choice..., ό.π., 262-263· Thaler, ό.π., 1535.

¹⁰¹ Thaler, ό.π., 1484.

¹⁰² Tversky, Kahneman, Rational Choice..., ό.π., 274.

¹⁰³ Γρηγοροπούλου, ό.π., 35.

¹⁰⁴ Korobkin, Ulen, ό.π., 1119επ..

¹⁰⁵ Jolls, Sunstein, Thaler, ό.π., 1479.

Η ορθολογικότητα γνωρίζει τα όριά της εκτός των ανωτέρω και στην εν μέρει εγκατάλειψη των ιδιοτελών κινήτρων¹⁰⁶. Κατά τη λήψη των αποφάσεων – ιδίως αυτών που αφορούν έννομες σχέσεις στις οποίες μετέχει τουλάχιστον άλλο ένα πρόσωπο – το άτομο δεν ενεργεί αποκλειστικώς με βάση την εξυπηρέτηση του ατομικού συμφέροντός του, αλλά εμφορείται από αισθήματα ακριβοδικίας («fairness») τα οποία πηγάζουν από κάποιον κανόνα δικαίου¹⁰⁷. Για τον λόγο αυτό, όταν αισθάνεται ότι αδικείται μπορεί να αποστεί από τη μεγιστοποίηση του κέρδους του ενεργώντας με εκδικητικό κίνητρο¹⁰⁸. Ζητούμενο είναι η αμοιβαιότητα μεταξύ των συμβαλλομένων¹⁰⁹. Συχνά δε η εγκατάλειψη της πλήρους εξυπηρέτησης του ατομικού συμφέροντος οφείλεται στη συνεκτίμηση της συμπεριφοράς του αντισυμβαλλομένου, η οποία ενδεχομένως επιφέρει ζημία στο έτερο μέρος της σύμβασης^{110 111}. Το ενδεχόμενο αυτό ωθεί τα μέρη σε συμβιβασμό.

Παρότι οι θεωρίες της ορθολογικής επιλογής και της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής φαινομενικά συγκρούονται, επί της ουσίας αλληλοσυμπληρώνονται¹¹². Η δεύτερη δε διεκδικεί τη θέση της πρώτης. Απλώς επισημαίνει στοιχεία που αυτή αγνοεί (τις ως άνω τρεις κατηγορίες περιορισμών και την πιθανότητα σφαλμάτων κατά τη λήψη της απόφασης). Η λήψη υπ' όψιν αυτής της πραγματικότητας δύναται να οδηγήσει στην αποτελεσματικότερη προστασία του ατόμου μέσω της κατάρτισης σχεδίου αντιμετώπισης και εξάλειψης των σφαλμάτων. Τούτο μπορεί να γίνει είτε με την κατάλληλη εκπαίδευση των επενδυτών είτε με τη διαμόρφωση αποτελεσματικού νομοθετικού πλαισίου.

Στη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής έχουν καταλογισθεί τάσεις πατερναλισμού. Πράγματι στο πλαίσιο εντοπισμού των λαθών στα οποία υποπίπτουν ακόμα και έμπειροι επενδυτές η συγκεκριμένη θεωρία προτείνει την παρέμβαση στην ιδιωτική αυτονομία με σκοπό την προστασία του επενδυτή. Οι θεωρητικοί της έχουν αποδεχθεί τις τάσεις που τους αποδίδονται διαμορφώνοντας μάλιστα την έννοια του «φιλελεύθερου πατερναλισμού» («libertarian paternalism»)¹¹³. Με αυτήν επιχειρείται η άσκηση επιρροής στην επιλογή στην οποία προβαίνουν τα μέρη ελεύθερα προς τον σκοπό βελτίωσης της κατάστασης των μερών. Έτσι, προσφάτως έχει αναπτυχθεί η «θεωρία περί νυγμών» («nudge theory»), κατά την οποία «σκούντηγμα» είναι «οποιαδήποτε όψη της αρχιτεκτονικής της επιλογής που αλλάζει τη συμπεριφορά των ανθρώπων με προβλέψιμο τρόπο χωρίς να απαγορεύει οποιεσδήποτε επιλογές ή να αλλάζει σημαντικά τα οικονομικά κίνητρά τους»¹¹⁴.

¹⁰⁶ Korobkin, Ulen, ό.π., 1135.

¹⁰⁷ Jolls, Sunstein, Thaler, ό.π., 1479· Bosse, Phillips, Agency Theory and Bounded Self-interest, Acad. Manag. Rev. 2016, 282-283. Συχνά μπορεί να είναι κοινωνικός ο κανόνας που ωθεί το άτομο στην εγκατάλειψη των ιδιοτελών κινήτρων. Βλ. Korobkin, Ulen, ό.π., 1127.

¹⁰⁸ Γρηγοροπούλου, ό.π., 40.

¹⁰⁹ Jolls, Sunstein, Thaler, ό.π., 1479· Γρηγοροπούλου, ό.π., 40.

¹¹⁰ Βλ. αναλυτικά σε Γρηγοροπούλου, ό.π., 39-43.

¹¹¹ Η αξίωση δικαιοσύνης μεταξύ των παικτών αποτυπώνεται στο λεγόμενο «τελεσιγραφικό παιχνίδι» («ultimatum game»), για το οποίο βλ. αναλυτικά Korobkin, Ulen, ό.π., 1135-1136· Βερβεσό, ό.π., 131-132.

¹¹² Ulen, Rational choice theory in Law and Economics, in B. Bouckaert and G. DeGeest (eds), Encyclopedia of Law and Economics, Volume I. The History and Methodology of Law and Economics, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2000, 816.

¹¹³ Thaler, Sunstein, Behavioral Economics, Public Policy, and Paternalism, Libertarian Paternalism, AEA Papers and Proceedings, May 2003, 176επ..

¹¹⁴ Baisch, Nudging: Information, Choice Architecture and Beyond, Theory and Applications in Financial Markets Law, σε K. Mathis, A. Tor (eds.), Nudging - Possibilities, Limitations and Applications in European Law and

5. Η προστασία του επενδυτή

Για την ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς έχουν θεσπισθεί κανόνες δικαίου που ρυθμίζουν τους όρους της. Οι ρυθμίσεις αυτές αποσκοπούν στην προστασία της αγοράς, του μεμονωμένου επενδυτή ή και του επενδυτικού κοινού¹¹⁵. Όπως υποστηρίζεται σχετικά με την κοινοτική νομοθεσία σε ζητήματα κεφαλαιαγοράς, «οι προβλεπόμενες... υποχρεώσεις των εκδοτών κινητών αξιών και των παρόχων επενδυτικών υπηρεσιών έναντι των επενδυτών, δεν μεταφράζονται αυτοδικαίως σε υποκειμενικές αξιώσεις των τελευταίων...»¹¹⁶. Κρίσιμη για την εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι η εξακρίβωση του προστατευόμενου έννομου συμφέροντος έκαστης εξ αυτών¹¹⁷. Σε επίπεδο αδικοπρακτικής ευθύνης ο επενδυτής διατηρεί αγωγήμη αξίωση σε βάρος του ζημιώσαντος μόνο στις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες μεταξύ των προστατευτικών σκοπών της παραβιασθείσας ρύθμισης περιλαμβάνεται και η προστασία του μεμονωμένου επενδυτή¹¹⁸.

Το κανονιστικό σύστημα ρύθμισης της κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνει ένα σύνολο κανόνων που παρέχει διάφορα εργαλεία για την οργάνωση και προστασία της λειτουργίας της. Πρωταρχικής σημασίας είναι οι κανόνες που ρυθμίζουν τη δομή της αγοράς, τις προϋποθέσεις ίδρυσής της και τους όρους συμμετοχής (ιδίως εισόδου, συμπεριφοράς¹¹⁹ και εξόδου) των διαφόρων παραγόντων της (εκδοτών, μεσολαβητών και επενδυτών) σ' αυτήν¹²⁰. Εξίσου σημαντική, όμως, είναι και η πρόβλεψη υποχρεώσεων των εκδοτών για πληροφόρηση (περιοδική ενημέρωση¹²¹, δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου κατά την εισαγωγή της ανώνυμης εταιρίας στην αγορά και κατά τη δημόσια διάθεση μη εισηγμένων μετοχών¹²², έκτακτη πληροφόρηση¹²³, όπως δημοσίευση σημαντικών συμμετοχών και γεγονότων που μεταβάλλουν τη δομή της εταιρίας¹²⁴, δημοσίευση εμπιστευτικών πληροφοριών)¹²⁵.

Economics, Economic Analysis of Law in European Legal Scholarship 3, 2016, 223. Αναλυτικά για τη θεωρία βλ. Thaler, Sunstein, Nudge - Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness, 2008.

¹¹⁵ Λιάπτης, Αποζημίωση των Επενδυτών & Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς – Μία συμβολή στην προστασία από βασικούς κινδύνους της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012, 78 - 87.

¹¹⁶ Κατσάς, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. Π§28: Προστασία των επενδυτών ως καταναλωτών, 1340.

¹¹⁷ Λιάπτης, Αποζημίωση..., ό.π., 85 - 86· Βερβεσός, Παρατηρήσεις επί της ΑΠ 1093/2008, ΕΕμπΔ 2009, 382.

¹¹⁸ Λιάπτης, Αποζημίωση..., ό.π., 85 - 86· Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 10-12.

¹¹⁹ Για το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης βλ. Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την κατάχρηση της αγοράς (κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς) και την κατάργηση της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/ΕΚ, 2003/125/ΕΚ και 2004/72/ΕΚ. Για το δίκαιο των Η.Π.Α. βλ. Securities Act of 1933 (νόμος περί κινητών αξιών), Securities Exchange Act of 1934 (νόμος περί Χρηματιστηρίων), Insider Trading Sanctions Act of 1984 και Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988.

¹²⁰ Βλ. Οδηγία 2014/65/ΕΕ. Για το δίκαιο των ΗΠΑ βλ. Securities Exchange Act of 1934.

¹²¹ Για το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης βλ. Οδηγία 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Δεκεμβρίου 2004, για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ. Για το δίκαιο των ΗΠΑ βλ. Securities Exchange Act of 1934. Για το ελληνικό δίκαιο βλ. Ψυχομάνη, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Δ' έκδοση (αναθεωρημένη με βάση ιδίως τους νόμους 4601/2019 και 4635/2019), Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα - Θεσσαλονίκη, 2020, 492· Ρόκα, Εμπορικές εταιρίες, 9^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2019, 501-502· Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 226επ..

¹²² Για το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης βλ. Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2017, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και την κατάργηση της οδηγίας 2003/71/ΕΚ. Για το δίκαιο των ΗΠΑ βλ. Securities Act of 1933.

¹²³ Ψυχομάνη, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 492.

¹²⁴ Οδηγία 2004/109/ΕΚ.

Εκτός αυτού, όμως, σκοπός του εφαρμοζόμενου κανόνα δικαίου μπορεί να είναι και η προστασία του επενδυτικού κοινού. Παρότι πολλές φορές δε διευκρινίζεται, είναι χρήσιμος και απαραίτητος ο διαχωρισμός μεταξύ προστασίας του επενδυτικού κοινού ως ομάδας (με άξονα τη διασφάλιση της εμπιστοσύνης του) και του επενδυτή ατομικά¹²⁶. Μόνο στην τελευταία περίπτωση είναι εφαρμοστέες οι διατάξεις περί αδικοπραξιών.

Από τους ανωτέρω κανόνες δικαίου κάποιοι αποσκοπούν τουλάχιστον στην προστασία του μεμονωμένου επενδυτή¹²⁷. Οι σχετικές με τη δημοσίευση πληροφοριών διατάξεις έχουν προφανώς τέτοια στόχευση¹²⁸. Το ίδιο συμβαίνει και με τις διατάξεις που ρυθμίζουν την έναντι του επενδυτή συμπεριφορά των μεσολαβητών που δρουν εντός της κεφαλαιαγοράς. Αντιθέτως, έχει κριθεί ότι οι ρυθμίσεις για την απαγόρευση της καταχρηστικής εκμετάλλευσης πληροφοριών και για τη δημοσίευσή τους έχουν ως σκοπό την «προστασία της ακεραιότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών»¹²⁹. Σχετικά με την κατάχρηση αγοράς υφίστανται διαφωνίες σχετικά με τα προστατευόμενα συμφέροντα. Από τη μία πλευρά τονίζεται ότι σκοπός είναι η «ομαλή λειτουργία των αγορών κινητών αξιών και η εμπιστοσύνη του κοινού στις αγορές»¹³⁰. Από την άλλη υποστηρίζεται ότι η παραβίαση των σχετικών διατάξεων γεννά ατομική αξίωση του επενδυτή¹³¹.

Τα μέσα που έχουν στη διάθεσή τους οι διάφορες έννομες τάξεις ανά τον κόσμο για την επιβολή των σχετικών με την προστασία του επενδυτή ρυθμίσεων είναι εν πολλοίς τα ίδια, αλλά εκείνο που διαφοροποιείται είναι η συχνότητα χρήσης τους και ο βαθμός της αποτελεσματικότητάς τους. Οι διαθέσιμοι μηχανισμοί είναι η κρατική επιβολή ποινικών ή και διοικητικών κυρώσεων και η αναγνώριση αστικών αξιώσεων. Παρατηρείται ότι η χρήση των σχετικών διαύλων είναι συχνότερη και εντονότερη στις Η.Π.Α. σε σχέση με τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης¹³².

Ιδιαίτερα ευνοϊκή για τον επενδυτή είναι η θεώρησή του ως καταναλωτή στο πλαίσιο του δικαίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο επενδυτής αποκτά την ιδιότητά του, εφόσον είναι

¹²⁵ Müllbert, Η ανώνυμος εταιρία και η κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή – Γενική εισήγηση, εις: Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών, 2002, 19επ..

¹²⁶ Λιάπης, Αποζημίωση..., ό.π., 81-85· Μαστρομανώλης, Πρόσφατες εξελίξεις και προτάσεις στο ζήτημα της αστικής ευθύνης των ελεγκτών έναντι τρίτων, ιδίως μετά τη θέση σε εφαρμογή των νόμων 4308/2014 και 4336/2015, Επισκευή 2016, 24. Βλ. και Καραγκουνίδη, ό.π., 235-237, κατά τον οποίο «ο κοινοτικός νομοθέτης ασπάζεται την ίδια παραπάνω θεώρηση της προστασίας του επενδυτή ως γενικού οικονομικοπολιτικού στόχου άρρηκτα συναρμοσμένου προς τον στόχο της επίτευξης αποτελεσματικών αγορών».

¹²⁷ Βλ. αναλυτικά Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 19 - 29.

¹²⁸ Λιάπης, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. Π§27: Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών, 1297.

¹²⁹ Βλ. σκέψη 33 της ΔΕΕ C-19/11, Marcus Gelti κατά DaimlerAG και σκέψη 24 προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 596/2014. Επίσης, βλ. Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 85.

¹³⁰ Βλ. σκέψη 2 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 596/2014. Βλ. και την αιτιολογική έκθεση του ν. 4443/2016, όπου ρητώς αναφέρεται ότι η προστασία της ατομικής περιουσίας του επενδυτή δεν εμπίπτει στον σκοπό των σχετικών διατάξεων. Ωστόσο, ο Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 27, διακρίνει με βάση τη σκέψη 2 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 596/2014 περιθώρια αναγνώρισης ατομικών αξιώσεων των επενδυτών.

¹³¹ Βλ. παρατηρήσεις Σωτηρόπουλου επί της ΑΠ 976/2018, ΔΕΕ 2018, 744-745· ΑΠ 1093/2008, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 1491/2005, ΝΟΜΟΣ.

¹³² Enriques, Hertig, Kraakaman, and Rock, Corporate Law and Securities Markets, σε Armour, Enriques et al., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (3rd edn, Oxford University Press, 2017), 346επ· Coffee Jr, Why Do Auditors Fail? What Might Work? What Won't? Accounting and Business Research, 2019, 541-542.

συμβάλλεται «με ερασιτεχνική ιδιότητα»¹³³. Τούτο έχει μεγάλη σημασία για το είδος της παρεχόμενης σ' αυτόν προστασίας σε επίπεδο αστικού δικαίου, καθόσον απαλλάσσεται από το βάρος απόδειξης της παρανομίας και της υπαιτιότητας του παρέχοντος υπηρεσίες κατά την έρευνα της στοιχειοθέτησης ευθύνης στο πρόσωπο του τελευταίου¹³⁴. Βεβαίως προστατευτέος κατά την ως άνω έννοια είναι μόνο ο επενδυτής που βρίσκεται σε οικονομικά μειονεκτική θέση σε σχέση με τον αντισυμβαλλόμενο του (και σε σχέση με τον παρέχοντα υπηρεσίες)¹³⁵.

Η εφαρμογή του δικαίου του καταναλωτή στις έννομες σχέσεις του επενδυτή έρχεται να εξυπηρετήσει ανάγκες διαφορετικές από αυτές του δικαίου των εταιριών. Το τελευταίο εστιάζεται στην εταιρία, ενώ το πρώτο στη συμπεριφορά και την κατάσταση του ατόμου, του επενδυτή¹³⁶. Στην πραγματικότητα το δίκαιο του καταναλωτή βρίσκεται σε μεγαλύτερη εγγύτητα με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Τούτο συμβαίνει λόγω της δυναμικού χαρακτήρα της θέσης του επενδυτή στην κεφαλαιαγορά σε αντίθεση με τη στατική κατάστασή του ως μετόχου, μέλους ενός νομικού προσώπου. Η προστασία του ίδιου προσώπου λαμβάνει διαφορετικό σημείο αναφοράς ανάλογα με τον ερευνώμενο κλάδο δικαίου. Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς εστιάζει στο δικαίωμα εισόδου και εξόδου του επενδυτή, ενώ το εταιρικό δίκαιο εξοπλίζει τον μέτοχο¹³⁷ ως μέλος ενός νομικού προσώπου σωματειακής δομής με ατομικά δικαιώματα ή δικαιώματα μειοψηφίας.

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς στην πράξη λειτουργεί συμπληρωματικά προς το εταιρικό. Διασφαλίζει όρους διαφάνειας για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης του υποψήφιου μετόχου. Με αυτόν τον τρόπο ο τελευταίος ενημερώνεται για την ποιότητα και την αξία της μελλοντικής συμμετοχής του στην ανώνυμη εταιρία. Της ίδιας προστασίας εμμέσως τυγχάνουν οι μέτοχοι της τελευταίας, οι οποίοι μέσω των υποχρεώσεων δημοσιότητας γίνονται δέκτες πληροφόρησης προς ενίσχυση των δικαιωμάτων που τους απονέμει το εταιρικό δίκαιο και η άσκηση των οποίων συνήθως απαιτεί την εκπροσώπηση συγκεκριμένου ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου (και κατά τούτο συχνά τη συνεργασία περισσότερων μετόχων). Είναι ακριβώς η ενημέρωση αυτή που δημιουργεί τους όρους και τις προϋποθέσεις ορθής αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης της εταιρίας και του είδους και της ποιότητας της ασκούμενης διοίκησής της και τελικά της λήψης απόφασης περί εξόδου του μετόχου από την εταιρία με τη μεταβίβαση των μετοχών του.

Με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς επεκτείνεται η προστασία που απολαμβάνει ο μέτοχος στο πλαίσιο του δικαίου των εταιριών. Έτσι, με τις διατάξεις του τελευταίου δεν προστατεύεται ο μέτοχος για την πτώση της αξίας της μετοχής του από πράξεις ή παραλείψεις των μελών του διοικητικού συμβουλίου της ανώνυμης εταιρίας. Αυτό συμβαίνει, διότι η ζημία που υφίσταται είναι έμμεση^{138 139}. Ως αντιστάθμισμα στη μη αποκατάσταση της έμμεσης ζημίας και προκειμένου να αποφευχθεί ο εγκλωβισμός του μετόχου εντός της εταιρίας, (εν είδει

¹³³ Αυγητίδης, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), Προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή, 3^η έκδοση, 2018, 884επ.. Για την προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή πριν από τη θέση σε ισχύ του ν. 4512/2018 βλ. Περάκη, Λιβαδά εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2015, 1, 107επ..

¹³⁴ Αυγητίδης, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), ό.π., 2018, 884επ.· Φουντεδάκη Αικατερίνη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2015, 8, 23επ..

¹³⁵ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 95επ..

¹³⁶ Sibony, Helleringer, European consumer protection through the behavioral lens, Columbia J. Eur. Law, 2017, 610.

¹³⁷ Χωρίς αυτός να βρίσκεται στο επίκεντρο της προσοχής.

¹³⁸ ΟΛΑΠ 5/2015, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 1489/2017, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα του Αρείου Πάγου.

¹³⁹ Βλ. Ρόκα, Ζητήματα αστικής ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου ανώνυμης εταιρίας, ΧρΙΔ 2019, 481επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου» σχετικά με νεώτερη νομολογία σχετικά με την έμμεση ζημία και παρατηρήσεις επ' αυτής.

αντιστάθμισης) προστατεύεται το δικαίωμα της λήψης πληροφορημένης επενδυτικής απόφασης του τελευταίου (επένδυσης, αποεπένδυσης ή διακράτησης).

Τελικά, το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς μπορεί να λειτουργήσει υποστηρικτικά προς αντιμετώπιση προβλημάτων που προκύπτουν στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας. Εκ των κεντρικών ζητημάτων είναι η μη σύγκλιση των συμφερόντων του φορέα του δικαιώματος (μετόχου) και του διαχειριστή του (διοίκησης), για την οποία έχει αναπτυχθεί η θεωρία της διαχείρισης αλλότριων συμφερόντων («agency theory»)¹⁴⁰. Η αντανάκλαση που έχουν οι καθιερωμένες από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς υποχρεώσεις πληροφόρησης στο γνωστικό επίπεδο των μετόχων συνεπάγεται την αύξηση της ποσότητας και της ποιότητας του ελέγχου της διοίκησης της ανώνυμης εταιρίας. Βεβαίως η συγκρουσιακή σχέση μετόχων - διοίκησης παρατηρείται σε ανώνυμες εταιρίες με ευρεία διασπορά μετοχών¹⁴¹.

Στις ανώνυμες εταιρίες που διακρίνονται από έλλειψη τέτοιου είδους διασποράς το πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων παραμένει, αλλά μεταβάλλονται τα εμπλεκόμενα πρόσωπα¹⁴². Στις περιπτώσεις αυτές οι κίνδυνοι πηγάζουν από τη δράση του μετόχου της πλειοψηφίας, ενώ το συμφέρον που χρήζει ιδιαίτερης προστασίας είναι αυτό των μετόχων της μειοψηφίας¹⁴³. Και εδώ, όπως και στις ανώνυμες εταιρίες με ευρεία διασπορά, η διαφάνεια μπορεί να ενισχύσει σημαντικά τη μειοψηφία.

Σε αμφότερες τις διαμορφώσεις της μετοχικής σύνθεσης της ανώνυμης εταιρίας υπάρχει ένα κύριο μέλημα. Πρόκειται για την προστασία των μετόχων που δε μετέχουν στη διοίκησή της από τους κινδύνους που ενέχουν γι' αυτούς και για την εταιρία οι πράξεις ή παραλείψεις των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή του διευθύνοντος συμβούλου στις μεν ή του μετόχου της πλειοψηφίας (ο οποίος ελέγχει εν τοις πράγμασι τη διοίκηση) στις δε. Επί της ουσίας κρίσιμος είναι ο τρόπος διοίκησης της εταιρίας. Η δε διαφάνεια που καθιερώνει το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς συνδέεται άμεσα με την ορθή άσκηση της διοίκησης και τον έλεγχό της. Κατά τούτο αποτελεί τμήμα των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.

6. Η αυτορρύθμιση της αγοράς και των παραγόντων της και η κρατική ρύθμιση

Κατά τον καθορισμό του τρόπου λειτουργίας έννομων σχέσεων ή συστημάτων (όπως η κεφαλαιαγορά) κρίσιμη και θεμελιακή είναι η επιλογή του φορέα της σχετικής εξουσίας ρύθμισης. Ζητούμενο είναι να προσδιορισθεί ποιος θα είναι εκείνος που θα έχει τη ρυθμιστική αρμοδιότητα. Με βάση το κριτήριο αυτό γίνεται διάκριση μεταξύ αυτορρύθμισης και κρατικής ρύθμισης. Κατά την πρώτη τα ίδια τα μέρη ρυθμίζουν μόνα τους τους όρους οι οποίοι διέπουν τις μεταξύ τους συναλλαγές, ενώ κατά τη δεύτερη το κράτος παρεμβαίνοντας ασκεί ρυθμιστική εξουσία στη μεταξύ των μερών έννομη σχέση. Βεβαίως ακόμη και στην περίπτωση της αυτορρύθμισης είναι δυνατό αυτή να ορίζεται ως δημόσια, όταν «υπάρχει ανώτερος φορέας

¹⁴⁰ Βλ. Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία: Η ενεργός ανάμειξη των μετόχων στις εταιρικές αποφάσεις ως μέσο άσκησης εποπτείας στη διοίκηση της α.ε.», Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2010, 31επ..

¹⁴¹ Coffee Jr, A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ, Oxford Rev. Econ. Policy 2005, 200επ.: Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση, αρ. 99.

¹⁴² Βλ. κατωτέρω στην οικεία θέση.

¹⁴³ Coffee Jr, A Theory..., ό.π., 204επ..

ρύθμισης (κράτος, ρυθμιστικά και κλαδικά όργανα, Ευρωπαϊκή Ένωση) που ορίζει συγκεκριμένα κριτήρια που πρέπει να τηρούνται υποχρεωτικά»¹⁴⁴.

Στη θεωρία γίνεται διαχωρισμός μεταξύ αυτορρύθμισης της αγοράς και αυτορρύθμισης των παραγόντων της. Συχνά μάλιστα η τελευταία συναντάται ως αυτορρύθμιση του εμπορίου. Ως αυτορρύθμιση της αγοράς νοείται η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των παραγόντων της αγοράς που επέρχεται μέσω της ίδιας της λειτουργίας της ως μηχανισμού μέσω των δυνάμεων εξισορρόπησης της προσφοράς και της ζήτησης χωρίς την ανάγκη της κρατικής παρέμβασης¹⁴⁵. Θεωρείται και προσδοκείται ότι λειτουργώντας αποτελεσματικά η αγορά δύναται να εξαλείψει οποιεσδήποτε δυσλειτουργίες εξισορροπώντας μετά την πρόκληση οποιασδήποτε είδους ανωμαλίας.

Η αυτορρύθμιση της αγοράς συνδέεται άρρηκτα με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς. Η φιλοσοφία της αυτορρύθμισης έγκειται ακριβώς στην ανάπτυξη των δυνάμεων εξισορρόπησης την ύπαρξη των οποίων η θεωρία της αποτελεσματικότητας πρεσβεύει. Ωστόσο, όπως ήδη εκτέθηκε στην οικεία θέση, η ανάπτυξη της θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής προκάλεσε σοβαρές αμφιβολίες για το κατά πόσο η σχετική θεωρία είναι ορθή στο σύνολό της με δεδομένη την παρατήρηση συμπεριφορών που αποκλίνουν από τα πρότυπα ορθολογικότητας που η θεωρία αυτή έχει εισαγάγει. Συνακόλουθα, ετέθη εν αμφιβόλω κατά πόσο η ίδια η αγορά είναι αποκλειστικά μόνη της σε θέση να προβαίνει σε αυτορρύθμιση με αποτελεσματικό για τους παράγοντές της τρόπο.

Η αυτορρύθμιση υπό την ανωτέρω εκδοχή αποδείχθηκε ανεπαρκής. Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς στηρίχθηκε εξ αρχής στην ύπαρξη τέλει ανταγωνισμού, στην ανυπαρξία κόστους συναλλαγών και στην ορθολογική δράση των ατόμων. Ωστόσο, πρόκειται για συνθήκες εργαστηρίου, καθότι δεν συναντώνται στον πραγματικό κόσμο¹⁴⁶. Περαιτέρω, εκτός των ανωτέρω η ασυμμετρία στην πληροφόρηση, οι εξωτερικότητες¹⁴⁷, η ανυπαρξία αγοράς κινδύνου, καθώς και η έλλειψη πραγματικής επιλογής μπορούν να οδηγήσουν σε αποτυχία της αγοράς («market failure»)¹⁴⁸. Σ' αυτήν την περίπτωση το όφελος που απολαμβάνει ο επενδυτής δεν είναι ίσο με το όφελος της δράσης του για το κοινωνικό σύνολο¹⁴⁹.

Η αυτορρύθμιση των παραγόντων της αγοράς επιτυγχάνεται είτε μέσω της ανάπτυξης εμπορικών συνηθειών είτε με την καθιέρωση ήπιου δικαίου. Οι εμπορικές συνήθειες είναι πρακτικές ομοιόμορφης δράσης και συμπεριφοράς που τηρούνται κατ' επανάληψη και «με προσδοκία επανάληψης» από αόριστο αριθμό εμπορικώς συναλλασσομένων¹⁵⁰. Οι κανόνες ήπιου δικαίου είναι γραπτοί κανόνες συμπεριφοράς στους οποίους υπάγονται εκουσίως οι συναλλασσόμενοι και οι οποίοι αναφέρονται σε βέλτιστες πρακτικές, σε κανόνες δεοντολογίας ή

¹⁴⁴ Βλ. παρ. 3.3. της από 22/4/2015 γνωμοδότησης της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής με θέμα Αυτορρύθμιση και συρρύθμιση στο νομοθετικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (γνωμοδότηση πρωτοβουλίας) (INT/754).

¹⁴⁵ Σύμφωνα με τη θεωρία του οικονομικού φιλελευθερισμού, την οποία υποστήριξε η Οικονομική Σχολή του Σικάγου, πρέπει η αγορά να αφήνεται ελεύθερη από τον κρατικό παρεμβατισμό προκειμένου να ρυθμίζει τις αναπτυσσόμενες εντός αυτής σχέσεις. Βλ. Friedman, Capitalism and Freedom, 1962.

¹⁴⁶ Με εξαίρεση την περίπτωση της ορθολογικής δράσης, η οποία είναι επιτεύξιμη (βεβαίως όχι πάντοτε). Thaler, ό.π., 1589, η αξία της θεωρίας αυτής συνίσταται στο γεγονός ότι παρέσχε στους οικονομολόγους το σημείο αναφοράς, δηλαδή την κατάσταση με βάση την οποία πρέπει να συγκρίνεται η πραγματικότητα για τη διαπίστωση των ανωμαλιών.

¹⁴⁷ Για τις εξωτερικότητες βλ. Χατζή, Το Θεώρημα του Coase και η Οικονομική Ανάλυση του Δικαίου, 2012, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://www.eap.gr/images/stories/pdf/2012_deo10_dp_series_9.pdf, 2επ..

¹⁴⁸ Stiglitz (μετ. Ρούσσος), Το τίμημα της ανισότητας, τόμος Α', 2014, 76· Χατζής, Η Αποτελεσματική Αθέτηση της Σύμβασης και το Παράδοξο της Αποζημίωσης, στον τιμητικό τόμο του Μιχαήλ Σταθόπουλου, 2010, 3206.

¹⁴⁹ Stiglitz, ό.π., 76· Χατζής, Η Αποτελεσματική Αθέτηση..., ό.π., 3206.

¹⁵⁰ Περάκης, Γενικό Μέρος του Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000, 130επ..

σε τηρητέες συμπεριφορές χωρίς, όμως, να προβλέπονται κυρώσεις για την παραβίασή τους¹⁵¹. Δεν είναι δηλαδή εξαναγκαστοί – σε αντιδιαστολή με το «σκληρό» (συνήθως κρατικό) δίκαιο.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτορρύθμισης των παραγόντων της αγοράς αποτελεί η περίπτωση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Κατά τον απλούστερο ορισμό ως τέτοιοι θεωρούνται κανόνες ορθού τρόπου διοίκησης μίας εταιρίας¹⁵². Αναπτύχθηκαν σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς και με άξονα αναφοράς τις εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες. Η υιοθέτηση κωδίκων βέλτιστων πρακτικών καλής διοίκησης της εταιρίας αποτέλεσε έμπνευση αμερικανικής προέλευσης και βρήκε απήχηση παγκοσμίως (με πρωτοπόρο στην Ευρώπη το Ηνωμένο Βασίλειο). Το περιεχόμενό τους δεν είναι δεσμευτικό με την έννοια της απειλής κυρώσεων κανονιστικού περιεχομένου, χαρακτήρα και προέλευσης σε περίπτωση μη συμμόρφωσης. Αντιθέτως, η κύρωση είναι έμμεση και αναφέρεται στην ανταπόκριση της αγοράς στην απόκλιση από το περιεχόμενο στους κώδικες προτύπου συμπεριφοράς. Εκείνος που επιλέγει να μη συμμορφωθεί αναγκάζεται να εξηγήσει την αιτία¹⁵³. Στη συνέχεια, βεβαίως πολλές έννομες τάξεις εισηγάγαν νομοθετικές ρυθμίσεις με τις οποίες υιοθέτησαν διατάξεις και πρότυπα περιεχόμενα σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης καθιστώντας αυτά εξαναγκαστά.

Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης ωθούν κάθε εισηγμένη ανώνυμη εταιρία να εκπέμψει προς την κεφαλαιαγορά το ιδιαίτερο σήμα της. Ο ίδιος ο εκδότης γνωρίζοντας καλύτερα από οποιονδήποτε άλλο τις αδυναμίες, τις ανάγκες του, τα σχέδιά του και τα απαιτούμενα για την υλοποίησή τους μέσα προβαίνει αυτοβούλως στην υιοθέτηση ή μη των σχετικών κανόνων. Ο ενστερνισμός ή μη των κωδίκων ενισχύει τον ανταγωνισμό¹⁵⁴. Είναι δε πιο πιθανός, καθόσον με δεδομένο ότι κάθε κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης είναι προϊόν αυτορρύθμισης, απηχεί τις γνώσεις και τις αντιλήψεις των ίδιων των παραγόντων της αγοράς.

Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης έχουν πλεονεκτήματα, αλλά δε στερούνται μειονεκτημάτων. Η αυτορρύθμιση δύναται να έχει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα, καθόσον οι αυτορρυθμιζόμενοι γνωρίζουν καλύτερα τα προβλήματα και τις ανάγκες τους και τον τρόπο αντιμετώπισής τους¹⁵⁵. Επίσης, η διαδικασία θέσπισης μίας κρατικής ρύθμισης συνδέεται με την έρευνα των προβλημάτων του ρυθμιζόμενου τομέα, γεγονός που συνεπάγεται μεγαλύτερο κόστος για το κράτος. Ωστόσο, η κατάταξη των κωδίκων στο ήπιο δίκαιο τους στερεί το ισχυρότερο (και έσχατο) όπλο, την κανονιστική συμμόρφωση με το περιεχόμενο του παραβιαζόμενου κανόνα δικαίου και τελικά θέτει σε διακινδύνευση την αποτελεσματικότητά τους¹⁵⁶.

Η έλλειψη καταναγκασμού καθιστά την εφαρμογή των κωδίκων ανεπαρκή. Με δεδομένο ότι οι σχετικές ρυθμίσεις αναφέρονται στη διακήρυξη αρχών και όχι στη θέσπιση κανόνων δε λαμβάνεται μέριμνα για την περίπτωση παραβίασής τους. Σε περίπτωση που ο αποδέκτης της ρύθμισης σταθμίζοντας τα οφέλη και το κόστος που θα προκύψουν γι' αυτόν από την παράβαση αποφασίσει να μην εφαρμόσει τη διάταξη του κώδικα εκτιμώντας ότι η αντίδραση της αγοράς δε

¹⁵¹ Περάκης, Γενικό Μέρος..., ό.π., 138επ..

¹⁵² Σχετικά με τους ορισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης βλ. Λιβαδά, Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης, Η επίδραση του θετικού δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2016, 9επ..

¹⁵³ Για την αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» βλ. Λιβαδά, Το ΔΣ..., ό.π., 99επ..

¹⁵⁴ Θεοδωροπούλου - Δένδια, Ο χαλαρός δεσμός του σύγχρονου μετόχου με την «εταιρία» του, ΔΕΕ 2015, 824.

¹⁵⁵ Hopt, Comparative Company Law 2018, ECGI Law Working Paper N° 460/2019, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalhopt.pdf, 25.

¹⁵⁶ Hopt, ό.π., 25, ο οποίος αναφέρει περαιτέρω προβλήματα σχέσεων με τη νομοθεσία, free-riding και ανταγωνισμού.

θα επιφέρει σ' αυτόν πλήγμα μεγαλύτερου του κέρδους που θα αποκομίσει από τη σχεδιαζόμενη πράξη του, δεν υπάρχει κανένας μηχανισμός αποκατάστασης της νομιμότητας¹⁵⁷.

Η αναποτελεσματικότητα της αυτορρύθμισης τόσο της αγοράς όσο και των παραγόντων της καθιστά απαραίτητη την παρουσία του κράτους για τη θέσπιση κανόνων δικαίου και την επιβολή τους¹⁵⁸. Η ανάγκη μάλιστα για νομοθέτηση ή τροποποίηση της υπάρχουσας νομοθεσίας προβάλλει επιτακτική σε περιόδους οικονομικής κρίσης ή αποτυχίας της αγοράς ή σε περίπτωση αποκάλυψης σημαντικής βαρύτητας σκανδάλων ή εγκλημάτων. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, η κρατική ρύθμιση είναι απαραίτητη και σε περιόδους ομαλής λειτουργίας της αγοράς, της οικονομίας και της κοινωνίας. Απλώς η ανάγκη της γίνεται ευκολότερα αντιληπτή σε περίπτωση απόκλισης από την κανονικότητα.

Η ρυθμιστική παρέμβαση του κράτους όσον αφορά την κεφαλαιαγορά εντοπίζεται σε δύο άξονες. Οι σχετικοί κανόνες δικαίου αποσκοπούν αφενός στη ρύθμιση της λειτουργίας της αγοράς και των παραγόντων της αφετέρου στην προστασία του επενδυτικού κοινού. Προς αποφυγή επαναλήψεων ήδη έχει γίνει σχετική αναφορά στην οικεία θέση. Στο σημείο αυτό πρέπει να επισημανθεί μόνο το γεγονός ότι συχνά ο νομοθέτης κατά τη θέσπιση σχετικών διατάξεων λαμβάνει υπ' όψιν και υιοθετεί διατάξεις που περιλαμβάνονται σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης εξοπλίζοντάς τους με τον τρόπο αυτό με εξαναγκαστότητα.

Από τα ανωτέρω γίνεται αντιληπτός ο διαφορετικός προσανατολισμός αφενός της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς και της θεωρίας του οικονομικού φιλελευθερισμού αφετέρου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Οι πρώτες προτείνουν την αυτορρύθμιση της αγοράς, ενώ η τελευταία συνδέεται με (έστω φιλελεύθερες) πατερναλιστικές ιδέες και θέσεις.

7. Από τα σκάνδαλα των αρχών του 21^{ου} αιώνα στην παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 - Η απάντηση του νομοθέτη

Με δεδομένο ότι η δράση των ανώνυμων εταιριών συνδέεται με την ανάπτυξη της οικονομίας, η κοινωνία ενδιαφέρεται για την πορεία τους. Ενδεχόμενη οικονομική καταστροφή κάποιας εξ αυτών – αναλόγως βεβαίως με το μέγεθός της και το εύρος της δραστηριότητάς της – δύναται να έχει δυσμενείς συνέπειες για πολλές κοινωνικές ομάδες (όπως δανειστές, επενδυτές, καταναλωτές). Στο πλαίσιο αυτό η αποκάλυψη μεγάλης έκτασης εταιρικών σκανδάλων (τα οποία συνδέονται συνήθως με περιπτώσεις απάτης) κεντρίζει το ενδιαφέρον της αγοράς, αλλά και της κοινωνίας.

Η απάτη δεν αποτελεί καινοφανές φαινόμενο, αλλά αντιθέτως έχει μακρά ιστορία¹⁵⁹. Για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι περιπτώσεις εταιρικών

¹⁵⁷ Αυγουλέας, «Θυροφύλακες» ante portas: Τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα και η αδιοπρακτική ευθύνη των ελεγκτών, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 253-254, όπου γίνεται λόγος για τον συνετό ελεγκτή («rational auditor»).

¹⁵⁸ Για την αποτυχία της αυτορρύθμισης της αγοράς, η οποία αναδείχθηκε στο πλαίσιο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης βλ. Γκότση, MiFID II/MiFIR, Νέα δεδομένα στη λειτουργία των Κεφαλαιαγορών, Ομιλία στην ημερίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα «MiFID II/MiFIR: Αναγκαίες προσαρμογές στο νέο περιβάλλον (23.10.2017), διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/elib/view?auid=454e#. Για τη συμπληρωματική σχέση αυτορρύθμισης και κρατικής ρύθμισης βλ. Simmons, The corporate immune system: Governance from the inside out, U. Ill. L. Rev. 2013, 1153-1155.

¹⁵⁹ Το πρώτο χρηματιστηριακό σκάνδαλο είναι το ονομαζόμενο «South Sea Bubble», για το οποίο βλ. Paul, The "South Sea Bubble", 1720, 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://ieg-ego.eu/en/threads/european-media/european-media-events/helen-j-paul-the-south-sea-bubble-1720>.

σκανδάλων που αποκαλύφθηκαν κατά τον εικοστό πρώτο αιώνα. Χρήσιμο είναι να γίνει διάκριση μεταξύ δύο κυμάτων αποκαλύψεων. Το πρώτο έλαβε χώρα κατά την αυγή του τρέχοντος αιώνα, ενώ το δεύτερο λίγο πριν από το τέλος της πρώτης δεκαετίας του. Η διάκριση αυτή έχει σημασία, γιατί έκαστο κύμα συνοδεύθηκε από αντίστοιχη διορθωτική παρέμβαση του νομοθέτη.

Το σημαντικότερο εταιρικό σκάνδαλο που αποκαλύφθηκε κατά τις αρχές του αιώνα αφορούσε την ανώνυμη εταιρία με την επωνυμία «Enron», η οποία έδρευε στη Νεμπράσκα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Το 2001 αποκαλύφθηκε ότι ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 η Enron, η οποία δραστηριοποιούνταν στον τομέα της ενέργειας, χρησιμοποιούσε εταιρίες ειδικού σκοπού, στις οποίες αρχικά δάνειζε σημαντικό μέρος του ποσού που αντιστοιχούσε στο μετοχικό κεφάλαιό της και στη συνέχεια πωλούσε (σε αυτές) συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία της προβαίνοντας σε υπερτιμολόγηση με αποτέλεσμα να εμφανίζει εικονικά κέρδη. Ταυτόχρονα φρόντιζε να εγγράφει στον ισολογισμό της απαιτήσεις που αφορούσαν το μέλλον σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Με αυτόν τον τρόπο η λογιστική εικόνα της εμφανιζόταν καλύτερη της πραγματικής οικονομικής κατάστασής της¹⁶⁰.

Εξίσου πολύκροτη ήταν η υπόθεση της Tyco International Ltd, της οποίας η πραγματική έδρα βρισκόταν στις ΗΠΑ¹⁶¹. Αρχικός σκοπός της ήταν η πώληση προϊόντων πυροπροστασίας, ενώ στη συνέχεια επεκτάθηκε και σε άλλες δραστηριότητες. Κατά το 2002 αποκαλύφθηκε ότι ο διευθύνων σύμβουλος και ο οικονομικός διευθυντής της επί σειρά ετών χρησιμοποιούσαν μέρος των κεφαλαίων της για την εξυπηρέτηση προσωπικών αναγκών¹⁶². Επίσης, η εταιρία τούς χορηγούσε δάνεια (τα οποία δεν αποπληρώθηκαν) με εξαιρετικά χαμηλό επιτόκιο χωρίς την έγκριση του διοικητικού συμβουλίου¹⁶³. Εκτός αυτού διαπιστώθηκε ότι μέσω της διενέργειας συνεχών εξαγορών άλλων εταιριών η εταιρία εμφάνιζε υγιή εικόνα σε λογιστικό επίπεδο, καθόσον με τη συγκεκριμένη τεχνική αυξάνονταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές¹⁶⁴. Τέλος, παραπλάνησε τους επενδυτές αποκρύπτοντας αφενός συναλλαγές της με τα διευθυντικά στελέχη αφετέρου χορηγηθείσες σ' αυτά αποζημιώσεις¹⁶⁵.

Η λογιστική απάτη ήταν το κεντρικό ζήτημα σε άλλο ένα εταιρικό σκάνδαλο, αυτό της εταιρίας Worldcom με έδρα την Πολιτεία Mississippi των ΗΠΑ. Η συγκεκριμένη εταιρία δραστηριοποιούνταν στον τομέα των τηλεπικοινωνιών ως πάροχος υπεραστικών και διεθνών κλήσεων. Κατά το 2002 αποκαλύφθηκε ότι στις οικονομικές καταστάσεις της φαίνονταν κέρδη, ενώ στην πραγματικότητα προέκυπταν ζημίες. Κρίσιμη στην περίπτωση αυτή ήταν η λογιστική διαχείριση του κόστους γραμμής. Το συγκεκριμένο κονδύλιο χαρακτηριζόταν ως επένδυση και εγγραφόταν στο ενεργητικό του ισολογισμού, ενώ αποτελούσε λειτουργική δαπάνη και έπρεπε να καταχωρηθεί στο παθητικό. Αποτέλεσμα της τεχνικής αυτής ήταν να εμφανίζεται αυξημένο ενεργητικό και μειωμένο παθητικό. Έτσι, σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας φαινόταν κέρδος ποσού 1,4 δις δολάρια τη στιγμή κατά την οποία οι λειτουργικές δαπάνες ανέρχονταν σε 3,8 δις δολάρια¹⁶⁶.

¹⁶⁰ Για όλα τα παραπάνω βλ. Markham, A financial history of modern USA corporate scandals. From Enron to reform, 2006, 95επ...

¹⁶¹ Η καταστατική έδρα της ήταν στη Δημοκρατία της Ιρλανδίας. Η πραγματική έδρα της αρχικά βρισκόταν στο Exeter της Πολιτείας του Hampshire των ΗΠΑ, ενώ στη συνέχεια μεταφέρθηκε στη Νέα Υόρκη. Βλ. Markham, ό.π., 235.

¹⁶² Markham, ό.π., 236επ..

¹⁶³ Sheik, Hadid, Tyco International - Corporate scandal, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.math.chalmers.se/Stat/Grundutb/CTH/mve220/1718/Hashem-RamiTyco%20International.pdf>, 2.

¹⁶⁴ Sheik, Hadid, ό.π., 4.

¹⁶⁵ U.S. Securities and Exchange Commission, 2006.

¹⁶⁶ Για όλα τα ανωτέρω βλ. Markham, ό.π., 330επ..

Στα λογιστικά σκάνδαλα της ίδιας περιόδου συμπεριλαμβάνεται και η περίπτωση της Adelphia Telecommunication Corp.. Η εταιρία, η οποία ιδρύθηκε το 1952 από τον ελληνικής καταγωγής John Rigas, έδρευε στην Pennsylvania των ΗΠΑ και το αντικείμενο δραστηριότητάς της ήταν η καλωδιακή τηλεόραση. Την καθιέρωσή της ως πέμπτη μεγαλύτερη εταιρία καλωδιακής τηλεόρασης στις ΗΠΑ ακολούθησε η κήρυξη πτώχευσης τον Ιούνιο του 2002 μετά από αποκάλυψη λογιστικής απάτης. Και σε αυτήν την περίπτωση τμήμα της ρευστότητας της εταιρίας κατέληγε στον ιδρυτή και την οικογένειά του μέσω συναλλαγών οι οποίες δεν καταχωρούνται στις οικονομικές καταστάσεις της¹⁶⁷. Μεταξύ άλλων αποκρυπτόταν από τις τελευταίες η σύναψη συμβάσεων δανείου με εις ολόκληρον συνοφειλέτες την εταιρία και τον ιδρυτή της¹⁶⁸. Εκ των τεχνικών που χρησιμοποιήθηκαν ήταν και η αγορά ψηφιακών κουτιών από τους προμηθευτές της έναντι σκοπίμως υπερτιμολογημένου τιμήματος και η επιστροφή της διαφοράς στην εταιρία ως αμοιβής με αποτέλεσμα τη φαινομενική ενίσχυση των ταμειακών ροών της¹⁶⁹.

Το μεγαλύτερο λογιστικό σκάνδαλο σε ευρωπαϊκό επίπεδο έλαβε χώρα στην Ιταλία. Κατά το 2003 αποκαλύφθηκε ότι η εταιρία Parmalat, εκ των κορυφαίων γαλακτοβιομηχανιών παγκοσμίως, παραποιούσε επί μακρό χρονικό διάστημα τους οικονομικές καταστάσεις της αποκρύπτοντας ζημίες, υπερεκτιμώντας περιουσιακά στοιχεία ή καταχωρώντας ανύπαρκτα περιουσιακά στοιχεία, υποβαθμίζοντας το χρέος και κατευθύνοντας τμήμα της εταιρικής ρευστότητας στην οικογένεια του προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου της¹⁷⁰. Ως εργαλείο για την επίτευξη του σκοπού αυτού χρησιμοποιήθηκε σειρά υπεράκτιων εταιριών, στις οποίες η Parmalat μεταβίβαζε μέρος των χρεών της προκειμένου να μην εγγράφονται στον ισολογισμό της¹⁷¹.

Ο κυκεώνας των σκανδάλων των αρχών του τρέχοντος αιώνα¹⁷² είχε άμεσες συνέπειες. Οι αποκαλύψεις προκάλεσαν πρωτίστως την αντίδραση της αγοράς, η οποία εκδηλώθηκε αφενός με τη ραγδαία πτώση της μετοχής των εμπλεκόμενων εκδοτών αφετέρου με την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητάς τους από οίκους αξιολόγησης. Η απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών ήταν άμεση και έλαβε τη μορφή της γενικότερης δυσπιστίας έναντι του συνόλου των μετεχόντων στην κεφαλαιαγορά. Στη συνέχεια, επιβλήθηκαν ποινικές και διοικητικές κυρώσεις σε βάρος των ευθυνόμενων για τα σκάνδαλα, ενώ ακολούθησε η άσκηση των αστικών αξιώσεων των επενδυτών.

Οι αρχές αναζήτησαν τον τρόπο με τον οποίο θα μπορούσαν να αποφευχθούν τα εταιρικά σκάνδαλα. Μερίδιο ευθύνης καταλογίσθηκε ιδίως στους ελεγκτές και στους δικηγόρους των εμπλεκόμενων εταιριών. Στις περισσότερες περιπτώσεις αμφότεροι γνώριζαν το γεγονός ότι η εταιρία με την οποία συνεργάζονταν παρείχαν προς το επενδυτικό κοινό ψευδείς ή ελλιπείς πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάστασή της. Παρ' όλ' αυτά δεν έπραξαν τίποτε για την αποτροπή τους, αλλά αντιθέτως συνέχισαν να συνεργάζονται. Συχνά μάλιστα οι ίδιοι μετείχαν στον σχετικό σχεδιασμό.

¹⁶⁷ Markham, ό.π., 325επ..

¹⁶⁸ Markham, ό.π., 326.

¹⁶⁹ Markham, ό.π., 326.

¹⁷⁰ Ferrarini, Giudici, Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case. ECGI Law Working Paper 40/2005, διαθέσιμο στο <http://ssrn.com/abstract=730403>, 13. Τα εμφανιζόμενα στο ενεργητικό διαθέσιμα κεφάλαια είχαν στην πραγματικότητα αναλωθεί πλήρως. Βλ. Enriques, Volpin, Corporate Governance Reforms in Continental Europe, J. Econ. Perspect. 2007, 124.

¹⁷¹ Ferrarini, Giudici, ό.π., 13.

¹⁷² Ανωτέρω έγινε επιλεκτική αναφορά σε κάποια από τα σημαντικότερα σκάνδαλα. Για αναλυτικότερη παρουσίαση των ανωτέρω, αλλά και άλλων σκανδάλων βλ. Markham, ό.π., 1επ..

Το πρώτο αυτό κύμα λογιστικών σκανδάλων προκάλεσε αλλαγές στη νομοθεσία με την πρωτοπορία να ανήκει στις ΗΠΑ, η οποία αποτέλεσε τη γενέτειρα των περισσότερων εξ αυτών. Πράγματι, θεσπίστηκε η Sarbanes-Oxley Act¹⁷³. Με αυτήν καθιερώθηκε η εποπτεία του ελεγκτικού επαγγέλματος από το Συμβούλιο Εποπτείας Ελέγχου Δημόσιων Εταιριών¹⁷⁴, ενώ εισήχθησαν διατάξεις σχετικές με την ενίσχυση της ανεξαρτησίας των ελεγκτών (όπως σχετικά με την εναλλαγή τους και την αντιμετώπιση συγκρούσεων συμφερόντων)¹⁷⁵. Επίσης, έμφαση δόθηκε στην ενίσχυση της διαφάνειας με την αύξηση του όγκου των δημοσιευτέων πληροφοριών¹⁷⁶, στην ενθάρρυνση των εργαζομένων προς υποβολή καταγγελιών σχετικών με απάτη¹⁷⁷ και στην ενίσχυση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου των εισηγμένων εταιριών. Ακόμη, εξουσιοδοτήθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. προς θέσπιση κανόνων σχετικών με την καθιέρωση υποχρεώσεων των δικηγόρων εταιριών σε περίπτωση αποκάλυψης παρανομιών¹⁷⁸. Στο πλαίσιο αυτό η SEC θέσπισε τον Rule 205. Τέλος, με τη SOX Act εισήχθησαν ρυθμίσεις σχετικές με τις συγκρούσεις συμφερόντων των χρηματοοικονομικών αναλυτών¹⁷⁹ και διατάξεις ποινικής ευθύνης¹⁸⁰.

Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης η νομοθετική διαδικασία κατά τις αρχές του 21^{ου} αιώνα επηρεάστηκε τόσο από τα ενδοευρωπαϊκά χρηματιστηριακά σκάνδαλα όσο και από τη νομοθετική μεταρρύθμιση που επήλθε στο δίκαιο των Η.Π.Α. με τη SOX Act. Στο πλαίσιο αυτό, το 2006 ψηφίστηκε η Οδηγία 2006/43/EK¹⁸¹ σχετικά με τους υποχρεωτικούς ελέγχους των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, η οποία αντικατέστησε την 8^η Εταιρική Οδηγία. Με στόχο τη διασφάλιση της ενότητας της κοινοτικής αγοράς και την τόνωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών σ' αυτήν περιείχε διατάξεις σχετικές με την εγγραφή των ελεγκτών σε μητρώα, τη δημόσια εποπτεία τους, τη λειτουργία συστήματος διασφάλισης της ποιότητας του ελέγχου, τις υποχρεώσεις των ελεγκτών και τη συνεργασία μεταξύ των αρμοδίων αρχών των κρατών - μελών μεταξύ τους και με τις αρχές τρίτων χωρών¹⁸². Βεβαίως, η επικέντρωση του ενδιαφέροντος της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε ζητήματα λογιστικής και ελεγκτικής δεν ήταν αποτέλεσμα των εξελίξεων των αρχών του αιώνα. Ήδη είχε αποτελέσει αντικείμενο του εκπονηθέντος το 1999 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προγράμματος δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες¹⁸³.

¹⁷³ Sarbanes-Oxley Act, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002) (SOX Act).

¹⁷⁴ «Public Company Accounting Oversight Board» (PCAOB). Άρθρα 101-109 της SOX Act.

¹⁷⁵ Άρθρα 201-209 της SOX Act.

¹⁷⁶ Άρθρα 401-409 της SOX Act.

¹⁷⁷ Άρθρο 806 της SOX Act.

¹⁷⁸ Άρθρο 307 της SOX Act.

¹⁷⁹ Άρθρο 501 της SOX Act.

¹⁸⁰ Οι σχετικές μεταρρυθμίσεις δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στην ποινική ευθύνη σε σχέση με τις αντίστοιχες της Αυστραλίας και του Ηνωμένου Βασιλείου, Hill, Regulatory responses to global corporate scandals, Wis. Int'l L.J. 2005, 383.

¹⁸¹ Οδηγία 2006/43/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου, OJ L 157, 9.6.2006, p. 87-107.

¹⁸² Kandemir Hatice, The EU law on auditing and the role of auditors in the global financial crisis of 2008, International Journal of Disclosure and Governance 2013, 215-216.

¹⁸³ Ανακοίνωση της Επιτροπής, της 11ης Μαΐου 1999, σχετικά με την "Εφαρμογή του πλαισίου για τις χρηματοπιστωτικές αγορές: Πρόγραμμα δράσης"[COM (1999) 232 τελικό]. Πρόκειται για το ονομαζόμενο «Financial Services Action Plan» (FSAP). Αντίστοιχος ήταν ο προβληματισμός ως προς το ζήτημα της ανεξαρτησίας των ελεγκτών στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως αυτός διατυπώθηκε κατά την περίοδο 1998-2001. Βλ. Davies, Enron and Corporate Governance Reform in the UK and the European Community, στο: After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US, Edited by Armour and McCaher, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2006, 419.

Απλώς οι ως άνω εξελίξεις επέβαλαν την επίταση της προσοχής και επέδρασαν κατά τη διαμόρφωση του νέου σχεδίου δράσης¹⁸⁴.

Την ίδια περίοδο κατά την οποία οι νομοθετικές εξελίξεις στις Η.Π.Α. καθορίζονταν από την αποκάλυψη των σκανδάλων Enron και World.com, κάτι αντίστοιχο συνέβη στην Αυστραλία. Μετά την πτώχευση της δεύτερης μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρίας της χώρας, της ΗΙΗ, η οποία συνοδεύθηκε με δημοσιοποίηση εταιρικού σκανδάλου¹⁸⁵, δρομολογήθηκε μεταρρύθμιση του εταιρικού δικαίου και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς¹⁸⁶. Ειδικότερα, κατά το 2004 ψηφίστηκε η Corporate Law Economic Reform Program (Audit Reform and Corporate Disclosure) Act 2004¹⁸⁷. Έμφαση δόθηκε στην ενίσχυση της ανεξαρτησίας των ελεγκτών και στην αύξηση των απαιτήσεων διαφάνειας, στις αμοιβές του ΔΣ, στη συμμετοχή των μετόχων στην εταιρική διακυβέρνηση και στην εφαρμογή των νόμων¹⁸⁸. Παράλληλα, το αυστραλιανό Χρηματιστήριο δημοσίευσε αρχές ορθής διακυβέρνησης ακολουθώντας την αρχή «εφαρμογή ή δικαιολόγηση», που ακολουθείται στο αμερικανικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης¹⁸⁹.

Το είδος και η ένταση των ρυθμίσεων που θεσπίστηκαν ως απάντηση στα αποκαλυφθέντα εταιρικά σκάνδαλα με μελλοντικό ορίζοντα και σκοπό την πρόληψη πρόκλησης νέων διαφέρει από έννομη τάξη σε έννομη τάξη. Έτσι, παρά την παραδοσιακή στάση των Η.Π.Α. υπέρ της αυτορρύθμισης μέσω κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης, η νομοθετική παρέμβαση ήταν έντονη και μάλιστα εντονότερη σε σχέση με έννομες τάξεις, όπως αυτή του Ηνωμένου Βασιλείου και της Αυστραλίας. Αξιοσημείωτη υπήρξε και η μετακύλιση της σχετικής αρμοδιότητας από τις Πολιτείες προς το Ομοσπονδιακό Κράτος. Στην έννομη τάξη της Αυστραλίας, πέραν της νομοθετικής επέμβασης, μεγάλη σημασία είχε η στροφή προς την υιοθέτηση του μοντέλου «complain or explain» σε αντίθεση με το τι συνέβαινε μέχρι το 2004¹⁹⁰.

Παρατηρείται ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση – χωρίς να έχουν υποστεί οι πολίτες των κρατών - μελών της τις συνέπειες από τα σκάνδαλα προέλευσης Η.Π.Α. στον ίδιο βαθμό που αυτό συνέβη στις τελευταίες - επηρεάστηκε από τη SOX Act¹⁹¹. Συχνά μάλιστα δίνεται έμφαση στη διαφορετική μετοχική σύνθεση των ευρωπαϊκών σε σχέση με τις αντίστοιχες των Η.Π.Α.. Οι πρώτες χαρακτηρίζονται από την κυριαρχία ενός μεγαλομετόχου, ενώ οι τελευταίες από ευρεία μετοχική βάση με μεγάλη διασπορά μετοχών. Στο πλαίσιο αυτό στην Ευρώπη το ζήτημα έγκειται στην προστασία των μετόχων της μειοψηφίας από αυτούς της πλειοψηφίας, ενώ στις Η.Π.Α. οι μέτοχοι είναι προστατευτέοι έναντι της δράσης του ΔΣ της ανώνυμης εταιρίας. Υπό το πρίσμα αυτό στο παρελθόν έχει αμφισβητηθεί η σκοπιμότητα και η αποτελεσματικότητα της υιοθέτησης από την Ευρωπαϊκή Ένωση αντιδότητων που στόχευσαν στην επίλυση των προβλημάτων των κεφαλαιαγορών των Η.Π.Α.¹⁹².

Το κοινό πλαίσιο αντίδρασης Η.Π.Α., Αυστραλίας και Ευρώπης έναντι των εξελίξεων των αρχών του 21^{ου} αιώνα περιλάμβανε την αύξηση της διαφάνειας και της δημοσιότητας και

¹⁸⁴ Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο - Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση - ένα πρόγραμμα για την επίτευξη προόδου (COM/2003/0284 τελικό): Davies, Enron, ό.π., 422.

¹⁸⁵ Άλλο σκάνδαλο ήταν αυτό της One.Tel. Hill, ό.π., 369επ..

¹⁸⁶ Hill, ό.π., 370.

¹⁸⁷ Γνωστή ως CLERP 9 Act.

¹⁸⁸ Hill, ό.π., 374.

¹⁸⁹ Hill, ό.π., 374-375: ASX Corporate Governance Council, Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations 2003. Πρόκειται για την πρώτη έκδοση. Πλέον ισχύει η τέταρτη έκδοση με έναρξη ισχύος την 1^η/1/2020 (Corporate Governance Principles and Recommendations (the Fourth Edition)).

¹⁹⁰ Hill, ό.π., 377επ..

¹⁹¹ Hill, ό.π., 383επ.. Βλ. και Hopt, ό.π., 20, ο οποίος αναφέρει ότι ήδη από τη δεκαετία του 1930 και εξής η χρηματοπιστηριακή νομοθεσία των Η.Π.Α. αποτέλεσε πρότυπο για τις αντίστοιχες νομοθεσίες ανά τον κόσμο.

συνακόλουθα επικεντρώθηκε στη λογιστική παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης των εταιριών. Τον σκοπό αυτό υπηρέτησε και η έκδοση της Οδηγίας 2003/71/EK σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο¹⁹³, η οποία αν και με αφετηρία αυτονομημένη έναντι των εταιρικών σκανδάλων συνέβαλε στην ενίσχυση του προστατευτικού των επενδυτών νομοθετικού πλαισίου στη βάση ακριβώς της διαφάνειας.

Η χρηματοπιστωτική κρίση στις Η.Π.Α. κατά το 2007 και η μετάγγισή της διεθνώς στο πλαίσιο της διεθνούς οικονομικής κρίσης του 2008 μετέβαλε το κέντρο βάρους από την ενημέρωση στη δομή, λειτουργία και την εποπτεία των κεφαλαιαγορών¹⁹⁴. Η πτώχευση μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των Η.Π.Α., της Lehman Brothers, και η ουσιαστική κρατικοποίηση της AIG, συνδεθείσες με την κατάρρευση της αγοράς των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου οδήγησαν στη συνειδητοποίηση του γεγονότος ότι δεν αρκεί η δημοσίευση πληροφοριών, αλλά απαιτείται η κατανόηση αυτών από το επενδυτικό κοινό¹⁹⁵. Τούτο σε όρους πολύπλοκων προϊόντων ήταν εξαιρετικά δυσχερές για την κατανόηση του αναλαμβανόμενου ρίσκου.

Στο επίκεντρο της σχετικής με τη διεθνή οικονομική κρίση συζήτησης βρέθηκαν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας¹⁹⁶. Όχι τόσο η εν τοις πράγμασι διάγνωση των αξιολογήσεων τους σχετικά με περίπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όσο η εξακολούθηση χορήγησης θετικών εκθέσεων αξιολόγησης παρά το γεγονός της παροχής ενδείξεων (τουλάχιστον) σχετικά με την προς το αντίθετο πορεία της οικονομικής κατάστασης και της φερεγγυότητας των εκδοτών τους ήταν εκείνη που τοποθέτησε τους οίκους σε θέση αντίστοιχη με αυτή στην οποία βρέθηκαν λογιστές, ελεγκτές και δικηγόροι μετά την αποκάλυψη των σκανδάλων των αρχών της δεκαετίας του 2000. Διάχυτη ήταν πλέον η εντύπωση (αλλά και η πεποίθηση) ότι, αν είχαν επιδείξει τη δέουσα επιμέλεια, η κρίση θα είχε αποφευχθεί¹⁹⁷. Κατά συνέπεια, έστω ετεροχρονισμένα – με δεδομένο το γεγονός ότι μετά το πρώτο κύμα σκανδάλων της περιόδου 2001-2002, παρότι ετέθη επί του τάπητος το ζήτημα της ρύθμισης της λειτουργίας τους, κρίθηκε επαρκής η αυτορρύθμιση της αγοράς – οι νομοθεσίες διεθνώς στράφηκαν προς τη ρύθμιση του κλάδου των οίκων.

Στις Η.Π.Α. η απάντηση στην κρίση δόθηκε με τη θέσπιση της Dodd-Frank Act. Πρόκειται για την «πιο σαρωτική μεταρρύθμιση της χρηματοοικονομικής νομοθεσίας από τη Νέα Συμφωνία («New Deal»)¹⁹⁸. Η συγκεκριμένη νομοθεσία δεν περιελάμβανε αποκλειστικά διατάξεις σχετικές με τους οίκους αξιολόγησης. Περιείχε ρυθμίσεις σχετικές με τη διαχείριση του συστημικού κινδύνου, την ίδρυση μίας ομοσπονδιακής αρχής αρμόδιας για την εκκαθάριση διασυνδεδεμένων μη τραπεζικών χρηματοοικονομικών οργανισμών¹⁹⁹, τη ρύθμιση μη

¹⁹² Coffee Jr, A Theory..., ό.π., 198επ..

¹⁹³ Οδηγία 2003/71/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Νοεμβρίου 2003, «σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/EK», OJ L 345, 31.12.2003, p. 64–89.

¹⁹⁴ Coffee Jr, What went wrong? A tragedy in three acts, U St Thomas LJ, 2009, 403επ..

¹⁹⁵ Möllers Thomas, Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook, N.C. J. Int'l L. & Com. Reg. 2010, 63.

¹⁹⁶ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων & Χρηματοπιστωτικών Μέσων, Αποστολή, Ρύθμιση, Αστική Ευθύνη, 2013, 61επ..

¹⁹⁷ Coffee Jr, Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law Working Paper No. 348, 2009, διαθέσιμο στο <http://ssrn.com/abstract=1372194>, 10-11.

¹⁹⁸ Barr, The Financial Crisis and the Path of Reform, Yale J. Regul. 2012, 92.

¹⁹⁹ Όπως η Lehman Brothers, η AIG και η United Bear Stearns.

ρυθμιζόμενων μέχρι τότε τομέων χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας²⁰⁰, τη θέσπιση ενιαίας αρχής αρμόδιας για την προστασία των καταναλωτών και την προστασία των μαρτύρων δημόσιου συμφέροντος²⁰¹. Με τη θέσπιση του νόμου αυτού οι Η.Π.Α. κατέστησαν διεθνώς το πρώτο κράτος που θέσπισε περιορισμούς στα τραπεζικά ιδρύματα ως προς «την παροχή συγκεκριμένων επενδυτικών υπηρεσιών»²⁰².

Η Dodd-Frank Act εισήγαγε για πρώτη φορά διατάξεις σχετικές με τη λειτουργία, την εποπτεία και την αστική ευθύνη των οίκων αξιολόγησης²⁰³. Με αυτήν καθιερύεται εποπτική αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. («SEC»), η οποία έχει εξουσία να επιβάλλει πειθαρχικές ποινές, πρόστιμα και διαγραφή οίκου ή προσωπικού του. Επίσης, αναγνωρίζεται το δικαίωμα στους επενδυτές να ασκούν αγωγές αποζημίωσης σε βάρος των οίκων για τη ζημία που υπέστησαν εξαιτίας υπαίτιας παραμέλησης του καθήκοντος εξέτασης του αξιολογούμενου μέσου. Σε μία προσπάθεια μείωσης του βαθμού κατά τον οποίο η αγορά στηρίζεται στις αξιολογήσεις, μειώθηκε νομοθετικά ο αριθμός των περιπτώσεων κατά τις οποίες απαιτείται η δημοσίευση έκθεσης αξιολόγησης για την τέλεση συγκεκριμένων συναλλαγών²⁰⁴. Επιπλέον, επιβλήθηκε στους οίκους η δημιουργία συστημάτων εσωτερικού ελέγχου. Ωστόσο, ως προς τις συγκρούσεις καθηκόντων ο νομοθέτης απλώς εφιστά την προσοχή στους οίκους χωρίς να προβαίνει σε κάποια απαγόρευση ή να προβλέπει κάποια κύρωση²⁰⁵. Τέλος, ως προς το ακολουθούμενο σύστημα αμοιβής των οίκων προβλέφθηκε η σύνταξη σχετικής μελέτης, πλην όμως μετά η δημοσίευσή της ουδεμία αλλαγή έλαβε χώρα όσον αφορά το πρόσωπο το οποίο καταβάλλει την αμοιβή του οίκου.

Παράλληλα σε διεθνές επίπεδο και μάλιστα στον τραπεζικό τομέα η Επιτροπή της Βασιλείας υιοθέτησε τον Δεκέμβριο του 2010 το Σύμφωνο της Βασιλείας («Βασιλεία III»). Σκοπός του είναι η ενίσχυση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος, ο έλεγχος των αναλαμβανόμενων εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων κινδύνων και η διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας. Συγχρόνως, η Επιτροπή διαπίστωσε πρόβλημα ως προς τη διαφάνεια με αποτέλεσμα την αδυναμία του κοινού κατά τη διάρκεια της κρίσης να διακρίνει μεταξύ ισχυρών και αδύναμων πιστωτικών ιδρυμάτων²⁰⁶. Για τους λόγους αυτούς η «Βασιλεία III» εισήγαγε κανόνες σχετικούς με τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια των πιστωτικών ιδρυμάτων, την κάλυψή τους έναντι του πιστωτικού κινδύνου, την εφαρμογή συντελεστών μόχλευσης και ρευστότητας, τη δημιουργία αποθεμάτων για την αντιμετώπιση του συστημικού

²⁰⁰ «Shadow banking». Οι δραστηριότητες αυτές περιλάμβαναν δραστηριότητες σε εξωχρηματοπιστωτικά παράγωγα («over-the-counter derivatives»), σε συμφωνίες επαναγοράς («repurchase agreements» - «repos») και τιτλοποίηση («securitization»).

²⁰¹ Gadinis, Mangels, Collaborative Gatekeepers, Wash. & Lee L. Rev. 73, 2016, 829επ..

²⁰² Γκόρτσος στο Ρόκας/Γκόρτσος/Μικρουλέα/Λιβαδά, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 3^η αναθεωρημένη έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, 104.

²⁰³ Βλ. για το σχετικό περιεχόμενο της Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Ιδιωτικού Χρέους: Οικονομική λειτουργία & πρόσφατη ρύθμιση στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ΧρηΔικ 2013, 39επ..

²⁰⁴ Ωστόσο, δεν εξαλείφθηκαν οι σχετικές περιπτώσεις. Μάλιστα πολλές εταιρίες εξακολουθούν να στηρίζονται μηχανικά στις εκθέσεις των οίκων αξιολόγησης. Βλ. Partnoy, What's (still) wrong with credit ratings?, Wash. L. Rev. 2017, 1419επ..

²⁰⁵ Miglionico, Recasting Credit Rating Agencies' Responsibility: Suggestions for Reform (Phd thesis), Centre for Commercial Law Studies Queen Mary, University of London, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα qmro.qmul.ac.uk, 135-136.

²⁰⁶ Tarelli, Basel II and the protection of creditors in company law, The Role of Banks as Financial Intermediaries in the Protection of Third Creditors of Debtor Companies (Phd thesis), 2015, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση ediss.sub.uni-hamburg.de, 275, 284.

κινδύνου που μπορεί να απειλήσει τον τραπεζικό τομέα²⁰⁷ και τέλος την δημοσιότητα απαραίτητων για την εκτίμηση της σταθερότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων στοιχείων²⁰⁸.

Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης ακολουθήθηκε αντίστοιχη στρατηγική²⁰⁹. Έτσι, με βάση τη «Βασιλεία III» υιοθετήθηκαν ο Κανονισμός (ΕΕ) 575/2013²¹⁰ και η Οδηγία 2013/36/ΕΕ²¹¹. Όσον αφορά τη θέση περιορισμών στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από πιστωτικά ιδρύματα το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επεξεργάζεται πρόταση κανονισμού ήδη από το 2014²¹². Ταυτόχρονα, η Ευρωπαϊκή Ένωση υιοθέτησε την Οδηγία 2014/65/ΕΕ («MiFID II»)²¹³ και τον Κανονισμό (ΕΕ) 600/2014²¹⁴. Εκτός των ανωτέρω, ιδιαίτερης μνείας αξίζει το θεσπισθέν νομοθετικό πλαίσιο σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, το οποίο αποτελείται από τρεις κανονισμούς, τους Κανονισμούς 1060/2009 (CRA I)²¹⁵, 513/2011 (CRA II)²¹⁶ και 462/2013 (CRA III)²¹⁷.

Η έκδοση τριών κανονισμών αποτυπώνει τη σταδιακή ρύθμιση του κλάδου των οίκων αξιολόγησης. Με τον Κανονισμό (ΕΚ) 1060/2009 επιχειρήθηκε η επίλυση διαδικαστικών ζητημάτων, όπως η εγγραφή σε μητρώο οίκων, η προσυπογραφή από οίκους εγκατεστημένους στην ΕΕ αξιολογήσεων που έχουν συνταχθεί εκτός αυτής, η θέσπιση κανόνων ορθής διακυβέρνησης των οίκων, η θέση προδιαγραφών αναφορικά με τις μεθοδολογίες και η ρύθμιση καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων. Με τον Κανονισμό (ΕΕ) 513/2011 απονεμήθηκε στην ΕΑΚΑΑ η αρμοδιότητα για την εγγραφή και την εποπτεία των οίκων αξιολόγησης, ενώ αυξήθηκαν οι απαιτήσεις διαφάνειας σχετικά με το πληροφοριακό υπόβαθρο των αξιολογήσεων. Η τριλογία των κανονισμών ολοκληρώθηκε με τον CRA III το 2013. Με αυτόν επιχειρήθηκε η μείωση της αναφοράς της νομοθεσίας σε εκθέσεις αξιολόγησης των οίκων ως προϋπόθεση για την επέλευση των έννομων συνεπειών τους, θεσπίσθηκε ο κανόνας της υποχρεωτικής εναλλαγής

²⁰⁷ Βλ. για όλα αυτά βλ. Γκόρτσο, «Βασιλεία III»: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, 2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα www.hba.gr.

²⁰⁸ Tarelli, ό.π., 284.

²⁰⁹ Γκόρτσος σε Ρόκα/Γκόρτσο κ.ά..., ό.π., 102-104.

²¹⁰ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, «σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012», OJ L 176, 27.6.2013, p. 1–337.

²¹¹ Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013 «σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ», OJ L 176, 27.6.2013, p. 338–436.

²¹² Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με διαρθρωτικά μέτρα για τη βελτίωση της ανθεκτικότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων της ΕΕ» [COM/2014/043 final - 2014/0020 (COD)].

²¹³ Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ», OJ L 173, 12.6.2014, p. 349–496.

²¹⁴ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012», OJ L 173, 12.6.2014, p. 84–148.

²¹⁵ Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 1 έως 31).

²¹⁶ Κανονισμός (ΕΕ) 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 (ΕΕ L 145 της 31.5.2011, σ. 30 έως 56).

²¹⁷ Κανονισμός (ΕΕ) 462/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Μαΐου 2013, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΕΕ L 146 της 31.5.2013, σ. 1 έως 33). Για αναλυτική παρουσίαση του περιεχομένου των τριών Κανονισμών βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 83-104.

των οίκων και εισήχθη για πρώτη φορά ειδικό πλαίσιο αστικής ευθύνης τους έναντι των επενδυτών και των εκδοτών χρηματοπιστωτικών μέσων²¹⁸.

8. Μεθοδολογία και δομή της μελέτης

Στόχος της παρούσας μελέτης είναι η συστηματική ανάλυση της αστικής ευθύνης των πωλωρών της κεφαλαιαγοράς έναντι του επενδυτικού κοινού, η επισήμανση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών κάθε επιμέρους κατηγορίας αυτών, η κατανόηση των διαφοροποιήσεων στη ρύθμιση εκάστου με βάση τα ιδιαίτερα γνωρίσματά του, ο εντοπισμός των σχετικών προβλημάτων και η αναζήτηση λύσεων. Στο πλαίσιο αυτό το ζήτημα εξετάζεται με τη μορφή της παράλληλης συγκριτικής επισκόπησης των διάφορων κατηγοριών των πωλωρών και των διάφορων συστημάτων ρύθμισης της αστικής ευθύνης τους καθ' όλο το σώμα της μελέτης και όχι με τη δημιουργία χωριστών κεφαλαίων ή ενοτήτων για κάθε είδος θυροφύλακα. Ως προς τα αλλοδαπά δίκαια κρίθηκε απαραίτητη η προσφυγή σε ένα μικτό είδος παρουσίασης. Αφενός δημιουργήθηκαν χωριστές ενότητες αφετέρου συναντώνται σχετικές αναφορές καθ' όλην την έκταση της μελέτης σε σημεία στα οποία αυτές κρίθηκαν χρήσιμες για την παρουσίαση του σχετικού προβληματισμού και των εναλλακτικών λύσεων.

Για την εκπλήρωση του στόχου της παρούσας μελέτης χρησιμοποιήθηκε η δογματική νομική μέθοδος²¹⁹. Με αυτήν επιχειρείται η περιγραφή των θετών κανόνων δικαίου σχετικά με το υπό κρίση ζήτημα με την οπτική ενός συστήματος, η διαπίστωση δυσκολιών και η πρόβλεψη μελλοντικών εξελίξεων²²⁰. Ωστόσο, η ερμηνεία του κανόνα δικαίου εντός του θεσπισμένου συστήματος και η βάσει αυτού επίλυση των προβλημάτων που ανακύπτουν δεν αρκεί. Η δογματική μέθοδος ταυτόχρονα αποτελεί τη βάση για θεωρήσεις θετέου δικαίου, όπως αυτές προκύπτουν από εναλλακτικές μεθόδους έρευνας²²¹.

Τέτοια εναλλακτική μέθοδο αποτελεί και η χρησιμοποιηθείσα στην παρούσα μελέτη μέθοδος της προσφυγής στην Οικονομική Επιστήμη και στην οικονομική ανάλυση του δικαίου²²². Για να κατανοήσει κάποιος όρους, όπως «ασύμμετρη πληροφόρηση» και «οικονομική αποτελεσματικότητα», οφείλει να ανατρέξει στα πορίσματα των οικονομολόγων. Ιδίως δε η εξερεύνηση της έννοιας της ορθολογικότητας υπήρξε εκ των ων ουκ άνευ για την πορεία της ανάπτυξης, καθόσον η παραπομπή των κανόνων δικαίου στην εύλογη ή ορθολογική συμπεριφορά είναι συχνή.

Για την ανάπτυξη του θέματος απαιτήθηκε η επεξεργασία πρωτογενών και δευτερογενών πηγών. Στις πρώτες περιλαμβάνονται κανόνες δικαίου και δικαστικές αποφάσεις, ενώ στις δεύτερες εγχειρίδια, μονογραφίες και άρθρα. Η βιβλιογραφία που χρησιμοποιήθηκε ήταν ελληνική και αγγλόγλωσση. Η χρήσης της ελληνικής και της αγγλικής γλώσσας περιόρισε το αντικείμενο της έρευνας στις έννομες τάξεις που αναφέρονται κατωτέρω.

²¹⁸ Για το περιεχόμενο των Κανονισμών βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 83επ..

²¹⁹ Hutchinson, *The Doctrinal Method: Incorporating Interdisciplinary Methods in Reforming the Law*, ELR 2015, 130 επ..

²²⁰ Βλ. Hutchinson, Duncan, *Defining and Describing What We Do: Doctrinal Legal Research*, Deakin LR 2012, 101.

²²¹ Smits, *What is Legal Doctrine? On the Aims and Methods of Legal-Dogmatic Research*. Maastricht European Private Law Institute, Working Paper No 2015/06, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2644088, 16-17.

²²² Για την αξία της ένταξης των Οικονομικών στο πρόγραμμα νομικής εκπαίδευσης βλ. Posner, *The Economic Approach to Law*, Tex. L. Rev. 1975, 779-780.

Για την καλύτερη κατανόηση του αναπτυσσόμενου ζητήματος κρίνεται αναγκαία η λειτουργική μικροσυγκριτική νομική έρευνα²²³. Κατ' αυτήν εξετάζεται η αντιμετώπιση της έννοιας των «gatekeepers» σε περισσότερες έννομες τάξεις υπό το πρίσμα του ευρύτερου εξωνομικού περιβάλλοντος²²⁴. Ο εντοπισμός των συγκλίσεων και των αποκλίσεων, η διερεύνηση των συνθηκών υπό τις οποίες θεσπίστηκαν και εφαρμόζονται οι σχετικές ρυθμίσεις, η εξέταση του σκοπού τους, η κατανόηση των στοιχείων που συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητά τους ή των ελλείψεων του ρυθμιστικού πλαισίου και η έρευνα της αλληλεπίδρασης μεταξύ των περισσότερων έννομων τάξεων στο συγκεκριμένο ζήτημα αποτελούν βάση για την αναζήτηση βελτιωτικών τροποποιήσεων του σχετικού πλαισίου κανόνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του ελληνικού δικαίου.

Μεταξύ των ερευνώμενων δικαίων είναι αυτό των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής. Η συγκεκριμένη νομική φιλολογία σχετικά με την ύπαρξη των «gatekeepers» και το περιεχόμενο των καθηκόντων τους ξεκίνησε από τη συγκεκριμένη χώρα. Στη συνέχεια η αποκάλυψη σκανδάλων συνδεδεμένων με εισηγμένες εταιρίες με επίκεντρο τις Η.Π.Α. καθόρισε επανειλημμένως τις εξελίξεις όσον αφορά το περιεχόμενο των σχετικών κανόνων δικαίου προκαλώντας διαδοχικές τροποποιήσεις τους. Οι σχετικές νομοθετικές πρωτοβουλίες επηρέασαν και άλλες έννομες τάξεις ανά την υφήλιο. Κατά συνέπεια, εκ των κεντρικών πυλώνων μίας μελέτης σχετικής με τους «gatekeepers» δε θα μπορούσε παρά να είναι το δίκαιο των Η.Π.Α..

Εξίσου επιβεβλημένη είναι επισκόπηση των σχετικών ρυθμίσεων του αγγλικού δικαίου. Η δογματική συγγένειά του με το αντίστοιχο των Η.Π.Α. είναι γνωστή. Περαιτέρω, αμφότερες οι συγκεκριμένες έννομες τάξεις έχουν αποτελέσει τους πρωτοπόρους σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Παράλληλα, είναι δεδομένη η συμμετοχή της Μεγάλης Βρετανίας στην οικογένεια των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέχρι την 31^η/1/2020. Είναι ενδιαφέρον να εξετασθεί ο τρόπος με τον οποίο αντιμετωπίζεται η έννοια των «gatekeepers» με δεδομένη την ύπαρξη επιδράσεων αφενός από το δίκαιο των Η.Π.Α. αφετέρου από αυτό της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Έτερο σημείο εστίασης της παρούσας μελέτης είναι το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το ελληνικό δίκαιο. Ενόψει της ιδιότητας της Ελλάδας ως κράτους-μέλους τα δύο δίκαια εξετάζονται ταυτόχρονα με επισήμανση τυχόν ρυθμίσεων του ελληνικού δικαίου οι οποίες αφορούν σημεία που καταλείπονται στη ρυθμιστική αρμοδιότητα των κρατών-μελών. Αξίζει να εξετασθεί η επιρροή του αμερικανικού δικαίου σ' αυτό της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ο βαθμός της υιοθέτησης των σχετικών προτύπων, καθώς και ο τρόπος ένταξής τους στο δίκαιό της.

Η ενασχόληση της παρούσας μελέτης με τα ως άνω δίκαια δεν είναι αποκλειστική. Πολλές έννομες τάξεις ανά τον κόσμο έχουν υιοθετήσει κανόνες σχετικούς με τους «gatekeepers». Όπου κρίθηκε ότι κάποια επιλεγμένη λύση διαφοροποιείται από αυτές των ήδη αναφερθεισών έννομων τάξεων και αυτό γίνεται με αποτελεσματικό τρόπο ή έστω θεωρείται ενδιαφέρουσα η σχετική προσέγγιση, η σχετική ρύθμιση αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης και σύγκρισης προκειμένου να ενταχθεί στον σχετικό προβληματισμό.

Ως προς τον τρόπο έκθεσης των συγκρινόμενων δικαίων προκρίθηκε ένας μικτός τρόπος παρουσίασης. Όπου κρίθηκε προσφορότερο για τις ανάγκες της ανάπτυξης και της κατανόησης οι κανόνες δικαίου εκάστης έννομης τάξης αναλύονται σε ιδιαίτερη χωριστή υποενότητα. Παράλληλα, όπου κρίθηκε ότι δια της παράλληλης σύγκρισης στο ίδιο χωρίο περισσότερων

²²³ Για την οποία βλ. Δεληγιάννη-Δημητράκου, Εισαγωγή στο Συγκριτικό Δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 1997, 14-15.

²²⁴ Δεληγιάννη-Δημητράκου, ό.π., 40επ..

δικαίων τονίζεται το αποδιδόμενο νόημα της ανάπτυξης με εναργέστερο τρόπο, το κείμενο εμπλουτίζεται με ταυτόχρονη παράθεση του περιεχομένου περισσότερων δικαίων.

Στο πρώτο κεφάλαιο επιχειρείται η προσέγγιση και οριοθέτηση της έννοιας του πυλωρού. Μετά την επισήμανση της διαφοροποίησής της από την έννοια του μάρτυρα δημοσίου συμφέροντος («whistleblower»), η οποία έχει ήδη καταστεί γνωστή διεθνώς, εξετάζονται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, η συμβατική σχέση με την ανώνυμη εταιρία, η θέση σε σχέση με τη δραστηριότητα της τελευταίας, το περιεχόμενο των παρεχόμενων υπηρεσιών και η αμοιβή τους και η επίδραση της δράσης των πυλωρών στη θέση και τη στάση του επενδυτή.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται τα διαφορετικά συστήματα αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών και συγκεκριμένα αυτά της συμβατικής, της οιονεί συμβατικής ευθύνης και της αδιοπρακτικής ευθύνης. Βεβαίως η υιοθέτηση του τελευταίου συστήματος από την πλειοψηφία των δικαικών συστημάτων δε θα μπορούσε να μην αποτυπωθεί κατ' ανάγκην τελικός και στην ανάπτυξη του σχετικού προβληματισμού και του εν λόγω κεφαλαίου.

Αντικείμενο του τρίτου κεφαλαίου αποτελεί το περιεχόμενο της εξεταζόμενης – ιδιωτικής – εποπτείας. Ειδικότερα, εξετάζονται οι πιθανές και οι νομοθετημένες μορφές αντίδρασης στο πλαίσιο διαμόρφωσης του περιεχομένου των σχετικών καθηκόντων των πυλωρών. Έτσι περιγράφεται το περιεχόμενο της τηρητέας συμπεριφοράς των πυλωρών τόσο όσον αφορά τον έλεγχο του εκδότη χρηματοπιστωτικών μέσων όσο και όσον αφορά τις μορφές αντίδρασης σε περίπτωση διαπίστωσης παρανομιών, όπως η αναφορά εντός της ιεραρχίας της ανώνυμης εταιρίας, η αποχή από την παροχή έγκρισης, η παραίτηση ή η καταγγελία της σχετικής σύμβασης με την εταιρία και η αναφορά στις αρμόδιες – εποπτικές – αρχές. Κατά τη σχετική ανάπτυξη μελετάται η επίδραση των χαρακτηριστικών κάθε επιμέρους ομάδας πυλωρών στην επιλογή του περιεχομένου των καθηκόντων της κατά την κατάστρωσή τους από τον νομοθέτη.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται ουσιαστικά και δικονομικά ζητήματα της αστικής ευθύνης των «gatekeepers» έναντι των επενδυτών. Ειδικότερα, εξετάζονται τα ζητήματα του ορισμένου των σχετικών αγωγών, του βάρους απόδειξης, του αιτιώδους συνδέσμου, της ζημίας και του τρόπου υπολογισμού της, των απαλλακτικών ρητρών, της ένστασης συντρέχοντος πταίσματος, της παραγραφής και της ένστασης της προστασίας του δικαιώματος της έκφρασης, καθώς και ζητήματα ιδιωτικού διεθνούς δικαίου.

Στο πέμπτο κεφάλαιο επιχειρείται μία ολιστική θεώρηση της θέσης των πυλωρών. Στο πλαίσιο αυτό γίνεται παράλληλη ανάλυση της αλληλεπίδρασης και αλληλεξάρτησης περισσότερων θυροφυλάκων κατά την εκτέλεση της ανατεθειμένης σ' αυτούς (με τη θέσμιση σχετικού καθήκοντος) εποπτικής λειτουργίας. Επιπλέον, εξετάζεται η διάδραση και επικοινωνία μεταξύ πυλωρών, ενδοεταιρικών παραγόντων και εποπτικών αρχών. Διευρευνάται το επίπεδο της συνεργασίας τους στο πλαίσιο ενός ευρύτερου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης.

Κεφάλαιο Α': «Πυλωροί»: Εννοιολογική οριοθέτηση και χαρακτηριστικά

1. Η έννοια των πυλωρών

Αντικείμενο έρευνας της παρούσας μελέτης είναι η δράση των πυλωρών της κεφαλαιαγοράς. Η συγκεκριμένη έννοια διατυπώθηκε για πρώτη φορά στον κλάδο του εταιρικού δικαίου κατά τη δεκαετία του 1980 από τον καθηγητή της Νομικής Σχολής του Πανεπιστημίου του Harvard, Reinier Kraakman²²⁵. Ο όρος που χρησιμοποιήθηκε ήταν «gatekeepers».

Κατά τη σύνταξη της παρούσας διαπιστώθηκε εξ αρχής η αντικειμενική δυσκολία απόδοσης με ακρίβεια στην ελληνική γλώσσα κατά τρόπο που να είναι περιεκτική και κατανοητή στη νομική ορολογία, όπως είναι ο αντίστοιχος αγγλικός όρος. Για την ακρίβεια ο όρος «gatekeepers» κατέστη περιεκτικός, κατανοητός και αναγνωρίσιμος στη νομική επιστήμη μετά τη διατύπωση του περιεχομένου του και την απήχηση που είχε το σχετικό άρθρο του καθηγητή Reinier Kraakman στη νομική θεωρία. Ξεκινώντας πρέπει να επιχειρηθεί η μετάφραση του όρου. Έτσι, ως «gatekeeper» νοείται «κάποιος του οποίου η εργασία είναι ανοίγει και να κλείνει μία πύλη και να επιτρέπει ή να μην επιτρέπει σε ανθρώπους να περνούν απ' αυτήν»²²⁶. Κατ' άλλη σημασία του σημαίνει «κάποιος σε έναν οργανισμό που έχει μεγάλη επιρροή επί του ποια προϊόντα αγοράζει ο οργανισμός, από ποιον τα αγοράζει κλπ»²²⁷. Επίσης, με τον αυτό όρο αποδίδεται «κάποιος σε έναν οργανισμό που λέει στους πελάτες ή σε ανθρώπους με ερωτήσεις ποιοι άνθρωποι μέσα στον οργανισμό πρέπει να είναι σε θέση να τους βοηθήσουν»²²⁸.

Από τις ως άνω σημασίες του όρου εκείνη που αποδίδει την έννοια που έχει ο τελευταίος στην παρούσα μελέτη είναι η πρώτη, πλην όμως πρέπει να προτιμηθεί μία μονολεκτική αντί της περιφραστικής απόδοσης. Αν και η τελευταία βοηθά στην κατανόηση του περιεχομένου, δεν είναι χρηστική κατά την ανάπτυξη του ζητήματος λόγω της ανάγκης συχνής αναφοράς στην ελληνική απόδοση του όρου «gatekeeper». Ως πιθανές λύσεις προτείνονται οι όροι «πυλωρός», «θυροφύλακας» και «θυρωρός». Ως πιστή μετάφραση επιλέγεται ο όρος «πυλωρός», ο οποίος έχει ήδη χρησιμοποιηθεί με επιτυχία στην ελληνική θεωρία²²⁹. Κατά την ανάπτυξη του ζητήματος οι άλλοι δύο όροι χρησιμοποιούνται ως εναλλακτικές επιλογές προς αποφυγή μονότονων επαναλήψεων του όρου «πυλωρός»²³⁰.

Ο όρος «πυλωρός» χρησιμοποιείται σε πολλούς τομείς της ανθρώπινης δραστηριότητας. Έτσι ενδεικτικώς συναντάται στην ιατρική²³¹, στην πολιτική οικονομία²³², στην πολιτική

²²⁵ Kraakman, Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls, Yale L.J. 1984, 857επ..

²²⁶ Βλ. σε Longman Dictionary of Contemporary English, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.ldoceonline.com/dictionary/gatekeeper> “1. Someone whose job is to open and close a gate, and to allow or not allow people to go through it”.

²²⁷ Βλ. σε Longman Dictionary of Contemporary English, ό.π., “2. Someone in an organization who has a lot of influence over what products the organization buys, who it buys them from etc”.

²²⁸ Βλ. σε Longman Dictionary of Contemporary English, ό.π., “3. Someone in an organization who tells customers or people with questions which people in the organization should be able to help them”.

²²⁹ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 181.

²³⁰ Βλ. Αυγουλέα, «Θυροφύλακες» ante portas..., ό.π., 233επ., ο οποίος χρησιμοποιεί τον όρο «θυροφύλακας».

²³¹ Ενδεικτικώς βλ. Tambuyzer, Ponsaerts, Nouwen, Microglia: gatekeepers of central nervous system immunology, J. Leukoc. Biol. 2009, 352· Schneider, Coughlin, Leach, Gatekeepers: A Missed Opportunity for Safe Transport, Acad. Emerg. Med. 1998, 587· Gerhardt, Semb, Pericytes: gatekeepers in tumour cell metastasis?, J Mol Med 2008, 135.

²³² Βλ. Maxfield, Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries, Princeton University Press, 1997.

πρόληψης αυτοκτονιών²³³, στην εργασία²³⁴, στην κεφαλαιαγορά²³⁵, στο διαδίκτυο²³⁶ και στα μέσα μαζικής ενημέρωσης²³⁷. Σκοπός της χρήσης του είναι να καταδειχθεί η κομβική σημασία του εξεταζόμενου κατά περίπτωση παράγοντος στην είσοδο σε κάποια κατάσταση, πλαίσιο, σύστημα ή οργάνωση και στην εποπτεία της.

Από όλους τους τομείς στους οποίους εισάγεται η χρήση του όρου «πυλωρός» μόνο σ' αυτόν της κεφαλαιαγοράς έχει οργανωθεί κατά τρόπο συστηματικό. Ενώ στις υπόλοιπες περιπτώσεις συχνά πρόκειται για εντυπωσιακή ορολογία που εμφανίζεται μεμονωμένα και συστηματικά, στην αγορά κεφαλαίου υποδηλώνει ένα συγκεκριμένο σύνολο παραγόντων αυτής, χρησιμοποιείται πλέον σε τακτική βάση έχοντας καθιερωθεί στον κλάδο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και είναι αναγνωρίσιμος διεθνώς από τους ασχολούμενους με το συγκεκριμένο αντικείμενο.

Κατά τον αρχικό ορισμό, ο οποίος δόθηκε από τον καθηγητή Reinier Kraakman, ως πυλωροί νοούνται «ιδιώτες που είναι ικανοί να διακόψουν την κακοδιαχείριση αρνούμενοι τη συνεργασία τους με τους παραβάτες»²³⁸. Βασικά στοιχεία του είναι: α) η ιδιότητα του ιδιώτη, β) η ύπαρξη παράβασης, γ) η ικανότητα παρέμβασης στο πλαίσιο της πρόληψής της και δ) η άρνηση της συνεργασίας με τον παραβάτη.

Κατ' αρχάς πρέπει να επεξηγηθεί η χρήση της έννοιας του ιδιώτη. Η αρχική διατύπωση είναι πράγματι γενική και αόριστη. Από τη μελέτη της θεωρίας προκύπτει ότι ως ιδιώτης που ενδιαφέρει στην προκείμενη περίπτωση νοείται το φυσικό ή νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου το οποίο ενεργεί στο πλαίσιο της άσκησης της επαγγελματικής δραστηριότητάς του και ειδικότερα κατά την παροχή των υπηρεσιών του προς την εισηγμένη σε κεφαλαιαγορά ανώνυμη εταιρία. Ο όρος «ιδιώτης» χρησιμοποιείται προκειμένου να τονισθεί ότι οι θυροφύλακες είναι πρόσωπα που εντάσσονται στο χώρο του ιδιωτικού δικαίου, δηλαδή δεν είναι δημόσια όργανα.

Παρά το γεγονός ότι στον ανωτέρω ορισμό δεν αναφέρεται, από τη μελέτη της σχετικής θεωρίας προκύπτει σαφώς ότι αφορά επαγγελματίες οι οποίοι συνδέονται συμβατικά με την εταιρία²³⁹. Πρώτον, είναι συχνή η αναφορά του θεμελιωτή της θεωρίας σε «πελάτες» του θυροφύλακα, τις παράνομες πράξεις των οποίων ο τελευταίος καλείται να αποτρέψει²⁴⁰. Δεύτερον, κατά τη διατύπωση της θεωρίας είναι μόνιμη η μνεία των δικηγόρων, των λογιστών και των επενδυτικών τραπεζών ως παραδειγμάτων πυλωρών²⁴¹. Έτσι, ενώ αρχικά δίνεται η εντύπωση ότι αρκεί να έχει οποιοσδήποτε δικαίωμα αρνησικυρίας προκειμένου να μπορεί να

²³³ Βλ. Cross, Matthieu, Cerel, Knox, Proximate Outcomes of Gatekeeper Training for Suicide Prevention in the Workplace, *Suicide Life Threat Behav* 2007, 659.

²³⁴ Βλ. Veitch, Clavisi, Owen, Physical activity initiatives for male factory workers: gatekeepers' perceptions of potential motivators and barriers, *Aust N Z J Public Health* 1999, 505· Gray, Jobseekers and gatekeepers: the role of the private employment agency in the placement of the unemployed, *Work Employ. Soc.* 2002, 655.

²³⁵ Για την οποία βλ. την πλειοψηφία των πηγών της βιβλιογραφίας της παρούσας μελέτης.

²³⁶ Baye, Morgan, Information Gatekeepers on the Internet and the Competitiveness of Homogeneous Product Markets, 2000, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://brousseau.info/pdf/cours/Baye-Morgan_gatekeepers.pdf, Lin, Competing Gatekeepers, *The B.E. Journal of Theoretical Economics* 2007, 1.

²³⁷ Βλ. Shoemaker, Vos, *Gatekeeping Theory*, Taylor & Francis e-Library, 2009.

²³⁸ Βλ. Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy, *Journal of Law, Economics and Organization* 1986, 53: «private parties who are able to disrupt misconduct by withholding their cooperation from wrongdoers».

²³⁹ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper: An Agenda for the SEC, *Colum. L. Rev.* 2003, 1296. Βλ. όμως και τον Sergakis, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Palgrave Corporate & Financial Law, 2018, 44, ο οποίος αποδίδει τον χαρακτηρισμό «gatekeeper» και στην περίπτωση παρόχου επενδυτικών υπηρεσιών που συνδέεται συμβατικώς με τον επενδυτή.

²⁴⁰ Kraakman, *Corporate Liability Strategies...*, ό.π., 890, 891, 892, 893, 896.

²⁴¹ Βλ. Kraakman, *Corporate Liability Strategies...*, ό.π., σε ολόκληρο το κείμενο του άρθρου.

αποτρέψει την παρανομία και να χαρακτηριστεί ως «gatekeeper», τελικώς η σχετική θεωρία αφορά εξειδικευμένους επαγγελματίες που παρέχουν τις υπηρεσίες τους στον εκδότη.

Η ακριβής περιγραφή της έννοιας του «gatekeeper» είναι απαραίτητη για τον σαφή προσδιορισμό του κύκλου των προσώπων που νοούνται ως πυλωροί, έχουν εποπτικά καθήκοντα και ευθύνονται έναντι τρίτων για την εκτέλεσή τους. Στο πλαίσιο αυτό έχει παρατηρηθεί ότι ο ορισμός του καθηγητή Kraakman είναι τόσο ευρύς ώστε θα μπορούσε να νοηθεί ως πυλωρός ακόμη και η Microsoft, η παροχή των υπηρεσιών της οποίας είναι κομβική για την εκτέλεση κάποιας συναλλαγής ή για την είσοδο στην αγορά²⁴². Για τον λόγο αυτό υποστηρίζεται ότι ο πυλωρός πρέπει «να μπορεί να ελέγχει την παρανομία με βάση ένα διαχειρίσιμο από τον ίδιο κόστος» και πρέπει «να μπορεί να αποτρέψει την παράνομη συμπεριφορά με αξιόπιστο τρόπο»²⁴³.

Από μέρος της θεωρίας έχει αποδοθεί ο χαρακτηρισμός του θεματοφύλακα στον επικεφαλής ενάγοντα («lead plaintiff») σε ομαδική αγωγή του εταιρικού δικαίου («securities class action»²⁴⁴)²⁴⁵. Ωστόσο, μία τέτοια υπαγωγή δεν είναι ορθή. Τούτο, διότι ο συγκεκριμένος ενάγων δεν έχει την ιδιότητα του επαγγελματία παρόχου υπηρεσιών. Ακόμη και στις περιπτώσεις κατά τις οποίες πρόκειται για θεσμικό επενδυτή και πάλι αυτός ενεργεί με βάση τη μετοχική ιδιότητά του. Επίσης, ο επικεφαλής ενάγων δε συνδέεται με την εταιρία με άλλη (πλην της μετοχικής) συμβατική σχέση, ενώ ο έλεγχος που του ανατίθεται αφορά την διαδικαστική πορεία της σχετικής αγωγής της ομάδας μετόχων με κύριο μέλημα την αποτροπή συμπαιγνίας μεταξύ του δικηγόρου της ομάδας και του εναγομένου (όπως της εταιρίας ή του διευθύνοντος συμβούλου της).

Οι παραβάσεις αποτέλεσαν και αποτελούν την αιτία ανάπτυξης της θεωρίας των πυλωρών. Αναφέρονται σε οποιαδήποτε πράξη και παράλειψη που έρχεται σε αντίθεση με οποιουδήποτε είδους κανονιστική ρύθμιση. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι όροι στη θεωρία είναι αυτοί της «απάτης», της «κακής διαχείρισης», της «προσβολής» και της «εσφαλμένης έκθεσης»²⁴⁶. Παρατηρείται ότι εξ αυτών η έννοια της κακής διαχείρισης ή κακής διαγωγής²⁴⁷ καταλαμβάνει και περιπτώσεις ενεργειών και παραλείψεων οι οποίες δεν είναι παράνομες²⁴⁸.

Ωστόσο, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η σχετική θεωρία αφορά μόνο παράνομες πράξεις²⁴⁹. Η αναγωγή του πυλωρού σε κριτή της σκοπιμότητας και του ωφέλιμου χαρακτήρα κάθε πράξης ή συναλλαγής μίας εισηγμένης εταιρίας – πέραν του υποκειμενικού στοιχείου που ενδεχομένως θα χαρακτήριζε την κρίση αυτή – θα καθιστούσε τον πυλωρό ανώτερο του ΔΣ και της ΓΣ και θα

²⁴² Coffee Jr, Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms, B. U. L. Rev. 2004, 309.

²⁴³ Wan, Gatekeeper Liability Versus Regulation of Wrongdoers, 2008, διαθέσιμο στο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1134111, 6· Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 100-101· Manns, Private monitoring of gatekeepers: The case of immigration enforcement, U. Ill. L. Rev. 2006, 900.

²⁴⁴ Πρόκειται για θεσμό του αμερικανικού δικαίου.

²⁴⁵ Coffee Jr, Conclusion, σε Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors (Fushita, Litan), The Brookings Institution, 2006, 179. Βλ. και την Erickson, The gatekeepers of shareholder litigation, Okla. L. Rev. 2017, 237 επ., η οποία κάνει χρήση του όρου «gatekeeper» στην περίπτωση αυτή.

²⁴⁶ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 54, 55, 59· Coffee Jr, Gatekeepers..., ό.π.· 4, Partnoy, Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime, Wash. U. L. Q. 2001, 491.

²⁴⁷ Όπως μεταφράζεται ο όρος «misconduct».

²⁴⁸ Schwarcz, The role of lawyers in the global financial crisis, Australian Journal of Corporate Law 24, 2010, 9.

²⁴⁹ Le Mire, Parker, Lawyers as Whistleblowers: The Need for a Gatekeeper of Justice Whistleblowing Obligation/Exception, σε: New Directions for Law in Australia, Essays in Contemporary Law Reform, ed. Ron Levy, Molly O'Brien, Simon Rice, Pauline Ridge, Margaret Thornton, Australian National University Press, 2018, 112-113, σύμφωνα με τις οποίες η παραβίαση κανόνων ποινικού δικαίου είναι το κατ' εξοχήν πεδίο κατά το οποίο δικαιολογείται η υποχώρηση της υποχρέωσης εμπιστευτικότητας του δικηγόρου έναντι του πελάτη του.

του προσέδιδε την ιδιότητα της «αστυνομίας συναλλαγών». Αν ληφθεί υπ' όψιν ότι πέραν της υποχρέωσης αποχής, στο πλαίσιο της θεωρίας των πυλωρών συζητείται και η καθιέρωση υποχρέωσης αναφοράς, ο έλεγχος μίας μη παράνομης σύμβασης και η παρεμπόδισή της θα παρείχε στον πυλωρό την εξουσία αξιολόγησης του τρόπου διαπραγματεύσεως των συμβαλλόμενων μερών. Σε κάθε περίπτωση τονίζεται ότι δεν είναι εκ των προτέρων γνωστό πότε ο πυλωρός έχει περισσότερες γνώσεις και ότι πολλές φορές απαιτούνται ειδικές γνώσεις που αυτός δεν κατέχει²⁵⁰.

Απαραίτητο στοιχείο για την αναγνώριση οποιουδήποτε προσώπου σχετιζόμενου με την ανώνυμη εταιρία ως πυλωρού αποτελεί η ικανότητά του προς αποτροπή της παρανομίας. Η χρησιμότητα του θυροφύλακα έγκειται στο γεγονός ότι λόγω της θέσης του είναι σε θέση να παρέμβει προκειμένου να αποτραπεί ή να ματαιωθεί η παράνομη ενέργεια ή παράλειψη²⁵¹. Αυτός είναι ακριβώς ο λόγος για τον οποίο εκχωρείται σε αυτόν από τον νομοθέτη η εξουσία έμμεσης επιβολής και εφαρμογής του νόμου στους παραβάτες και του επιβάλλονται καθήκοντα για το περιεχόμενο των οποίων γίνεται αναλυτική μνεία στην οικεία θέση της παρούσας μελέτης²⁵².

Η ως άνω ικανότητα συνδέεται με τη σχέση της εγγύτητας του πυλωρού προς την ανώνυμη εταιρία²⁵³. Λόγω της ανάπτυξης συμβατικού δεσμού του με την τελευταία βρίσκεται σε μία θέση η οποία του παρέχει τη δυνατότητα να γίνεται δέκτης πληροφοριών οι οποίες είναι άγνωστες στο επενδυτικό κοινό και στις εποπτικές αρχές και οι οποίες είναι συχνά επαρκείς από μόνες τους ή σε συνδυασμό με άλλες να επηρεάσουν ουσιαστικά την επενδυτική απόφαση και τη στάση των αρχών έναντι της ανώνυμης εταιρίας, των οργάνων ή των υπαλλήλων της²⁵⁴.

Η θέση εκάστου των πυλωρών εντοπίζεται σε σχέση με την εταιρία σε μία πύλη με τη μεταφορική έννοια του όρου. Ως τέτοια νοείται το σημείο εισόδου σε ένα σύστημα ή σε μία σχέση²⁵⁵. Ειδικότερα, ο πυλωρός μπορεί να ελέγχει την είσοδο στην κεφαλαιαγορά, να παρέχει πρόσβαση των επενδυτών στην πληροφόρηση, να ελέγχει τη διαχείριση του εκδότη, να προετοιμάζει, να επιτρέπει ή να εγκρίνει τη σύναψη συμβάσεων.

Κατά τον αρχικό ορισμό που περιγράφηκε προηγουμένως ο θυρωρός πρέπει να είναι σε θέση να αρνηθεί τη συνεργασία του με τον παραβάτη²⁵⁶. Το στοιχείο αυτό συνδυάζεται με τη φύλαξη της πύλης. Έτσι, ο θυροφύλακας είναι εκείνος που έχει δικαίωμα άρνησης της παροχής πρόσβασης στην επιθυμητή σχέση, κατάσταση ή σύστημα. Αυτό επιτυγχάνεται με την άσκηση του δικαιώματος αρνησικυρίας, το οποίο υλοποιείται με την άρνηση παροχής της απαιτούμενης για την είσοδο στην πύλη υπηρεσίας. Πρόκειται επί της ουσίας για άρνηση εκ μέρους του ενός συμβαλλομένου εκπλήρωσης της συμβατικής παροχής του²⁵⁷.

Εκτός από τη φύλαξη της πύλης εισόδου κατ' άλλη θεώρηση μερίδας της θεωρίας δίνεται έμφαση στη διαμεσολάβηση²⁵⁸. Ο πυλωρός είναι ένας επαγγελματίας πάροχος

²⁵⁰ Schwarcz, The role of lawyers..., ό.π., 10-11.

²⁵¹ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 53επ..

²⁵² Πρβλ. και Μικρουλέα, Τάσεις ποινικοποίησης παραβάσεων στο δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού, ΔΕΕ 2009, 529επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>, υπό III.Z.

²⁵³ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1296.

²⁵⁴ Manns, ό.π., 898.

²⁵⁵ Manns, ό.π., 897.

²⁵⁶ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 53.

²⁵⁷ Τουλάχιστον καταρχήν.

²⁵⁸ Coffee Jr, Conclusion..., ό.π., 177, κατά τον οποίο πρόκειται για «έναν φημισμένο διαμεσολαβητή του οποίου εργασία είναι να διαβεβαιώσει τους επενδυτές και άλλους σχετικά με την αξιοπιστία των αναπαραστάσεων που έχουν γίνει από πελάτη του διαμεσολαβητή».

υπηρεσιών ο οποίος δρα εντός της αγοράς μεσολαβώντας μεταξύ προσφοράς και ζήτησης²⁵⁹. Εφόσον ενεργεί στο δικό του όνομα κατά σύνηθες επάγγελμα με σκοπό το κέρδος, είναι έμπορος κατά το ουσιαστικό σύστημα, ενώ στις περιπτώσεις που ο νόμος απονέμει σ' αυτόν την εμπορική ιδιότητα την αποκτά κατά το τυπικό σύστημα²⁶⁰. Ο ορισμός αυτός είναι στενότερος σε σχέση με τον αρχικό²⁶¹. Κατά τον τελευταίο η ιδιότητα του «gatekeeper» αποδίδεται σε ιδιώτη, ενώ κατά τον πρώτο περιορίζεται μόνο σε επαγγελματίες μεσολαβητές στον τομέα της πληροφορίας.

Ανεξαρτήτως του υιοθετούμενου ορισμού, συνεπέστερη δογματικώς είναι η άρνηση του χαρακτηρισμού των εξωτερικών διοικητών, δηλαδή των συνδεόμενων με την εταιρία με σύμβαση εξωτερικής διαχείρισης, ως πυλωρών²⁶². Οι εξωτερικοί διοικητές είναι υποκατάστατα όργανα της ανώνυμης εταιρίας: Ασκούν διαχείριση. Είναι μεν αληθές ότι (κατά την κρατούσα γνώμη) οργανική ιδιότητα αναγνωρίζεται και στους ορκωτούς ελεγκτές λογιστές, πλην όμως εν προκειμένω οι εξωτερικοί διοικητές βρίσκονται στον πυρήνα του ελέγχου, στον πυρήνα του αντικειμένου της θεωρίας περί πυλωρών. Κατά τούτο η άσκηση διαχείρισης υπερτερεί της παροχής υπηρεσιών. Ως προς την αστική ευθύνη τους ισχύουν οι σχετικές με την αστική ευθύνη των μελών του Δ.Σ. διατάξεις²⁶³. Εξάλλου, οι εξωτερικοί διοικητές δεν είναι διαμεσολαβητές στον τομέα της πληροφόρησης.

Η πληροφοριακή ασυμμετρία στην κεφαλαιαγορά γέννησε την ανάγκη της διαμεσολάβησης. Οι επενδυτές στερούνται των πληροφοριών που απαιτούνται για τη λήψη μίας ορθής, δηλαδή οικονομικά συμφέρουσας γι' αυτούς, επενδυτικής απόφασης σχετικά με ένα ερευνώμενο επενδυτικό μέσο και την επιλογή μεταξύ περισσότερων εναλλακτικών επιλογών επένδυσης των πόρων τους. Οι επαγγελματίες μεσολαβητές είναι εκείνοι που μπορούν να γεφυρώσουν το πληροφοριακό χάσμα μεταξύ του εκδότη και του επενδυτή εκθέτοντας τις αναγκαίες πληροφορίες για την αξιολόγηση της κατάστασης του εκδότη, την εκτίμηση των προοπτικών ενδεχόμενης επένδυσης σ' αυτόν και της αξίας του προσφερόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου²⁶⁴.

Η παροχή πληροφοριών δεν είναι επαρκής συνθήκη. Ακόμη κι αν ο επενδυτής αποκτήσει την απαραίτητη ενημέρωση δεν είναι σε θέση να την αξιολογήσει. Η πολυπλοκότητα και η παγκοσμιοποίηση των σύγχρονων συναλλαγών, η εξειδίκευση των αναπτυσσόμενων δραστηριοτήτων των εκδοτών και η πληθώρα των εναλλακτικών επενδυτικών σχεδίων καθιστούν αδύνατους για τον μέσο επενδυτή τον έλεγχο και την αξιοπιστία της παρεχόμενης πληροφόρησης και τη σύγκριση μεταξύ των περισσότερων προσφερόμενων λύσεων. Στην περίπτωση κατά την οποία το εγχείρημα αυτό θα ήταν εφικτό για τον επενδυτή, θα ήταν ταυτόχρονα και οικονομικά ασύμφορο ως υπερβολικά κοστοβόρο. Αντιθέτως, η κατ' επάγγελμα ανάλυση της δραστηριότητας αυτής από τον μεσολαβητή με όρους επαναληψιμότητας, οργάνωσης και εξειδίκευσης μειώνει το σχετικό κόστος τόσο για τον επαγγελματία όσο και για τους μετέχοντες στην αγορά²⁶⁵.

²⁵⁹ Coffee Jr, Gatekeepers, The Professions and Corporate Governance, 2006, 2.

²⁶⁰ Εξαιρέση προβλέπει το άρθρο 3 παρ. 3 ν. 4194/2013 («Η άσκηση του δικηγορικού επαγγέλματος δεν συνιστά εμπορική δραστηριότητα»).

²⁶¹ Coffee Jr, Conclusion, ό.π., 178.

²⁶² Ως τέτοιοι χαρακτηρίζονται από τον Kraakman, Corporate Liability Strategies..., ό.π., 890. Επίσης, Laby, Differentiating gatekeepers, Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., 2006, 155.

²⁶³ Βλ. σχετικά με την ευθύνη των μελών του ΔΣ έναντι της ανώνυμης εταιρίας Βερβεσό, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 102 αρ. 20.

²⁶⁴ Coffee Jr, Gatekeepers..., 2· Καραγκουνίδης, ό.π., 51.

²⁶⁵ Βλ. Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 597.

Η δραστηριοποίηση των μεσολαβητών στην κεφαλαιαγορά συμβάλλει στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης σ' αυτήν. Οι ενδιαμέσσοι με τη συνεχή παροχή των υπηρεσιών τους στην αγορά έχουν αποκτήσει εμπειρία, εξειδίκευση και τεχνογνωσία στη διαχείριση πληροφοριακών δεδομένων και καταστάσεων και έχουν συστηματοποιήσει τον τρόπο εκτέλεσης των καθηκόντων τους. Η διαρκής συμμετοχή στην αγορά και η δημιουργία οικονομίας κλίμακας σε συνδυασμό με τους ανωτέρω παράγοντες τονώνουν την επαγγελματική φήμη των διαμεσολαβητών²⁶⁶. Ταυτόχρονα τους αναδεικνύουν ως αξιόπιστους παίκτες της αγοράς, οι οποίοι συμβάλλουν στη δημιουργία συνθηκών αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς σε κλίμα εμπιστοσύνης όσον αφορά τους όρους των διεξαγόμενων συναλλαγών. Στο πλαίσιο αυτό η διαμεσολάβηση στην κεφαλαιαγορά είναι επωφελής τόσο για τους εκδότες όσο και για τους επενδυτές.

Η βάση στην οποία κινείται η θεωρία περί «gatekeepers» φαίνεται αρχικά να αφορά μία «επαγγελματική αριστοκρατία». Η επίκληση επαγγελματικής φήμης που «χτίσθηκε» μέσω της ανάπτυξης ευρέως πελατολογίου σε μακροπρόθεσμη βάση που μπορεί να υπερβαίνει τον αιώνα αναφέρεται σε επαγγελματικούς κολοσσούς. Πράγματι, η αναφορά στην ομάδα των «τεσσάρων μεγάλων» λογιστικών δικτύων²⁶⁷ επιβεβαιώνει τον ανωτέρω ισχυρισμό.

Στην εφαρμογή της η θεωρία των «gatekeepers» δεν περιορίζεται στους επαγγελματίες με ευρεία κλίμακα εργασιών. Είναι αληθές ότι σε περίπτωση οικονομικών σκανδάλων διεθνούς βεληνεκούς συνήθως οι εμπλεκόμενοι διαμεσολαβητές θα ανήκουν σ' αυτήν την κατηγορία. Ωστόσο, η ανάγκη διατήρησης της ενότητας και της αξιοπιστίας της κεφαλαιαγοράς επέκτεινε την εφαρμογή της θεωρίας σε επαγγελματίες οποιασδήποτε κλίμακας εργασιών. Έτσι, η ευθύνη των ελεγκτών έναντι του επενδυτικού κοινού δεν περιορίζεται στις μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες, αλλά σε κάθε ελεγκτή. Δε χρειάζεται δηλαδή να διακυβεύεται μόνο η ευρέως (ενδεχομένως διεθνώς) θεμελιωμένη φήμη, αλλά αρκεί να απειλείται πλήγμα στην εμπιστοσύνη του κοινού στην αξιοπιστία του ειδικού. Πάντως, στη θεωρία επισημαίνεται ότι η επαναληψιμότητα της δραστηριότητας του πυλωρού και η δημιουργία επαγγελματικού κεφαλαίου φήμης αποτελεί στοιχείο που καθιστά το σχετικό μοντέλο πιο αποτελεσματικό²⁶⁸.

Η διαμεσολάβηση στην κυκλοφορία της πληροφορίας είναι αναγκαίο, αλλά μη επαρκές στοιχείο της έννοιας του πυλωρού. Ήδη αποδίδεται²⁶⁹ ο χαρακτηρισμός του «gatekeeper» σε εταιρίες με αντικείμενο την παροχή συμβουλών για την άσκηση δικαιώματος ψήφου με εξουσιοδότηση («proxy advisory services»)²⁷⁰. Το βασικό εμπόδιο για την ένταξη αυτών των εταιριών στην ευρύτερη ομάδα των πυλωρών είναι ότι συμβάλλονται με τους επενδυτές, αμείβονται από αυτούς και προβαίνουν σε επεξεργασία πληροφοριών ήδη γνωστών στο κοινό²⁷¹. Η θεωρία περί «gatekeepers» αποβλέπει στην ενεργοποίηση προς όφελος των επενδυτών επαγγελματιών που συμβάλλονται με τον εκδότη και έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες συνήθως

²⁶⁶ Coffee Jr, Gatekeepers..., 2.

²⁶⁷ «Big 4»: Deloitte, Ernst & Young, KPMG, PricewaterhouseCoopers. Βλ. σχετική αναφορά σε Coffee Jr, Conclusion, ό.π., 177-178.

²⁶⁸ Coffee Jr, The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting. Columbia Law and Economics Working Papers. New York: Columbia University Law School, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270944, 9.

²⁶⁹ Από τον Coffee Jr, Gatekeepers, The Professions and Corporate Governance, 2006, 3.

²⁷⁰ Για τις οποίες βλ. αναφορά σε Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία, ό.π., 231· Θεοδωροπούλου - Δένδια, ό.π., 817. Για τις ομοιότητες και τις διαφορές μεταξύ των «proxy advisors firms» και οίκων αξιολόγησης βλ. Sangiorgi, Spatt, The Economics of Credit Rating Agencies, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3055889, 23-26.

²⁷¹ ESMA Discussion paper “An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options”, δημοσιευθέν στις 22/3/2012 στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.esma.europa.eu/>, 31.

άγνωστες στο επενδυτικό κοινό. Επιπλέον, η άρνηση της συνδρομής των εταιριών αυτών δεν αποκλείει τον εκδότη με άμεσο τρόπο από τη σύναψη συναλλαγής ή την είσοδο σε αγορά.

Η ιδιότητα του «gatekeeper» έχει αποδοθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. στις επιτροπές ελέγχου των εισηγμένων εταιριών²⁷². Οι περιπτώσεις κατά τις οποίες η SEC στράφηκε κατά μελών επιτροπής ελέγχου είναι μεμονωμένες. Ενώπιον των δικαστηρίων των Η.Π.Α. έχουν συζητηθεί δύο σχετικές υποθέσεις²⁷³. Σε καμία απόφαση, όμως, δε γίνεται αναφορά στη θεωρία περί πυλωρών. Πρέπει να σημειωθεί ότι η αναγνώριση της αστικής ευθύνης μελών επιτροπής ελέγχου δε σημαίνει ότι η τελευταία θεωρείται πυλωρός είτε κατά τον ορισμό του Kraakman είτε κατά τον ορισμό του Coffee. Η ευθύνη καταφάσκει στη βάση της πλημμελούς άσκησης εποπτικών καθηκόντων. Τέτοιου είδους καθήκοντα επιβάλλονται και σε πρόσωπα που δεν είναι «gatekeepers».

Με βάση τη θεωρία περί «gatekeepers» η επιτροπή ελέγχου δεν μπορεί να θεωρηθεί ως πυλωρός. Τα μέλη της δεν ενεργούν υπό επαγγελματική ιδιότητα, ως πάροχοι υπηρεσιών. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι κατά τον ν. 4449/2017 ένα εκ των μελών της πρέπει να είναι ορκωτός ελεγκτής σε αναστολή ή συνταξιούχος ή με επαρκή γνώση στην ελεγκτική και τη λογιστική – επομένως όχι ενεργός²⁷⁴. Περαιτέρω, δεν απαιτείται συγκεκριμένη επαγγελματική ιδιότητα των υπόλοιπων μελών, αλλά επαρκής γνώση στον τομέα δραστηριότητας της εταιρίας²⁷⁵. Μάλιστα, ενδέχεται τα μέλη της επιτροπής να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου (πάντως μη εκτελεστικά). Περαιτέρω, το γεγονός ότι στον νόμο προβλέπεται ότι τα μέλη πρέπει στην πλειονότητά τους να είναι ανεξάρτητα κατά την έννοια του ν. 3016/2002²⁷⁶ δεν αποκλείει τη μετοχική ιδιότητα των μελών. Επίσης, εφόσον τα μέλη δεν ενεργούν στο πλαίσιο επαγγελματικής δραστηριότητας, δεν υφίσταται σχετική αγορά μελών επιτροπών ελέγχου και τα μέλη αυτά δε θέτουν σε διακινδύνευση κάποια επαγγελματική φήμη, αφού δεν έχουν τέτοια. Από τα ανωτέρω προκύπτει η προφανής διαφοροποίηση των μελών της επιτροπής ελέγχου από τους πυλωρούς (ακόμη και από τους ελεγκτές, οι οποίοι κατά την κρατούσα άποψη αποτελούν όργανο της εταιρίας²⁷⁷).

Ενίοτε αποδίδεται ο χαρακτηρισμός του πυλωρού στους συμβούλους επενδύσεων λιανικής («retail investment advisors»)²⁷⁸. Με τον τρόπο αυτό δίνεται έμφαση στην υποχρέωση του συμβούλου να προτείνει στον επενδυτή επενδύσεις σε κινητές αξίες που είναι συμβατές με τις προτιμήσεις, τις ανάγκες και τους στόχους του. Από την άποψη αυτή πραγματικά μπορεί να ειπωθεί ότι ο σύμβουλος φυλάσσει πύλη, η οποία αφορά την επενδυτική απόφαση του επενδυτή. Ωστόσο, πρόκειται για φύλαξη από την αντίστροφη πλευρά, από αυτήν του επενδυτή. Αντανakλαστικώς βεβαίως αποκτά όφελος η εταιρία στην οποία θα αποφασίσει ο επενδυτής να επενδύσει τα κεφάλαιά του. Όμως, δεν μπορεί να γίνει λόγος για σχέση του συμβούλου με τον εκδότη. Δεν υφίσταται μεταξύ τους συμβατική σχέση. Ενόψει τούτων ο σύμβουλος δεν έχει

²⁷² Bradshaw Gilbert, SEC Director: The Importance of Gatekeepers, January 28, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://bradshawlawgroup.com/sec-director-the-importance-of-gatekeepers/>, LaCroix Kevin, Liability Exposures of Audit Committee Chairs, April 18, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.dandodiary.com/2014/04/articles/director-and-officer-liability/liability-exposures-of-audit-committee-chairs/>.

²⁷³ Securities and Exchange Commission v. Agfeed Industries, Inc., et al., Dist. Court, M.D. Tennessee, Nashville Division No. 3:14-CV-00663, 2017· In re L&L Energy, Inc. Sec. Litig., DDist. Court, W.D. Washington, Seattle, 2012.

²⁷⁴ Άρθρο 44 παρ. 1 εδ. ζ' του ν. 4449/2017.

²⁷⁵ Βλ. Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση, αρ. 65-67.

²⁷⁶ Άρθρο 44 παρ. 1 εδ. ε' του ν. 4449/2017.

²⁷⁷ Βλ. σε Μαστρομανώλη, Πρόσφατες εξελίξεις..., ό.π., 6.

²⁷⁸ Ben-Ishai, Corporate Gatekeeper Liability in Canada, Tex. Int'l L.J. 2007, 471.

ιδιαίτερη πρόσβαση σε μη δημοσιευμένες πληροφορίες. Κατόπιν των ανωτέρω, δεν μπορεί να θεωρηθεί ως θυροφύλακας κατά την έννοια που αναπτύχθηκε στην οικεία θέση.

Από την προηγηθείσα ανάπτυξη αναδεικνύεται ως καίρια η σημασία της θέσης του επαγγελματία μεσολαβητή - πυλωρού²⁷⁹. Είτε υπό την άποψη της φύλαξης μίας πύλης είτε υπό αυτήν της διαμεσολάβησης σημασία έχει η θέση του στην αγορά. Απλώς στη μία περίπτωση ο χρησιμοποιούμενος όρος έχει στατική έννοια, ενώ στην άλλη δυναμική. Πράγματι, με τον τονισμό της σπουδαιότητας της τήρησης της πύλης τονίζεται η τοποθέτηση του πυλωρού σε μία είσοδο, η κομβικότητα της εισόδου και η εξουσία του φύλακα να αρνηθεί τη διέλευση απ' αυτήν, ενώ με την αναφορά στη διαμεσολάβηση τονίζεται η συμμετοχή του επαγγελματία στην αλυσίδα της προσφοράς και της ζήτησης και η διαδικασία διαβίβασης πληροφοριών χρήσιμων για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης, την ενδεχόμενη διαπραγμάτευση και τη σύναψη σύμβασης με αποτέλεσμα την εκροή κεφαλαίων από τον επενδυτή και την εισροή τους στον εκδότη.

Η μεσολάβηση και η ανάδειξη πυλωρών συναντάται τόσο στην παλαιού τύπου χρηματοδότηση (μέσω της οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς) όσο και στη νέα μορφή χρηματοδότησης, αυτή της συμμετοχικής επένδυσης μέσω πλατφόρμας του διαδικτύου («crowdfunding»). Στη παραδοσιακή χρηματοδότηση αναγνωρίζονται ως θυροφύλακες πλείονες επαγγελματίες, όπως οι λογιστές, οι ελεγκτές, οι δικηγόροι, οι ανάδοχοι δημοσίων προσφορών κινητών αξιών, οι οίκοι αξιολόγησης, οι τράπεζες επενδύσεων και οι οικονομικοί αναλυτές. Στη συμμετοχική χρηματοδότηση συζητείται η καθιέρωση ρόλου θυρωρού με υποψηφίους τον διαχειριστή της πλατφόρμας ή τον πιθανό ανάδοχο ή κάποιον επιχειρηματικό άγγελο²⁸⁰.

Ζήτημα αποτελεί κατά πόσο η αντικειμενικότητα και η ανεξαρτησία αποτελούν συστατικά της έννοιας του «πυλωρού». Είναι αληθές ότι η εμπιστοσύνη της αγοράς στην αξιοπιστία των θυρωρών έγκειται στο γεγονός ότι θεωρούνται ότι είναι αμερόληπτοι και ανεξάρτητοι σε σχέση τόσο με τον επενδυτή όσο ιδίως με τον εκδότη. Η δημόσια πίστη βασίζεται στην αντίληψη ότι ως επαγγελματίες δεν πρόκειται να θυσιάσουν τη φήμη τους στον βωμό του προσδοκώμενου κέρδους από συμμετοχή σε παράνομες πράξεις ή παραλείψεις του εκδότη²⁸¹. Ωστόσο, ακριβέστερο είναι ότι τα στοιχεία αυτά αποτελούν το ζητούμενο κατά τη δράση των πυλωρών και όχι στοιχείο της έννοιάς τους. Μάλιστα κατά την ανάπτυξη της παρούσας μελέτης θα καταδειχθεί ότι ο βαθμός της ανεξαρτησίας και της αντικειμενικότητάς τους διαφοροποιείται αναλόγως με την ακριβή θέση εκάστου εξ αυτών στην αλυσίδα προσφοράς και ζήτησης και το είδος της σχέσης του με τον εκδότη.

Έχει επικρατήσει στη θεωρία η αντίληψη ότι ο ρόλος των πυλωρών είναι πιο κρίσιμος σε έννομες τάξεις και αγορές στις οποίες παρατηρείται διασπορά των μετόχων των ανώνυμων εταιριών²⁸². Αυτή η διασπορά παρατηρείται στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ομοίως, η κεφαλαιαγορά της Αυστραλίας περιγράφεται από τον ΟΟΣΑ ως διακρινόμενη από ευρεία

²⁷⁹ Με λιτό τρόπο η Black Julia, *Paradoxes and Failures: New Governance Techniques and the Financial Crisis*, *Mod. Law Rev.*, 1048, δίνει έμφαση στη «θέση» του πυλωρού και αναδεικνύει το στοιχείο αυτό ως τη θεμελιακή βάση της τεχνικής της επιστράτευσης του θεματοφύλακα στην υπηρεσία του κράτους. Η ίδια (*Proceduralisation and Polycentric Regulation*, *DIREITO GV L. Rev.*, 2005, 110) χαρακτηρίζει τη θέση αυτή ως «στρατηγική».

²⁸⁰ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω.

²⁸¹ Coffee Jr, *The attorney as a getkeeper...*, ό.π., 1297· Coffee Jr, *Gatekeepers...*, 4, Wagner, *Gatekeeper Liability: A Response to the Financial Crisis*, 2013, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2317213, 21· Μικρουλέα, *Τάσεις ποινικοποίησης...*, ό.π., υπό ΙΙΙ.Ζ. Βλ. Partnoy, *Barbarians...*, ό.π., 497 - 498, για τη στάθμιση κόστους-οφέλους στην οποία προβαίνουν οι πυλωροί.

²⁸² Coffee Jr, *Gatekeepers...*, ό.π., 8.

διασπορά²⁸³. Αντιθέτως, στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης η δομή των ανώνυμων εταιριών διακρίνεται από τη συγκέντρωση υψηλών ποσοστών ιδιοκτησίας σε λίγους μετόχους²⁸⁴. Κατ' αποτέλεσμα, στις μεν πρώτες έννομες τάξεις τα προβλήματα που ανακύπτουν αφορούν τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοίκησης της εταιρίας, στις δεύτερες οι αντιμαχόμενες πλευρές είναι αυτές της πλειοψηφίας και της μειοψηφίας²⁸⁵.

2. Διάκριση μεταξύ «gatekeepers» και «whistleblowers»

Χρήσιμη για την κατανόηση της έννοιας των «gatekeepers» (καθώς και του ρόλου και των καθηκόντων τους) είναι η διάκρισή της από μία διεθνώς εξίσου δημοφιλή έννοια, αυτή των «whistleblowers»²⁸⁶. Πρόκειται για έναν συγγενή όρο με ιστορικές καταβολές κατά πολύ αρχαιότερες σε σχέση με τους πυλωρούς που εντάσσεται σε ρυθμιστικό πλαίσιο με παρόμοια λογική και τεχνική.

Κατά την ακριβή μετάφραση «whistleblower» είναι εκείνος ο οποίος «φυσά τη σφυρίχτρα»²⁸⁷. Ήδη προκύπτει ότι κυρίαρχο εννοιολογικό στοιχείο είναι ότι το εν λόγω πρόσωπο παρεμβαίνει προκειμένου να ειδοποιήσει για κάτι και να το σταματήσει. Είναι γεγονός ότι έχουν γίνει διάφορες απόπειρες απόδοσης του όρου στην ελληνική γλώσσα²⁸⁸. Εκ των πιθανών μεταφράσεων συχνότερα απαντάται ο όρος «μάρτυρας δημόσιου συμφέροντος», ο οποίος δεν αποδίδει με ακρίβεια το σύνολο των πιθανών εκδοχών υπό τις οποίες αποδίδεται η ταυτότητά του και ο ρόλος του, αλλά ενόψει της αποφυγής χρήσης μετοχής ή αρνητικού περιεχομένου ουσιαστικών κρίνεται ότι είναι ο πιο κατάλληλος και ευχερώς αναγνωρίσιμος ως ευρέως χρησιμοποιούμενος²⁸⁹.

²⁸³ Βλ. σε Dixon, Hill, The Protection of Investors and the Compensation for their Losses: Australia, ECGI Law working paper No 421/2018, October 2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3264939, 10, όπου γίνεται αναφορά και σε άλλη μελέτη, τα συμπεράσματα της οποίας δε συμβαδίζουν με τη θέση του ΟΟΣΑ.

²⁸⁴ Coffee Jr, Gatekeepers..., 86.

²⁸⁵ Coffee Jr, Gatekeepers..., 8, 82, 82-93; Hopt, ό.π., 6-7. Για τα όρια της εξουσίας της πλειοψηφίας βλ. Ρόκα, Τα όρια της εξουσίας της πλειοψηφίας εις το δίκαιον των ανώνυμων εταιριών, 1971.

²⁸⁶ Για τους οποίους βλ. ιδίως Cunningham, Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers Minn. L. Rev. 2007, 330. Ασκητή, Whistleblowers και ελευθερία της έκφρασης - Οι νομολογιακές τάσεις του ΕΔΔΑ σε αντιπαράβολή με το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ και η προβληματική των υπηρετούντων σε υπηρεσίες πληροφοριών, ΔΙΤΕ 2019, 161επ.

²⁸⁷ Μολίνου, Εσωτερικό σύστημα καταγγελίας δυσλειτουργιών (Whistleblowing) (2018) στο Οικονόμου (επιμ.), Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων, 194., Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

²⁸⁸ Βλ. σε Μολίνου, όπ, 197.

²⁸⁹ Βλ. και το άρθρο 47 του νέου Κώδικα Ποινικής Δικονομίας («αποχή από την ποινική δίωξη μαρτύρων δημοσίου συμφέροντος»). Σχετικά με το άρθρο 45B του προϊσχύσαντος Κώδικα Ποινικής Δικονομίας βλ. Courakis, The Protection of Whistleblowers in Greece following the Introduction of Law-Nr. 4254/2014. Some Critical Remarks, EUCPN Newsletter 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://eucpn.org/sites/default/files/content/download/files/gp_cy_the_protection_of_whistleblowers_in_greece.pdf. Επίσης, βλ. άρθρο 39 του ν. 4443/2016 (ΦΕΚ Α 232/9.12.2016 - Διόρθωση σφαλμάτων ΦΕΚ Α 23/2017) «Ι) Ενσωμάτωση της Οδηγίας 2000/43/ΕΚ περί εφαρμογής της αρχής της ίσης μεταχείρισης προσώπων ασχέτως φυλετικής ή εθνοτικής τους καταγωγής, της Οδηγίας 2000/78/ΕΚ για τη διαμόρφωση γενικού πλαισίου για την ίση μεταχείριση στην απασχόληση και την εργασία και της Οδηγίας 2014/54/ΕΕ περί μέτρων που διευκολύνουν την άσκηση των δικαιωμάτων των εργαζομένων στο πλαίσιο της ελεύθερης κυκλοφορίας των εργαζομένων, ΙΙ) λήψη αναγκαίων μέτρων συμμόρφωσης με τα άρθρα 22, 23, 30, 31 παρ. 1, 32 και 34 του Κανονισμού 596/2014 για την κατάχρηση της αγοράς και την κατάργηση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των Οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/ΕΚ, 2003/125 ΕΚ και 2004/72/ΕΚ και ενσωμάτωση της Οδηγίας 2014/57/ΕΕ περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση αγοράς και της εκτελεστικής Οδηγίας 2015/2392, ΙΙΙ) ενσωμάτωση της Οδηγίας 2014/62 σχετικά με την προστασία του ευρώ και άλλων νομισμάτων από την

Ο συγκεκριμένος όρος συνδέεται στενά με το δίκαιο των ΗΠΑ. Η False Claims Act του 1863 αποτελεί την πρώτη νομοθετική ρύθμιση με την οποία προβλέφθηκε προστασία για τους καταγγέλλοντες παρανομίες σε δημόσιες συμβάσεις. Μάλιστα, με τη σχετική ρύθμιση δόθηκε το δικαίωμα στον καταγγέλλοντα να ασκεί αγωγή σε βάρος των παραβατών στο όνομα του κράτους και να λαμβάνει τμήμα του προστίμου που επιβαλλόταν σ' αυτούς²⁹⁰. Είναι χαρακτηριστικό ότι η Dodd-Frank Act του 2010, η οποία περιλαμβάνει διατάξεις σχετικές με τους μάρτυρες δημόσιου συμφέροντος σε σχέση με την κεφαλαιαγορά, αποτελεί σημείο αναφοράς στη διεθνή βιβλιογραφία, ενώ σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης για πρώτη φορά εκδόθηκε οδηγία για την προστασία προσώπων που καταγγέλλουν παραβάσεις του δικαίου της Ένωσης²⁹¹.

Κεντρικό πρόσωπο στην προβληματική των «whistleblowers» είναι ο εργαζόμενος²⁹². Διεθνώς ο τελευταίος αποτελεί πάντοτε υποκείμενο της παρεχόμενης προστασίας από τις σχετικές ρυθμίσεις των διάφορων έννομων τάξεων²⁹³. Άλλες απ' αυτές έχουν ευρύτερο και άλλες στενότερο πεδίο εφαρμογής ως προς τα πρόσωπα που αναγνωρίζονται ως μάρτυρες δημόσιου συμφέροντος. Κοινό χαρακτηριστικό όλων, όμως, είναι το γεγονός ότι οι εργαζόμενοι δεν τίθενται ποτέ εκτός της ρυθμιστικής εμβέλειας εκάστης διάταξης. Μάλιστα, σε περιπτώσεις κατά τις οποίες η σχετική νομοθεσία αφορά και μη εργαζομένους από τη διατύπωση των ρυθμίσεων προκύπτει ότι μεγάλο τμήμα τους αναφέρεται σε εργαζομένους και επιβεβαιώνεται το γεγονός ότι η προστασία ιδίως αυτών αποτελεί τον κορμό των σχετικών διατάξεων²⁹⁴.

παραχάραξη και την κιβδηλεία μέσω του ποινικού δικαίου και για την αντικατάσταση της απόφασης - πλαισίου 2000/383/ΔΕΥ του Συμβουλίου και IV) Σύσταση Εθνικού Μηχανισμού Διερεύνησης Περιστατικών Αυθαιρεσίας στα σώματα ασφαλείας και τους υπαλλήλους των καταστημάτων κράτησης και άλλες διατάξεις». Με το άρθρο 39 εξουσιοδοτείται το ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη ρύθμιση διαδικασιών υποβολής αναφορών σχετικά με παραβάσεις του Κανονισμού 596/2014 και την προστασία των αναφερόντων. Βλ. και τη με αριθμό 1/798/12.10.2017 απόφαση του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β' 3866/03.11.2017) «Προσαρμογή στην Εκτελεστική Οδηγία (ΕΕ) 2015/2392 της Επιτροπής της 17ης Δεκεμβρίου 2015 για τον Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά την υποβολή αναφορών στις αρμόδιες αρχές σχετικά με πραγματικές ή πιθανές παραβάσεις του εν λόγω κανονισμού».

²⁹⁰ Σταμέλος, Χατζημανώλης, Δακορώνια (επιστ. επιμ.), Αγγλο-ελληνικό, ελληνο-αγγλικό λεξικό νομικών όρων, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2^η έκδοση, 2011, 685.

²⁹¹ Οδηγία (ΕΕ) 2019/1937 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 23ης Οκτωβρίου 2019, σχετικά με την προστασία των προσώπων που αναφέρουν παραβιάσεις του δικαίου της Ένωσης, OJ L 305, 26.11.2019, p. 17–56.

²⁹² «Whistleblowers» μπορεί να είναι και συνεργάτες, εξωτερικοί συνεργάτες ή και δημοσιογράφοι. Βλ. Gadinis, Mangels, ό.π., 828.

²⁹³ Για μία διεθνή επισκόπηση βλ. Thüsing, Forst, Whistleblowing Around The World-A Comparative Analysis of Whistleblowing in 23 Countries, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.iacl2014congress.com/fileadmin/user_upload/k_iacl2014congress/General_reports/140616_Vergleichsstudie_Whistleblowing.pdf, 1επ..

²⁹⁴ Από τα δεκαπέντε είδη αντιποίνων που αναφέρονται στο άρθρο 19 της Οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937 τα δεκατρία έχουν πρόδηλη αναφορά σε σχέση ή σύμβαση εργασίας («α) παύση, απόλυση ή ισοδύναμα μέτρα, β) υποβιβασμός ή στέρηση προαγωγής· γ) μεταβίβαση καθηκόντων, αλλαγή τόπου εργασίας, μείωση μισθού, μεταβολή του ωραρίου εργασίας· δ) στέρηση κατάρτισης· ε) αρνητική αξιολόγηση επιδόσεων ή αρνητική επαγγελματική σύσταση· στ) επιβολή ή εφαρμογή πειθαρχίας, επίπληξης ή άλλου πειθαρχικού μέτρου, περιλαμβανομένης χρηματικής ποινής· ζ) καταναγκασμός, εκφοβισμός, παρενόχληση ή περιθωριοποίηση· η) διάκριση, μειονέκτημα ή άδικη αντιμετώπιση· θ) μη μετατροπή σύμβασης προσωρινής απασχόλησης σε μόνιμη, ενώ ο εργαζόμενος είχε δικαιολογημένη εμπιστοσύνη ότι θα του προσφερθεί μόνιμη απασχόληση· ι) μη ανανέωση ή πρόωρη διακοπή σύμβασης προσωρινής απασχόλησης· ... ιβ) καταχώριση σε μαύρη λίστα βάσει τομεακής ή κλαδικής επίσημης ή ανεπίσημης συμφωνίας, που μπορεί να συνεπάγεται ότι το πρόσωπο δεν πρόκειται να βρει θέση εργασίας στον τομέα ή στον κλάδο στο μέλλον· ... ιδ) ακύρωση άδειας ή έγκρισης· ιε) παραπομπή για ψυχιατρική ή ιατρική παρακολούθηση»). Τα άλλα δύο είδη αφορούν «ια) βλάβη, περιλαμβανομένης προσβολής της φήμης, ιδίως στα μέσα κοινωνικής δικτύωσης, ή οικονομική ζημία, περιλαμβανομένης επιχειρηματικής ζημίας και απώλειας εισοδήματος· ... ιγ) πρόωρη διακοπή ή ακύρωση σύμβασης για εμπορεύματα ή υπηρεσίες».

Η επιλογή του εργαζομένου ως πληροφοριοδότη οφείλεται στη θέση του σε σχέση με το καταγγελλόμενο πρόσωπο²⁹⁵. Στο πλαίσιο της παροχής της εργασίας του προς αυτό γίνεται δέκτης πληροφοριών οι οποίες είναι άγνωστες προς τις αρμόδιες αρχές. Μάλιστα χωρίς τη σχετική νομοθετική επιστράτευση του εργαζομένου το πιθανότερο είναι ότι οι σχετικές πληροφορίες θα παρέμεναν απροσπέλαστες για τις τελευταίες. Τα στοιχεία των οποίων ο εργαζόμενος γίνεται κοινωνός ενδιαφέρουν τη νομοθετική, την εκτελεστική και τη δικαστική εξουσία μόνο σε περίπτωση που αναφέρονται σε παραβάσεις του νόμου.

Η ανάγκη προστασίας του εργαζομένου ως καταγγέλλοντος προκύπτει από την ίδια τη θέση του. Αυτή η ίδια, η οποία του παρέχει τη δυνατότητα απόκτησης σχετικής ενημέρωσης προκειμένου στη συνέχεια να προβεί στη σχετική αναφορά, είναι που παρέχει στον εργοδότη τη δυνατότητα να προβεί σε πράξεις αντεκδίκησης. Τα αντίποινα μπορεί να φθάσουν μέχρι και τη λύση της σχέσης εργασίας ή ακόμη και μέχρι τον επηρεασμό του επαγγελματικού μέλλοντος του εργαζομένου. Επομένως, καθίσταται αναγκαία η διασφάλιση της θέσης του προκειμένου να του παρασχεθεί το κίνητρο να προβεί στην καταγγελία παρανομιών.

Η έκταση της δημοσιότητας που λαμβάνει η καταγγελία του εργαζομένου διαφέρει ανά έννομη τάξη και αποτελεί νομοθετική επιλογή με αναφορά στην ταυτότητα του αποδέκτη της καταγγελίας. Έτσι, συχνά θεσπίζεται ένα υποχρεωτικό στάδιο κατά το οποίο ο εργαζόμενος πρέπει να απευθυνθεί στον εργοδότη, σε αρμόδιο όργανο της εταιρίας (στην περίπτωση που ο καταγγελλόμενος έχει εταιρική μορφή), το οποίο μπορεί να είναι ο διευθύνων σύμβουλος, το διοικητικό συμβούλιο ή μία επιτροπή η οποία έχει συσταθεί στο πλαίσιο λειτουργίας συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Η καταγγελία μπορεί να γίνεται εκτός της σφαίρας του εργοδότη και σε συγκεκριμένα σε αρμόδια διοικητική αρχή, σε βουλευτές, σε μη κυβερνητικές οργανώσεις, σε μη κερδοσκοπικές ενώσεις προσώπων ή ακόμη και στα μέσα μαζικής ενημέρωσης.

Πολλές φορές η θεσπιζόμενη νομοθεσία απονέμει την ιδιότητα του μάρτυρα δημόσιου συμφέροντος και σε πρόσωπα που δε συνδέονται με τον καταγγελλόμενο με σχέση ή σύμβαση εργασίας. Πρόκειται για περιπτώσεις μη μισθωτών, εργολάβων, παρεχόντων υπηρεσίες, μετόχων, προσώπων «που ανήκουν στο διοικητικό, διαχειριστικό ή εποπτικό όργανο μιας επιχείρησης, περιλαμβανομένων μη εκτελεστικών μελών, καθώς και εθελοντών και αμειβόμενων ή μη αμειβόμενων ασκουμένων»²⁹⁶, καθώς και προσώπων που «εργάζονται υπό την εποπτεία και τις οδηγίες αναδόχων, υπεργολάβων και προμηθευτών»²⁹⁷. Σε λίγες έννομες τάξεις αναγνωρίζεται η ως άνω ιδιότητα σε οποιονδήποτε τρίτο²⁹⁸.

Το εύρος εφαρμογής της νομοθετικής επιλογής της καθιέρωσης και προστασίας μαρτύρων δημόσιου συμφέροντος είναι μεγάλο και καλύπτει διάφορους τομείς της ανθρώπινης δραστηριότητας. Αυτό συμβαίνει ιδίως στους τομείς της καταπολέμησης της διαφθοράς, της τρομοκρατίας, στην κακομεταχείριση των ανηλίκων, στο δίκαιο του ανταγωνισμού, στο εταιρικό δίκαιο, στο εργατικό δίκαιο και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Χαρακτηριστικό είναι ότι στην Οδηγία (ΕΕ) 2019/1937 γίνεται αναφορά επιπλέον στους τομείς των δημόσιων συμβάσεων, της ασφάλειας των προϊόντων και των μεταφορών, στην προστασία του περιβάλλοντος, στην προστασία από την ακτινοβολία, στην πυρηνική ασφάλεια, στην ασφάλεια των τροφίμων και

²⁹⁵ Στην Αυστραλία, η πραγματική κατάσταση της εταιρίας One.Tel, η οποία δραστηριοποιούνταν στον τομέα των τηλεπικοινωνιών, αποκαλύφθηκε χάρη σε ένα ανώνυμο μήνυμα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου που έστειλε ένας εργαζόμενος της εταιρίας στον διευθύνοντα επί των οικονομικών θεμάτων. Μάλιστα, το ψευδώνυμο που χρησιμοποίησε ήταν το «Ghostdogperil». Βλ. Hill, ό.π., 373.

²⁹⁶ Βλ. άρθρο 4 παρ. 1 περ. γ' της Οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937.

²⁹⁷ Βλ. άρθρο 4 παρ. 1 περ. γ' της Οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937.

των ζωοτροφών, στην υγεία και καλή μεταχείριση των ζώων, στη δημόσια υγεία, στην προστασία των καταναλωτών, στην προστασία της ιδιωτικής ζωής και των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα και ασφάλεια των συστημάτων δικτύου και πληροφοριών, στα οικονομικά συμφέροντα της Ένωσης και στον τομέα των κρατικών ενισχύσεων.

Τόσο η θεωρία των «gatekeepers» όσο και αυτή των «whistleblowers» έχουν κοινή ιδεολογική αφετηρία. Σκοπός αμφοτέρων είναι η πρόληψη και καταστολή παράνομων ενεργειών και παραλείψεων. Στο πλαίσιο αυτό σημασία έχει η κατοχή πληροφοριών που είναι κρίσιμες για τη στοιχειοθέτηση σχετικών διοικητικών παραβάσεων ή ποινικών αδικημάτων ή την πρόκληση ζημιών αστικού χαρακτήρα και για τον εντοπισμό των σχετικών παραβάσεων. Χωρίς τη συνδρομή των πυλωρών και των μαρτύρων δημόσιου συμφέροντος η αποκάλυψη των παρανομιών θα καθίστατο εξαιρετικά δυσχερής. Αμφότεροι συμβάλλουν στην εφαρμογή θεσπισθέντων κανόνων δικαίου και δρουν ως επίκουροι πρωτίστως των οργάνων της εκτελεστικής εξουσίας στον τομέα της κανονιστικής συμμόρφωσης.

Οι δύο θεωρίες χρησιμοποιούν την ίδια τεχνική επίτευξης του σκοπού τους. Αμφότερες αναθέτουν ρόλο σε τρίτα πρόσωπα που συνδέονται με τον παραβάτη με τέτοια σχέση που τους εξασφαλίζει μία θέση εγγύτητας προς αυτόν, προς τη δραστηριότητά του και προς την πηγή των κρίσιμων για την επιβολή του νόμου πληροφοριών. Επίσης κοινός είναι ο προβληματισμός σχετικά με την ενδεδειγμένη έκταση δημοσιοποίησης των αμφιβολιών για τη νομιμότητα των πράξεων των ελεγχόμενων προσώπων. Έτσι, προβλέπονται οι διαδικασίες της εσωτερικής και της εξωτερικής αναφοράς αναλόγως με τον αποδέκτη των καταγγελιών και μάλιστα συχνά με σχέση χρονικής αλληλουχίας και προτεραιότητας της πρώτης έναντι της δεύτερης. Μάλιστα κατά την Dodd-Frank Act του δικαίου των Η.Π.Α. προκειμένου κάποιο πρόσωπο να χαρακτηριστεί ως «whistleblower» και να απολαύει της σχετικής προστασίας πρέπει να απευθύνει την καταγγελία του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς²⁹⁹ και δεν αρκεί η υποβολή αναφοράς προς αρμόδιο όργανο της εταιρίας³⁰⁰.

Πυλωροί και μάρτυρες δημόσιου συμφέροντος διαφέρουν μεταξύ τους ως προς το είδος της σχέσης που τους συνδέει με τον εκδότη και τον καταγγελλόμενο αντιστοίχως. Οι μεν πρώτοι είναι ελεύθεροι επαγγελματίες οι οποίοι παρέχουν προς τον εκδότη τις υπηρεσίες τους. Αντιθέτως, ο κορμός των δεύτερων αποτελείται από πρόσωπα που απασχολήθηκαν ή απασχολούνται ή πρόκειται να απασχοληθούν στην επιχείρηση του καταγγελλόμενου με σχέση ή σύμβαση εργασίας. Το γεγονός ότι ως μάρτυρες δημόσιου συμφέροντος χαρακτηρίζονται σε κάποιες έννομες τάξεις και πρόσωπα που δεν είναι εργαζόμενοι του καταγγελλόμενου δεν αναιρεί τον διαχωρισμό των δύο εννοιών, αλλά οφείλεται στο γεγονός ότι στην πράξη κατά τη διαμόρφωση των δικαιικών ρυθμίσεων παρατηρείται μία μίξη και αλληλεπικάλυψη των δύο θεωριών. Επί της ουσίας δηλαδή οι χαρακτηριζόμενοι ως μάρτυρες δημοσίου συμφέροντος μη μισθωτοί είναι πυλωροί με διαφοροποίηση ωστόσο ως προς το εύρος της δράσης τους σε σχέση με την πρόληψη και την καταστολή της παραβατικότητας.

Η διαφορετική θέση των πυλωρών και των μαρτύρων δημόσιου συμφέροντος σε σχέση με την επιχείρηση του ερευνώμενου φορέα της έχει συνέπειες στο περιεχόμενο του ρόλου που τους απονέμει ο νομοθέτης. Η σχέση εξάρτησης του εργαζομένου με τον εργοδότη του

²⁹⁸ Βλ. στο δίκαιο των Η.Π.Α. 15 U.S.C. § 78u-6(a)(6), όπως ισχύει μετά την Dodd-Frank Act.

²⁹⁹ Αντίστοιχη ρύθμιση υφίσταται σχετικά με την Επιτροπή Προθεσμιακών Συναλλαγών Βασικών Εμπορευμάτων («Commodity Futures Trading Commission», «CFTC»). Βλ. άρθρο 749 της Dodd-Frank Act.

³⁰⁰ Digital Realty Trust, Inc. v. Somers, 138 S. Ct. 767, 772-73 (2018). Μέχρι το 2018 υπήρχαν διαφωνίες στη νομολογία. Γλ' αυτήν βλ. Filler, Markham, Whistleblowers – A case study in the regulatory cycle for financial services, Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 2018, 317.

περιορίζει το πλαίσιο της δυνατών και επιθυμητών (από την πλευρά του νομοθέτη) ενεργειών του - αντιδράσεων του έναντι παράνομων πράξεων στην καταγγελία τους³⁰¹. Αντιθέτως, η ιδιότητα του θυρωρού ως ανεξάρτητου επαγγελματία που φυλάσσει συγκεκριμένη πύλη παρέχει στον νομοθέτη τη δυνατότητα καθιέρωσης περισσότερων υποχρεώσεων στο πρόσωπό του. Δημιουργείται ένα ευρύτερο φάσμα που περιλαμβάνει πέραν της αναφοράς εντός ή εκτός της επιχείρησης την άρνηση έγκρισης, την άρνηση πιστοποίησης, την άρνηση συνεργασίας ή ακόμη και τη λύση της σχετικής σύμβασης που συνδέει τον πυλωρό με την επιχείρηση.

Οι δύο θεωρίες έχουν διαφορετικό εύρος πεδίων εφαρμογής. Είναι γεγονός ότι τόσο ο όρος «gatekeepers» όσο και αυτός των «whistleblowers» είναι διεθνώς γνωστοί και αναγνωρίσιμοι. Ωστόσο, ο πρώτος εξ αυτών χρησιμοποιείται κατά τρόπο συστηματικό μόνο σε σχέση με την κεφαλαιαγορά και μάλιστα σε σχέση με τη δράση ιδιωτών. Ο δεύτερος ούτε έχει περιχαρακωθεί ούτε έχει συνδεθεί αποκλειστικά με συγκεκριμένη δραστηριότητα. Αναφέρεται σε οποιονδήποτε κλάδο σχετικό με τη δραστηριότητα του καταγγελλόμενου. Επιπλέον, δεν περιορίζεται στην καταγγελία πράξεων που αφορούν τον ιδιωτικό τομέα, αλλά επεκτείνεται και στον δημόσιο.

Οι διαφορές μεταξύ των δύο κατηγοριών έχουν ως αποτέλεσμα τη διαφοροποίηση της νομοθετικής αντιμετώπισης έκαστης εξ αυτών. Η μεγαλύτερη ανεξαρτησία με την οποία οι πυλωροί παρέχουν τις υπηρεσίες τους δημιουργεί σε ρυθμιστικό επίπεδο σε μεγαλύτερες απαιτήσεις ως προς τον τρόπο παρέμβασής τους και τελικά στην καθιέρωση ευθύνης τους σε περίπτωση μη εκπλήρωσης ή πλημμελούς εκτέλεσης των ανατεθειμένων σ' αυτούς εποπτικών καθηκόντων και των συνδεόμενων με αυτά υποχρεώσεων. Αντιθέτως, στην περίπτωση των μαρτύρων δημόσιου συμφέροντος το επίκεντρο της προσοχής στρέφεται αφενός στην προστασία τους από κάθε πιθανή και δυνατή περίπτωση αντιποίνων εκ μέρους του καταγγελλομένου αφετέρου στη θέσπιση χρηματικών ανταμοιβών³⁰².

Διαφορά εντοπίζεται και στα κίνητρα με βάση τα οποία θεωρείται ότι ωθούνται οι «whistleblowers» και οι «gatekeepers» σε δράση. Τα κίνητρα στην πρώτη περίπτωση είναι εξωτερικά, ενώ στη δεύτερη εσωτερικά. Ειδικότερα, απαιτείται η παρέμβαση του νομοθέτη με τη θέσπιση προστατευτικών μέτρων ή και χρηματικής ανταμοιβής προκειμένου να αισθανθεί ασφαλής ο «whistleblower» και να αποφασίσει να προβεί στην καταγγελία της παρανομίας³⁰³. Από την άλλη πλευρά, οι πυλωροί δρουν με το ένστικτο της αυτοσυντήρησης προκειμένου να προστατεύσουν το κεφάλαιο της φήμης τους³⁰⁴. Βεβαίως, στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι η προστασία της φήμης δεν παρέχει πάντοτε ικανό κίνητρο με αποτέλεσμα να απαιτείται η

³⁰¹ Πάντως υποστηρίζεται ότι κατά την εφαρμογή των δύο στρατηγικών απαιτείται πιο ενεργός ρόλος από τον μάρτυρα δημοσίου συμφέροντος. Βλ. Tarelli, ό.π., 117, Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 55.

³⁰² Grundfest, Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper No 150, 2013, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://securities.stanford.edu/academic-articles/20131202-damages-and-reliance-under-section-10b-of-the-exchange-act.pdf>, 39-40, ο οποίος παρατηρεί ότι οι ανταμοιβές προβλέπονται μόνο για την περίπτωση κατά την οποία ο «whistleblower» προβαίνει σε ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και όχι και στην περίπτωση που πληροφορεί ιδιώτες καθιστώντας ευχερέστερη την άσκηση των ατομικών αξιώσεών τους ή το αρμόδιο τμήμα της εταιρίας. Rapp, False Claims, Not Securities Fraud: Towards Corporate Governance by Whistleblowers, Nexus Journal of Law & Policy 2010, 101επ..

³⁰³ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 56· Gutter, Whistleblowers under the Dodd-Frank Act and their impact on gatekeepers, RBFL 2010-2011, 775.

³⁰⁴ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 59· Gutter, ό.π., 775. Κατά τους De Barondes, Nyce, Sanger, Underwriters' counsel as gatekeeper or turnstile: an empirical analysis of law firm prestige and performance in IPOs, Cap. Mark. Law J. 2007, 1επ., υφίσταται θετική σχέση μεταξύ της φήμης του δικηγόρου αναδόχου και της ανεξαρτησίας του. Βλ. και Πολίτη, Η προστασία επενδυτών με το ενημερωτικό δελτίο, ΔΕΕ 2020, 183.

νομοθετική παρέμβαση με την καθιέρωση καθηκόντων και ευθύνης³⁰⁵. Για τον λόγο αυτό δεν μπορεί να γίνει λόγος για καθοριστική διαφορά.

Λόγω της συγγένειας των δύο θεωριών και των δύο ρυθμίσεων κάποιες φορές παρατηρούνται περιπτώσεις στις οποίες αυτές συναντώνται. Χαρακτηριστικότερη είναι η περίπτωση των δικηγόρων που εργάζονται στο νομικό τμήμα εταιριών («in-house lawyers»). Για την κατανόηση του σχετικού προβληματισμού πρέπει να εξετασθεί το ζήτημα της νομικής φύσης της σύμβασης που συνδέει τους δικηγόρους αυτής της κατηγορίας με την εταιρία προς την οποία παρέχουν τις υπηρεσίες τους. Σε έννομες τάξεις, όπως αυτές των Η.Π.Α. και της Αυστραλίας, η εν λόγω σύμβαση αντιμετωπίζεται ως σύμβαση εργασίας – για τον λόγο αυτόν γίνεται διάκριση μεταξύ «in-house» και «outside»³⁰⁶ δικηγόρων. Αντιθέτως, στην Ελλάδα τόσο υπό την ισχύ του ν.δ. 3026/1954 όσο και υπό την ισχύ του ν. 4194/2013 γινόταν και εξακολουθεί να γίνεται δεκτό ότι κατ' αρχήν η σύμβαση που συνάπτει ο δικηγόρος με αντικείμενο την παροχή νομικών υπηρεσιών δεν μπορεί να είναι σύμβαση εργασίας³⁰⁷. Αυτό ισχύει τόσο για τους επί παγία αντιμισθία δικηγόρους του ν.δ. 3026/1954³⁰⁸ όσο και για τους έμμισθους δικηγόρους του ν. 4194/2013³⁰⁹.

Εκ πρώτης όψεως οι δύο κατηγορίες δικηγόρων (στο δίκαιο των ΗΠΑ) φαίνεται ότι διαφέρουν. Ο «εσωτερικός» δικηγόρος διατηρεί διπλή ιδιότητα, αφενός του δικηγόρου αφετέρου του εργαζομένου. Επίσης, υποστηρίζεται ότι δεν μπορεί να παραιτηθεί από την εκπροσώπηση με τον τρόπο που θα το έπραττε ένας «εξωτερικός» δικηγόρος. Επιπλέον, συχνά του ανατίθενται και διοικητικά καθήκοντα, τα οποία δεν έχουν σχέση με την παροχή νομικών υπηρεσιών, με αποτέλεσμα να είναι σε θέση να κατέχει περισσότερες πληροφορίες σε σχέση με έναν εξωτερικό συνεργάτη. Περαιτέρω, σε όσες Πολιτείες των Η.Π.Α. έχει υιοθετηθεί η Uniform Securities Act αναγνωρίζεται ευθύνη των εσωτερικών δικηγόρων (όπως και εσωτερικών ελεγκτών) έναντι τρίτων για παροχή συνδρομής σε παρανομίες του εκδότη (εργοδότη), ενώ οι εξωτερικοί δικηγόροι (και ελεγκτές) δεν ευθύνονται³¹⁰. Οι διαφορές αυτές θα έπρεπε να οδηγήσουν σε διαφορετική κατηγοριοποίηση: Θα έπρεπε να ο «εσωτερικός» δικηγόρος να θεωρείται ως «whistleblower», ενώ ο «εξωτερικός» ως «gatekeeper». Ωστόσο, η πράξη είναι διαφορετική.

Στο δίκαιο των Η.Π.Α. η αντιμετώπιση του ζητήματος είναι πιο περίπλοκη. Παρά τη θεωρητική διάκριση των δύο θεσμών («whistleblower» και «gatekeeper»), γίνεται δεκτό ότι οι σχετικές με τους δικηγόρους ρυθμίσεις της Sarbanes-Oxley Act εφαρμόζονται σε όλους τους δικηγόρους ανεξαιρέτως³¹¹. Αντιθέτως, οι διατάξεις της Dodd-Frank Act εφαρμόζονται ειδικά για τους «εσωτερικούς δικηγόρους». Η διαφοροποίηση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η

³⁰⁵ Wagner, ό.π., 21-22, Hannes, Gatekeeper Incentive Compensation, Cal. L. Rev. 2010, 407-409.

³⁰⁶ Ως «εξωτερικοί» νοούνται οι δικηγόροι που δεν εντάσσονται στο εργατικό δυναμικό της εταιρίας, αλλά παρέχουν τις υπηρεσίες τους ως εξωτερικοί συνεργάτες.

³⁰⁷ ΟΛΑΠ 25/2002, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 1419/2018, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 1636/2012, ΝΟΜΟΣ: «η, κατ' εξαίρεση, δε επιτρεπόμενη στο δικηγόρο παροχή νομικών υπηρεσιών με πάγια ετήσια ή μηνιαία αμοιβή, δεν μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο σύμβασης εξαρτημένης εργασίας και επί της σχέσεως αυτής δεν εφαρμόζονται οι γνήσιες διατάξεις της εργατικής νομοθεσίας παρά μόνο εφόσον επιτρέπει αυτό ειδικός νόμος ή αναλογικά, αν προσαρμόζονται προς τις άνω διατάξεις του Κώδικα των Δικηγόρων και δεν αντίκεινται στο δημόσιο χαρακτήρα του δικηγορικού επαγγέλματος».

³⁰⁸ Ν.Δ. 3026 της 6/8-10-1954.(Α 235) «Περί του Κώδικος των δικηγόρων».

³⁰⁹ Ως έμμισθος δικηγόρος κατά το άρθρο 42 ορίζεται ο δικηγόρος που παρέχει αποκλειστικώς νομικές υπηρεσίες σε κάποιον πελάτη του έναντι (αποκλειστικώς) πάγιας περιοδικής αμοιβής. Ο ίδιος διατηρεί το δικαίωμα να παρέχει τις υπηρεσίες του και προς άλλους πελάτες έναντι αμοιβής που προσδιορίζεται ανά υπόθεση ή με οποιονδήποτε άλλον τρόπο.

³¹⁰ Steinberg, Ames, From the Regulatory Abyss: The Weakened Gatekeeping Incentives under the Uniform Securities Act, Yale Law & Policy Review, 2016, 18-19.

³¹¹ Godfrey, The revised role of lawyers after Sarbanes-Oxley, Texas Bar Journal 2005, 932επ., ανακτηθέν από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα <http://www.texasbarcle.com>, 6-7.

διάκριση μεταξύ των δύο προσεγγίσεων δεν είναι πάντα εφικτή, καθόσον αμφότερες συνδέονται με τον ίδιο στόχο: την πρόληψη ή καταστολή της απάτης. Στο πλαίσιο αυτό τελικά δεν μπορεί να ειπωθεί ότι η Sarbanes-Oxley Act αφορά αποκλειστικά τους «gatekeepers». Η διάκριση είχε σημασία σε θεωρητικό επίπεδο. Από τη στιγμή που τέθηκε το ζήτημα της εφαρμογής είναι δυνατόν να προωθούνται ταυτόχρονα με το ίδιο νομοθέτημα αμφότερες οι προσεγγίσεις. Βεβαίως η ενιαία εφαρμογή της Sarbanes-Oxley Act σε όλους τους δικηγόρους φαίνεται να δικαιολογείται από το γεγονός ότι παρά την ύπαρξη σύμβασης εργασίας η ιδιότητα των «εσωτερικών» δικηγόρων ως νομικών και άρα ως ειδικών οδηγεί τελικά στην ένταξή τους στον σχετικό προβληματισμό περί πυλωρών.

3. Η επαγγελματική ιδιότητα των πυλωρών

Όπως αναφέρθηκε ήδη στην οικεία θέση, κάτω από τον όρο «πυλωροί» συστεγάζονται περισσότερες κατηγορίες ελεύθερων επαγγελματιών οι οποίοι παρέχουν τις υπηρεσίες με αναφορά στην κεφαλαιαγορά. Κατά την εξέταση του εκάστοτε θεσπιζόμενου νομοθετικού πλαισίου ευθύνης τους γίνεται συχνά λόγος για ένταξη της σχετικής προβληματικής στο ευρύτερο πλαίσιο της επαγγελματικής ευθύνης. Σκοπός της παρούσας ενότητας είναι η εξέταση της επαγγελματικής ταυτότητας των θυροφυλάκων ανά κατηγορία.

Κοινό χαρακτηριστικό όλων των κατηγοριών είναι η παροχή υπηρεσιών με άξονα την κεφαλαιαγορά. Το περιεχόμενό τους μπορεί να είναι η παροχή συμβουλών³¹², ο σχεδιασμός και η προετοιμασία των συμβάσεων και η διατύπωση του περιεχομένου των όρων τους, η πιστοποίηση της ορθότητας των εκτιθέμενων προς το επενδυτικό κοινό στοιχείων, η πιστοποίηση της νομιμότητας των ενεργειών του εκδότη, ο έλεγχος της πληρότητας του ενημερωτικού δελτίου³¹³, η αναδοχή δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών προς το κοινό, ο έλεγχος της οικονομικής κατάστασης και της διαχείρισης του εκδότη, η αξιολόγηση της φερεγγυότητάς του ή η εκφορά γνώμης σε σχέση με τις προοπτικές ενδεχόμενης επένδυσης³¹⁴.

Οι λογιστές αποτελούν την κατ' εξοχήν επαγγελματική ομάδα που εντάσσεται στην προβληματική περί πυλωρών. Τούτο συμβαίνει στις περιπτώσεις σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων και παροχής οποιασδήποτε πιστοποίησης της ορθότητας των εκτιθέμενων προς το επενδυτικό κοινό οικονομικών στοιχείων της εταιρίας. Εκτός των ανωτέρω κρίσιμη για την παρούσα μελέτη είναι και η δράση των λογιστών με την ιδιότητά τους ως διοριζόμενων ελεγκτών της ανώνυμης εταιρίας³¹⁵. Με δεδομένο ότι η επενδυτική απόφαση βασίζεται στα διαθέσιμα κατά τον χρόνο λήψης της οικονομικά δεδομένα σχετικά με τον εκδότη και τα χρηματοπιστωτικά μέσα και ότι ο έλεγχος των χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί προϋπόθεση του κύρους της απόφασης της γενικής συνέλευσης της εταιρίας σχετικά με την έγκρισή τους³¹⁶ αναδεικνύεται κομβικός ο ρόλος των λογιστών στις ανωτέρω περιπτώσεις.

³¹² Laby, ό.π., 123.

³¹³ Solaiman S. M., Statutory civil liabilities of corporate gatekeepers for defective prospectuses in Australia, the United States, the United Kingdom and Canada: a comparison, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=2293&context=lhapapers>, 11.

³¹⁴ Βλ. και Steinberg, Ames, ό.π., 4-5.

³¹⁵ In re Parmalat Sec. Litig., 375 F.Supp.2d 278, 289 (S.D.N.Y. 2005).

³¹⁶ Άρθρο 2.3 του ν. 4336/2015. Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, ό.π., 369.

Σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς οι δικηγόροι παρέχουν προς τον εκδότη³¹⁷ συμβουλευτικές υπηρεσίες ή υπηρεσίες πιστοποίησης. Ειδικότερα, μπορεί να συμβουλευούν τον εκδότη σχετικά με τη νομιμότητα κάποιας σχεδιαζόμενης εκ μέρους του συναλλαγής ή πράξης ή σχετικά με την προετοιμασία της (τακτικής ή *ad hoc*) δημοσίευσης πληροφοριών³¹⁸. Μπορεί να συμμετέχουν στον σχεδιασμό και την κατάρτιση συγκεκριμένων συμβάσεων ή επενδυτικών σχεδίων ή προτάσεων ή στην επεξεργασία των προς δημοσίευση πληροφοριών³¹⁹ ή στη σύσταση ή εποπτεία ομάδων εργασίας σχετικών με τη διαδικασία της δημοσίευσης³²⁰. Επίσης, μπορεί να προβαίνουν σε νομικό έλεγχο κατά τη διαδικασία της αναδοχής και να πιστοποιούν ότι ο εκδότης τηρεί όλες τις προϋποθέσεις του νόμου σχετικά με την κατάστασή του και τις προς δημοσίευση σχετικά με αυτόν και τα χρηματοπιστωτικά μέσα του πληροφορίες³²¹. Ακόμη, ελέγχουν και πιστοποιούν ότι το ενημερωτικό δελτίο περιέχει όλα τα απαιτούμενα από τη νομοθεσία στοιχεία³²². Για τους σκοπούς αυτούς έρχονται σε επικοινωνία με τη διοίκηση της εταιρίας και κάθε άλλο πρόσωπο ο ρόλος του οποίου είναι κρίσιμος για τη δραστηριότητά της³²³. Χωρίς την παροχή της διαβεβαίωσης ή της σύμφωνης γνώμης ή της αντίστοιχης συμβουλής του δικηγόρου ο εκδότης δεν μπορεί να προχωρήσει σε υλοποίηση των σχεδίων του³²⁴. Ιδίως η παροχή αρνητικής γνώμης σε περίπτωση διαδικασίας δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά είναι ικανή να ανακόψει την εξέλιξη της διαδικασίας. Το ίδιο συμβαίνει και με κάθε άλλη πράξη του εκδότη που σχετίζεται με την κεφαλαιαγορά³²⁵.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης προβαίνουν σε αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου. Συχνά η αξιολόγηση αφορά σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα της κεφαλαιαγοράς, τα οποία ενόψει της πολυπλοκότητάς τους δεν μπορούν να γίνουν κατανοητά ως προς τη δομή και λειτουργία τους και να αξιολογηθούν από τον κοινό επενδυτή. Οι οίκοι αξιολόγησης παρεμβάλλονται μεταξύ του εκδότη και των επενδυτών και προβαίνοντας στη σχετική αξιολόγηση παρέχουν εχέγγυα αξιοπιστίας διατύπωσης κρίσης από ειδικό³²⁶. Οι εκδότες έχουν κίνητρο να τηρήσουν όλα τα προβλεπόμενα κριτήρια προκειμένου τα μέσα τους να τύχουν ευνοϊκής αξιολόγησης με απώτερο σκοπό την ευρύτερη διάθεσή τους (των μέσων) στο κοινό³²⁷. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι οι οίκοι συντάσσουν εκθέσεις

³¹⁷ Ή και σε αντισυμβαλλομένους του εκδότη, π.χ. σε ανάδοχο (στην περίπτωση αυτή βεβαίως οι σχετικές διαβεβαιώσεις μπορεί να παρέχονται στον ανάδοχο μεν, αλλά προς επίτευξη στόχου του εκδότη). Όμοιου περιεχομένου υπηρεσίες μπορεί να παρέχονται και σε οποιονδήποτε προσφέροντα κινητές αξίες (στην περίπτωση κατά την οποία αυτός δεν είναι ο εκδότης). Βλ. Row, *Securities Laws Opinions* (Chapter 6) in: *Legal Opinion Letters, A Comprehensive Guide to Opinion Letter Practice* (ed. Sterba Jr John), 3rd edition, Wolters Kluwer, New York, 2017, 6-26 – 6.29.

³¹⁸ Solaiman S.M., *ό.π.*, 12.

³¹⁹ Οι δικηγόροι είναι εκείνοι που κατά κύριο λόγο σχεδιάζουν το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου. Βλ. De Barondes, Nyce, Sanger, *ό.π.*, 4.

³²⁰ Manning, *The Primary Liability of Securities Lawyers*, 50 SMU L. Rev. 1997, 388.

³²¹ Row, *ό.π.*, 6.6 – 6.24.

³²² Solaiman S.M., *ό.π.*, 11.

³²³ Manning, *ό.π.*, 388-389.

³²⁴ Le Mire, Parker, *ό.π.*, 111.

³²⁵ Για τον ρόλο των δικηγόρων κατά την άντληση και την επένδυση κεφαλαίων βλ. Spence, *Corporate finance and the role of lawyers*, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση openaccess.leidenuniv.nl/bitstream/handle/1887/70663/80395482.pdf?sequence=1, 1επ..

³²⁶ Στο άρθρο 931 παρ. 2-3 της Dodd-Frank Act αναφέρεται ρητώς ότι οι οίκοι αξιολόγησης επιτελούν λειτουργία «gatekeeper».

³²⁷ Lombard, *Credit Rating Agencies as Gatekeepers: What Went Wrong?*, 2008, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://clta.edu.au>, 2.

αξιολόγησης είτε κατόπιν υποβολής σχετικού αιτήματος του εκδότη («solicited ratings») είτε με δική τους πρωτοβουλία («unsolicited ratings»)³²⁸.

Τα πιστωτικά ιδρύματα επιτελούν λειτουργία πυλωρού με δύο τρόπους. Από τη μία πλευρά, μέσω της αποδοχής καταθέσεων και της χορήγησης δανείων ικανοποιούν τις απαιτήσεις καταθετών και επενδυτών παρέχοντας στους πρώτους ασφάλεια και στους τελευταίους χρηματοδότηση. Εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης βεβαίως αποτελεί η κεφαλαιαγορά³²⁹. Ωστόσο, η εκ μέρους του πιστωτικού ιδρύματος ενίσχυση της ρευστότητας μίας εταιρίας αποτελεί θετικό σήμα για την κεφαλαιαγορά σχετικά με την κατάσταση και τις προοπτικές της³³⁰. Από την άλλη πλευρά, τα πιστωτικά ιδρύματα λειτουργούν ως διαμεσολαβητές και εντός της κεφαλαιαγοράς μέσω της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών υπό την ιδιότητα του αναδόχου.

Οι ανάδοχοι επιτελούν λειτουργία πυλωρού κατά τη διαδικασία της δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών. Κατά το ελληνικό δίκαιο ανάδοχοι μπορεί να είναι πιστωτικά ιδρύματα ή εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών³³¹. Έργο τους είναι κυρίως η οργάνωση της διαδικασίας της δημόσιας προσφοράς, η διενέργεια επιμελούς ελέγχου του εκδότη, ο καθορισμός της τιμής διάθεσης των μετοχών, η προετοιμασία και σύμπραξη στην έκδοση του ενημερωτικού δελτίου, η διαφήμιση και τελικά η διάθεση των μετοχών στους επενδυτές³³². Με τη συμμετοχή τους στη διαδικασία γεφυρώνουν το πληροφοριακό χάσμα μεταξύ εκδότη και επενδυτών και παρέχουν τα εχέγγυα (με βάση τις τεχνικές γνώσεις, την οργάνωση, την εμπειρία και τη φήμη τους) για την αξιοπιστία του εκδότη³³³.

Ρόλο στη σχετική με τις πληροφορίες οικονομικού περιεχομένου αγορά διαδραματίζουν και οι οικονομικοί αναλυτές μετοχών. Έργο τους είναι η εκπόνηση μελετών της κατάστασης της αγοράς και των σχετικών εταιριών αυτής με σκοπό την πρόβλεψη της εξέλιξης των συνθηκών, της πορείας των μετοχών και την εξέταση της προοπτικής των επενδύσεων³³⁴. Γίνεται αντιληπτό ότι αφενός οι υπηρεσίες τους είναι χρήσιμες κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων αφετέρου η φύση τους (των υπηρεσιών) τις καθιστά συγγενείς προς αυτές των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας – χωρίς το αντικείμενό τους να είναι το ίδιο³³⁵. Οι αναλυτές μπορεί να συνάπτουν σύμβαση είτε με μία εκδότρια χρηματοπιστωτικού μέσου εταιρία είτε με επενδυτές. Για τις ανάγκες της παρούσας προβληματικής ενδιαφέρον παρουσιάζει η πρώτη περίπτωση, καθόσον δημιουργείται μία τριγωνική σχέση κατά την οποία ερευνώνται ο εποπτικός ρόλος του αναλυτή λόγω της πρόσβασής του στις πληροφορίες που κατέχει ο εκδότης και η δυνατότητα θεμελίωσης αξίωσης του μη συμβαλλόμενου (επενδυτή) έναντι του αναλυτή.

³²⁸ Υποστηρίζεται ότι οι οίκοι προβαίνουν στη σύνταξη εκθέσεων αξιολόγησης χωρίς να τους ζητηθεί προκειμένου να ασκήσουν πίεση στους εκδότες προκειμένου να τους αναθέσουν την αξιολόγηση. Επίσης, έχει παρατηρηθεί ότι ο βαθμός των μη ζητηθεισών αξιολογήσεων είναι συνήθως χαμηλότερος από αυτόν των ζητηθεισών. Το γεγονός αυτό αποδίδεται στο ότι οι μη ζητηθείσες εκθέσεις αξιολόγησης συντάσσονται με βάση μόνο τις ήδη δημοσίως γνωστές πληροφορίες, ενώ στις ζητηθείσες εκθέσεις αξιολόγησης έχει ληφθούν υπόψη και πληροφορίες που δεν είναι γνωστές στο ευρύ κοινό, αλλά τις γνωρίζει μόνο ο εκδότης. Βλ. Miglionico, Recasting..., ό.π., 2014, 42-47.

³²⁹ Tarelli, ό.π., 146 - 174.

³³⁰ Tarelli, ό.π., 171, 175, 176.

³³¹ Άρθρο 60 του ν. 4706/2020 (και παλαιό άρθρο 6 του ν. 3401/2005).

³³² Sher, Underwriters' civil liability for IPOs: An economic analysis, U. Pa. J. Int'l Econ. L. 2006, 393 - 394.

³³³ Sher, ό.π., 393· Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 619-621. Βλ. Oh, Gatekeeping, J. Corp. L. 2004, 753, ο οποίος σημειώνει ότι σήμα προς την αγορά μπορεί να παράγει όχι μόνο η συμμετοχή του πυλωρού, αλλά και η μη προσφυγή στις υπηρεσίες του.

³³⁴ Βλ. για τον ρόλο τους και τη διάκρισή τους σε «sell-side» (συνδεδεμένους με την πλευρά των πωλητών), «buy-side» (συνδεδεμένους με την πλευρά των αγοραστών) και «independent» (ανεξάρτητους) Sergakis, The Law of Capital Markets..., ό.π., 44, 256επ..

³³⁵ Υποστηρίζεται ότι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων με ευρύτερη κάλυψη από οικονομικούς αναλυτές επενδύουν λιγότερο στην καινοτομία λόγω της έμφασης στις βραχυπρόθεσμες προοπτικές τους ως αποτέλεσμα της πίεσης που προκαλεί η δράση των αναλυτών. Βλ. σε Sergakis, The Law of Capital Markets..., ό.π., 257-258.

Στην αγγλική έννομη τάξη συναντάται ο θεσμός του «εντεταλμένου συμβούλου» («nominated advisor»)³³⁶. Πρόκειται για μία εταιρία παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που συμβουλεύει και ταυτόχρονα ελέγχει την εταιρία που εντάσσεται στην εναλλακτική αγορά επενδύσεων³³⁷ του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Επί της ουσίας ασκεί καθήκοντα εποπτικής αρχής με δεδομένη μάλιστα την απουσία σχετικής αρχής στη συγκεκριμένη αγορά³³⁸. Είναι στελεχωμένη με χρηματιστές, λογιστές και νομικούς συμβούλους προκειμένου να είναι σε θέση να παρέχει σχετικές συμβουλές και παράλληλα να εποπτεύσει το σύνολο των σχετικών δραστηριοτήτων της εισηγμένης στην αγορά εταιρίας. Με βάση τα ανωτέρω, πρόκειται για έναν πυλώρο με αυξημένα εποπτικά καθήκοντα, η συνδρομή του οποίου είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την εισαγωγή και διαπραγμάτευση στην εναλλακτική αγορά³³⁹. Οι δε επενδυτές στηρίζονται στη δραστηριότητά του προκειμένου να λάβουν απόφαση σχετικά με επένδυση σε μία εισηγμένη στη συγκεκριμένη αγορά εταιρία.

4. Η συμμετοχική χρηματοδότηση

Η ανάπτυξη της ψηφιακής τεχνολογίας είχε ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη ενός νέου χρηματοδοτικού μοντέλου υπό το όνομα «crowdfunding» (συμμετοχική χρηματοδότηση ή πληθοχρηματοδότηση). Ως συμμετοχική χρηματοδότηση ορίζεται «η συγκέντρωση κεφαλαίων από το πλήθος μέσω του διαδικτύου για τη χρηματοδότηση, με διάφορες μορφές, ποικίλων κερδοσκοπικών ή κοινωφελών εγχειρημάτων»³⁴⁰. Βασικό χαρακτηριστικό του νέου μοντέλου είναι η μέσω του διαδικτύου συνάντηση προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων χωρίς τη χρήση διαμεσολαβητών. Από την άποψη αυτή θεωρείται ως μέσο διεύρυνσης της επενδυτικής βάσης και παροχής σε ευρύτερο κύκλο επιχειρηματικών σχεδίων πρόσβασης σε πηγές χρηματοδότησης στο πλαίσιο δημοκρατικοποίησης³⁴¹.

Εξ όλων των μορφών συμμετοχικής χρηματοδότησης σχετικές με την προβληματική της παρούσας μελέτης είναι η συμμετοχική δανειοδότηση («crowdlending») και η συμμετοχική επένδυση («crowdinvesting»)³⁴². Η μεν πρώτη αποτελεί «αμεσότερο μέσο διαμεσολάβησης» σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό³⁴³, ενώ η δεύτερη χρησιμοποιείται είτε ως εναλλακτικός (πέραν των παραδοσιακών μορφών) δίαυλος επικοινωνίας μεταξύ επενδυτή και επιχειρηματία είτε ως εργαλείο διεύρυνσης της επενδυτικής βάσης στο ευρύτερο κοινό³⁴⁴.

³³⁶ Γνωστός ως «NOMAD» - από τα αρχικά των δύο λέξεων.

³³⁷ «Alternative Investment Market» («AIM»).

³³⁸ Coffee Jr, Conclusion, ό.π., 179.

³³⁹ Σχετικά με την απαγόρευση καταχρηστικής εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών και τη γνωστοποίηση πληροφοριών στους οικονομικούς αναλυτές βλ. Βερβεσό, Η Αρχή..., ό.π., 302-307, 309-312.

³⁴⁰ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης μέσω Διαδικτύου – Η συμμετοχική χρηματοδότηση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 7.

³⁴¹ Στη θεωρία χρησιμοποιείται ο όρος «inclusivity» (περιεκτικότητα) με την έννοια της παροχής πρόσβασης σε όλους τους ενδιαφερομένους επιχειρηματίες στη χρηματοδότηση των επιχειρηματικών ιδεών τους. Βλ. Schwartz, The Gatekeepers of Crowdfunding, Wash. & Lee L. Rev. 2018, 903.

³⁴² Βλ. για τις δύο συγκεκριμένες μορφές χρηματοδότησης Μούζουλα, Πρακτικά ζητήματα εταιρικού δικαίου από τη συμμετοχική επένδυση (Crowd-Investing), ΧρΠΔ 2016, 715επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου», ο οποίος σημειώνει ότι η ανάληψη ομολογιών εντάσσεται στη συμμετοχική επένδυση και όχι στη συμμετοχική δανειοδότηση. Για αναλυτική παρουσίαση όλων των ειδών συμμετοχικής χρηματοδότησης βλ. Κουλορίδα, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 14επ..

³⁴³ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 17.

³⁴⁴ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 39.

Κοινό χαρακτηριστικό της συμμετοχικής δανειοδότησης και της συμμετοχικής επένδυσης αποτελεί η συμμετοχή μίας διαδικτυακής πλατφόρμας. Η πλατφόρμα αυτή αποτελεί τον διαμεσολαβητή μεταξύ του χρηματοδότη και του χρηματοδοτούμενου. Τόσο η δανειοδότηση όσο και η επένδυση μπορούν να γίνονται είτε άμεσα είτε έμμεσα. Στην πρώτη περίπτωση η χρηματοδότηση γίνεται απευθείας μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών. Στη δεύτερη παρεμβάλλεται μεταξύ τους κάποιος τρίτος: Αυτός μπορεί να είναι πιστωτικό ίδρυμα που θα χορηγήσει δάνειο στον χρηματοδοτούμενο και στη συνέχεια θα προβεί σε τιτλοποίηση ή εκχώρηση της απαίτησής της στον χρηματοδότη, ένας συλλογικός οργανισμός επενδύσεων, ένα όχημα ειδικού σκοπού, μία κοινοπραξία, ένας επιχειρηματικός άγγελος ή ένα επιχειρηματικό κεφάλαιο που λειτουργεί ως ανάδοχος³⁴⁵.

Στα μοντέλα έμμεσης χρηματοδότησης ο ρόλος της πλατφόρμας διαφοροποιείται από αυτόν των παραγόντων που υπεισέρχονται στη σχέση χρηματοδότη - χρηματοδοτούμενου και προσδίδουν στη διαδικασία έμμεσο χαρακτήρα. Έτσι, το πιστωτικό ίδρυμα είναι εκείνο που χορηγεί το δάνειο στον χρηματοδοτούμενο. Αντίστοιχα το ειδικό όχημα ή ο οργανισμός συλλογικών επενδύσεων είναι εκείνοι που καθίστανται άμεσοι μέτοχοι της χρηματοδοτούμενης εταιρίας, ενώ ο επενδυτής γίνεται εταίρος ή μέλος του άμεσου μετόχου³⁴⁶.

Ο επιχειρηματικός άγγελος είναι «ευκατάστατος επενδυτής» που λόγω της επενδυτικής εμπειρίας του ή των γνώσεών του μπορεί (στο πλαίσιο της επένδυσής του) να καθοδηγήσει άλλους επενδυτές ως προς τη συμμετοχή τους σε χρηματοδοτικά σχήματα και σχέδια³⁴⁷. Λόγω των γνωρισμάτων αυτών αποτελεί πόλο έλξης για άλλους επενδυτές. Σε περίπτωση σύστασης κοινοπραξίας λειτουργεί ως κορυφαίος επενδυτής, ενώ στην περίπτωση της αναδοχής αναλαμβάνει να προβεί σε έλεγχο του χρηματοδοτούμενου και να επενδύσει σημαντικό ποσό στην επιχείρηση του τελευταίου έλκοντας άλλους επενδυτές³⁴⁸.

Υπό τις ανωτέρω συνθήκες ο ρόλος της ηλεκτρονικής πλατφόρμας είναι σύνθετος. Από τη μία πλευρά επί της ουσίας δημιουργεί μία μικρή αγορά και λειτουργεί ως διαχειριστής της. Τούτο το πράττει στο πλαίσιο της διαμεσολάβησης μεταξύ προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων³⁴⁹. Από την άλλη πλευρά συνδέεται συμβατικά τόσο με τον χρηματοδοτούμενο (ο οποίος εγγράφεται στην πλατφόρμα) όσο και με τον χρηματοδότη (ο οποίος προβαίνει σε αντίστοιχη εγγραφή)³⁵⁰. Αυτό το τελευταίο την διαφοροποιεί από τον «gatekeeper», ο οποίος συμβάλλεται με τον χρηματοδοτούμενο.

Η ως άνω διαφορά έχει συνέπειες ως προς το επίπεδο προστασίας του επενδυτή. Ενώ η ευθύνη του «gatekeeper» επιχειρείται με εξαιρετική δυσκολία να θεμελιωθεί σε προσυμβατικές, συμβατικές ή οιονεί συμβατικές βάσεις και με λιγότερα προσκόμματα σε αδικοπρακτική βάση, η ευθύνη του διαχειριστή της πλατφόρμας μπορεί να θεμελιωθεί – πέραν της βάσης της ευθύνης του ως πυλωρού – σε ενδοσυμβατική ευθύνη στο πλαίσιο της σύμβασης που τον συνδέει με τον επενδυτή-χρήστη.

Η διαμόρφωση των συνθηκών υπό τις οποίες δραστηριοποιείται ο διαχειριστής της πλατφόρμας είναι εκείνη στην οποία οφείλεται η θεωρητική και πρακτική διαμάχη σχετικά με

³⁴⁵ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 22επ., 44επ..

³⁴⁶ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 44.

³⁴⁷ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 36.

³⁴⁸ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 46, 48.

³⁴⁹ Μούζουλας, Κριτική αξιολόγηση της ρύθμισης της συμμετοχικής επένδυσης (crowd-investing) από τον Ν. 4416/2016, ΔΕΕ 2017, 476.

³⁵⁰ Βλ. Zunzunegui, Systematic and conceptual framework for crowdfunding regulation, Revista de Derecho del Mercado Financiero Working paper 5/2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3444868, 6.

τον χαρακτήρα των παρεχόμενων υπηρεσιών. Έτσι σε επίπεδο ελληνικού δικαίου (και σε επίπεδο ενωσιακού δικαίου μέχρι το 2020 – υπό προϋποθέσεις) οι σχετικές υπηρεσίες αντιμετωπίζονται ως επενδυτικές³⁵¹. Η προσέγγιση κατά την οποία οι σχετικές υπηρεσίες αντιμετωπίζονται ως επενδυτικές έχει αποτελέσει αντικείμενο κριτικής με κύριο επιχείρημα ότι παραγνωρίζεται η λειτουργία διαχείρισης ηλεκτρονικού συστήματος που επιτελούν οι πλατφόρμες³⁵². Ήδη σε επίπεδο ΕΕ ψηφίσθηκε κανονισμός σχετικά με την παροχή υπηρεσιών πληθοχρηματοδότησης, με τον οποίο η τελευταία δεν αντιμετωπίζεται ως επενδυτική υπηρεσία, αλλά αντιθέτως υπάγεται σε ειδικό ρυθμιστικό πλαίσιο³⁵³.

Αν απομονωθεί θεωρητικά η σχέση πλατφόρμας - χρηματοδοτούμενου, τότε οι αξιώσεις για την αναγνώριση καθηκόντων πυλωρού εγείρονται. Η έκθεση του ευρέως επενδυτικού κοινού στους κινδύνους ενός επιχειρηματικού σχεδίου μίας νεοφυούς επιχείρησης δημιουργεί την ανάγκη προστασίας του από περιπτώσεις απάτης. Πράγματι, γεννάται η ανάγκη ελέγχου και πιστοποίησης των στοιχείων που εκθέτει ο χρηματοδοτούμενος μέσω της πλατφόρμας προκειμένου να επιτύχει την προσέλκυση επενδυτών. Ο διαχειριστής της πλατφόρμας είναι εκείνος που έχει τη δυνατότητα να αποκόψει την πρόσβαση του χρηματοδοτούμενου στο επενδυτικό κοινό ελέγχοντας την αλήθεια και την αξιοπιστία των εκτιθέμενων εκ μέρους του στοιχείων. Τούτο είναι προς το συμφέρον του ίδιου του διαχειριστή, καθόσον με αυτόν τον τρόπο διαφυλάσσει τη φήμη του. Στην πράξη δηλαδή λειτουργεί ως πυλωρός³⁵⁴.

Η λειτουργία του διαχειριστή της πλατφόρμας ως πυλωρού σταδιακά αναγνωρίζεται νομοθετικά. Έτσι, ενώ στις Η.Π.Α. κατά την αρχική ρύθμιση («Dodd-Frank Act») οι πλατφόρμες δεν είχαν υποχρέωση ελέγχου, αλλά αντιθέτως παρείχαν πρόσβαση σε όλους τους υποψηφίους ανεξαιρέτως, στη συνέχεια προβλέφθηκαν σχετικές διατάξεις³⁵⁵. Στην Ελλάδα ο ν. 4814/2018 προβλέπει τις πληροφορίες που πρέπει να εκθέτει η πλατφόρμα στους επενδυτές – με ιδιαίτερη μνεία στο γεγονός ότι οι πληροφορίες αυτές δεν εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς³⁵⁶. Στη Νέα Ζηλανδία, στην οποία προβλέφθηκε νομοθετικά αδειοδότηση των διαχειριστών από την εθνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, υπάρχει δικαίωμα των τελευταίων προς διενέργεια ελέγχου³⁵⁷. Ο έλεγχος αυτός όντως διενεργείται με αποτέλεσμα την εξάλειψη των περιπτώσεων απάτης και την αποτελεσματικότητα των σχετικών επενδυτικών εκστρατειών³⁵⁸. Ταυτόχρονα ο έλεγχος αυτός συνεπάγεται μικρότερο αριθμό χρηματοδοτούμενων που γίνονται δεκτοί από τις πλατφόρμες³⁵⁹.

Στο πλαίσιο της αναζήτησης τρόπων αύξησης του επιπέδου ελέγχου και διαφάνειας της συμμετοχικής επένδυσης συχνά αναζητούνται και άλλα πρόσωπα που μπορούν να επιτελέσουν εποπτική λειτουργία. Έτσι, αμφισβητείται κατά πόσο οι επιχειρηματικοί άγγελοι μπορούν να

³⁵¹ Κουλορίδας, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 240επ., 268επ..

³⁵² Μούζουλας, Κριτική αξιολόγηση..., ό.π., 474επ.· Μούζουλας, Πρακτικά ζητήματα..., ό.π., 715επ.. Αντίθετος ο Zunzunegui, ό.π., 5-6.

³⁵³ Βλ. τον Κανονισμό (ΕΕ) 2020/1503 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 7ης Οκτωβρίου 2020, σχετικά με τους Ευρωπαίους παρόχους υπηρεσιών συμμετοχικής χρηματοδότησης για επιχειρήσεις και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 και της οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937, ΕΕ L 347 της 20.10.2020, 1 - 49, ο οποίος εφαρμόζεται από τις 10 Νοεμβρίου 2021.

³⁵⁴ Armour, Enriques, The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts, MLR 2018, 81-82· Schwartz, ό.π., 931-932· Zunzunegui, ό.π., 4. Βλ. Bradford, Shooting the messenger: The liability of crowdfunding intermediaries for the fraud of others, U. Cin. L. Rev. 2014, 371επ., που προτείνει την αστική ευθύνη της πλατφόρμας μόνο για δόλο.

³⁵⁵ Schwartz, ό.π., 907επ..

³⁵⁶ Άρθρο 24. Βλ. αναλυτικά Κουλορίδα, Εναλλακτικές Μορφές..., ό.π., 237.

³⁵⁷ Schwartz, ό.π., 931επ..

³⁵⁸ Schwartz, ό.π., 930.

³⁵⁹ Schwartz, ό.π., 954-955.

διαδραματίσουν τέτοιο ρόλο³⁶⁰. Αμφισβητούμενο είναι κατά πόσο αυτοί πράγματι μπορούν να νοηθούν ως «gatekeepers». Αυτό εξαρτάται από τον δεσμό που αναπτύσσουν με τον χρηματοδοτούμενο. Ισχυρότερος φαίνεται ο δεσμός τους με τους άλλους επενδυτές³⁶¹. Γι' αυτό και όταν λέγεται ότι επιτελούν λειτουργία αναδόχου, η τελευταία νοείται ως λειτουργία οιονεί αναδόχου³⁶².

Η περαιτέρω ανάπτυξη της ψηφιακής τεχνολογίας οδήγησε στην ανάδειξη ενός νέου περιουσιακού στοιχείου και ενός νέου είδους συναλλαγής. Πρόκειται για το εικονικό νόμισμα³⁶³ και τη δημόσια προσφορά του («Initial Coin Offer», ICO). Η δημόσια προσφορά εικονικού νομίσματος αποτελεί το αποτέλεσμα του συνδυασμού της συμμετοχικής χρηματοδότησης με την τεχνολογία «αλυσίδας συστοιχιών» («blockchain»). Οι εν λόγω δημόσιες προσφορές χρησιμοποιούνται για την άντληση κεφαλαίων από νεοφυείς επιχειρήσεις. Για τη διενέργειά τους δεν απαιτούνται διαμεσολαβητές, καθόσον οι απαιτούμενες πληροφορίες είναι διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό στο πλαίσιο της αλυσίδας. Ωστόσο, οι περισσότερες πληροφορίες είναι κωδικοποιημένες – πλην εκείνων που δεν μπορούν κωδικοποιηθούν - με αποτέλεσμα να περιλαμβάνονται σε χωριστό έγγραφο, το λεγόμενο «λευκό χαρτί» («white paper»)³⁶⁴. Το τελευταίο θα μπορούσε να αντιμετωπισθεί ως ενημερωτικό δελτίο – βέβαια αυτό δε συμβαίνει σε όλες τις νομοθεσίες³⁶⁵.

Στα περισσότερα κράτη (μεταξύ αυτών και στην Ελλάδα) δεν έχει θεσπισθεί σχετική ειδική νομοθεσία. Ωστόσο, στη θεωρία έχει αρχίσει να τονίζεται η αναγκαιότητα διασφάλισης των επενδυτών (ιδίως των επενδυτών λιανικής – «retail investors») για την περίπτωση απάτης. Στο πλαίσιο αυτό έχει διατυπωθεί η άποψη ότι οι χρήστες της αλυσίδας δεν μπορούν να θεωρηθούν ως πωλωροί. Αντιθέτως, έχει υποστηριχθεί ότι είναι απαραίτητη η θέσπιση ελέγχου των δημόσιων προσφορών εικονικών νομισμάτων³⁶⁶. Έργο του ελεγκτή προτάθηκε να είναι η μετάφραση του κώδικα, ο έλεγχος της εταιρίας στην οποία αφορά το επενδυτικό σχέδιο, η επιβεβαίωση της συνέπειας του κώδικα και του λευκού χαρτί, καθώς επίσης και της αντιστοιχίας μεταξύ των ισχυρισμών που προβάλλονται διαδικτυακώς με την πραγματική κατάσταση του χρηματοδοτούμενου³⁶⁷.

5. Το θεωρητικό υπόβαθρο της θεωρίας των πωλωρών

Η προβληματική σχετικά με τον ρόλο, τα καθήκοντα και τη δραστηριότητα των πωλωρών έχει συνδεθεί εξ αρχής με τη νομοθετική πολιτική. Η παρακολούθηση του τρόπου της χάραξης της νομοθετικής στρατηγικής θα καταστήσει κατανοητό το ιδεολογικό πλαίσιο που οδήγησε ιστορικά στην ανάδειξη της θέσης των θυροφυλάκων ως μερών του συστήματος κανονιστικής συμμόρφωσης των εκδοτών εντός της κεφαλαιαγοράς.

³⁶⁰ Υπέρ της αναγνώρισης ευθύνης ο Ibrahim, Crowdfunding without the crowd, N.C.L. Rev. 2017, 1491επ..

³⁶¹ Armour, Enriques, ό.π., 79-80.

³⁶² Υπέρ της εισαγωγής της αναδοχής στη συμμετοχική επένδυση ο Ibrahim, Underwriting crowdfunding, 2020, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3540296, 1επ..

³⁶³ Η νομική φύση του αμφισβητείται. Βλ. αναλυτικά Γρηγοροπούλου, Εισαγωγή στο ρυθμιστικό πλαίσιο των κρυπτοπεριουσιακών στοιχείων, ΕπΟιΔ 2019, 6επ..

³⁶⁴ Collao, Winship, The New ICO Intermediaries, The Italian Law Journal 2019, 737, 739.

³⁶⁵ Έτσι η Μάλτα. Βλ. Collao, Winship, ό.π., 740.

³⁶⁶ Collao, Winship, ό.π., 741επ..

³⁶⁷ Collao, Winship, ό.π., 744-748.

Η επιτυχία κάθε απόπειρας νομοθετικής ρύθμισης κρίνεται από την αποτελεσματικότητά της. Αυτή αξιολογείται ως προς την επίτευξη της ρύθμισης της κοινωνικής σχέσης την οποία αφορά ο κανόνας δικαίου αφενός με τον τρόπο που απέβλεψε ο νομοθέτης αφετέρου με την επίτευξη των βέλτιστων αποτελεσμάτων ως προς τη λειτουργία της σχέσης αυτής. Μόνη η εφαρμογή της κανονιστικής διάταξης δε συνεπάγεται την εύρυθμη διαμόρφωση των ανθρώπινων σχέσεων, αλλά η επιτυχία του κανόνα δικαίου και της στόχευσης του νομοθέτη κρίνεται από την κοινωνική πραγματικότητα.

Νομοθεσία χωρίς εφαρμογή και συμμόρφωση των υποκειμένων σ' αυτήν στερείται αποτελεσματικότητας και χρησιμότητας. Καίριας σημασίας για την εφαρμογή του θεσπιζόμενου κανόνα δικαίου είναι η πρόβλεψη ενός συστήματος επιβολής του. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει κυρωτικούς μηχανισμούς με τη μορφή αστικών, ποινικών ή διοικητικών κυρώσεων. Οι τελευταίες επιτελούν διπλή λειτουργία. Από τη μία πλευρά ενεργούν εκ των υστέρων προς αποκατάσταση της ζημίας ή κατασταλτικά με την επιβολή στερητικών της ελευθερίας ποινών ή χρηματικών ποινών ή με τη λήψη μέτρων διοικητικού χαρακτήρα. Από την άλλη πλευρά είναι εξίσου προφανής ο αποτρεπτικός και άρα προληπτικός των παραβάσεων χαρακτήρας τους.

Η αγωνία για τη διαμόρφωση του βέλτιστου δυνατού συστήματος ευθύνης εκφράστηκε συστηματικά σε επίπεδο τόσο ποινικού όσο και αστικού δικαίου στη θεωρία κατά τις δεκαετίες του 1960 και του 1970. Εκφραστές της αναζήτησης αυτής ήταν ο καθηγητής Gary Becker (ιδίως σε επίπεδο εξέτασης της αποτελεσματικότητας των ποινών)³⁶⁸ και είναι οι καθηγητές Guido Calabresi και Steven Shavell³⁶⁹. Οι σχετικές θεωρίες αποτελούν τμήμα της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου, ενώ έχουν καταστεί σημείο αναφοράς μέχρι σήμερα τόσο στην οικονομική όσο και στη νομική επιστήμη.

Κατά τη διαμόρφωση του ποινικού συστήματος ο νομοθέτης κατά τον καθηγητή Gary Becker πρέπει να προβεί σε ανάλυση κόστους - οφέλους³⁷⁰. Στόχος είναι η θέσπιση της βέλτιστης ρύθμισης, η οποία θα δώσει απάντηση στο ερώτημα σχετικά με τον απαιτούμενο και επαρκή αριθμό μέσων και ποινών προκειμένου να επιτευχθεί η εφαρμογή της νομοθεσίας. Στο πλαίσιο αυτό με δεδομένο ότι η εφαρμογή συνδέεται με κόστος λήψης προληπτικών μέτρων (τόσο από την πλευρά της Πολιτείας όσο και από αυτήν των ιδιωτών), διερεύνησης των εγκλημάτων, σύλληψης, απονομής δικαιοσύνης και εκτέλεσης των ποινών αναζητείται εκείνη η μορφή του ποινικού συστήματος που εξασφαλίζει την ελαχιστοποίηση της κοινωνικής απώλειας. Διαπιστώνοντας ότι η εγκληματική δραστηριότητα εκτός από το ως άνω κόστος επιφέρει κόστος και για τον παραβάτη, αλλά δύναται να παράγει και κοινωνικό όφελος, ο καθηγητής Gary Becker κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η κοινωνική απώλεια μπορεί να ελαχιστοποιηθεί όταν εξισωθεί το κοινωνικό όφελος με το κοινωνικό κόστος³⁷¹.

Κύριο μέσο για την επίτευξη του στόχου της θεωρίας του καθηγητή Gary Becker είναι η πιθανότητα καταδίκης του εγκληματία και η ποινή για το αδίκημα³⁷². Αναγνωρίζοντας ότι ο παραβάτης δρα με βάση τη λογική εισάγει και γι' αυτόν (και όχι μόνο για το κράτος σύμφωνα με την προηγηθείσα ανάπτυξη) μία διαδικασία στάθμισης οφέλους και ζημίας³⁷³. Σύμφωνα με αυτήν ο εγκληματίας θα απέχει από την τέλεση του αδικήματος όταν το όφελος από την παραβατικότητα θα είναι οριακά μικρότερο από το αντίστοιχο κέρδος που θα του απέδιδε μία

³⁶⁸ Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, J. Political Econ. 1968, 169επ..

³⁶⁹ Polinsky, Shavell, *The economic theory of public enforcement of law*, J. Econ. Lit. 2000, 45επ..

³⁷⁰ Becker, *ό.π.*, 170.

³⁷¹ Becker, *ό.π.*, 191.

³⁷² Becker, *ό.π.*, 176.

³⁷³ Becker, *ό.π.*, 176.

λιγότερο ριψοκίνδυνη νόμιμη δραστηριότητα³⁷⁴. Στην περίπτωση αυτή επιτυγχάνεται ο στόχος της ελαχιστοποίησης της απώλειας για την κοινωνία και ταυτόχρονα αποτρέπεται η παράβαση του νόμου.

Η ίδια ανησυχία σχετικά με την αποτελεσματικότητα των σχετικών με την ευθύνη κανόνων δικαίου διακρίνει το έργο του Guido Calabresi³⁷⁵. Για πρώτη φορά διατυπώνεται κατά τη δεκαετία του 1970 η θεωρία της βέλτιστης αποτροπής (optimal deterrence theory). Στόχος της είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους που συνδέεται τόσο με τα ατυχήματα όσο και με τα μέτρα αποτροπής τους³⁷⁶. Εκείνο που ερευνάται είναι ο τρόπος που το περιεχόμενο του κανόνα δικαίου επηρεάζει τη συμπεριφορά του αποδέκτη του και κατά πόσο τον αποτρέπει από την παραβίασή του³⁷⁷. Παρατηρείται ότι στα συστήματα υποκειμενικής αδικοπρακτικής ευθύνης κρίσιμη είναι η διαμόρφωση από τον νομοθέτη του προτύπου συμπεριφοράς και του περιεχομένου της επιβαλλόμενης επιμέλειας³⁷⁸. Αντίθετα, στα συστήματα αντικειμενικής ευθύνης εκείνο που ενδιαφέρει είναι ποιος έχει περισσότερα κίνητρα να αποφασίσει σωστά και όχι ποια είναι η σωστή απόφαση³⁷⁹.

Τα συστατικά επίτευξης της άριστης αποτροπής αναζήτησε και ο καθηγητής Steven Shavell υποστηρίζοντας την ίδια θεωρία³⁸⁰. Διακρίνει τις μεθόδους επιβολής του νόμου σε δίκαιο των αδικοπραξιών, ποινικό δίκαιο, κανονισμούς ασφαλείας, δικαστικές διαταγές και διορθωτική φορολογία. Επισημαίνοντας ότι έκαστη εξ αυτών χρησιμοποιείται σε διαφορετικά χρονικά στάδια (πριν από την τέλεση της πράξης, πριν από την επέλευση του αποτελέσματος ή μετά από αυτήν), συνδέεται με την επιβολή χρηματικών ή μη κυρώσεων και απαιτεί τη συμμετοχή άλλοτε δημόσιων αρχών και οργάνων και άλλοτε ιδιωτών³⁸¹ καταλήγει ότι κάθε μία εξυπηρετεί διαφορετικές ανάγκες και συνθήκες. Σημαντικά και χρήσιμα (για την ανάπτυξη του θέματος της παρούσας μελέτης) στοιχεία του έργου του είναι αφενός το γεγονός ότι αναγνωρίζεται σε πρώιμο χρονικά στάδιο η σημασία του ιδιώτη στην εφαρμογή του νόμου αφετέρου τονίζεται η σπουδαιότητα της ενημέρωσης και του ρόλου του μαρτύρων δημόσιου συμφέροντος.

Όλες οι ανωτέρω απόψεις έχουν πρακτική αξία μολονότι θα μπορούσαν να ιδωθούν ως θεωρητικές ασκήσεις επί χάρτου. Πρωταρχικός σκοπός τους ήταν να καταδειχθεί και να γίνει κατανοητός ο τρόπος νομοθετικής κατάστρωσης ενός συστήματος ευθύνης ή εφαρμογής του νόμου. Τούτο συνέβη μέσα από την ανάδειξη της πολλαπλότητας των στόχων, των δυνατοτήτων και των επιλογών του νομοθέτη, ο οποίος λαμβάνει υπ' όψιν του πληθώρα παραγόντων προκειμένου να καταλήξει στο δέον αποτέλεσμα. Οι ως άνω απόπειρες δε στερούνται πρακτικής εφαρμογής. Από τη μία εισάγουν την έννοια της μεθοδολογίας κατά την άσκηση της νομοθετικής πολιτικής και επιλογής, ενώ από την άλλη συχνά προκρίνονται λύσεις, όπως η

³⁷⁴ Becker, ό.π., 176. Πρβλ. Tibbets, ό.π., 780, σχετικά με την πιθανότητα ευδοκίμησης αγωγής σε βάρος πυλωρού.

³⁷⁵ Calabresi, Optimal Deterrence and Accidents, Yale L.J. 1975, 656επ..

³⁷⁶ Calabresi, Optimal Deterrence..., ό.π., 656.

³⁷⁷ Calabresi, Optimal Deterrence..., ό.π., 656.

³⁷⁸ Calabresi, Hirschhoff, Toward a Test for Strict Liability in Torts, Yale L.J. 1972, 1060· Calabresi, Optimal Deterrence..., ό.π., 660-662.

³⁷⁹ Calabresi, Hirschhoff, ό.π., 1060· Calabresi, Optimal Deterrence..., ό.π., 666· Ulen, Rational choice theory..., ό.π., 816.

³⁸⁰ Shavell, The Optimal Use of Nonmonetary Sanctions as a Deterrent, Am. Econ. Rev. 1987, 584επ..

³⁸¹ Κατά τους Polinsky, Shavell, ό.π., 46, όταν η ταυτότητα των δραστών είναι γνωστή στα θύματα, το δικαίωμα άσκησης αγωγής για την αποκατάσταση της ζημίας των τελευταίων τους παρέχει κίνητρο για τη θέση σε διαδικασία των σχετικών διαδικασιών εφαρμογής του νόμου. Αντιθέτως, όταν οι δράστες δεν είναι γνωστοί, το βάρος της κανονιστικής συμμόρφωσης μετατοπίζεται στα κρατικά όργανα.

προτίμηση του καθηγητή Guido Calabresi στην αντικειμενική ευθύνη³⁸² ή η πρόταση του καθηγητή Steven Shavell περί αξιοποίησης των μαρτύρων δημοσίου συμφέροντος και διεύρυνσης της χρήσης της διορθωτικής φορολογίας³⁸³.

Με την ίδια λογική ο καθηγητής Reinier Kraakman ανέπτυξε τη θεωρία του σχετικά με τη μορφή που πρέπει να λάβει ένα σχεδιαζόμενο σύστημα ευθύνης σε επίπεδο εταιρικού δικαίου για τις περιπτώσεις παρανομιών της εταιρίας. Βασικός άξονας είναι η αξιολόγηση της αναμενόμενης ωφέλειας του παρανομούντος από την παραβατικότητα (λαμβανομένων υπ' όψιν του κέρδους και της πιθανής αποκάλυψης της παρανομίας και αναγνώρισης της ευθύνης του) σε σύγκριση με την αναμενόμενη ωφέλεια που παρέχει η συμμόρφωση προς τον νόμο³⁸⁴. Με όρους λογικής σε περίπτωση που η δεύτερη υπερβαίνει την πρώτη ο υποψήφιος δράστης θα προτιμήσει να απέχει από την παράνομη πράξη που σχεδίαζε. Η ανάλυση αυτή γίνεται όχι μόνο από εκείνον που σχεδιάζει την παράβαση, αλλά και από κάθε παράγοντα σχετιζόμενο με την εταιρία ο οποίος είναι σε θέση να επηρεάσει την πορεία του σχεδίου και να το αποτρέψει³⁸⁵.

Η ένταξη του τρίτου παράγοντα ο οποίος μπορεί να ανακόψει την παρανομία στον σχετικό προβληματισμό περί ανάλυσης κόστους - οφέλους οφείλεται στην αναζήτηση εναλλακτικών μεθόδων κανονιστικής συμμόρφωσης για την περίπτωση που οι κανόνες που καθιερώνουν την ευθύνη του παραβάτη αποδεικνύονται ανεπαρκείς³⁸⁶. Αυτό συμβαίνει όταν οι κανόνες δικαίου που προβλέπουν κυρώσεις τόσο για το νομικό πρόσωπο της εταιρίας όσο και για το άτομο - δράστη δεν είναι επαρκείς για την αποτροπή της παράβασης της νομοθεσίας. Η δυσκολία εντοπισμού των παρανομιών και των δραστών εκ μέρους των δημόσιων εποπτικών, ρυθμιστικών και αστυνομικών αρχών (η οποία μπορεί να οφείλεται σε έλλειψη πόρων, εξοπλισμού, προσωπικού ή εξειδικευμένων γνώσεων) επιτείνει το πρόβλημα δημιουργώντας την ανάγκη πλήρωσης του κενού με την προσφυγή στις υπηρεσίες κάποιου τρίτου παράγοντα: του ιδιώτη – πυλωρού³⁸⁷.

Με τη θεωρία περί «gatekeepers» αναγνωρίστηκε συστηματικά η ανάγκη επιστράτευσης των ιδιωτών ως παραγόντων που εντάσσονται στο σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης. Αυτό που υπαινίχθηκε ο καθηγητής Steven Shavell με τη μορφή της παροχής πληροφοριών και την καταγγελία σχετικά με παράνομες πράξεις, με τη θεωρία των πυλωρών λαμβάνει οργανωμένη μορφή. Βέβαια στην αρχική σύλληψή της η θεωρία αυτή συνδέθηκε μόνο με την άρνηση παροχής διευκόλυνσης προς τον παραβάτη. Ήδη, όμως, κατά το στάδιο αυτό συνδυάστηκε με την πρόταση καθιέρωσης σχετικού καθήκοντος στο πρόσωπο του πυλωρού επισημοποιώντας με τον τρόπο αυτό την ενεργοποίησή του ως υποκατάστατου των δημόσιων αρχών.

Η αναγνώριση των πυλωρών ως παραγόντων ελέγχου της συμμόρφωσης στην κείμενη νομοθεσία αποδόθηκε στη θεωρία με τον όρο «εξουσιοδότηση» («delegation»)³⁸⁸. Στην ουσία με επιλογή του νομοθέτη παρέχεται σε ιδιώτες μέρος της ελεγκτικής εξουσίας που κατά κανόνα ανήκει στις αρμόδιες δημόσιες αρχές. Οι τελευταίες διατηρούν την εξουσία ελέγχου για σχετικές παραβάσεις. Πρόκειται επί της ουσίας περί συντρεχουσών αρμοδιοτήτων. Παράλληλα, τα δημόσια όργανα πλέον ελέγχουν τους πυλωρούς ως προς την εκτέλεση των καθηκόντων τους.

³⁸² Calabresi, Optimal Deterrence..., ό.π., 668επ., Calabresi, Hirschhoff, ό.π., 1084-1085.

³⁸³ Shavell, The Optimal Structure of Law Enforcement, J.L. & Econ. 1993, 286.

³⁸⁴ Βλ. Polinsky, Shavell, ό.π., 47 σχετικά με την ποινική ευθύνη.

³⁸⁵ Coffee Jr, The Acquiescent Gatekeeper, ό.λπ., 3, ο οποίος με βάση αυτό το σκεπτικό αιτιολογεί την αύξηση των περιπτώσεων απάτης κατά τις αρχές της δεκαετίας του 2000.

³⁸⁶ Kraakman, Corporate Liability Strategies..., ό.π., 857επ..

³⁸⁷ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 56-57.

³⁸⁸ Abbott, Genschel, Snidal, Zangl, Two Logics of Indirect Governance: Delegation and Orchestration, B.J.Pol.S. 2015, 3.

Τούτο, διότι οι παρεχόμενες εξουσίες συνιστούν ταυτόχρονα και υποχρέωση των πυλωρών. Οι τελευταίοι παρά την επιστράτευσή τους διατηρούν τον χαρακτήρα τους ως ιδιωτών και δε λαμβάνουν τον χαρακτηρισμό του δημοσίου οργάνου, ακριβώς επειδή ο συγκεκριμένος μηχανισμός προβλέφθηκε προκειμένου να εκμεταλλευθεί η Πολιτεία την ευελιξία, τις εξειδικευμένες γνώσεις και τις δυνατότητές τους ως ενεργών επαγγελματιών³⁸⁹ και να αποφευχθούν τα εμπόδια που αντιμετωπίζουν οι δημόσιες αρχές στο πλαίσιο ελέγχου της τήρησης της νομιμότητας.

Η ίδια μέθοδος απαντάται πλέον και με την ονομασία «RIT» από τα αρχικά των λέξεων «Regulator → Intermediary → Target» («Ρυθμιστική αρχή → Μεσολαβητής → Στόχος»)³⁹⁰. Υπό τον τίτλο αυτό βέβαια επιχειρείται πλέον η αναγνώριση της μεθόδου αυτής ως ιδιαίτερης νομοθετικής τεχνικής, η οποία βρίσκει εφαρμογή όχι μόνο στο εταιρικό δίκαιο, αλλά σε οποιαδήποτε ρυθμιζόμενη ή ρυθμιστέα έννομη σχέση. Έτσι, στο πλαίσιο της εξυπηρέτησης του δημοσίου συμφέροντος ανατίθενται ρόλοι σε τρίτους – ιδιώτες – ενδιάμεσους, εκ των οποίων άλλοι είναι εξειδικευμένοι επαγγελματίες οι οποίοι δεν έχουν πραγματικό ενδιαφέρον για την επίλυση του κανονιστικού προβλήματος και άλλοι επιζητούν την εμπλοκή τους για την άσκηση επιρροής ως προς την κατεύθυνση των νομοθετικών επιλογών³⁹¹. Οι ρόλοι αυτοί περιλαμβάνουν τη συλλογή πληροφοριών, την αποσαφήνιση κανόνων, την άσκηση εποπτείας, την πιστοποίηση της συμμόρφωσης ή την παροχή συμβουλών στις ρυθμιστικές αρχές³⁹².

Το μοντέλο «RIT» επικρίθηκε από μέρος της θεωρίας λόγω της υπεραπλούστευσης την οποία εισάγει. Μολονότι το συγκεκριμένο μοντέλο είναι χρήσιμο για την κατανόηση του τρόπου λειτουργίας του μηχανισμού ένταξης κάποιου ιδιώτη στο σύστημα ελέγχου της κανονιστικής συμμόρφωσης, αναφέρεται στην απλή περίπτωση της ύπαρξης μίας κανονιστικής αρχής, ενός ενδιάμεσου και ενός στόχου³⁹³. Η πραγματικότητα, όμως, που διαμορφώνεται είναι πιο πολύπλοκη³⁹⁴. Συχνά επιστρατεύονται από τον νομοθέτη περισσότεροι διαμεσολαβητές οι οποίοι μπορεί να συνδέονται με περισσότερες εποπτικές αρχές και η δράση τους να κατευθύνεται σε περισσότερους και διαφορετικούς αποδέκτες³⁹⁵.

Την πολυπλοκότητα αυτή αναγνωρίζει και αποτυπώνει η θεωρία της «εγγραφής» («enrollment theory»)³⁹⁶. Επί της ουσίας αποτελεί μία ανεπτυγμένη εκδοχή και εφαρμογή του μοντέλου «RIT». Έτσι υιοθετώντας τις ίδιες αρχές με το μοντέλο αυτό διαφοροποιείται ως προς την προσέγγιση. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με αυτήν η μέθοδος «RIT» χρησιμοποιείται με αναφορά όχι μόνο σε έναν ρυθμιστή, έναν μεσολαβητή και έναν στόχο, αλλά στο πλαίσιο της ύπαρξης περισσότερων παραγόντων κάθε κατηγορίας. Στο πλαίσιο αυτό αναγνωρίζεται ότι είναι δυνατές διαφορετικές διαμορφώσεις της σχετικής μεθόδου. Άλλοτε μεταξύ του νομοθέτη και

³⁸⁹ Abbott, Genschel, Snidal, Zangl, ό.π., 2-3.

³⁹⁰ Abbott, Levi-Faur, Snidal, Enriching the RIT Framework, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα https://www.researchgate.net/publication/314983820_Enriching_the_RIT_framework, σελ. 1 επ.

³⁹¹ Abbott, Levi-Faur, Snidal, Enriching the RIT Framework, ό.π., 2· Abbott, Levi-Faur, Snidal, Introducing Regulatory Intermediaries, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://www.researchgate.net/profile/Kenneth_Abbott/publication/314978050_Introducing_Regulatory_Intermediaries/links/59d42b65a6fdcc181ad950e4/Introducing-Regulatory-Intermediaries.pdf, 1επ..

³⁹² Abbott, Levi-Faur, Snidal, Enriching the RIT Framework, ό.π., 4.

³⁹³ Επί των ανωτέρω βλ. Havinga, Verbruggen, Understanding Complex Corporate Governance Relationships in Food Safety Regulation: The RIT Model as a Theoretical Lens, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951732, 1-2, 16.

³⁹⁴ Kourula, Paukku, Peterman, Korja, Intermediary roles in regulatory programs: Toward a role-based framework, Regulation & Governance 2019, 141επ..

³⁹⁵ Αυτό αναγνωρίζουν και οι Abbott, Levi-Faur, Snidal, Enriching the RIT Framework, ό.π., 12-15, οι οποίοι πάντως επισημαίνουν ότι η απλή μορφή του μοντέλου «RIT» αποτελεί την απαραίτητη θεωρητική βάση.

³⁹⁶ Black Julia, Proceduralisation, ό.π., 106επ.· Havinga, Verbruggen, ό.π., 17.

του αποδέκτη παρεμβάλλονται περισσότεροι μεσολαβητές οι οποίοι συγκροτούν αλυσίδα. Άλλες φορές αυτοί δρουν ταυτόχρονα και παράλληλα. Επίσης, είναι δυνατό ένας ενδιαμέσος να παρεμβάλλεται μεταξύ περισσότερων ρυθμιστικών αρχών και περισσότερων στόχων.

Η θεωρία της εγγραφής πρεσβεύει την αξιολόγηση της θέσης εκάστου παράγοντα με βάση τη συνύπαρξή του με άλλους³⁹⁷. Κρίσιμη είναι η διάγνωση προβλημάτων και ζητημάτων που συνδέονται με την αλληλεπίδραση ή και αλληλεξάρτηση των περισσότερων παραγόντων. Αυτή είναι δυνατή μόνο μέσω της παρατήρησης των αναπτυσσόμενων μεταξύ τους σχέσεων. Η ανάδειξη και επιτυχής αντιμετώπιση των σχετικών δυσλειτουργιών θα συμβάλει στην αποτελεσματικότερη λειτουργία του συστήματος επιβολής των κανόνων δικαίου και στην αποτελεσματική εφαρμογή των τελευταίων.

Την ίδια κατεύθυνση με τη θεωρία της εγγραφής έχει λάβει πλέον ο προβληματισμός σχετικά με τους πυλωρούς. Παρατηρείται προσφάτως μετατόπιση του ενδιαφέροντος από την ατομική εξέταση του ρόλου μίας μεμονωμένης κατηγορίας «gatekeepers» κάθε φορά υπό το πρίσμα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στη διερεύνηση του τρόπου με τον οποίο έκαστη κατηγορία αλληλεπιδρά με τις υπόλοιπες και του βαθμού κατά τον οποίο η δραστηριότητα της μιας επηρεάζει την αντίστοιχη των υπολοίπων και την ποιότητά της. Η μεταβολή αυτή οφείλεται στη συνειδητοποίηση του γεγονότος ότι η κατοχή πληροφοριών εκ μέρους των διάφορων κατηγοριών είναι αποσπασματική με αποτέλεσμα να επιβάλλεται η συνεργασία τους για την επίτευξη βέλτιστου αποτελέσματος σε επίπεδο πρόληψης ή καταστολής της παραβατικότητας.

Κοινός παρονομαστής όλων των ανωτέρω θεωριών είναι η καθιέρωση καθήκοντος του ιδιώτη προς συνεργασία με το κράτος στο πλαίσιο της πρόληψης και καταστολής των παραβατικών συμπεριφορών. Στην πραγματικότητα η θεωρία της εγγραφής συνιστά παραλλαγή της θεωρίας της εξουσιοδότησης και του μοντέλου «RIT». Ουσιαστικά αποτελεί προέκτασή τους και εμβαθύνει παρέχοντας μία ακριβέστερη εικόνα της πραγματικότητας. Με αυτόν τον τρόπο διευκολύνει την αντιμετώπιση προβλημάτων και δυσχερειών σχετικών με την επιβολή της νομοθεσίας.

Η προσφυγή στη συνδρομή των ιδιωτών κατά τον καθηγητή Reinier Kraakman πρέπει να υπακούει στην αρχή της επικουρικότητας³⁹⁸. Ο νομοθέτης οφείλει να εξαντλήσει προηγουμένως τις πιθανότητες και δυνατότητες επιβολής ευθύνης στην εταιρία και στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της πριν αποφασίσει να διαμορφώσει σύστημα πρόβλεψης στο πρόσωπο ιδιωτών εκτός του άμεσου περιβάλλοντος της εταιρίας καθηκόντων σχετικών με την κανονιστική συμμόρφωσή της. Αυτό είναι εύλογο, καθόσον πρόκειται για περιπτώσεις κατά τις οποίες οι παράνομες ενέργειες έχουν τελεσθεί από τη διοίκηση της εταιρίας. Επομένως, είναι αναμενόμενο και δίκαιο να επιρρίπτεται η ευθύνη στους αυτουργούς των πράξεων.

Η επικουρικότητα, όμως, αναφέρεται στο ανωτέρω πλαίσιο όσον αφορά τον τρόπο διαμόρφωσης του δικαικού συστήματος εφαρμογής της νομοθεσίας και όχι στην ευθύνη. Έτσι, ο όρος «επικουρικότητα» χρησιμοποιείται σε επίπεδο νομοθετικού σχεδιασμού κατά τη διαμόρφωση των επιλογών του νομοθέτη. Αυτό σημαίνει ότι η επιστράτευση ιδιωτών αποτελεί νομοθετική επιλογή όταν η αντίστοιχη της επιβολής ευθύνης στους πρωτογενείς παραβάτες (αυτουργούς) δεν αποφέρει αποτέλεσμα. Ωστόσο, από τη στιγμή που θα κριθεί ότι πρέπει να καθιερωθεί σχετικό καθήκον των ιδιωτών (το οποίο θα συνοδεύεται και από την αντίστοιχη

³⁹⁷ Havinga, Verbruggen, ό.π., 17.

³⁹⁸ Kraakman, Corporate Liability Strategies..., ό.π., 889. Βλ. και Μικρούλεα, Τάσεις ποινικοποίησης..., ό.π., υπό III.Z.

ευθύνη σε περίπτωση παραβίασής του), η ευθύνη των τελευταίων δεν έχει επικουρικό χαρακτήρα σε σχέση με αυτήν των αυτουργών, αλλά συντρέχοντα.

Στο πλαίσιο εντοπισμού και αποτροπής των παραβάσεων της νομοθεσίας από ανώνυμες εταιρίες που μετέχουν στην κεφαλαιαγορά δεν παρουσιάζει ενδιαφέρον η δράση οποιουδήποτε ιδιώτη, αλλά μόνο εκείνων που είναι σε θέση να φέρουν σε πέρας τη σχετική αποστολή³⁹⁹. Με δεδομένη τη στόχευση αυτή οι πυλωροί κρίνονται ως οι πλέον κατάλληλοι για την αποκάλυψη παραβατικών συμπεριφορών. Τούτο συμβαίνει, όπως έχει ήδη επισημανθεί, λόγω της σχέσης εγγύτητάς τους προς την ανώνυμη εταιρία, της κατοχής τεχνογνωσίας, της πείρας και του εξειδικευμένου προσωπικού τους.

Κρίσιμη δεν είναι μόνο η δυνατότητα εντοπισμού της παρανομίας, αλλά και το κόστος που συνεπάγεται η σχετική προσπάθεια⁴⁰⁰. Η σχετική ανάλυση γίνεται σε δύο επίπεδα κατά τη διαμόρφωση των νομοθετικών επιλογών. Πρώτα εξετάζεται το κόστος που συνεπάγεται για το κράτος η κανονιστική συμμόρφωση με τη χρήση διοικητικών και ποινικών διαδικασιών και συγκρίνεται με το αντίστοιχο κόστος που συνεπάγεται για έναν ιδιώτη χαρακτηριζόμενο ως πυλωρό η άσκηση εποπτείας επί της δραστηριότητας μίας ή περισσότερων εταιριών. Αν κριθεί ότι το πρώτο υπερβαίνει το δεύτερο, τότε προκρίνεται η λύση της επιστράτευσης των θυροφυλάκων στο σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης. Αν συμβαίνει το αντίθετο, τότε η συμμόρφωση πρέπει να γίνει με τα μέσα του κράτους. Ενδέχεται βεβαίως η άριστη λύση να συνίσταται στον συνδυασμό των δύο μέσων. Στην περίπτωση, κατά την οποία κρίνεται απαραίτητη η συμμετοχή των πυλωρών η ως άνω διαδικασία σύγκρισης του κόστους επαναλαμβάνεται, αυτή τη φορά όμως μεταξύ των περισσότερων ιδιωτών, προς ανεύρεση εκείνου του ιδιώτη που μπορεί να αποτρέψει ή να διαπιστώσει την παρανομία με το μικρότερο κόστος. Στη θεωρία έχουν διατυπωθεί διαφορετικές απόψεις τόσο σε σχέση με το δίλημμα «κράτος ή πυλωροί» όσο και σε σχέση με το ερώτημα «ποιος πυλωρός»⁴⁰¹.

Κατά τη νομοθετική διαμόρφωση του συστήματος συμμόρφωσης η επιλογή των πυλωρών γίνεται με βάση το κίνητρό τους προς επιτέλεση των καθηκόντων που θα τους ανατεθούν. Οι πυλωροί ως επαγγελματίες με σταθερή επαγγελματική δραστηριότητα και μάλιστα σε επίπεδο οικονομίας σκάλας έχουν οικοδομήσει επαγγελματική φήμη και σχέση εμπιστοσύνης με τους συμμετέχοντες στην αγορά⁴⁰². Ενδεχόμενη αποκάλυψη συμμετοχής τους σε παράνομες δραστηριότητες συμβαλλόμενης με αυτούς ανώνυμης εταιρίας ή εν γνώσει ανοχή τους θα έπληττε καίρια το κύρος τους⁴⁰³. Η ζημία που θα υφίσταντο θα ήταν μεγαλύτερη από το πρόσκαιρο όφελος που θα αποκόμιζαν από τη συμμετοχή τους στην παρανομία της ανώνυμης

³⁹⁹ Κατά την Black Julia, *Procuderalisation*, ό.π., 108, έξι είναι τα στοιχεία με βάση τα οποία κρίνεται η ικανότητα ενός ιδιώτη να επιτελέσει ρυθμιστική λειτουργία: η πληροφόρηση, η ειδικευση, οι οικονομικοί πόροι, η αυθεντία και η νομιμοποίηση, η στρατηγική θέση και η οργανωτική ικανότητα.

⁴⁰⁰ Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy...*, ό.π., 100-101. Βλ. και Μικρουλέα, *Τάσεις ποινικοποίησης...*, ό.π., υπό III.Z.

⁴⁰¹ Βλ. Wan, ό.π., 36 σχετικά με την προτίμηση προς το κράτος και τη διαπίστωση της αδυναμίας των δικηγόρων προς άσκηση εποπτικών καθηκόντων σε συνεχή βάση με ανεκτό κόστος, Hamdani, ό.π., 106-108, υπέρ της κρατικής παρέμβασης.

⁴⁰² Βλ. και *In re Parmalat Sec. Litig.*, 375 F.Supp.2d 278, 289-290 (S.D.N.Y. 2005). Τη συγκεκριμένη θεμελίωση της θεωρίας περί «gatekeepers» αμφισβητεί όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης ο Partnoy, *Barbarians...*, ό.π., 509 - 510, κατά τον οποίο η ευρωστία των οίκων αξιολόγησης δεν οφείλεται στην οικοδόμηση επαγγελματικής φήμης, αλλά στην αξιοποίηση των ρυθμιστικών αδειών. Κατά την Black Julia, *Paradoxes...*, ό.π., 1048-1049 η θέση στην οποία βρίσκονται οι θυροφύλακες μπορεί να είναι αποτέλεσμα είτε νομοθετικής ρύθμισης είτε της λειτουργίας της αγοράς. Κατά τον Coffee, *Ratings reform: The good, the bad and the ugly*, Harv. Bus. L. Rev., 2011, 262-263, υπό τον ισχυρισμό σχετικά με την επίδραση των ρυθμιστικών αδειών στην επικράτηση των οίκων αξιολόγησης στην αγορά δεν εξηγείται η αιτία της δύναμής τους στην αγορά ήδη σε χρόνο προγενέστερο της καθιέρωσης των ρυθμιστικών αδειών.

⁴⁰³ Βλ. *DiLeo v. Ernst & Young*, 901 F. 2d 624, 629 (7th Cir. 1990).

εταιρίας. Κατά συνέπεια, η διατήρηση της φήμης τους αποτελεί το κίνητρο εκείνο το οποίο είναι ικανό και επαρκές κατά τη θεωρία για την ένταξη των πυλωρών στο σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης. Τούτο βεβαίως προϋποθέτει την εμφανή προς το κοινό συμμετοχή στην παροχή της πληροφορίας: οι επαγγελματίες που συμμετέχουν ως αφανείς παράγοντες δε διατρέχουν κίνδυνο μείωσης της φήμης και της αξιοπιστίας τους⁴⁰⁴.

Η επίδραση που ασκεί η διαμόρφωση των συνθηκών ανταγωνισμού στην αγορά παροχής υπηρεσιών εκάστης κατηγορίας πυλωρών στην άσκηση εποπτικών καθηκόντων είναι σχετικό ζήτημα, καθώς έχει δύο όψεις. Υποστηρίζεται ότι σε μία μονοπωλιακή αγορά υπάρχει αυξημένος κίνδυνος παραβατικότητας του πυλωρού λόγω της έλλειψης ανταγωνισμού⁴⁰⁵. Ταυτόχρονα είναι δυνατό να υποστηριχθεί η άποψη ότι σε μία τέτοια αγορά ο σχετικός κίνδυνος ενδέχεται να είναι μικρότερος σε σχέση με μία αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται περισσότεροι πάροχοι υπηρεσιών, καθόσον σ' αυτήν υπάρχει πιθανότητα οι τελευταίοι να προβούν σε άτυπο μειοδοτικό διαγωνισμό μειώνοντας την εποπτεία και την ποιότητά της προκειμένου να προσελκύσουν πελατεία («race to the bottom»)⁴⁰⁶.

Η επιχειρηματική πίστη των πυλωρών εντός της αγοράς στην οποία αναπτύσσουν τη δραστηριότητά τους δεν είναι πάντα αρκετή. Η πράξη έχει διδάξει ότι παρά την προσδοκία της θεωρίας ότι η επαγγελματική φήμη είναι επαρκής, ώστε να αποτρέψει τους πυλωρούς από τη συνεργασία τους με παραβάτες υπήρξε πληθώρα περιπτώσεων κατά τις οποίες μετά τη σχετική στάθμιση πυλωροί επέλεξαν τη συγκάλυψη ή την παροχή συνδρομής κατά την τέλεση παρανομιών από ανώνυμες εταιρίες με βαρύτατες συνέπειες για το επενδυτικό κοινό⁴⁰⁷. Σημαντικό ρόλο σ' αυτό διαδραματίζει η ολιγοπωλιακή διαμόρφωση της αγοράς (όπου αυτή παρατηρείται, όπως π.χ. στους οίκους αξιολόγησης⁴⁰⁸ και στις ελεγκτικές εταιρίες⁴⁰⁹). Ομοίως, ιδίως όσον αφορά στην αξιολόγηση, όπου η αμοιβή συνδέεται με τη δημοσίευση, παρέχεται η δυνατότητα στον εκδότη να επιδοθεί σε άγρα προκειμένου να λάβει και να δημοσιοποιήσει την ευνοϊκότερη για το χρηματοπιστωτικό μέσο του αξιολόγηση («rating shopping»)⁴¹⁰.

⁴⁰⁴ Hamdani, Silent Gatekeepers and Vicarious Liability 12 (May 2012), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://portal.idc.ac.il>, 15.

⁴⁰⁵ Coffee Jr, Gatekeepers, ό.π., 318· Tarelli, ό.π., 139. Βλ. και Coffee Jr, Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid, Working paper, Columbia Law School, 2002, διαθέσιμο στο <http://mba.tuck.dartmouth.edu/mdm/AlumniLearningLinks/CoffeeOnEnron.pdf>, 20, σχετικά με την ολιγοπωλιακή διαμόρφωση της αγοράς ελεγκτικών υπηρεσιών. Tibbets, ό.π., 775.

⁴⁰⁶ Coffee Jr, Gatekeepers, ό.π., 320, Tarelli, ό.π., 139. Βλ. και τους Sangiorgi, Spatt, ό.π., 69-70, οι οποίοι αναφέρουν σειρά μελετών με διαφορετικά συμπεράσματα επί του συγκεκριμένου ζητήματος. Tibbets, ό.π., 775. Κατά τον Coffee Jr, Enhancing Investor Protection, ό.π., 68, σε περιπτώσεις έντονου ανταγωνισμού η αυτορρύθμιση δεν επαρκεί.

⁴⁰⁷ Για τις αιτίες βλ. Coffee Jr, The Acquiescent Gatekeeper, ό.π., 11επ..

⁴⁰⁸ Möllers, Niedorf, Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law? ECFR 2014, 337. Σύμφωνα με την ESMA Report on CRA Market Share Calculation, 29 November 2019, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα esma.europa.eu, 8, κατά το 2018 οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης (S&P Global Ratings, Moody's Investor Service και Fitch Ratings) κατέλαβαν μερίδιο αγοράς στην Ευρωπαϊκή Ένωση ίσο με 92,1%. Στις ΗΠΑ το αντίστοιχο ποσοστό ανήλθε κατά το 2017 σε 95,8% σύμφωνα με την SEC Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, December 2018, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα sec.gov..

⁴⁰⁹ Σύμφωνα με τους Willekens, Dekeyser, Simac, EU Statutory Audit Reform: Impact on Costs, Concentration and Competition, Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2019, κατά το 2017 το συνολικό μερίδιο αγοράς των τεσσάρων μεγαλύτερων ελεγκτικών εταιριών στην αγορά ελέγχου οντοτήτων δημοσίου ενδιαφέροντος της Ευρωπαϊκής Ένωσης ανήλθε σε ποσοστό 89,79%.

⁴¹⁰ Nästegård, The Regulation of Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry, Nordic & European Company Law Working Paper 2017, no. 16-18, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com, 8. Κατά τους Darbellay, Partnoy, Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, University of San Diego, School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No12---083 (April 2012), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα

Σημαντικό ρόλο στην επιλογή του πυλωρού για παροχή συνδρομής προς τον παραβάτη διαδραματίζει το γεγονός ότι συχνά είναι εξαιρετικά δύσκολη η αποκάλυψη των παρανομιών από τις δημόσιες εποπτικές αρχές, από τους μετόχους και από το επενδυτικό κοινό. Παρατηρείται ότι ο ίδιος λόγος που επιβάλλει την καθιέρωση καθηκόντων στο πρόσωπο των πυλωρών – δυσχέρειες των δημόσιων αρχών κατά την έρευνα σχετικά με τον εντοπισμό παραβάσεων της νομοθεσίας – είναι συχνά ο λόγος που ενισχύεται η παραβατικότητα των ίδιων των πυλωρών.

Εφόσον η επέλευση ζημίας στην επαγγελματική φήμη τους δεν παρέχει πάντοτε αντικίνητρο για τη συνεργασία με τους παρανομούντες, η λύση αναζητείται στη θέσπιση ευθύνης για την πλημμελή εκπλήρωση των ανατεθειμένων σ' αυτούς καθηκόντων των σχετικών με τον εντοπισμό παραβάσεων της νομοθεσίας. Όπως στην περίπτωση των πρωτογενών παραβατών, έτσι και στην περίπτωση δευτερογενών ο νομοθέτης αναγκάζει τους τελευταίους να προβούν σε στάθμιση κόστους και οφέλους⁴¹¹. Πλέον, όμως, σημεία αναφοράς είναι αντί της φήμης η καθιέρωση ευθύνης και η επιβολή κυρώσεων⁴¹². Η θέσπιση κανόνων ευθύνης των «gatekeepers» μειώνει τον ηθικό κίνδυνο, ενώ ενισχύει την ανεξαρτησία τους⁴¹³. Επίσης, με δεδομένο ότι οι επενδυτές (όπως και οι εποπτικές αρχές⁴¹⁴) ούτε είναι σε θέση ούτε έχουν τα κατάλληλα μέσα προκειμένου να ελέγξουν τον τρόπο κατά τον οποίο οι πυλωροί παρέχουν τις υπηρεσίες τους και ασκούν τα καθήκοντά τους και τον βαθμό επιμέλειας που επιδεικνύουν, η καθιέρωση ευθύνης παρέχει ασφάλεια στους επενδυτές σχετικά με την επίδειξη από τους πυλωρούς επιμελούς συμπεριφοράς υπό την απειλή αναγνώρισης της ευθύνης τους – επί της ουσίας αποκαθιστά τη φήμη τους και αποτελεί μέτρο αντιμετώπισης του ηθικού κινδύνου⁴¹⁵. Ταυτόχρονα διευρύνει τον κύκλο των ευθυνόμενων έναντι των επενδυτών προσώπων αυξάνοντας το επίπεδο προστασίας τους⁴¹⁶.

Η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς έχει δομηθεί επί της αρχής της ορθολογικότητας όχι μόνο των επενδυτών, αλλά και των υπόλοιπων συμμετεχόντων – μεταξύ των οποίων και οι πυλωροί. Έχει ήδη γίνει αναφορά στην προσδοκία του νομοθέτη και των μετεχόντων στην αγορά ότι οι πυλωροί κατόπιν στάθμισης κόστους - οφέλους θα επιλέξουν τη μη συμμετοχή και την παρεμπόδιση της παρανομίας υπό τον φόβο της προσβολής της επαγγελματικής φήμης τους ή και της αναγνώρισης (αστικής, ποινικής ή διοικητικής) ευθύνης τους. Ωστόσο, όπως στην

papers.ssrn.com, 6, αυτό οδηγεί σε υποβάθμιση της ποιότητας των εκθέσεων αξιολόγησης των σχετικών οίκων. Αντίστοιχη συμπεριφορά μπορεί να επιδεικνύουν και οι οίκοι αξιολόγησης: γνωρίζοντας ότι ο εκδότης μπορεί να προβεί σε άγρα αξιολογήσεων, είναι πιθανό να προβούν σε διασταλτική εφαρμογή των προτύπων αξιολόγησης που εφαρμόζουν με σκοπό τη σύνταξη πιο ευνοϊκής έκθεσης. Πρόκειται για το λεγόμενο «rating catering». Roychowdhury, Srinivasan, The Role of Gatekeepers in Capital Markets, J. Account. Res. 2019, 299.

⁴¹¹ Tibbets, ό.π., 778.

⁴¹² Σε κάθε περίπτωση η καθιέρωση ευθύνης δρα συμπληρωματικά και ενισχυτικά προς τη λειτουργία της επαγγελματικής φήμης για την παραγωγή κινήτρων. Wagner, ό.π., 22.

⁴¹³ Tarelli, ό.π., 126. Βλ. όμως τις επιφυλάξεις της Μικρουλέα, Τάσεις ποινικοποίησης..., ό.π., υπό III.Z σχετικά με την αποτελεσματικότητα της σχετικής θεωρίας ενόψει του ότι «εξαρτάται από προσωπικές συμβατικές σχέσεις και συμβάσεις παροχής υπηρεσιών που υπόκεινται με τη σειρά τους σε συνεχή εξέλιξη και επαναδιαπραγμάτευση».

⁴¹⁴ Manns, ό.π., 899.

⁴¹⁵ Sher, ό.π., 397· Boreiko, Lombardo, Prospectus Liability and the Role of Gatekeepers as Informational Intermediaries: an Empirical Analysis of the Impact of the Statutory Provisions on Italian IPOs, ECGI Law working paper 359/2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα ecgi.global, 8. Βλ. και Kraakman, Armour, Davies, Enriques, Hansmann, Hertig Gerard, Hopt Klaus, Kanda, Pargendler, Ringe, Rock, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach (3d ed., Oxford 2017), ch. 9: Corporate Law and Securities Markets, 349-351.

⁴¹⁶ Απαλαγάκη, Ερμηνευτικά ζητήματα από τον κανονισμό αναδοχών, εις: Δικαιοσύνη & Νομοθεσίας της Κεφαλαιαγοράς, 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς (16-18/11/2007), Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ, Ένωση Δικαστών και Εισαγγελέων, Ένωση Εισαγγελέων Ελλάδος, Εκδόσεις Ευρασία, 2008, 243.

περίπτωση των επενδυτών, έτσι και στην περίπτωση των θυροφυλάκων η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει αμφισβητήσει τον βαθμό της ορθολογικότητάς τους⁴¹⁷. Έτσι, ιδίως για τους ελεγκτές έχει παρατηρηθεί ότι υποπίπτουν στα ίδια γνωστικά σφάλματα με τους επενδυτές ή καταφεύγουν στις ίδιες ευριστικές τεχνικές: στο πλαίσιο αυτό έχουν αναφερθεί επίδειξη αγελαίας συμπεριφοράς, προτίμηση σε αποδείξεις που επιβεβαιώνουν έναντι αποδείξεων που διαψεύδουν, υποχώρηση έναντι ισχυρών προσωπικοτήτων και χρήση των τεχνικών της αντιπροσωπευτικότητας, της διαθεσιμότητας, της αγκυροβόλησης και της προσαρμογής⁴¹⁸.

6. Η θεωρία των πυλωρών και η θεωρία της αντιπροσώπευσης

Η θεωρία περί «gatekeepers» είναι στενά συνδεδεμένη με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης («agency theory»). Η τελευταία ερευνά τη σχέση μεταξύ κυρίου («principal») και αντιπροσώπου («agent») κατά τη διαχείριση υπόθεσης του πρώτου από τον δεύτερο⁴¹⁹. Μολονότι σε ένα τέτοιο σχήμα ο αρμόζων νομικός χαρακτηρισμός κατά το δίκαιο θα ήταν αυτός της σύμβασης εντολής, εντούτοις η εν λόγω θεωρία ως προερχόμενη από την οικονομική επιστήμη αποδίδει στη σχέση αυτή ευρύτερη της εντολής του ΑΚ έννοια. Κατ' αυτήν «σχέση αντιπροσώπευσης υφίσταται σε όλες εκείνες τις περιπτώσεις όπου ... η ενέργεια ενός προσώπου, εν προκειμένω του αντιπροσώπου αναπτύσσει εξωτερικές επιδράσεις (externe Effekte) για κάποιον άλλο»⁴²⁰. Τα συστατικά στοιχεία της σχέσης αυτής είναι η εκ μέρους του κυρίου (ρητή ή σιωπηρή) ανάθεση – έναντι αμοιβής - υπόθεσης ή υποθέσεων στον αντιπρόσωπο κατά τρόπο τέτοιο ώστε ο τελευταίος να μην υπόκειται σε υποδείξεις για ενέργειες ή αποτελέσματα⁴²¹.

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης στηρίζεται σε κάποιες παραδοχές. Ειδικότερα, υπολαμβάνει ότι τόσο ο κύριος όσο και ο αντιπρόσωπος ενεργούν με βάση το προσωπικό τους συμφέρον⁴²². Επίσης, στηρίζεται στην παραδοχή ότι αμφότεροι δρουν με ορθολογικότητα, η οποία, όμως, είναι περιορισμένη⁴²³. Τέλος, κατά τη θεωρία αυτή ο αντιπρόσωπος αποστρέφεται περισσότερο τον κίνδυνο σε σχέση με τον κύριο⁴²⁴.

Το πρόβλημα στη σχέση αντιπροσώπευσης ανακύπτει όταν υφίσταται ασυμμετρία πληροφόρησης και συμφερόντων και η εποπτεία του αντιπροσωπευόμενου είναι δύσκολη ή ακριβή⁴²⁵. Πράγματι, όταν ο κύριος έχει τη δυνατότητα ελέγχου του αντιπροσώπου και όταν η μεταξύ τους σύμβαση είναι σύμβαση έργου, είναι πιθανότερη η σύμπτωση των συμφερόντων τους⁴²⁶. Το ζητούμενο για τη θεωρία της αντιπροσώπευσης είναι η περιγραφή των προβλημάτων κατά τη λειτουργία της σχέσης αυτής και η πρόταση λύσεων για την αντιμετώπισή τους⁴²⁷.

⁴¹⁷ Βλ. Laby, ό.π., 138.

⁴¹⁸ Για τη σχετική βιβλιογραφία βλ. Fairchild, Gwilliam, Marnet, Audit Within the Corporate Governance Paradigm: A Cornerstone Built on Shifting Sand?, BJM 2019, 100.

⁴¹⁹ Λιβαδά, Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης, Η επίδραση του θετικού δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2016, 16επ..

⁴²⁰ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 136-137.

⁴²¹ Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία, ό.π., 31-32.

⁴²² Eisenhardt, Agency Theory: An Assessment and Review, Acad. Manag. Rev. 1989, 57επ.. Βλ. και Bosse, Phillips, Agency theory and bounded self-interest, Acad. Manag. Rev. 2018, 276.

⁴²³ Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία, ό.π.· 40, Eisenhardt, ό.π., 57επ.· Bosse, Phillips, ό.π., 276.

⁴²⁴ Eisenhardt, ό.π., 57επ.· Bosse, Phillips, ό.π., 276.

⁴²⁵ Eisenhardt, ό.π., 58.

⁴²⁶ Eisenhardt, ό.π., 60.

⁴²⁷ Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 138-139.

Στόχος των αναπτυσσόμενων (νομοθετικών και μη) στρατηγικών είναι η πληροφόρηση του κυρίου, ο έλεγχος του αντιπροσώπου και η σύγκλιση των συμφερόντων τους⁴²⁸. Ως μέσα επίτευξης χρησιμοποιούνται στον κλάδο του εταιρικού δικαίου η θέσπιση λεπτομερών κανόνων ή αρχών, η καθιέρωση δικαιωμάτων που αφορούν την είσοδο (δημοσίευση πληροφοριών) ή την έξοδο από την εταιρία (προβολή αντιρρήσεων κατά συγχώνευσης, μεταβίβαση μετοχών), η άσκηση δικαιωμάτων διορισμού ή ανάκλησης μελών του διοικητικού συμβουλίου ή αποφασιστικών δικαιωμάτων (όπως έγκρισης της συγχώνευσης)⁴²⁹. Επίσης, συχνή είναι η παροχή οικονομικών κινήτρων στον αντιπρόσωπο (λ.χ. «stock options») ή η καθιέρωση της συμμετοχής τρίτων ανεξάρτητων προσώπων (λ.χ. ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου, ελεγκτών ή αναδόχων)⁴³⁰.

Η επιστράτευση των πυλωρών γίνεται με σκοπό την εφαρμογή των ως άνω στρατηγικών καταπολέμησης των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ κυρίου και αντιπροσώπου. Μπορεί κατά το ανωτέρω πλαίσιο συνήθως η καθιέρωση του συστήματος των πυλωρών να νοείται ως μέθοδος κανονιστικής συμμόρφωσης του αντιπροσώπου (ΔΣ ή μετόχου πλειοψηφίας – αναλόγως της μετοχικής σύνθεσης), ωστόσο, όπως ήδη διεφάνη⁴³¹, συχνά αποτελεί αυτή καθεαυτή μέρος των σχετικών στρατηγικών. Αυτό συμβαίνει ιδίως στο πλαίσιο της καθιέρωσης της συμμετοχής στις σχετιζόμενες με τον εκδότη διαδικασίες αντικειμενικών τρίτων προσώπων που δεν έχουν συμφέρον στη συμμετοχή σε παράνομες πράξεις. Ομοίως και στην περίπτωση κατά την οποία ζητούμενο είναι η δημοσίευση των πληροφοριών και η άσκηση εποπτείας. Πρόκειται για τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος: στρατηγική σύγκλισης των συμφερόντων και μέθοδος επιβολής της νομιμότητας.

Η εγκυρότητα της θεωρίας της αντιπροσώπησης έχει τεθεί υπό αμφισβήτηση από τη θεωρία της «γνωστικής αξιολόγησης» («cognitive evaluation theory»). Πρόκειται για θεωρία η οποία προέρχεται από την επιστήμη της Ψυχολογίας. Σύμφωνα με αυτήν η επιβολή εξωτερικού ελέγχου μειώνει το εσωτερικό κίνητρο του ελεγχόμενου να συμμορφωθεί στο επιδιωκόμενο (μέσω του ελέγχου αποτέλεσμα). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το άτομο θέλει να αισθάνεται ότι αυτοκαθορίζεται⁴³². Έτσι, ο εξωτερικός έλεγχος μπορεί να μειώνει τη συνειδητή τήρηση του νόμου ή να οδηγεί το άτομο να αναπτύσσει συμπεριφορά που μπορεί να είναι σύμφωνη με τον έλεγχο, αλλά όχι σύμφωνη με τον νόμο. Στο πλαίσιο αυτό, όσον αφορά την επίδραση των οικονομικών αναλυτών στη δράση του διοικητικού συμβουλίου έχει υποστηριχθεί ότι η άσκηση πίεσης εκ μέρους των αναλυτών (δια της επίδρασης που έχουν οι εκτιμήσεις τους στη διακύμανση των τιμών των μετοχών) μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα τη μετάθεση του κέντρου βάρους του ενδιαφέροντος του ΔΣ από την τήρηση του νόμου στην εκπλήρωση των προσδοκιών των αναλυτών⁴³³.

⁴²⁸ Βλ. Shapiro, Agency Theory, Annu. Rev. Sociol. 2005, 264επ..

⁴²⁹ Armour, Hansmann, Kraakman, Ch. 2, Agency Problems and Legal Strategies, σε Kraakman Reinier, Armour John, Davies Paul, Enriques Luca, Hansmann Henry, Hertig Gerard, Hopt Klaus, Kanda Hideki, Pargendler Mariana, Ringe Wolf-Georg, Rock Edward, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, 3d ed., Oxford, 2017, 60επ., 64επ..

⁴³⁰ Armour, Hansmann, Kraakman, ό.π., 63επ.. Βλ. και Αλεξανδροπούλου, Νέα πρόταση Οδηγίας για την ενίσχυση της θέσης του μετόχου, τις αμοιβές μελών ΔΣ και τη διαφάνεια του ρόλου των πληρεξουσίων συμβούλων και των διαμεσολαβητών, ΔΕΕ 2014, 943-945.

⁴³¹ Armour, Hansmann, Kraakman, ό.π., 70-71.

⁴³² Για τα ανωτέρω βλ. Shi, Connelly, Hoskisson, External Corporate Governance and Financial Fraud: Cognitive Evaluation Theory Insights on Agency Theory Prescriptions, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση scholarworks.iupui.edu/bitstream/handle/1805/14074/Shi_2016_external.pdf?sequence=1, 6.

⁴³³ Shi, Connelly, Hoskisson, ό.π., 13-14.

Κατ' άλλη προσέγγιση, η οποία έχει προέρχεται από την επιστήμη της διοίκησης επιχειρήσεων, η θεωρία της αντιπροσώπευσης πρέπει να εφαρμοσθεί υπό το πρίσμα των παραδοχών της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Στο πλαίσιο αυτό έχει αμφισβητηθεί η εγκυρότητα της παραδοχής της θεωρίας της αντιπροσώπευσης κατά την οποία οι μετέχοντες δρουν προς εξυπηρέτηση του στενού προσωπικού συμφέροντός τους⁴³⁴. Παρατηρείται ότι οι άνθρωποι πολλές φορές ενεργούν με βάση τις πεποιθήσεις τους περί ισότητας και αμοιβαιότητας. Έτσι, ο έλεγχος ενδέχεται να έχει το αντίθετο από το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα, αν ο ελεγχόμενος θεωρεί ότι αδικείται⁴³⁵. Στην περίπτωση αυτή μπορεί στη δράση του να εμφολωθούν εκδικητικά κίνητρα. Με βάση τις παρατηρήσεις αυτές υποστηρίζεται ότι κρίσιμη για την επιτυχία ενός μέτρου που σκοπό έχει την παροχή κινήτρων στον αντιπρόσωπο ή τον έλεγχό του είναι η αντίληψη του τελευταίου σχετικά με τον δίκαιο χαρακτήρα του περιεχομένου και της διαδικασίας επιβολής του μέτρου⁴³⁶.

7. Η σχέση των πυλωρών με την εταιρία

Η σχέση των «gatekeepers» με τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου είναι συνήθως συμβατική. Πρόκειται για αμοτεροβαρή ενοχική σύμβαση, κατά την οποία ο επαγγελματίας αναλαμβάνει έναντι του εκδότη την υποχρέωση παροχής μίας υπηρεσίας ή την εκτέλεση ενός έργου και ο τελευταίος αναλαμβάνει την υποχρέωση καταβολής σ' αυτόν της αμοιβής του. Με δεδομένο ότι αντικείμενο της δραστηριότητας των πυλωρών είναι η παροχή υπηρεσιών (νομικών, ελεγκτικών κλπ.), ανάλογα με το ειδικότερο περιεχόμενο της σύμβασης και αναλόγως με την ιδιότητα (και κατά συνέπεια το αντικείμενο) του συμβαλλόμενου επαγγελματία προτείνεται η εφαρμογή των διατάξεων περί σύμβασης εντολής, σύμβασης εργασίας ή σύμβασης έργου.

Κυρίαρχη είναι η βούληση των συμβαλλομένων. Αν αυτοί απέβλεψαν στην επίτευξη συγκεκριμένου αποτελέσματος, τότε πρόκειται για σύμβαση έργου. Αν αντικείμενο της σύμβασης είναι η παροχή υπηρεσιών εκ μέρους του πυλωρού ανεξαρτήτως αποτελέσματος και κατά τρόπο ανεξάρτητο, δηλαδή χωρίς ο τελευταίος να υπόκειται στις οδηγίες του εκδότη ως προς τον τόπο, τον τρόπο και τον χρόνο της απασχόλησής του, ο ορθός νομικός χαρακτηρισμός είναι αυτός της σύμβασης παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών⁴³⁷. Αν πάλι τα μέρη συμφώνησαν ότι ο πυλωρός αναλαμβάνει την υποχρέωση να διεξάγει την υπόθεση που του ανέθεσε ο εντολέας έναντι αμοιβής ή αν ειδικά τούτο προβλέπεται από την κείμενη νομοθεσία, πρόκειται για έμμισθη εντολή⁴³⁸.

Πριν γίνει ειδικότερη αναφορά στις συμβάσεις του εκδότη χρηματοπιστωτικών μέσων με έκαστη κατηγορία πυλωρών πρέπει να σημειωθεί ότι, πέραν της συμβατικής σύνδεσής τους, σε κάποιες περιπτώσεις συναντάται η παροχή υπηρεσιών χωρίς να έχει προηγηθεί σχετική σύμβαση μεταξύ των μερών. Τούτο συμβαίνει στις περιπτώσεις των μη ζητηθείσων αξιολογήσεων των

⁴³⁴ Bosse, Phillips, ό.π., 282-283.

⁴³⁵ Bosse, Phillips, ό.π., 277. Βλ. και ανωτέρω κατά την ανάπτυξη της θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής στην οικεία θέση.

⁴³⁶ Bosse, Phillips, ό.π., 286-287.

⁴³⁷ De Bruyne, Third-party certifiers. An Inquiry into their Obligations and Liability in Search of Legal Mechanisms to Increase the Accuracy and Reliability of Certification, (PhD thesis), Ghent University. Faculty of Law and Criminology, 2018, 26.

⁴³⁸ Για το ότι στην περίπτωση αυτή είναι δυσχερής η διάκριση μεταξύ σύμβασης έμμισθης εντολής, σύμβασης έργου και άλλων συμβατικών μορφωμάτων βλ. Τουντόπουλο σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 713 αρ. 2.

οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας («unsolicited ratings»)⁴³⁹. Οι διατάξεις των οποίων η εφαρμογή προκρίνεται εν προκειμένω είναι οι σχετικές με τη διοίκηση αλλοτρίων (άρθρα 730επ. Α.Κ.) και μάλιστα συνήθως θα πρόκειται για γνήσια διοίκηση αλλοτρίων^{440 441}.

Η σύμβαση παροχής νομικών υπηρεσιών ρυθμίζεται στο ελληνικό δίκαιο από τον Κώδικα Δικηγόρων (ν. 4194/2013). Με βάση τις διατάξεις των άρθρων 36 και 37 η εν λόγω σύμβαση χαρακτηρίζεται έμμισθη εντολή και διέπεται κατά βάση από τις διατάξεις του κώδικα αυτού και συμπληρωματικά από τις περί εντολής διατάξεις του Αστικού Κώδικα (άρθρα 713 επ. ΑΚ)⁴⁴². Κατ' εξαίρεση του άμισθου χαρακτήρα της εντολής, εδώ πρόκειται περί έμμισθης εντολής⁴⁴³.

Όσον αφορά τη νομική φύση της σύμβασης μεταξύ ελεγκτή και ελεγχόμενης οντότητας έχουν διατυπωθεί πολλές απόψεις στη θεωρία. Σύμφωνα με μία από αυτές, δεν πρόκειται για σύμβαση, αλλά για εκ του νόμου ανάθεση⁴⁴⁴. Σύμφωνα με άλλη γνώμη πρόκειται για μικτή σύμβαση με στοιχεία σύμβασης έργου και σύμβασης παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών με κύρια παροχή αυτήν του έργου⁴⁴⁵. Κατ' άλλη άποψη πρέπει να εφαρμοσθούν οι διατάξεις περί εντολής⁴⁴⁶. Κατά της θεώρησης αυτή στρέφεται άλλη γνώμη με την αιτιολογία ότι εν προκειμένω καταβάλλεται πάντα κατά τον νόμο αμοιβή και υποστηρίζει ότι πρόκειται για σύμβαση έργου⁴⁴⁷. Τέλος, έχει υποστηριχθεί και η θέση ότι πρόκειται περί παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών⁴⁴⁸.

⁴³⁹ De Bruyne, Third-party certifiers..., ό.π., 29. Στις περιπτώσεις αυτές κατά το άρθρο 10 παρ. 5 του Κανονισμού 1060/2019 ο οίκος οφείλει να αναφέρει ευδιάκριτα στην έκθεση αξιολόγησης αν ο αξιολογούμενος ή οι σχετιζόμενοι με αυτόν τρίτοι συμμετείχαν στην αξιολόγηση, αν ο οίκος είχε πρόσβαση σε στοιχεία του αξιολογούμενου και των τρίτων και να σημειώνει ότι πρόκειται για μη ζητηθείσα αξιολόγηση.

⁴⁴⁰ Βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 253-255, ο οποίος αναφέρει και περιπτώσεις κατά τις οποίες πρόκειται για μη γνήσια διοίκηση αλλοτρίων.

⁴⁴¹ Βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 256-257, για την εφαρμογή των διατάξεων περί αδικοπραξιών (άρθρα 914επ. ΑΚ).

⁴⁴² Γιαννόπουλος, Η δικηγορική αμοιβή κατά το νέο Κώδικα Δικηγόρων (Ν. 4194/2013) και η δικονομική προστασία της, 2016, 25επ.. Βλ. υπό την ισχύ του ν.δ. 3026/1954 ΑΠ 810/2003, ΝΟΜΟΣ.

⁴⁴³ Λόγω του χαρακτήρα του θεσπιζόμενου με το άρθρο 713 ΑΚ κανόνα δικαίου ως ενδοτικού δικαίου. ΑΠ 679/2018, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 1243/2005, ΝΟΜΟΣ. Για την αντίθετη άποψη κατά την οποία η συμφωνία περί καταβολής αμοιβής μεταβάλλει τη φύση της σύμβασης από εντολή σε σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών, εργασίας ή έργου βλ. σε Τουντόπουλο σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 713 αρ. 7.

⁴⁴⁴ Πασσιάς, Το δίκαιον της ανωνύμου εταιρείας, τ. ΙΙ, 1969, 744. Κατά παρεμφερή άποψη (βλ. Περάκη, Ο Τακτικός Έλεγχος της Ανώνυμης Εταιρείας, 1984, 98· Μάρκου, Σκέψεις επί του νομικού καθεστώτος των τακτικών ελέγχων, Αρμ 1999, 1161· Χριστιανοπούλου, Αστική ευθύνη των νόμιμων ελεγκτών έναντι του εντολέα τους και τρίτων, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ 2016, 947) πρόκειται για σύμβαση «το περιεχόμενο της οποίας ρυθμίζεται ευθέως από τον ίδιο τον νόμο και το καταστατικό της εταιρείας» (Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1161). Συμπληρωματικώς εφαρμόζονται οι ρήτρες της σύμβασης (Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1161).

⁴⁴⁵ Κοκκίνης, εις ΔικΑΕ 2010, 36, αριθμ. 77.

⁴⁴⁶ Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1158· Παμπούκης, Ο έλεγχος της Ανώνυμης Εταιρείας, 1996, 53.

⁴⁴⁷ Υπό τη διατύπωση του ισχύσαντος άρθρου 36 παρ. 3 του ν. 2190/1920 ο Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 102-103, κάνει λόγο για συμπληρωματική εφαρμογή των διατάξεων περί σύμβασης έργου προς τη διάταξη του άρθρου 36 παρ. 3, πάντα λαμβάνοντας υπόψη και τη φύση του ελέγχου ως δημοσίου λειτουργήματος. Ο Παμπούκης, ό.π., 52-55, αφού προηγουμένως αναγνωρίζει στοιχεία σύμβασης εργασίας, παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών, έργου και εντολής προκρίνει την τελευταία ως προσδίδουσα στη σύμβαση τον κύριο χαρακτήρα της. Τελικώς, δίνει προτεραιότητα στην εφαρμογή των διατάξεων του εταιρικού δικαίου. Πάντως, το επιχείρημα του Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 251, σχετικά με την ακαταλληλότητα των άρθρων 689 και 692 ΑΚ για την περίπτωση των εκθέσεων αξιολόγησης των οργανισμών πιστοληπτικής αξιολόγησης, σύμφωνα με το οποίο (επιχείρημα) «... μία δυσμενής (πλην καταρτισμένη με επιμέλεια και κατά τις νόμιμες προδιαγραφές) αξιολόγηση μπορεί να είναι μεν «άχρηστη» για τον αξιολογούμενο εκδότη κινητών αξιών, με την έννοια ότι δεν του εξασφαλίζει την επιθυμητή πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά, όμως δεν μπορεί να δικαιολογήσει την υπαναχώρηση του εργολάβου (εδώ του αξιολογούμενου). Το ίδιο ισχύει και με τη διάταξη του 692 ΑΚ που αναφέρεται στην έγκριση του έργου από τον εργολάβο (=αξιολογούμενο), έννοια δηλαδή παντελώς ασύμβατη με την αξιολόγηση, που συνιστά ανεξάρτητη και αδέκαστη κρίση, με ουσία που δεν είναι δυνατόν να υπόκειται στην έγκριση του αξιολογούμενου» μπορεί να χρησιμοποιηθεί αναλόγως και στην περίπτωση του ελέγχου των χρηματοοικονομικών

Η σύμβαση αναδοχής χρηματοπιστωτικών μέσων δύναται να λάβει τρεις διαφορετικές διαμορφώσεις: α) της σύμβασης παραγγελιοδοχικής αναδοχής, β) της σύμβασης εγγυημένης αναδοχής και γ) της σύμβασης σταθερής αναδοχής⁴⁴⁹. Κατά την πρώτη ο ανάδοχος ενεργώντας ως άμεσος ή έμμεσος αντιπρόσωπος του εκδότη αναλαμβάνει έναντι αμοιβής να διευκολύνει τη διάθεση των νέων μέσων⁴⁵⁰. Στην εγγυημένη αναδοχή ο ανάδοχος ενεργεί ομοίως ως αντιπρόσωπος, αλλά υπόσχεται στον εκδότη να αγοράσει τα μέσα τα οποία μετά το τέλος της διαδικασίας δε θα έχουν διατεθεί σε επενδυτές⁴⁵¹. Στην τρίτη περίπτωση ο ανάδοχος αναλαμβάνει τον κίνδυνο από τη μη διάθεση των μέσων, καθόσον τα αγοράζει από τον εκδότη προκειμένου να τα διαθέσει ο ίδιος στο όνομα και για λογαριασμό του στο επενδυτικό κοινό⁴⁵².

Η νομική φύση της σύμβασης αναδοχής που συνάπτεται μεταξύ αφενός πιστωτικού ή πιστωτικών ιδρυμάτων ή ΕΠΕΥ αφετέρου του εκδότη χρηματοπιστωτικών μέσων εξαρτάται από το είδος της αναδοχής⁴⁵³. Στην εγγυημένη αναδοχή πρόκειται κατά μία άποψη περί σύμβασης έργου με στοιχεία εντολής⁴⁵⁴, ενώ κατ' άλλη περί μικτής σύμβασης με στοιχεία σύμβασης έργου, εντολής και παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών⁴⁵⁵. Κατά την τελευταία αυτή άποψη ίδια είναι η νομική φύση και των υπόλοιπων δύο ειδών σύμβασης αναδοχής⁴⁵⁶.

Δυνάμει της σύμβασης με αντικείμενο την αξιολόγηση του εκδότη ή χρηματοπιστωτικών μέσων του που συνάπτεται μεταξύ αυτού και ενός οίκου αξιολόγησης ο τελευταίος αναλαμβάνει έναντι αμοιβής την υποχρέωση έκδοσης σχετικής έκθεσης αξιολόγησης. Το γραφείο αξιολόγησης οφείλει να εκτιμήσει το σύνολο των διαθέσιμων σ' αυτό σχετικών πληροφοριών σύμφωνα με την ακολουθούμενη από το ίδιο μεθοδολογία⁴⁵⁷, η οποία πρέπει να είναι αυστηρή, συστηματική και συνεχής και να υπόκειται σε επικύρωση με βάση την ιστορική εμπειρία⁴⁵⁸. Στη συνέχεια οφείλει να διατυπώσει τη γνώμη του διατηρώντας την ανεξαρτησία του, ενώ μετά τη δημοσίευση της έκθεσής του οφείλει να συνεχίζει την έρευνά του προκειμένου να προβεί σε επαναξιολόγηση ή και ανάκληση της αξιολόγησής του⁴⁵⁹.

Με τη σύμβαση αυτή, κατά την κρατούσα γνώμη στη θεωρία, τα μέρη δεν αποβλέπουν σε αποτέλεσμα, αλλά στην παροχή των σχετικών υπηρεσιών⁴⁶⁰. Οι οίκοι προβαίνουν στην αξιολόγηση με βάση τις πληροφορίες που τους παρέχει ο εκδότης και σε αρνητική περίπτωση

καταστάσεων. Με δεδομένο ότι οι ελεγκτές εφαρμόζουν «πρότυπους κανόνες» οι οποίοι «παρουσιάζουν διακυμάνσεις στις τεχνικές τους λεπτομέρειες» (Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 184), ότι ο έλεγχος διενεργείται με βάση τα παρεχόμενα από τον εκδότη πληροφοριακά στοιχεία και ειδικά για τον υποχρεωτικό έλεγχο αυτός επιβάλλεται από τον νόμο, δεν μπορεί να νοηθεί έγκριση και υπαναχώρηση από τη σχετική σύμβαση. Ασφαλώς θα μπορούσε να υποστηριχθεί η εφαρμογή των διατάξεων περί έργου με την εξαίρεση της εφαρμογής συγκεκριμένων διατάξεων όπως οι ανωτέρω αναφερθείσες. Ωστόσο, μία τέτοια επιλογή θα οδηγούσε στην αποδοχή μίας μικτοτυπικής σύμβασης.

⁴⁴⁸ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 250-251.

⁴⁴⁹ Η σταθερή αναδοχή δε συνηθίζεται στην Ελλάδα. Βλ. Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 108.

⁴⁵⁰ Λιβαδά στο Ρόκας/Γκόρτσος κ.ά., ό.π., 702-703· Αυγητίδης, Η ευθύνη..., ό.π., 153-156.

⁴⁵¹ Λιβαδά στο Ρόκας/Γκόρτσος κ.ά., ό.π., 703· Αυγητίδης, Η ευθύνη..., ό.π., 156-158.

⁴⁵² Λιβαδά στο Ρόκας/Γκόρτσος κ.ά., ό.π., 703· Αυγητίδης, Η ευθύνη..., ό.π., 158-161.

⁴⁵³ Κατά την Απαλαγάκη, ό.π., 245, πρόκειται για σύμβαση έργου.

⁴⁵⁴ Λιβαδά στο Ρόκας/Γκόρτσος κ.ά., ό.π., 704.

⁴⁵⁵ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 196.

⁴⁵⁶ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 107-109. Για περισσότερες απόψεις βλ. στον ίδιο, ό.π., 106.

⁴⁵⁷ De Bruyne, Third-party certifiers..., ό.π., 35.

⁴⁵⁸ Άρθρα 4-7 του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 447/2012 της Επιτροπής, της 21ης Μαρτίου 2012, που συμπληρώνει τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας με τη θέσπιση κανονιστικών τεχνικών προτύπων για την αξιολόγηση της συμμόρφωσης των μεθοδολογιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας OJ L 140, 30.5.2012, p. 14-16.

⁴⁵⁹ De Bruyne, Third-party certifiers..., ό.π., 60επ..

αρκούνται στις δημοσίως γνωστές πληροφορίες χωρίς να υποχρεούνται να προβούν σε έρευνα προς ανεύρεση στοιχείων⁴⁶¹. Επιπλέον, οι οίκοι δεν πιστοποιούν την αλήθεια και ακρίβεια της σχετικής πληροφόρησης. Οι δε αξιολογήσεις τους συνιστούν τη γνώμη τους⁴⁶², η οποία εμπεριέχει «ορισμένο βαθμό εκτίμησης πολύπλοκων οικονομικών παραγόντων» και «εφαρμογή διαφορετικών μεθοδολογιών μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετικά αποτελέσματα αξιολόγησης, κανένα από τα οποία δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως λανθασμένο»⁴⁶³. Υπό τα δεδομένα αυτά δεν είναι δυνατό να συμφωνηθεί η επίτευξη συγκεκριμένου αποτελέσματος (κατάταξη σε συγκεκριμένη επενδυτική βαθμίδα) ή να γίνει λόγος για έγκριση της αξιολόγησης ή υπαναχώρηση του εκδότη σε περίπτωση ουσιώδους ελαττώματος⁴⁶⁴. Για τους λόγους αυτούς προτείνεται ο χαρακτηρισμός της σύμβασης ως σύμβασης παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών⁴⁶⁵.

Κατά κανόνα το πλαίσιο λειτουργίας και ο τρόπος εκπλήρωσης των αναλαμβανόμενων από τους πωλωρούς υποχρεώσεων ρυθμίζονται από τη σύμβαση και τον νόμο. Κατ' εξαίρεση λόγω της φύσης του αντικειμένου της παροχής των ορκωτών ελεγκτών⁴⁶⁶ και των ελεγκτικών εταιριών και της ιδιότητάς τους ως οργάνων της ανώνυμης εταιρίας⁴⁶⁷ γίνεται δεκτό ότι οι τελευταίοι κατά τη διενέργεια υποχρεωτικών ελέγχων οφείλουν – πέραν της σύμβασης και του νόμου – να εφαρμόζουν τις διατάξεις του καταστατικού και τις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης της ελεγχόμενης εταιρίας⁴⁶⁸. Μάλιστα, ως προς το καταστατικό υποστηρίζεται ότι δύναται να συμπροσδιορίζει μαζί με τον νόμο τις εξουσίες των ελεγκτών κατά την άσκηση των καθηκόντων τους⁴⁶⁹.

Συνήθως η δραστηριότητα των πωλών αναπτύσσεται και οι ως άνω συμβάσεις συνάπτονται με βάση σχετικό νομοθετικό υπόβαθρο που διαμορφώνει το σχετικό πεδίο δράσης⁴⁷⁰. Αυτό συμβαίνει με τη θέσπιση της υποχρεωτικότητας της παρεμβολής επαγγελματιών διαμεσολαβητών σε συγκεκριμένες συναλλαγές (ιδίως αυτές που αφορούν την κεφαλαιαγορά). Έτσι, στο ελληνικό δίκαιο προβλέπονται από τον νόμο περιπτώσεις στις οποίες είναι υποχρεωτικός ο τακτικός έλεγχος των χρηματοοικονομικών καταστάσεων συγκεκριμένων οντοτήτων, διενεργείται δε από ορκωτούς ελεγκτές ή ελεγκτικές εταιρίες⁴⁷¹. Επίσης, σε διεθνές

⁴⁶⁰ De Bruyne, Third-party certifiers..., ό.π., 28επ.· Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 249-253.

⁴⁶¹ De Bruyne, Third-party certifiers..., ό.π., 35· Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 250.

⁴⁶² Άρθρο 3 παρ. 1 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 1 έως 31). Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 251.

⁴⁶³ Σκέψη 33 του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013. Βλ. και Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 252..

⁴⁶⁴ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 251-252.

⁴⁶⁵ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 251. Μάλιστα, παρατηρείται από τον De Bruyne, Third-party certifiers..., ό.π., 60επ., ότι ακόμη και στις περιπτώσεις που τα μέρη συμφωνούν ή η νομοθεσία προβλέπει υποχρέωση του οίκου προς επιτήρηση μετά τη δημοσίευση της έκθεσης αξιολόγησης προς τον σκοπό επαναξιολόγησης ή ανάκλησής της, σημασία έχει η καταβολή της επιμελούς προσπάθειας και όχι η επίτευξη αποτελέσματος, με δεδομένο ότι στη συγκεκριμένη διαδικασία εμπλέκονται και άλλοι παράγοντες, όπως οι εποπτικές αρχές και ο εκδότης του χρηματοπιστωτικού μέσου.

⁴⁶⁶ Έλεγχος της λογιστικής και διαχειριστικής κατάστασης της εταιρίας. Βλ. στοιχείο α' της περίπτωσης 4 της υποπαραγράφου Α1 της παρ. Α του άρθρου 2 του ν. 4336/2015.

⁴⁶⁷ Κρατούσα γνώμη.

⁴⁶⁸ Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1165, 1167-1168.

⁴⁶⁹ Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1163.

⁴⁷⁰ Black Julia, Paradoxes..., ό.π., 1048-1049.

⁴⁷¹ Βλ. επίσης το άρθρο 3 παρ.2 του ν. 3371/2005 και την παρ. 3.1.2.1.2 του Κανονισμού του ΧΑ, όπου μεταξύ των προϋποθέσεων εισαγωγής ορίζεται και ο έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων από ορκωτό ελεγκτή. Βλ. και Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 187. Πρβλ. και τον προβληματισμό σχετικά με το προβλεπόμενο στο άρθρο 65α του ν. 4174/2014 φορολογικό πιστοποιητικό. Βλ. Περάκη, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας – Ο νέος Ν. 4548/2018 με εισαγωγικές παρατηρήσεις, 5^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 87· Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 188.

επίπεδο ήταν ευρέως διαδεδομένη η νομοθέτηση της εξάρτησης του επενδυτικού κοινού από τις αξιολογήσεις χρηματοπιστωτικών μέσων στις οποίες προέβαιναν οι οίκοι αξιολόγησης. Αντίστοιχα, για τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά προβλέπεται η υποχρεωτική διαμεσολάβηση αναδόχου. Πρόκειται για τις λεγόμενες «ρυθμιστικές άδειες» («regulatory licenses»)⁴⁷².

Μεταξύ των ρυθμιστικών αδειών παρατηρείται διαφοροποίηση που καθιστά αναγκαία τη διάκρισή τους σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη είναι η απλή, αυτή που ήδη εκτέθηκε και αφορά στη θέσπιση κανόνων δικαίου που επιβάλλουν αφενός την τήρηση συγκεκριμένης διαδικασίας αφετέρου τη συμμετοχή συγκεκριμένου είδους διαμεσολαβητή. Χαρακτηριστικά παραδείγματα συνιστούν οι ελεγκτές και οι ανάδοχοι⁴⁷³. Η δεύτερη είναι εκείνη κατά την οποία ο νομοθέτης δεν αρκείται στη συγκεκριμένη παρέμβαση, αλλά περαιτέρω απονέμει στους διαμεσολαβητές την εξουσία εξειδίκευσης του περιεχομένου γενικών και αόριστων κανόνων δικαίου. Πρόκειται επί της ουσίας για εκχώρηση ρυθμιστικής αρμοδιότητας. Αυτή είναι η περίπτωση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας⁴⁷⁴.

Η ύπαρξη ρυθμιστικών αδειών ενδέχεται να μειώνει τα κίνητρα του πωλωρού για την άσκηση εποπτικών καθηκόντων. Η χορήγηση ρυθμιστικών αδειών εξασφαλίζει στους πωλωρούς εγγυημένη πελατεία και εισόδημα⁴⁷⁵. Επιπλέον, τους καθιστά κερδοφόρους παρά τη διενέργεια εκ μέρους τους επενδύσεων⁴⁷⁶. Επίσης, αν συνδυαστεί με μονοπωλιακή (ή ολιγοπωλιακή) διαμόρφωση της αγοράς μειώνει δραστικά την εξάρτηση του πωλωρού από την επαγγελματική φήμη με αποτέλεσμα τη μείωση των κινήτρων για την επίτευξη ακρίβειας κατά την παροχή των υπηρεσιών τους⁴⁷⁷. Για τον λόγο αυτό η θέσπιση ευθύνης κρίνεται αναγκαία τόσο σε επίπεδο πρόληψης όσο και σε επίπεδο καταστολής - αποκατάστασης ζημιών⁴⁷⁸. Παράλληλα, παρατηρείται διεθνώς η τάση μείωσης της νομοθετικώς θεσπιζόμενης εξάρτησης δραστηριοτήτων από τις ρυθμιστικές άδειες των οίκων αξιολόγησης⁴⁷⁹.

8. Η ένταξη των πωλωρών στο περιβάλλον της εταιρίας

Ανωτέρω αναλύθηκε η σχέση των θυροφυλάκων με την εταιρία ως προς τη νομική φύση του συνδέοντος αυτούς δεσμού. Η σχέση μπορεί, όμως, να προσλάβει και μία άλλη έννοια ευρύτερη, μη έχουσα ως άξονα τη νομική θεμελίωσή της παρά μόνο εν μέρει, αλλά

⁴⁷² Partnoy, How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <https://www.researchgate.net>, 81επ.· Partnoy Frank, The Paradox of Credit Ratings, University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper No. 20, 2001, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285162, 1επ..

⁴⁷³ Στο δίκαιο των Η.Π.Α. προβλέπονται περιπτώσεις κατά τις οποίες απαιτείται η παροχής γνώμης εκ μέρους δικηγόρου με τη σύνταξη επιστολής νομικής γνώμης («legal opinion letter»). Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση του εγγράφου αναφοράς («registration statement») για τη διενέργεια δημόσιας προσφοράς. Βλ. στοιχείο 29 του Πίνακα Α και άρθρο 7 της Securities Act 1933.

⁴⁷⁴ Black Julia, Paradoxes..., ό.π., 1050-1051. Ο Tarelli, ό.π., 140, τους χαρακτηρίζει οιονεί κανονιστικά σώματα («quasi-regulatory bodies»).

⁴⁷⁵ Tarelli, ό.π., 140.

⁴⁷⁶ Tarelli, ό.π., 140.

⁴⁷⁷ Tarelli, ό.π., 141· Cox James, The Oligopolistic Gatekeeper: The U.S. Accounting Profession, 2006. Duke Law School Faculty Scholarship Series. Paper 58, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://lsr.nellco.org/duke_fs/58, 1επ..

⁴⁷⁸ Tarelli, ό.π., 141.

⁴⁷⁹ Κατά τους Sangiorgi, Spatt, ό.π., 38, η ύπαρξη ρυθμιστικών αδειών έχει ως συνέπεια την αύξηση των αξιολογήσεων που παρέχουν εκτίμηση ευνοϊκότερη αυτής που προκύπτει από την εξέταση των πραγματικών συνθηκών.

αναφερόμενη στην ένταξη των πυλωρών και των υπηρεσιών τους στο περιβάλλον της εταιρίας. Η οπτική αυτή προσανατολίζεται στην κατηγοριοποίηση των πυλωρών αναλόγως με τη θέση στην οποία έκαστος των ανωτέρω επαγγελματιών παρεμβαίνει στην αλυσίδα των πράξεων που συγκροτούν τη δραστηριότητα της οντότητας από τη λήψη των αποφάσεων μέχρι την εκτέλεσή τους.

Ο χαρακτηρισμός των πυλωρών ως εξωτερικών παραγόντων και η αντιδιαστολή τους προς τους εσωτερικούς δεν προκρίνονται, καθόσον η σχετική ορολογία είναι σχετική και επιδέχεται εξαιρέσεις⁴⁸⁰. Πράγματι, οι πυλωροί συνήθως είναι εξωτερικοί. Ωστόσο, στην περίπτωση του υποχρεωτικού ελέγχου ο ελεγκτής καθίσταται όργανο της ΑΕ⁴⁸¹. Επίσης, ο κατά το ελληνικό δίκαιο έμμισθος δικηγόρος της εισηγμένης ΑΕ είναι πυλωρός παρότι είναι εσωτερικός. Εξάλλου, με βάση το άρθρο 8 του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014⁴⁸² οι πυλωροί νοούνται ως πρωτογενείς κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών – γνωστοί ως «insiders», καθόσον στο πλαίσιο του επαγγέλματός τους ή των καθηκόντων τους μπορούν να αποκτήσουν πρόσβαση σε τέτοιες πληροφορίες^{483 484}. Επομένως, ο χαρακτηρισμός εξαρτάται από την οπτική υπό την οποία εξετάζονται η θέση και η δραστηριότητα των πυλωρών.

Πρώτο κριτήριο κατάταξης των «gatekeepers» είναι η σχέση τους με την οργανωτική δομή της εταιρίας. Κατά κανόνα οι πυλωροί συνδέονται με την εταιρία με ενοχικό δεσμό⁴⁸⁵. Κατ' εξαίρεση, κατά την κρατούσα γνώμη οι εξωτερικοί ελεγκτές που διενεργούν υποχρεωτικό έλεγχο στην ΑΕ αποτελούν όργανο αυτής⁴⁸⁶.

Η ένταξη του πυλωρού στην οργανωτική δομή της εταιρίας δημιουργεί αμφιβολίες σχετικά με την αντικειμενικότητά του και με την ικανότητά του προς αποτελεσματικής εκτέλεσης εποπτικών καθηκόντων. Αυτό ισχύει στην περίπτωση των εσωτερικών δικηγόρων κατά το δίκαιο των Η.Π.Α.. Αυτοί λαμβάνουν θέση στη δομή της εταιρίας με την ιδιότητα του εργαζομένου, του προϊσταμένου του νομικού τμήματος ή του διευθύνοντος συμβούλου. Όπως ήδη σημειώθηκε, συχνά επιχειρείται ο χαρακτηρισμός τους ως πυλωρών. Ακόμη κι αν ήθελε γίνει δεκτή η προσέγγιση αυτή, σε κάθε περίπτωση λόγω της συγκεκριμένης θέσης τους στην εταιρία και της συγκεκριμένης σχέσης τους με αυτή υπόκεινται σε μεγαλύτερες πιέσεις σε σχέση με τους εξωτερικούς δικηγόρους και τα συμφέροντά τους συνήθως ευθυγραμμίζονται με αυτά της εταιρίας – λαμβανομένου υπ' όψιν ότι είναι δύσκολο συνήθως να αναπτύξουν προσωπική επαγγελματική φήμη⁴⁸⁷. Κατά τούτο, ο βαθμός ανεξαρτησίας τους είναι μειωμένος⁴⁸⁸.

⁴⁸⁰ Βλ. όμως Coffee Jr, *The Acquiescent Gatekeeper*, ό.π., 2, κατά τον οποίο οι πυλωροί συμβάλλουν στην προστασία των επενδυτών και των μετόχων από τους «insiders» της εταιρίας.

⁴⁸¹ Ψυχομάνης, *Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών*, ό.π., 326, 398επ..

⁴⁸² Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την κατάχρηση της αγοράς (κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς) και την κατάργηση της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/ΕΚ, 2003/125/ΕΚ και 2004/72/ΕΚ, OJ L 173, 12.6.2014, p. 1–61.

⁴⁸³ Άρθρο 8 παρ. 4 του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014: «Το παρόν άρθρο εφαρμόζεται σε κάθε πρόσωπο το οποίο κατέχει προνομιακή πληροφορία λόγω του ότι: ... γ) έχει πρόσβαση στην πληροφορία κατά την άσκηση της εργασίας ή του επαγγέλματος ή των καθηκόντων του...». Αυγητίδης, *Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, ό.π., 833.

⁴⁸⁴ Το πεδίο εφαρμογής του άρθρου 8 παρ. 4 περ. γ' του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014, σύμφωνα με τη διατύπωσή του, καταλαμβάνει μεταξύ άλλων τόσο τους «gatekeepers» όσο και τους «whistleblowers».

⁴⁸⁵ Κατά τα ειδικότερα αναφερόμενα στην προηγούμενη ενότητα.

⁴⁸⁶ Μάρκου, *Σκέψεις...*, ό.π., 1158· Ψυχομάνης, *Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών*, ό.π., 326· Ρόκας, *Εμπορικές εταιρίες*, ό.π., 365. Βλ. όμως Μαστρομανώλη, *Πρόσφατες εξελίξεις...*, ό.π., 6-9.

⁴⁸⁷ Coffee Jr, *Gatekeepers...*, ό.π., 194. Βλ. και Simmons, ό.π., 1149, ο οποίος τονίζει ότι ο εσωτερικός δικηγόρος έχει πιο στρατηγικό ρόλο σε σχέση με τον εξωτερικό με αποτέλεσμα η έλλειψη ανεξαρτησίας να αποτελεί δευτερεύον ζήτημα ενόψει της αποτελεσματικότητά του στη διασφάλιση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου της εταιρικής διακυβέρνησης.

⁴⁸⁸ Βλ. όμως Rokas, *Reliance on Experts from a Corporate Law Perspective*, *Am. Univ. Bus. Law Rev.* 2013, 325.

Η οργανική ιδιότητα των εξωτερικών ελεγκτών αποτελεί ένα ιδιόρρυθμο μόρφωμα. Η ιδιόρρυθμία αυτή συνίσταται στο γεγονός ότι αναγνωρίζεται ο χαρακτήρας οργάνου του νομικού προσώπου σε τρίτα ως προς αυτό πρόσωπα τα οποία υπόκεινται σε καθήκοντα ανεξαρτησίας και αντικειμενικότητας. Βεβαίως η αξίωση ανεξαρτησίας σε επίπεδο μελών του διοικητικού συμβουλίου κατά τη διάκριση αυτών σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά είναι γνωστή στο εταιρικό δίκαιο⁴⁸⁹. Μάλιστα ενόψει αυτής ακριβώς της ρύθμισης μπορεί να γίνει παραλληλισμός της θέσης με την επισήμανση βεβαίως του διαφορετικού χαρακτήρα των καθηκόντων τους (τα μη εκτελεστικά μέλη είναι μέλη της διοίκησης, ενώ οι ελεγκτές όχι – κρίσιμο είναι, όμως, ότι είναι μέλη οργάνου).

Ο οργανικός χαρακτήρας των ελεγκτών (σε επίπεδο υποχρεωτικού ελέγχου) καταφάσκει ενόψει των σχετικών με αυτούς νομοθετικών ρυθμίσεων. Η ανάθεση σε αυτούς του σύστοιχου προς τη διοίκηση έργου του ελέγχου της, η εκλογή τους από τη γενική συνέλευση και η πρόβλεψη των εξουσιών, των καθηκόντων και της ευθύνης τους συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι ο ελεγκτής αντιμετωπίζεται ως όργανο της ανώνυμης εταιρίας⁴⁹⁰. Σ' αυτά πρέπει να προστεθούν ενδεικτικώς η ακυρότητα της απόφασης της γενικής συνέλευσης περί εγκρίσεως των χρηματοοικονομικών καταστάσεων σε περίπτωση μη διενέργειας ελέγχου⁴⁹¹ και το δικαίωμα του ελεγκτή να αιτηθεί τη σύγκληση της γενικής συνέλευσης⁴⁹².

Στο ελληνικό δίκαιο ερωτηματικά θα μπορούσε να προκαλέσει το γεγονός ότι μετά τη θέσπιση του ν. 4548/2018⁴⁹³ οι ρυθμίσεις περί των ελεγκτών της ΑΕ δεν περιλαμβάνονται στον θεσμικό περί της τελευταίας νόμο⁴⁹⁴. Θα μπορούσε να ισχυρισθεί κάποιος ότι η ρύθμιση των σχετικών ζητημάτων σε ιδιαίτερο νομοθέτημα έχει συμβολική σημασία και ότι δείχνει ότι οι ελεγκτές δε θεωρούνται πλέον όργανο της ΑΕ. Ωστόσο, το γεγονός ότι οι διατάξεις σχετικά με τον διορισμό από τη γενική συνέλευση, τις εξουσίες, τα καθήκοντα και την ευθύνη τους, καθώς και με το δικαίωμα πρόκλησης σύγκλησης της γενικής συνέλευσης παραμένουν σε ισχύ αίρει οποιονδήποτε προβληματισμό⁴⁹⁵. Από άποψη διάρθρωσης των σχετικών διατάξεων μπορεί να υφίσταται διαχωρισμός, όχι όμως και από άποψη ουσίας.

Ως προς το ζήτημα της φύσης των ελεγκτών υφίσταται και αντίθετη άποψη στη θεωρία. Σύμφωνα με αυτήν ο ελεγκτής δεν είναι όργανο της ανώνυμης εταιρίας, αλλά τρίτος εξωτερικός παράγοντας ελέγχου ο οποίος ελέγχει την τήρηση διατάξεων που προστατεύουν όχι μόνο την εταιρία, αλλά και τρίτους⁴⁹⁶. Κατά την ίδια άποψη η αναγνώριση αχώριμου δικαιώματος στους

⁴⁸⁹ Μάλιστα κατά πάγια νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων η ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας δε διαφοροποιείται αναλόγως με την ιδιότητα του μέλους ως εκτελεστικού ή μη. Βλ. ΑΠ 1/2019, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 472/2018, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 370/2018, ΝΟΜΟΣ.

⁴⁹⁰ Δεσποτίδου σε Ανώνυμες εταιρίες, τόμος II, άρθρα 18 - 40α, 42ε παρ. 5 : ερμηνεία άρθρων Κ.Ν. 2190/1920 : οι αμοιβές στις εισηγμένες εταιρίες και στις επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, Β. Γ. Αντωνόπουλος, Σπ. Μούζουλας, Αθήνα, Θεσσαλονίκη : Σάκουλας, 2013, 761επ..

⁴⁹¹ Ψυχομάνης, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 438.

⁴⁹² Στοιχεία δ' - ε' της περίπτωσης 4 της υποπαραγράφου Α1 της παρ. Α του άρθρου 2 του ν. 4336/2015.

⁴⁹³ Για μία αποτίμηση του ν. 4548/2018 βλ. Μάρκου, Η νέα αναμόρφωση του νόμου περί ανωνύμων εταιριών – Μία πρώτη αποτίμηση των βασικών θέσεων του ν. 4548/2018, ΧρΙΔ 2019, 14επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου»· Περάκη, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας..., ό.π., 1επ..

⁴⁹⁴ Τα περισσότερα κράτη-μέλη έχουν περιλάβει τις σχετικές με τον έλεγχο διατάξεις σε νόμο περί εταιριών. Βλ. Γενικό σχόλιο 2.2 στο 12^ο κεφάλαιο της European Model Companies Act 2017. Για τη σχέση λογιστικού και εταιρικού δικαίου βλ. Λιβαδά, Η συνδυασμένη εξέλιξη λογιστικού και εταιρικού δικαίου, εις: Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών Λογιστών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 357επ..

⁴⁹⁵ Μάλιστα, αν σκοπός ήταν η απομάκρυνση από την οργανική θεωρία δε θα γινόταν αναφορά σε «διορισμό» των ελεγκτών από τη γενική συνέλευση, αλλά σε λήψη απόφασης ανάθεσης του ελεγκτικού έργου ή σύναψης σχετικής σύμβασης.

⁴⁹⁶ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 46.

ελεγκτές ιδίω ονόματι έναντι του ΔΣ για την παροχή πληροφοριών, το γεγονός ότι η ΑΕ δεν ευθύνεται για τις πράξεις των ελεγκτών, η μη πρόβλεψη έκτακτου ελέγχου σε περίπτωση παρανομιών των τακτικών ελεγκτών και η δυνατότητα απαλλαγής των τελευταίων από την ευθύνη έναντι της εταιρίας επί συντρέχοντος πταίσματός της δείχνουν την ορθότητα του πορίσματος της⁴⁹⁷.

Η δημόσια λειτουργία του τακτικού ελεγκτή δεν αναιρεί κατ' ανάγκην τον οργανικό χαρακτήρα του. Η έκθεση ελέγχου δεν έχει αναφορά μόνο εντός της ελεγχόμενης οντότητας, αλλά και εκτός αυτής. Στο πλαίσιο αυτό είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα της Δανίας, η οποία χαρακτηρίζει τον ελεγκτή ως τον αντιπρόσωπο του κοινού⁴⁹⁸. Είναι βέβαιο ότι η έκθεση ελέγχου προσλαμβάνει δημοσιότητα και απευθύνεται εκτός του ακροατηρίου των εντός της εταιρίας παραγόντων στους τρίτους χρήστες που βασίζουν τις αποφάσεις τους σε αυτήν αποκτώντας εικόνα για την κατάσταση της εταιρίας⁴⁹⁹. Επιτελεί δημόσια λειτουργία με την έννοια της παροχής δημόσιας πίστης⁵⁰⁰. Είναι δε δημόσιο έγγραφο κατά το άρθρο 438 ΚΠολΔ⁵⁰¹. Αυτό δεν αποκλείεται από μόνο το γεγονός ότι ο ελεγκτής είναι όργανο της ελεγχόμενης εταιρίας. Είναι αποτέλεσμα της φύσης του εκτελούμενου καθήκοντος του ελέγχου και ανάγει τον ελεγκτή σε ιδιότυπο όργανο ακριβώς λόγω της δημόσιας αντανάκλασης του έργου του.

Με κριτήριο τον χρόνο παροχής των υπηρεσιών τους οι πυλωροί μπορούν να καταταχθούν σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει τους δικηγόρους, οι οποίοι παρέχουν τις υπηρεσίες τους πριν, κατά τη διάρκεια και μετά τη λήψη και την εκτέλεση κάποιας απόφασης παρέχοντας συμβουλές, μετέχοντας σε διαπραγματεύσεις και συνδράμοντας στον σχεδιασμό συναλλαγών. Στη δεύτερη βρίσκονται οι ελεγκτές, οι οποίοι προβαίνουν σε έλεγχο καθ' όλη τη διάρκεια της εταιρικής χρήσης, αλλά μετά την εκτέλεση της όποιας απόφασης. Η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει τους αναδόχους, τους οίκους αξιολόγησης και τους οικονομικούς αναλυτές. Αυτοί ασχολούνται με τις εταιρικές πράξεις μετά την εκτέλεσή τους. Όλα τα ανωτέρω ισχύουν με σημείο αναφοράς την εταιρία. Αν ως τέτοιο ορισθεί η κεφαλαιαγορά και ειδικότερα η πράξη της επένδυσης όλες οι ανωτέρω υπηρεσίες αναφέρονται σε χρονικές περιόδους που προηγούνται αυτής.

Με βάση την υποχρεωτικότητα της διαμεσολάβησης δημιουργούνται τρεις κατηγορίες. Στην πρώτη εντάσσονται οι ανάδοχοι (και οι σύμβουλοι⁵⁰²), οι ελεγκτές⁵⁰³ και οι οίκοι αξιολόγησης (οι τελευταίοι κατά το μέρος κατά το οποίο προβλέπεται από τη νομοθεσία η σύνταξη έκθεσης αξιολόγησης για τη διενέργεια κάποιας συναλλαγής). Εδώ προβλέπεται από τον νόμο η υποχρέωση διενέργειας συγκεκριμένων πράξεων που προϋποθέτουν τη σύμπραξη των συγκεκριμένων ειδικών. Πρόκειται για την κατηγορία των ρυθμιστικών αδειών. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται οι οικονομικοί αναλυτές. Η σύναψη των συμβάσεων της

⁴⁹⁷ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 46-47.

⁴⁹⁸ Άρθρο 16 Danish Act on Approved Auditors and Audit Firms (the Auditor Act).

⁴⁹⁹ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 41, Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1173, Κουλορίδας, Εξελίξεις..., ό.π., 193.

⁵⁰⁰ Βλ. και Τριανταφυλλάκη, Δυνατότητες δικαστικής προστασίας σε ζητήματα λογιστικού κι ελεγκτικού δικαίου, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 93· ΟΛΑΠ 6/1995, ΝΟΜΟΣ, σχετικά με την υπαγωγή του ορκωτού ελεγκτή στην έννοια του υπαλλήλου κατά το άρθρο 13α ΠΚ..

⁵⁰¹ Τριανταφυλλάκης, Δυνατότητες δικαστικής προστασίας..., ό.π., 93-94· Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 140-141.

⁵⁰² Βλ. Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 272.

⁵⁰³ Partnoy, Barbarians..., ό.π., 528επ.. Βλ. τον ίδιο, ό.π., 531, για την εξάρτηση των ελεγκτών από κανόνες αυτορρύθμισης που θεσπίζονται από τις επαγγελματικές ενώσεις τους (Γενικώς Αποδεκτά Πρότυπα Ελέγχου, «General Accepted Auditing Standards», «GAAS»).

εταιρίας με αυτούς έχει ως αποκλειστικό θεμέλιο τη συμβατική βούληση και όχι τον νόμο. Η θέση των δικηγόρων θα μπορούσε να βρίσκεται στη δεύτερη κατηγορία. Υποστηρίζεται, όμως, ότι αναλόγως με τη διαμόρφωση των σχετικών κανόνων θα μπορούσαν να υπαχθούν σε μία ενδιάμεση κατηγορία. Ειδικότερα, στην περίπτωση του άρθρου 11 της Securities Act (Νόμου περί κινητών αξιών) των Η.Π.Α. η πρόβλεψη ένστασης με περιεχόμενο τη διενέργεια ελέγχου εμμέσως δημιουργεί συνθήκες ρυθμιστικής άδειας για τους νομικούς συμβούλους⁵⁰⁴.

Με κριτήριο τη βάση της παροχής των απαιτούμενων πληροφοριών από την εταιρία προς τους πωλητές είναι αναγκαία η εξής διάκριση. Η νομοθεσία υποχρεώνει τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου να παρέχει πληροφόρηση προς τους ορκωτούς ελεγκτές και προς τους αναδόχους. Αντιθέτως, δεν υπάρχει αντίστοιχη πρόβλεψη για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τους δικηγόρους και τους οικονομικούς αναλυτές. Η διάκριση αυτή έχει σημασία, γιατί κατά την εξέταση της αποτελεσματικότητας της νομοθετικής επιλογής περί καθιέρωσης εποπτικών καθηκόντων για κάποια κατηγορία πωλητών ερευνάται κατά πόσο η επιλογή αυτή μπορεί να ενέχει τον κίνδυνο δημιουργίας καχυποψίας από την πλευρά της εταιρίας και περιορισμού της ροής των πληροφοριών.

9. Η αμοιβή των «gatekeepers»

Η αμοιβή εκάστου πωλητού για τις παρεχόμενες από αυτόν υπηρεσίες προς την αντισυμβαλλόμενη του εκδότρια εταιρία αποτελεί το (συμβατικό) αντάλλαγμα για την παροχή του. Στον σχετικό προβληματισμό περί των «gatekeepers» η αμοιβή συχνά διαδραματίζει σημαντικό ρόλο σε δύο επίπεδα: α) στη διερεύνηση της αποτελεσματικής λειτουργίας του τριγωνικού σχήματος «εκδότης - πωλητής - επενδυτής» και β) στον προσδιορισμό της έκτασης της αστικής ευθύνης.

Η συζήτηση σχετικά με την είσπραξη της αμοιβής του θυροφύλακα γίνεται με βάση κυρίως δύο μοντέλα⁵⁰⁵. Κατά το πρώτο «ο επενδυτής πληρώνει»⁵⁰⁶. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής συμβάλλεται με τον ειδικό επαγγελματία με αντικείμενο την παροχή των υπηρεσιών του τελευταίου προς αυτόν έναντι της αντιπαροχής, δηλαδή της αμοιβής⁵⁰⁷. Κατά το δεύτερο μοντέλο ο εκδότης είναι εκείνος που πληρώνει τον πωλητή⁵⁰⁸. Τούτο γίνεται στο πλαίσιο σχετικής σύμβασης που συνάπτεται μεταξύ τους με αντικείμενο και πάλι την παροχή υπηρεσιών έναντι αμοιβής.

⁵⁰⁴ Partnoy, *Barbarians...*, ό.π., 535επ..

⁵⁰⁵ Με βάση αυτά τα δύο και για την αντιμετώπιση των δυσχερειών που προκύπτουν σε έκαστο εξ αυτών γίνονται προτάσεις σχετικά με την υιοθέτηση ενδιάμεσων μοντέλων.

⁵⁰⁶ “Investor pays”. Το συγκεκριμένο μοντέλο καθιερώθηκε από τον John Moody το 1909. Βλ. Miglionico, *Recasting...*, ό.π., 2. Το μοντέλο αυτό πλέον ακολουθείται από μικρής εμβέλειας οίκους αξιολόγησης. Από τους Εθνικώς Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής και Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Nationally Recognized Statistical and Rating Organizations – NRSROs) μόνο η “Egan-Jones Ratings Company” (EJR) ακολουθεί κυρίως το μοντέλο αυτό. Βλ. Nästegård, ό.π., 7.

⁵⁰⁷ Βλ. σε Bongaerts, *Alternatives for issuer-paid credit rating agencies*, ECB Working Paper, No. 1703, European Central Bank (ECB), 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154136/1/ecbwp1703.pdf>, 5, για απόπειρες καθιέρωσης του μοντέλου αυτού μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2008.

⁵⁰⁸ “Issuer pays”. Το μοντέλο αυτό ακολουθείται από τους κύριους οίκους αξιολόγησης από τις αρχές του 1970. Βλ. Miglionico, *Recasting...*, ό.π., 2· Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies...*, ό.π., 68.

Κατά την εφαρμογή της πρώτης μεθόδου πληρωμής προκύπτουν διάφορα προβλήματα⁵⁰⁹. Η προσφυγή εκάστου ενδιαφερόμενου επενδυτή στις υπηρεσίες του εξειδικευμένου επαγγελματία προκειμένου να λάβει την απαιτούμενη για τη λήψη της επενδυτικής απόφασής του πληροφόρηση θα είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους επένδυσης και θα καθιστούσε την προσπάθεια του εκδότη να αρυσθεί νέα κεφάλαια πιο δυσχερή. Επιπλέον, η ατομική δράση κάθε επενδυτή ενέχει τον κίνδυνο να αξιοποιήσουν οι υπόλοιποι το προϊόν που «αγόρασε» ένας εξ αυτών⁵¹⁰. Το πρόβλημα εντοπίζεται στη δυσκολία που αντιμετωπίζει ο πωλητής της πληροφορίας να ελέγξει και να περιορίσει τον τρόπο χρήσης της από τον αγοραστή. Έτσι, παρά το γεγονός ότι είναι δυνατόν να συμφωνηθεί ρήτρα εμπιστευτικότητας, ο κίνδυνος περαιτέρω πώλησης της πληροφορίας σε άλλους χρήστες είναι υπαρκτός⁵¹¹. Εξάλλου, όπως λέγεται, ήδη δια της χρήσης της η πληροφορία αποκαλύπτεται ενσωματούμενη εν μέρει στην τιμή⁵¹². Περαιτέρω, η επικράτηση του συστήματος πληρωμής από τον επενδυτή πιθανόν να δημιουργούσε πρόβλημα επαρκούς χρηματοδότησης του «gatekeeper»⁵¹³. Τέλος, υπό το μοντέλο αυτό ο επαγγελματίας έχει περιορισμένη πρόσβαση στις πληροφορίες που διαθέτει ο εκδότης⁵¹⁴.

Τα προβλήματα αυτά αντιμετωπίζονται με το εκδοτοκεντρικό σύστημα: Ο εκδότης, με σκοπό τη χρηματοδότησή του, συμβάλλεται με τους απαραίτητους διαμεσολαβητές προκειμένου να παράσχει το απαιτούμενο «σήμα» στην αγορά κεφαλαίου. Υποστηρίζεται ότι η πληρωμή του διαμεσολαβητή από τον εκδότη συνδέεται με αύξηση της ποσότητας της πληροφόρησης, καθόσον αυτό συμφέρει τον πωλητή της πληροφορίας – αντιθέτως, αν η πληρωμή γίνεται από τον επενδυτή, ο πωλητής έχει συμφέρον να «μειώσει την ποσότητα της πληροφόρησης που αποκαλύπτεται από την τιμή για να αυξήσει την αξία της πιστοποίησης για τους επενδυτές»⁵¹⁵. Βεβαίως κάποιες μελέτες έχουν αποδείξει ότι το μοντέλο της πληρωμής από τον επενδυτή οδηγεί σε αύξηση της ποιότητας⁵¹⁶.

Η επιλογή του μοντέλου της πληρωμής από τον εκδότη δεν είναι απαλλαγμένη από μειονεκτήματα. Η πληρωμή της αμοιβής ενός ειδικού για τη σύνταξη μίας έκθεσης αξιολόγησης που αφορά τον εκδότη και προορίζεται προς δημοσίευση και χρήση από το επενδυτικό κοινό

⁵⁰⁹ Κατά τον Bongaerts, ό.π., 31, η καθιέρωση του μοντέλου των αμοιβόμενων από τον επενδυτή εκθέσεων αξιολόγησης θα ήταν αποτελεσματική μόνο υπό την προϋπόθεση της νομοθετικής απαγόρευσης του μοντέλου της πληρωμής της αμοιβής από τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου ή της επιβολής αυστηρής νομοθεσίας. Υπέρ της απαγόρευσης και της καθιέρωσης ενός συστήματος συνδρομητικής πληρωμής οι Darbellay, Partnoy, ό.π., 15. Ωστόσο, η νομοθετική απαγόρευση δε συμβιβάζεται με τις αρχές της ελεύθερης αγοράς. Βλ. Nätstegård, ό.π., 7.

⁵¹⁰ «Free-riding». Βλ. Miglionico, Recasting..., ό.π., 38· Πολίτη, Η προστασία..., ό.π., 186· Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., ο οποίος σημειώνει ότι το μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει» ακολουθήθηκε προκειμένου να συμμορφωθούν οι οίκοι αξιολόγησης με τη νομοθεσία τη σχετική με την κατάχρηση της αγοράς. Περαιτέρω, για τη διευκόλυνση της πρόσβασης μικρών επενδυτών σε συνδρομητικά μοντέλα αξιολογήσεων προτείνεται από τη Nätstegård η διαφοροποίηση του ύψους της συνδρομής για τους επενδυτές αυτούς σε σχέση με το προβλεπόμενο για τους θεσμικούς επενδυτές ποσό. Πράγματι, οι μικροί επενδυτές δεν είναι πρόθυμοι να πληρώνουν συνδρομή (από τη στιγμή που μπορούν να έχουν πρόσβαση σε ελεύθερες αξιολογήσεις, εφόσον τουλάχιστον ένας οίκος αξιολόγησης ακολουθεί το μοντέλο της πληρωμής από τον εκδότη) και άρα σκόπιμο θα ήταν το σχετικό ποσό να είναι χαμηλότερο γι' αυτούς. Με τον τρόπο αυτό θα επιτευχθεί διεύρυνση της συνδρομητικής βάσης και μείωση της επιρροής των θεσμικών επενδυτών. Βλ. Nätstegård, ό.π., 12.

⁵¹¹ Sangiorgi, Spatt, ό.π., 26.

⁵¹² Sangiorgi, Spatt, ό.π., 26-27.

⁵¹³ Darbellay, Partnoy, ό.π., 11· De Bruyne, Third-party certifiers..., ό.π., 226.

⁵¹⁴ Nätstegård, ό.π., 11. Κατά τη γνώμη της συγκεκριμένης συγγραφέως η κρίση του 2007 και του 2008 απέδειξε ότι οι πληρωμένες από τους επενδυτές αξιολογήσεις «δε θα μπορούσαν να έχουν υπάρξει περισσότερο ανακριβείς» από τις πληρωμένες από τους εκδότες.

⁵¹⁵ Sangiorgi, Spatt, ό.π., 28-29.

⁵¹⁶ Για τις μελέτες αυτές βλ. Roychowdhury, Srinivasan, ό.π., 298.

από τον εκδότη δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων⁵¹⁷. Είναι εύλογο να δημιουργούνται αμφιβολίες στον επενδυτή σχετικά με την αξιοπιστία μίας έκθεσης που αφορά τον εκδότη και ο συντάκτης της οποίας αμείβεται από τον τελευταίο γι' αυτήν. Πάντως, υποστηρίζεται ότι το πρόβλημα εκκινεί και εξαρτάται από τη δυνατότητα του εκδότη να προβαίνει σε άγρα εκθέσεων και κατά τούτο να ασκεί πίεση στον ειδικό⁵¹⁸.

Ως ενδιάμεσο μοντέλο έχει προταθεί αυτό κατά το οποίο ο επενδυτής επιλέγει τον οίκο αξιολόγησης και ο εκδότης τον πληρώνει⁵¹⁹. Σύμφωνα με αυτό οι πάροχοι υπηρεσιών αξιολόγησης καταχωρούνται σε ηλεκτρονική πλατφόρμα, στην οποία κάθε ενδιαφερόμενος εκδότης καταβάλλει σχετική συνδρομή. Όποιος επενδυτής ενδιαφέρεται για τη λήψη έκθεσης αξιολόγησης καταφεύγει στις υπηρεσίες της πλατφόρμας επιλέγοντας ο ίδιος τον πάροχο της υπηρεσίας.

Προς επίλυση του ίδιου προβλήματος έχει προταθεί ο αμέσως προηγούμενος εκτεθείς μηχανισμός μερικώς αντεστραμμένος. Σύμφωνα με τη σχετική πρόταση ο εκδότης που επιθυμεί τη χορήγηση έκθεσης αξιολόγησης καταφεύγει στην ως άνω πλατφόρμα καταβάλλοντας τέλος εγγραφής. Στη συνέχεια η πλατφόρμα αναθέτει την αξιολόγηση σε κάποιον αναγνωρισμένο οίκο (ως NRSRO). Η αμοιβή του οίκου, η οποία δεν εξαρτάται από το αποτέλεσμα της αξιολόγησης, καταβάλλεται από την πλατφόρμα και όχι από τον εκδότη. Με αυτόν τον τρόπο επιχειρείται να αντιμετωπισθεί η σύγκρουση συμφερόντων που ανακύπτει κατά το μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει». Η πλατφόρμα λειτουργεί ως ανεξάρτητος τρίτος που διαμεσολαβεί μεταξύ προσφοράς και ζήτησης⁵²⁰.

Ενδεικτική της έντασης του σχετικού διαλόγου αναφορικά με τους οίκους αξιολόγησης είναι η κατάσταση στις Η.Π.Α.. Στο πλαίσιο της θέσπισης της Dodd-Frank Act το 2010 προτάθηκε η καθιέρωση μοντέλου σύμφωνα με το οποίο η επιλογή του οίκου αξιολόγησης θα γινόταν από συμβούλιο εποπτευόμενο από την SEC και θα ήταν δεσμευτική για τον αξιολογούμενο («Franken Amendment⁵²¹») – πάντως ο τελευταίος δε θα κωλύοταν να ζητήσει τη σύνταξη εκθέσεων και από άλλους οίκους αξιολόγησης⁵²². Τελικά, με το άρθρο 939F προβλέφθηκε η εκπόνηση σχετικής έρευνας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στη συνέχεια η θέσπιση κανόνα κατά τον οποίο θα αποκλείεται ο εκδότης από την επιλογή του οίκου αξιολόγησης⁵²³. Παρά το γεγονός ότι η ως άνω μελέτη εκπονήθηκε και καθορίστηκαν οι όροι λειτουργίας του σχετικού εναλλακτικού μοντέλου, δεν έχει επέλθει οποιαδήποτε νομοθετική μεταρρύθμιση. Μάλιστα, ακόμα και σήμερα εξακολουθεί να υποστηρίζεται σθεναρά η άποψη υπέρ της κατάργησης του μοντέλου «ο εκδότης πληρώνει»⁵²⁴.

Ο συμβατικός δεσμός που συνδέει τον εκδότη με τον «gatekeeper» και η καταβολή από τον πρώτο της αμοιβής του τελευταίου προκαλούν ανησυχία σχετικά με την αντικειμενικότητα

⁵¹⁷ Coffee Jr, Enhancing Investor Protection..., ό.π., 11-12. Η Ben-Ishai, ό.π., 468, χαρακτηρίζει το πρόβλημα ως το «πρόβλημα των δύο κυρίων» («two masters problem»).

⁵¹⁸ Sangiorgi, Spatt, ό.π., 29.

⁵¹⁹ Mathis, McAndrews, Rochet, Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?, 2008, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση citeseerx.ist.psu.edu, 14.

⁵²⁰ Mathis, McAndrews, Rochet, Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?, 2008, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση citeseerx.ist.psu.edu, 14.

⁵²¹ Η συγκεκριμένη πρόταση υποβλήθηκε από τον Γερουσιαστή Al Franken.

⁵²² Sangiorgi, Spatt, ό.π., 64-66.

⁵²³ Θετική η εξέλιξη αυτή κατά τον Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 122.

⁵²⁴ Βλ. Cox Jeff, SEC urged to end the “issuer pay” bond ratings model once tied to the financial crisis, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.cnn.com/2019/11/05/sec-urged-to-end-the-issuer-pay-model-tied-to-the-financial-crisis.html>, όπου γίνεται αναφορά στην άποψη του καθηγητή Νομικής του Πανεπιστημίου George Washington Jeffrey Manns.

του πυλωρού⁵²⁵. Τέτοιος φόβος είναι φυσιολογικός από τη στιγμή που η καταβολή αμοιβής δημιουργεί σχέση εξάρτησης (η οποία βέβαια δεν προσλαμβάνει το περιεχόμενο που έχει η εξάρτηση σε επίπεδο εργατικού δικαίου)⁵²⁶. Η εξάρτηση αυτή είναι οικονομική και είναι ανάλογη του ύψους της αμοιβής και του ποσοστού των εσόδων του πυλωρού που αυτή αντιπροσωπεύει και αντιστρόφως ανάλογη του πελατολογίου του. Η δημιουργία σχέσεων οικονομικής συναλλαγής δημιουργεί εύφορο έδαφος για την άσκηση και ευδοκίμηση πιέσεων με αντικείμενο την απόκρυψη της αλήθειας από το επενδυτικό κοινό⁵²⁷.

Η σύγκρουση συμφερόντων δεν αποτελεί εγγενές στοιχείο μόνο στο μοντέλο πληρωμής με επίκεντρο τον εκδότη, αλλά και στο αντίστοιχο με επίκεντρο τον επενδυτή - συνδρομητή. Και εδώ είναι πιθανή η άσκηση πιέσεων, αυτή τη φορά όμως από την πλευρά του επενδυτή⁵²⁸. Αυτό μπορεί να συμβεί σε περίπτωση κατά την οποία η αξιολόγηση πρόκειται να επηρεάσει την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου και συνακόλουθα τη θέση ενός βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου συνδρομητή οι συναλλαγές του οποίου με τον πυλωρό αντιστοιχούν σε σημαντικό ποσοστό των εσόδων του τελευταίου⁵²⁹. Αντίδοτο θα μπορούσε να αποτελέσει η διατήρηση ευρείας βάσης συνδρομητών, η οποία θα συνίστατο στη συνύπαρξη αντιτιθέμενων συμφερόντων των επενδυτών⁵³⁰ και θα είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της επιρροής εκάστου επενδυτή λόγω της μείωσης του μέσου μεριδίου στις συναλλαγές με τον εκάστοτε επαγγελματία⁵³¹.

Η αμφισβήτηση της αντικειμενικότητας, η οποία είναι αναπόφευκτη λόγω της ύπαρξης συμβατικής σχέσης, συνδέεται με την ίδια τη βάση επί της οποίας θεμελιώνεται η θεωρία περί ανάθεσης εποπτικών καθηκόντων στους θυροφύλακες. Στο πλαίσιο της πρόληψης της απάτης επιλέγεται η επιστράτευση των επαγγελματιών που έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες μη προσβάσιμες στο κοινό. Ακριβώς, όμως, η αναζήτηση αυτή της κατάλληλης πηγής πληροφοριών στον περιφερειακό του εκδότη κύκλο έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία σύγκρουσης συμφερόντων (εκδότη και επενδυτή). Στην πραγματικότητα η σύγκρουση αυτή είναι αλληλένδετη με τη θεωρία περί «gatekeepers». Αυτό στο οποίο αποβλέπει η τελευταία είναι η ενίσχυση του κινήτρου του πυλωρού προς αποτροπή της απάτης έναντι του αντίστοιχου προς συνεργασία με τους αυτουργούς.

⁵²⁵ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 94· Coffee Jr, Gatekeepers..., 3.

⁵²⁶ Σύμφωνα με τη σκέψη 11 του προοιμίου της Οδηγίας 2006/43/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/EOK και 83/349/EOK του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/EOK του Συμβουλίου, OJ L 157, 9.6.2006, p. 87–107 «το επίπεδο αμοιβής που δίνει μια ελεγχόμενη οντότητα ή/και η δομή της αμοιβής μπορεί να απειλούν την ανεξαρτησία ενός νόμιμου ελεγκτή ή ενός ελεγκτικού γραφείου». Ομοίως βλ. σκέψη 7 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 537/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, σχετικά με ειδικές απαιτήσεις όσον αφορά τον υποχρεωτικό έλεγχο οντοτήτων δημοσίου συμφέροντος και την κατάργηση της απόφασης 2005/909/EK της Επιτροπής, κατά την οποία «Το ύψος της αμοιβής που λαμβάνει ένας νόμιμος ελεγκτής ή ένα ελεγκτικό γραφείο από μια ελεγχόμενη οντότητα και η διάρθρωση των αμοιβών μπορούν να αποτελούν απειλή για την ανεξαρτησία του...».

⁵²⁷ Möllers, Niedorf, ό.π., 335.

⁵²⁸ SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, 2012, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση της SEC, 16· Darbellay, Partnoy, ό.π., 11.

⁵²⁹ Πρόκειται για περιπτώσεις κατά τις οποίες ο επενδυτής έχει την οικονομική δύναμη, ώστε να ασκήσει επιρροή στις αποφάσεις του παρέχοντος τις υπηρεσίες. Βλ. SEC Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, December 2018, ό.π., 29. Αυτό συμβαίνει ιδίως με την περίπτωση των θεσμικών επενδυτών. Βλ. Nästegård, ό.π., 10.

⁵³⁰ Ο οίκος αξιολόγησης δε θα μπορούσε να επιλέξει κάποιο από αυτά προκειμένου να το εξυπηρετήσει σε βάρος των υπολοίπων. SEC Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, December 2018, ό.π., 29.

⁵³¹ Nästegård, ό.π., 10.

Η λύση που συνήθως προκρίνεται είναι η ανοχή στο μοντέλο της πληρωμής της αμοιβής εκ μέρους του εκδότη και η λήψη μέτρων καταπολέμησης των συγκρούσεων συμφερόντων⁵³². Τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση επιτρέπεται η χρήση του συγκεκριμένου μοντέλου, αλλά συνοδεύεται από περιορισμούς όσον αφορά τις αναλαμβανόμενες εκ μέρους του επαγγελματία δραστηριότητες και από διαφάνεια ως προς τις σχέσεις εκδότη και πυλωρού⁵³³.

Μεταξύ των κανόνων δημοσιότητας περιλαμβάνονται και οι σχετικοί με την προέλευση των εσόδων των πυλωρών. Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης ειδικά ως προς τους ελεγκτές και τα ελεγκτικά γραφεία που διενεργούν υποχρεωτικούς ελέγχους σε οντότητες δημοσίου συμφέροντος, πρέπει στην ετήσια έκθεση διαφάνειας να προσδιορίζεται ανά κατηγορίες η προέλευση του κύκλου εργασιών. Ειδικότερα, πρέπει να αναφέρονται χωριστά τα έσοδα που αφορούν ελέγχους σε οντότητες δημοσίου συμφέροντος, αυτά που αφορούν ελέγχους σε άλλες οντότητες, τα αφορώντα επιτρεπόμενες μη ελεγκτικές υπηρεσίες που παρέχονται σε ελεγχόμενες από τον ελεγκτή οντότητες και αυτά που προέρχονται από μη ελεγκτικές υπηρεσίες σε άλλες οντότητες⁵³⁴.

Αξιώσεις διαφάνειας εγείρονται συχνά στη θεωρία όσον αφορά το ύψος της αμοιβής των πυλωρών. Θεωρείται ότι η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού σχετικά με το στοιχείο αυτό – και μάλιστα για κάθε συγκεκριμένη έκθεση ή πιστοποιητικό – συμβάλλει στον αποτελεσματικότερο έλεγχο της αξιοπιστίας της έκθεσης. Η εμπιστοσύνη που δείχνει ο επενδυτής είναι αντιστρόφως ανάλογη του βαθμού της οικονομικής εξάρτησης του ειδικού από τον αντισυμβαλλόμενο του - εκδότη. Μέσω της σχετικής δημοσιότητας το επενδυτικό κοινό ελέγχει κατά πόσο το συμφέρον του ειδικού συμβαδίζει με αυτό του εκδότη. Ανάλογα με τον βαθμό της οικονομικής εξάρτησης δύνανται να εγείρονται σοβαρές αμφιβολίες για την ακρίβεια των σχετικών εκθέσεων.

Η οικονομική εξάρτηση προκαλεί έντονες ανησυχίες για την ανεξαρτησία των πυλωρών. Πέραν των όσων έχουν ήδη αναφερθεί, πρέπει να τονισθεί ότι ζητήματα κλονισμού της ανεξαρτησίας μπορεί να προκύψουν εξαιτίας της σύνθεσης του πελατολογίου του επαγγελματία. Όσο μεγαλύτερο είναι αυτό τόσο μειώνεται ο κίνδυνος ευδοκίμησης ενδεχόμενων πιέσεων εκ μέρους κάποιου πελάτη⁵³⁵. Ωστόσο, αυτό δεν ισχύει σε περιόδους κατά τις οποίες επικρατεί αίσθημα αισιοδοξίας στην αγορά και οι αξίες των μετοχών σε κλίμα ευφορίας των επενδυτών ακολουθούν συνεχώς αυξητική πορεία⁵³⁶. Στην περίπτωση αυτή η επαγγελματική φήμη των διαμεσολαβητών δε διαδραματίζει ιδιαίτερο ρόλο στη λήψη των αποφάσεων των επενδυτών με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο κίνδυνος να υποκύψει ο πυλωρός σε πιέσεις – η διακινδύνευση του κεφαλαίου φήμης του είναι κατά την περίοδο αυτή μικρότερη⁵³⁷.

Ένας τρόπος δημιουργίας κινήτρων στους θυροφύλακες για την αύξηση της ακρίβειας των εκθέσεων τους είναι η εξάρτηση της αμοιβής τους από την επιτυχία του συνδεδεμένου με αυτές εγχειρήματος του εκδότη. Αν η καταβολή της σχετικής αμοιβής γίνει μόνο εν μέρει κατά

⁵³² Nästegård, ό.π., 9-10. Möllers, Niedorf, ό.π., 340.

Βλ. σκέψη 11 του προοιμίου της Οδηγίας 2006/43/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου, ΟJ L 157, 9.6.2006, p. 87-107.

⁵³³ Darbellay, Partnoy, ό.π., 11.

⁵³⁴ Άρθρο 13 του Κανονισμού 537/2014.

⁵³⁵ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 71· Skripova, Civil liability as an enforcement tool of securities underwriter gatekeeping duty (PhD thesis), 2012, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://core.ac.uk/download/pdf/11013984.pdf>, 72.

⁵³⁶ Coffee Jr, Gatekeepers..., ό.π., 67-69.

⁵³⁷ Coffee Jr, Gatekeeper Failure and Reform, ό.π., 323-324.

τον χρόνο σύναψης της σύμβασης ή της παροχής της υπηρεσίας και η πληρωμή του υπολοίπου εξαρτηθεί από την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων του εκδότη στο μέλλον, είναι προφανές ότι η σύνδεση μέρους έστω της αμοιβής με συγκεκριμένο αποτέλεσμα αυξάνει την ακρίβεια της παρεχόμενης υπηρεσίας και τη σχετική υποχρέωση του παρέχοντος αυτήν⁵³⁸. Ως εναλλακτική μάλιστα έχει προταθεί η πίστωση του συνόλου της αμοιβής⁵³⁹.

Η επίτευξη μεγαλύτερης ακρίβειας συνδέεται με την επίτευξη συγκεκριμένου έργου⁵⁴⁰. Η σκέψη αυτή συνδέεται άμεσα με το περιεχόμενο της συναπτόμενης μεταξύ εκδότη και πυλωρού σύμβασης. Η διαμόρφωσή της ως σύμβασης έργου δε διασφαλίζει μόνο τον εκδότη ως προς το αποτέλεσμα της σχετικής δραστηριότητας του θυροφύλακα. Εμμέσως και αντανakλαστικώς προστατεύει αποτελεσματικότερα από οικονομική άποψη τα συμφέροντα των τρίτων - επενδυτών. Ανεξαρτήτως της θεμελίωσης ή μη σχετικού δικαιώματος των τελευταίων με βάση τη σύμβαση, η επίτευξη μεγαλύτερης ακρίβειας της σχετικής έκθεσης, με δεδομένη τη δημοσιότητα που συνήθως αυτή λαμβάνει, κατ' αποτέλεσμα οδηγεί σε διαμόρφωση κατάλληλων συνθηκών για τη λήψη της επενδυτικής απόφασής τους.

Η σύνδεση της αμοιβής με το αποτέλεσμα δεν είναι ευπρόσδεκτη για όλες τις κατηγορίες πυλωρών. Μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης. Δε συμβαίνει το ίδιο με τον υποχρεωτικό έλεγχο οντοτήτων δημοσίου ενδιαφέροντος. Οποιαδήποτε πρόβλεψη αίρεσης στην καταβολή της αμοιβής θεωρείται ότι απειλεί την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα του ελεγκτή⁵⁴¹. Στο πλαίσιο αυτό κατά το άρθρο 4 εδ. β' του Κανονισμού 537/2014 ορίζονται ως αμοιβές υπό αίρεση «οι αμοιβές για ελεγκτικές εργασίες που υπολογίζονται σε προκαθορισμένη βάση σε σχέση με το αποτέλεσμα ή την έκβαση μιας συναλλαγής ή το αποτέλεσμα του εκτελούμενου έργου»⁵⁴². Η διαφοροποίηση μεταξύ των δύο περιπτώσεων οφείλεται στη διαφορά του ρόλου που διαδραματίζει έκαστη έκθεση. Η μεν έκθεση αξιολόγησης αποτελεί εργαλείο για την προώθηση της εμπορευσιμότητας του χρηματοπιστωτικού μέσου, ενώ η έκθεση ελέγχου σκοπό έχει την πιστοποίηση της τήρησης των κανόνων του λογιστικού δικαίου κατά τη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων⁵⁴³.

Με καχυποψία αντιμετωπίζεται και η σημαντική διαφοροποίηση του ύψους της αμοιβής μεταξύ των ελεγκτών δύο διαδοχικών χρήσεων. Έτσι, κατά το ελληνικό δίκαιο σε περίπτωση που «οι αμοιβές υποχρεωτικού ελέγχου που αναλαμβάνεται για πρώτη φορά είναι μικρότερες σε ποσοστό 15% και άνω από τις αμοιβές της προηγούμενης χρήσης, τότε ο συγκεκριμένος υποχρεωτικός έλεγχος δύναται να εντάσσεται στο ετήσιο πρόγραμμα ποιοτικών ελέγχων της Ε.Λ.Τ.Ε.»⁵⁴⁴. Η ουσιώδης διαφορά στο ύψος της αμοιβής προκαλεί αμφιβολίες σχετικά με την ποιότητα του ελέγχου και γι' αυτόν τον λόγο παρέχεται η δυνατότητα επί της ουσίας υποβολής του συγκεκριμένου ελεγκτή υπό επιτήρηση για το συγκεκριμένο ελεγκτικό έργο.

⁵³⁸ Darbellay, Partnoy, ό.π., 12· Hannes, Gatekeeper Incentive Compensation, Cal. L. Rev. 2010, 419.

⁵³⁹ Horton, Spotify's Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure?, SMU L. Rev. 2019, 211. Κατά τους Sangiorgi, Spatt, ό.π., 40-41, όταν υπάρχει συμμετρία στην πληροφόρηση, η πίστωση της αμοιβής ή η εξάρτησή της από το αποτέλεσμα ενισχύει το κίνητρο του οίκου αξιολόγησης για τη σύνταξη «φουσκωμένων» («inflated») αξιολογήσεων, ενώ όταν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης και ο οίκος αξιολόγησης μπορεί να δημιουργήσει διαφορετικό προφίλ έναντι αμφοτέρων των συμβαλλομένων, η εξαρχής καταβολή της αμοιβής δεν επιλύει τις συγκρούσεις συμφερόντων.

⁵⁴⁰ Darbellay, Partnoy, ό.π., 12.

⁵⁴¹ Sangiorgi, Spatt, ό.π., 31. Βλ. άρθρο 25 περ. β' της Οδηγίας 2006/43/EK, σύμφωνα με το οποίο «Τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι υπάρχουν κατάλληλοι κανόνες που εγγυώνται ότι η αμοιβή των νόμιμων ελεγκτών: β) δεν μπορεί να βασίζεται σε κανενός είδους αίρεση».

⁵⁴² Βλ. και άρθρο 29 εδ. β' του ν. 4449/2017. Κατά το εδ. γ' του ίδιου άρθρου του Κανονισμού ορίζεται ότι δεν είναι αμοιβή υπό αίρεση αυτή που ορίζεται δυνάμει δικαστικής απόφασης ή πράξης άλλης αρμόδιας αρχής.

⁵⁴³ Laby, ό.π., 119επ..

⁵⁴⁴ Άρθρο 29 παρ. 2 του ν. 4449/2017.

Στο ίδιο πλαίσιο οι έννομες τάξεις έχουν σκοπό να αποκλείσουν κάθε παράγοντα που δύνανται να επηρεάσει μέσω του προσδιορισμού της αμοιβής του ελεγκτή την αντικειμενικότητά του. Με δεδομένο ότι ο νόμιμος ελεγκτής δύναται να παρέχει και άλλες πλην του ελέγχου υπηρεσίες (γνωστές ως συμπληρωματικές μη ελεγκτικές υπηρεσίες), λαμβάνεται μέριμνα ώστε ο προσδιορισμός της αμοιβής του υποχρεωτικού ελέγχου να μην εξαρτάται με οποιονδήποτε τρόπο από την παροχή των υπηρεσιών αυτών⁵⁴⁵.

Ο προηγηθείς προβληματισμός έχει ως βάση εκκίνησης τον χρηματικό χαρακτήρα της αμοιβής του πυλωρού. Από μέρος της θεωρίας έχει προταθεί η θέσπιση της δυνατότητας των συμβαλλόμενων μερών να ορίσουν ότι μέρος της αμοιβής του gatekeeper θα καταβάλλεται σε είδος και συγκεκριμένα με μετοχές της εκδότριας εταιρίας⁵⁴⁶. Η συγκεκριμένη πρόταση έχει σκοπό τη δημιουργία ισχυρού κινήτρου στον πυλωρό μέσω της σύνδεσης του συμφέροντός του με αυτό των μετόχων.

Η αμοιβή του ειδικού μπορεί να χρησιμοποιείται από τον νομοθέτη ως βάση περιορισμού της ευθύνης του. Αυτό κατ' εξοχήν συζητείται όσον αφορά την ευθύνη των εξωτερικών ελεγκτών του εκδότη έναντι των επενδυτών⁵⁴⁷. Αυτή είναι η επιλογή και του Έλληνα νομοθέτη (βλ. άρθρο 37 παρ. 2 του ν. 4449/2017). Με δεδομένη τη σημασία του ελέγχου για τις ίδιες τις εταιρίες, τους μετόχους, τους επενδυτές, τους δανειστές των εταιριών και την οικονομία, ενδεχόμενη πτώχευση ή αποχώρηση των ελεγκτών από την αγορά θα είχε αποσταθεροποιητικές τάσεις για την αγορά και την οικονομία. Για τον λόγο αυτό αναζητείται ο καθορισμός ενός τέτοιου ορίου ευθύνης που να καθιστά την ευθύνη αναλήψιμη για τον ελεγκτή και ασφαλίσιμη για τις ασφαλιστικές εταιρίες. Στο πλαίσιο αυτό συχνά χρησιμοποιείται ως όριο ένα πολλαπλάσιο του ύψους της αμοιβής του ελεγκτή⁵⁴⁸. Κατά της μορφής του περιορισμού αυτού έχουν διατυπωθεί σοβαρές αντιρρήσεις. Υποστηρίζεται ότι με τον τρόπο αυτόν ο πυλωρός καθορίζοντας το ύψος της αμοιβής του μπορεί να καθορίσει το όριο της ευθύνης του⁵⁴⁹.

10. Η αντικειμενικότητα

Παρά την ύπαρξη συμβατικής σχέσης μεταξύ εκδότη και πυλωρού, λόγω του χαρακτήρα των υπηρεσιών του τελευταίου ως διαμεσολαβητικών και της αναφοράς αυτών προς το κοινό, ζητούμενο είναι η αντικειμενικότητά του⁵⁵⁰. Ο μεσολαβητής παρεμβάλλεται μεταξύ προσφοράς και ζήτησης και με την ιδιότητα του ειδικού πιστοποιεί την αξιοπιστία συγκεκριμένων χαρακτηριστικών τα οποία είναι άγνωστα και συνάμα χρήσιμα στο κοινό για τη λήψη της επενδυτικής απόφασής του. Προβαίνοντας στην πιστοποίηση ο μεσολαβητής εγκρίνει την είσοδο του εκδότη στην αγορά. Επομένως, προβάλλει ως τρίτος παράγοντας – παράγοντας

⁵⁴⁵ Βλ. άρθρο 25 περ. α' της Οδηγίας 2006/43/EK, σύμφωνα με το οποίο «Τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι υπάρχουν κατάλληλοι κανόνες που εγγυώνται ότι η αμοιβή των νόμιμων ελεγκτών: α) δεν επηρεάζεται ούτε προσδιορίζεται από την παροχή συμπληρωματικών υπηρεσιών στην ελεγχόμενη οντότητα:».

⁵⁴⁶ Hannes, Gatekeeper Incentive Compensation, ό.π., 391-392, 420-427.

⁵⁴⁷ Σύσταση της Επιτροπής της 5ης Ιουνίου 2008 σχετικά με τον περιορισμό της αστικής ευθύνης των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2008) 2274] (2008/473/EK). Βλ. αναλυτικά κατωτέρω.

⁵⁴⁸ Βλ. άρθρο 37 παρ. 2 του ν. 4449/2017.

⁵⁴⁹ Wagner, ό.π., 29.

⁵⁵⁰ Βλ. πάντως τον Laby, ό.π., 119επ., ο οποίος διακρίνει μεταξύ ανεξάρτητων και εξαρτημένων πυλωρών. Στην πρώτη κατηγορία κατατάσσει τους ελεγκτές και τους οικονομικούς αναλυτές, ενώ στη δεύτερη τους δικηγόρους και τους αναδόχους. Κριτήριο για τη συγκεκριμένη κατάταξη είναι το γεγονός της παροχής συνδρομής προς την εταιρία για την επίτευξη των στόχων της.

εγγυητικός. Για να είναι όντως τέτοιος και για να είναι αξιόπιστες οι δηλώσεις του προς το κοινό πρέπει να είναι αντικειμενικός: Να εκθέτει την πραγματική κατάσταση των πραγμάτων.

Η θέση των πυλωρών συχνά τους φέρνει αντιμέτωπους με καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων. Ως σύγκρουση συμφερόντων νοείται η κατάσταση κατά την οποία κατά τη διαμόρφωση κρίσεως⁵⁵¹ κάποιος εξυπηρετεί ταυτόχρονα περισσότερα αντιτιθέμενα συμφέροντα⁵⁵². Ως συμφέρον ορίζεται «το σύνολο των ωφελειών, αναγκών και επιδιώξεων (οικονομικής ή άλλης φύσεως) των φυσικών ή νομικών προσώπων στην κοινή και διαρκή προσπάθεια τους για προσαρμογή, διατήρηση και επέκταση των κεκτημένων τους στο κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον όπου δραστηριοποιούνται»⁵⁵³. Στην πράξη η σύγκρουση μπορεί να αφορά είτε το ατομικό συμφέρον του υποκειμένου με αλλότρια είτε αλλότρια συμφέροντα⁵⁵⁴.

Η ανεξαρτησία του πυλωρού εξαρτάται από το περιεχόμενο της σχέσης του με τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου. Εκείνο που ενδιαφέρει είναι κατά πόσο το συμφέρον και οι στόχοι του πρώτου εναρμονίζονται, συμπορεύονται και εξαρτώνται από το συμφέρον και τους στόχους του τελευταίου⁵⁵⁵. Εφόσον συμβαίνει αυτό, η ασκούμενη πίεση προς τον πυλωρό είναι μεγαλύτερη. Επίσης, η δέσμευση του τελευταίου έναντι της εταιρίας για συγκεκριμένο αποτέλεσμα αυξάνει την πιθανότητα λήψης των αποφάσεων του με βάση την ευριστική τεχνική της αγκυροβόλησης⁵⁵⁶.

Σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς οι συγκρούσεις συμφερόντων θεωρούνται ιδιαίτερα επικίνδυνες για τη λειτουργία της για να επαφθεί ο νομοθέτης στις ρυθμιστικές δυνάμεις της. Θα μπορούσε το κράτος να ανέχεται τις συγκρούσεις συμφερόντων που ανακύπτουν κατά την ανάπτυξη της δραστηριότητας των θυροφυλάκων της κεφαλαιαγοράς αρκούμενο στη θέσπιση υποχρέωσης δημοσιοποίησης των καταστάσεων αυτών. Ωστόσο, αυτή η επιλογή συνεπάγεται τη μετακύλιση του βάρους που σχετίζεται με την επεξεργασία και αξιολόγηση της σχετικής πληροφόρησης στους επενδυτές. Αυτό ενόψει της πολυπλοκότητας των συναλλαγών και του όγκου των σχετιζόμενων με την κεφαλαιαγορά πληροφοριών αυξάνει το κόστος για τον επενδυτή και ισοδυναμεί με δημιουργία κενών προστασίας του, μείωση της πρόληψης της απάτης και μετάθεση της αντιμετώπισης της τελευταίας σε επίπεδο καταστολής⁵⁵⁷.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων δεν αντιμετωπίζονται πάντα με την ίδια αυστηρότητα. Η ρυθμιστική ένταση εξαρτάται αφενός από την έννομη τάξη η οποία υπόκειται στη σχετική ρύθμιση αφετέρου από την επαγγελματική ομάδα. Έτσι, οι συγκρούσεις συμφερόντων των οίκων αξιολόγησης δε συνδέονται με την επιβολή αστικής ευθύνης κατά το δίκαιο των Η.Π.Α. σε αντίθεση με αυτό της Ευρωπαϊκής Ένωσης⁵⁵⁸. Τόσο κατά το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης όσο και κατά το αντίστοιχο των Η.Π.Α. οι οικονομικοί αναλυτές που παρέχουν επενδυτικές συστάσεις υποχρεούνται να καθιστούν δημοσίως γνωστά τόσο τα συμφέροντά τους όσο και τις

⁵⁵¹ Μαρίνος, Πρακτικά ζητήματα συγκρούσεως συμφερόντων μελών διοικητικού συμβουλίου, ΔΕΕ 2017, 1167, 1169.

⁵⁵² Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 26· Κρητικός στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 69, αρ. 14-18.

⁵⁵³ Κατσάς, Η δογματική της συγκρούσεως συμφερόντων στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου.

⁵⁵⁴ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 26, Μαρίνος, ό.π., 1171επ..

⁵⁵⁵ Laby, ό.π., 140επ..

⁵⁵⁶ Laby, ό.π., 143επ..

⁵⁵⁷ Με συνέπεια την απώλεια χρόνου και την επέλευση ζημιών.

⁵⁵⁸ Βλ. νέο άρθρο 35α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 και άρθρα 931 και 932 της Dodd-Frank Act· Miglionico, Recasting..., 135-136.

συγκρούσεις συμφερόντων που αφορούν τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο της ανάλυσής τους⁵⁵⁹.

Ο τρόπος ρύθμισης της κατάστασης συμφερόντων διαφέρει όχι μόνο ανάλογα με την επαγγελματική κατηγορία, αλλά και ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι οίκοι αξιολόγησης. Στο προοίμιο της Οδηγίας 2003/125 αναφέρεται ότι τα κράτη-μέλη οφείλουν να διασφαλίσουν τη δημοσιοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων που αντιμετωπίζουν οι οίκοι κατά την παροχή γνώμης⁵⁶⁰. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 και του 2008 είχε ως αποτέλεσμα την επαναξιολόγηση της κατάστασης και την πρόβλεψη απαγορεύσεων για την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων⁵⁶¹. Το κέντρο βάρους μετατοπίστηκε από τη δημοσιότητα προς την απαγόρευση.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων των «gatekeepers» εμφανίζονται με τέσσερις μορφές. Ήδη έχει γίνει μνεία στην επίδραση που δύναται να ασκήσει στην ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών το ακολουθούμενο μοντέλο πληρωμής της αμοιβής. Πέραν τούτου αντίστοιχος κίνδυνος ελλοχεύει κατά την παροχή άλλων υπηρεσιών προς τον ίδιο εκδότη από τον ίδιο θυροφύλακα. Η τρίτη πηγή συγκρούσεων είναι δομική και αφορά τη συμμετοχή του πυλωρού ή εργαζομένων του που είναι επιφορτισμένοι με την παροχή των υπηρεσιών στη μετοχική σύνθεση του εκδότη. Τέλος, η διατήρηση μακροχρόνιας συνεργασίας μεταξύ των δύο μερών μπορεί να είναι ένοχη για τη σύμπλευση των συμφερόντων τους ή την άσκηση πιέσεων για την ανοχή ή συμμετοχή σε παράτυπες ή παράνομες ενέργειες⁵⁶².

Η παροχή και άλλων υπηρεσιών πέραν αυτών που συνδέονται με τα καθήκοντα του επαγγελματία ως πυλωρού δύναται να επηρεάσει την αντικειμενικότητά του και την ακρίβεια των δηλώσεών του. Όσον αφορά το είδος των πρόσθετων αυτών υπηρεσιών παρατηρούνται διαφοροποιήσεις ανάλογα με την κατηγορία των θυροφυλάκων. Στους διενεργούντες υποχρεωτικό έλεγχο γίνεται λόγος για μη ελεγκτικές υπηρεσίες⁵⁶³, ενώ στους οίκους

⁵⁵⁹ Άρθρο 20 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την κατάχρηση της αγοράς (κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς) και την κατάργηση της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/ΕΚ, 2003/125/ΕΚ και 2004/72/ΕΚ, ΟJ L 173, 12.6.2014, p. 1–61. Επίσης, τίτλος V της Sarbanes-Oxley Act.

⁵⁶⁰ Σκέψη 10 του προοιμίου της Οδηγίας 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, ΟJ L 339, 24.12.2003, p. 73–77. Κατά την ίδια σκέψη η εν λόγω οδηγία (η οποία έχει καταργηθεί από τον Κανονισμό 596/2014) δεν εφαρμόζοταν στις γνώμες που παρείχαν οι οίκοι αξιολόγησης, καθόσον οι γνώμες αυτές δεν ήταν συστάσεις κατά την έννοια της οδηγίας αυτής.

⁵⁶¹ Βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 93-94.

⁵⁶² Möllers, Niedorf, ό.π., 339.

⁵⁶³ Κατά το άρθρο 5 παρ. 1 εδ. γ' επ. του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 537/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, σχετικά με ειδικές απαιτήσεις όσον αφορά τον υποχρεωτικό έλεγχο οντοτήτων δημοσίου συμφέροντος και την κατάργηση της απόφασης 2005/909/ΕΚ της Επιτροπής: «Για τους σκοπούς του παρόντος άρθρου, ως απαγορευμένες μη ελεγκτικές υπηρεσίες νοούνται: α) οι φορολογικές υπηρεσίες που σχετίζονται με τα ακόλουθα: α) οι φορολογικές υπηρεσίες που σχετίζονται με τα ακόλουθα: i) κατάρτιση φορολογικών δηλώσεων, ii) φόρος μισθοδοσίας, iii) τελωνειακοί δασμοί, iv) εντοπισμός των κρατικών ενισχύσεων και των φορολογικών κινήτρων, εκτός εάν απαιτείται εκ του νόμου η παροχή υποστήριξης από τον νόμιμο ελεγκτή ή το ελεγκτικό γραφείο σε σχέση με αυτές τις υπηρεσίες, v) υποστήριξη όσον αφορά τις φορολογικές επιθεωρήσεις από τις φορολογικές αρχές, εκτός εάν η υποστήριξη από τον νόμιμο ελεγκτή ή το ελεγκτικό γραφείο σε σχέση με αυτές τις επιθεωρήσεις προβλέπεται από τον νόμο, vi) υπολογισμός άμεσων και έμμεσων φόρων, καθώς και αναβαλλόμενης φορολογίας, vii) παροχή φορολογικών συμβουλών· β) υπηρεσίες που περιλαμβάνουν την οποιαδήποτε συμμετοχή στη διαδικασία διαχείρισης ή λήψης αποφάσεων της ελεγχόμενης οντότητας· γ) τήρηση βιβλίων και κατάρτιση λογιστικών αρχείων και οικονομικών καταστάσεων· δ) υπηρεσίες μισθοδοσίας· ε) σχεδιασμός και υλοποίηση διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου ή διαχείρισης κινδύνου σε σχέση με την κατάρτιση και/ή τον έλεγχο των οικονομικών πληροφοριών ή σχεδιασμός και υλοποίηση τεχνολογικών συστημάτων χρηματοοικονομικών πληροφοριών· στ) υπηρεσίες αποτίμησης, συμπεριλαμβανομένων των υπηρεσιών

αξιολόγησης γίνεται διαχωρισμός μεταξύ συμβουλευτικών και συναφών υπηρεσιών⁵⁶⁴. Ως συμβουλευτικές νοούνται οι υπηρεσίες παροχής συμβουλών σχετικά με την έκδοση του χρηματοπιστωτικού μέσου, ενώ συναφείς είναι εκείνες που δεν αφορούν την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά περιλαμβάνουν «προβλέψεις της αγοράς, εκτιμήσεις οικονομικών τάσεων, αναλύσεις τιμών και άλλες αναλύσεις γενικών δεδομένων καθώς και σχετικές υπηρεσίες διανομής»⁵⁶⁵. Η παράλληλη παροχή τέτοιων υπηρεσιών υποκρύπτει τον κίνδυνο να υποκύψει ο πυλωρός σε ενδεχόμενες πιέσεις της διοίκησης της εταιρίας προκειμένου να διασφαλίσει τη συνέχιση της παροχής των πρόσθετων υπηρεσιών έναντι υψηλής αμοιβής⁵⁶⁶.

Τα δίκαια των ΗΠΑ και της Ε.Ε. ομοιάζουν σημαντικά ως προς τον βαθμό κατά τον οποίο απαγορεύουν την παροχή υπηρεσιών από τους ελεγκτές λόγω της προκύπτουσας σύγκρουσης συμφερόντων. Αμφότερα απαγορεύουν την παράλληλη παροχή προς την ελεγχόμενη εταιρία ενός κύριου κορμού μη ελεγκτικών υπηρεσιών (όπως νομικών υπηρεσιών, υπηρεσιών εσωτερικού ελέγχου, διοίκησης ή συμβουλών για χρηματιστηριακά ζητήματα)⁵⁶⁷. Επίσης, προβλέπουν δυνατότητα επέκτασης των απαγορεύσεων⁵⁶⁸. Η Ε.Ε. απαγορεύει την παροχή φορολογικών υπηρεσιών παρέχοντας τη δυνατότητα στα κράτη-μέλη να επιτρέψουν υπό προϋποθέσεις συγκεκριμένες κατηγορίες τέτοιων υπηρεσιών⁵⁶⁹. Από την πλευρά τους οι Η.Π.Α. καταρχήν επιτρέπουν την παροχή φορολογικών υπηρεσιών υπό τον όρο της προηγούμενης έγκρισής τους από την επιτροπή ελέγχου, πλην όμως η εποπτική αρχή κάνοντας χρήση σχετικής εξουσιοδότησης έχει προβεί στην απαγόρευση παροχής φορολογικών συμβουλών σε συγκεκριμένες περιπτώσεις⁵⁷⁰. Άλλη διαφορά είναι ότι κατά το δίκαιο των Η.Π.Α. οι μη απαγορευμένες μη ελεγκτικές υπηρεσίες (όπως και οι ελεγκτικές) πρέπει να εγκρίνονται

αναλογιστικών αποτιμήσεων ή υποστήριξης σε περίπτωση αντιδικίας· ζ) νομικές υπηρεσίες, σε σχέση με: i) την παροχή νομικών συμβουλών γενικού χαρακτήρα, ii) τη διαπραγμάτευση εκ μέρους της ελεγχόμενης οντότητας, και iii) την ανάληψη καθηκόντων συνηγόρου για την επίλυση διαφορών· η) υπηρεσίες που σχετίζονται με τη λειτουργία του τμήματος εσωτερικού ελέγχου της ελεγχόμενης οντότητας· θ) υπηρεσίες που συνδέονται με τη χρηματοδότηση, την κεφαλαιακή δομή και κατανομή, καθώς και την επενδυτική στρατηγική της ελεγχόμενης οντότητας, εκτός της παροχής υπηρεσιών διασφάλισης σε σχέση με τις οικονομικές καταστάσεις, όπως η έκδοση επιστολών στήριξης σε σχέση με ενημερωτικά δελτία που εκδίδονται από την ελεγχόμενη οντότητα· ι) προώθηση, διαπραγμάτευση ή αναδοχή μετοχών της ελεγχόμενης οντότητας· ια) υπηρεσίες ανθρώπινου δυναμικού, σε σχέση με: i) τα διοικητικά καθήκοντα με σημαντική επιρροή στην κατάρτιση των λογιστικών αρχείων ή των οικονομικών καταστάσεων που αποτελούν αντικείμενο του υποχρεωτικού ελέγχου, όταν στις υπηρεσίες αυτές περιλαμβάνονται τα ακόλουθα: — αναζήτηση υποψηφίων για τέτοια θέση ή — πραγματοποίηση ελέγχων συστάσεων για υποψηφίους τέτοιων θέσεων, ii) τη διάρθρωση του οργανωτικού σχεδιασμού και iii) τον έλεγχο του κόστους». Στο δίκαιο των Η.Π.Α. η 15 U.S.C. § 78j-1(g) προβλέπει ως απαγορευόμενες μη ελεγκτικές υπηρεσίες «1) λογιστικές υπηρεσίες, 2) συμβουλές σε θέματα εφαρμογών μηχανογράφησης και πληροφορικής, 3) αποτιμήσεις και εκτιμήσεις, 4) υπηρεσίες αναλογιστικής, 5) υπηρεσίες εσωτερικού ελέγχου (στον βαθμό που η εταιρεία χρησιμοποιεί και εξωτερικούς συνεργάτες για τον εσωτερικό της έλεγχο, ως outsourcing), 6) συμβουλευτικές υπηρεσίες σε θέματα διοίκησης και προσωπικού, 7) συμβουλές και υπηρεσίες σε θέματα επενδυτικής τραπεζικής και χρηματιστηριακά, 8) νομικές και άλλες συμβουλευτικές υπηρεσίες επί ελεγκτικών θεμάτων». Βλ. Πολίτη, Ανάλυση, άρθρο που αναρτήθηκε στην ενότητα «Επιχειρήσεις» της ηλεκτρονικής ιστοσελίδας της εφημερίδας «Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ» την 31^η/12/2002.

⁵⁶⁴ Παράρτημα I Ενότητα Β 4 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 1 έως 31).

⁵⁶⁵ Παράρτημα I Ενότητα Β 4 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

⁵⁶⁶ Tarelli, ό.π., 134.

⁵⁶⁷ Υπέρ των σχετικών ρυθμίσεων του δικαίου των Η.Π.Α. ο Laby, ό.π., 156.

⁵⁶⁸ Στην Ε.Ε. από τα κράτη-μέλη (κοινοποιώντας τις προσθήκες στην Επιτροπή) και στις Η.Π.Α. από το Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB).

⁵⁶⁹ Βλ. άρθρο 5 παρ. 3 του Κανονισμού (ΕΕ) 537/2014

⁵⁷⁰ PCAOB Professional Standards, Rules 3521, 3522, 3523. Pritchard, The irrational auditor and irrational liability, University of Michigan, John M. Olin Center for Law and Economics, Paper #05-015, 2005, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.law.umich.edu>, 25-26.

προηγουμένως από την επιτροπή ελέγχου της ελεγχόμενης εταιρίας⁵⁷¹. Τέλος, κατά το δίκαιο τον Κανονισμό (ΕΕ) 537/2014 η παροχή νομικών υπηρεσιών απαγορεύεται και κατά το αμέσως προηγούμενο της ελεγκτικής χρήσης οικονομικό έτος⁵⁷².

Εντός της ίδιας έννομης τάξης επιφυλάσσεται διαφορετική αντιμετώπιση σε διαφορετικά είδη υπηρεσιών. Ειδικότερα, κατά τον Κανονισμό 1060/2009 η παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών από οίκο αξιολόγησης για χρηματοπιστωτικό μέσο για το οποίο αυτός προβαίνει σε σχετική εκτίμηση απαγορεύεται, ενώ η παροχή συναφών υπηρεσιών επιτρέπεται, αλλά ο οίκος υποχρεούται να διασφαλίσει τη μη δημιουργία κατάστασης σύγκρουσης συμφερόντων και να αναφέρει στην έκθεση αξιολόγησης τις παρασχεθείσες συναφείς υπηρεσίες προκειμένου να είναι σε θέση οι επενδυτές να ενημερωθούν, να ελέγξουν και να εκτιμήσουν αρχικώς κατά πόσο συντρέχει περίπτωση σύγκρουσης και στη συνέχεια αν αυτή επέδρασε στην ακρίβεια της έκθεσης⁵⁷³. Όσον αφορά την παροχή επενδυτικών συστάσεων ο κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) 2016/958 προβλέπει την υποχρέωση του αναλυτή να δημοσιοποιεί στις συστάσεις του όλες τις σχέσεις και περιστάσεις που εύλογα μπορεί να αναμένεται ότι θα επηρεάσουν την αντικειμενικότητα της σύστασης⁵⁷⁴.

Μονιμότερο χαρακτήρα έχει η σύγκρουση συμφερόντων στην περίπτωση κατά την οποία υπάρχει σύνδεση του οίκου αξιολόγησης με τη μετοχική σύνθεση ή με τη διοίκηση της αξιολογούμενης οντότητας⁵⁷⁵. Αυτό μπορεί να συμβαίνει στις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο οίκος ή οποιοσδήποτε αναλυτής ή εργαζόμενός του ή άλλο φυσικό πρόσωπο η υπηρεσία του οποίου τίθεται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οίκου κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα του αξιολογούμενου⁵⁷⁶. Ομοίως, όταν υφίσταται σχέση άμεσου ή έμμεσου ελέγχου μεταξύ του οίκου και της οντότητας ή όταν κάποιο από τα ως άνω πρόσωπα μετέχει στο διοικητικό ή στο εποπτικό συμβούλιο του αξιολογούμενου ή όταν αναλυτής ή οποιοσδήποτε άλλος εγκρίνει τις αξιολογήσεις έχει σχέση με τον αξιολογούμενο που μπορεί να προκαλέσει σύγκρουση συμφερόντων⁵⁷⁷.

Η στάση του νομοθέτη της ΕΕ απέναντι στη δομική σύγκρουση συμφερόντων είναι δραστηκή⁵⁷⁸. Σε πρώτο στάδιο απαγορεύεται στον οίκο να προβεί στην αξιολόγηση του συγκεκριμένου εκδότη ή των χρηματοπιστωτικών μέσων. Σε περίπτωση κατά την οποία η αξιολόγηση έχει ήδη διενεργηθεί, ο οίκος οφείλει να ενημερώσει το επενδυτικό κοινό για την πιθανότητα ύπαρξης ελαττωμάτων της λόγω της ύπαρξης συγκεκριμένης σύγκρουσης. Ταυτόχρονα υποχρεούται να εκτιμήσει αμέσως αν συντρέχουν λόγοι αναθεώρησης ή απόσυρσης της αξιολόγησης.

⁵⁷¹ 15 U.S.C. § 78j-1(h)-(i).

⁵⁷² Άρθρο 5 παρ. 1 εδ. α'.

⁵⁷³ Παράρτημα Ι Ενότητα Β 4 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009. Möllers, Niedorf, ό.π., 399.

⁵⁷⁴ Άρθρο 5 του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2016/958 της Επιτροπής, της 9ης Μαρτίου 2016, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με σχέδια ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων για τις τεχνικές ρυθμίσεις που αφορούν την αντικειμενική παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων ή άλλων πληροφοριών που συνιστούν ή προτείνουν μια επενδυτική στρατηγική και τη δημοσιοποίηση συγκεκριμένων συμφερόντων ή ενδείξεων συγκρούσεων συμφερόντων C/2016/1403 ΕΕ L 160 της 17.6.2016, σ. 15 έως 22.

⁵⁷⁵ Βλ. σχετική πρόταση του Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1311-1312 σχετικά με την αντιμετώπιση της σύγκρουσης καθηκόντων των δικηγόρων. Βλ. επίσης τον ίδιο, Gatekeeper Failure and Reform, ό.π., 358-359.

⁵⁷⁶ Παράρτημα Ι Ενότητα Β 3 περ. α' του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009. Προβλέπεται εξαίρεση για τα μερίδια σε προγράμματα διαφοροποιημένων συλλογικών επενδύσεων ή τα κεφάλαια υπό διαχείριση, συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων και των ασφαλίσεων ζωής.

⁵⁷⁷ Παράρτημα Ι Ενότητα Β 3 περ. β' - δ' του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

⁵⁷⁸ Παράρτημα Ι Ενότητα Β 3 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

Το ίδιο ζήτημα δεν αντιμετωπίζεται από τον νομοθέτη στην περίπτωση των νομικών συμβούλων. Στις Η.Π.Α. δικηγόροι εισηγμένων εταιριών λαμβάνουν σε κάποιες περιπτώσεις μέρος της αμοιβής τους σε είδος, δηλαδή σε κινητές αξίες του πελάτη τους. Επίσης, δεν είναι άγνωστη η πρακτική της κτήσης μετοχών του τελευταίου από τους νομικούς συμβούλους του. Ενόψει του γεγονότος ότι η κτήση μετοχικής ιδιότητας μειώνει την ανεξαρτησία τους, από μέρος της θεωρίας έχει προταθεί είτε η νομοθετική θέσπιση υποχρεωτικής δημοσιοποίησης των σχετικών μεταβιβάσεων είτε η πρόβλεψη περιορισμών στην πρακτική αυτή από τον οικείο επαγγελματικό σύλλογο⁵⁷⁹.

Η μακροχρόνια συνεργασία των πυλωρών με τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων ενδεχομένως να εκθέσει σε κίνδυνο της ανεξαρτησία τους. Για τον σκοπό αυτό προβλέπονται μηχανισμοί εναλλαγής είτε των ίδιων των πυλωρών είτε των σχετιζόμενων με αυτούς προσώπων⁵⁸⁰. Τόσο σε επίπεδο υποχρεωτικού ελέγχου όσο και επίπεδο εκθέσεων αξιολόγησης προβλέπεται υποχρεωτική εναλλαγή του ελεγκτή ή της ελεγκτικής εταιρίας και του οίκου αξιολόγησης αντιστοίχως μετά από τη συμπλήρωση ενός μέγιστου χρόνου παροχής υπηρεσιών⁵⁸¹. Με τον τρόπο αυτό ενισχύεται και ο ανταγωνισμός στη σχετική αγορά (ελέγχου και αξιολογήσεων αντιστοίχως)⁵⁸². Κατ' εξαίρεση, στο δίκαιο των Η.Π.Α. η περιοδική εναλλαγή περιορίζεται στο πρόσωπο που είχε την κύρια ευθύνη του ελέγχου συγκεκριμένου εκδότη ή που είχε την κύρια ευθύνη του ελέγχου του διενεργούμενου ελέγχου (και δεν καταλαμβάνει και την ελεγκτική εταιρία)⁵⁸³. Αντιστοίχως, όσον αφορά τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, προβλέπεται περιοδική εναλλαγή των οικονομικών αναλυτών τους ή των προσώπων των οποίων οι υπηρεσίες αξιολόγησης τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο των οίκων ή των προσώπων που προβαίνουν στην έγκριση των αξιολογήσεων.

Εκτός της πρόβλεψης μέγιστου χρονικού διαστήματος συνεχούς παροχής υπηρεσιών, παράλληλα προβλέπεται μία περίοδος κατά την οποία δεν επιτρέπεται ο πυλωρός να παράσχει τις υπηρεσίες του στην ίδια οντότητα. Πρόκειται για τη λεγόμενη «cooling-off period». Αυτή στο ελληνικό δίκαιο ορίζεται ως διετής (άρθρο 42 του ν. 4449/2017). Η διετία αναφέρεται σε συνεχή έτη.

Στην επίτευξη υψηλού βαθμού ακρίβειας και ανεξαρτησίας συμβάλλει η πρόβλεψη χρησιμοποίησης δύο πυλωρών του ίδιου επαγγέλματος. Όσον αφορά την αξιολόγηση διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων ο Κανονισμός (ΕΕ) 462/2013 προβλέπει

⁵⁷⁹ Hurt, Counselor, Gatekeeper, Shareholder, Thief: Why Attorneys Who Invest in Their Clients in a Post-Enron World Are “Selling Out,” Not “Buying In”, Ohio St. L. J. 2003, 897επ..

⁵⁸⁰ Κατά την Ojo, The role of external auditors in corporate governance: agency problems and the management of risk, 2009, Center for European Law and Politics, University of Bremen, διαθέσιμο στο https://mpira.uni-muenchen.de/47346/1/MPRA_paper_47346/, πριν από τη θέσπιση σχετικής υποχρέωσης εναλλαγής πρέπει να γίνεται στάθμιση κόστους-οφέλους. Η ίδια εξάγει τη σημασία της επαγγελματικής ακεραιότητας του ελεγκτή και επισημαίνει την ανάγκη μείωσης του κόστους πρόσληψης ελεγκτή.

⁵⁸¹ Κατά το άρθρο 6β του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Μαΐου 2013, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΕΕ L 146 της 31.5.2013, σ. 1 έως 33), η περίοδος αυτή ορίζεται τετραετής και αφορά μόνο επανατιτλοποιήσεις περιουσιακών στοιχείων της ίδιας μεταβιβάζουσας οντότητας. Ο χρονικός περιορισμός θεσπίζεται μόνο για τις συγκεκριμένες περιπτώσεις αφενός ενόψει της αρχής της ελευθερίας των συμβάσεων (για ελευθερία διοίκησης της εταιρίας κάνει λόγο η σκέψη 19 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013) αφετέρου ενόψει του αυξημένου κινδύνου σύγκρουσης συμφερόντων στις περιπτώσεις αυτές. Οι οίκοι αξιολόγησης δεν εμποδίζονται από την έκδοση μη ζητηθείσων αξιολογήσεων ακόμη και για επανατιτλοποιήσεις, διότι «δεν περιορίζονται από το πρότυπο ο εκδότης πληρώνει». Κατά το άρθρο 48 του ν. 4449/2017 προβλέπεται ως ανώτατο χρονικό όριο συμμετοχής του νόμιμου ελεγκτή στον υποχρεωτικό έλεγχο η πενταετία από την ημερομηνία διορισμού.

⁵⁸² Βλ. Miglionico, Recasting..., ό.π., 75· Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 103.

⁵⁸³ 15 U.S.C. § 78j-1(j).

υποχρεωτική αξιολόγηση από δύο οίκους και σύνταξη δύο χωριστών εκθέσεων⁵⁸⁴. Με τη συγκεκριμένη ρύθμιση αυξάνεται ο ανταγωνισμός στην αγορά των οίκων. Στο ίδιο αποτέλεσμα αποβλέπει, άλλωστε, και το νέο άρθρο 8δ του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, με το οποίο σε περίπτωση προαιρετικής ανάθεσης αξιολόγησης και σε δεύτερο οίκο, πρέπει να εξετάζεται το ενδεχόμενο ανάθεσης σε έναν οίκο με μερίδιο αγοράς μικρότερο του 10%. Σε περίπτωση μη ανάθεσης σε τέτοιον οίκο, το γεγονός πρέπει να καταγράφεται⁵⁸⁵.

Η αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων δε γίνεται μόνο με τους ανωτέρω τρόπους, αλλά και με τη διαφάνεια ως προς το περιεχόμενο, τη μέθοδο και τον επανέλεγχο των αξιολογήσεων, καθώς και τις ρυθμίσεις σχετικά με την αμοιβή τους. Ειδικότερα, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης προβλέπεται υποχρέωση των οίκων αξιολόγησης να δημοσιεύουν όλες τις σχετικές πληροφορίες⁵⁸⁶. Με αυτόν τον τρόπο καθίσταται δυνατός ο έλεγχος του πληροφοριακού υπόβαθρου της αξιολόγησης, της μεθόδου της και της εγκυρότητας του πορίσμάτος της. Με βάση τα δημοσιευόμενα στοιχεία είναι δυνατό να ελεγχθεί η αξιοπιστία του οίκου και της αξιολόγησής του. Μάλιστα, η διαφάνεια μπορεί να έχει και προληπτικό της δημιουργίας συγκρούσεων ρόλο.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων δεν ανακύπτουν μόνο σε επίπεδο πυλωρών, αλλά και εντός αυτών. Ρυθμίσεις οι οποίες θα παρέβλεπαν τον ρόλο των μεμονωμένων ατόμων τα οποία κατέχουν θέσεις εξουσίας στη δομή του πυλωρού ή παρέχουν την εργασία τους ή τις υπηρεσίες τους προς αυτόν θα ήταν αναποτελεσματικές. Η ιδιοτελής δράση και η παροχή συνδρομής σε απάτη σχετική με την κεφαλαιαγορά είναι πιθανό και δυνατό να αναπτύσσεται σε ατομικό επίπεδο⁵⁸⁷. Για τον λόγο αυτό οι σχετικές απαγορεύσεις ή υποχρεώσεις δημοσιότητας των καταστάσεων συγκρούσεων συμφερόντων αφορούν και αυτά τα πρόσωπα⁵⁸⁸.

Στο ίδιο πλαίσιο οι συγκρούσεις συμφερόντων των πυλωρών δεν περιορίζονται μόνο στις σχέσεις τους με τους εκδότες των χρηματοπιστωτικών μέσων. Αντιθέτως, επεκτείνονται και σε τρίτους σχετιζόμενους με αυτούς. Ως τέτοιοι νοούνται κάθε «εντολέας, διαμεσολαβητής, χορηγός, διαχειριστής ή κάθε άλλο μέρος που αλληλεπιδρά με τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εκ μέρους αξιολογούμενης οντότητας, περιλαμβανομένου κάθε προσώπου που συνδέεται μαζί του μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα»⁵⁸⁹. Πράγματι, κίνητρα σύμπραξης σε απάτη έχουν όχι μόνο οι πυλωροί, αλλά και οι εργαζόμενοί τους (καθώς και τα υπόλοιπα πρόσωπα που αναφέρθηκαν). Μάλιστα, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της δραστηριότητας του πυλωρού τόσο μεγαλύτερος είναι ο σχετικός κίνδυνος που προέρχεται από το ανθρώπινο δυναμικό του⁵⁹⁰.

⁵⁸⁴ Άρθρο 1 παρ. 11 του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013, με τον οποίο εισήχθη το άρθρο 8γ στον Κανονισμό (ΕΚ) 1060/2009. Κατά την ίδια ρύθμιση λαμβάνεται πρόνοια από τον ενωσιακό νομοθέτη ώστε οι δύο οίκοι να μη βρίσκονται σε οποιαδήποτε σχέση εξάρτησης με οποιονδήποτε άλλον οίκο αξιολόγησης. Οι Möllers, Niedorf, ό.π., 343, υποστηρίζουν de lege ferenda ότι πρέπει να προβλεφθεί ότι υποχρεωτικά ο ένας εκ των δύο οίκων να είναι ευρωπαϊκός προκειμένου να υπάρξει ανεξαρτητοποίηση από τους τρεις μεγαλύτερους οίκους, οι οποίοι είναι αμερικανικοί. Μάλιστα, υποστηρίζουν ότι αυτή η επιλογή δεν αντίκειται στη γενική σύμβαση για το εμπόριο στις υπηρεσίες («General Agreement of Trade in Services», «GATS»), καθόσον οι αξιολογήσεις εξαιρούνται ρητώς από το πεδίο εφαρμογής της σύμβασης.

⁵⁸⁵ Ο εκδότης διατηρεί την ελευθερία επιλογής των αντισυμβαλλομένων του. Δε θεσπίζεται υποχρέωση, αλλά μόνο καταγραφή της συμπεριφοράς του εκδότη. Βλ. Möllers, Niedorf, ό.π., 342.

⁵⁸⁶ Άρθρα 8, 9 και 11 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

⁵⁸⁷ Για τις αιτίες βλ. Coffee Jr, *The Acquiescent Gatekeeper*, ό.π., 13-14.

⁵⁸⁸ Κατά τον Coffee Jr, *The Acquiescent Gatekeeper*, ό.π., 44επ., ίσως είναι πιο αποτελεσματικό από άποψη κόστους-οφέλους και πιο εφικτό να εστιασθεί η προσοχή στην αποτροπή των ατόμων που εργάζονται σε ελεγκτικές εταιρίες.

⁵⁸⁹ Άρθρο 3 παρ. 1 στ. θ' του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

⁵⁹⁰ Tarelli, ό.π., 137-138· Partnoy, *Barbarians...*, ό.π., 500.

Πέραν των ανωτέρω μέτρων διασφάλισης της ανεξαρτησίας των θυροφυλάκων, στο ίδιο αποτέλεσμα συνδράμει και η θέσπιση κανόνων ευθύνης τους⁵⁹¹. Η ανάθεση εποπτικών καθηκόντων στον πυλωρό και η απειλή αστικής ευθύνης για την περίπτωση παράβασής τους αυξάνει το κίνητρό του προς άσκηση επιμελούς εποπτείας του αντισυμβαλλόμενου του - εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου. Ο κίνδυνος αναγνώρισης ευθύνης του τον ωθεί στην αποστασιοποίησή του από τον εκδότη και στην παροχή των υπηρεσιών του με τρόπο αντικειμενικό. Η ευθύνη λειτουργεί ως παράγοντας που αποσυνδέει το συμφέρον του πυλωρού από αυτό του εκδότη φέροντάς τα σε αντιπαράθεση σε περίπτωση κατά την οποία ο εκδότης παραβιάζει τον νόμο.

Το ζήτημα της ανεξαρτησίας του πυλωρού συνδέεται πέραν των ανωτέρω με την ταυτότητα του αντισυμβαλλόμενου του. Συχνά τονίζεται ότι η βάση για τη σύγκρουση των συμφερόντων τίθεται ήδη κατά το στάδιο της επιλογής του πυλωρού⁵⁹². Αν ο ελεγχόμενος ή αξιολογούμενος είναι εκείνος που διαλέγει τον πυλωρό και τελικά συμβάλλεται μαζί του δημιουργείται μία σχέση εξάρτησης. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται από τη δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος των μερών προς λύση της σύμβασης. Βεβαίως η απάντηση στο ερώτημα ποιος καταβάλλει την αμοιβή είναι εξίσου κομβική. Ωστόσο, η προσέγγιση του ζητήματος της επιλογής του πυλωρού μπορεί να συμβάλει στην απάλυνση της εγγενούς κατά τη θεωρία των πυλωρών σύγκρουσης συμφερόντων. Στο πλαίσιο αυτό έχουν προταθεί διάφορες εναλλακτικές λύσεις.

Η προσέγγιση του προβληματισμού επιχειρείται από μέρος της θεωρίας ως δίλημμα μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα⁵⁹³. Ειδικότερα, προτείνεται η μετατόπιση του ελέγχου από τον ιδιωτικό τομέα στον δημόσιο με τη σύσταση ειδικού Συμβουλίου Δημόσιου ελέγχου χρηματοδοτούμενου από τους ελεγχόμενους, το οποίο θα αναθέτει τον έλεγχο είτε στο προσωπικό του είτε σε ιδιώτες⁵⁹⁴. Με τον τρόπο αυτό θεωρείται ότι αντιμετωπίζονται οι συγκρούσεις συμφερόντων. Ωστόσο, η συγκεκριμένη πρόταση περιορίζεται εκ των πραγμάτων λόγω των περιορισμένων κρατικών πόρων (είτε αυτοί αφορούν τις οικονομικές δυνατότητες είτε το ανθρώπινο δυναμικό). Σημαντικό επίσης είναι το γεγονός ότι η λύση αυτή δεν είναι εφαρμόσιμη σε όλες τις κατηγορίες των πυλωρών. Ασφαλώς το γενικευμένο πεδίο εφαρμογής της δεν αποτελεί αναγκαίο στοιχείο της λύσης, αλλά τούτο καταδεικνύει την ανάγκη για εξέρευση λύσεων και για τους υπόλοιπους «gatekeepers».

Κατ' άλλη άποψη η ανάγκη προστασίας των μετόχων υπαγορεύει την καθιέρωση του δικαιώματος υποβολής πρότασης από τη μειοψηφία της εισηγμένης ΑΕ προς τη ΓΣ προσώπου για τον διορισμό του ως ορκωτού ελεγκτή⁵⁹⁵. Η λύση αυτή θα μπορούσε να εφαρμοσθεί τόσο σε εταιρίες με ευρεία διασπορά μετοχών όσο και σε αυτές με μεγαλύτερη συγκέντρωση. Κρίσιμο, πάντως, ταυτόχρονα δε δύσκολο θα ήταν το εγχείρημα του προσδιορισμού του απαιτούμενου ποσοστού. Ενόψει της διαφορετικής μετοχικής δομής κάθε εταιρίας η θέση συγκεκριμένου ορίου έχει ως συνέπεια να ελλοχεύει πάντοτε ο κίνδυνος να προκύψουν περιπτώσεις κατά τις

⁵⁹¹ Tarelli, ό.π., 126.

⁵⁹² Gelter, Gurrea-Martínez, Addressing the Auditor Independence Puzzle: Regulatory Models and Proposal for Reform, ECGI Law Working Paper N° 479/2019, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3476683, 8επ..

⁵⁹³ Grodz, The regulation of external audit in the UK and US and a proposal for a new audit model, Queen Mary, University of London Department of Law (PhD thesis), 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/bitstream/handle/123456789/42505/Grodz_D_PhD_final_140618.pdf?sequence=1, 265-267.

⁵⁹⁴ Για αναλυτική παρουσίαση της πρότασης βλ. Grodz, ό.π., 268επ..

⁵⁹⁵ Βλ. σε Gelter, Gurrea-Martínez, ό.π., 17.

οποίες μέτοχοι της μειοψηφίας δε θα συγκεντρώνουν τις προϋποθέσεις άσκησης του δικαιώματος αυτού. Πάντως, το δικαίωμα αυτό δε φαίνεται να επιλύει το πρόβλημα των συγκρούσεων. Βεβαίως η θέσπιση συστήματος επιλογής του ελεγκτή από τη μειοψηφία θα δημιουργούσε και πάλι πρόβλημα εξάρτησης, μόνο που αυτή τη φορά θα άλλαζε το πρόσωπο που έχει την εξουσία. Περαιτέρω, άξιο απορίας είναι το κατά πόσο η συγκεκριμένη επιλογή θα μπορούσε να επεκταθεί και στις υπόλοιπες κατηγορίες πυλωρών χωρίς να προκληθεί μετατόπιση της εξουσίας διοίκησης της εταιρίας μετατρέποντας την πλειοψηφία σε μειοψηφία ή ουσιαστικά υποκαθιστώντας το ΔΣ.

Στο πλαίσιο της ως άνω πρότασης έχουν προταθεί κάποιες παραλλαγές αυτής. Έτσι, σύμφωνα με μία άποψη η μειοψηφία πρέπει να έχει δικαίωμα να προτείνει την αντικατάσταση του ελεγκτή⁵⁹⁶, ενώ κατ' άλλη γνώμη πρέπει να αναγνωρισθεί στην πλειοψηφία της μειοψηφίας το δικαίωμα επιλογής και αντικατάστασης του ορκωτού ελεγκτή λογιστή ή της ελεγκτικής εταιρίας σε εταιρίες με μεγαλύτερη συγκέντρωση μετοχών⁵⁹⁷. Είναι γεγονός ότι η πρώτη άποψη είναι σημαντική, διότι προτείνει την ενίσχυση της μειοψηφίας δια της θέσπισης ενός ακόμη δικαιώματος. Ωστόσο, το περιεχόμενο του σχετικού δικαιώματος εξαντλείται σε δικαίωμα υποβολής αιτήματος προς συζήτηση και κατά τούτο έχει περιορισμένες πιθανότητες (εξαρτώμενες από τη μετοχική σύνθεση) να οδηγήσει σε αντικατάσταση του ελεγκτή. Η δε δεύτερη πρόταση αποτελεί δραστική επέμβαση στους εταιρικούς συσχετισμούς. Οι όποιες επιφυλάξεις αναφέρθηκαν ανωτέρω, επαναλαμβάνονται και γι' αυτήν την πρόταση.

Ως πρότυπο θα μπορούσε να λειτουργήσει το νομοθετικό πλαίσιο των Η.Π.Α., σύμφωνα με το οποίο οι ελεγκτές επιλέγονται από την επιτροπή ελέγχου⁵⁹⁸. Ωστόσο, σε ευρωπαϊκό επίπεδο (πλην του Ηνωμένου Βασιλείου), όπου η μετοχική δομή και σύνθεση των εταιριών είναι πιο συγκεντρωμένη σε σχέση με αυτή των αμερικανικών εταιριών, διατυπώνονται επιφυλάξεις ως προς την πραγματική ανεξαρτησία της επιτροπής ελέγχου από τον πλειοψηφούντα μέτοχο⁵⁹⁹.

Ταυτόχρονα έχουν διατυπωθεί προτάσεις που μεταθέτουν το κέντρο βάρους ή έστω μέρος αυτού εκτός της εταιρίας. Μία εξ αυτών αναθέτει τη σχετική επιλογή στον ασφαλιστή⁶⁰⁰. Συγκεκριμένα, κατά την πρόταση αυτή η εταιρία συνάπτει σύμβαση ασφάλισης με ασφαλιστική εταιρία, η οποία πρέπει να αναθέσει σε ελεγκτή τον έλεγχο της εταιρίας⁶⁰¹. Η συγκεκριμένη πρόταση συνεπάγεται ολοσχερή ανατροπή στον κλάδο του λογιστικού και οικονομικού ελέγχου και αποσκοπεί στη διακοπή της σχέσης εξάρτησης μεταξύ ελέγχου και ελεγχομένου. Ερωτηματικά γεννώνται σχετικά με την υποχρεωτικότητα της σχετικής ασφάλισης και του ανατιθέμενου από την ελεγκτή ελέγχου, το κόστος του ελέγχου και της ασφάλισης και της επίδρασης της πρότασης στη λειτουργία της αγοράς ελέγχου, της αγοράς ασφάλισης και της κεφαλαιαγοράς.

Προτιμητέα είναι η επιλογή του μοντέλου της κλήρωσης. Σύμφωνα με αυτό η επιλογή του πυλωρού εξακολουθεί να γίνεται από την εισηγμένη εταιρία, πλην όμως γίνεται κατόπιν κλήρωσης μεταξύ ενός αριθμού περισσότερων πιστοποιημένων επαγγελματιών του οικείου επαγγελματικού κλάδου⁶⁰². Με τον τρόπο αυτό μειώνεται η εξάρτηση του πυλωρού από τον

⁵⁹⁶ Coffee Jr, Why Do Auditors Fail?, ό.π., 540επ..

⁵⁹⁷ Gelter, Gurrea-Martínez, ό.π., 21.

⁵⁹⁸ Πρβλ. Gelter, Gurrea-Martínez, ό.π., 9.

⁵⁹⁹ Gelter, Gurrea-Martínez, ό.π., 9.

⁶⁰⁰ Βλ. σχετικά Cunningham Lawrence, Choosing gatekeepers: The financial statement insurance alternative to auditor liability, UCLA Law Review 2004, 413επ..

⁶⁰¹ Branson, Too Many Bells? Too Many Whistles? Corporate Governance in the Post Enron, Post Worldcom Era, διαθέσιμο στο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887176##, 43.

⁶⁰² Branson, ό.π., 47.

αντισυμβαλλόμενό του⁶⁰³. Στο πλαίσιο αυτό έχει προταθεί η κρατικά εποπτευόμενη διαδικασία της επιλογής και η τυχαία επιλογή εκ μέρους της εταιρίας μεταξύ περισσότερων επαγγελματιών που θα εκδηλώσουν ενδιαφέρον στο πλαίσιο σχετικής ιδιωτικής προκήρυξης (κατά την οποία η εταιρία θα προσδιορίζει εκ των προτέρων μία συγκεκριμένη αμοιβή και σε περίπτωση μη εκδήλωσης μαζικού ενδιαφέροντος θα αυξάνει το ύψος της)⁶⁰⁴. Εκ των δύο διαμορφώσεων του μοντέλου η πρώτη θεωρείται ότι έχει καθαρά κανονιστικό χαρακτήρα, ενώ η δεύτερη συμβατικό. Ζήτημα παραμένει στη δεύτερη ποιος θα είναι ο αριθμός των ενδιαφερομένων που κρίνεται επαρκής προκειμένου να γίνει η επιλογή. Η πρώτη λύση είναι πιο σαφής, θα μπορούσε δε να αφορά είτε τη διενέργεια κλήρωσης είτε επιλογή. Η κλήρωση προκρίνεται ως η πλέον αντικειμενική μέθοδος. Γενικώς πρέπει να παρατηρηθεί ότι η εν λόγω πρόταση μπορεί να εφαρμοσθεί σε όλους τους τύπους των πυλωρών.

Βεβαίως η γενικευμένη και αδιακρίτως επιχειρούμενη προσπάθεια αποσύνδεσης της εταιρίας από την επιλογή του πυλωρού θα απέβαινε φορμαλιστική. Έτσι, για παράδειγμα στην περίπτωση των δικηγόρων είναι ανεκτή η διατήρηση του παραδοσιακού τρόπου επιλογής τους⁶⁰⁵. Τελικά, εκείνο που απαιτείται είναι η εγκατάλειψη ομοιόμορφων λύσεων σε περιπτώσεις κατά τις οποίες η ιδιαίτερη διαμόρφωση των συνθηκών λαμβανομένου υπ' όψιν και του αντικειμένου των παρεχόμενων από τον πυλωρό υπηρεσιών επιβάλλει τη διαφορετική προσέγγιση των σχετικών ζητημάτων. Η αναζήτηση ενιαίων λύσεων αποτελεί μόνο το αρχικό στάδιο.

11. Η θεωρία των «gatekeepers» είναι κατάλληλη εντός της ΕΕ;

Οι νομοθετικές πρωτοβουλίες εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης που ανελήφθησαν μετά την αποκάλυψη των χρηματιστηριακών και λογιστικών σκανδάλων κατά τις αρχές του 21^{ου} αιώνα ήταν εμπνευσμένες με βάση τις αντίστοιχες αμερικανικές (Sarbanes-Oxley Act)⁶⁰⁶. Οι διαφορές στη μετοχική σύνθεση των εισηγμένων εταιριών μεταξύ Ευρωπαϊκής Ένωσης και Η.Π.Α. προκάλεσαν ερωτηματικά κατά πόσο οι ίδιες μεταρρυθμίσεις είναι κατάλληλες για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προκύπτουν σε αμφότερες τις περιπτώσεις. Ήδη έχει αναφερθεί στην οικεία θέση της παρούσας ότι στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο επικρατεί η μορφή της ανώνυμης εταιρίας με ευρεία διασπορά μετοχών, ενώ εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης κυριαρχεί το φαινόμενο της συγκεντρωμένης σύνθεσης των ανώνυμων εταιριών.

Τα σκάνδαλα των αρχών του 21^{ου} αιώνα σε Η.Π.Α. και Ευρωπαϊκή Ένωση είχαν τόσο ομοιότητες όσο και διαφορές. Τόσο στα μεν όσο στα δε παρατηρήθηκε εκμετάλλευση εταιρικών περιουσιακών στοιχείων από τα μέλη της διοίκησης προς όφελος των ιδίων και των συνεργατών τους, ο έλεγχος απέτυχε και παρατηρήθηκε ασυμφωνία μεταξύ πραγματικής και χρηματιστηριακής τιμής⁶⁰⁷. Ωστόσο, στις Η.Π.Α. η σύγκρουση συμφερόντων δημιουργείται μεταξύ του ΔΣ και των μετόχων, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση μεταξύ μετόχων πλειοψηφίας και μειοψηφίας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ότι στην πρώτη περίπτωση τα σκάνδαλα περιστράφηκαν

⁶⁰³ Branson, ό.π., 47.

⁶⁰⁴ Branson, ό.π., 47.

⁶⁰⁵ Πρβλ. Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1304-1305, σχετικά με την παράλληλη παροχή περισσότερων ειδών υπηρεσιών.

⁶⁰⁶ Βλ. Armour, McCahery, After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2006-07, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910205, 20.

⁶⁰⁷ Armour, McCahery, ό.π., 9-10.

γύρω από τη μη ανταποκρινόμενη στην πραγματική οικονομική κατάσταση των εμπλεκόμενων εταιριών αύξηση της τιμής τους, ενώ στη δεύτερη το πρόβλημα εντοπίζεται στην εκμετάλλευση των περιουσιακών στοιχείων των εταιριών⁶⁰⁸.

Ενόψει των ανωτέρω η άποψη που επικρατεί είναι ότι η επιστράτευση των «gatekeepers» είναι πιο αποτελεσματική και κατάλληλη σε έννομες τάξεις, όπως αυτές των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου⁶⁰⁹. Αντιθέτως, υποστηρίζεται ότι στις ανώνυμες εταιρίες με μικρή διασπορά των μετοχών η πλειοψηφία ελέγχει το διοικητικό συμβούλιο και ορίζει τους ελεγκτές και την επιτροπή ελέγχου με αποτέλεσμα οι πυλωροί να δέχονται μεγαλύτερες πιέσεις⁶¹⁰. Περαιτέρω, η διακύμανση της τιμής της μετοχής και κατά τούτο η δημοσιότητα των πληροφοριών θεωρείται ότι είναι κατάλληλο αντιδοτο στις εταιρίες με μεγάλη διασπορά μετόχων, καθόσον λαμβανομένης υπ' όψιν της συχνότερης μεταβίβασης των μετοχών το επίμαχο ζήτημα είναι η διαμόρφωση ορθής τιμής των μετοχών εντός της αγοράς. Για τους λόγους αυτούς υποστηρίζεται ότι η θεωρία των «gatekeepers» μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση συμπληρωματικά προς άλλα μέτρα.

Ωστόσο, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη παρατηρείται μία τάση μετασχηματισμού της σύνθεσης των εισηγμένων εταιριών τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ειδικότερα, στη Γερμανία εντοπίζεται μείωση του συγκεντρωτικού χαρακτήρα της μετοχικής σύνθεσης των εισηγμένων ΑΕ, ενώ στην Ιταλία και στη Γαλλία, αν και εξακολουθεί να διατηρείται υψηλός βαθμός συγκέντρωσης, υιοθετήθηκαν κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης ενισχυτικοί της μειοψηφίας κατά το πρότυπο των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου⁶¹¹. Αντιστρόφως, στις Η.Π.Α. παρατηρείται αύξηση των μεριδίων των θεσμικών επενδυτών, η οποία έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία προβλημάτων αντιπροσώπευσης μεταξύ θεσμικών επενδυτών και των επενδυτών των οποίων διαχειρίζονται τα κεφάλαια⁶¹². Επίσης, αρχίζει να τηρείται η πρακτική της καθιέρωσης συστήματος μετοχών δύο κατηγοριών («dual-class shares») για τις εισαγόμενες για πρώτη φορά σε οργανωμένη αγορά εταιρίες⁶¹³. Με βάση τα ανωτέρω φαίνεται να ακολουθείται μία αντίστροφη πορεία.

Ενόψει του μετασχηματισμού αυτού ίσως επιβεβαιώνεται η επιλογή της υιοθέτησης της θεωρίας των πυλωρών σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σε κάθε περίπτωση, η διαφάνεια και ο έλεγχος είναι επιθυμητοί ανεξαρτήτως της μετοχικής σύνθεσης. Το γεγονός ότι, όταν υπάρχει πλειοψηφών μέτοχος, είναι πιθανό να ασκούνται μεγαλύτερες πιέσεις στον ελεγκτή και στην επιτροπή ελέγχου είναι πραγματικό ζήτημα συσχετισμών δυνάμεων. Για τον λόγο αυτό μαζί με τον έλεγχο και τη διαφάνεια θεσπίζεται και ευθύνη. Εξάλλου, η πλειοψηφία δύναται να ασκήσει πίεση και στο ΔΣ. Αυτό, όμως, δεν αναιρεί τη χρησιμότητά του. Αντιθέτως, προβλέπονται ρυθμίσεις ευθύνης του και σύστημα ελέγχου.

⁶⁰⁸ Armour, McCahery, ό.π., 10. Βλ. Πάντως τον Choi Albert, Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value, Harv. Bus. L. Rev. 2018, 83, ο οποίος υποστηρίζει ότι η παροχή μεσαίας τάξης ιδιωτικών ωφελειών στον κυρίαρχο μέτοχο μπορεί να συμβάλλει στην μακροπρόθεσμη αύξηση της αξίας της μετοχής και να ενισχύσει τη δέσμευση του πρώτου έναντι της εταιρίας.

⁶⁰⁹ Coffee Jr, A Theory..., ό.π., 198επ.· Goldberg, Danko, Kessler, Ownership Structure, Fraud, and Corporate Governance, The Journal of Corporate Accounting & Finance 2016, 39επ..

⁶¹⁰ Βλ. Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Προσωπικές & Κεφαλαιουχικές Εταιρίες, 2^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, 358, η οποία αναφέρεται στον σχετικό προβληματισμό αναφορικά με τους ελεγκτές και την πλειοψηφία.

⁶¹¹ Επί των ανωτέρω Anidjar, Concentrated ownership structure around the World, Stan. L. & Pol'y Rev. 2019, 211επ..

⁶¹² Anidjar, ό.π., 220.

⁶¹³ Anidjar, ό.π., 220επ.· Choi Albert, ό.π., 53-56, 83.

Κεφάλαιο Β': Συγκριτική επισκόπηση των νομικών βάσεων της αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών

Η θεμελίωση αστικών αξιώσεων αποκατάστασης της ζημίας των επενδυτών σε βάρος των πυλωρών έχει επιχειρηθεί σε τρεις κατηγορίες βάσεων ευθύνης⁶¹⁴. Αυτές είναι η συμβατική, η οιονεί συμβατική ή οιονεί αδικοπρακτική και η αδικοπρακτική. Η δεύτερη κατηγορία τοποθετείται από δογματική άποψη μεταξύ των δύο άλλων. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η σχετική ευθύνη άλλοτε χαρακτηρίζεται ως οιονεί συμβατική και άλλοτε ως οιονεί αδικοπρακτική. Η τάση επέκτασης της ευθύνης των πυλωρών έναντι τρίτων μη συμβαλλόμενων οφείλεται στην ανάγκη εξασφάλισης της θέσης του τρίτου, στην επίτευξη μεγαλύτερου βαθμού επιμέλειας εκ μέρους του πυλωρού και στη διανομή του κόστους που συνδέεται με ατυχήματα⁶¹⁵.

1. Απόπειρες συμβατικής θεμελίωσης της ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών

1.1. Τριγωνική σχέση και σύμβαση

Κρίσιμη για τη διερεύνηση της ευθύνης των θυροφυλάκων έναντι του επενδυτικού κοινού με ενδοσυμβατική βάση είναι η διαπίστωση ότι επί της ουσίας πρέπει να εξετασθεί ο τρόπος λειτουργίας μίας κατά βάση τριγωνικής σχέσης. Οι τρεις εμπλεκόμενοι παράγοντες είναι η εκδότρια ανώνυμη εταιρία, ο πυλωρός και οι επενδυτές. Οι δύο πρώτοι συνδέονται μεταξύ τους με συμβατικό δεσμό βάσει του οποίου ο πυλωρός παρέχει τις υπηρεσίες του στην ανώνυμη εταιρία. Η τελευταία συνδέεται με έκαστο επενδυτή με συμβατική σχέση μόνο σε περίπτωση σύναψης της σύμβασης κάλυψης, η οποία μετά την καταβολή της ονομαστικής αξίας των αποκτώμενων μετοχών συνεπάγεται την κτήση της ιδιότητας του μετόχου, ή μεταβίβασης των μετοχών. Αντιθέτως, ο επενδυτής δε συνδέεται με τον πυλωρό με κάποιο είδος συμβατικής σχέσης.

Η έλλειψη συμβατικής σχέσης βέβαια δεν πρέπει να λαμβάνεται ως αυτονόητη. Στην πραγματικότητα είναι το συνήθως συμβαίνον. Αν υπό τα πραγματικά περιστατικά συγκεκριμένης περίπτωσης αποδειχθεί ότι συνήφθη σύμβαση μεταξύ του πυλωρού και του επενδυτή, τότε θα στοιχειοθετείται ενδοσυμβατική ευθύνη του πρώτου έναντι του τελευταίου. Επειδή, όμως, συνήθως δεν προκύπτει ρητώς σχετική βούληση, κάποιες φορές επιχειρείται η θεμελίωση της ενδοσυμβατικής ευθύνης του πυλωρού με βάση την κατασκευή της σιωπηρής σύμβασης. Ωστόσο, στην περίπτωση αυτή ο ενάγων πρέπει να αποδείξει το σύνολο των απαραίτητων στοιχείων της σύμβασης, ενώ μόνο το γεγονός ότι ο επενδυτής ωφελείται από τις υπηρεσίες του πυλωρού δε συνεπάγεται τη θεμελίωση συμβατικής ευθύνης⁶¹⁶.

⁶¹⁴ Αντίστοιχος νομικός προβληματισμός έχει αναπτυχθεί στο πλαίσιο εξέτασης της αστικής ευθύνης των νηογνώμωνων. Βλ. αναλυτικά Αθανασίου, Έργο και ευθύνη των νηογνώμωνων, Συλλογή μελετών ελληνικού και διεθνούς ναυτικού δικαίου II, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκουλα Αθήνα-Κομοτηνή, 1999, 43επ· Καρακωστα, Καραμπατζό, Ευθύνη του νηογνώμονος έναντι του αγοραστή πλοίου ένεκα ανακριβών πιστοποιητικών με βάση το άρθρο 8 του Ν 2251/1994 περί ευθύνης του παρέχοντος υπηρεσίες (γνωμ.), ΔΕΕ 2011, 391επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>.

⁶¹⁵ Pacini, Martin, Hamilton, At the interface of law and accounting: An examination of a trend towards a reduction in the scope of auditor liability to third parties in the common law countries, Am. Bus. Law J. 2000, 176, 216-218.

⁶¹⁶ McIntosh County. Bank v. Dorsey & Whitney, L.L.P., 745 N.W.2d 538, 549 (Minn. 2008), με την οποία απορρίφθηκε ισχυρισμός περί ευθύνης δικηγόρου έναντι τρίτων με βάση σιωπηρή σύμβαση.

Η ανωτέρω περιγραφή του τριγωνικού σχήματος επιχειρείται με βάση το συνήθως συμβαίνον στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα. Συνήθως η σύμβαση παροχής υπηρεσιών συνάπτεται μεταξύ της ανώνυμης εταιρίας και του πυλωρού και συνεπώς η αμοιβή του τελευταίου γίνεται από την πρώτη. Είναι, όμως, δυνατό και πιθανό αντισυμβαλλόμενος του θυροφύλακα να είναι επενδυτής, ο οποίος αναλαμβάνει την υποχρέωση πληρωμής του. Ωστόσο, η θεωρία περί «gatekeepers» ουσιαστικά αναφέρεται στην πρώτη περίπτωση, καθόσον αποβλέπει στην πλεονέκτημα πληροφόρησης που παρέχει στον πυλωρό η σχέση εγγύτητας προς την εκδότρια που δημιουργείται με τη σύναψη σύμβασης.

Η αρχή της σχετικότητας των συμβατικών ενοχών καθορίζει το εύρος της σχετικής έρευνας. Με δεδομένο ότι η σύμβαση κατ' αρχήν παράγει δικαιώματα και υποχρεώσεις μόνο μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών αυτής και συνεπώς η δεσμευτικότητά της παράγει αποτελέσματα μόνο έναντι αυτών, εξ αρχής περιορίζεται σημαντικά η δυνατότητα έναρξης οποιουδήποτε προβληματισμού περί συμβατικής θεμελίωσης της ευθύνης του θυροφύλακα έναντι των επενδυτών. Εφόσον δεν αποτελούν μέρη της ίδιας σύμβασης, κατ' αρχήν ο πυλωρός δεν έχει συμβατικές υποχρεώσεις έναντι του επενδυτικού κοινού⁶¹⁷.

Η έλλειψη συμβατικής σχέσης μεταξύ του επενδυτή και του πυλωρού στερεί από τον πρώτο το δικαίωμα άσκησης αξίωσης σε βάρος του τελευταίου με βάση τις διατάξεις περί ενδοσυμβατικής ευθύνης. Όπως χαρακτηριστικά είχε κριθεί στην αγγλική υπόθεση *Derry v Peek* [1889] (η οποία δικάστηκε από το House of Lords), προϋπόθεση για τη θεμελίωση καθήκοντος παράλειψης απατηλών ανακοινώσεων είναι η ύπαρξη σύμβασης, σχέσης εμπιστοσύνης ή απάτης⁶¹⁸. Με την αναφορά της απόφασης στην απάτη είναι προφανής η παραπομπή στην έννοια της αδικοπραξίας. Ομοίως πρόδηλο είναι το γεγονός ότι κατηγοριοποιούνται οι βάσεις ευθύνης σε συμβατική και αδικοπρακτική χωρίς να παρέχεται δυνατότητα για προστασία του τρίτου που δεν είναι αντισυμβαλλόμενος με κάποια άλλη βάση πέραν της αδικοπρακτικής⁶¹⁹.

Όμοια ήταν η θέση της νομολογίας στις ΗΠΑ με βάση την απόφαση του New York Court of Appeals στην υπόθεση *Ultramares Corp. v. Touche, Niven & Co.*, η οποία δημοσιεύθηκε το 1931⁶²⁰. Στη συγκεκριμένη περίπτωση κατά τη σύναψη της σύμβασης δανείου συμφωνήθηκε μεταξύ των μερών ότι ο δανειολήπτης όφειλε να χορηγήσει στον δανειστή πιστοποιητικό ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων του. Μετά τη σύναψη του δανείου και την πτώχευση του δανειολήπτη ο δανειστής ενήγαγε την ελεγκτική εταιρία προς αποκατάσταση της ζημίας που υπέστη έχοντας στηριχθεί στο πιστοποιητικό ελέγχου. Παρότι η εναγόμενη γνώριζε κατά την έκδοση του πιστοποιητικού ότι αυτό επρόκειτο να χρησιμοποιηθεί σε άγνωστο αριθμό υποψηφίων δανειστών του αντισυμβαλλομένου της, η αγωγή απορρίφθηκε ως προς την

⁶¹⁷ Η διάταξη του άρθρου 729 ΑΚ, κατά την οποία «αν κάποιος έδωσε συμβουλή ή σύσταση, δεν ευθύνεται για τη ζημία που προξενήθηκε απ' αυτήν, εκτός αν με σύμβαση ανέλαβε την ευθύνη ή αν βρισκόταν σε δόλο», δεν μπορεί να εφαρμοσθεί εντός του πλαισίου της κεφαλαιαγοράς για την αναγνώριση της ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών, διότι προϋποθέτει σχέση φιλοφροσύνης. Βλ. Μαργαρίτη Μ., Μαργαρίτη Α., Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα και ΕισΝΑΚ, εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016, άρθρο 729 αρ. 1· Φωτοπούλου, Ευθύνη από την παροχή επενδυτικών συμβουλών επί ομολόγων αόριστης διάρκειας, ΔΕΕ 2019,1593· Τριανταφυλλάκη, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχή εσφαλμένων πληροφοριών, ΧρΙΔ 2001, 17επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου». Βλ. όμως Μαστρομανώλη, Πρόσφατες εξελίξεις..., ό.π., 23· Ψυχομάνη, Ευθύνη τραπεζών και εποπτικών αρχών έναντι επενδυτών και καταθετών, ΝοΒ 2009, 2324.

⁶¹⁸ *Derry v Peek* [1889], UKHL 1.

⁶¹⁹ *De La Bere vs Pearson Ltd* [1908], 1 KB 280.

⁶²⁰ 255 N.Y. 170, 174 N.E. 441 (1931). Πρβλ. Cunningham, Traditional versus economic analysis: Evidence from Cardozo and Posner torts opinions, Fla. L. Rev. 62, 2010, 41επ..

ενδοσυμβατική βάση της λόγω έλλειψης συμβατικού δεσμού μεταξύ των διαδίκων⁶²¹. Περαιτέρω, δεν αποδείχθηκε ούτε η ύπαρξη ενός δεσμού τόσο στενού που να προσεγγίζει τον αντίστοιχο της σύμβασης⁶²².

Η προσκόλληση του δικαστηρίου στην υπόθεση Ultramares στον συμβατικό δεσμό αντικατοπτρίζει σκέψεις νομοθετικής πολιτικής. Οφείλεται στον φόβο δημιουργίας περιπτώσεων ευθύνης στις οποίες ο εναγόμενος δε γνωρίζει εκ των προτέρων την ακριβή έκταση της ευθύνης του, ενώ και ο κύκλος των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων παραμένει απροσδιόριστος⁶²³. Ουσιαστικά βασίζεται στη θεώρηση ότι ο κίνδυνος πρέπει να είναι μετρήσιμος⁶²⁴. Κατά της συγκεκριμένης προσέγγισης έχει αντιταχθεί από μέρος της θεωρίας ότι αφενός ο σχετικός κίνδυνος ενυπάρχει σε όλα τα επαγγέλματα αφετέρου η σύγχρονη πραγματικότητα με την ασφάλιση της αστικής ευθύνης και τη δυνατότητα μετακύλισης του κόστους παρέχει τη δυνατότητα εξασφάλισης της θέσης του ελεγκτή⁶²⁵. Πάντως, η ύπαρξη δυνατότητας ασφάλισης εξαρτάται από την ασφαλισιμότητα του κινδύνου, η οποία τίθεται εν αμφιβόλω όσο περισσότερο απροσδιόριστη είναι η έκτασή του⁶²⁶.

Η επιβεβαίωση της αρχής της σχετικότητας των συμβατικών ενοχών αποτελεί τη μία όψη της απόφασης Ultramares Corp. v. Touche. Ειδικότερα, αναγνωρίστηκε ότι είναι δυνατή η θεμελίωση ευθύνης έναντι τρίτου στην περίπτωση κατά την οποία υφίσταται μεταξύ του τρίτου και ενός εκ των συμβαλλομένων μία σχέση που προσεγγίζει τη συμβατική⁶²⁷. Εφόσον η σχέση αυτή δεν είναι συμβατική, πρόκειται για αναγνώριση εξαίρεσης από την αρχή της σχετικότητας. Εκτός αυτού, όμως, κρίθηκε ότι είναι δυνατόν να αναγνωρισθεί ευθύνη του ελεγκτή έναντι τρίτου σε περίπτωση βαριάς αμέλειας. Συγκεκριμένα, καταρχήν η εξ αμελείας ανακοίνωση εσφαλμένων πληροφοριών δε γεννά ευθύνη έναντι των τρίτων, ενώ αντιθέτως αυτό συμβαίνει σε περίπτωση απάτης. Εφόσον, όμως, ο δράστης βαρύνεται με βαριά αμέλεια, η πράξη του αυτή δύναται να θεωρηθεί ισοδύναμη με την περίπτωση της απάτης⁶²⁸. Με αυτόν τον τρόπο ο δικαστής Cardozo (ο οποίος ήταν προεδρεύων της σύνθεσης) έθεσε τα θεμέλια για την επέκταση της ευθύνης έναντι τρίτων⁶²⁹.

Η νομολογία στη συνέχεια προσδιόρισε με ακρίβεια τις προϋποθέσεις αναγνώρισης ενός δεσμού προσεγγίζοντας τον συμβατικό («near-privity rule»)⁶³⁰. Αναφορικά με την ευθύνη των λογιστών έναντι τρίτων κρίθηκε ότι πρέπει να γνώριζαν ότι η έκθεσή τους θα χρησιμοποιηθεί

⁶²¹ Κατά τους Lawson, Mattison, A Tale of Two Professions: The Third-Party Liability of Accountants and Attorneys for Negligent Misrepresentation, Ohio St. L.J. 1991, 1329, η ορθότητα της απόφασης συναρτάται προς τις συνθήκες της εποχής.

⁶²² Lawson, Matrison, A Tale of Two Professions: The Third-Party Liability of Accountants and Attorneys for Negligent Misrepresentation, Ohio St. L.J. 1991, 1319.

⁶²³ Κατά τον Benson, The Problem with Pure Economic Loss, S.C. L. Rev. 2009, 832, η επιφυλακτικότητα στην αποκατάσταση καθαρώς οικονομικής ζημίας προκληθείσας από αμέλεια οφείλεται στο γεγονός ότι η έκθεση του ζημιώσαντος σε απροσδιόριστη έκταση ευθύνης βρίσκεται σε δυσαναλογία προς το βαθμό του σφάλματός του. Περαιτέρω, ισχυρίζεται ότι η ευρεία έκταση των ζημιών οφείλεται στην αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτηση περισσότερων εμπορικών και οικονομικών συμφερόντων. Στο πλαίσιο αυτό θεωρεί άδικη την ευθύνη στον συγκεκριμένο ζημιώσαντος για το σύνολο της οφειλόμενης και στην αλληλεξάρτηση αυτή έκτασης της ζημίας.

⁶²⁴ Marinelli, The Expanding Scope of Accountants' Liability to Third Parties, Case W. Res. L. Rev. 1971, 119.

⁶²⁵ Marinelli, ό.π., 119. Κατά την Αθανασίου, Έργο και ευθύνη..., ό.π., 102-103, «είναι ορθότερο να ακολουθηθεί η οργάνωση της ασφαλιστικής αγοράς τις επιταγές του νομοθέτη, όπως υλοποιούνται από τα δικαστήρια, και τα νέα δεδομένα της αγοράς και όχι το αντίστροφο».

⁶²⁶ Katsoris, Accountants' Third Party Liability-How Far Do We Go?, Fordham L. Rev. 1967, 231-232.

⁶²⁷ Pacini, Martin, Hamilton, ό.π., 176.

⁶²⁸ Ultramares Corp. v. Touche, 255 N.Y. 170, 179, 174 N.E. 441,444 (1931).

⁶²⁹ Baker Richard, Prentice Deborah, The origins of auditor liability to third parties under United States common law, Account. Hist. 2008, 174-175.

⁶³⁰ Credit Alliance Corp. v. Arthur Andersen Co., 65 N.Y.2d 536 (1985).

για συγκεκριμένο σκοπό. Επίσης, πρέπει να υπάρχει σκοπός άσκησης επιρροής στους τρίτους και να λάβει χώρα κάποια επικοινωνία μεταξύ λογιστή και τρίτων, ώστε ο λογιστής να αντιληφθεί ότι οι τελευταίοι βασίζουν την απόφασή τους στην έκθεσή του⁶³¹. Η συγκεκριμένη προσέγγιση έχει κριθεί «υπερβολικά περιοριστική»⁶³² λαμβανομένης υπ' όψιν της ευρείας απήχησης των οικονομικών καταστάσεων στην αγορά και της επίσης εκτεταμένης χρήσης τους από τους επενδυτές⁶³³.

Ο αποκλεισμός της βάσης της ενδοσυμβατικής ευθύνης φέρει τον μη συμβληθέντα τρίτο (στην προκειμένη περίπτωση τον επενδυτή) σε δυσχερή θέση. Ο τελευταίος στερείται τη δυνατότητα θεμελίωσης ενδεχόμενης αγωγής του σε βάρος ενός εκ των συμβαλλομένων (εδώ του πωλωρού) στις διατάξεις περί αθέτησης σύμβασης. Σε περίπτωση που δεν καταστεί δυνατή η στοιχειοθέτηση των προϋποθέσεων της αδικοπρακτικής ευθύνης ο επενδυτής μένει απροστάτευτος. Ακόμη, όμως, και αν είναι σε θέση να προβεί στη σύνταξη νόμιμης αγωγής με βάση τις διατάξεις περί αδικοπραξιών, αντιμετωπίζει μεγαλύτερες αποδεικτικές δυσχέρειες, καθόσον οφείλει να αποδείξει το σύνολο των πραγματικών περιστατικών που επικαλείται⁶³⁴. Έτσι, στερείται των αποδεικτικών ωφελημάτων που θα του προσέφερε η συμβατική ευθύνη μέσω της καθιέρωσης νόθου αντικειμενικής ευθύνης. Επίσης, ο χρόνος παραγραφής των στηριζόμενων σε αδικοπρακτική ευθύνη αξιώσεων είναι βραχύτερος των θεμελιούμενων σε ενδοσυμβατική ευθύνη⁶³⁵.

Η διερεύνηση της εφαρμογής των κανόνων του δικαίου των συμβάσεων για τη θεμελίωση σχετικού δικαιώματος του επενδυτή έναντι της εκδότριας ανώνυμης εταιρίας δεν υπαγορεύεται απλώς από την ανάγκη εξοπλισμού του με περισσότερες αγωγικές βάσεις και διευκόλυνσής του κατά τη δικαστική επιδίωξη των αξιώσεών του. Μία τέτοια θεμελίωση θα ήταν ανεπαρκής ως στηριζόμενη σε πρωθύστερο σχήμα. Κρίσιμη είναι η εξέταση εκείνων των στοιχείων που δημιουργούν την ανάγκη προσφυγής στις διατάξεις περί συμβατικών ενοχών και δημιουργούν την εντύπωση μίας περίπτωσης - κατάστασης που θα άξιζε να υπαχθεί στις διατάξεις αυτές ως λειτουργικά προσεγγίζουσα το πραγματικό των σχετικών με τις συμβάσεις κανόνων δικαίου.

Η κύρια παροχή για την οποία αναλαμβάνει υποχρέωση ο πωλωρός έναντι της εκδότριας εταιρίας έχει αποτελέσματα που εκφεύγουν των ορίων της σύμβασης και ενεργούν και επί των επενδυτών. Η παρεχόμενη πιστοποίηση αφορά την οικονομική κατάσταση της εταιρίας ή τη νομιμότητα των πράξεών της. Έχει κατ' αρχήν και κατ' ανάγκην εσωτερικό χαρακτήρα, δηλαδή αποτελεί την παροχή του ενός εκ των συμβαλλόμενων μερών. Πέραν αυτού, όμως, έχει και εξωτερική αναφορά, αφού δημοσιοποιείται στην κεφαλαιαγορά. Οι μετέχοντες σ' αυτήν λαμβάνουν υπ' όψιν τη σχετική πιστοποίηση προκειμένου να λάβουν τις επενδυτικές αποφάσεις τους.

Η ως άνω συμβατική παροχή δεν αναπτύσσει απλώς αντανakλαστική ενέργεια προς το επενδυτικό κοινό, αλλά προορίζεται ακριβώς να χρησιμεύσει για την προσέλκυση κεφαλαίων. Ασφαλώς συνήθως η αναζήτηση της σχετικής παροχής από την εκδότρια εταιρία υπακούει στην

⁶³¹ Για τα ανωτέρω βλ. Credit Alliance Corp. v. Arthur Andersen Co., 65 N.Y.2d 536, 553-555 (1985).

⁶³² “unduly restrictive”. Βλ. Raritan River Steel Co.v.Cherry, Bekaert Holland, 322 N.C. 200, 214 (N.C. 1988).

⁶³³ Raritan River Steel Co.v.Cherry, Bekaert Holland, 322 N.C. 200, 211 (N.C. 1988).

⁶³⁴ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας τρίτου – Ελευθερία και δικαιοσύνη στη μεθόριο μεταξύ ενδοσυμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης, σε 12^ο Πανελλήνιο Συνέδριο της Ένωσης Αστικολόγων, Αποζημίωση στη σύμβαση και στην αδικοπραξία: Πράξη και Θεωρία, 29-30 Σεπτεμβρίου 2017, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2018, 50-51.

⁶³⁵ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 51, ο οποίος αναφέρεται και στην εφαρμογή των άρθρων 922 και 334 ΑΚ και στην κάλυψη της καθαρώς οικονομικής ζημίας.

ανάγκη συμμόρφωσης με τη σχετική νομοθεσία. Εκτός αυτού, όμως, η σύναψη της σχετικής σύμβασης γίνεται και με επιπλέον στόχευση την πρόκληση του σχετικού επενδυτικού ενδιαφέροντος. Η σχετική παροχή αποτελεί σήμα για την οικονομική πορεία και κατάσταση της εταιρίας. Το θετικό ή αρνητικό σήμα που εκπέμπεται για τη θέση και τις προοπτικές της λαμβάνεται υπ' όψιν κατά την κατάρτιση των επενδυτικών σχεδίων των συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά.

Η εξωτερική αναφορά της κύριας παροχής και η εκτίμηση της σπουδαιότητάς της για τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς τόσο από τα συμβαλλόμενα μέρη όσο και από τους επενδυτές δημιουργεί «αξιώσεις»⁶³⁶ ορθότητας των σχετικών ανακοινώσεων και πιστοποιήσεων. Η χρήση του όρου «αξιώσεις» γίνεται αρχικά με την καθημερινή έννοιά του και όχι ακόμη με τη νομική. Πράγματι, ιδίως οι επενδυτές προσδοκούν και αναμένουν ότι το εκπεμπόμενο σήμα αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα. Μόνο με όρους αλήθειας και εντιμότητας μπορεί να διασφαλισθεί η ομαλή και αποτελεσματική για όλους λειτουργία της αγοράς. Το ζητούμενο βεβαίως είναι αν μπορεί να θεμελιωθεί νομικά μία τέτοια αξίωση του τρίτου με βάση τις διατάξεις του δικαίου των συμβάσεων.

1.2. Σύμβαση υπέρ τρίτου

Εξαίρεση από την αρχή της σχετικότητας των συμβατικών ενοχών αναγνωρίζεται νομοθετικά στην περίπτωση της σύμβασης υπέρ τρίτου⁶³⁷. Στην περίπτωση αυτή ο υποσχόμενος αναλαμβάνει έναντι του δέκτη της υπόσχεσης της την υποχρέωση παροχής προς τρίτο πρόσωπο. Η σύμβαση αυτή καταστρώνεται από τον νομοθέτη ως γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου, στην οποία ο τρίτος έχει αξίωση έναντι του υποσχεθέντος για την εκπλήρωση της παροχής, ή ως μη γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου, κατά την οποία ο τρίτος δεν εξοπλίζεται με τέτοια αξίωση⁶³⁸.

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι είναι θεμελιώδους σημασίας να εξακριβωθεί αν η σύμβαση υπέρ τρίτου είναι στη συγκεκριμένη περίπτωση γνήσια ή μη γνήσια. Για τον σκοπό αυτό πρωταρχικό ρόλο διαδραματίζει η βούληση των συμβαλλόμενων μερών. Αυτή θα εκφράζεται ρητά ή σιωπηρά και θα κατατείνει στην αναγνώριση ή μη ευθείας αξίωσης του τρίτου για την απόλαυση της παροχής του υποσχεθέντος. Συχνά μπορεί να ανακύπτει ανάγκη ερμηνείας των δηλώσεων βουλήσεως με προσφυγή στην αληθινή βούληση των συμβαλλομένων.

⁶³⁶ Όχι με τη νομική έννοια του όρου.

⁶³⁷ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 5^η έκδοση, 2018, 1586.

⁶³⁸ Βλ. για το ελληνικό δίκαιο τα άρθρα 410επ. ΑΚ και για το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου την Contracts (Right of Third Parties) Act 1999 c.31 Section 1. Βλ. όμως στο δίκαιο των ΗΠΑ τη Restatement (First) of Contracts § 133 (1932), σύμφωνα με την οποία προβλέπονται τρεις κατηγορίες ωφελομένων προσώπων: α) η κατηγορία του «δωρεοδόχου ωφελομένου» (“donee beneficiary”), στην οποία σκοπός της σύμβασης είναι η εκ μέρους του υποσχεμένου παροχή δωρεάς προς τον τρίτο, στον οποίο αναγνωρίζεται από τη σύμβαση σχετική ευθεία αξίωση έναντι του υποσχεθέντος, β) η κατηγορία του «δανειστή ωφελομένου» (“creditor beneficiary”), στην οποία σκοπός της σύμβασης δεν είναι η παροχή δώρου, αλλά η εκπλήρωση μίας υποχρέωσης που έχει ο δέκτης της υπόσχεσης έναντι του τρίτου, χωρίς να είναι ουσιώδες για τον λήπτη της υπόσχεσης αν ο τρίτος θα έχει ευθεία αξίωση σε βάρος του υποσχεθέντος και γ) η κατηγορία του «συμπτωματικού ωφελομένου» (“incidental beneficiary”), στην οποία εντάσσονται οι περιπτώσεις στις οποίες δεν συντρέχουν οι προϋποθέσεις των υπόλοιπων κατηγοριών. Βλ. αντίστοιχα και τη Restatement (Second) of Contracts (Section 302 - 1981), η οποία ισχύει πλέον και η οποία εγκαταλείποντας την προηγούμενη τριπλή κατηγοριοποίηση διακρίνει μεταξύ «σκοπηθέντος ωφελομένου» (“intended beneficiary”) και «συμπτωματικού ωφελομένου» (“incidental beneficiary”). Ως «σκοπηθείς ωφελούμενος» ορίζεται ο τρίτος στον οποίο αναγνωρίζεται ευθεία αξίωση έναντι του υποσχεθέντος, εφόσον η αναγνώριση αυτού του δικαιώματος θα υλοποιούσε τις προθέσεις των συμβαλλόμενων μερών και οι συνθήκες δείχνουν ότι ο δέκτης της υπόσχεσης είχε πρόθεση να παράσχει στον τρίτο το όφελος της υπεσχημένης παροχής. Βλ. Summers, Third Party Beneficiaries and the Restatement (Second) of Contracts, Cornell L. Rev. 1982, 880επ..

Σε περίπτωση κατά την οποία δεν καθίσταται δυνατή η διάγνωση της βούλησης του υποσχεθέντος και του δέκτη της υπόσχεσης ερευνάται η φύση και ο σκοπός της σύμβασης. Έτσι, είναι δυνατό με βάση τα δύο αυτά στοιχεία να προκύπτει ότι εξυπηρετεί την καλύτερη λειτουργία της σύμβασης και τα συμφέροντα όλων των εμπλεκόμενων μερών (συμβαλλομένων και τρίτου) να αναγνωρισθεί ευθεία αξίωση του τρίτου κατά του υποσχεθέντος την εκπλήρωση της παροχής. Πάντως, προς επικουρία του εφαρμοστή του δικαίου θεσπίζονται ερμηνευτικοί κανόνες, με τους οποίους δίνεται λύση από τον νόμο σε περίπτωση αμφιβολίας σχετικά με την ύπαρξη ή όχι τέτοιου δικαιώματος με βάση τη σύμβαση⁶³⁹. Επιπλέον, γνωστή είναι και η θέσπιση τεκμηρίων⁶⁴⁰.

Η προστασία των επενδυτών έναντι των πράξεων ή παραλείψεων των θυροφυλάκων θα μπορούσε να στηριχθεί στον θεσμό της γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου υπό την προϋπόθεση ότι πληρούνται οι όροι του πραγματικού των εφαρμοζόμενων ανά έννομη τάξη κανόνων δικαίου. Αναντίρρητη είναι η προστασία τους στο πλαίσιο μίας τέτοιας σύμβασης, αν συμφωνηθεί μεταξύ της εκδότριας και του πωλωρού ότι απονέμεται στον τρίτο σχετικό δικαίωμα να στραφεί κατά του «gatekeeper». Στην πράξη, όμως, δεν είναι συνηθισμένος ένας τέτοιος όρος στις συμβάσεις μεταξύ εκδότριας εταιρίας και θυροφύλακα. Κατά συνέπεια, πρέπει να συνεχισθεί η προσπάθεια υπαγωγής των περιστατικών στις σχετικές διατάξεις χωρίς το ασφαλές λιμάνι⁶⁴¹ του συμφωνηθέντος όρου.

Σε ρυθμίσεις όπως αυτή του αγγλικού δικαίου το επόμενο στάδιο περιλαμβάνει την έρευνα του κατά πόσο τα μέρη απέβλεψαν στην παροχή προς τον τρίτο κάποιας ωφέλειας. Κρίσιμο πλέον είναι κατά πόσο τα μέρη θέλησαν να χορηγήσουν στον τρίτο κάποια ωφέλεια (και όχι αγωγή αξίωση). Η ωφέλεια είναι έννοια ευρύτερη της ευθείας αξίωσης. Για να γίνει δεκτό ότι απονέμεται τέτοια αξίωση στον τρίτο πρέπει όχι μόνο οι συμβαλλόμενοι να απέβλεψαν στην ωφέλεια, αλλά επιπλέον να μην αποδεικνύεται ότι δεν είχαν σκοπό να παράσχουν στον τρίτο ευθεία αξίωση. Στο πλαίσιο αυτό υποστηρίζεται ότι η σύμβαση που συνάπτεται μεταξύ εταιρίας και ορκωτού ελεγκτή δεν είναι γνήσια σύμβαση υπέρ του τρίτου ο οποίος θα κάνει χρήση της έκθεσης ελέγχου, καθόσον είναι απίθανο να απέβλεπαν ποτέ στην απονομή ευθείας αξίωσης στον τρίτο⁶⁴². Το αντίθετο ισχύει σε περίπτωση που η μητρική εταιρία συμφώνησε τον έλεγχο του ομίλου, οπότε συνάπτεται γνήσια σύμβαση υπέρ των θυγατρικών⁶⁴³.

Κατά την αντίστοιχη ρύθμιση των άρθρου 411επ. ΑΚ το δεύτερο στάδιο της σχετικής έρευνας είναι αντικειμενικοποιημένο⁶⁴⁴. Έτσι, ο νομοθέτης μετά την αδυναμία διάγνωσης της βούλησης των συμβαλλομένων στρέφεται σε δύο στοιχεία, αντικειμενικά μεν, αλλά συνδεδεμένα στενότερα με τη σύμβαση: στη φύση και στον σκοπό της⁶⁴⁵. Έχει κριθεί ότι συντρέχει περίπτωση γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου όταν η φύση και ο σκοπός «υποδηλούν

⁶³⁹ Στο ελληνικό δίκαιο ως τέτοιος ερμηνευτικός κανόνας δικαίου θεωρείται ο θεσπιζόμενος με τη διάταξη του άρθρου 411 ΑΚ («Ο τρίτος έχει δικαίωμα να απαιτήσει την παροχή απευθείας απ' αυτόν που υποσχέθηκε, αν προκύπτει τέτοια θέληση των μερών που έχουν συμβληθεί ή αυτό συνάγεται από τη φύση και το σκοπό της σύμβασης»). Σύμφωνα με αυτόν σε περίπτωση αμφιβολίας η σύμβαση είναι μη γνήσια. Βλ. Κιτσαρά σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 411 αρ. 1.

⁶⁴⁰ Στο δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου εισάγεται μαχητό τεκμήριο υπέρ της γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου. Βλ. Μάνθο, Η σύμβαση υπέρ τρίτου στο ελληνικό και το αγγλικό δίκαιο Contracts (Rights of Third Parties) Act 1999, 2011, 181-182.

⁶⁴¹ «Safe harbor».

⁶⁴² The Law Commission, Consultation Paper No 121, Privity of Contract: Contracts for the Benefit of Third Parties, 1991, 20.

⁶⁴³ Βλ. σε Μάνθο, Η σύμβαση υπέρ τρίτου..., ό.π., 177. Βλ. και Glinski, Rott, The role and liability of certification organisations in transnational value chains, Deakin LR 2018, 89.

⁶⁴⁴ Μάνθος, Η σύμβαση υπέρ τρίτου..., ό.π., 182.

⁶⁴⁵ ΑΠ 642/2017, ΑΠ 1691/2014, ΝΟΜΟΣ.

σαφώς την υπό των μερών σύναψιν αυτών προς το συμφέρον κυρίως τρίτου προσώπου»⁶⁴⁶. Αντικείμενο της έρευνας αποτελεί η διαπίστωση των προστατευόμενων με τη σύμβαση συμφερόντων και η στάθμιση μεταξύ περισσοτέρων.

Όσον αφορά τον υποχρεωτικό έλεγχο της ΑΕ δεν μπορεί να θεμελιωθεί ευθύνη των ελεγκτών έναντι των επενδυτών σε σύμβαση υπέρ τρίτου. Κατά τη σύναψη της σύμβασης πρόσληψης η εταιρία αποβλέπει πρωτίστως στο δικό της συμφέρον: αυτό συνίσταται αφενός στη συμμόρφωση στη σχετική νομοθετική επιταγή περί ελέγχου αφετέρου στην προστασία της ίδιας από κακή διαχείριση⁶⁴⁷. Ασφαλώς ο έλεγχος προστατεύει και τα συμφέροντα των μετόχων, που αποβλέπουν στην καλή διοίκηση της εταιρίας. Ωστόσο, μεταξύ αυτών σχηματίζονται περισσότερες ομάδες με αντιτιθέμενα συμφέροντα (με κύρια τη διάκριση μεταξύ πλειοψηφίας και μειοψηφίας)⁶⁴⁸. Αναλόγως με το είδος της καθιερούμενης ανά έννομη τάξη συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να διακυβεύονται και συμφέροντα τρίτων, όπως των δανειστών, των εργαζομένων και της ευρύτερης κοινωνίας. Σημασία, όμως, έχει το γεγονός ότι πρωταρχικά προστατεύεται το συμφέρον της ίδιας της εταιρίας.

Το πόρισμα της σχετικής έρευνας είναι όμοιο με το ανωτέρω τόσο για τους οίκους αξιολόγησης όσο και για τους οικονομικούς αναλυτές. Πράγματι, με τη σύναψη των σχετικών συμβάσεων (με αντισυμβαλλόμενη την εταιρία) εξυπηρετείται πρωτίστως και κυρίως το εταιρικό συμφέρον. Με αυτές σκοπείται η εκτίμηση και αξιολόγηση της φερεγγυότητας της εταιρίας και των προοπτικών της. Βεβαίως απώτερος στόχος είναι η προσέλκυση επενδυτικών κεφαλαίων και η διευκόλυνση του δανεισμού της. Οι σχετικές εκθέσεις και αναλύσεις αφορούν και τρίτους. Ωστόσο, αποτελούν το μέσο για την επίτευξη των σκοπών της εκδότριας που σχετίζονται με τη χρηματοδότησή της⁶⁴⁹. Αν δεν υπήρχαν αυτοί οι σκοποί η εταιρία δε θα προέβαινε στη σύναψη των σχετικών συμβάσεων προκειμένου να προστατεύσει τα συμφέροντα των χρηματοδοτών. Άλλωστε, η απουσία σκοπού χρηματοδότησης στην πλευρά της εκδότριας θα συνεπαγόταν στην περίπτωση αυτή αντιστοίχως έλλειψη χρηματοδοτών.

Ίδιο είναι το σκεπτικό όσον αφορά την περίπτωση της αναδοχής. Και εδώ η σύμβαση μεταξύ εκδότριας εταιρίας και αναδόχου συνάπτεται κυρίως προς το συμφέρον της πρώτης για κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου της. Ασφαλώς η έκδοση ενημερωτικού δελτίου γίνεται και προς το συμφέρον της πλήρους ενημέρωσης των ενδιαφερόμενων επενδυτών. Ωστόσο, και σ' αυτήν την περίπτωση δεν μπορεί να συναχθεί ότι έχει συναφθεί γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου, καθόσον δεν προκύπτει ότι το συμφέρον των επενδυτών είναι ο κύριος λόγος σύναψης της σχετικής σύμβασης. Αντιθέτως, το συμφέρον της εκδότριας προϋπάρχει, προηγείται και κυριαρχεί.

Αντίστοιχη είναι η θεώρηση που αρμόζει και σε σχέση με τους νομικούς συμβούλους της εταιρίας. Με τη σύναψη της σχετικής σύμβασης εξυπηρετείται ο σκοπός της παροχής νομικών συμβουλών και της νομικής εκπροσώπησης (ενώπιον δικαστηρίων) της εταιρίας. Ακόμη κι αν ήθελε γίνει δεκτή η άποψη κατά την οποία ο δικηγόρος ή η δικηγορική εταιρία βεβαιώνει τη

⁶⁴⁶ ΟΛΑΠ 850/1982, ΝΟΜΟΣ.

⁶⁴⁷ Παμπούκης, ό.π., 80.

⁶⁴⁸ Παμπούκης, ό.π., 77-78.

⁶⁴⁹ Βλ. την υπόθεση *Quinn v. McGraw-Hill Cos., Inc.*, 168 F.3d 331, 334-35 (7th Cir.1999), στην οποία το Seventh Circuit δικάζοντας αγωγή σε βάρος οίκων αξιολόγησης έκρινε ότι οποιοδήποτε όφελος του τρίτου από τη σύμβαση μεταξύ του εκδότη και του οίκου ήταν συμπτωματικό. Βλ. και την απόφαση του District Court, S.D. New York, *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009), κατά την οποία οι ενάγοντες δεν απέδειξαν ότι υφίσταται στη σύμβαση οποιοσδήποτε όρος με βάση τον οποίο εύλογα να συνάγεται ότι σκοπός των μερών ήταν η σύναψη σύμβασης υπέρ τρίτου. Ομοίως οι ενάγοντες δεν απέδειξαν οποιαδήποτε επαφή από την οποία να παρέχεται ένδειξη για την ύπαρξη τέτοιου σκοπού.

νομιμότητα των πράξεων και συναλλαγών της εταιρίας, η σύμβαση δε συνάπτεται με γνώμονα το συμφέρον των τρίτων. Κατά τη νομολογία δικαστηρίων των Η.Π.Α. προκειμένου να θεωρηθεί ο τρίτος ως ωφελούμενος από τη σύμβαση μεταξύ δικηγόρου και πελάτη πρέπει η σχέση τους να έχει ως κεντρικό σκοπό ένα αποτέλεσμα για τον τρίτο, το αποτέλεσμα αυτό να έχει επιδιωχθεί ως σκοπός της σχέσης και αμφότεροι οι συμβαλλόμενοι (δικηγόρος και πελάτης) να γνωρίζουν το περιεχόμενο του σκοπού αυτού⁶⁵⁰. Ωστόσο, στην περίπτωση εσφαλμένων δηλώσεων δικηγόρων τα αμερικανικά δικαστήρια, προκειμένου να δεχθούν ότι υφίσταται σύμβαση υπέρ τρίτου, ελέγχουν αν ο τρίτος είναι ο σκοπηθείς ωφελούμενος όχι της σύμβασης, αλλά της δήλωσης⁶⁵¹. Στο πλαίσιο αυτό έγιναν δεκτές αγωγές τρίτων κατά δικηγόρων επί της βάσης αυτής για το περιεχόμενο επιστολών νομικής άποψης («*opinion letters*»)⁶⁵².

Στο σημείο αυτό πρέπει να επισημανθεί η επιφυλακτικότητα του νομοθέτη έναντι της διάγνωσης του γνήσιου ή μη χαρακτήρα της σύμβασης υπέρ τρίτου με αντικειμενικά κριτήρια. Αυτό είναι δεδομένο σε έννομες τάξεις, όπως αυτή του Ηνωμένου Βασιλείου, όπου οι σχετικές διατάξεις έχουν ως βάση τη βούληση ή την πρόθεση των συμβαλλομένων. Από την άλλη πλευρά σε δίκαια που, όπως το ελληνικό, καταφεύγουν ρητώς (σε δεύτερη φάση) σε αντικειμενικά κριτήρια, όπως η φύση και ο σκοπός της σύμβασης η εξέταση αυτών πρέπει να γίνεται αφενός με βάση την παραδοχή ότι πρόκειται για εξαίρεση από την αρχή της αυτονομίας των μερών⁶⁵³ αφετέρου με μεγάλη προσοχή με δεδομένο ότι υπάρχει ο κίνδυνος υπερβολικής διεύρυνσης της έννοιας του τρίτου που αποκτά ευθεία αξίωση⁶⁵⁴.

Περιορισμένη εφαρμογή βρίσκει η θεωρία της σύμβασης υπέρ τρίτου στην νομολογία των δικαστηρίων των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής⁶⁵⁵. Ακολουθείται από τα δικαστήρια λίγων Πολιτειών, ενώ οι προϋποθέσεις εφαρμογής της στενεύουν το πεδίο ευθύνης⁶⁵⁶. Χαρακτηριστική είναι η υιοθέτηση ενός μοντέλου συνεκτίμησης πλειόνων παραγόντων. Σύμφωνα με αυτό προκειμένου να κριθεί αν οι συμβαλλόμενοι ευθύνονται έναντι τρίτου με βάση τη σύμβαση πρέπει να σταθμισθούν διάφοροι παράγοντες, όπως το γεγονός ότι σκοπός της σύμβασης ήταν να επηρεάσει τον τρίτο, η προβλεψιμότητα της ζημίας, ο βαθμός της βεβαιότητας ότι ο τρίτος υπέστη ζημία, η εγγύτητα της σύνδεσης μεταξύ της συμπεριφοράς και της ζημίας, ο ηθικός ψόγος που καταλογίζεται στη συμπεριφορά του εναγομένου και η πρόληψη μελλοντικής ζημίας⁶⁵⁷.

Η θεμελίωση της επαγγελματικής ευθύνης των ειδικών έναντι των επενδυτών (όπως ερευνάται στην παρούσα μελέτη) σε γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου αποδεικνύεται περιορισμένη

⁶⁵⁰ McIntosh County. Bank v. Dorsey & Whitney, L.L.P., 745 N.W.2d 538, 547-548 (Minn. 2008)· State of California Public Employees Retirement System v. Shearman & Sterling, 95 N.Y.2d 427 (2000).

⁶⁵¹ Peterson, Myers, Will the Real Intended Third-Party Please Stand Up?, Defense Counsel Journal, 2013, 20.

⁶⁵² Prudential Insurance Company of America v. Dewey, Ballentine, Bushby, Palmer & Wood, 80 N.Y.2d 377 (N.Y. 1992)· McCamish, Martin, Brown & Loeffler v. F.E. Appling Interests, 991 S.W.2d 787 (Tex. 1999)· Petrillo v. Bachenberg, 655 A.2d 1354 (N.J. 1995)· Banco Popular North America v. Gandi, 876 A.2d 253 (N.J. 2005).

⁶⁵³ Μάνθος, Η σύμβαση υπέρ τρίτου..., ό.π., 188.

⁶⁵⁴ Μάνθος, Η σύμβαση υπέρ τρίτου..., ό.π., 185.

⁶⁵⁵ Βλ. την υπόθεση *Glanzer v. Shepard*, 233 N.Y. 236, 135 N.E. 275, 275-76 (1922), όπου αναφέρεται ότι προκειμένου να απονεμηθεί δικαίωμα απορρέον από τη σύμβαση σε τρίτο - μη συμβληθέντα πρέπει αυτός να βρίσκεται στην καρδιά της σύμβασης.

⁶⁵⁶ Feinman, Liability of lawyers and accountants to non-clients: Negligence and negligent misrepresentation, Rutgers U. L. Rev. 2015, 129 - 130.

⁶⁵⁷ *Biakanja v. Irving*, 49 Cal. 2d 647, 650 (1958)· *Lucas v. Hamm*, 56 Cal. 2d 583, 588 (1961)· McIntosh County. Bank v. Dorsey & Whitney, L.L.P., 745 N.W.2d 538, 546 (Minn. 2008). Βλ. εκτενή αναφορά σε νομολογία σε Feinman, Liability of lawyers and accountants to non-clients, ό.π., 129 - 130. Βλ. και τις Restatements (First - Second) of Contracts.

και πέραν αυτού μη επιτεύξιμη⁶⁵⁸. Για ευθεία αξίωση του επενδυτή μπορεί να γίνει λόγος μόνο σε περίπτωση κατά την οποία τούτο συμφωνήθηκε από τα συμβαλλόμενα μέρη. Από εκεί και πέρα επίκληση του σκοπού και της φύσης της σύμβασης δεν είναι τελεσφόρος για τον ενάγοντα επενδυτή σε περίπτωση που δεν προκύπτει ότι η βούληση των συμβληθέντων ήταν η απονομή ευθείας αξίωσης σ' αυτόν. Αν διατυπώθηκε δε σαφής θέλησή τους για τον αποκλεισμό μίας τέτοιας περίπτωσης, ουδέν σαφέστερο τούτου.

2. Αναζήτηση νομικής θεμελίωσης στο ενδιάμεσο πεδίο μεταξύ συμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης

Στην παρούσα ενότητα εξετάζεται η θεωρία της σύμβασης με προστατευτική τριτενέργεια (προς την οποία γειτνιάζει η θεωρία της ευθύνης από την παροχή πληροφόρησης) και η ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις.

2.1 Σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια και ευθύνη από την παροχή πληροφόρησης

2.1.1 Σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια

Η αποτυχία της απόπειρας στοιχειοθέτησης της ευθύνης των πωλωρών έναντι των επενδυτών με βάση τη σύμβαση και η περιορισμένη επιτυχία του θεσμού της σύμβασης υπέρ τρίτου αφήνει περιθώρια περαιτέρω προβληματισμού. Έτσι, αναζητούνται άλλες βάσεις για τη θεμελίωση σχετικής ευθύνης. Στο παρόν σημείο η μελέτη κινείται βαθμιδόν από τη συμβατική ευθύνη προς την αδικοπρακτική. Επόμενος σταθμός είναι η ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια⁶⁵⁹.

Διατυπώνονται τρεις απόψεις ως προς την κατάταξη του σχετικού θεσμού. Σύμφωνα με μία γνώμη πρόκειται για περίπτωση που εντάσσεται στην περίπτωση της ενδοσυμβατικής ευθύνης⁶⁶⁰. Πράγματι, στο πλαίσιο του σχετικού θεσμού ερευνάται ο τρόπος λειτουργίας της σύμβασης ως προς κάποιον τρίτο και η επενέργειά της σ' αυτόν. Κατ' άλλη άποψη ο σχετικός προβληματισμός έχοντας ως σημείο αναφοράς τον τρίτο - μη συμβαλλόμενο εντάσσεται στη σχετική με το δίκαιο των αδικοπραξιών νομική φιλολογία⁶⁶¹. Σύμφωνα με μία τρίτη προσέγγιση πρόκειται για οιονεί συμβατική βάση ευθύνης⁶⁶².

Στην παρούσα μελέτη η σχετική ευθύνη οράται ως οιονεί συμβατική. Πέραν του γεγονότος ότι μία τέτοια κατάταξη εξυπηρετεί την οικονομία της ταξινόμησης της ύλης της μελέτης (το οποίο – γεγονός – δε θα αποτελούσε νομικά δόκιμο δικαιολογητικό λόγο της συγκεκριμένης επιλογής), ο χαρακτηρισμός αυτός αποδίδει με ακρίβεια τη θέση στην οποία

⁶⁵⁸ Ο Λιάπης, Η ευθύνη τρίτου από διαπραγματεύσεις – Εσφαλμένη πληροφόρηση, ίδιο συμφέρον και εμπιστοσύνη ως κριτήρια αστικής ευθύνης, ΝοΒ 2003, 426, θεωρεί την «ικανοποιητική αντιμετώπιση των ερευνώμενων ζητημάτων μέσω του θεσμού της σύμβασης υπέρ τρίτου» ως «ελάχιστα πιθανή».

⁶⁵⁹ Βλ. Μάρκου, Τριτενέργεια της ενοχικής σχέσης των τακτικών ελεγκτών με το νομικό πρόσωπο, ΔΕΕ 2000, 251επ..

⁶⁶⁰ Παπαδημητρόπουλος, Ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια (ΕΠΤ). Η νεώτερη εξέλιξη του θεσμού στη Γερμανία και προοπτικές για το ελληνικό δίκαιο, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου.

⁶⁶¹ Glinski, Rott, ό.π., 88.

⁶⁶² Τριανταφυλλάκης, Η φενάκη του λογιστικού ελέγχου στην ΑΕ – Δυνατότητες δικαστικής προστασίας, ΧρΙΔ 2006, 687.

βρίσκεται ο τρίτος⁶⁶³. Ο τελευταίος βρίσκεται μεν εκτός σύμβασης, αλλά ερευνάται κατά πόσο μπορεί να θεωρηθεί ότι η σύμβαση παράγει υποχρεώσεις και έναντι αυτού – σαν να ήταν συμβαλλόμενος. Οι υποχρεώσεις αυτές (και το σκεπτικό θεμελίωσής τους) θα μπορούσαν να απαντηθούν και στο επίπεδο του δικαίου των αδικοπραξιών. Επί της ουσίας η σχετική θεμελίωση της ευθύνης βρίσκεται στον ενδιάμεσο χώρο μεταξύ συμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης.

Σύμφωνα με τη θεωρία της ευθύνης από σύμβαση με προστατευτική ενέργεια τρίτου (η οποία διατυπώθηκε για πρώτη φορά το 1956 στη Γερμανία από τον Larenz⁶⁶⁴) σε περιπτώσεις κατά τις οποίες η παραβίαση παρεπόμενης (ή κύριας) υποχρέωσης που πηγάζει από τη σύμβαση έχει ως συνέπεια την πρόκληση ζημίας σε τρίτο – μη συμβληθέν – πρόσωπο, το οποίο βρίσκεται σε σχέση εγγύτητας με την ενοχή και χρήζει ιδιαίτερης προστασίας (για την οποία έχει ενδιαφέρον ο συμβατικός δανειστής), ενώ ο οφειλέτης γνωρίζει ή δύναται να διαγνώσει τον κύκλο των προστατευτέων τρίτων⁶⁶⁵. Ήδη εκτίθενται τα βασικά στοιχεία της θεωρίας, τα οποία χρήζουν ειδικότερης ανάλυσης.

Σημαντικό ρόλο στη διατύπωση της συγκεκριμένης θεωρίας διαδραματίζει η αρχή της καλής πίστης⁶⁶⁶. Αυτή είναι που υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις επιτάσσει τη διεύρυνση του κύκλου των προσώπων που είναι άξια προστασίας με βάση τη σύμβαση, αν και δεν έχουν συμβληθεί σ' αυτήν⁶⁶⁷. Αυτή είναι που πέραν των κύριων επιβάλλει την καθιέρωση παρεπόμενων συμβατικών υποχρεώσεων⁶⁶⁸. Τέλος, είναι η ίδια που ωθεί στην ανεύρεση τρόπου προστασίας του τρίτου σε περίπτωση κατά την οποία αυτός δεν προστατεύεται αποτελεσματικά με βάση άλλες βάσεις (ιδίως την αδικοπρακτική)⁶⁶⁹. Πάντως, έχει επισημανθεί ότι, ενώ συνήθως οι σιωπηρώς συναγόμενοι όροι της σύμβασης μεταβάλλουν το συμβατικό περιεχόμενο κάποιας υποχρέωσης των συμβαλλόμενων μερών, στη συγκεκριμένη περίπτωση εκείνο που συνάγεται σιωπηρώς δεν είναι το περιεχόμενο της υποχρέωσης, αλλά η έκταση της δεσμευτικότητας της σύμβασης με αποτέλεσμα την επέκταση της ενέργειάς της σε πρόσωπα εκτός των συμβαλλομένων⁶⁷⁰.

Κομβική είναι η αναγνώριση παρεπόμενων υποχρεώσεων εκ της σύμβασης έναντι τρίτων. Ενώ με βάση την αρχή της σχετικότητας των ενοχών οι συμβατικές υποχρεώσεις παράγονται μεταξύ των συμβαλλομένων, η καλή πίστη επιτάσσει ότι οι τελευταίοι αναλαμβάνουν πέραν των κύριων υποχρεώσεων μεταξύ αλλήλων και μία παρεπόμενη υποχρέωση λήψης υπ' όψιν και προστασίας δικαιωμάτων τρίτων προσώπων που ίσως υποστούν ζημία στο πλαίσιο εκτέλεσης της σύμβασης. Ως τέτοια δικαιώματα αρχικώς θεωρήθηκαν τα απόλυτα, όπως η ζωή, η σωματική ακεραιότητα και η ιδιοκτησία, ενώ στη συνέχεια η σχετική προστασία επεκτάθηκε και σε άλλα δικαιώματα, όπως αυτό της περιουσίας⁶⁷¹.

⁶⁶³ Και το πεδίο στο οποίο κινείται ο σχετικός προβληματισμός.

⁶⁶⁴ Τριανταφυλλάκης, Η φενάκη..., ό.π., 686.

⁶⁶⁵ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 42-49.

⁶⁶⁶ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 185. Βλ. την υπόθεση Caparo, στην οποία το δικαστήριο ρητώς εκθέτει ότι είναι σύμφωνο με την καλή πίστη, δίκαιο και εύλογο να αναγνωρισθεί υποχρέωση πρόνοιας για το συμφέρον τρίτου. Βλ. Jougleux, Στοιχεία Κυπριακού Ενοχικού Δικαίου, 2^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα - Θεσσαλονίκη, 2020, 209επ..

⁶⁶⁷ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 41.

⁶⁶⁸ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 193.

⁶⁶⁹ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 46.

⁶⁷⁰ Teubner, Expertise as Social Institution: Internalising Third Parties into the Contract, 2003, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση jura.uni-frankfurt.de/42852767/Generic_42852767.pdf, 2.

⁶⁷¹ Παπαδημητρώπουλος, Ενοχή..., ό.π..

Η στροφή αυτή της θεωρίας της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια τρίτου προς περιουσιακά δικαιώματα αποτελεί κλειδί για την αντιμετώπιση της αποκατάστασης της καθαρής οικονομικής ζημίας του. Αυτή δεν αφορά στην προσβολή συγκεκριμένου εννόμου αγαθού, αλλά της περιουσίας ως συνόλου⁶⁷². Αποκατάστασή της στο πλαίσιο της αδικοπρακτικής βάσης κατ' αρχήν δε γίνεται δεκτή⁶⁷³. Η αναγνώριση δικαιώματος αποζημίωσης γι' αυτήν στον τρίτο στο πλαίσιο της σύμβασης με προστατευτική τριτενέργεια του παρέχει μία πολύτιμη διέξοδο.

Απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ύπαρξη «εγγύτητας» του τρίτου⁶⁷⁴. Ως τέτοια νοείται μία σχέση που χωρίς να είναι συμβατική προσεγγίζει τα χαρακτηριστικά της⁶⁷⁵. Σκοπίμως η αρχική πρόταση της παραγράφου έμεινε ατελής. Θα έπρεπε να αναφέρεται το στοιχείο εκείνο προς το οποίο ο τρίτος βρίσκεται εγγύς. Η εγγύτητα αναφέρεται αφενός στην ενοχή και ειδικότερα στη συμβατική παροχή (έστω υπό την έννοια της έκθεσης στον ίδιο κίνδυνο με τον συμβαλλόμενο)⁶⁷⁶ αφετέρου σε κάποιον εκ των συμβαλλομένων⁶⁷⁷. Συνεπώς, έχει δύο σημεία αναφοράς, τα οποία μάλιστα καθορίζουν το περιεχόμενο των υπόλοιπων όρων εφαρμογής της θεωρίας περί τριτενέργειας.

Ο τρίτος πρέπει να βρίσκεται σε σχέση εγγύτητας προς την ενοχή και την παροχή. Ο όρος «εγγύτητα» δεν είναι επιδεκτικός ακριβούς ορισμού⁶⁷⁸, αλλά δοκιμάζεται στην πράξη σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Γίνεται δεκτό ότι σε τέτοια σχέση βρίσκονται οι τρίτοι για τους οποίους η σύμβαση κατά τη φύση και τον σκοπό της προβλέπει συμμετοχή τους στη συμβατική παροχή⁶⁷⁹. Κατ' άλλη προσέγγιση η οποία έχει σημείο αναφοράς τη ζημία, ο τρίτος βρίσκεται σε σχέση εγγύτητας όταν υπόκειται στους ίδιους κινδύνους με τους συμβαλλομένους σε περίπτωση αθέτησης των συμβατικών υποχρεώσεων εκ μέρους κάποιου εκ των μερών⁶⁸⁰.

Εγγύτητα αναζητείται και στη σχέση του τρίτου με κάποιο από τα μέρη. Αυτή καταφάσκει σε περιπτώσεις κατά τις οποίες γεννάται ένα καθήκον αυξημένης πρόνοιας εκ μέρους κάποιου συμβαλλομένου για έννομα αγαθά τρίτου που ενδέχεται να πληγούν σε περίπτωση ανώμαλης εξέλιξης της σύμβασης⁶⁸¹. Κατά την αγγλική νομολογία εγγύτητα («proximity») υπάρχει, όταν: α) ο επαγγελματίας γνώριζε ότι το αντικείμενο των υπηρεσιών του θα γνωστοποιούνταν σε ένα γνωστό τρίτο πρόσωπο ή σε μία γνωστή ομάδα τρίτων, β) μεταξύ της ζημίας που υπέστη ο τρίτος και του γεγονότος ότι στηρίχθηκε στο προϊόν των υπηρεσιών του επαγγελματία υφίσταται αιτιώδης σύνδεσμος και γ) το προϊόν χρησιμοποιήθηκε για τον σκοπό για τον οποίο προετοιμάσθηκε⁶⁸². Ασφαλώς πρέπει να σημειωθεί ότι σε επίπεδο αγγλικού

⁶⁷² Coester, Markesinis, Liability of Financial Experts in German and American Law: An Exercise in Comparative Methodology, AmJCompL 2003, 282· Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 580επ., 990-991· Σαϊτάκης, Προσδιορισμός της ζημίας κατά χρόνο επί αδικοπρακτικής ευθύνης, Διδακτορική διατριβή, Νομική Σχολή του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2015, 25.

⁶⁷³ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 51.

⁶⁷⁴ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 43.

⁶⁷⁵ Βλ. Ultramares Corp. v. Touche, Niven & Co., 255 N.Y. 170, 174 N.E. 441 (1931).

⁶⁷⁶ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 43· Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 194-195. Βλ. ΑΠ 1116/2019, δημοσιευμένη στην ηλεκτρονική σελίδα του Αρείου Πάγου: «Κατ' εξαίρεση από τον κανόνα της σχετικότητας των ενοχών, οι συμβάσεις είναι δυνατόν, υπό προϋποθέσεις, να αναπτύσσουν προστατευτική ενέργεια και υπέρ τρίτων προσώπων, τα οποία συνδέονται στενά με το αντικείμενο της παροχής ή εμπλέκονται στο πεδίο της υφιστάμενης σχέσης εμπιστοσύνης».

⁶⁷⁷ Βλ. Καραμπατζό, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 43.

⁶⁷⁸ Caparo Industries PLC v Dickman [1990] 1 All ER 568 HL.

⁶⁷⁹ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 195.

⁶⁸⁰ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 43.

⁶⁸¹ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 43.

⁶⁸² Caparo Industries PLC v Dickman [1990] UKHL 2. Βλ. De Poorter, Auditor's liability towards third parties within the EU: A comparative study between the United Kingdom, the Netherlands, Germany and Belgium, JICLT 2008, 70.

δικαίου η «εγγύτητα» εξετάζεται για τη θεμελίωση αδικοπρακτικής ευθύνης. Ωστόσο, στο συγκεκριμένο σημείο της μελέτης η κατανόηση της σχετικής «μηχανικής» κρίνεται σπουδαιότερη σε σχέση με τη χρήση δογματικών στεγανών. Κατά μία άποψη προσαπαιτείται η ύπαρξη επικοινωνίας μεταξύ του τρίτου και του επαγγελματία⁶⁸³.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το ζήτημα του προσδιορισμού του προσώπου με το οποίο πρέπει να συνδέεται ο τρίτος. Έτσι, σύμφωνα με τη νομολογία των γερμανικών δικαστηρίων σημασία έχει η σχέση μεταξύ του δέκτη της πληροφορίας και του ζημιωθέντος⁶⁸⁴. Μάλιστα, βαίνοντας παραπέρα από την αρχική σύλληψη της σύμβασης με προστατευτική τριτενέργεια η σχετική νομολογία δέχεται τη σχέση εγγύτητας, ακόμη και αν τα συμφέροντα των εμπλεκομένων είναι αντιτιθέμενα⁶⁸⁵. Αντίθετα κατά τη νομολογία των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου η εγγύτητα αναζητείται μεταξύ του πομπού της πληροφορίας και του ζημιωθέντος⁶⁸⁶.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει ως προς το εν λόγω στοιχείο η πρόσφατη απόφαση του Oberlandesgericht Düsseldorf στην υπόθεση I-6 U 50/17, η οποία αφορούσε αγωγή επενδυτών που αγόρασαν ομολογίες μίας εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας σε βάρος οίκου αξιολόγησης⁶⁸⁷. Κρίθηκε ότι δεν υφίσταται εγγύτητα των επενδυτών προς την κύρια παροχή της σύμβασης μεταξύ εκδότριας εταιρίας και οίκου. Αυτό συνέβη διότι η σύμβαση αφορούσε τη σύνταξη δύο εκθέσεων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και της πιθανότητας αφερεγγυότητας. Έτσι, με τις εκθέσεις δεν αξιολογήθηκαν οι ομολογίες, οι οποίες μάλιστα πωλήθηκαν εννέα μήνες μετά τη δημοσίευση της δεύτερης έκθεσης. Αυτό είχε ως συνέπεια την απόρριψη των αγωγικών ισχυρισμών με βάση τη θεωρία της σύμβασης με προστατευτικό των τρίτων αποτέλεσμα.

Διαφορετικές προσεγγίσεις έχουν επιχειρηθεί και ως προς την οριοθέτηση του κύκλου των προστατευτέων τρίτων. Σύμφωνα με την απόφαση στην υπόθεση Credit Alliance Corp. v. Arthur Andersen & Company προστατεύεται ο τρίτος, εφόσον είναι γνωστό στον ελεγκτή ότι χρησιμοποιεί τις οικονομικές καταστάσεις και εφόσον έχει υπάρξει κάποιου είδους άμεση επικοινωνία μεταξύ αυτών⁶⁸⁸. Η Second Restatement of Law of Torts του δικαίου των Η.Π.Α. είναι λιγότερο περιοριστική, καθόσον προστατεύει τον τρίτο για τον οποίο το συμβαλλόμενο μέρος έχει προβλέψει ότι θα στηριχθεί στην παροχή του (ακόμη και αν δεν τον γνωρίζει)⁶⁸⁹ – αντίθετα κατά την αγγλική νομολογία δεν απαιτείται να είχε σκοπό ο ζημιώσας να προκαλέσει την εμπιστοσύνη του τρίτου⁶⁹⁰. Κατ' άλλη προσέγγιση, για τη στοιχειοθέτηση ευθύνης αρκεί ο συμβαλλόμενος να γνώριζε ή αντικειμενικώς να ήταν σε θέση να διαγνώσει το γεγονός ότι ο

⁶⁸³ Βλ. σχετική απόφαση αμερικανικού δικαστηρίου σε De Bruyne, Liability of credit rating agencies: regulatory changes and tendencies in case law following the financial crisis, International Company and Commercial Law Review 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://biblio.ugent.be/publication/6931122/file/8550531>. Chung, Farrar, Puri, Thorne, Auditor liability to third parties after Sarbanes-Oxley: An international comparison of regulatory and legal reforms, J. Int. Account. Audit. Tax. 2010, 67.

⁶⁸⁴ Coester, Markesinis, ό.π., 294.

⁶⁸⁵ Coester, Markesinis, ό.π., 285· Παπαδημητρόπουλος, Ενοχή..., ό.π.. Αντίθετος ο Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 44.

⁶⁸⁶ Coester, Markesinis, ό.π., 294.

⁶⁸⁷ Βλ. την ηλεκτρονική διεύθυνση www.schalast.com/en/aktuelles/news/2018/03/05/Credit_Rating_Agencies_Not_Liable_Investors_Corporate_Ratings.php. Επίσης, βλ. Miglionico, The Governance of Credit Rating Agencies, Regulatory Regimes and Liability Issues, 2019, 7.83.

⁶⁸⁸ Credit Corp. v. Andersen & Co., [1985] 65 N.Y.2d 541.

⁶⁸⁹ Κατά τη Scherl, Evolution of auditor liability to noncontractual third parties: Balancing the equities and weighing the consequences, Am. U. L. Rev. 1994, 288, πρόκειται για την πιο αποτελεσματική λύση.

⁶⁹⁰ De Poorter, ό.π., 70.

τρίτος βρίσκεται σε εγγύτητα προς την παροχή και χρήζει προστασίας («reasonable foreseeability»)⁶⁹¹.

Η εφαρμογή της θεωρίας περί τριτενέργειας της σύμβασης από τα γερμανικά δικαστήρια έχει επικριθεί. Αντικείμενο προβληματισμού έχει αποτελέσει η εξέλιξη της θεωρίας κατά την εφαρμογή της στο πλαίσιο της γερμανικής νομολογίας. Συγκεκριμένα, το γεγονός ότι αναγνωρίζεται υποχρέωση πρόνοιας προς προστασία έννομων συμφερόντων τρίτου προσώπου ακόμη και όταν υπάρχουν αντίθετα συμφέροντα θεωρείται ότι αποτελεί υπερβολική και μη δικαιολογημένη διεύρυνση του κύκλου των προστατευόμενων τρίτων⁶⁹². Έχει κριθεί ότι μπορεί να γίνει λόγος για προστατευτικό τρίτου αποτέλεσμα της σύμβασης ακόμη κι αν αυτό αντίκειται στο συμφέρον και στη βούληση ενός ή και αμφοτέρων των συμβαλλομένων, αρκεί μία τέτοια λύση να υπαγορεύεται από την καλή πίστη⁶⁹³.

Τελικώς ίδια η θεμελίωση της θεωρίας αυτής στο σύνολό της έχει τεθεί εν αμφιβόλω⁶⁹⁴. Αφορμή αποτελούν εκείνες οι περιπτώσεις κατά τις οποίες οι εμπλεκόμενοι στην τριμερή σχέση έχουν πολλά διακριτά συμφέροντα. Εδώ αυτό που αποτελεί αντικείμενο συζήτησης είναι ποιο μπορεί να είναι το συμφέρον εκείνο με βάση το οποίο μπορεί να αναγνωρισθεί υποχρέωση φροντίδας του συμφέροντος του τρίτου. Για τους λόγους αυτούς η κατασκευή της σύμβασης με προστατευτική τριτενέργεια δε γίνεται δεκτή από την ελληνική θεωρία κατά τη διερεύνηση της αστικής ευθύνης των ελεγκτών έναντι τρίτων⁶⁹⁵.

Η γερμανική νομολογία παραμένει διστακτική στην αναγνώριση ευθύνης από σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης. Πέραν της αναφερθείσας ανωτέρω απόφασης του Oberlandesgericht Düsseldorf, ενδιαφέρουσα είναι μία εξίσου πρόσφατη απόφαση του Landgericht Düsseldorf που δημοσιεύθηκε το 2017⁶⁹⁶. Σύμφωνα με αυτήν οι επενδυτές δεν μπορούν να προστατευθούν στο πλαίσιο της σύμβασης μεταξύ εκδότη και οίκου αξιολόγησης, διότι ο κύκλος των δυνητικά προστατευόμενων τρίτων δεν είναι επαρκώς αναγνωρίσιμος στον οργανισμό αξιολόγησης⁶⁹⁷. Μάλιστα, στην ίδια απόφαση τονίσθηκε ότι μία τέτοιου είδους προστασία είναι αντίθετη στη βούληση των συμβληθέντων μερών⁶⁹⁸.

Εν μέρει διαφορετική είναι η στάση της γερμανικής νομολογίας όσον αφορά την ευθύνη των ελεγκτών. Παρά το γεγονός ότι πλέον οι σχετικές αγωγές δεν είναι συχνές⁶⁹⁹, η σχετική νομολογία διακρίνει μεταξύ του τακτικού ελέγχου και του ελέγχου που διενεργείται ενόψει συγκεκριμένης συναλλαγής του εκδότη (όπως σύναψη σύμβασης δανείου ή σύνταξη

⁶⁹¹ Rosenblum v. Adler, [1983] 93 N.J. 324, Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 45.

⁶⁹² Βλ. τις σχετικές υποσημειώσεις της παρούσας ενότητας. Επίσης, βλ. Καραμπατζό, σχόλιο σε ΑΠ 930/2009, ΔΕΕ 2010, 477επ., διαθέσιμο στην στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>.

⁶⁹³ Βλ. σχετική γερμανική νομολογία σε Glinski, Rott, ό.π., 88. Μάλιστα, κατά τους τελευταίους αυτή ακριβώς η απόκλιση από τη βούληση των συμβαλλομένων έχει ως αποτέλεσμα να θεωρείται η σχετική ευθύνη οιονεί αδικοπρακτική και όχι οιονεί συμβατική.

⁶⁹⁴ Λιάπτης, Η ευθύνη τρίτου..., ό.π., 426.

⁶⁹⁵ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 171· Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1179.

⁶⁹⁶ Landgericht Düsseldorf, 10 O 181/15, 17 March 2017, [2017] VuR 383, 384.

⁶⁹⁷ Glinski, Rott, ό.π., 89.

⁶⁹⁸ Βλ. σε Halfmeier, Liability of Rating Agencies Under German and European Law σε Certification - Trust, Accountability, Liability (εκδ. Peter Rott), 2019, 243, ο οποίος προβαίνει σε κριτική της απόφασης.

⁶⁹⁹ Quick, Schenk, Schmidt, Towara, The impact of corporate governance on auditor choice: evidence from Germany, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://iranarze.ir/wp-content/uploads/2018/06/E7687-IranArze.pdf>, 9.

ενημερωτικού δελτίου). Στην πρώτη περίπτωση δεν αναγνωρίζεται ευθύνη του ελεγκτή έναντι του επενδυτή, σε αντίθεση με τη δεύτερη περίπτωση⁷⁰⁰.

2.1.2 Ευθύνη από παροχή πληροφόρησης

Ομοίως γερμανικής προέλευσης είναι η θεωρία περί ευθύνης από παροχή πληροφόρησης⁷⁰¹. Αυτή αποτυπώνεται στο άρθρο 311 του γερμανικού Αστικού Κώδικα (BGB)⁷⁰², σύμφωνα με το οποίο συμβατικές υποχρεώσεις μπορούν να παραχθούν όσον αφορά μη συμβαλλόμενο τρίτο ιδίως στην περίπτωση κατά την οποία ο τρίτος δημιουργώντας ιδιαίτερα υψηλό βαθμό εμπιστοσύνης επηρεάζει ουσιωδώς τις διαπραγματεύσεις που προηγούνται της σύναψης σύμβασης ή την τελευταία (σύναψη)⁷⁰³. Με τη διάταξη αυτή αναγνωρίζεται ευθύνη του τρίτου για τη διάψευση της εμπιστοσύνης ενός εκ των συμβαλλόμενων μερών.

Εκ πρώτης όψεως πρόκειται για μία ανεστραμμένη οπτική της ίδιας τριμερούς σχέσης. Ειδικότερα, ενώ στις θεωρίες που εκτέθηκαν στις οικείες θέσεις της παρούσας σημείο αναφοράς ήταν η σύμβαση στην οποία συμβαλλόμενος ήταν ο ειδικός επαγγελματίας και ως τρίτος θεωρούνταν ο επενδυτής, στην προκείμενη περίπτωση πρωτεύοντα ρόλο διαδραματίζει η διαπραγματεύση ή η σύμβαση στην οποία μετέχει ο επενδυτής, ενώ τρίτος είναι ο ειδικός. Στο πλαίσιο αυτό γίνεται αναφορά σε ευθύνη του τρίτου (εδώ του πυλωρού) έναντι κάποιου εκ των συμβαλλομένων (του επενδυτή)⁷⁰⁴. Προσεκτικότερη ανάγνωση της διάταξης αποκαλύπτει ότι αυτή καλύπτει τόσο την περίπτωση του τρίτου που δικαιούται προστασίας όσο και του τρίτου στο πρόσωπο του οποίου γεννάται υποχρέωση πρόνοιας⁷⁰⁵.

Η σχετική θεωρία έχει ως άξονά της την προστασία της εμπιστοσύνης προς τον εξειδικευμένο επαγγελματία. Ως όροι εφαρμογής της τίθενται η δημιουργία αυξημένης εμπιστοσύνης του διαπραγματευόμενου ή του συμβαλλόμενου προς τον ειδικό, η στήριξή του πρώτου στο προϊόν των υπηρεσιών του δεύτερου παρά την ανυπαρξία συμβατικού δεσμού μεταξύ τους, η ουσιώδης επιρροή των υπηρεσιών του τελευταίου στην πορεία των διαπραγματεύσεων ή τη σύναψη της σύμβασης και η διάψευση της εμπιστοσύνης⁷⁰⁶. Η ειδίκευση και η γνώση του επαγγελματία δημιουργούν σχέση (όχι συμβατική) εξάρτησης στο πρόσωπο του απλού συμβαλλομένου, του στερουμένου των αντίστοιχων (απαραίτητων για τη λήψη απόφασης σχετικά με τη διαμόρφωση του περιεχομένου της δικαιοπρακτικής βούλησής του και της σχετικής δήλωσής του) γνώσεων. Η ουσιώδης επιρροή στη σχετική απόφαση πρέπει να συνοδεύεται από ευθύνη για την έλλειψη ορθότητας και πληρότητας της βεβαίωσης του ειδικού⁷⁰⁷.

Παρά τη γερμανική προέλευση της σχετικής θεωρίας, αυτή απαντάται και στη νομολογία της έννομης τάξης του Ηνωμένου Βασιλείου υπό τη μορφή της ανάληψης της ευθύνης εκ

⁷⁰⁰ Βλ. νομολογία σε Halfmeier, ό.π., 241. Αντιθέτως, το Αυστριακό Ανώτατο Δικαστήριο αναγνώρισε την ύπαρξη γενικού καθήκοντος των ελεγκτών έναντι των τρίτων (OGH 27 November 2001 EvBl 2002/97). Βλ. Για κριτική στην απόφαση Gruber, *The Auditor Pays It All – the Austrian Way to Lure Investors*, Int'l Bus. Law. 2003, 287επ..

⁷⁰¹ «Auskunftshaftung».

⁷⁰² Θεσπίστηκε το 2002.

⁷⁰³ Καραμπατζός, *Αποκατάσταση ζημίας...*, ό.π., 53· Haar, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3–Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, White Paper Series No. 1, Center of Excellence, SAFE Sustainable Architecture for Finance in Europe, 2013, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2198293, 4.

⁷⁰⁴ Βλ. Estas, *The civil liability of Credit Rating Agencies, A comparative perspective within the European Union*, 2015, 29.

⁷⁰⁵ Coester, Markesinis, ό.π., 290.

⁷⁰⁶ Καραμπατζός, *Αποκατάσταση ζημίας...*, ό.π., 53-54.

μέρους του ειδικού («assumption of liability»)⁷⁰⁸. Η Βουλή των Λόρδων στην υπόθεση «Hedley Byrne & Co v. Heller & Partners-case»⁷⁰⁹ δέχθηκε ότι ο αποδέκτης αμελούς δήλωσης τρίτου προσώπου ο οποίος στηρίχθηκε σ' αυτήν και τελικώς ζημιώθηκε έχει δικαίωμα να στραφεί κατά του τρίτου παρά το γεγονός ότι δεν είναι αντισυμβαλλόμενός του⁷¹⁰. Σύμφωνα με τη σκέψη ενός εκ των μελών του δικαστηρίου «σε μία σφαίρα στην οποία ένα πρόσωπο έχει τοποθετηθεί έτσι ώστε άλλοι μπορούν εύλογα να στηρίζονται στην κρίση του ή στη δεξιότητά του ή στην ικανότητά του να κάνει προσεκτική έρευνα, ένα πρόσωπο αναλαμβάνει να παρέχει πληροφόρηση ή συμβουλή ή επιτρέπει η πληροφορία ή η συμβουλή του να μεταδοθεί σε άλλο πρόσωπο που, όπως γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει, θα στηριχθεί σ' αυτή, τότε ένα καθήκον επιμέλειας γεννάται»⁷¹¹. Η ανάληψη της ευθύνης κρίνεται με βάση αντικειμενικά κριτήρια και στην ουσία αποτελεί μία από τις περιπτώσεις της εφαρμογής της νομολογίας Caparo⁷¹².

Η εφαρμογή της θεωρίας αυτής (και ιδίως της διάταξης του άρθρου 311 BGB) απαιτεί τη δημιουργία ιδιαίτερα αυξημένης εμπιστοσύνης. Το στοιχείο αυτό αποτελεί αντικείμενο απόδειξης σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση και συνάγεται από το σύνολο των περιστάσεων υπό τις οποίες ο ειδικός παρέσχε την πιστοποίηση και ο τρίτος στηρίχθηκε σ' αυτήν. Προς το παρόν δεν έχει γίνει γνωστή η δημοσίευση κάποιας σχετικής απόφασης. Εξαίρεση αποτελεί η ήδη αναφερθείσα απόφαση του Oberlandesgericht Düsseldorf, με την οποία απορρίφθηκε σχετική αγωγική βάση με το σκεπτικό ότι οι ενάγοντες δεν μπορούσαν να πιστεύσουν ότι ο οίκος αξιολόγησης είχε σκοπό να προσφέρει μία πρόσθετη εγγύηση για την ασφάλεια και την αξία των αγορασθεισών ομολογιών⁷¹³.

Το ρυθμιστικό πεδίο της ρύθμισης του άρθρου 311 BGB καταλαμβάνει και τις περιπτώσεις της ευθύνης από διαπραγματεύσεις («culpa in contrahendo»)⁷¹⁴. Παρότι στη Γερμανία η σχετική θεωρία αποτέλεσε θεωρητική κατασκευή του Jhering⁷¹⁵ και χρησιμοποιήθηκε από τη νομολογία για την κάλυψη κενών δικαίου, δεν είχε αποτυπωθεί σε διάταξη νόμου μέχρι το 2002⁷¹⁶. Τούτο έγινε με την εισαγωγή της ως άνω ρύθμισης, η οποία ενόψει της ευρύτητας του πεδίου εφαρμογής της καλύπτει και την προσυμβατική ευθύνη⁷¹⁷.

2.2 Ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις

Η ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις διασφαλίζει και προστατεύει την εμπιστοσύνη των συναλλασσομένων κατά το στάδιο της διαπραγμάτευσης⁷¹⁸. Σύμφωνα με την αρχή της καλής πίστης οι διαπραγματευόμενοι ερχόμενοι σε συναλλακτική επαφή για τη σύναψη μίας σύμβασης οικοδομούν μία ιδιαίτερη σχέση εμπιστοσύνης με αποτέλεσμα ο υπαίτιος της μη ολοκλήρωσης

⁷⁰⁷ Βλ. σε Τριανταφυλλάκη, Η φενάκη..., ό.π., 687.

⁷⁰⁸ Glinsky, Rott, ό.π., 89-91, 105-106.

⁷⁰⁹ Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd [1964] AC 465. Σημειώνεται ότι η εν λόγω απόφαση συνήθως εντάσσεται στην προβληματική του δικαίου των αδικοπραξιών του Ηνωμένου Βασιλείου.

⁷¹⁰ De Poorter, ό.π., 69.

⁷¹¹ Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd [1964] AC 465, 502-4.

⁷¹² Glinsky, Rott, ό.π., 90-91.

⁷¹³ Βλ. στην οικεία θέση της παρούσας.

⁷¹⁴ Coester, Markesinis, ό.π., 290.

⁷¹⁵ Kessler, Fine, Culpa in Contrahendo, Bargaining in Good Faith, and Freedom of Contract: A Comparative Study, Harv. L. Rev. 1964, 401.

⁷¹⁶ Coester, Markesinis, ό.π., 290.

⁷¹⁷ Πράγματι, η εν λόγω ευθύνη οράται ως διακριτή της ευθύνης από την παροχή πληροφόρησης. Έτσι ο Τριανταφυλλάκης, Η φενάκη..., ό.π., 687.

⁷¹⁸ Καράσης στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρα 197-198 αρ. 41.

της σύμβασης ή της ακυρότητας της τελευταίας πρέπει να φέρει το βάρος αποκατάστασης της ζημίας του ανυπαίτιου αντισυμβαλλομένου του⁷¹⁹.

Η εν λόγω ευθύνη συναντάται και στο ελληνικό δίκαιο και συγκεκριμένα στις διατάξεις των άρθρων 197 και 198 ΑΚ. Σύμφωνα με το πρώτο εξ αυτών «Κατά τις διαπραγματεύσεις για τη σύναψη σύμβασης τα μέρη οφείλουν αμοιβαία να συμπεριφέρονται σύμφωνα με την καλή πίστη και τα χρηστά ήθη». Το δεύτερο ορίζει ότι «Όποιος κατά τις διαπραγματεύσεις για τη σύναψη της σύμβασης προξενήσει υπαίτια στον άλλο ζημία είναι υποχρεωμένος να την ανορθώσει, και αν ακόμη η σύμβαση δεν καταρτίσθηκε. Για την παραγραφή της αξίωσης αυτής εφαρμόζεται αναλόγως η διάταξη για την παραγραφή των απαιτήσεων από αδικοπραξία».

Προϋποθέσεις της διάγνωσης προσυμβατικής ευθύνης είναι η ύπαρξη σταδίου διαπραγματεύσεων, η αντίθεση με την καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη συμπεριφορά του εναγομένου, η υπαιτιότητα, η ζημία και η ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της συμπεριφοράς και της ζημίας⁷²⁰.

Βασική προϋπόθεση είναι η έναρξη της διαπραγμάτευσης. Ως τέτοια νοείται η χρονική περίοδος που εκτείνεται από την πρώτη συναλλακτική επαφή⁷²¹ με σκοπό τη σύναψη σύμβασης⁷²² μέχρι την υπογραφή ή τη ματαίωσή της⁷²³. Ήδη κατά το στάδιο αυτό αναπτύσσεται μεταξύ των μερών μία σχέση εμπιστοσύνης, από την οποία πηγάζει μία «αξίωση» για ευθύτητα και ειλικρίνεια προθέσεων και πράξεων. Αυτό που αναμένει έκαστο μέρος είναι ότι το έτερο μέρος έχει σοβαρή βούληση να συμβληθεί και δεν πρόκειται να προβεί σε οποιαδήποτε πράξη είναι ικανή να υποσκάψει τη σύναψη ή την εγκυρότητα της σύμβασης ή να το ωθήσει στην υπογραφή της σύμβασης αποκρύπτοντας στοιχεία καθοριστικά για τη λήψη απόφασης δικαιοπρακτικής δέσμευσής του.

Κάθε μετέχων στη διαπραγμάτευση πρέπει να τηρεί συμπεριφορά που να είναι σύμφωνη με την καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη⁷²⁴. Στο πλαίσιο αυτό υποχρεούται να έχει σοβαρή πρόθεση σύναψης σύμβασης, να προωθεί με ταχύτητα τη σχετική διαδικασία, να προβεί σε άμεση διακοπή της διαπραγμάτευσης σε περίπτωση μεταμέλειάς του και να μη σταματά τη διαπραγμάτευση χωρίς σπουδαίο λόγο⁷²⁵. Επίσης, οφείλει να ενημερώνει τον υπονήφιο αντισυμβαλλόμενο για οποιοδήποτε κρίσιμο για τη σύναψη της σύμβασης στοιχείο το οποίο ο τελευταίος δεν μπορεί να μάθει από άλλη πηγή ή με άλλον τρόπο («υποχρέωση διαφώτισεως»)⁷²⁶. Στο πλαίσιο της τελευταίας αυτής υποχρέωσης οι παρεχόμενες πληροφορίες πρέπει να είναι ακριβείς και αληθείς («υποχρέωση αλήθειας»)⁷²⁷. Τέλος, έκαστο μέρος πρέπει να λαμβάνει πρόνοια για την προστασία των απόλυτων έννομων αγαθών του άλλου⁷²⁸.

⁷¹⁹ Kessler, Fine, ό.π., 404. Για τις υποστηριχθείσες απόψεις σχετικά με τη νομική φύση της ευθύνης από διαπραγματεύσεις βλ. σε Κεράση, ό.π., αρ. 3.

⁷²⁰ Κεράση, ό.π., αρ. 6-18.

⁷²¹ Ως τέτοια νοείται ήδη η πρόσκληση για έναρξη των διαπραγματεύσεων. Έτσι ο Κεράσης, ό.π., αρ. 6.

⁷²² Για τη διάκριση μεταξύ συναλλακτικής και κοινωνικής επαφής βλ. Κεράση, ό.π., αρ. 6.

⁷²³ Κατά την ΑΠ 1435/2015, ΝΟΜΟΣ: «κατά την έννοια των διατάξεων αυτών διαπραγματεύσεις νοούνται οι προφορικές ή έγγραφες ανταλλαγές απόψεων των ενδιαφερομένων για τη σύναψη ορισμένης συμβάσεως με τις οποίες επιδιώκεται η βαθμιαία προσέγγιση των διαφορετικών αρχικών θέσεων τους σχετικά με τους όρους της υπό συζήτηση σύμβασης μέχρι την τελική σύμπτωσή τους ή την αδυναμία τέτοιας σύμπτωσης. Το στάδιο των διαπραγματεύσεων διαρκεί μέχρι την διακοπή τους και ματαίωση της σύμβασης ή την κατάρτισή της».

⁷²⁴ Εσφαλμένη κατά τούτο η νομική σκέψη της ΑΠ 1435/2015, ό.π., στην οποία γίνεται λόγος για αντισυμβατική συμπεριφορά ως μία εκ των προϋποθέσεων ευθύνης με βάση τα άρθρα 197 και 198 ΑΚ.

⁷²⁵ Κεράσης, ό.π., αρ. 10-12.

⁷²⁶ Κεράσης, ό.π., αρ. 13. Κατά την ΑΠ 1435/2015, ό.π.: «η υποχρέωση αυτή της διαφώτισης και προστασίας δεν φτάνει μέχρι το σημείο να επεκτείνεται και σε όσα θέματα το άλλο μέρος θα όφειλε και θα μπορούσε να πληροφορηθεί με δική του επιμελή έρευνα».

⁷²⁷ Κεράσης, ό.π., αρ. 14.

⁷²⁸ Κεράσης, ό.π., αρ. 15.

Οι υπόλοιποι όροι της σχετικής ευθύνης δε διαφοροποιούνται κατά το περιεχόμενό τους από το πρότυπο που συναντάται στη διδασκαλία του γενικού ενοχικού δικαίου. Έτσι, απαιτείται υπαιτιότητα, η οποία στο ελληνικό δίκαιο κρίνεται με βάση το άρθρο 330 ΑΚ. Η ζημία διακρίνεται σε θετική ή αρνητική χωρίς να εντοπίζεται κάποια ιδιαιτερότητα στο ζήτημα αυτό. Το ίδιο συμβαίνει και σε σχέση με την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της συμπεριφοράς και της ζημίας⁷²⁹.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο προβληματισμός σχετικά με την ταυτότητα των ευθυνόμενων προσώπων. Συγκεκριμένα, εξετάζεται κατά πόσο τρίτος – δηλαδή πρόσωπο το οποίο δε θα αποτελέσει μέρος της υπό διαπραγμάτευση σύμβασης – μπορεί να ευθύνεται με βάση τα άρθρα 197 και 198 ΑΚ. Στο πλαίσιο αυτό γίνεται διάκριση μεταξύ άμεσης και έμμεσης συμμετοχής του τρίτου στο στάδιο των διαπραγματεύσεων. Έτσι, άμεσα συμμετέχει ο τρίτος όταν ενεργεί είτε ως βοηθός ή μεσολαβητής είτε ως αντιπρόσωπος⁷³⁰. Αντίθετα, έμμεση είναι η συνεισφορά του στην περίπτωση κατά την οποία ο ρόλος του είναι αυτός του συμβούλου που παρέχει στον αντισυμβαλλόμενο ουσιώδεις για τη σύναψη της σύμβασης πληροφορίες⁷³¹. Κατ' αρχήν η προσυμβατική ευθύνη βαρύνει «μόνο τα μέρη, μεταξύ των οποίων σκοπείται να ισχύει η τυχόν υπό διαπραγμάτευση σύμβαση και όχι τρίτους (υπαλλήλους, αντιπροσώπους κλπ.)»⁷³².

Εξαίρεση στον κανόνα αυτόν δικαιολογείται μόνο συγκεκριμένες περιστάσεις. Αυτές μάλιστα είναι οι ίδιες τόσο στην περίπτωση της άμεσης όσο και σ' αυτήν της έμμεσης συμμετοχής. Τρίτος ευθύνεται για πταίσμα στις διαπραγματεύσεις όταν ο ίδιος αντλεί προσωπικό οικονομικό όφελος από τη σύναψη της σύμβασης⁷³³. Η ίδια αντιμετώπιση επιφυλάσσεται και όταν ο τρίτος δημιουργώντας σχέση ιδιαίτερης εμπιστοσύνης προς τον υποψήφιο αντισυμβαλλόμενο του παρέχει πληροφορίες οι οποίες ασκούν επιρροή στη σύναψη της σύμβασης⁷³⁴. Μόνη διαφοροποίηση μεταξύ άμεσου και έμμεσου συμμετόχου είναι ότι στην πρώτη περίπτωση είναι δυνατή η εις ολόκληρον ευθύνη με τον κύριο της υπόθεσης, ενώ στη δεύτερη είναι «δύσκολα νοητή»⁷³⁵.

Στο πλαίσιο του προβληματισμού αυτού έχει χρησιμοποιηθεί το παράδειγμα του ελεγκτή. Στη θεωρία υποστηρίζεται ότι αυτός ως εμμέσως συμμετέχων στις διαπραγματεύσεις μπορεί να ευθύνεται προσυμβατικά αν είναι μέτοχος μίας εταιρίας, για την οποία καλείται να δώσει πληροφορίες σε έναν ενδιαφερόμενο επενδυτή⁷³⁶. Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι ο συγκεκριμένος μέτοχος δε διενήργησε υποχρεωτικό έλεγχο.

Με βάση τα ήδη εκτεθέντα η στοιχειοθέτηση προσυμβατικής ευθύνης των πυλωρών της κεφαλαιαγοράς έναντι των επενδυτών δε συγκεντρώνει υψηλά ποσοστά επιτυχίας. Η εφαρμογή των σχετικών διατάξεων φαίνεται να συνδέεται με τη σφυρηλάτηση μίας σχέσης ιδιαίτερης προσωπικής εμπιστοσύνης⁷³⁷. Τέτοια, όμως, σχέση δε γίνεται δεκτή όσον αφορά τον ορκωτό ελεγκτή και τον τρίτο⁷³⁸. Για την κατάφαση της ύπαρξης τέτοιας σχέσης απαιτείται η διαπίστωση σειράς περιστατικών από τα οποία συνάγεται η δημιουργία εμπιστοσύνης, η οποία δεν είναι δεδομένη σε κάθε περίπτωση διαπραγμάτευσης. Η παράθεση παραδειγμάτων στη

⁷²⁹ Για όλα τα ανωτέρω βλ. Καραση, ό.π., αρ. 16-18.

⁷³⁰ Καραση, ό.π., αρ. 20.

⁷³¹ Καραση, ό.π., αρ. 20.

⁷³² Έτσι η ΜΠρΑθ 21418/1997, ΝΟΜΟΣ, η ΕπρΑθ 1650/2013, ΝΟΜΟΣ και η ΕπρΑθ 1050/2013, ΝΟΜΟΣ.

⁷³³ Λιάπης, Η ευθύνη τρίτου..., ό.π., 430.

⁷³⁴ Λιάπης, Η ευθύνη τρίτου..., ό.π., 435.

⁷³⁵ Έτσι ο Καραση, ό.π., αρ. 22.

⁷³⁶ Λιάπης, Η ευθύνη τρίτου..., ό.π., 431.

⁷³⁷ Κοκκίνης, ό.π., αριθμ. 134.

⁷³⁸ Κοκκίνης, ό.π., αριθμ. 134.

θεωρία φαίνεται να παρέχει έρεισμα στη σκέψη ότι απαιτείται κάποιου είδους επικοινωνία, για την οποία εδώ δεν αρκεί η δημοσίευση της έκθεσης ελέγχου ή της έκθεσης αξιολόγησης. Άλλωστε, όπως παρατηρείται, ο ελεγκτής (αντίστοιχα ο οίκος αξιολόγησης και ο οικονομικός αναλυτής) δε λαμβάνει ενεργό μέρος στις διαπραγματεύσεις⁷³⁹.

Κρίσιμος είναι ο σύνδεσμος της παρεχόμενης υπηρεσίας του πυλωρού προς τη συγκεκριμένη συναλλαγή στην οποία μετέχουν οι επενδυτές. Διαφορετική είναι η αντιμετώπιση της δημοσίευσης της έκθεσης του τακτικού ελέγχου, ο οποίος διενεργείται σε τακτική βάση, από αυτήν της δημοσίευσης μίας έκθεσης ελέγχου που έλαβε χώρα ενόψει συγκεκριμένης σύμβασης στην οποία απέβλεπε ο εκδότης. Στην τελευταία αυτή περίπτωση είναι προφανής η στόχευση τόσο του εκδότη όσο και του ελεγκτή, ο οποίος αναμένει τη στήριξη του τρίτου (μη συμβαλλόμενου στη συνδέουσα τον εκδότη με αυτόν σύμβαση) στην έκθεσή του. Το ίδιο θα μπορούσε να γίνει δεκτό σε οποιαδήποτε αντίστοιχη περίπτωση έκδοσης αντίστοιχου πιστοποιητικού, π.χ. νομιμότητας μίας σκοπούμενης σύμβασης χορηγούμενου από τον νομικό σύμβουλο της εταιρίας ενόψει της σύμβασης αυτής⁷⁴⁰.

Τελικά η προσωπική εμπλοκή του πυλωρού με προσανατολισμό προς τη συγκεκριμένη σύμβαση κρίνει την ευδοκίμηση αγωγής με βάση την προσυμβατική ευθύνη. Ειδικότερα, ο πυλωρός ευθύνεται αν γνώριζε και αποδέχθηκε το γεγονός ότι ο επενδυτής θα στήριζε την επενδυτική απόφασή του στη δημοσιευθείσα έκθεσή του ή διαβεβαίωσή του. Αυτό θα συμβαίνει με τους οίκους αξιολόγησης, εφόσον η εκδότρια ζήτησε τη σύνταξη έκθεσης αξιολόγησης ενόψει συγκεκριμένης συναλλαγής. Βεβαίως, στην περίπτωση αυτή θα έπρεπε να ερευνηθεί το κατά πόσο μόνη η δημοσίευση της έκθεσης (σε συνδυασμό με την κύρος του συγκεκριμένου οίκου) δημιουργεί σχέση ιδιαίτερης εμπιστοσύνης. Μάλλον κάτι τέτοιο δε θα μπορούσε να γίνει δεκτό, αλλά απεναντίας θα απαιτούνταν και η ύπαρξη περαιτέρω επικοινωνίας μεταξύ οίκου και επενδυτών πέραν της απλής δημοσίευσης της έκθεσης.

Προβληματική είναι η απόδειξη της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της βεβαίωσης ή πιστοποίησης του πυλωρού και της επελθούσας στον επενδυτή ζημίας. Ειδικότερα, πρέπει να αποδειχθεί ότι η τελευταία ήταν το αποτέλεσμα των διαβεβαιώσεων του θυροφύλακα. Τούτο είναι δυσχερές με δεδομένο ότι στη σύγχρονη μορφή της η κεφαλαιαγορά ενόψει της πολυπλοκότητας των συναλλαγών και της πληθώρας επενδυτικών επιλογών και πληροφοριών καθιστά αναγκαία την προσφυγή στη συμβουλή ειδικών. Κρίσιμο είναι πρωτίστως να διευκρινισθεί αν ο επενδυτής μπορούσε να αποκτήσει τις κρίσιμες πληροφορίες μέσω των συμβούλων του. Στη συνέχεια, πρέπει να εξετασθεί αν η επενδυτική απόφαση και η ζημία του είναι αποτέλεσμα της συμπεριφοράς του πυλωρού ή του συμβούλου του ίδιου του επενδυτή.

Διαφορετική φαίνεται να είναι η κατάσταση στην περίπτωση της έκδοσης ενημερωτικού δελτίου. Εδώ η σύνδεση του τελευταίου με τη σύμβαση κάλυψης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας είναι στενότερη σε σχέση π.χ. με την δημοσίευση μίας έκθεσης οικονομικής αξιολόγησης. Είναι τέτοιου χαρακτήρα, ώστε θα μπορούσε να αναγνωρισθεί ότι δημιουργείται σχέση ιδιαίτερης εμπιστοσύνης. Οι εμπεριεχόμενες στο δελτίο βεβαιώσεις οποιουδήποτε ειδικού έχουν άμεσο ακροατήριο τους επενδυτές με αυξημένες πιθανότητες επιρροής τους. Πάντως και σ' αυτήν την περίπτωση το ζήτημα του αιτιώδους συνδέσμου παραμένει σοβαρό και ιδιαίτερο ζήτημα απόδειξης.

⁷³⁹ Τριανταφυλλάκης, Η φενάκη..., ό.π., 687.

⁷⁴⁰ Kraakman et al, The Anatomy of Corporate Law, ό.π., 349-351.

3. Αδικοπρακτική ευθύνη

Από όσα έχουν ήδη εκτεθεί σε σχέση με αναζητηθείσες βάσεις οιονεί συμβατικής ή αδικοπρακτικής ευθύνης προκύπτει η θεωρητική γειτνίασή τους τόσο με τη συμβατική όσο και με την αδικοπρακτική ευθύνη. Από τη μία πλευρά αναζητείται τρόπος για επέκταση της προστατευτικής εμβέλειας της σύμβασης σε τρίτους μη συμβληθέντες. Από την άλλη από τη διερεύνηση του περιεχομένου της υποχρέωσης πρόνοιας για το συμφέρον τρίτων προσώπων φαίνεται ότι αυτό (το περιεχόμενο) παραμένει αμετάβλητο. Εκείνο που μεταβάλλεται είναι η νομική θεμελίωσή του⁷⁴¹. Ήδη ανωτέρω παρατηρήθηκε ότι η θεωρία η σχετική με τον διαγνώσιμο κύκλο των προστατευτέων τρίτων άλλοτε κατατάσσεται στην κατηγορία των θεωριών της οιονεί συμβατικής ευθύνης και άλλοτε ως αδικοπρακτικού χαρακτήρα με το ίδιο περιεχόμενο.

Η θεμελίωση οιονεί συμβατικής ευθύνης έναντι του τρίτου παρουσιάζει μεγαλύτερα δογματικά εμπόδια σε σχέση με τη στοιχειοθέτηση αδικοπρακτικής ευθύνης. Πράγματι, στην πρώτη πρέπει εξ αρχής να υπερκερασθεί το όριο της σύμβασης με την προσφυγή σε διάφορες κατασκευές που κύρια βάση έχουν την καλή πίστη. Αντίθετα, η αφετηρία από την οποία εκκινεί ο προβληματισμός περί αδικοπρακτικής ευθύνης είναι απλή και συνίσταται σε μία απλή υπαγωγή των πραγματικών περιστατικών στο πραγματικό των σχετικών κανόνων δικαίου. Αυτό που στη δεύτερη περίπτωση είναι δεδομένο, στην πρώτη είναι το ζητούμενο.

Στο παρόν τμήμα της μελέτης εκτίθενται οι σχετικοί με την αδικοπρακτική ευθύνη των «gatekeepers» κανόνες δικαίου και η αντίστοιχη νομολογία των έννομων τάξεων των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Αυστραλίας, της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Για την καλύτερη κατανόηση κρίθηκε αναγκαία η περιγραφή του σχετικού πλαισίου κάθε έννομης τάξης χωριστά προκειμένου στη συνέχεια να ακολουθήσει συγκριτική ανάλυση με επισήμανση των ομοιοτήτων και των διαφορών.

3.1 Δίκαιο Η.Π.Α.

Η μελέτη του δικαίου των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής κινείται σε δύο άξονες. Από τη μία πλευρά εξετάζεται το ομοσπονδιακό δίκαιο, το οποίο θέτει ενιαίους κανόνες δικαίου για το σύνολο των Πολιτειών. Από την άλλη πλευρά κάθε Πολιτεία έχει θεσπίσει ιδιαίτερους κανόνες δικαίου με αποτέλεσμα να υφίστανται αποκλίσεις μεταξύ των περισσότερων πολιτειακών δικαίων. Παρά το γεγονός ότι με την National Securities Markets Improvement Act του 1996 προβλέφθηκε ότι το σημαντικότερο τμήμα των συναλλαγών που αφορούν εταιρίες θα ρυθμίζεται αποκλειστικώς από την ομοσπονδιακή νομοθεσία, κατ' εξαίρεση έκαστη Πολιτεία διατήρησε την αρμοδιότητα θέσπισης της δικής της νομοθεσίας σε θέματα καταπολέμησης της απάτης σχετικά με τις μετοχές και την αρμοδιότητα επιβολής της⁷⁴². Ως αποτέλεσμα, για τα συγκεκριμένα ζητήματα υφίσταται τόσο ομοσπονδιακή νομοθεσία όσο και πολιτειακές νομοθεσίες.

Προς αποφυγή επαναλήψεων κρίθηκε σκόπιμη η ανάλυση της ομοσπονδιακής νομοθεσίας με εμβόλιμη επισήμανση των διαφορών της με αυτές των Πολιτειών. Ενόψει της πληθώρας των Πολιτειών επιχειρείται μία επισκόπηση των βασικών χαρακτηριστικών τους με

⁷⁴¹ Βλ. Feinman, Liability of lawyers and accountants to non-clients, ό.π., 155.

⁷⁴² Campbell, Jr, Blue Sky Laws and the Congressional Preemption Failure, J. Corp. L. 1997, 200 - 201· Campbell, Jr, The Role of Blue Sky Laws After NSMIA and the JOBS Act, Duke L.J. 2016, 618 - 619.

επισήμανση των ομοιοτήτων⁷⁴³ και των διαφορών αφενός μεταξύ τους αφετέρου μεταξύ αυτών και του ομοσπονδιακού δικαίου.

3.1.1. Η ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο

Στο άρθρο 11 της Securities Act του 1933 προβλέπεται η ευθύνη για ανακρίβειες ή ελλείψεις του ενημερωτικού δελτίου. Η ευθύνη προκύπτει σε περίπτωση κατά την οποία οποιοδήποτε τμήμα του ενημερωτικού δελτίου περιέχει μία αναληθή δήλωση σχετικά με κάποιο ουσιώδες γεγονός ή παραλείπει να περιλάβει αναφορά για ένα ουσιώδες γεγονός το οποίο έπρεπε να αναφερθεί ή το οποίο είναι απαραίτητο για να καταστούν οι περιεχόμενες σ' αυτό δηλώσεις μη παραπλανητικές⁷⁴⁴.

Το υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής της διάταξης είναι ευρύ και περιλαμβάνει πολλές κατηγορίες. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνεται κάθε πρόσωπο που υπέγραψε το ενημερωτικό δελτίο και οι ανάδοχοι της έκδοσης κινητών αξιών. Το ίδιο συμβαίνει, εφόσον πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις, και με μία σειρά επαγγελματιών που παρέχουν τις υπηρεσίες τους σχετικά με την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου⁷⁴⁵. Τέτοιοι είναι και ενδεικτικά οι λογιστές, μηχανικοί ή εκτιμητές. Ειδικά για τους οίκους αξιολόγησης πρέπει να σημειωθεί ότι πριν από τη θέσπιση της Dodd-Frank Act δεν ενέπιπταν στην κατηγορία των ειδικών με συνέπεια να μην ευθύνονται για τις εκθέσεις τους που περιλαμβάνονται σε ενημερωτικά δελτία. Με την Dodd-Frank Act οι οίκοι εξομοιώθηκαν με τους υπόλοιπους ειδικούς. Για να περιληφθεί η έκθεσή τους στο δελτίο απαιτούνταν η συναίνεσή τους⁷⁴⁶. Ωστόσο, η άρνηση παροχής συναίνεσης είχε ως αποτέλεσμα την παράλυση του τομέα της τιτλοποίησης. Για τον λόγο αυτό η SEC προέβη στην «προσωρινή» μη εφαρμογή της σχετικής διάταξης επί τιτλοποιήσεων⁷⁴⁷.

Ιδιαίτερη μνεία γίνεται στην τελευταία κατηγορία. Έτσι, ευθύνεται κάθε λογιστής, μηχανικός ή εκτιμητής ή κάθε πρόσωπο του οποίου το επάγγελμα του παρέχει την εξουσία να προβαίνει στη σχετική δήλωση, που με τη συναίνεσή του αναφέρεται ως έχων προετοιμάσει ή πιστοποιήσει οποιοδήποτε μέρος του δελτίου ή ως το πρόσωπο που έχει προετοιμάσει ή πιστοποιήσει οποιαδήποτε έκθεση ή εκτίμηση η οποία χρησιμοποιείται σε σύνδεση με το ενημερωτικό δελτίο, σε σχέση με τη δήλωση σε τέτοιο δελτίο, έκθεση ή εκτίμηση, που εμφανίζεται να έχει προετοιμασθεί ή πιστοποιηθεί από αυτό⁷⁴⁸.

⁷⁴³ Οι περισσότερες εξ αυτών δομήθηκαν με πρότυπο την Uniform Securities Act του 1956, όπως τροποποιήθηκε το 1958. Johnson, Secondary liability for securities fraud: Gatekeepers in state court, Del. J. Corp. L. 2011, 475.

⁷⁴⁴ Άρθρο 11(a): "In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading..."

⁷⁴⁵ Αντιθέτως, δε νομιμοποιούνται παθητικώς οι εργαζόμενοι ενός αναδόχου, καθόσον δεν περιλαμβάνονται στο πεδίο εφαρμογής της διάταξης. Μάλιστα, οι ενάγοντες ενάγοντας τόσο τον ανάδοχο όσο και τον εργαζόμενο δεν ενάγουν δύο ξεχωριστές οντότητες – δύο αναδόχους - που μετείχαν σε διαδικασία αναδοχής, αλλά επιδιώκουν να αναγνωρισθεί η ευθύνη ενός δεύτερου προσώπου για τις ίδιες πράξεις. Βλ. DARTELL v. TIBET PHARMACEUTICALS, INC., Dist. Court, D. New Jersey Civil Action No. 14-3620, 2017.

⁷⁴⁶ Nästegård, Does Member State Law Make Article 35a of the EU Regulation on Credit Rating Agencies Redundant?, ICCLJ 2015, 74-75.

⁷⁴⁷ De Bruyne, Liability..., ό.π., 4.

⁷⁴⁸ "... (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;"

Για την άσκηση της αγωγής νομιμοποιείται ενεργητικώς οποιοσδήποτε απέκτησε τέτοιες μετοχές είτε στην πρωτογενή είτε στη δευτερογενή αγορά⁷⁴⁹. Μάλιστα, ο ενάγων δεν υποχρεούται να επικαλεσθεί και να αποδείξει γνώση της αναλήθειας από τον εναγόμενο⁷⁵⁰ ή αιτιότητα της συναλλαγής⁷⁵¹ παρά μόνο την ύπαρξη ουσιωδώς αναληθούς παράστασης⁷⁵². Για την ευδοκίμηση της αγωγής, όμως, τίθενται ορισμένοι περιορισμοί. Πρώτον, η αγωγή απορρίπτεται, αν αποδειχθεί ότι ο ενάγων γνώριζε την αναλήθεια ή την έλλειψη κατά τον χρόνο κτήσης της μετοχής. Δεύτερον, αν η μετοχή αποκτήθηκε μετά τη δημοσίευση από τον εκδότη δήλωσης σχετικά με τα έσοδα αναφορικά με περίοδο τουλάχιστον δώδεκα μηνών μετά την ημερομηνία θέσης σε ισχύ του δελτίου, τότε πρέπει να αποδειχθεί ότι εκείνος που απέκτησε τη μετοχή το έπραξε στηριζόμενος στην αναληθή δήλωση του δελτίου ή στο δελτίο χωρίς να γνωρίζει τέτοια παράλειψη⁷⁵³. Ωστόσο, τέτοια στήριξη μπορεί να στοιχειοθετηθεί χωρίς απόδειξη της ανάγνωσης του ενημερωτικού δελτίου⁷⁵⁴. Με τον ίδιο νόμο εισάγεται περιορισμός ως προς το ύψος της αποκαθιστάμενης ζημίας. Ρητώς ορίζεται ότι το ύψος της αποζημίωσης δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει την τιμή με την οποία η μετοχή προσφέρθηκε στο κοινό⁷⁵⁵.

Ο εναγόμενος ειδικός αμυνόμενος δύναται να επικαλεσθεί και να αποδείξει ότι επέδειξε τη δέουσα επιμέλεια («due diligence defence»). Για να απαλλαγθεί από την ευθύνη οφείλει να αποδείξει ότι ύστερα από εύλογη εξέταση του ενημερωτικού δελτίου δεν είχε εύλογο λόγο να πιστεύει ότι αυτό είναι αναληθές ή ελλιπές⁷⁵⁶. Αυτό προβλέπεται μόνο για τα τμήματα του δελτίου για τα οποία είτε δεν απαιτείται η αυθεντία ενός ειδικού είτε τα οποία αφορούν τον αντικείμενο της ειδικότητας του εναγομένου. Αντιθέτως, αν πρόκειται για τμήματα που αναφέρονται σε πορίσματα άλλων ειδικών η σχετική άμυνα του εναγομένου περιορίζεται απλώς (χωρίς περαιτέρω έρευνα) στο ότι δεν είχε εύλογο λόγο να πιστεύει ότι το δελτίο είναι αναληθές ή ελλιπές⁷⁵⁷.

Με το άρθρο 11 (f) ρυθμίζεται η ευθύνη περισσότερων προσώπων. Προβλέπεται ότι τα πρόσωπα που ευθύνονται κατά την παράγραφο (a) του εν λόγω άρθρου ευθύνονται εις ολόκληρον έναντι του ζημιωθέντος. Επίσης, έκαστος ευθυνόμενος έχει δικαίωμα αναγωγής έναντι των υπολοίπων. Εξαίρεση προβλέπεται για τις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο ασκών το αναγωγικό δικαίωμα βαρύνεται με δόλο, ενώ ο αντίδικός του όχι.

3.1.2 Το άρθρο 12 της Securities Act του 1933

Το άρθρο 12(α)(1) προβλέπει την ευθύνη οποιουδήποτε προσώπου πωλεί ή προσφέρει μετοχές έναντι του αποκτώντος για την παραβίαση των σχετικών με το ενημερωτικό δελτίο διατάξεων⁷⁵⁸. Η παράβαση συνίσταται στην πώληση ή προσφορά κινητών αξιών χωρίς τη

⁷⁴⁹ Solaiman S. M., ό.π., 25.

⁷⁵⁰ In re Adams Golf Inc. Sec. Litig., 381 F.3d 267, 274 n.7 (3d Cir. 2004).

⁷⁵¹ Solaiman S. M., ό.π., 26.

⁷⁵² In re Merck & Co., Inc. Sec. Litig., 432 F.3d 261, 273 (3d Cir. 2005).

⁷⁵³ “...If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission”.

⁷⁵⁴ “...such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person”.

⁷⁵⁵ Section 11 (g).

⁷⁵⁶ Section 11 (b) (3) (A), (B).

⁷⁵⁷ Section 11 (b) (3) (C).

⁷⁵⁸ “Any person who— (1) offers or sells a security in violation of section 5... shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of

δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου στις περιπτώσεις κατά τις οποίες αυτή (η δημοσίευση) απαιτείται⁷⁵⁹. Το άρθρο 12(a)(2) προβλέπει την ευθύνη οποιουδήποτε προσώπου προσφέρει ή πωλεί μετοχές έναντι του αποκτώντος με τη χρήση ανακριβούς ενημερωτικού δελτίου ή με ανακριβή προφορική επικοινωνία⁷⁶⁰. Κρίσιμη για την εφαρμογή αμφοτέρων των ρυθμίσεων είναι η έννοια του πωλητή ή προσφέροντος μετοχές. Από το βάθος της συγκεκριμένης έννοιας κρίνεται το εύρος του πεδίου εφαρμογής της διάταξης αυτής και η ταυτότητα των ευθυνόμενων προς αποζημίωση.

Η επίμαχη διάταξη δε φαίνεται να μπορεί να εφαρμοσθεί κατ' αρχήν στην περίπτωση των πυλωρών. Τούτο συμβαίνει, διότι υποκείμενο της ευθύνης κατ' αυτήν είναι ο πωλητής. Οι «gatekeepers» (στη συντριπτική πλειονότητά τους) δεν μπορούν να θεωρηθούν ως πωλητές των μετοχών λαμβανομένου υπ' όψιν του ρόλου τους, όπως αυτός έχει περιγραφεί στην οικεία θέση της παρούσας, ο οποίος συνίσταται στην επικουρία του εκδότη. Τούτο διότι για την εφαρμογή της σχετικής ρύθμισης απαιτείται η ύπαρξη συμβατικού δεσμού μεταξύ ενάγοντος και εναγομένου με βάση σύμβαση πώλησης⁷⁶¹. Αυτό προκύπτει από τη γραμματική ερμηνεία της διάταξης. Τέτοιος συμβατικός δεσμός μεταξύ πυλωρού και επενδυτή υφίσταται στην περίπτωση της σταθερής αναδοχής. Σ' αυτήν ο ανάδοχος αποκτά τις μετοχές και στη συνέχεια τις μεταβιβάζει στους επενδυτές. Κατά συνέπεια, πωλητής των μετοχών δεν είναι ο εκδότης, αλλά ο ανάδοχος με αποτέλεσμα την εφαρμογή του άρθρου 12 (a)(2)⁷⁶².

Το Supreme Court έχει αποφανθεί ότι ο κύκλος των ευθυνόμενων προσώπων είναι ευρύτερος και δεν περιλαμβάνει μόνο τα πρόσωπα που μεταβιβάζουν τον τίτλο στους επενδυτές⁷⁶³. Καταφεύγοντας σε γραμματική, συστηματική και τελολογική ερμηνεία των ρυθμίσεων της Securities Act του 1933 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι κατά την επίμαχη διάταξη ευθύνονται και τα πρόσωπα που βοηθούν τον πωλητή να πωλήσει τις μετοχές έχοντας ως κίνητρο τουλάχιστον εν μέρει να εξυπηρετήσουν τα οικονομικά συμφέροντα των ιδίων ή του ιδιοκτήτη των μετοχών και παροτρύνουν τον ενάγοντα να τις αποκτήσει⁷⁶⁴. Ως τέτοια πρόσωπα, τα οποία αναφέρονται ως «θεσπισμένοι πωλητές» («statutory sellers»)⁷⁶⁵, νοούνται κατ' εξοχήν οι αντιπρόσωποι και οι μεσίτες του πωλητή⁷⁶⁶. Αντιθέτως, το ίδιο δικαστήριο αρνείται την

competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security”.

⁷⁵⁹ Solaiman, ό.π., 28.

⁷⁶⁰ “... (2) offers or sells a security (whether or not exempted by the provisions of section 3, other than paragraphs (2) and (14) of subsection (a) thereof), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security”.

⁷⁶¹ Βλ. και Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 140-141, σχετικά με την αδυναμία εφαρμογής του άρθρου 12(a)(2) στους οίκους αξιολόγησης.

⁷⁶² In re Worldcom, Inc. Sec. Litig., 294 F. Supp. 2d 392, 409 (S.D.N.Y. 2003).

⁷⁶³ Pinter et al. v. Dahl et al., 486 U.S. 622, 641-648 (1988).

⁷⁶⁴ 486 U.S. 622, 644, 647 (1988). Μάλιστα, κατά το Δικαστήριο το στάδιο της παροχής συνδρομής είναι το πιο κρίσιμο και εκείνο που δημιουργεί τους περισσότερους κινδύνους για τον αποκτώντα, καθόσον συνδέεται με την παροχή πλήρους και ορθής πληροφόρησης, καίριας για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης. Βλ. 486 U.S. 622, 646-647 (1988).

⁷⁶⁵ 486 U.S. 622, 650-654 (1988).

⁷⁶⁶ 486 U.S. 622, 644, 646 (1988).

επέκταση της ευθύνης και στους λογιστές και τους δικηγόρους, οι οποίοι απλώς παρέχουν τις επαγγελματικές υπηρεσίες τους⁷⁶⁷.

Το Supreme Court έχει απορρίψει την προσέγγιση του λεγόμενου «ουσιαστικού παράγοντα» («substantial factor»). Σύμφωνα με αυτήν κατά τη διάταξη του άρθρου 12(a)(1) ευθύνεται κάθε πρόσωπο που έχει ουσιαστική συμμετοχή στη διαδικασία της αγοραπωλησίας κατά το ότι αποτέλεσε αιτία προκειμένου να συναφθεί η σύμβαση⁷⁶⁸. Το Ανώτατο Δικαστήριο αρνήθηκε τη σχετική θεωρία (και μάλιστα τόσο στο πλαίσιο του άρθρου 12(a)(1) όσο και σ' αυτό του άρθρου 12(a)(2)⁷⁶⁹) με την αιτιολογία ότι υπερβαίνει το γράμμα του νόμου και διευρύνει ανεπίτρεπτα και σε αντίθεση με τον σκοπό του νόμου τον κύκλο των ευθυνόμενων προσώπων⁷⁷⁰.

Η κατάσταση της διάταξης του άρθρου 12(a)(2) όσον αφορά την έννοια της ανακρίβειας είναι όμοια με το άρθρο 11. Καλύπτει αναληθείς δηλώσεις ουσιωδών γεγονότων ή παραλείψεις τέτοιων γεγονότων τα οποία είναι απαραίτητα για να καταστούν οι σχετικές δηλώσεις μη παραπλανητικές.

Για τη θεμελίωση ευθύνης με βάση τη συγκεκριμένη διάταξη δεν απαιτείται να επικαλεσθεί και να αποδείξει ο ενάγων την ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας. Κατά τη νομολογία έχει κριθεί ότι παρά τη χρήση του όρου «by means of» (δια μέσου), ο οποίος απαιτεί την ύπαρξη «αιτιώδους σχέσης μεταξύ της παραπλανητικής δήλωσης ή παράλειψης και της αγοράς του ενάγοντος», για την αναγνώριση της ευθύνης δεν απαιτείται η δήλωση ή η παράλειψη να άσκησαν επιρροή στην απόφαση του ενάγοντος⁷⁷¹. Βεβαίως, έχουν δημοσιευθεί μερικές αποφάσεις κατά τις οποίες απαιτείται η απόδειξη της αιτιώδους συνάφειας, αλλά αφορούν εφαρμογή πολιτειακής νομοθεσίας θεσπισμένης κατά το πρότυπο της Securities Exchange Act (Νόμου περί κινητών αξιών και κεφαλαιαγοράς) του 1934 (με βάση την οποία απαιτείται ο αιτιώδης σύνδεσμος)⁷⁷².

Ο εναγόμενος (η ταυτότητα του οποίου είναι η ίδια με αυτή του ευθυνόμενου κατά την παράγραφο (a)(1) του ίδιου άρθρου) έχει δικαίωμα άμυνας προκειμένου να απαλλαχθεί από την ευθύνη. Πρέπει να επικαλεσθεί και να αποδείξει ότι δε γνώριζε την αναλήθεια ή την ανακρίβεια της δήλωσης και ότι δε θα μπορούσε να γνωρίζει ακόμη κι αν επιδείκνυε εύλογη πρόνοια. Το απονεμόμενο δικαίωμα είναι αντίστοιχο με αυτό που προβλέπεται στο πλαίσιο του Κανόνα 10b-5.

Τα άρθρα 11 και 12 διαφέρουν μεταξύ τους, αλλά και ομοιάζουν. Ενώ το πρώτο προσδιορίζει συγκεκριμένες κατηγορίες ευθυνόμενων προσώπων, στο δεύτερο ο κύκλος των παθητικώς νομιμοποιούμενων σε σχετική αγωγή διευρύνεται, καθώς περιλαμβάνει όλους τους «θεσπισμένους πωλητές»⁷⁷³. Κατά τα λοιπά οι προϋποθέσεις της ευθύνης είναι παρόμοιες στα άρθρα 11 και 12(a)(2), ενώ οι ενάγοντες επικαλούμενοι τα εν λόγω άρθρα δεν υποχρεούνται να επικαλεσθούν τη γνώση, την επιρροή της δήλωσης στην επενδυτική απόφαση και την αιτιώδη

⁷⁶⁷ 486 U.S. 622, 651 (1988)· Moore v. Kayport Package Exp., Inc., 885 F.2d 531, 538 (9th Cir. 1989)· Abell v. Potomac Ins. Co., 858 F.2d 1104, 1114-15 (5th Cir. 1988).

⁷⁶⁸ Pharo v. Smith, 621 F. 2d 656, 667 (CA5 1980).

⁷⁶⁹ Βλ. Pinter et al. v. Dahl et al., 486 U.S. 622 (1988) n. 20.

⁷⁷⁰ Pinter et al. v. Dahl et al., 486 U.S. 622, 650-651 (1988).

⁷⁷¹ Sanders v. John Nuveen & Co., Inc., 619 F.2d 1222, 1225 (7th Cir.1980). Ομοίως DMK Biodiesel v. McCoy, 290 Neb. 286, 859 NW2d 867, 873-874 (2015)· In re Phar-Mor, Inc. Litigation, 848 F.Supp. 46 (W.D.Pa.1993).

⁷⁷² Guarino v. Interactive Objects, Inc., 122 Wash.App. 95, 86 P.3d 1175 (2004)· Keogler v. Krasnoff, 268 Ga.App. 250, 601 S.E.2d 788 (2004).

⁷⁷³ In re Plains All American Pipeline, L.P. Securities Litigation, 307 F.Supp.3d 583, 618 (2018).

συνάφεια της δήλωσης με τη ζημία⁷⁷⁴. Το ίδιο συμβαίνει και με τις πολιτειακές νομοθεσίες σχετικά με την απάτη⁷⁷⁵.

3.1.3 Η ευθύνη του ελέγχοντος προσώπου

Τόσο στη Securities Act του 1933 όσο και στη Securities Exchange Act του 1934 προβλέπεται ευθύνη των προσώπων που ελέγχουν τους αυτουργούς παραβάσεων των σχετικών διατάξεων τους. Αυτή περιλαμβάνεται στο άρθρο 15 της Securities Act και στο άρθρο 20 της Securities Exchange Act. Με δεδομένη την ταυτότητα του προβληματισμού κρίθηκε πρακτική η συγκριτική επισκόπηση των επίμαχων άρθρων.

Το άρθρο 15 προβλέπει την ευθύνη των προσώπων που με τους αναφερόμενους σ' αυτό τρόπους ασκούν έλεγχο επί των προσώπων που ευθύνονται με βάση τα άρθρα 11 και 12. Η ευθύνη αυτή είναι παράγωγη (επικουρική⁷⁷⁶), καθόσον προϋποθέτει την ευθύνη του ελεγχόμενου κατά τα άρθρα 11 ή 12⁷⁷⁷. Σε περίπτωση εφαρμογής του ο ελέγχων ευθύνεται εις ολόκληρον με τον ελεγχόμενο για την αποκατάσταση της ζημίας του ενάγοντος-ζημιωθέντος.

Ομοίως το άρθρο 20 προβλέπει την ευθύνη των προσώπων που με τους αναφερόμενους σ' αυτό τρόπους ασκούν έλεγχο επί των προσώπων που ευθύνονται με βάση τις διατάξεις της Securities Exchange Act ή των εφαρμοστικών πράξεων. Η ευθύνη αυτή προϋποθέτει την ευθύνη του ελεγχόμενου⁷⁷⁸. Και εδώ σε περίπτωση εφαρμογής του ο ελέγχων ευθύνεται εις ολόκληρον με τον ελεγχόμενο για την αποκατάσταση της ζημίας του ενάγοντος-ζημιωθέντος.

Οι δύο ρυθμίσεις διαφέρουν κατά τη διατύπωση ως προς τον προσδιορισμό του ελέγχοντος προσώπου και κατά τις προϋποθέσεις εφαρμογής τους. Έτσι, με βάση το άρθρο 15 ο έλεγχος επιτυγχάνεται με σύμβαση, μέσω της συμμετοχής στο κεφάλαιο, με αντιπροσώπευση ή με άλλον τρόπο. Αντίθετα, το άρθρο 20 δεν προσδιορίζει κανέναν συγκεκριμένο τρόπο ελέγχου, αλλά ορίζει ότι αυτός αποκτάται άμεσα ή έμμεσα. Επιπλέον, για τη στοιχειοθέτηση ευθύνης με βάση το άρθρο 20 απαιτείται ως επιπρόσθετο στοιχείο η «έμπρακτη ανάμιξη» του ελέγχοντος στην ενέργεια του αυτουργού⁷⁷⁹. Αυτό το στοιχείο συνήθως δεν απαιτείται στις πολιτειακές νομοθεσίες⁷⁸⁰. Περαιτέρω, κατά την εφαρμογή των άρθρων 15 και 20 από τα δικαστήρια των Η.Π.Α. παρατηρείται η έλλειψη ενιαίας στάσης ως προς το ζήτημα αν απαιτείται ως προϋπόθεση της ευθύνης του προσώπου η άσκηση του ελέγχου στη συγκεκριμένη περίπτωση ή αρκεί η δυνατότητα⁷⁸¹.

Η ένσταση που παρέχεται στον εναγόμενο με τις δύο διατάξεις είναι παρόμοιου περιεχομένου. Σύμφωνα με το άρθρο 15 προκειμένου να απαλλαχθεί από την ευθύνη, αυτός πρέπει να αποδείξει ότι «δε γνώριζε ή δεν είχε εύλογο λόγο να πιστεύει στην ύπαρξη των

⁷⁷⁴ 307 F.Supp.3d 583, 618 (2018). Ακριβώς επειδή απαλλάσσουν τον ενάγοντα από την απόδειξη των εν λόγω στοιχείων, ως αντίβαρο το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων αυτών είναι στενότερο του αντίστοιχου του άρθρου 10(b) της Securities Exchange Act του 1934. Έτσι, In re Morgan Stanley Information Fund Securities Litigation, 592 F. 3d 347, 359-360 (Court of Appeals, 2nd Circuit 2010).

⁷⁷⁵ Johnson, ό.π., 476.

⁷⁷⁶ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 146.

⁷⁷⁷ ECA & Local 134 IBEW Joint Pension Trust v. JP Morgan Chase Co., 553 F.3d 187, 206-07 (2d Cir.2009). In re Morgan Stanley Info. Fund Sec. Litig., 592 F.3d 347, 358. (2d Cir.2009). Δεν προβλέπεται υποχρεωτική κοινή εναγωγή του ελέγχοντος και του ελεγχόμενου, αλλά αρκεί να αποδειχθεί η ευθύνη του ελεγχόμενου ακόμη κι αν αυτός δεν είναι διάδικος στην ανοιγείσα δίκη. Βλ. In re Hayes Lemmerz Intern., Inc., 271 F.Supp.2d 1007, 1022 n. 11 (E.D.Mich.2003).

⁷⁷⁸ In re OSG SECURITIES LITIGATION 971 F.Supp.2d 387, 422 (Dist. Court, SD New York 2013).

⁷⁷⁹ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 146.

⁷⁸⁰ Johnson, ό.π., 481.

⁷⁸¹ Βλ. σε Johnson, ό.π., 474, για τις σχετικές αποφάσεις.

γεγονότων εξαιτίας των οποίων η ευθύνη του ελεγχόμενου φέρεται κατά τους ισχυρισμούς (του ενάγοντος) να υπάρχει»⁷⁸². Κατά το άρθρο 20 ο εναγόμενος πρέπει να αποδείξει ότι «ενήργησε με καλή πίστη και δεν προκάλεσε άμεσα ή έμμεσα την πράξη ή τις πράξεις που συνιστούν την παράβαση ή την αιτία της αγωγής»⁷⁸³.

Κομβική σημασία για την εφαρμογή αμφοτέρων των διατάξεων έχει η έννοια του ελέγχου. Ως τέτοιος νοείται κατά τη νομολογία η δύναμη «άμεσου ή έμμεσου καθορισμού της διαχείρισης και της επιχειρηματικής πολιτικής του ελεγχόμενου»⁷⁸⁴. Δεν αρκεί η συνεχής πρόσβαση σε πληροφορίες του ελεγχόμενου⁷⁸⁵. Ομοίως δεν είναι αρκετή η παροχή συμβουλών και η άσκηση επιρροής κατά τη λήψη αποφάσεων⁷⁸⁶, αλλά απαιτείται λήψη αποφάσεων και χάραξη πολιτικής. Στο ίδιο πλαίσιο η κατοχή μειοψηφικού πακέτου μετοχών και το δικαίωμα ορισμού μειοψηφικού αριθμού μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν εξασφαλίζουν την άσκηση ελέγχου⁷⁸⁷. Όπως ορθά έχει παρατηρηθεί στην ελληνική θεωρία, στην πράξη παρατηρούνται αμοιβαίες επιρροές μεταξύ εκδότη και πυλωρού, ιδίως στην περίπτωση των οίκων αξιολόγησης, χωρίς όμως κανέναν εξ αυτών να μπορεί να επηρεάσει τη χάραξη πολιτικής του άλλου⁷⁸⁸.

Στις πολιτειακές νομοθεσίες παρατηρείται επέκταση των ευθυνόμενων προσώπων. Σχεδόν σε όλες τις Πολιτείες πέραν των ελεγχόντων ευθύνονται και πρόσωπα που παρέχουν ουσιώδη βοήθεια ή μετέχουν στις σχετικές συναλλαγές. Ως τέτοια κατονομάζονται οι μεσίτες και οι εργαζόμενοι του εκδότη⁷⁸⁹. Σε πολλές Πολιτείες εκτός από αυτούς ευθύνονται και άλλα πρόσωπα με ουσιώδη συνδρομή ή συμμετοχή, κυρίως οι αντιπρόσωποι⁷⁹⁰. Ωστόσο, παρατηρούνται διαφορετικές προσεγγίσεις και ερμηνείες της έννοιας που έχουν αντίστοιχο αποτέλεσμα στον προσδιορισμό του κύκλου των ευθυνόμενων προσώπων και παρέχουν διαφορετική απάντηση στο σχετικό με την ευθύνη των επαγγελματιών ερώτημα⁷⁹¹.

3.1.4 Το άρθρο 10(b) της Securities Exchange Act του 1934 και ο εφαρμοστικός κανόνας Rule 10b-5

Με το άρθρο 10(b) της Securities Exchange Act του 1934 απαγορεύθηκε η χρήση κάθε μηχανισμού χειραγώγησης ή εξαπάτησης σε σχέση με τις διενεργούμενες στην πρωτογενή και

⁷⁸² “...unless the controlling person had no knowledge of or reasonable ground to believe in the existence of the facts by reason of which the liability of the controlled person is alleged to exist”.

⁷⁸³ “...unless the controlling person acted in good faith and did not directly or indirectly induce the act or acts constituting the violation or cause of action”. Το σχετικό βάρος φέρει ο εναγόμενος. Βλ. SEC v. Lek Securities Corp., 276 F. Supp. 3d 49, 63 (Dist. Court, SD New York 2017)· SEC v. First Jersey Sec., Inc., 101 F.3d 1450, 1473 (2d Cir. 1996).

⁷⁸⁴ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 147 υποσημ. 438. Βλ. για το άρθρο 15 In re Lehman Bros. Mortgage-Backed Securities, 650 F. 3d 167, 185 (Court of Appeals, 2nd Circuit 2011): “the power to direct or cause the direction of the management and policies of [the primary violators]”. Βλ. για το άρθρο 20 SEC v. First Jersey Sec., Inc., 101 F.3d 1450, 1472-73 (2d Cir.1996).

⁷⁸⁵ In re Stratosphere Corp. Securities Litigation, 1 F.Supp.2d 1096, 1122 (1998).

⁷⁸⁶ In re Lehman Bros. Mortgage-Backed Securities, 650 F. 3d 167, 187 (Court of Appeals, 2nd Circuit 2011).

⁷⁸⁷ In Re Alstom SA Securities Litigation, 406 F. Supp. 2d 433, 492 (S.D.N.Y. 2005) σε υπόθεση σχετική με το άρθρο 20 της Securities Exchange Act του 1934.

⁷⁸⁸ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 147-148. Αντίθετη η Freeman Lisbeth, Who’s guarding the gate? Credit-rating agency liability as “control person” in the subprime credit crisis, Vt. L. Rev. 2009, 616επ..

⁷⁸⁹ Johnson, ό.π., 481.

⁷⁹⁰ Johnson, ό.π., 482.

⁷⁹¹ Johnson, ό.π., 482-485.

στη δευτερογενή αγορά συναλλαγές⁷⁹². Με την ίδια διάταξη παρεσχέθη η εξουσιοδότηση στην SEC να θεσπίσει τους απαραίτητους για την προστασία του δημοσίου συμφέροντος ή των επενδυτών κανόνες. Η SEC εισήγαγε για πρώτη φορά τον Rule 10b-5. Σύμφωνα με αυτόν αναφορικά με την αγορά ή πώληση μετοχών απαγορεύεται σε οποιονδήποτε «να εφαρμόζει οποιονδήποτε μηχανισμό, σχήμα ή τεχνική για να εξαπατήσει, να προβαίνει σε αναληθή δήλωση ουσιώδους γεγονότος ή να παραλείπει να δηλώσει ουσιώδες γεγονός απαραίτητο για να καταστήσει τις γενόμενες δηλώσεις, υπό το φως των συνθηκών κάτω από τις οποίες αυτές έγιναν, μη παραπλανητικές και να συμμετέχει σε οποιαδήποτε πράξη, πρακτική ή κανονική ροή επιχείρησης που λειτουργεί ή θα λειτουργούσε ως απάτη σε οποιονδήποτε πρόσωπο»⁷⁹³. Οι περισσότερες Πολιτείες έχουν υιοθετήσει αντίστοιχη διάταξη⁷⁹⁴. Σε αντίθεση με τον κανόνα 10b-5, βέβαια, οι αντίστοιχες πολιτειακές ρυθμίσεις προϋποθέτουν στην πλειονότητά τους συμβατικό δεσμό⁷⁹⁵.

Παρότι η αρχική στόχευση της ρύθμισης ήταν διοικητικού χαρακτήρα⁷⁹⁶, κατά τη νομολογία διεπλάσθη αγωγήμο δικαίωμα αστικού χαρακτήρα⁷⁹⁷. Αν και καμία εκ των επίμαχων διατάξεων δεν απονέμει σχετικό δικαίωμα στον επενδυτή, κρίθηκε ότι αυτό υπονοείται από τη ρύθμισή τους⁷⁹⁸. Άλλωστε, η αναγνώριση σχετικού δικαιώματος στους ιδιώτες συμπληρώνει κατά τρόπο αναγκαίο τη διοικητική δράση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς⁷⁹⁹ και επομένως κατά τούτο συμβάλλει στην αποτελεσματική εφαρμογή των σχετικών ομοσπονδιακών ρυθμίσεων. Αντίθετα, πολλές Πολιτείες δεν απονέμουν στους ζημιωθέντες αντίστοιχο αγωγήμο δικαίωμα (είτε ρητώς είτε σιωπηρώς)⁸⁰⁰. Ενόψει της νομολογιακής διάπλασης της ατομικής αξίωσης έχει κριθεί από το Supreme Court ότι το σχετικό δικαίωμα πρέπει να ερμηνεύεται στενά ακριβώς λόγω της μη ρητής πρόβλεψής του στον νόμο⁸⁰¹.

Η σχετική αγωγή διαπλάσσεται κατά τη νομολογία επί αδικοπρακτικής βάσης⁸⁰². Έτσι, για τη θεμελίωσή της ο ενάγων πρέπει να επικαλεσθεί και να αποδείξει: 1) ουσιώδη ψευδή δήλωση, 2) τη γνώση⁸⁰³, 3) τη σύνδεση με την αγορά ή πώληση μετοχής, 4) επιρροή στην επενδυτική απόφαση, 5) οικονομική ζημία και αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της ψευδούς δήλωσης

⁷⁹² Η πλειοψηφία των σχετικών πολιτειακών νομοθεσιών δεν εφαρμόζεται στη δευτερογενή αγορά. Βλ. Johnson, *ό.π.*, 478.

⁷⁹³ “...(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person...”.

⁷⁹⁴ Johnson, *ό.π.*, 477.

⁷⁹⁵ Johnson, *ό.π.*, 478.

⁷⁹⁶ Gerner-Beuerle, *The market for securities and its regulation through gatekeepers*, 2009, 17· Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U. S. 164, 171 (1994).

⁷⁹⁷ Gerner-Beuerle, *ό.π.*, 18.

⁷⁹⁸ Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308 (2007)· Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Cas. Co., 404 U.S. 6, 13 n. 9 (1971)· Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723, 730, 744 (1975)· Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185, 196 (1976).

⁷⁹⁹ Πρβλ. J. I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426, 432 (1964).

⁸⁰⁰ Johnson, *ό.π.*, 477.

⁸⁰¹ Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U.S. 135, 131 S.Ct. 2296, 2302 (2011).

⁸⁰² Όπως σημείωσε το Supreme Court στην υπόθεση Musick, Peeler & Garrett v. Employers Ins. of Wausau, 508 U. S. 286, 294 (1993), έπρεπε να «συναγάγουμε πώς το Κογκρέσο του 1934 θα είχε διευθετήσει το θέμα, αν η αγωγή 10b-5 είχε περιληφθεί ως ρητή διάταξη στον Νόμο του 1934».

⁸⁰³ Έτσι μεταφράζεται ο χρησιμοποιούμενος όρος “scienter”. Ωστόσο, σ’ αυτόν περιλαμβάνονται τόσο ο δόλος όσο και η βαριά αμέλεια. Βλ. Tuch, *Multiple gatekeepers*, Va. L. Rev. 96, 2010, 1643. Επί του ζητήματος υπάρχει αμφισβήτηση. Αναντίρρητη είναι η υπαγωγή της πρόθεσης στην έννοια του “scienter”. Βλ. Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 193 n.12 (1976). Υπάρχει η άποψη ότι περιλαμβάνεται και η βαριά αμέλεια. Βλ. Rosenzweig v. Azurix Corp., 332 F.3d 854, 863-864 (5th Cir. 2003)· In re Silicon Graphics Inc., 183 F.3d 970, 976-977 (9th Cir. 1999).

και της ζημίας⁸⁰⁴. Προκειμένου να αποφευχθούν καταχρηστικές αγωγές⁸⁰⁵, δυνάμει της Private Securities Litigation Reform Act του 1995⁸⁰⁶ τίθενται αυξημένοι αποδεικτικοί περιορισμοί: αφενός ο ενάγων βαρύνεται με την απόδειξη της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της δήλωσης και της ζημίας⁸⁰⁷ αφετέρου οφείλει να προβεί σε έκθεση συγκεκριμένων πραγματικών τα οποία οδηγούν σε ισχυρό συμπέρασμα ότι ο εναγόμενος ενήργησε με τον απαιτούμενο κατά τη διάταξη βαθμό υπαιτιότητας⁸⁰⁸.

Υπό την ισχύ του άρθρου 10(b) και του Rule 10b-5 η προστασία του επενδυτή εμφανίζεται περιορισμένη έναντι των πωλών. Κατά το Ανώτατο Δικαστήριο οι «gatekeepers» δεν μπορούν να ευθύνονται ως συνεργοί με βάση τις εν λόγω διατάξεις⁸⁰⁹. Μπορούν να ευθύνονται μόνο ως αυτουργοί υπό την προϋπόθεση, όμως, ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις των διατάξεων αυτών σχετικά με την ευθύνη των αυτουργών. Κρίσιμο είναι αν ο πωλός ο οποίος προετοιμάζει ένα τμήμα της δήλωσης του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου – χωρίς η συμμετοχή του να καθίσταται γνωστή στο κοινό⁸¹⁰ – θεωρείται ως προβαίνων στη δήλωση («maker of the statement»). Πρόκειται για τους λεγόμενους «σιωπηλούς παράγοντες» («non-speaking actors»). Κατά την κρατούσα – μέχρι και το 2018 – άποψη στη νομολογία του Supreme Court ως «maker» θεωρείται εκείνος που έχει τον απόλυτο έλεγχο σχετικά με τη δήλωση περιλαμβανομένων στον έλεγχο αυτό του περιεχομένου και της δημοσίευσης και του τρόπου αυτής (προσέγγιση της «απόλυτης εξουσίας» («ultimate authority test»))⁸¹¹ – τέτοιοι δε δεν είναι λ.χ. ο λογιστής, ο δικηγόρος ή ο ελεγκτής.

Βεβαίως δεν είναι πάντα αυτή η στάση των δικαστηρίων. Μερίδα της νομολογίας έχει εξετάσει το ορισμένο σχετικών αγωγών με βάση το άρθρο 10(b) και τον Rule 10b-5 ιδίως όσον αφορά την ευθύνη των εξωτερικών ελεγκτών. Παρατηρείται σχετικά στις αποφάσεις αυτές μία ευνοϊκότερη αντιμετώπιση του ελεγκτή: το στοιχείο του «scienter» ερμηνεύεται ως προς αυτούς κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να μη στοιχειοθετείται επί αμελείας, αλλά μόνο σε περίπτωση δόλου⁸¹². Ως δικαιολογητικοί λόγοι προβάλλονται η φύση του καθήκοντος ως εποπτικού της δραστηριότητας τρίτου προσώπου και το γεγονός ότι ο κίνδυνος προσβολής της φήμης των – ελλόγως δρώντων – ελεγκτών τούς αποτρέπει από τη σύμπραξη σε απάτη. Ο αντίλογος επί του πρώτου επιχειρήματος έρχεται από την ίδια την κρατούσα νομολογία, κατά την οποία ο εναγόμενος ευθύνεται μόνο αν προέβη ο ίδιος στη δήλωση, ενώ επί του δεύτερου η απάντηση έρχεται από την πράξη (αύξηση ελεγκτικών σκανδάλων)⁸¹³.

Γενικώς έχουν διατυπωθεί διάφορες προσεγγίσεις στη νομολογία των δικαστηρίων των Η.Π.Α. σχετικά με την αναγνώριση πρωτογενούς ευθύνης των σιωπηλών παραγόντων με βάση

⁸⁰⁴ Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341-42 (2005). Αντιθέτως, κατά τις πολιτειακές νομοθεσίες σχετικά με την απάτη δεν απαιτείται απόδειξη της γνώσης και της αιτιώδους συνάφειας. Βλ. Johnson, ό.π., 476.

⁸⁰⁵ “Vexatious actions”.

⁸⁰⁶ Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737.

⁸⁰⁷ Πρβλ. Loreley Fin. (Jersey) No. 3 Ltd. v. Wells Fargo Sec., LLC, 797 F.3d 160, 187 (2d Cir. 2015), κατά την οποία η εκπλήρωση του σχετικού βάρους δεν είναι ιδιαίτερα δυσχερής.

⁸⁰⁸ Άρθρο 101(b) της PSLRA 1995. Σύμφωνα με το Supreme Court προκειμένου να κριθεί το συμπέρασμα ως ισχυρό δεν αρκεί να είναι απλώς εύλογο, αλλά πρέπει είναι βάσιμο και τουλάχιστον τόσο πειστικό όσο οποιοδήποτε αντίθετο συμπέρασμα όχι απατηλού σκοπού. Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 308 (2007), p.7.

⁸⁰⁹ Η σχετική ευθύνη αναφέρεται ως δευτερεύουσα σε αντιδιαστολή προς την ευθύνη των αυτουργών, η οποία χαρακτηρίζεται ως κύρια. Βλ. Tibbets, ό.π., 780, ο οποίος προτείνει τη θέσπιση σχετικού δικαϊκού προς αποκατάσταση της ζημίας που προκαλούν οι πωλτοί ως συνεργοί.

⁸¹⁰ Τέτοιοι μπορεί να είναι οι δικηγόροι. Βλ. Hamdani, Silent Gatekeepers..., ό.π., 7.

⁸¹¹ Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U.S. 135, 131 S.Ct. 2296, 2302 (2011).

⁸¹² PR Diamonds, Inc. v. Chandler, 364 F.3d 671, 693 (6th Cir. 2004). In re SmarTalk Teleservices, Inc. Sec. Litig., 124 F. Supp. 2d 505, 514 (S.D. Ohio 2000).

⁸¹³ Για τα επιχειρήματα της σχετικής νομολογίας και τον αντίλογο σ’ αυτά βλ. Donelson, Prentice, Scienter Pleading and Rule 10b-5: Empirical Analysis and Behavioral Implications, Case W. Res. L. Rev. 2012, 457-459.

τον Rule 10b-5. Σύμφωνα με την προσέγγιση της «φωτεινής γραμμής» («bright line test») αυτός που δημοσιεύει τη δήλωση θεωρείται ο δημιουργός της⁸¹⁴. Σύμφωνα με τη θεωρία της «ουσιαστικής συμμετοχής» («substantial participation test») σημασία έχει η συμμετοχή του προσώπου στην προετοιμασία της παραπλανητικής πληροφορίας να είναι επαρκώς σημαντική⁸¹⁵. Τελικά επικράτησε μέχρι και το 2018 η θεωρία που υιοθέτησε το Supreme Court στην υπόθεση Janus. Η τελευταία αντικατοπτρίζει τον φόβο της υπερβολικής διεύρυνσης της ευθύνης σε έναν κύκλο μη προσδιορίσιμων προσώπων τα οποία διαφορετικά δε θα υπέκειντο στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς⁸¹⁶. Αντίθετα, υπέρ της διεύρυνσης προβάλλεται η ανάγκη πρόληψης και αποτροπής της χειραγώγησης της αγοράς εκ μέρους των εκδοτών – αυτό επιτυγχάνεται κατά την άποψη αυτή με την αναγνώριση της ευθύνης των συνεργών τους⁸¹⁷.

Η πλέον πρόσφατη σχετική (και ενδιαφέρουσα) απόφαση του Supreme Court είναι αυτή που εξεδόθη στην υπόθεση Lorenzo v. SEC⁸¹⁸. Σ' αυτήν κρίθηκε ότι προκειμένου να ευθύνεται κάποιο πρόσωπο με βάση τον Rule 10b-5 δεν είναι απαραίτητο να είναι εκείνος ο οποίος έκανε την αναληθή ή ελλιπή δήλωση. Αρκεί να την δημοσίευσε γνωρίζοντας την αναλήθεια ή τις ελλείψεις του περιεχομένου της. Η σχετική απόφαση αφορά εφαρμογή των περιπτώσεων (a) και (c) του Rule 10b-5 και θεωρείται πρωτοποριακή, καθόσον εγκαταλείποντας τη θέση που διατυπώθηκε στην υπόθεση Janus διευρύνει τον κύκλο των ευθυνόμενων προσώπων υπερβαίνοντας τις δυσχέρειες εφαρμογής της περίπτωσης (b), η οποία αναφέρεται σε εκείνον που έκανε τη δήλωση⁸¹⁹. Σημαντική είναι και η διαπίστωση του Δικαστηρίου ότι το πραγματικό εκάστης των τριών περιπτώσεων του κανόνα δεν αποκλείει το αντίστοιχο των υπολοίπων, αλλά μπορεί να επικαλύπτεται. Η απόφαση αυτή, παρότι αφορά τη λήψη διοικητικών μέτρων εκ μέρους της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC), δύναται να αποτελέσει σταθμό για την αναγνώριση ατομικών αξιώσεων των επενδυτών σε βάρος των πυλωρών ως αυτουργών⁸²⁰. Ωστόσο, υποστηρίζεται ότι με αυτήν τα όρια μεταξύ πρωτογενούς και δευτερογενούς ευθύνης είναι θολά, καθόσον δε διευκρινίζεται ο βαθμός του ελέγχου ή της συμμετοχής που αρκεί για την αναγνώριση ευθύνης⁸²¹.

3.1.5 Οι νομολογιακά διαπλασμένοι κανόνες του δικαίου των αδικοπραξιών

Κατά την ανίχνευση καθήκοντος πρόνοιας των συμβαλλομένων έναντι τρίτων σχετικά με δημόσιες δηλώσεις και ανακοινώσεις τα αμερικανικά δικαστήρια συχνά καταφεύγουν στην εφαρμογή του άρθρου 552 της «Second Restatement of Torts» («Δεύτερης κωδικοποίησης των νομολογιακά διαπλασμένων αδικοπρακτικών κανόνων»)⁸²². Η διατύπωσή του θυμίζει αυτήν του

⁸¹⁴ Shapiro v. Cantor, 123 F.3d 717, 720 (2d Cir. 1997).

⁸¹⁵ In re Software Toolworks Inc. Sec. Litig., 50 F.3d 615, 628 (9th Cir. 1994).

⁸¹⁶ Βλ. σε Hamdani, Silent Gatekeepers..., ό.π., 10.

⁸¹⁷ Βλ. σε Hamdani, Silent Gatekeepers..., ό.π., 10.

⁸¹⁸ Lorenzo v. SEC, 139 S. Ct. 1094 (2019). Βλ. και Malouf v. Securities and Exchange Commission, Court of Appeals, 10th Circuit, No. 16-9546, 2019. Για μία επισκόπηση της διαδικαστικής πορείας της υπόθεσης και των εκατέρωθεν επιχειρημάτων βλ. Turk, Woody, Justice Kavanaugh, Lorenzo v. SEC, and the Post-Kennedy Supreme Court, Admin. L. Rev. 2019, 193επ..

⁸¹⁹ Βλ. αντιθέτως την απόφαση Pub. Pension Fund Grp. v. KV Pharm. Co., 679 F.3d 972, 987 (8th Cir. 2012), όπου κρίθηκε ότι προκειμένου να στοιχειοθετηθεί ευθύνη με βάση τις περιπτώσεις (a) και (b) δεν αρκεί το σχετικό σχήμα που χρησιμοποιήθηκε να περιλαμβάνει μόνο παραπλανητικές παραστάσεις.

⁸²⁰ Elzweig, Lorenzo v. SEC: Blurring the Line Between Primary and Secondary Securities Fraud Liability, U. Cin. L. Rev. 2020, 20επ..

⁸²¹ Elzweig, ό.π., 28-29.

⁸²² Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 159. Πρβλ. το άρθρο 51 της “Restatement (third) of the Law Governing Lawyers” («Τρίτης κωδικοποίησης των νομολογιακά διαπλασμένων κανόνων σχετικά με τους

άρθρου 311 του Γερμανικού Αστικού Κώδικα. Παρ' όλ' αυτά το πρώτο εντάσσεται στους κανόνες δικαίου περί αδικοπραξιών, ενώ το δεύτερο στο δίκαιο περί συμβάσεων. Η διαφορετική κατάταξη δύο συγγενών κανόνων υπενθυμίζει τα λεπτά όρια στα οποία κινείται το ερευνώμενο καθήκον μεταξύ αδικοπραξίας και σύμβασης και τις προσπάθειες θεμελίωσης του ίδιου καθήκοντος σε διαφορετικές νομικές βάσεις.

Το άρθρο 552 προβλέπει αστική ευθύνη για παροχή εσφαλμένης πληροφόρησης για την καθοδήγηση άλλων κατά τις επαγγελματικές συναλλαγές τους. Προϋποθέσεις εφαρμογής της κατά την παράγραφο 1 είναι: 1) η παροχή πλημμελούς ενημέρωσης, 2) κατά την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, του επαγγέλματος ή της εργασίας, 3) η καθοδηγητική λειτουργία της παρεχόμενης πληροφόρησης για τις συναλλαγές τρίτων, 4) η μη επίδειξη εύλογης επιμέλειας ή ικανότητας κατά την απόκτηση ή τη διάδοση της πληροφορίας, 5) η πρόκληση οικονομικής ζημίας σε τρίτο, 6) ο αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της παροχής εσφαλμένης ενημέρωσης και της ζημίας και 7) ότι ο ζημιωθείς δικαιολογημένα στηρίχθηκε στην πληροφορία αυτή.

Η δεύτερη παράγραφος του άρθρου είναι εκείνη που το διαφοροποιεί από άλλες προσεγγίσεις της σχετικής ευθύνης. Κατ' αυτήν προστατεύονται μόνο τα πρόσωπα ή περιορισμένες ομάδες προσώπων για το συμφέρον ή την καθοδήγηση των οποίων αποσκοπούσε ο παρέχων την ενημέρωση ή στα οποία γνώριζε ότι θα την παρέχει ο πελάτης του⁸²³. Επιπλέον, καλύπτεται μόνο η ζημία εκείνη που συνδέεται με συναλλαγή την οποία σκόπευσε ο εναγόμενος να επηρεάσει ή την οποία αυτός γνώριζε ότι ο αντισυμβαλλόμενός του είχε σκοπό να επηρεάσει⁸²⁴.

Με τη συγκεκριμένη ρύθμιση παρέχεται μία μέση λύση. Η συγκεκριμένη διάταξη διευρύνει τον κύκλο των προστατευόμενων τρίτων μη εμμένονσα στην ανάγκη συμβατικού ή οιονεί συμβατικού δεσμού. Συγχρόνως, όμως, αποφεύγει να προβεί σε υπερβολική διεύρυνση, καθόσον δεν καλύπτει κάθε περίπτωση που ο εναγόμενος μπορούσε να προβλέψει την επιρροή σε οποιονδήποτε τρίτο χρησιμοποιήσει την παρεχόμενη πληροφόρηση. Ο σκοπός είναι εκείνος που καθορίζει το εύρος των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων.

3.2 Το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης

3.2.1 Ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο

Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης η έκδοση ενημερωτικού δελτίου θεωρήθηκε και θεωρείται εκ των θεμελιωδών μέσων εγκαθίδρυσης, διατήρησης και προώθησης της κοινής

δικηγόρους»), το οποίο έχει ως αντικείμενο τον προσδιορισμό των περιστάσεων και των όρων υπό τους οποίους αναγνωρίζεται καθήκον πρόνοιας των δικηγόρων έναντι τρίτων - μη πελατών τους χωρίς, όμως, να εφαρμόζεται σε περιπτώσεις ευθύνης σχετικά με κινητές αξίες. Το περιεχόμενο του σχετικού καθήκοντος, μάλιστα, προσδιορίζεται ανεξαρτήτως της νομικής βάσης της σχετικής αγωγής ως συμβατικής ή αδικοπρακτικής. Βλ. σχόλιο (f) υπό το άρθρο 51 της Restatement of the law third, the law governing lawyers (2000).

⁸²³ “(2) Except as stated in Subsection (3), the liability stated in Subsection (1) is limited to loss suffered (a) by the person or one of a limited group of persons for whose benefit and guidance he intends to supply the information or knows that the recipient intends to supply it;...”

⁸²⁴ “...and (b) through reliance upon it in a transaction that he intends the information to influence or knows that the recipient so intends or in a substantially similar transaction”. Κατά την τρίτη παράγραφο του άρθρου 552 προβλέπεται ότι, όταν ο παρέχων την πληροφόρηση το πράττει σε εκτέλεση δημόσιου καθήκοντος, καλύπτεται η ζημία οποιασδήποτε κατηγορίας προσώπων προς όφελος της οποίας θεσπίστηκε το καθήκον και για οποιαδήποτε συναλλαγή στην προστασία της οποίας αποσκοπεί η θέσπιση του τελευταίου.

αγοράς. Για τον λόγο αυτό και προς προστασία των επενδυτών ιδιαίτερο βάρος δόθηκε ήδη από τη δεκαετία του 1970 και εξακολουθεί να προσδίδεται στη διασφάλιση όρων διαφάνειας, πληρότητας και αλήθειας του περιεχομένου του. Στο πλαίσιο αυτό εκδόθηκαν αρχικώς η Οδηγία 80/390/ΕΟΚ⁸²⁵ και στη συνέχεια διαδοχικά η Οδηγία 89/298/ΕΟΚ⁸²⁶, η Οδηγία 2001/34/ΕΚ⁸²⁷, η Οδηγία 2003/71/ΕΚ⁸²⁸ και τελικώς ο Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129⁸²⁹.

Το άρθρο 11 παρ. 1 του Κανονισμού θέτει το ελάχιστο πλαίσιο που οφείλουν να διασφαλίζουν τα κράτη - μέλη⁸³⁰. Σύμφωνα με αυτό πρέπει να ευθύνεται για το ενημερωτικό δελτίο οπωσδήποτε ο εκδότης ή τα όργανα διοίκησης, διαχείρισης ή εποπτείας του, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ή ο εγγυητής, ανάλογα με την περίπτωση. Απαιτείται να προσδιορίζονται στο δελτίο τα ακριβή στοιχεία των ευθυνόμενων προσώπων. Επίσης, πρέπει να περιέχονται σ' αυτό δηλώσεις των προσώπων αυτών ότι με βάση όσα γνωρίζουν οι περιεχόμενες σ' αυτό πληροφορίες είναι αληθείς, πλήρεις και ακριβείς⁸³¹.

Η ελάχιστη εναρμόνιση που επέβαλε η Οδηγία 2003/71/ΕΚ και ο προσδιορισμός ελάχιστου πλαισίου στο ζήτημα της αστικής ευθύνης από τον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129 είχαν ως αποτέλεσμα τη διαφοροποίηση των νομοθεσιών των κρατών - μελών ως προς το περιεχόμενο της ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο. Οι διαφορές αφορούν τη θέσπιση ή μη ειδικών διατάξεων, τον καθορισμό ή μη των ευθυνόμενων προσώπων, τον προσδιορισμό των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων, το είδος της ευθύνης, τον βαθμό υπαιτιότητας, τον χρόνο παραγραφής, το βάρος απόδειξης και τον περιορισμό της ευθύνης⁸³². Έτσι, κάποια κράτη θέσπισαν ειδικές ρυθμίσεις⁸³³, ενώ σε άλλα εφαρμόζονται οι γενικές διατάξεις περί ευθύνης. Αλλού προσδιορίστηκαν με συγκεκριμένο τρόπο οι κατηγορίες των ευθυνόμενων προσώπων⁸³⁴ και αλλού όχι. Σε κάποιες έννομες τάξεις (σε αντίθεση με άλλες) νομιμοποιούνται ενεργητικώς στην άσκηση αγωγής αποκλειστικώς οι επενδυτές. Η ευθύνη διαπλάσσεται ως αντικειμενική, νόθος αντικειμενική ή υποκειμενική. Σε περίπτωση πολυπρόσωπης παθητικής ευθύνης αυτή

⁸²⁵ Οδηγία 80/390/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 17^{ης} Μαρτίου 1980 περί συντονισμού των όρων καταρτίσεως, ελέγχου και διαδόσεως του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών (ΕΕ L 100 της 17/04/1980 σ. 1 - 26).

⁸²⁶ Οδηγία 89/298/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 17^{ης} Απριλίου 1989 για τον συντονισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες (ΕΕ L 124 της 05/05/1989 σ. 8 - 15).

⁸²⁷ Οδηγία 2001/34/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28^{ης} Μαΐου 2001 σχετικά με την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών και τις πληροφορίες επί των αξιών αυτών που πρέπει να δημοσιεύονται (ΕΕ L 184 της 06/07/2001 σ. 1 - 66).

⁸²⁸ Οδηγία 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4^{ης} Νοεμβρίου 2003, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ (ΕΕ L 345 της 31.12.2003, σ. 64 - 89).

⁸²⁹ Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2017, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και την κατάργηση της οδηγίας 2003/71/ΕΚ (ΕΕ L 168 της 30.6.2017, σ. 12 έως 82). Η μορφή του κανονισμού προκρίθηκε αυτής της οδηγίας προς θέσπιση ενιαίου κανονιστικού πλαισίου και προς αποφυγή παρεμπόδισης της χρήσης του ενημερωτικού δελτίου η οποία θα οφειλόταν στη διαφοροποίηση των ισχυόντων σχετικών κανόνων δικαίου μεταξύ των κρατών - μελών. Βλ. σημείο 5 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129.

⁸³⁰ Το ίδιο έκανε και το άρθρο 6 της Οδηγίας 2003/71.

⁸³¹ Άρθρο 11 παρ. 1 του Κανονισμού: «... παράλληλα περιλαμβάνονται δηλώσεις των εν λόγω προσώπων με τις οποίες βεβαιώνεται ότι, καθόσον γνωρίζουν, οι πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι σύμφωνες με την πραγματικότητα και δεν υπάρχουν παραλείψεις που να αλλοιώνουν το περιεχόμενο του δελτίου».

⁸³² ESMA, Report. Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, 30 May 2013, ESMA/2013/619, 12-15.

⁸³³ Όπως στην Ελλάδα, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στη Γερμανία, στο Βέλγιο και στην Ιταλία.

⁸³⁴ Έτσι στο άρθρο 60 του ν. 4706/2020 (και στο άρθρο 6 του ν. 3401/2005).

διαμορφώνεται είτε ως εις ολόκληρον⁸³⁵ είτε ως διαιρετή⁸³⁶. Ο χρόνος παραγραφής διαφοροποιείται κατά τη διάρκειά του και κατά το σημείο έναρξής του. Διαφοροποίηση παρατηρείται και κατά την κατανομή του βάρους απόδειξης μεταξύ των διαδίκων⁸³⁷.

Στο ελληνικό δίκαιο ο νομοθέτης κάνοντας χρήση της σχετικής ευχέρειας που του παρείχε η κοινοτική νομοθεσία διηύρυνε το πεδίο των ευθυνόμενων προσώπων. Με το άρθρο 6 παρ. 1 του ν. 3401/2005⁸³⁸ ορίστηκαν – και πλέον με το άρθρο 60 παρ. 1 του ν. 4706/2020⁸³⁹ ορίζονται – ως ευθυνόμενα πρόσωπα (πέραν του εκδότη, του προσφέροντος, του ζητήσαντος την εισαγωγή για διαπραγμάτευση και των μελών των διοικητικών συμβουλίων) και οι ανάδοχοι, καθώς και «το πρόσωπο που αναφέρεται στο δελτίο με την ιδιότητα του ‘συμβούλου’, ‘συμβούλου έκδοσης’ ή άλλη παρεμφερή ιδιότητα». Επιπλέον, κατά την παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου προβλέφθηκε ότι ευθύνονται και άλλα πρόσωπα για πληροφορίες που περιέχονται σε ξεχωριστά τμήματα του δελτίου με την προϋπόθεση ότι γίνεται μνεία στο δελτίο για ποια τμήματα ακριβώς ευθύνονται. Ιδιαίτερη σημασία έχει το ζήτημα αν ο ανάδοχος δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών έχει υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου. Κατά τον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129, εφόσον διατίθεται έγκυρο ενημερωτικό δελτίο και ο εκδότης ή το υπεύθυνο για την κατάρτισή του πρόσωπο συναινεί, ο ανάδοχος δεν υποχρεούται στην έκδοση νέου ενημερωτικού δελτίου⁸⁴⁰. Τέτοια υποχρέωση γεννάται μόνο σε περίπτωση άρνησης της συναίνεσης⁸⁴¹.

⁸³⁵ Όπως στην Ελλάδα, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στη Γερμανία, στο Βέλγιο και στην Ιταλία.

⁸³⁶ Έτσι στο Λουξεμβούργο πριν από τη θέσπιση του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 (για το μεταγενέστερο χρονικό διάστημα δε διατίθεται σχετική πληροφόρηση). Βλ. ESMA, Report. Comparison..., ό.π., 12.

⁸³⁷ Για παράδειγμα κατά το άρθρο 25 του ν. 3401/2005 (και στο άρθρο 61 του ν. 4706/2020) ο εναγόμενος πρέπει να αποδείξει την έλλειψη υπαιτιότητας. Στο Βέλγιο και στη Δανία ο εναγόμενος πρέπει να αποδείξει την έλλειψη αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της ανακριβούς πληροφορίας και της ζημίας. Βλ. ESMA, Report. Comparison..., ό.π., 14.

⁸³⁸ Ν. 3401/2005 (ΦΕΚ Α 257/17.10.2005) «Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση».

⁸³⁹ Ν. 4706/2020 (ΦΕΚ Α' 136/17.07.2020) «Εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιρειών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίων, ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, μέτρα προς εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 και άλλες διατάξεις». Σύμφωνα με το άρθρο 91 παρ. 2 «Από την έναρξη ισχύος του παρόντος καταργού-νται τα άρθρα 1 έως και 26 του ν. 3401/2005, καθώς και κάθε άλλη διάταξη νόμου ή κανονιστικής πράξεως που αντίκειται στις διατάξεις του παρόντος νόμου, με την επιφύλαξη της εφαρμογής τους για πράξεις και παραλείψεις που έχουν τελεσθεί μέχρι την έναρξη ισχύος του παρόντος, καθώς και για τις σχετικές εκκρεμείς διαδικασίες». Κατά το άρθρο 92 παρ. 1-2 «1. Με την επιφύλαξη της παρ. 2 του άρθρου 91, οι κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που έχουν εκδοθεί κατ' εξουσιοδότηση του ν. 3401/ 2005 εξακολουθούν να εφαρμόζονται μέχρι την τροποποίηση ή την κατάργησή τους. 2. Όπου στην κείμενη νομοθεσία περί κεφαλαιαγοράς γίνεται αναφορά στα άρθρα 1 έως και 26 του ν. 3401/2005, νοούνται οι, κατά περίπτωση, αντίστοιχες διατάξεις του παρόντος και του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129. Το άρθρο 93 ορίζει ότι «1. Ο παρών νόμος ισχύει από τη δημοσίευσή του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως. 2. Τα άρθρα 64 έως 66 ισχύουν από τις 21 Ιουλίου 2019». Η αστική ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο ρυθμίζεται στο άρθρο 61 του ν. 4706/2020. Η ρύθμιση είναι ίδια με αυτήν του καταργηθέντος άρθρου 25 του ν. 3401/2005 με μόνη διαφορά (εξαιρουμένων άλλων μεταβολών που συνίστανται σε αναδιατύπωση του περιεχομένου της χωρίς μεταβολή της ουσίας της ρύθμισης) αυτή της παρ. 7, το περιεχόμενο της οποίας έχει ως εξής: «7. Αστική ευθύνη δεν μπορεί να αποδοθεί σε οποιοδήποτε πρόσωπο αποκλειστικά και μόνο βάσει του περιληπτικού σημειώματος, όπως προβλέπεται στο άρθρο 7 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129, ή βάσει του ειδικού περιληπτικού σημειώματος ενημερωτικού δελτίου ανάπτυξης ΕΕ, όπως προβλέπεται στο δεύτερο εδάφιο της παρ. 1 του άρθρου 15 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129, συμπεριλαμβανομένης και της μετάφρασής του, εκτός εάν κάποιο από τα σημειώματα της παρούσης, σε συνδυασμό με τα άλλα μέρη του ενημερωτικού δελτίου: α) είναι παραπλανητικό, ανακριβές ή ασυνεπές ή β) δεν παρέχει βασικές πληροφορίες που διευκολύνουν τους επενδυτές, οι οποίοι εξετάζουν εάν θα επενδύσουν στις κινητές αξίες».

⁸⁴⁰ Άρθρο 5 παρ. 1 εδ. γ' του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129.

⁸⁴¹ Γκόρτσος, Τερζή, Ο ενωσιακός Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 για το ενημερωτικό δελτίο, ΔΕΕ 2019, 1404.

Η ρύθμιση της αστικής ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο αποτελεί αντικείμενο του άρθρου 61 του ν. 4706/2020 (παλαιού άρθρου 25 του ν. 3401/2005)⁸⁴². Για την ευθύνη αρκεί οποιοδήποτε είδος υπαιτιότητας. Ενεργητικά νομιμοποιείται στην άσκηση αγωγής όποιος απέκτησε κινητές αξίες εντός των πρώτων 12 μηνών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου – επομένως αρκεί κτήση στη δευτερογενή αγορά. Η αποζημίωση καλύπτει μόνο τη θετική ζημία, ενώ για την αποκατάσταση οποιουδήποτε άλλου είδους ζημίας ο ενάγων μπορεί να επικαλεσθεί τις γενικές διατάξεις. Ο ενάγων βαρύνεται με την απόδειξη της ζημίας του και του αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ αυτής και του νόμιμου λόγου ευθύνης, ενώ ο εναγόμενος πρέπει να αποδείξει την έλλειψη υπαιτιότητάς του.

3.2.2 Η ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έναντι των επενδυτών

Οι σχετικές με τους οίκους αξιολόγησης ρυθμίσεις σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι απότοκο της διεθνούς οικονομικής κρίσης της περιόδου 2007-2008. Μέχρι τότε θεωρούνταν επαρκής η αυτορρύθμιση των οίκων μέσω της συμμόρφωσης σε πρότυπους κανόνες της IOSCO⁸⁴³ και τις ρυθμίσεις των Οδηγιών 2003/6/EK⁸⁴⁴, 2006/48/EK⁸⁴⁵ και 2004/39/EK⁸⁴⁶. Η έλευση της οικονομικής κρίσης έφερε στην επιφάνεια δυσλειτουργίες των οίκων με αποτέλεσμα να κριθεί αναγκαία η θέσπιση ιδιαίτερων κανόνων⁸⁴⁷: των Κανονισμών 1060/2009⁸⁴⁸, 513/2011⁸⁴⁹ και 462/2013⁸⁵⁰.

⁸⁴² Βλ. αναλυτικά Αυγητίδη, Το ενημερωτικό δελτίο και η ευθύνη του αναδόχου, σε 2^η ετήσια εσπερίδα Ελληνικής Εταιρίας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς με θέμα: Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, 1 Δεκεμβρίου 2006· Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 276επ· Λιβαδά στο Ρόκας/Γκόρτσος κ.ά..., ό.π., 705-706.

⁸⁴³ De Pascalis, Civil liability of credit rating agencies from a European perspective: Development and contents of art 35(a) of regulation (EU) no 462/2013, ICCLJ 2015, 45.

⁸⁴⁴ Οδηγία 2003/6/EK 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 L 096 της 12/04/2003 σ. 0016 - 0025). Καταργήθηκε από τον Κανονισμό (ΕΕ) 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Απριλίου 2014 για την κατάχρηση της αγοράς (κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς) και την κατάργηση της οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/EK, 2003/125/EK και 2004/72/EK.

⁸⁴⁵ Οδηγία 2006/48/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2006, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων (ΕΕ L 177 της 30.6.2006, σ. 1 έως 200). Καταργήθηκε από την Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26^{ης} Ιουνίου 2013 σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/EK και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK (ΕΕ L 176 της 27.6.2013, σ. 338 έως 436).

⁸⁴⁶ Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} 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/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου (ΕΕ L 145 της 30.4.2004, σ. 1 έως 44). Καταργήθηκε από την Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15^{ης} Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/EK και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (ΕΕ L 173 της 12.6.2014, σ. 349 έως 496). De Pascalis, Civil liability..., ό.π., 45-46· Möllers, Niedorf, ό.π., 334-335.

⁸⁴⁷ De Pascalis, Civil liability..., ό.π., 47επ..

⁸⁴⁸ Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 1 έως 31).

⁸⁴⁹ Κανονισμός (ΕΕ) 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 (ΕΕ L 145 της 31.5.2011, σ. 30 έως 56).

⁸⁵⁰ Κανονισμός (ΕΕ) 462/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Μαΐου 2013, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Με τον Κανονισμό 462/2013 τέθηκε σε εφαρμογή για πρώτη φορά σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης ρύθμιση σχετική με την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης. Με αυτόν εισήχθη το άρθρο 35α στον Κανονισμού 1060/2009. Αυτό προβλέπει την ευθύνη του οίκου για την περίπτωση που αυτός παραβιάσει με πρόθεση ή βαριά αμέλεια συγκεκριμένες υποχρεώσεις που προβλέπονται στον Κανονισμό 462/2013 με αποτέλεσμα την πρόκληση ζημιά σε εκδότη ή σε επενδυτή⁸⁵¹.

Όσον αφορά την ευθύνη έναντι του επενδυτή (η οποία ενδιαφέρει εν προκειμένω) πρέπει να συντρέχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Ο οίκος αξιολόγησης ευθύνεται, εφόσον υποπέσει σε κάποια από τις παραβάσεις που προβλέπονται στο παράρτημα ΙΙΙ του Κανονισμού. Η παραβίαση πρέπει να έγινε με πρόθεση ή τουλάχιστον βαριά αμέλεια και να επέδρασε στην αξιολόγηση. Επιπλέον απαιτείται ζημία και αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ αυτής και της παράβασης.

Η παραβίαση πρέπει να βρίσκεται σε αιτιώδη συνάφεια με τη ζημία του επενδυτή. Έτσι, πρέπει να αποδειχθεί ότι ο τελευταίος στηρίχθηκε ευλόγως ή άλλως με τη δέουσα επιμέλεια στην αξιολόγηση (όπως το περιεχόμενο αυτής προέκυψε μετά την τέλεση της παράβασης) κατά τη λήψη επενδυτικής απόφασης. Η τελευταία συνίσταται στο αν ο επενδυτής θα αποκτήσει, θα κρατήσει ή θα μεταβιβάσει σε τρίτον το χρηματοπιστωτικό μέσο το οποίο αφορά η αξιολόγηση⁸⁵².

Η εναρμόνιση που επιχειρείται είναι μερική. Αυτό σημαίνει ότι με τον κανονισμό επιβάλλεται ευθύνη και καθορίζονται οι όροι αυτής, πλην όμως για συγκεκριμένες εκ των χρησιμοποιούμενων εννοιών γίνεται παραπομπή στα δίκαια των κρατών μελών. Η εξειδίκευση από τον νομοθέτη αόριστων νομικών εννοιών, όπως η «εύλογη εμπιστοσύνη», η «δέουσα επιμέλεια», το «εύλογο» και το «αναλογικό», θα ενείχε τον κίνδυνο ασαφειών. Ομοίως, κρίθηκε ότι σύμφωνα με το εφαρμοστέο κατά τους κανόνες ιδιωτικού διεθνούς δικαίου δίκαιο πρέπει να ερμηνευθούν και να εφαρμοσθούν όροι, όπως «ζημία», «πρόθεση» και «βαρεία αμέλεια». Επιπλέον, για όσα ζητήματα δεν περιλαμβάνεται ρύθμιση στον Κανονισμό εφαρμογή έχουν οι κανόνες του εθνικού δικαίου. Στο ίδιο πλαίσιο η αρμοδιότητα του δικαστηρίου κρίνεται κατά το ιδιωτικό διεθνές δίκαιο.

Με το άρθρο 35α γίνεται κατανομή του βάρους απόδειξης μεταξύ των διαδίκων. Για τον επενδυτή το βάρος αυτό είναι ιδιαίτερα επαχθές⁸⁵³, καθώς η ρύθμιση είναι απαιτητική υποχρεώνοντάς τον «να προσκομίσει ακριβή και λεπτομερή στοιχεία που τεκμηριώνουν ότι ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχει διαπράξει παράβαση του παρόντος κανονισμού και ότι η εν λόγω παράβαση είχε επίπτωση στην εκδοθείσα αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας»⁸⁵⁴. Ο ίδιος οφείλει να αποδείξει ότι «βασίστηκε ευλόγως, σύμφωνα με το άρθρο 5α παράγραφος 1 ή άλλως με τη δέουσα επιμέλεια, σε μια αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας για να λάβει» την επενδυτική απόφαση.

Το άρθρο 35α αναφέρεται και στη δυνατότητα περιορισμού ή αποκλεισμού της ευθύνης. Παρά το αρχικό σχέδιο, κατά το οποίο απαγορεύονταν αμφότεροι, τελικά προκρίθηκε η μέση

(ΕΕ L 146 της 31.5.2013, σ. 1 έως 33). Για αναλυτική παρουσίαση του περιεχομένου των τριών Κανονισμών βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 83-104.

⁸⁵¹ Άρθρο 35α παρ. 1 εδ. α'.

⁸⁵² Άρθρο 35α παρ. 1 εδ. β'.

⁸⁵³ De Pascalis, Civil liability..., ό.π., 65.

⁸⁵⁴ Βλ. άρθρο 35α παρ. 2, κατά το τελευταίο εδάφιο της οποίας αναφέρεται ότι «Το τι συνιστούν ακριβή και λεπτομερή στοιχεία κρίνεται από το αρμόδιο εθνικό δικαστήριο, λαμβανομένου υπόψη ότι ο επενδυτής ή εκδότης ενδέχεται να μην έχει πρόσβαση σε πληροφορίες που εμπίπτουν καθαρά στο πεδίο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας».

λύση. Κατ' αυτήν ο συμβατικός περιορισμός επιτρέπεται, αλλά υπό όρους. Πρέπει να είναι εύλογος και αναλογικός και να επιτρέπεται από το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο. Σε αντίθετη περίπτωση δεν αναπτύσσει αποτελέσματα, καθόσον είναι άκυρος.

Στους κόλπους της Ευρωπαϊκής Ένωσης παρατηρούνται τρεις διαφορετικές προσεγγίσεις σχετικά με τη ρύθμιση της ευθύνης των οίκων αξιολόγησης. Η Γαλλία είναι το πρώτο και μοναδικό κράτος - μέλος που εισήγαγε ειδική ρύθμιση ήδη πριν την έκδοση του Κανονισμού. Μετά την ψήφισή του τα περισσότερα κράτη-μέλη, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνεται και η Ελλάδα, δεν εισήγαγαν ειδικότερες ρυθμίσεις, αλλά αρκέστηκαν στο ισχύον γενικό νομοθετικό πλαίσιο. Αντίθετα, στο Ηνωμένο Βασίλειο εκδόθηκαν οι κανονισμοί με τον τίτλο «The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013»⁸⁵⁵.

Το 2010 η Γαλλία πρώτη θέσπισε διάταξη νόμου σχετική με την αστική ευθύνη των οίκων έναντι των επενδυτών⁸⁵⁶. Η ρύθμιση αυτή, η οποία καταργήθηκε το 2018, προέβλεπε την ευθύνη αυτή ως αδικοπρακτική προς αποκατάσταση κάθε επιζήμιας κακής συμπεριφοράς των οίκων που συνδέεται με παραβίαση των υποχρεώσεών τους, όπως αυτές καθορίζονται στον Κανονισμό 1060/2009 και οφείλεται σε δόλο ή αμέλεια.

Με τον ίδιο νόμο απαγορεύθηκε ο αποκλεισμός της ευθύνης αυτής. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 544-6 του «Code monétaire et financier», όπως ίσχυε κατά το ως άνω διάστημα, κάθε συμβατικός όρος που έχει ως σκοπό τον αποκλεισμό της ευθύνης αυτής απαγορεύεται. Η κύρωση της παραβίασης της διάταξης αυτής ήταν ότι η σχετική ρήτρα εθεωρείτο ως μη γεγραμμένη.

Ο σχετικός νόμος είχε περιλάβει και ρύθμιση σχετική με τη διεθνή δικαιοδοσία. Με το δεύτερο εδάφιο του άρθρου 544-5 προβλεπόταν ότι κάθε ρήτρα η οποία έχει ως αποτέλεσμα την εκ των προτέρων παρέκταση της διεθνούς δικαιοδοσίας των γαλλικών δικαστηρίων με την καθίδρυση αποκλειστικής διεθνούς δικαιοδοσίας δικαστηρίων τρίτου κράτους μη μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με διαφορά που σχετίζεται με τις διατάξεις του Κανονισμού 1060/2009 είναι άκυρη και θεωρείται μη γεγραμμένη.

Με τους «The Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013» εξειδικεύονται σύμφωνα με το αγγλικό δίκαιο οι εκτιθέμενοι στον Κανονισμό όροι της υπαιτιότητας των οργανισμών αξιολόγησης. Έτσι, ο οίκος ενεργεί με πρόθεση όταν η κύρια διοίκησή του ενεργεί εσκεμμένα προκειμένου να διαπράξει την παράβαση⁸⁵⁷. Αντίστοιχα, βαρύνεται με βαριά αμέλεια όταν η διοίκηση δρα απερίσκεπτα⁸⁵⁸, δηλαδή χωρίς να ενδιαφέρεται αν λάβει χώρα παράβαση⁸⁵⁹.

Οι κανονισμοί είναι ιδιαίτερα διαφωτιστικοί σχετικά με το ζήτημα της αιτιώδους συνάφειας. Η παραβίαση έχει επίπτωση στην αξιολόγηση, αν έχει ως αποτέλεσμα την κατάταξη του εκδότη ή του οικονομικού μέσου του σε διαφορετική κατηγορία⁸⁶⁰. Προκειμένου να κριθεί αν ο επενδυτής εύλογα στηρίχθηκε στην αξιολόγηση χρησιμοποιείται το ίδιο μοντέλο που χρησιμοποιείται κατά τη διερεύνηση της ύπαρξης καθήκοντος επιμέλειας προκειμένου να κριθεί αν ο επενδυτής στηρίχθηκε εύλογα σε μία δήλωση⁸⁶¹. Στο πλαίσιο αυτό ο επενδυτής πρέπει να

⁸⁵⁵ (SI 2013/1637).

⁸⁵⁶ Άρθρο L. 544-5 Code monétaire et financier (Νομισματικός και χρηματοοικονομικός Κώδικας), το οποίο εισήχθη δυνάμει του άρθρου 10 του νόμου 2010-1249 (Loi 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, LEGIFRANCE) με έναρξη ισχύος την 1^η/1/2011.

⁸⁵⁷ Άρθρο 3.

⁸⁵⁸ Ο όρος που χρησιμοποιείται στο κείμενο του άρθρου είναι “reckless”.

⁸⁵⁹ Άρθρο 4.

⁸⁶⁰ Άρθρο 5.

⁸⁶¹ Άρθρο 6.

θεωρείται ότι επέδειξε τη δέουσα επιμέλεια, αν έδειξε την προσοχή που θα έδειχνε οποιοσδήποτε εύλογα συνετός επενδυτής στις περιστάσεις⁸⁶². Τέλος, ορίζεται ότι για την κρίση περί αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ παράβασης και ζημίας χρησιμοποιείται το τέστ της αιτιότητας που χρησιμοποιείται κατά την κρίση περί αμέλειας⁸⁶³.

Το άρθρο 12 παρέχει ορισμένους ενδείκτες, με βάση τους οποίους αξιολογείται το εύλογο και η αναλογικότητα των περιορισμών της σχετικής ευθύνης έναντι του επενδυτή. Οι ενδείκτες αυτοί δεν είναι αποκλειστικοί, καθόσον παρά την έλλειψή τους είναι δυνατό να κριθεί ο εξεταζόμενος περιορισμός ως εύλογος και ανάλογος⁸⁶⁴. Βασική προϋπόθεση που τίθεται είναι η ενημέρωση των επενδυτών σχετικά με τον περιορισμό⁸⁶⁵. Επιτρεπτός κρίνεται ο περιορισμός μεταξύ άλλων περιπτώσεων όταν αφορά ζημίες που προκύπτουν από μη αναμενόμενες ή ασυνήθεις χρήσεις της αξιολόγησης ή ζημίες τις οποίες ο οίκος δε θα μπορούσε εύλογα να έχει προβλέψει κατά την ανάθεση της αξιολόγησης⁸⁶⁶. Το ίδιο συμβαίνει όταν αφορά ζημίες τις οποίες κανένας οίκος δε θα μπορούσε να ασφαλίσει σε συνετή εμπορική βάση ή ζημίες για την αποκατάσταση των οποίων δεν απαιτούνται πόροι τους οποίους κανένας οίκος δεν αναμένεται εύλογα ότι διαθέτει⁸⁶⁷.

Στα υπόλοιπα άρθρα των κανονισμών ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι σχετικές με τον προσδιορισμό της ζημίας, το συντρέχον πταίσμα, την παραγραφή και την αρμοδιότητα διατάξεις. Η ζημία του επενδυτή που αποκαθίσταται σε περίπτωση που δεν έχει συμβληθεί με τον οίκο είναι αυτή που θα αποκαθίστατο σε περίπτωση αγωγής με βάση την αδικοπραξία εξ αμελείας⁸⁶⁸. Ο ενάγων οφείλει να μη συμβάλει στην επέλευση της ζημίας του και να την περιορίσει⁸⁶⁹. Η αγωγική αξίωση παραγράφεται σε ένα έτος από τότε που ο ενάγων διαπίστωσε ή επιδεικνύοντας εύλογη επιμέλεια μπορούσε να διαπιστώσει την παράβαση⁸⁷⁰. Ως αρμόδιο δικαστήριο ορίζεται το Πρωτοδικείο⁸⁷¹.

3.3 Το δίκαιο της Αυστραλίας

Ο νόμος περί εταιριών του 2001 («Corporations Act 2001») περιλαμβάνει διατάξεις σχετικές με την κάλυψη του κεφαλαίου⁸⁷² και με την παροχή υπηρεσιών σχετικών με τη χρηματαγορά. Κεντρικό ρόλο διαδραματίζουν τα ενημερωτικά έγγραφα («disclosure documents»)⁸⁷³ τα οποία σχετίζονται με την προσφορά κινητών αξιών. Στα άρθρα 728 - 733 προβλέπονται οι περιπτώσεις ευθύνης επί αναληθειών ή ανακριβειών των σχετικών εγγράφων. Η ίδια συμπεριφορά δύναται να υπαχθεί και στο πραγματικό των κανόνων δικαίου των άρθρων 1041E- 1041H, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις τους.

⁸⁶² Άρθρο 7.

⁸⁶³ Άρθρο 8.

⁸⁶⁴ Άρθρο 12 (2).

⁸⁶⁵ Άρθρο 12 (3).

⁸⁶⁶ Άρθρο 12 (1)(d) - (e).

⁸⁶⁷ Άρθρο 12 (1)(f) - (g).

⁸⁶⁸ Άρθρο 14(b).

⁸⁶⁹ Άρθρο 15.

⁸⁷⁰ Άρθρο 16.

⁸⁷¹ Άρθρο 17. Το «High Court» και στη Σκωτία το «Court of Sessions».

⁸⁷² Κεφάλαιο 6D της Corporations Act 2001.

⁸⁷³ Σ' αυτά περιλαμβάνονται το ενημερωτικό δελτίο («prospectus»), το σύντομο ενημερωτικό δελτίο («short form prospectus»), το διμερές ενημερωτικό δελτίο απλών εταιρικών ομολογιών («2-part simple corporate bonds prospectus»), τη σύντομη δήλωση κατάστασης («profile statement») και τη δήλωση πληροφοριών προσφοράς («offer information statement»).

Το άρθρο 728 προβλέπει τις περιπτώσεις κατά τις οποίες διαπιστώνεται παράβαση του. Αυτό συμβαίνει όταν η σχετική δήλωση⁸⁷⁴ είναι παραπλανητική ή απατηλή ή όταν παραλείπεται να περιληφθεί σε αυτήν κάποιο από τα στοιχεία που απαιτούνται κατά τον νόμο ή όταν μετά την υποβολή του εγγράφου συμβεί περιστατικό το οποίο θα έπρεπε να περιληφθεί στη σχετική δήλωση, αν είχε συμβεί πριν από την υποβολή του. Στις περιπτώσεις αυτές η προσφορά απαγορεύεται να λάβει χώρα. Σε αντίθετη περίπτωση, διαπράττεται παράβαση υπό την προϋπόθεση ότι ο επενδυτής βλάπτεται ουσιωδώς. Επίσης, προβλέπεται ότι η σχετική δήλωση, όταν αφορά μελλοντικά ζητήματα, είναι παραπλανητική, αν ο δηλών δεν έχει εύλογη βάση για να προβεί σ' αυτήν.

Στο άρθρο 729 αναφέρονται ρητώς τα πρόσωπα που ευθύνονται προς αποζημίωση οποιουδήποτε υπέστη ζημία εξαιτίας της παράβασης⁸⁷⁵. Μάλιστα, η σχετική ευθύνη αναγνωρίζεται, ακόμα και αν ο ευθυνόμενος δεν διέπραξε και δεν ενεπλάκη στην παράβαση. Μεταξύ των προσώπων αυτών περιλαμβάνονται ο ανάδοχος της προσφοράς, τα στοιχεία του οποίου αναφέρονται με τη συναίνεσή του στο έγγραφο, πρόσωπο το οποίο αναφέρεται στο έγγραφο με τη συναίνεσή του ως ο συντάκτης δήλωσης περιεχόμενης σ' αυτό ή δήλωσης η οποία αποτέλεσε βάση για το έγγραφο. Επίσης, ευθύνεται κάθε πρόσωπο που παραβιάζει τη σχετική ρύθμιση του άρθρου 728 (1) ή αναμειγνύεται σ' αυτήν. Κατά δε το άρθρο 730 τα ευθυνόμενα κατά το άρθρο 729 πρόσωπα οφείλουν να ενημερώσουν τον προσφέροντα ότι συντρέχει περίπτωση εφαρμογής του άρθρου αυτού (729)⁸⁷⁶.

Το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο παρέχει στον εναγόμενο δικαιώματα άμυνας. Ειδικότερα, όσον αφορά την ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο ο εναγόμενος απαλλάσσεται από αυτήν, αν αποδείξει ότι διεξήγαγε όλες τις έρευνες που ήταν εύλογες υπό τις συγκεκριμένες συνθήκες και με βάση αυτές πίστευε δικαιολογημένα ότι το δελτίο δεν είναι παραπλανητικό ή απατηλό ή ότι δεν υπάρχει παράλειψη κάποιου ζητήματος σ' αυτό⁸⁷⁷.

Ευνοϊκότερη είναι η αντιμετώπιση που επιφυλάσσεται στον εναγόμενο σε σχέση με τη σύντομη δήλωση κατάστασης («profile statement») και τη δήλωση πληροφοριών προσφοράς («offer information statement»). Στις περιπτώσεις αυτές ο εναγόμενος αρκεί να αποδείξει ότι δε γνώριζε ότι τα εν λόγω έγγραφα είναι παραπλανητικά ή απατηλά ή ότι έχει παραλειφθεί η δήλωση κάποιου απαραίτητου κατά το νόμο στοιχείου⁸⁷⁸.

Αναφορικά με κάθε ενημερωτικό έγγραφο ο εναγόμενος εξοπλίζεται και με επιπρόσθετα μέσα άμυνας. Πρώτον, απαλλάσσεται αν αποδείξει ότι στηρίχθηκε εύλογα σε πληροφορίες που του χορηγήθηκαν από άλλο πρόσωπο. Δεύτερον, αν το όνομά του αναφέρεται στα σχετικά έγγραφα ως ανήκοντος σε ευθυνόμενο πρόσωπο κατά τους όρους που αναφέρθηκαν ανωτέρω, πρέπει να αποδείξει ότι ανακάλεσε την προς τούτο συναίνεσή του⁸⁷⁹. Τέλος, αν η ευθύνη του αφορά νέες συνθήκες πρέπει να αποδείξει ότι δεν τις γνώριζε⁸⁸⁰.

Το άρθρο 1041Ε προβλέπει ευθύνη για ουσιωδώς εσφαλμένες ή παραπλανητικές δηλώσεις. Κατ' αυτό απαγορεύεται η διενέργεια τέτοιων δηλώσεων ή δημοσίευση τέτοιων

⁸⁷⁴ Που περιλαμβάνεται στο ενημερωτικό έγγραφο ή σε κάθε συνοδευτικό έντυπο εγγραφής ή έγγραφο που περιέχει την προσφορά, αν αυτή δεν περιλαμβάνεται στο ενημερωτικό έγγραφο ή στο έντυπο της αίτησης.

⁸⁷⁵ Ο χρόνος παραγραφής είναι εξαετής και άρχεται από τότε που συνέβη η αιτία της αγωγής. Βλ. άρθρο 729 (3) της Corporations Act 2001.

⁸⁷⁶ Στην τελευταία αυτή περίπτωση τα πρόσωπα ευθύνονται ανεξαρτήτως ευθύνης και απαλλάσσονται μόνο αν συντρέχει πραγματική πλάνη.

⁸⁷⁷ Άρθρο 731 της Corporations Act 2001.

⁸⁷⁸ Άρθρο 732 της Corporations Act 2001.

⁸⁷⁹ Άρθρο 733 (3) της Corporations Act 2001.

⁸⁸⁰ Άρθρο 733 (4) της Corporations Act 2001.

πληροφοριών, αν είναι πιθανόν αυτές να πείσουν κάποιον να υποβάλει αίτηση σχετική με χρηματοοικονομικά προϊόντα ή να τα διαθέσει ή να τα αποκτήσει ή έχουν ως αποτέλεσμα τον επηρεασμό της τιμής τους. Για τη στοιχειοθέτηση της ευθύνης αρκεί ο εναγόμενος να μην επέδειξε επιμέλεια σχετικά με την αλήθεια ή μη της δήλωσης ή της πληροφορίας ή να γνώριζε ή να όφειλε ευλόγως να γνωρίζει ότι ήταν ουσιωδώς εσφαλμένες ή παραπλανητικές.

Το άρθρο 1041F απαγορεύει την παρακίνηση σε κατάρτιση σύμβασης σχετικής με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, εφόσον γίνεται με χρήση ή δημοσίευση εσφαλμένων ή παραπλανητικών δηλώσεων ή με την απόκρυψη ουσιωδών γεγονότων. Όσον αφορά τη σύνταξη ή δημοσίευση δηλώσεων αρκεί ελαφρά αμέλεια του εναγομένου. Περαιτέρω, απαγορεύεται και η εγγραφή ή αποθήκευση σε μηχανικό, ηλεκτρονικό ή άλλο μέσο πληροφοριών των οποίων το σφάλμα ή την ανακρίβεια γνώριζε ο εναγόμενος, ο οποίος εύλογα ανέμενε ότι ο ενάγων θα αποκτήσει πρόσβαση.

Αντικείμενο του άρθρου 1041G είναι η ανέντιμη συμπεριφορά. Κατ' αυτό απαγορεύεται σε οποιοδήποτε πρόσωπο να επιδεικνύει τέτοια συμπεριφορά κατά τη λειτουργία επιχείρησης χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε σχέση με κάποιο χρηματοοικονομικό προϊόν ή υπηρεσία.

Κατά το άρθρο 1041H απαγορεύεται σε οποιονδήποτε να αναπτύσσει συμπεριφορά που είναι παραπλανητική ή απατηλή ή είναι πιθανό να παραπλανήσει ή να εξαπατήσει σχετικά με χρηματοοικονομικό προϊόν ή υπηρεσία. Στη συμπεριφορά αυτή περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων η έκδοση ενός προϊόντος, η δημοσίευση ανακοίνωσης σχετικά με προϊόν, η προσφορά ή η εκτίμηση προσφοράς στο πλαίσιο δημόσιας πρότασης εξαγοράς ή η σύσταση σχετικά με τέτοια πρόταση. Πρόκειται για διάταξη η παράβαση της οποίας γεννά αστική αξίωση αποκατάστασης της ζημίας και δε συνιστά ποινικό αδίκημα⁸⁸¹. Αξίζει να σημειωθεί ότι δεν απαιτείται να αποδείξει ο ενάγων δόλο του εναγομένου, ενώ αντιθέτως πρέπει να αποδείξει την ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της παραπλανητικής συμπεριφοράς και της ζημίας. Η παράβαση μπορεί να συνίσταται τόσο σε πράξη όσο και σε παράλειψη, ενώ περιλαμβάνει και τις περιπτώσεις των προβλέψεων.

Από τη σχετική νομολογία οι σημαντικότερες αποφάσεις είναι οι σχετικές με την υπόθεση «Bathurst». Τόσο από το πρωτοβάθμιο όσο και από το δευτεροβάθμιο δικαστήριο κρίθηκε ότι οίκος αξιολόγησης ευθύνεται έναντι επενδυτών για την αξιολόγηση συγκεκριμένων δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων με βάσεις ευθύνης τα άρθρα 1041E και 1041H, τη νομοθεσία περί παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών⁸⁸² και τις γενικές διατάξεις περί ευθύνης από αμέλεια⁸⁸³. Στο πλαίσιο αυτό κρίθηκε ότι ο οίκος αξιολόγησης είχε υποχρέωση πρόνοιας έναντι των εναγόντων επενδυτών ενόψει της πολυπλοκότητας του αξιολογούμενου προϊόντος και του γεγονότος ότι αυτοί εντάσσονταν σε συγκεκριμένο προσδιορίσιμο κύκλο, ότι δεν υπήρχε η διέξοδος της δευτερογενούς αγοράς και ότι ο οίκος γνώριζε ότι δε διέθεταν σχετικές γνώσεις και ότι επρόκειτο να στηριχθούν στην έκθεσή του⁸⁸⁴. Ιδίως κρίθηκε ότι ο οίκος δεν έχει υποχρέωση σύνταξης ορθών αξιολογήσεων, αλλά υποχρέωση εύλογης έρευνας⁸⁸⁵. Αντιθέτως στη συγκεκριμένη περίπτωση ο οίκος αξιολόγησης στηρίχθηκε αποκλειστικά στο

⁸⁸¹ Dixon, Hill, ό.π., 25.

⁸⁸² Βλ. Miglionico, Recasting..., ό.π., 212, κατά τον οποίο με τις σχετικές αποφάσεις η έκθεση αξιολόγησης επαναπροσδιορίζεται ως συμβουλή αντί για γνώμη.

⁸⁸³ Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No.5) [2012] FCA1200· ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65· Miglionico, Recasting..., ό.π., 210· De Bruyne, Liability..., ό.π., 5επ..

⁸⁸⁴ ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65 σκέψεις 573επ..

⁸⁸⁵ De Bruyne, Liability..., ό.π., 5.

(περιέχον σφάλματα) μοντέλο που χρησιμοποίησε ο εκδότης χωρίς να προβεί σε έλεγχο με αποτέλεσμα η έκθεση να μην είναι «προϊόν εύλογης έρευνας και δεξιοτήτων»⁸⁸⁶.

Εκτός των ανωτέρω προβλέπεται αστική ευθύνη των εμπλεκόμενων σε παραβίαση σχετική τόσο με τις υποχρεώσεις περιοδικής πληροφόρησης των εισηγμένων εταιριών προσώπων όσο και με την επίδειξη παραπλανητικής συμπεριφοράς⁸⁸⁷. Ειδικότερα, ορίζεται ότι για τις σχετικές παραβάσεις εκτός από την εταιρία ευθύνεται μεταξύ άλλων κάθε πρόσωπο που έχει παράσχει συνδρομή ή συμβουλή σχετική με την παράβαση⁸⁸⁸. Οι σχετικές διατάξεις είναι ιδιαίτερα σημαντικές για τον λόγο ότι προβλέπουν αστική ευθύνη των συνεργών την ίδια στιγμή που στις Η.Π.Α. σε ομοσπονδιακό επίπεδο δεν αναγνωρίζεται σχετική αξίωση αναφορικά με τις σχετικές με την κατάχρηση αγοράς διατάξεις.

3.4 Το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου

3.4.1 Η ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο

Το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου σχετικά με την αξίωση τρίτου (μη συμβαλλομένου) προσώπου με βάση τη σύμβαση σε βάρος κάποιου εκ των συμβαλλομένων είναι σταθερά προσκολλημένο στην έννοια του συμβατικού δεσμού. Οι όποιες προσπάθειες θεμελίωσης σχετικής απαίτησης εξαντλούνται σε επίπεδο αδικοπρακτικής ευθύνης. Η προσέγγιση αυτή επηρεάζει το περιεχόμενο της τιθεμένης νομοθεσίας και βρίσκει το όριό της στην τήρηση των αναληφθεισών υποχρεώσεων του Ηνωμένου Βασιλείου έναντι της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η δε προβληματική της αδικοπρακτικής βάσης της σχετικής ευθύνης έχει αποτελέσει κυρίως αντικείμενο επεξεργασίας εκ μέρους της νομολογίας των εθνικών δικαστηρίων.

Σε επίπεδο Ηνωμένου Βασιλείου απουσιάζουν ρυθμίσεις σχετικές με την ευθύνη οποιασδήποτε κατηγορίας πυλωρών έναντι των επενδυτών ως τρίτων – πλην της περίπτωσης των οίκων αξιολόγησης και της ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο. Είναι χαρακτηριστικό ότι, ενώ έχουν εισαχθεί ειδικές ρυθμίσεις σχετικά με την ευθύνη των ορκωτών ελεγκτών έναντι των πελατών τους, δε συμβαίνει το ίδιο και με τις αξιώσεις τρίτων σε βάρος τους. Σημαντικός παράγοντας γι' αυτήν την επιλογή του νομοθέτη είναι το γεγονός ότι η σχετική οδηγία δεν περιλαμβάνει σχετικές διατάξεις, αλλά η Επιτροπή έχει αρκεσθεί στην έκδοση μίας απλής σύστασης.

Εξαίρεση αποτελεί η ρύθμιση της ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο. Πρόκειται για το άρθρο 90 της «Financial Services and Markets Act 2000» συνδυασμό με την «Prospectus Regulation Rules Instrument 2019»⁸⁸⁹, που εκδόθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου. Στις σχετικές ρυθμίσεις περιλαμβάνονται κανόνες δικαίου σχετικοί με την ευθύνη έναντι τρίτων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα σχετικά ζητήματα ρυθμίζονται σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης – αρχικά με τις αναφερθείσες στην οικεία θέση οδηγίες και πλέον με τον σχετικό κανονισμό⁸⁹⁰.

⁸⁸⁶ ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65 σκέψη 503.

⁸⁸⁷ Άρθρο 674 της Corporation Act του 2001 για την παραβίαση των διατάξεων περί περιοδικής πληροφόρησης. Dixon, Hill, ό.π., 25.

⁸⁸⁸ Άρθρο 79 της Corporation Act του 2001.

⁸⁸⁹ FCA 2019/80.

⁸⁹⁰ Επισημαίνεται ότι επιλέχθηκε η διακριτή σε σχέση με τη σχετική ρύθμιση της Ευρωπαϊκής Ένωσης ανάπτυξη του περιεχομένου των σχετικών διατάξεων του δικαίου του Ηνωμένου Βασιλείου σε ιδιαίτερη ενότητα λόγω

Ως υπέχων ευθύνη ορίζεται οποιοσδήποτε είναι υπεύθυνος για τα λεπτομερή στοιχεία εισαγωγής στην οργανωμένη αγορά («listing particulars»)⁸⁹¹. Η βρετανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προσδιόρισε τα υπεύθυνα πρόσωπα. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων τα πρόσωπα που αποδέχονται το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου και των οποίων τα στοιχεία αναφέρονται σ' αυτό, τα πρόσωπα που προβαίνουν στην προσφορά (αν δεν είναι εκδότες) και κάθε πρόσωπο που χωρίς να περιλαμβάνεται στις υπόλοιπες κατηγορίες υπευθύνων έχει εγκρίνει το περιεχόμενο του δελτίου⁸⁹².

Η ευθύνη αφορά αναληθείς ή παραπλανητικές δηλώσεις ή παραλείψεις δημοσίευσης ζητημάτων των οποίων η δημοσιοποίηση απαιτείται κατά τον νόμο⁸⁹³. Τα σχετικά ελαττώματα μπορεί να αφορούν είτε το ενημερωτικό δελτίο είτε τα λεπτομερή στοιχεία εισαγωγής στην οργανωμένη αγορά (τα οποία δημοσιεύονται όταν δεν απαιτείται η έκδοση ενημερωτικού δελτίου).

Στην άσκηση της σχετικής αγωγής νομιμοποιείται ενεργητικά οποιοσδήποτε απέκτησε τις κινητές αξίες τις οποίες αφορούν τα σχετικά έγγραφα, εφόσον υπέστη ζημία εξαιτίας της πλημμέλειάς τους. Σημαντικό είναι το γεγονός ότι ο επενδυτής - ενάγων δεν οφείλει να αποδείξει υπαιτιότητα του εναγομένου⁸⁹⁴. Αντιθέτως, ο εναγόμενος βαρύνεται να αποδείξει ότι δεν επέδειξε αμέλεια⁸⁹⁵. Επίσης, ο επενδυτής δεν χρειάζεται να αποδείξει ότι έλαβε γνώση της εσφαλμένης πληροφορίας ή ότι στηρίχθηκε σ' αυτήν⁸⁹⁶.

Στην FSMA 2000 προβλέπονται διάφορα δικαιώματα άμυνας, τα οποία ο εναγόμενος μπορεί να ασκήσει κατ' ένσταση προκειμένου να απαλλαχθεί από την ευθύνη του. Σημαντικό στοιχείο που καθορίζει το περιεχόμενο του αποδεικτικού βάρους του εναγομένου είναι αν η σχετική δήλωση ή παράλειψη ανήκει στον ίδιο ή αν σ' αυτήν προέβη ή την ενέκρινε κάποιος ειδικός. Επίσης, εξετάζεται αν έλαβε χώρα διόρθωση της πλημμέλειας. Κοινός παρονομαστής είναι ο εύλογος χαρακτήρας της πίστης υπευθύνου σχετικά με την αναλήθεια, ανακρίβεια ή παράλειψη ή της προσπάθειας προς αποφυγή ή διόρθωσή τους.

Στην περίπτωση κατά την οποία ο ίδιος ο υπεύθυνος προέβη ή ενέκρινε τη δήλωση, απαλλάσσεται αν αποδείξει ότι εύλογα πίστευε κατά τον χρόνο υποβολής των σχετικών εγγράφων στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην αλήθεια και τον μη παραπλανητικό χαρακτήρα της δήλωσης ή στην ανυπαρξία παράλειψης. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι η πίστη αυτή να είναι το αποτέλεσμα όλων των απαιτούμενων ερευνών. Επιπλέον, πρέπει ο υπεύθυνος να συνέχισε να έχει την πίστη αυτή μέχρι την απόκτηση των μετοχών ή μετά την έναρξη των διαπραγματεύσεων και ενώ οι μετοχές αποκτήθηκαν σε χρόνο και υπό περιστάσεις κατά τις οποίες πρέπει ο ίδιος να κριθεί συγγνωστός ή οι μετοχές να αποκτήθηκαν σε χρόνο που δεν ήταν εφικτή η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού ή ο ίδιος να είχε λάβει κάθε αναγκαίο μέτρο προς ενημέρωση των επενδυτών.

Ο υπεύθυνος φέρει μικρότερο αποδεικτικό βάρος όταν η σχετική δήλωση (ή παράλειψη) φαίνεται να έγινε ή να εγκρίθηκε από πρόσωπο με ειδικές γνώσεις. Οι περιπτώσεις απαλλαγής

της απουσίας άλλων νομοθετικών ρυθμίσεων αφετέρου προκειμένου να τονισθεί με τον τρόπο αυτόν το γεγονός ότι το Ηνωμένο Βασίλειο εμμένει στην ύπαρξη σύμβασης και αντιμετωπίζει την ευθύνη του τρίτου ως εξαίρεση.

⁸⁹¹ Άρθρο 90 (1) της FSMA 2000.

⁸⁹² Σ' αυτά περιλαμβάνονται και οι οίκοι αξιολόγησης, μολονότι δε γίνεται αναφορά σ' αυτούς. Nästegård, Does Member State Law..., ό.π., 74-75.

⁸⁹³ Άρθρο 90 (1) (b) της FSMA 2000.

⁸⁹⁴ Nästegård, Does Member State Law..., ό.π., 75.

⁸⁹⁵ Vandendriessche, Investor Losses. A comparative legal analysis of causation and assessment of damages in investors litigation, Phd thesis, Universiteit Gent, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 2013-2014, 120.

⁸⁹⁶ Nästegård, Does Member State Law..., ό.π., 75.

είναι αντίστοιχες με τις αναφερόμενες στην αμέσως προηγούμενη παράγραφο. Η διαφορά έγκειται στο περιεχόμενο της εμπιστοσύνης. Έτσι, ο εναγόμενος απαλλάσσεται, αν πίστευσε ότι ο ειδικός είναι ικανός για να προβεί στη δήλωση ή να την εγκρίνει και ότι συναίνεσε να περιληφθεί η δήλωση στο έγγραφο. Επομένως, δεν απαιτείται η πίστη αυτή να πηγάζει από εξάντληση κάθε πιθανής έρευνας. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι η ειδίκευση του δηλούντος ή του εγκρίνοντος δημιουργεί εμπιστοσύνη και παρέχει εχέγγυα για την ορθότητα της παρεχόμενης υπηρεσίας τους.

Στο ίδιο πλαίσιο η ακριβής και ορθή αναπαραγωγή δήλωσης δημοσίου οργάνου οδηγεί στην απαλλαγή του υπευθύνου. Το σκεπτικό είναι το ίδιο, όπως και στην περίπτωση των ειδικών. Ωστόσο, εξαιτίας της ιδιότητας του προσώπου του οποίου η δήλωση αναπαράγεται δεν χρειάζεται καν ο έλεγχος ή η εμπιστοσύνη στην ορθότητα. Αρκεί η πιστή αναπαραγωγή της δήλωσης.

Η αντιμετώπιση που επιφυλάσσει ο νομοθέτης στον υπεύθυνο στην περίπτωση διόρθωσης της δήλωσης είναι η ίδια ανεξαρτήτως της εμπλοκής ή μη ειδικού. Εκείνο που έχει σημασία είναι να προβεί ο υπεύθυνος σε έγκαιρη δημοσίευση της διόρθωσης προς το κοινό ή σε κάθε άλλη ενέργεια που διασφαλίζει τη δημοσιότητα (έχοντας την εύλογη πεποίθηση ότι έλαβε τα αναγκαία μέτρα).

Η FSMA 2000 περιέχει ρητή διάταξη σχετικά με το συντρέχον πταίσμα του επενδυτή. Κατ' αυτήν η εν γνώσει της αναλήθειας ή του παραπλανητικού χαρακτήρα της δήλωσης ή της παράλειψης ή της μεταβολής των πραγμάτων απόκτηση από τον τελευταίο των κινητών αξιών τις οποίες αφορά η δήλωση έχει ως συνέπεια την πλήρη απαλλαγή του εναγομένου από κάθε ευθύνη.

Η ρύθμιση του άρθρου 90 της FSMA 2000 είναι παρόμοια με αυτή του άρθρου 11 της Securities Act των Η.Π.Α.. Υπάρχει προφανής αντιστοιχία και ομοιότητα στο υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής. Επίσης, αμφότερες οι διατάξεις προβλέπουν κατ' αρχήν αντικειμενική ευθύνη των υπευθύνων προσώπων, στα οποία παρέχεται δικαίωμα να προβάλλουν κατ' ένσταση ότι προέβησαν σε επιμελή έλεγχο των στοιχείων του ενημερωτικού δελτίου⁸⁹⁷.

3.4.2. Η νομολογία των δικαστηρίων του Ηνωμένου Βασιλείου

Η ανάγκη προστασίας του τρίτου που, αν και δεν είναι συμβαλλόμενος σε σύμβαση, υφίσταται ζημία από δηλώσεις που δημοσιεύονται σε εκτέλεση σχετικής υποχρέωσης που πηγάζει από τη σύμβαση αυτή ώθησε τα αγγλικά δικαστήρια στη διερεύνηση σχετικής βάσης με βάση το δίκαιο των αδικοπραξιών. Στο πλαίσιο αυτό αναζητήθηκαν οι συνθήκες και οι προϋποθέσεις με βάση τις οποίες μπορεί να αναγνωρισθεί σχετικό καθήκον προστασίας των έννομων συμφερόντων και των αγαθών του τρίτου.

Η αλήθεια είναι ότι τα πορίσματα της σχετικής νομολογίας έχουν ήδη εκτεθεί σε άλλη θέση της παρούσας και συγκεκριμένα κατά την περιγραφή των προσεγγίσεων οιονεί συμβατικής ευθύνης. Τούτο συμβαίνει, επειδή το σκεπτικό των εν λόγω αποφάσεων είναι αντίστοιχο με αυτό αποφάσεων που σε άλλες έννομες τάξεις θεωρούνται ως ασπαζόμενες τις θεωρίες της οιονεί συμβατικής βάσης. Ωστόσο, στην έννομη τάξη του Ηνωμένου Βασιλείου οι σχετικές αποφάσεις αποτελούν τμήμα του δικαίου των αδικοπραξιών. Προς αποφυγή επαναλήψεων γίνεται παραπομπή στα ήδη αναφερθέντα.

⁸⁹⁷ Nästegård, Does Member State Law..., ό.π., 73-76.

Με βάση την απόφαση στην υπόθεση *Cararo* για τη θεμελίωση ευθύνης έναντι τρίτου λόγω αμέλειας πρέπει να συντρέχουν τρεις προϋποθέσεις. Πρώτον, η ζημία πρέπει να μπορεί να προβλεφθεί εκ των προτέρων από τον ζημιώσαντα. Δεύτερον, πρέπει να υφίσταται μεταξύ ζημιώσαντος και ζημιωθέντος μία σχέση εγγύτητας. Τρίτον, ενόψει των συνθηκών πρέπει να κρίνεται ως δίκαιη και εύλογη η επιβολή υποχρέωσης πρόνοιας στο πρόσωπο του ζημιώσαντος προς όφελος του ζημιωθέντος. Η σχετική νομολογία θα μπορούσε να εφαρμοσθεί σε περίπτωση άσκησης αγωγής επενδυτή σε βάρος κάποιου πυλωρού⁸⁹⁸. Ωστόσο, τονίζεται ότι εκ των τριών προϋποθέσεων πιο δυσχερώς αποδείξιμη είναι εκείνη της εγγύτητας⁸⁹⁹. Ειδικότερα, ο επενδυτής πρέπει να αποδείξει ότι ο πυλωρός γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι η έκθεσή του επρόκειτο να χρησιμοποιηθεί από συγκεκριμένο κύκλο τρίτων προσώπων στον οποίο ανήκει ο ίδιος και ότι ανέμενε ότι οι εν λόγω χρήστες θα στηριχθούν στην έκθεσή του⁹⁰⁰.

Μία εκ των χρησιμοποιούμενων βάσεων για τη θεμελίωση υποχρέωσης επιμέλειας στις περιπτώσεις αμελούς πρόκλησης ζημίας είναι η ανάληψη της ευθύνης («assumption of responsibility»). Στο πλαίσιο αυτό δεν αρκεί η εξ αμελείας ανακοίνωση εσφαλμένων πληροφοριών, αλλά απαιτείται επιπλέον να έχει αναλάβει εκείνος που προβαίνει στη σχετική ανακοίνωση τη σχετική ευθύνη έναντι του αποδέκτη της. Η ανάληψη αυτή μπορεί να γίνεται με ρητή δήλωση ή και να συνάγεται σιωπηρώς από τις περιστάσεις⁹⁰¹. Ειδικά για τον ειδικό θεμελιώνεται ευθύνη του έναντι τρίτων, εφόσον ενόψει του επαγγέλματός του και της ειδικεύσής του προκάλεσε την εμπιστοσύνη του τρίτου, εκτός αν ρητώς αρνήθηκε την ανάληψη ευθύνης για την ακρίβεια των λεγομένων του⁹⁰².

Σε επίπεδο θεωρίας παρατηρούνται προσπάθειες θεμελίωσης καθήκοντος πρόνοιας έναντι του τρίτου με βάση τον θεσμό του «estoppel» έτσι ώστε να μπορεί να προβληθεί η σχετική βάση ενώπιον των αγγλικών δικαστηρίων. Σύμφωνα με τον θεσμό αυτό απαγορεύεται η προβολή ισχυρισμού ή η άσκηση δικαιώματος όταν στηρίζονται σε αντιφατική συμπεριφορά. Ειδικότερα, όταν εκείνος που με τις πράξεις του πείθει κάποιον άλλο για την ύπαρξη κάποιου γεγονότος με αποτέλεσμα ο τελευταίος να προβεί σε συγκεκριμένη συμπεριφορά, δε δικαιούται να μεταβάλει στάση αρνούμενος την αλήθεια του περιεχομένου των πράξεών του⁹⁰³.

Εκ των περισσότερων ειδών «estoppel» που έχουν διαπλασθεί κατά τη νομολογία ενδιαφέρον για την παρούσα παρουσιάζουν αυτά που αφορούν την παροχή υπόσχεσης και την παράσταση γεγονότων. Το πρώτο ονομάζεται «promissory estoppel» και αναφέρεται σε δόση υποσχέσεων, ενώ το δεύτερο «estoppel by representation» και έχει ως αντικείμενο τη δήλωση πραγματικών γεγονότων. Αμφότερα έχουν σε επίπεδο αγγλικής νομολογίας αμυντικό χαρακτήρα: Δεν μπορούν να αποτελέσουν αγωγική βάση⁹⁰⁴. Η διαφορά τους έγκειται αφενός στο ότι το πρώτο αφορά σε υπόσχεση, ενώ το δεύτερο σε γεγονότα, αφετέρου επί υποσχέσεως γίνεται δεκτό ότι η υπόσχεση για την παραίτηση ή την αποχή από την άσκηση δικαιώματος

⁸⁹⁸ Nästegård, Does Member State Law..., ό.π., 79-80.

⁸⁹⁹ Alexander, Tort Liability for Ratings of Structured Securities under English Law, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series No. 2015-06, 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα www.rwi.uzh.ch, 11,16.

⁹⁰⁰ Στο πλαίσιο αυτό η Nästegård, Does Member State Law..., ό.π., 80, υποστηρίζει ότι αγωγή σε βάρος οίκου αξιολόγησης θα μπορούσε να ευδοκιμήσει σε περίπτωση ιδιωτικής τοποθέτησης, καθόσον υφίσταται η απαιτούμενη εγγύτητα μεταξύ του οίκου και των θεσμικών επενδυτών.

⁹⁰¹ Li, The Legal Status of Pre-Contractual Liability: Contrasting Responses from German and English Law, Nat'l Taiwan U.L.J. 2017, 151-153.

⁹⁰² Li, ό.π., 153.

⁹⁰³ Επί των ανωτέρω βλ. Miglionico, Recasting..., ό.π., 166επ..

⁹⁰⁴ Βλ. σε Χασάπη, Η επιστολή προθέσεων (Letter of intent) - Μια μελέτη του δικαίου των προσυμβατικών συμφωνιών, εκδόσεις Π.Ν. Σάκουλας, 2021, 411.

μπορεί να ανακληθεί με εύλογη προειδοποίηση, ενώ στην περίπτωση της παράστασης γεγονότων εκείνος που προέβη σ' αυτήν δεν μπορεί να προβεί σε αντίθετη δήλωση⁹⁰⁵.

Κατά την κρατούσα γνώμη ο θεσμός του «estoppel» είναι κανόνας απόδειξης⁹⁰⁶. Με αυτόν διευκολύνεται η απόδειξη των ισχυρισμών του αποδέκτη των σχετικών παραστάσεων ή δηλώσεων. Ιδίως με την επίκληση του «estoppel by representation» αποδεικνύονται οι ισχυρισμοί του αποδέκτη σχετικά με τη δήλωση και την άσκηση επιρροής στη συμπεριφορά του. Όσον αφορά την άσκηση αγωγής, ναι μεν δεν μπορεί να αποτελέσει νομική βάση στην οποία θα στηριχθούν οι αξιώσεις του αποδέκτη ως ενάγοντος, αλλά ως κανόνας απόδειξης μπορεί να διευκολύνει την απόδειξη μίας αγωγικής βάσης που στηρίζεται σε αδικοπραξία. Στο πλαίσιο και στο βαθμό αυτό είναι δυνατή η χρήση του θεσμού από τον αποδέκτη και στην περίπτωση κατά την οποία αυτός μετέχει σε δίκη ως ενάγων⁹⁰⁷.

Πέραν των ανωτέρω, πρέπει να εξετασθεί και το ενδεχόμενο εφαρμογής του νομολογιακώς εφαρμοσθέντος κανόνα περί αδικοπρακτικής απάτης («tort of deceit»). Σύμφωνα με αυτόν, όποιος προβαίνει σε εσφαλμένες παραστάσεις προς άλλους γνωρίζοντας το εσφαλμένο των παραστάσεων ή αδιαφορώντας για την ορθότητά τους και προκαλεί ζημία στους αποδέκτες της δήλωσης οφείλει να τους αποζημιώσει⁹⁰⁸. Μάλιστα, έχει γίνει δεκτό ότι σχετική ευθύνη μπορεί να θεμελιωθεί και για την παράλειψη δημοσιοποίησης γεγονότων των οποίων ο ελεγκτής λαμβάνει γνώση μετά τη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων⁹⁰⁹. Η εν λόγω νομολογία θα μπορούσε να εφαρμοσθεί στην περίπτωση των πυλωρών με εξαίρεση τις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο επαγγελματίας δεν προβαίνει σε δήλωση πραγματικού γεγονότος, αλλά σε παροχή γνώμης. Ειδικά στην τελευταία περίπτωση, η οποία είναι αυτή των οίκων αξιολόγησης, η νομολογία αυτή θα μπορούσε να εφαρμοσθεί μόνο για σφάλμα που αναφέρεται στα πραγματικά περιστατικά στα οποία στηρίχθηκε ο ειδικός για τη διαμόρφωση της γνώμης του⁹¹⁰.

3.5 Το ελληνικό δίκαιο

Κατά το ελληνικό δίκαιο η αδικοπρακτική ευθύνη των πυλωρών έναντι των επενδυτών έχει δύο διαστάσεις. Η πρώτη εξ αυτών είναι η ευρωπαϊκή: Οι σχετικές ειδικές διατάξεις έχουν προέλευση ευρωπαϊκή στο πλαίσιο και εξαιτίας της συμμετοχής της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η δεύτερη είναι η εθνική: Το ίδιο το ελληνικό δίκαιο διαθέτει εθνικούς κανόνες δικαίου, η εφαρμογή των οποίων στη μελετώμενη περίπτωση αποσκοπεί να δώσει λύσεις στο πρόβλημα της ευθύνης έναντι τρίτων.

Ήδη οι σχετικοί κανόνες δικαίου ευρωπαϊκής προέλευσης έχουν εκτεθεί στην οικεία θέση της παρούσας. Πρόκειται για τις οδηγίες και τον κανονισμό σχετικά με την έκδοση ενημερωτικού δελτίου και τον νόμο 4706/2020. Επίσης, πρόκειται και για το άρθρο 35α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 σχετικά με την ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

⁹⁰⁵ Για τα ανωτέρω βλ. Miglionico, Recasting..., ό.π., 166, 168, 172· Χασάπη, ό.π., 410-411.

⁹⁰⁶ Miglionico, Recasting..., ό.π., 173.

⁹⁰⁷ Miglionico, Recasting..., ό.π., 169-174.

⁹⁰⁸ Marinelli, ό.π., 123· Möllers, Niedorf, ό.π., 355.

⁹⁰⁹ Marinelli, ό.π., 126.

⁹¹⁰ Möllers, Niedorf, ό.π., 356.

3.5.1 Η ευθύνη των ελεγκτών

3.5.1.1 Η εφαρμογή των γενικών διατάξεων του Αστικού Κώδικα περί αδικοπραξιών

Ενδιάμεση περίπτωση αποτελεί η νομοθεσία η σχετική με την ευθύνη των ορκωτών ελεγκτών και των ελεγκτικών εταιριών. Παρότι στην Οδηγία 2006/43/EK⁹¹¹ έγινε αναφορά σε ευθύνη δημοσίου συμφέροντος του ελεγκτή⁹¹², σκοπίμως δεν περιελήφθησαν ειδικές διατάξεις σχετικές με το περιεχόμενό της. Απλώς με το άρθρο 30 παρ. 2 ορίστηκε ότι «με την επιφύλαξη των εθνικών καθεστώτων αστικής ευθύνης, τα κράτη μέλη προβλέπουν αποτελεσματικές, αναλογικές και αποτρεπτικές κυρώσεις κατά των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων εάν ο υποχρεωτικός έλεγχος δεν διενεργείται σύμφωνα με τις διατάξεις εφαρμογής της παρούσας οδηγίας», ενώ με το άρθρο 31 προβλέφθηκε μεταξύ άλλων η υποβολή έκθεσης της Επιτροπής σχετικά «με τον αντίκτυπο των ισχυόντων εθνικών κανόνων περί ευθύνης επί της διενέργειας νομίμων ελέγχων στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές και τους όρους ασφάλισης των νομίμων ελεγκτών και ελεγκτικών γραφείων» με σκοπό τη διασφάλιση του ασφαλισμού του σχετικού κινδύνου.

Με σχετική σύστασή της προς τα κράτη - μέλη η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε μεθόδους περιορισμού της ευθύνης των ελεγκτών⁹¹³. Τα κράτη - μέλη οφείλουν να λάβουν σχετικά μέτρα, αλλά εναπόκειται στα ίδια η επιλογή μίας (τουλάχιστον) από τις προτεινόμενες μεθόδους. Αυτές είναι «α) καθιέρωση μέγιστου χρηματικού ποσού ή ενός τύπου για τον υπολογισμό του εν λόγω ποσού· β) καθιέρωση δέσμης αρχών δυνάμει των οποίων ο νόμιμος ελεγκτής ή το ελεγκτικό γραφείο δεν ευθύνονται πέρα από την πραγματική συμβολή τους στη ζημία που υπέστη ένας ενάγων, και κατά συνέπεια δεν φέρει από κοινού και εις ολόκληρον ευθύνη με άλλους παραβάτες· γ) διάταξη που παρέχει τη δυνατότητα σε κάθε εταιρεία που υφίσταται έλεγχο και στον νόμιμο ελεγκτή ή το ελεγκτικό γραφείο να καθορίζουν περιορισμό της ευθύνης βάσει συμφωνίας»⁹¹⁴.

Υπό την ισχύ του άρθρου 37 παρ. 3 του ν. 2120/1920, το οποίο προέβλεπε ευθύνη των ελεγκτών έναντι της ΑΕ, δεν ήταν δυνατή η στοιχειοθέτηση ευθύνη τους έναντι των τρίτων με βάση τη σχετική με τις ανώνυμες εταιρίες νομοθεσία. Η εν λόγω ρύθμιση διαλάμβανε αποκλειστικά τις περιπτώσεις ευθύνης για ζημία προκαλούμενη στην εταιρία. Επομένως, η νομική βάση για αντίστοιχες αξιώσεις τρίτων σε βάρος του ελεγκτή έπρεπε να αναζητηθεί εκτός των ειδικών διατάξεων του εταιρικού δικαίου.

⁹¹¹ Οδηγία 2006/43/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου, ΟJ L 157, 9.6.2006, p. 87–107.

⁹¹² Σκέψεις 9, 15 και 19 του προοιμίου της Οδηγίας 2006/43/EK.

⁹¹³ Σύσταση της Επιτροπής της 5ης Ιουνίου 2008 σχετικά με τον περιορισμό της αστικής ευθύνης των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων [κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό E(2008) 2274] (2008/473/EK). Βλ. Μαστρομανώλη, Πρόσφατες εξελίξεις..., ό.π., 18.

⁹¹⁴ Άρθρο 5 της σύστασης. Πρβλ. και Έγγραφο Εργασίας των Υπηρεσιών της Επιτροπής συνοδευτικό στη Σύσταση της Επιτροπής σχετικά με τον περιορισμό της αστικής ευθύνης των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων – Σύνοψη της εκτίμησης επιπτώσεων {C (2008) 2274 τελικό} {sec(2008) 1975}, κατά το οποίο διαπιστώθηκε η ύπαρξη των εξής επιλογών: 1) η μη ανάληψης δράσης σε επίπεδο ΕΕ, 2) η πληρωμή εκ μέρους των επενδυτών ή της εταιρίας για την ασφάλιση του ελεγκτή, 3) ο περιορισμός της έκτασης των ελεγκτών σε κίνδυνο με την περικοπή ορισμένων επικίνδυνων καθηκόντων από την ελεγκτική δραστηριότητα βάσει των διεθνών προτύπων, 4) ο εναρμονισμός των καθεστώτων αστικής ευθύνης βάσει ανώτατου ορίου σε επίπεδο κρατών-μέλους, 5) η εναρμόνιση των καθεστώτων αστικής ευθύνης βάσει αναλογικής ευθύνης και 6) ο καθορισμός στόχου περιορισμού της αστικής ευθύνης χωρίς καθορισμό της επακριβούς μεθόδου επίτευξής του.

Η θεωρία αναγνωρίζοντας τις δυσχέρειες εφαρμογής άλλων βάσεων^{915 916} κατέφυγε στη λύση της αδικοπρακτικής ευθύνης⁹¹⁷. Στο πλαίσιο αυτό εξετάσθηκε το εύρος των περιπτώσεων που δύνανται να υπαχθούν στο πραγματικό των σχετικών κανόνων δικαίου. Αντικείμενο της έρευνας αποτέλεσαν αφενός ο λευκός κανόνας του άρθρου 914 ΑΚ αφετέρου η ανήθικη και δόλια πρόκληση ζημίας κατ' άρθρο 919 ΑΚ. Σύμφωνα με την πρώτη ρύθμιση «όποιος ζημιώσει άλλον παράνομα και υπαίτια έχει υποχρέωση να τον αποζημιώσει», ενώ κατά τη δεύτερη «όποιος με πρόθεση ζημιώσει άλλον κατά τρόπο αντίθετο προς τα χρηστά ήθη έχει υποχρέωση να τον αποζημιώσει».

Η ρύθμιση του άρθρου 919 ΑΚ ως κατ' εξοχήν διάταξης που χρησιμοποιείται για την υπέρβαση της σχετικότητας των ενοχών επεκτείνει τις περιπτώσεις αδικοπρακτικής ευθύνης πέραν των καλυπτόμενων από το άρθρο 914 ΑΚ. Για την εφαρμογή της δεν απαιτείται να στοιχειοθετείται το στοιχείο του παρανόμου, αλλά αρκεί η αντίθεση της πράξης ή της παράλειψης του ζημιώσαντος στα χρηστά ήθη⁹¹⁸. Τα χρηστά ήθη είναι αόριστη νομική έννοια, η οποία εξειδικεύεται από τον δικαστή κατά την εφαρμογή του νόμου. Από κάποιους εκλαμβάνεται ως «θεμελιώδεις αντιλήψεις ηθικού, κοινωνικού, πολιτικού και οικονομικού χαρακτήρα που απορρέουν από το θετό δίκαιο», ενώ από άλλους γίνεται αναφορά στην κρατούσα κοινωνική ηθική και στις «θεμελιώδεις, ηθικές, πνευματικές, πολιτειακές, οικονομικές κ.λ.π. αντιλήψεις, στις οποίες στηρίζεται η κοινωνία μας»⁹¹⁹.

Η διάρθρωση της επίμαχης διάταξης έχει την κλασική τυποποίηση ρύθμισης αδικοπρακτικού χαρακτήρα. Για το ορισμένο της σχετικής αγωγής πρέπει να εκτίθενται τα εξής στοιχεία: α) ανθρώπινη συμπεριφορά με τη μορφή ενέργειας ή παράλειψης, β) ότι η συμπεριφορά αντίκειται στα χρηστά ήθη, γ) δόλος (τουλάχιστον ενδεχόμενος) πρόκλησης ζημίας σε άλλον, δ) ζημία και ε) αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της συμπεριφοράς και της ζημίας. Ο ενάγων βαρύνεται με την επίκληση και απόδειξη του συνόλου των σχετικών προϋποθέσεων.

Όσον αφορά την υπαιτιότητα απαιτείται η ύπαρξη δόλου στο πρόσωπο του ζημιώσαντος. Η πρόθεση αναφέρεται στην πρόκληση της ζημίας. Δε χρειάζεται ο δράστης να είχε δόλο ως προς την αντίθεση στα χρηστά ήθη⁹²⁰. Το ίδιο γίνεται δεκτό αναφορικά και με την ταυτότητα των ζημιωθέντων⁹²¹. Μεταξύ των περιπτώσεων στις οποίες γίνεται δεκτό ότι δύναται να εφαρμοσθεί το άρθρο 919 είναι και αυτή της δόλιας παροχής εσφαλμένων πληροφοριών ή απόκρυψης ουσιωδών πληροφοριών⁹²². Πρόκειται για περίπτωση που εμπίπτει στο αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

Το ρυθμιστικό πεδίο του άρθρου 919 ΑΚ είναι στενότερο του αντίστοιχου του άρθρου 914 ΑΚ ως προς το ζήτημα της υπαιτιότητας. Καταλαμβάνει μόνο τις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο ζημιώσας έχει το υποκειμενικό στοιχείο του δόλου. Κατά συνέπεια, καταλείπονται εκτός πεδίου του άρθρου 919 ΑΚ οι αμελείς πράξεις ή παραλείψεις. Αυτό καθιστά τη συγκεκριμένη ρύθμιση περιορισμένης χρησιμότητας κατά την προσπάθεια στοιχειοθέτησης

⁹¹⁵ Ενδοσυμβατικής και οιονεί συμβατικής.

⁹¹⁶ Οι οποίες εξετάσθηκαν ανωτέρω στην οικεία θέση.

⁹¹⁷ Δεν έχει γίνει γνωστό αν ο σχετικός προβληματισμός έχει απασχολήσει τη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων.

⁹¹⁸ Βλ. όμως ΑΠ 751/2019, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 852/2015, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 455/2014, ΝΟΜΟΣ, κατά τις οποίες «αντικείμενη δε στα χρηστά ήθη συμπεριφορά είναι αντικειμενικώς παράνομη πράξη, ανεξαρτήτως του εάν αυτή επιτρέπεται από το νόμο».

⁹¹⁹ Βλ. Γεωργιάδη σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 919, αρ. 11-12, όπου αναφορά των δύο απόψεων, εκ των οποίων η πρώτη υποστηρίζεται από τον Σταθόπουλο και τον Γεωργιάδη, ενώ η δεύτερη από τη νομολογία.

⁹²⁰ Γεωργιάδη σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 919, αρ. 15· ΑΠ 852/2015, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 455/2014, ΝΟΜΟΣ.

⁹²¹ Γεωργιάδη σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 919, αρ. 15.

⁹²² Γεωργιάδη σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 919, αρ. 38.

ευθύνης των πυλωρών έναντι τρίτων. Ναι μεν αποτελεί χρήσιμο εργαλείο στον ερευνώμενο προβληματισμό, αλλά στερείται της εμβέλειας της διάταξης του άρθρου 914 ΑΚ, η οποία καλύπτει και περιπτώσεις αμέλειας⁹²³.

Υπό την ισχύ του ν. 2190/1920⁹²⁴ η θεμελίωση αδικοπρακτικής ευθύνης των ελεγκτών έναντι των τρίτων με την επίκληση του άρθρου 914 ΑΚ προβλημάτισε ιδιαίτερος την ελληνική θεωρία. Κατά την άποψη που επικράτησε, οι διατάξεις οι σχετικές με τον έλεγχο της ανώνυμης εταιρίας έχουν θεσπισθεί προς το συμφέρον της εταιρίας και όχι και προς αυτό τρίτων⁹²⁵. Μάλιστα, για την εξαγωγή του σχετικού συμπεράσματος έγινε επίκληση του συμπληρωματικού προς τη διοίκηση χαρακτήρα του ελέγχου και ερευνήθηκε ποιο είναι το προστατευόμενο έννομο συμφέρον στις σχετικές με το διοικητικό συμβούλιο διατάξεις.

Μοναδική εξαίρεση που αναγνωρίστηκε ήταν αυτή που αφορούσε τα άρθρα 63 παρ. 3⁹²⁶ και 63γ παρ. 2⁹²⁷ του ν. 2190/1920. Πρόκειται για ποινικές διατάξεις με αντικείμενο την παραβίαση της υποχρέωσης του ελεγκτή προς εχεμύθεια. Σ' αυτές τις περιπτώσεις και μόνον αναγνωριζόταν προστατευτικός των τρίτων σε σχέση με την ανώνυμη εταιρία προσώπων σκοπός⁹²⁸. Η προσέγγιση αυτή είναι πραγματικά πολύ περιοριστική σχετικά με τις αξιώσεις τρίτων έναντι των ελεγκτών για άλλες παραβάσεις τους⁹²⁹.

Αυτό που η κρατούσα γνώμη φάνηκε εκ πρώτης όψεως να στερεί το αναγνώρισε ακολουθώντας άλλη οδό. Θεωρώντας τους τρίτους όχι ως έχοντες έννομα συμφέροντα προστατευόμενα από τις σχετικές με τον έλεγχο διατάξεις, αλλά ως πρόσωπα τα οποία επιδεικνύουν εμπιστοσύνη στο δημοσιευμένο πιστοποιητικό των ορκωτών ελεγκτών, έκρινε προστατευτέα από το άρθρο 914 ΑΚ τα συμφέροντα εμπιστοσύνης των τρίτων⁹³⁰. Κατά την ίδια προσέγγιση, όταν επρόκειτο για την έκθεση των κοινών ελεγκτών σχετική αξίωση αναγνωριζόταν μόνο στους τρίτους που είχαν την ιδιότητα του μετόχου⁹³¹.

⁹²³ Παπανικολάου, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, 1998, 28.

⁹²⁴ Ελλείπει σχετικής ειδικής ρύθμισης σ' αυτόν.

⁹²⁵ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 178επ· Παμπούκης, Ο έλεγχος..., 79επ.. Αντίθετος ο Μάρκου, Σκέψεις..., ό.π., 1177-1178.

⁹²⁶ «Η διάταξις του εδαφίου α' της παρ. 1 εφαρμόζεται και επί των κατά τα άρθρα 36 και 40 ελεγκτών». Κατά το άρθρο 63 παρ. 1 εδ. α' «Τιμωρείται δια φυλακίσεως πας δημόσιος υπάλληλος εκ των ασκούντων εποπτείαν επί ανωνύμου εταιρείας: α) όστις δεν ήθελε τηρήσει απόλυτον εχεμύθεια περί των παρ' αυτού παρατηρηθέντων εν τη λειτουργία της εταιρείας».

⁹²⁷ «Τιμωρείται δια φυλακίσεως μέχρι τριών μηνών πας ελεγκτής ανωνύμων εταιριών όστις δεν ήθελε τηρήσει απόλυτον εχεμύθειαν περί των παρ' αυτού παρατηρηθέντων εν τη λειτουργία της εταιρείας».

⁹²⁸ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 174.

⁹²⁹ Κοκκίνης, ό.π., αριθμ. 136.

⁹³⁰ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 176-180· Παμπούκης, ό.π., 88. Βλ. όμως και Τριανταφυλλάκη, Δυνατότητες δικαστικής προστασίας..., ό.π., 94, κατά τον οποίο μόνες η άσκηση δημόσιου λειτουργήματος και η δημιουργία εμπιστοσύνης στο κοινό δεν αρκούν για τη θεμελίωση de lege lata ειδικής επαγγελματικής ευθύνης των ελεγκτών έναντι τρίτων – προς τον σκοπό αυτό είναι απαραίτητη η προσφυγή στη διάταξη του άρθρου 8 του ν. 2251/1994.

⁹³¹ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 180.

3.5.1.2 Οι ειδικές διατάξεις

3.5.1.2.1 Ο ν. 3693/2008 και ο ν. 4449/2017

Με το άρθρο 29 του ν. 3693/2008⁹³² προβλεπόταν διάταξη περί της αστικής ευθύνης των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων⁹³³. Σύμφωνα με αυτήν «ευθύνονται για κάθε ζημιά από θετική ενέργεια ή παράλειψη»⁹³⁴. Με τις παραγράφους 2 και 3 ορίστηκε ως όριο της ευθύνης το δεκαπλάσιο των αμοιβών του ευθυνόμενου νόμιμου ελεγκτή ή του γραφείου ή της οντότητας τρίτης χώρας (αναλόγως με το πρόσωπο που διενεργεί τον έλεγχο) για το συγκεκριμένο ελεγκτικό έργο. Επιπλέον, ορίστηκε ότι προκειμένου για ελέγχους διενεργούμενους από ελεγκτικό γραφείο ή οντότητα τρίτης χώρας αυτά ευθύνονται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον με τα πρόσωπα που αναφέρονται στο άρθρο 22⁹³⁵ του ίδιου νόμου και θέτουν σε κίνδυνο την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα του ελεγκτή, για την καταβολή αποζημίωσης⁹³⁶.

Ο νομοθέτης αποδίδει μεγάλη σημασία στην ασφάλιση της αστικής ευθύνης των ελεγκτών. Για τον λόγο αυτό έχει (ήδη με τον ν. 3893/2008) καταστήσει υποχρεωτική την ασφάλιση της ευθύνης τους κατά ποσό ίσο με το ποσό της ευθύνης τους⁹³⁷. Η καθιέρωση της ασφάλισης συμβάλλει στην ενίσχυση της λειτουργίας της αγοράς και του ελεγκτικού επαγγέλματος και στη διασφάλιση της αγοράς, των επενδυτών και των ίδιων των ελεγκτών. Μάλιστα για την περίπτωση παραβίασης της σχετικής υποχρέωσης απειλείται αναστολή της άδειας άσκησης επαγγέλματος⁹³⁸.

Πλέον η σχετική ευθύνη ορίζεται με το άρθρο 37 του ν. 4449/2017⁹³⁹, το οποίο κατήργησε το άρθρο 29 του ν. 3693/2008. Κατά την παρ. 1 αυτού «Οι ορκωτοί ελεγκτές λογιστές και οι ελεγκτικές εταιρείες του παρόντος νόμου, καθώς και οι ελεγκτικές οντότητες τρίτων χωρών ευθύνονται για κάθε ζημιά από θετική ενέργεια ή παράλειψη έναντι της ελεγχόμενης οντότητας και τρίτων που ζημιώθηκαν από τη χρήση της έκθεσης ελέγχου». Η δομή της σχετικής διάταξης παραμένει η ίδια, όπως και πριν. Το ίδιο και η ρύθμιση κατά τα βασικά στοιχεία της. Ωστόσο, πλέον γίνεται αναφορά σε ορκωτούς ελεγκτές λογιστές και ελεγκτικές εταιρείες. Επίσης, διευκρινίζεται ποιοι είναι οι νομιμοποιούμενοι σε άσκηση σχετικής αξίωσης και αγωγής: η ελεγχόμενη οντότητα και τρίτοι.

Κατά τα λοιπά επαναλαμβάνονται οι διατάξεις του άρθρου 29 του ν. 3693/2008 με τη διαφορά ότι οι νέες διατάξεις χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη ακρίβεια. Η ρύθμιση σχετικά με το όριο ευθύνης και την εις ολόκληρον ενοχή με πρόσωπα που έθεσαν σε κίνδυνο την

⁹³² Ν. 3693/2008 (ΦΕΚ Α' 174/25.8.2008) «Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Οδηγία 2006/43/EK περί υποχρεωτικών ελέγχων των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των Οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου και άλλες διατάξεις».

⁹³³ Ομοίως και των ελεγκτικών οντοτήτων τρίτων χωρών.

⁹³⁴ Άρθρο 29 παρ. 1 του ν. 3693/2008.

⁹³⁵ Άρθρο 22 του ν. 3693/2008: «1. Στην περίπτωση που υποχρεωτικοί έλεγχοι διενεργούνται στο όνομα και για λογαριασμό ελεγκτικού γραφείου, οποιαδήποτε πράξη ή παράλειψη μετόχου ή εταίρου ή ιδιοκτήτη ή μέλους της διοίκησης ή μέλους του εποπτικού οργάνου του ελεγκτικού γραφείου θέτει σε κίνδυνο την ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα του νόμιμου ελεγκτή, τιμωρείται, πέραν των λοιπών κυρώσεων που προβλέπονται από τις υφιστάμενες διατάξεις, με ανάκληση της επαγγελματικής άδειας του ελεγκτικού γραφείου, για χρονικό διάστημα τουλάχιστον έξι μηνών. 2. Με Κανονιστικές Πράξεις της ΕΛΤΕ αναπροσαρμόζονται οι κυρώσεις, που επιβάλλονται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου αυτού».

⁹³⁶ Βλ. άρθρο 29 παρ. 4 του ν. 3693/2008.

⁹³⁷ Άρθρο 29 παρ. 5 του ν. 3693/2008.

⁹³⁸ Άρθρο 29 παρ. 6 του ν. 3693/2008

ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα του ελεγκτή παραμένουν ίδιες κατά περιεχόμενο⁹⁴⁰. Διευκρινίζεται πλέον ότι το τιθέμενο όριο (δεκαπλάσιο της αμοιβής για το ελεγκτικό έργο) αφορά το συνολικό ύψος των αξιώσεων όλων των ζημιωθέντων⁹⁴¹. Επίσης, η χρονική διάρκεια της κύρωσης της αναστολής της άδειας άσκησης επαγγέλματος εξαρτάται από την παύση της παράβασης⁹⁴².

Σημαντική διαφοροποίηση παρατηρείται ως προς την υποχρέωση προς ασφάλιση της αστικής ευθύνης. Ενώ κατά τον ν. 3693/2008 η ασφάλιση έπρεπε να καλύπτει ποσό ίσο με αυτό της ασφαλιζόμενης ευθύνης, με τον ν. 4449/2017 οι ελεγκτές υποχρεούνται σε επαρκή ασφάλιση⁹⁴³. Ο όρος «επαρκής» ως αόριστη έννοια επιδεχόμενη ερμηνειών επικρίθηκε ως ασαφής⁹⁴⁴.

Το άρθρο 37 του ν. 4449/2017 ρυθμίζει ταυτόχρονα την ευθύνη τόσο έναντι του ελεγχόμενου όσο και των τρίτων. Δε γίνεται οποιοσδήποτε διαχωρισμός μεταξύ των δύο κατηγοριών ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων σχετικά με τη φύση της σχετικής ευθύνης. Δεν αναφέρεται αν η ευθύνη αυτή είναι η προσυμβατική, η συμβατική ή η αδικοπρακτική, όπως αυτές απαντώνται στις διατάξεις του Αστικού Κώδικα, ή αν πρόκειται για αυτοτελή λόγο ευθύνης⁹⁴⁵. Επομένως, κύριο μέλημα είναι να αποσαφηνισθεί το είδος της σχετικής ευθύνης.

Για τον χαρακτηρισμό της σχετικής ευθύνης πρέπει να επιχειρηθεί γραμματική, συστηματική, ιστορική και τεολογική ερμηνεία της διάταξης. Το γράμμα του άρθρου 37 παρ. 1 είναι γενικό αναφερόμενο γενικά σε αστική ευθύνη έναντι της ελεγχόμενης οντότητας και των τρίτων. Με μόνη την αφετηρία αυτή θα μπορούσε αρχικώς να διατυπωθεί η άποψη ότι πρόκειται για μία ειδική διάταξη, νέα και μη έχουσα ουδεμία σχέση με τις διατάξεις του Αστικού Κώδικα⁹⁴⁶.

Συστηματικά εξεταζόμενη η πρώτη παράγραφος πρέπει να συσχετισθεί με τις επόμενες δύο παραγράφους του ίδιου άρθρου. Με αυτές προσδιορίζεται το όριο της ευθύνης που προβλέπεται στην πρώτη παράγραφο. Αυτό εκ πρώτης όψεως βέβαια δεν παρέχει σημαντική υπηρεσία για την κρίση περί του αυτοτελούς ή μη της αναφερόμενης στην πρώτη παράγραφο ευθύνης. Πράγματι, όριο θα μπορούσε να τεθεί είτε όσον αφορά την ευθύνη με συγκεκριμένη νομική βάση είτε όσον αφορά ευθύνη από οποιαδήποτε βάση.

⁹³⁹ Ν. 4449/2017 (ΦΕΚ Α 7/24.1.2017) «Υποχρεωτικός έλεγχος των ετήσιων και των ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, δημόσια εποπτεία επί του ελεγκτικού έργου και λοιπές διατάξεις.

⁹⁴⁰ Άρθρο 37 παρ. 3-4 του ν. 4449/2017: «3. Στην περίπτωση που οι υποχρεωτικοί έλεγχοι διενεργούνται στο όνομα και για λογαριασμό ελεγκτικής εταιρείας ή ελεγκτικής οντότητας τρίτης χώρας, η ευθύνη για αποζημίωση δεν μπορεί να υπερβεί το δεκαπλάσιο των αμοιβών της ελεγκτικής εταιρείας ή της ελεγκτικής οντότητας τρίτης χώρας για το συγκεκριμένο ελεγκτικό έργο έναντι όλων των ζημιωθέντων για το έργο αυτό. 4. Για την καταβολή της αποζημίωσης που προβλέπεται από την παράγραφο 3 του παρόντος άρθρου, ευθύνονται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον τα πρόσωπα που προβλέπονται από το άρθρο 25 του παρόντος νόμου εφόσον αποδειχθεί ότι έθεσαν σε κίνδυνο την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα του ελεγκτή».

⁹⁴¹ Άρθρο 37 παρ. 2 του ν. 4449/2017: «Το συνολικό ύψος της αποζημίωσης όλων των ζημιωθέντων από συγκεκριμένο ελεγκτικό έργο δεν μπορεί να υπερβεί το δεκαπλάσιο της αμοιβής που καταβλήθηκε για το έργο αυτό».

⁹⁴² Άρθρο 37 παρ. 6 του ν. 4449/2017: «Η μη συμμόρφωση με τα οριζόμενα της προηγούμενης παραγράφου του παρόντος άρθρου συνεπάγεται την αναστολή της άδειας άσκησης επαγγέλματος μέχρι τη διαπίστωση, από την Ε.Λ.Τ.Ε., της συμμόρφωσης».

⁹⁴³ Άρθρο 37 παρ. 5 του ν. 4449/2017: «Οι ορκωτοί ελεγκτές λογιστές, οι ελεγκτικές εταιρείες και οι ελεγκτικές οντότητες τρίτων χωρών έχουν υποχρέωση να έχουν επαρκή ασφαλιστική κάλυψη».

⁹⁴⁴ Βλ. Έκθεση Επιστημονικής Υπηρεσίας της Βουλής των Ελλήνων επί του νομοσχεδίου «Υποχρεωτικός έλεγχος των ετήσιων και των ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, δημόσια εποπτεία επί του ελεγκτικού έργου και λοιπές διατάξεις», 2017, 9, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα της Βουλής των Ελλήνων.

⁹⁴⁵ Βλ. Χριστιανοπούλου, ό.π., 947, η οποία υποστηρίζει ότι πρόκειται για αυτοτελή και ειδική βάση ευθύνης.

⁹⁴⁶ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 201.

Το ιστορικό υπόβαθρο της συγκεκριμένης ρύθμισης παρέχει την απάντηση σχετικά με το περιεχόμενο του σκοπού του νόμου. Όπως ήδη εκτέθηκε, πριν από την ψήφιση του ν. 3693/2008 προηγήθηκε η σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με την ευθύνη των ελεγκτών. Σκοπός της ήταν ο περιορισμός της τελευταίας. Έχοντας υπ' όψιν τη σύσταση και παρά τον μη δεσμευτικό χαρακτήρα της ο εθνικός νομοθέτης θέσπισε με τον ν. 3683/2008 τα σχετικά με την ευθύνη, τα όρια και την ασφάλισή της. Το ίδιο έπραξε και με τον ν. 4449/2017. Εκ των βασικών σκοπών αμφοτέρων των ρυθμίσεων ήταν ο περιορισμός της αστικής ευθύνης των ελεγκτών προκειμένου αυτή να είναι ασφαλίσιμη.

Λόγω του σκοπού της θέσπισης του συγκεκριμένου ορίου, που συνδέεται με την ασφαλισιμότητα του κινδύνου, αυτό (το όριο) πρέπει να νοηθεί ως γενικό. Έτσι, καταλαμβάνει οποιαδήποτε βάση ευθύνης του ελεγκτή⁹⁴⁷. Σε διαφορετική περίπτωση η συγκεκριμένη ρύθμιση θα έχανε την αποτελεσματικότητά της, καθόσον η επίκληση κάποιας βάσης στηριζόμενης στις διατάξεις του Αστικού Κώδικα θα συνεπαγόταν απεριόριστη ευθύνη κατά τη βάση αυτή.

Η γενική ισχύς του ορίου ευθύνης συνεπάγεται ότι το άρθρο 37 παρ. 1 του ν. 4449/2017 δε θεσπίζει αυτοτελή λόγο ευθύνης. Κατά την κρατούσα στη θεωρία άποψη πρόκειται για αυτοτελή νόμιμο λόγο⁹⁴⁸. Ωστόσο, ρητή αναφορά των παραγράφων 2 και 3 στην πρώτη παράγραφο σημαίνει ότι αυτή αναφέρεται στους γνωστούς κατά τις διατάξεις του Αστικού Κώδικα λόγους ευθύνης – όπως αυτοί εκτίθενται στο παρόν κεφάλαιο⁹⁴⁹. Έτσι, με την παράγραφο αυτή απλώς προσδιορίζονται νομοθετικώς οι ενεργητικώς νομιμοποιούμενοι στην άσκηση της σχετικής αγωγής και οι περιπτώσεις ευθύνης (κάθε ενέργεια ή παράλειψη κατά παράβαση του ν. 4449/2017).

Το άρθρο 37 παρ. 1 προσδιορίζει μερικώς το περιεχόμενο των υπαρχόντων κατά τις διατάξεις του ΑΚ λόγων ευθύνης έναντι των τρίτων (προσυμβατική ευθύνη, σύμβαση υπέρ τρίτου, σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια αδικοπραξία). Σε περίπτωση που συντρέχουν οι υπόλοιπες προϋποθέσεις που προβλέπονται για έκαστο των λόγων αυτών για την αναγνώριση ευθύνης αρκεί οποιαδήποτε πράξη ή παράλειψη που γίνεται κατά παράβαση των προβλεπόμενων στον ν. 4449/2017 υποχρεώσεων του ελεγκτή. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία για την εφαρμογή του άρθρου 914 ΑΚ, καθόσον μέσω της διάταξης αυτής αναγνωρίζεται ο προστατευτικός των συμφερόντων τρίτων που έκαναν χρήση της έκθεσης ελέγχου σκοπός του ν. 4449/2017 και κατά συνέπεια η στοιχειοθέτηση του παρανόμου.

Το άρθρο 37 διευρύνει τον κύκλο των προστατευόμενων τρίτων. Προστατεύει κάθε τρίτο ο οποίος ζημιώθηκε από τη χρήση της έκθεσης ελέγχου. Το έννομο αγαθό που προστατεύεται είναι αυτό της «ιδιαιτέρης επαγγελματικής εμπιστοσύνης». Δεν απαιτείται το πρόσωπο το οποίο προέβη στη χρήση να ανήκει στην κατηγορία των προσώπων στα οποία «κατά τον σκοπό της σύνταξής της μπορούσε να επιδειχθεί». Επίσης, δε χρειάζεται να αποδειχθεί ότι ο χρήστης δεν είχε εναλλακτική πηγή πληροφόρησης. Τα δύο αυτά στοιχεία έχουν θεωρηθεί ως εκ των προαπαιτούμενων για τη θεμελίωση ιδιαίτερου καθήκοντος προς παράλειψη πρόκλησης ζημίας σε άλλον και κατά τούτο του στοιχείου της παρανομίας για την περίπτωση αποκατάσταση καθαρά οικονομικής ζημίας κατ' άρθρο 914 ΑΚ. Εδώ, όμως, με το άρθρο 29 του ν. 3693 και

⁹⁴⁷ Βλ. και Giudici, Auditors' Multi-Layered Liability Regime, EBOR 2012, 522.

⁹⁴⁸ Υπό την ισχύ του ν. 3693/2008 Δεσποτίδου, ό.π., 966.

⁹⁴⁹ Πρβλ. την ΠολΠρΑθ 10370/1997, ΝΟΜΟΣ, κατά την οποία «προκειμένου για ελεγκτές του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών που συστάθηκε με το ΠΔ 226/10/14.7.1992 η ευθύνη τους εξ αδικοπραξίας ρυθμίζεται πλέον από την διάταξη του άρθρου 19 παρ. 1 αυτού. Σύμφωνα με αυτήν ο Ορκωτός Ελεγκτής ευθύνεται για κάθε ζημία εκ θετικής ενεργείας ή παραλείψεως του κατά τον έλεγχο και την έκδοση του πιστοποιητικού ελέγχου, εφόσον αυτή οφείλεται σε δόλο ή βαρεία αμέλεια του ασκήσαντος τον έλεγχο και αποδεδειγμένα προκλήθηκε από την χρήση του πιστοποιητικού ελέγχου».

πλέον με το άρθρο 37 του ν. 4449 θεμελιώνεται το παράνομο και καθίσταται περιττή η προσφυγή στη διευρυμένη έννοιά του⁹⁵⁰. Υποστηρίζεται, όμως, στη θεωρία ότι κατά τελολογική συστολή να γίνει δεκτός ο περιορισμός του κύκλου των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων με βάση ίσα έχουν ήδη εκτεθεί για την εγγύτητα⁹⁵¹.

Το άρθρο 37 του ν. 4449 δεν προβλέπει σχετικά με τον αξιούμενο βαθμό υπαιτιότητας⁹⁵². Με δεδομένο ότι θεωρείται ότι παραπέμπει στην εφαρμοζόμενη εκάστοτε βάση ευθύνης, η υπαιτιότητα καθορίζεται αναλόγως με τα προβλεπόμενα κατά τον νόμο για τη συγκεκριμένη βάση της οποίας γίνεται επίκληση και η οποία κρίνεται εφαρμοστέα. Ενδεικτικώς αναφέρεται ότι κατ' άρθρο 914 ΑΚ αρκεί ελαφριά αμέλεια. Έχει συναφώς υποστηριχθεί ότι η έκταση της ευθύνης των ελεγκτών πρέπει να καθορίζεται από τον νόμο κατά τρόπο ανάλογο προς τον βαθμό της υπαιτιότητάς τους και με βάση το γεγονός ότι οι ελεγκτές δεν είναι οι πρωτογενείς δράστες των παραβάσεων⁹⁵³. Το άρθρο 37 έχει επικριθεί, διότι δεν προβλέπει άρση του ποσοτικού περιορισμού της ευθύνης σε περίπτωση δόλου ή βαριάς αμέλειας του ελεγκτή⁹⁵⁴.

Εξ ίσου ενδιαφέρον είναι το ζήτημα της αστικής ευθύνης των ελεγκτών που διενεργούν ελέγχους που δεν υπάγονται στο ρυθμιστικό πεδίο του ν. 4449/2017. Υποστηρίζεται ότι λόγω της ενιαίας φύσης του ελεγκτικού επαγγέλματος και της δημόσιας πίστης του ελέγχου οι σχετικές με την αστική ευθύνη του ν. 4449/2017 πρέπει να εφαρμοσθούν αναλόγως και στις περιπτώσεις αυτές⁹⁵⁵. Πράγματι, ενόψει της ενότητας του ελεγκτικού κλάδου, της ομοιότητας των συνθηκών έγερσης των ζητημάτων αστικής ευθύνης, της αναλογίας των εμπλεκόμενων συμφερόντων και της έκθεσης σε ανάλογους κινδύνους η αναλογική εφαρμογή των σχετικών διατάξεων είναι επιβεβλημένη⁹⁵⁶. Σε διαφορετική περίπτωση, η ρύθμιση του άρθρου 37 θα μπορούσε να επιτελέσει καθοδηγητική λειτουργία κατά την εξέταση των όρων ευθύνης κατά την εφαρμογή λ.χ. του άρθρου 914 ΑΚ, πλην όμως δε θα μπορούσε να εφαρμοσθεί ο ποσοτικός περιορισμός της ευθύνης⁹⁵⁷.

3.5.1.2.2 Σκέψεις επί του άρθρου 37 του ν. 4449/2017

Η ρύθμιση της ευθύνης των ελεγκτών σύμφωνα με το άρθρο 37 του ν. 4449/2017 είναι σε κάποια ζητήματα προβληματική και κατά τούτο χρήζει βελτιώσεων. Τα σχετικά προβλήματα εντοπίζονται στον περιορισμό και στην ασφάλιση της αστικής ευθύνης του ελεγκτή.

⁹⁵⁰ Βλ. και Καραγιάννη, Η χορήγηση «μπλοκ» επιταγών από πιστωτικό ίδρυμα σε «αναξιόπιστο - αναξιόχρεο» πρόσωπο ως δημιουργία πηγής κινδύνου» που θεμελιώνει αδικοπρακτική ευθύνη, ΕφΑΔΠολΔ 2014, 449.

⁹⁵¹ Μαστρομανώλης, Πρόσφατες εξελίξεις..., ό.π., 18-19.

⁹⁵² Βλ. και Μαστρομανώλη, Πρόσφατες εξελίξεις..., ό.π., 14, ο οποίος ισχυρίζεται ότι η διατύπωση του αντίστοιχου άρθρου του προϊσχύσαντος δικαίου άφηνε περιθώρια για αναγνώριση αντικειμενικής ευθύνης, αλλά τελικά παρατηρεί ότι «λόγω ακριβώς των εγγενών περιορισμών της ελεγκτικής διαδικασίας και της σχετικότητας της ελεγκτικής κρίσης, η ευθύνη δεν μπορεί να οικοδομηθεί ως αντικειμενική». Υπέρ της αντικειμενικής ευθύνης η Σιγαλού, Υποχρεωτικοί έλεγχοι χρηματοοικονομικών καταστάσεων και πεδίο εφαρμογής της διάταξης της παρ. 2 του άρθρου 37 Ν 4449/2017 για τον περιορισμό της ευθύνης του ορκωτού ελεγκτή λογιστή, ΔΕΕ 2020, 514, 517. Σύμφωνα με τη Χριστιανοπούλου, ό.π., 950, η σχετική ευθύνη διαμορφώνεται κατά το γράμμα ως αντικειμενική, αλλά η υπαιτιότητα παρεισφρεί «στις νόμιμες προϋποθέσεις ευθύνης, υπό το ένδυμα της δέουσας επιμέλειας».

⁹⁵³ Αυγουλέας, «Θυροφύλακες» ante portas..., ό.π., 261.

⁹⁵⁴ Έκθεση Επιστημονικής Υπηρεσίας της Βουλής των Ελλήνων επί του νομοσχεδίου «Υποχρεωτικός έλεγχος των ετήσιων και των ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, δημόσια εποπτεία επί του ελεγκτικού έργου και λοιπές διατάξεις», ό.π., 9. Πρβλ. Δεσποτίδου, ό.π., 978-979 (υπό την ισχύ του άρθρου 29 του ν. 3693/2008)· Παμπούκη, ό.π., 96 (υπό την ισχύ του π.δ. 226/1992) ο οποίος προβληματίζεται σχετικά με την ισχύ του περιορισμού σε περίπτωση δόλου. Ομοίως ο Κοκκίνης, εις ΔικΑΕ 2010, 37, αριθμ. 130.

⁹⁵⁵ Μαστρομανώλης, Πρόσφατες εξελίξεις..., ό.π., 15. Αντίθετη η Σιγαλού, ό.π., 515.

⁹⁵⁶ Ζήτημα τίθεται ως προς την υποχρέωση ασφάλισης και τις σχετικές διοικητικές κυρώσεις.

⁹⁵⁷ Ως προς το τελευταίο βλ. Σιγαλού, ό.π., 515-517.

Πριν από την εξέταση των εν λόγω ζητημάτων σκόπιμη κρίνεται μία παρέκβαση σχετικά με τον κύκλο των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων στην άσκηση της σχετικής αγωγής τρίτων. Αυτός είναι ευρύς: Περιλαμβάνει οποιονδήποτε τρίτον υπέστη ζημία από τη χρήση της σχετικής έκθεσης. Κατά το άρθρο 37 φαίνεται να αρκεί η ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της χρήσης της έκθεσης και της ζημίας χωρίς να αξιώνεται η επιρροή στην επενδυτική απόφαση. Ομοίως δεν φαίνεται να αξιώνονται άλλα στοιχεία, όπως η ανυπαρξία εναλλακτικής πληροφόρησης για τον επενδυτή και η προγνωσιμότητα του κύκλου των χρηστών της έκθεσης από τον ελεγκτή.

Πρόκειται για σαφή νομοθετική επιλογή⁹⁵⁸. Οι εν λόγω περιορισμοί συναντώνται συνήθως στο πλαίσιο της νομολογιακής διάπλασης του καθήκοντος πρόνοιας έναντι των τρίτων ιδίως στο πλαίσιο του αγγλικού δικαίου. Επίσης, αποτελούν παραμέτρους του προβληματισμού σχετικά με την αναγνώριση τέτοιου καθήκοντος στο πλαίσιο της διεύρυνσης της αδικοπρακτικής παρανομίας. Στην προκειμένη περίπτωση, όμως, η νομοθετική πρόβλεψη δε βαρύνεται με τέτοιους περιορισμούς. Εφόσον δεν προβλέφθηκαν, δεν ισχύουν. Για ενδεχόμενη πρόταση *de lege ferenda* υιοθέτησής τους απαιτείται η επικουρία της οικονομικής επιστήμης και της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου προκειμένου να εξετασθούν τα ενδεχόμενα αποτελέσματα της θέσπισής τους για τη λειτουργία της ευθύνης, της κεφαλαιαγοράς και της αγοράς ελέγχου.

Όσον αφορά την υποχρέωση ασφάλισης της αστικής ευθύνης του ελεγκτή τα ζητούμενα είναι η σαφήνεια και η ακρίβεια. Τα κριτήρια αυτά πληρούνται υπό τη διατύπωση του άρθρου 29 του ν. 3693/2008. Αντιθέτως, η αναφορά του άρθρου 37 του ν. 4449/2017 σε «επαρκή» ασφάλιση δημιουργεί ανασφάλεια δικαίου και πεδίο διακριτικής ευχέρειας στην εποπτική αρχή. Η ασφάλιση αποτελεί το αναγκαίο αντίβαρο του ποσοτικού περιορισμού. Η θέσπιση του τελευταίου⁹⁵⁹ είχε ως *ratio* το να καταστήσει τον σχετικό κίνδυνο ασφαλίσιμο. Εφόσον τέθηκε το όριο, πρέπει να είναι ασφαλιστέο στο σύνολό του.

Το όριο ευθύνης έχει υπερβολικά ευρύ πεδίο εφαρμογής. Ο ελεγκτής δύναται να επικαλεσθεί τον σχετικό περιορισμό πάντοτε ανεξαρτήτως του βαθμού της υπαιτιότητάς του. Ήδη κατά τη Σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ο περιορισμός δεν πρέπει να εφαρμόζεται σε περιπτώσεις «διεθνούς κλίμακας παράβασης καθηκόντων εκ μέρους του νόμιμου ελεγκτή ή του ελεγκτικού γραφείου»⁹⁶⁰. Ο σχετικός περιορισμός του περιορισμού εξαρτάται από την έκταση των συνεπειών της παράβασης και τελικώς ίσως αναιρεί τον σκοπό της θέσης του ορίου.

Ασφαλέστερη θα ήταν μία πιο αυστηρή προσέγγιση της εφαρμογής του ορίου ως προς τον βαθμό της υπαιτιότητας. Ο περιορισμός πρέπει να βρίσκει ως όριό του τον δόλο του ελεγκτή. Πράγματι, στις περιπτώσεις δόλιας παράβασης των καθηκόντων του ούτε ο περιορισμός φαίνεται δικαιολογημένος κατά τη στάθμιση των συγκρουόμενων συμφερόντων εντός της κεφαλαιαγοράς ούτε ο ελεγκτής είναι άξιος προστασίας⁹⁶¹. Μάλιστα, το είδος του δόλου δε φαίνεται να διαφοροποιεί την κατάσταση και τη σχετική στάθμιση με δεδομένο ότι ακόμη και η αποδοχή του ενδεχομένου παράβασης καθηκόντων είναι εξίσου καταδικαστέα⁹⁶².

⁹⁵⁸ Η οποία απαντάται και σε άλλα δίκαια, όπως στο γαλλικό. Βλ. Khouury, ό.π., 460.

⁹⁵⁹ Δηλαδή του ορίου ευθύνης.

⁹⁶⁰ Άρθρο 2 της Σύστασης.

⁹⁶¹ Βλ. σκέψη 4 του προοιμίου της Σύστασης.

⁹⁶² Βλ. και την έκθεση της Επιστημονικής Υπηρεσίας της Βουλής των Ελλήνων επί του νομοσχεδίου «Υποχρεωτικός έλεγχος των ετήσιων και των ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, δημόσια εποπτεία επί του ελεγκτικού έργου και λοιπές διατάξεις», ό.π., 9, όπου γίνεται λόγος γενικά σε δόλο χωρίς να γίνεται διάκριση ανάλογα με το είδος του. Αντίθετα, κατά τη σκέψη 4 του προοιμίου της Σύστασης προβλέπεται εξαίρεση από τον περιορισμό μόνο αν ο ελεγκτής βαρύνεται με δόλο πρώτου βαθμού («intentional breach»).

Η βαριά αμέλεια βρίσκεται στο μεταίχμιο των σχετικών νομοθετικών επιλογών. Αποτελεί ζήτημα στάθμισης μεταξύ του βαθμού της υπαιτιότητας και της εξασφάλισης της συνέχειας της λειτουργίας του ελεγκτικού επαγγέλματος. Εξετάζοντας τη σχετική ευθύνη απομονώνοντάς την από το γενικότερο πλαίσιο στο οποίο λειτουργεί ο έλεγχος (ανάγκη ελέγχου, διατήρηση ασφάλειας στην αγορά) ο περιορισμός φαίνεται αδικαιολόγητος για τον βαριά αμελή ελεγκτή. Λαμβάνοντας υπ' όψιν το κριτήριο της ασφαλισιμότητας της ευθύνης η πλάστιγγα κλίνει υπέρ της εφαρμογής του ορίου και για τη βαριά αμέλεια. Βεβαίως το ερώτημα παραμένει κατά πόσο είναι θεμιτός ο περιορισμός της ευθύνης του επαγγελματία για τη βαριά αμέλεια που τον βαρύνει⁹⁶³.

Εξίσου σημαντικό είναι το ζήτημα του καθορισμού των συνεπειών της παραβίασης της υποχρέωσης ασφάλισης της αστικής ευθύνης. Κατά τον ν. 4449/2017 η μόνη κύρωση που προβλέπεται είναι διοικητικού χαρακτήρα και συνίσταται στην αναστολή της άδειας άσκησης του επαγγέλματος. Ωστόσο, σκόπιμη είναι η πρόβλεψη κύρωσης αστικού χαρακτήρα. Η χρησιμότητά της αναδεικνύεται πρωτίστως στην περίπτωση κατά την οποία η διοικητική διαδικασία βραδύνει ή αδρανεί. Πάντως, η διοικητική κύρωση δεν επηρεάζει την έκβαση αστικής δίκης με αντικείμενο την αποκατάσταση της ζημίας. Για τους λόγους αυτούς πρέπει να προβλεφθεί απαγόρευση επίκλησης του ποσοτικού περιορισμού της αστικής ευθύνης σε περίπτωση παραβίασης της υποχρέωσης ασφάλισής της.

3.5.2 Γενικές διατάξεις αδικοπρακτικής ευθύνης – Ευθύνη παρέχοντος υπηρεσίες κατά τον ν. 2251/1994

3.5.2.1 Γενικές διατάξεις αδικοπρακτικής ευθύνης

Πέραν των ήδη αναφερθεισών διατάξεων, προς θεμελίωση σχετικής αξίωσης έναντι των πυλωρών ο επενδυτής δύναται να επικαλεσθεί τα άρθρα 914 και 919 ΑΚ και το άρθρο 8 του ν. 2251/1994. Ήδη στο πλαίσιο της ανάλυσης της ευθύνης του ελεγκτή με βάση τον ν. 3693/2008 και τον ν. 4449/2017 έγινε αναφορά στην εφαρμογή των άρθρων 914 και 919 ΑΚ. Στο σημείο αυτό προς αποφυγή επαναλήψεων κρίνεται αναγκαία η παραπομπή στην εκεί ανάπτυξη σχετικά με τα εν λόγω άρθρα και η αναφορά μόνο στον προβληματισμό σχετικά με τη στήριξη αξίωσης του τρίτου στη διευρυμένη έννοια του παρανόμου.

Για τη στοιχειοθέτηση της αγωγής του επενδυτή κατά πυλωρού με βάση το άρθρο 914 ΑΚ απαιτείται να συντρέχει ο όρος του παρανόμου. Τούτο έχει ως αποτέλεσμα (πέραν της περίπτωσης προσβολής απόλυτου δικαιώματος) να απαιτείται σε κάθε ερευνώμενη περίπτωση να εξετασθεί το προστατευόμενο – από τον εφαρμοστέο (στη συγκεκριμένη περίπτωση) νόμο – έννομο συμφέρον⁹⁶⁴. Έτσι, ο επενδυτής έχει αξίωση κατά του θυροφύλακα μόνο στην περίπτωση κατά την οποία ο νομοθέτης αντιμετωπίζει ως άξιο προστασίας με βάση τον εφαρμοστέο νόμο που έχει παραβιασθεί το ατομικό συμφέρον του (επενδυτή) ή τουλάχιστον και αυτό.

Η διαπίστωση του προστατευόμενου από συγκεκριμένη διάταξη έννομου συμφέροντος συχνά προϋποθέτει μία κοπιώδη νοητική διεργασία, η οποία όμως δεν καταλήγει σε ομοφώνως

⁹⁶³ Στο πλαίσιο αυτό η Έκθεση της Επιστημονικής Υπηρεσίας της Βουλής των Ελλήνων, ό.π., 9, κλίνει υπέρ του αποκλεισμού των περιπτώσεων βαριάς αμέλειας από την εφαρμογή του ποσοτικού περιορισμού.

⁹⁶⁴ Πρβλ. Χρυσάνθη, Τα ελληνικά ελεγκτικά πρότυπα, εις: Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικών Λόγων, 2002, 141.

αποδεκτά συμπεράσματα. Έτσι, ως προς την εφαρμογή του παράγωγου ενωσιακού δικαίου και την αναγνώριση στον επενδυτή ατομικής αξίωσης προς αποκατάσταση της ζημίας του γίνεται διάκριση μεταξύ προστασίας του μεμονωμένου επενδυτή και προστασίας του συνόλου των επενδυτών⁹⁶⁵. Κατά μία άποψη δε, υποστηρίζεται ότι στην περίπτωση που το προστατευόμενο έννομο συμφέρον είναι αυτό του επενδυτικού κοινού ο μεμονωμένος επενδυτής δεν έχει ατομική αξίωση με βάση τις διατάξεις περί αδικοπρακτικής ευθύνης (914 ΑΚ)⁹⁶⁶. Αυτό έχει υποστηριχθεί λ.χ. στην περίπτωση της κατάχρησης αγοράς⁹⁶⁷. Κατά την αντίθετη άποψη η προστασία της ακεραιότητας της αγοράς είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ατομική προστασία της εμπιστοσύνης των επενδυτών⁹⁶⁸.

Ο σχετικός προβληματισμός είναι κρίσιμος για τη θεμελίωση αξιώσεων των επενδυτών σε βάρος πυλωρών για την περίπτωση χειραγώγησης της αγοράς με την ειδικότερη μορφή της διάδοσης πληροφοριών. Πυλωρός προβαίνει σε χειραγώγηση της αγοράς, αν προβαίνει σε διάδοση πληροφοριών, είτε δια των μέσων μαζικής ενημέρωσης, συμπεριλαμβανομένου του διαδικτύου, είτε με οποιονδήποτε άλλο τρόπο, οι οποίες παρέχουν ή είναι πιθανόν να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ή συναφούς με αυτά συμβολαίου άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων ή ενός εκπλειστηριαζόμενου προϊόντος βασιζόμενου επί δικαιωμάτων εκπομπής ή διαμορφώνουν, ή είναι πιθανόν να διαμορφώσουν, την τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων ή ενός συνδεδεμένου με αυτά συμβολαίου άμεσης παράδοσης επί εμπορεύματος σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, συμπεριλαμβανομένης της διάδοσης φημών, εφόσον το πρόσωπο που τις διέδωσε γνώριζε, ή όφειλε να γνωρίζει, ότι οι πληροφορίες ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές⁹⁶⁹.

Ομοίως πυλωρός χειραγωγεί την αγορά, αν προβαίνει σε διαβίβαση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών ή χορήγηση ψευδών ή παραπλανητικών στοιχείων για ένα δείκτη αναφοράς, εφόσον το πρόσωπο που πραγματοποίησε τη διαβίβαση ή τη χορήγηση των στοιχείων γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές, ή κάθε άλλη συμπεριφορά που συνεπάγεται τη χειραγώγηση του υπολογισμού του δείκτη αναφοράς⁹⁷⁰.

Για τη χειραγώγηση της αγοράς προβλέπονται τόσο διοικητικές όσο και ποινικές κυρώσεις. Το γενικό πλαίσιο τίθεται με τον Κανονισμό (ΕΕ) 596/2014, ενώ στην Οδηγία 2014/57/ΕΕ⁹⁷¹ προβλέπονται ρυθμίσεις σχετικές με την επιβολή ποινικών κυρώσεων⁹⁷². Σχετικές διατάξεις έχει περιλάβει ο ν. 4443/2016. Πρέπει να σημειωθεί ότι παρότι η Οδηγία δεν εμπόδιζε τα κράτη - μέλη να θεσπίσουν αυστηρότερες διατάξεις και μάλιστα στη σκέψη 21 του προοιμίου της αναφέρεται ότι τα κράτη - μέλη «μπορούν να προβλέπουν ότι πράξεις χειραγώγησης της αγοράς συνιστούν ποινικό αδίκημα, εφόσον γίνονται από ελαφρά ή βαρεία αμέλεια», τελικώς στον ν. 4443/2016 δεν έγινε σχετική πρόβλεψη.

⁹⁶⁵ Για τη σχετική διάκριση βλ. Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 81-86.

⁹⁶⁶ Βλ. για την άποψη αυτή Λιάπη, Αποζημίωση, ό.π., 86.

⁹⁶⁷ Βλ. για την άποψη αυτή Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 371-372.

⁹⁶⁸ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 372-373 (ο οποίος επισημαίνει ότι η ελληνική νομολογία δεν έχει ασχοληθεί με το ζήτημα του προστατευόμενου έννομου συμφέροντος, αλλά έχει προβεί στην εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 914 ΑΚ). Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 86-87· παρατηρήσεις Σωτηρόπουλου επί της ΑΠ 976/2018, ΔΕΕ 2018, 744-745.

⁹⁶⁹ Άρθρο 12 παρ. 1 περ. γ' του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014.

⁹⁷⁰ Άρθρο 12 παρ. 1 περ. δ' του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014

⁹⁷¹ Οδηγία 2014/57/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση αγοράς (οδηγία για την κατάχρηση αγοράς) ΟJ L 173, 12.6.2014, p. 179-189.

⁹⁷² Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 330.

Η σχετική απαγόρευση δεν καταλαμβάνει μόνο τη χειραγώγηση, αλλά και τη συνέργεια σ' αυτήν⁹⁷³. Η παροχή της συνδρομής μπορεί να αφορά την εκ μέρους του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου χειραγώγηση τόσο μέσω διάδοσης πληροφοριών όσο και μέσω διενέργειας συναλλαγών. Με αυτόν τον τρόπο το πεδίο ευθύνης των πωλών καταλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα πραγματικών περιπτώσεων. Εξίσου σημαντικό είναι το γεγονός ότι σε περίπτωση αναγνώρισης ατομικής αξίωσης σε μεμονωμένο επενδυτή, παρέχεται ευρύτερη προστασία σ' αυτόν σε σχέση με τις αντίστοιχες ρυθμίσεις του ομοσπονδιακού δικαίου των Η.Π.Α..

Οι σχετικές διατάξεις του Κανονισμού και της Οδηγίας αποβλέπουν στην προστασία και του μεμονωμένου επενδυτή. Ενδεικτικώς αναφέρεται ότι στις σκέψεις 44 και 47 του Κανονισμού γίνεται μνεία σε απώλειες και ζημίες για τους επενδυτές. Περαιτέρω, ως σκοπός τους τίθεται πέραν της προστασίας της ακεραιότητας της αγοράς και η προστασία των επενδυτών και της εμπιστοσύνης. Ήδη το γράμμα των σχετικών άρθρων δεν εμποδίζει την αναγνώριση αξίωσης στον μεμονωμένο επενδυτή⁹⁷⁴. Το γεγονός της αναφοράς σε επενδυτές και όχι σε επενδυτή δε σημαίνει κατ' ανάγκη ότι η τελευταία γίνεται προκειμένου να προσδοθεί η έννοια ενός υπερατομικού αγαθού. Άλλωστε αυτή η έννοια ήδη προσδίδεται με την αναφορά στην προστασία του θεσμού της αγοράς. Περαιτέρω, αγορά και επενδυτής συνδέονται άρρηκτα⁹⁷⁵. Ο κλονισμός της εμπιστοσύνης του τελευταίου έχει επιπτώσεις στην πρώτη. Αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς δεν μπορεί να επιτευχθεί χωρίς την προστασία του επενδυτή⁹⁷⁶. Ενόψει των ανωτέρω, η αναφορά στην αιτιολογική έκθεση του ν. 4443/2016 ότι με τις σχετικές ποινικές διατάξεις δεν σκοπείται η προστασία του ατόμου έρχεται σε αντίθεση με το κοινοτικό δίκαιο. Η μη αναγνώριση αστικών αξιώσεων θα είχε ως αποτέλεσμα την παραβίαση της αρχής της αποτελεσματικής εφαρμογής του ενωσιακού δικαίου⁹⁷⁷. Σε κάθε περίπτωση, σχετική αξίωση θα μπορούσε να αναγνωρισθεί και με βάση την παραβίαση των διατάξεων με τις οποίες επιβάλλονται διοικητικές κυρώσεις.

Στη θεωρία και στη νομολογία έχει επικρατήσει η προσέγγιση μίας ευρύτερης σύλληψης της έννοιας του παρανόμου. Κατ' αυτήν για τη στοιχειοθέτηση του παρανόμου δεν απαιτείται πάντοτε η παραβίαση ενός «απαγορευτικού ή επιτακτικού κανόνα δικαίου», αλλά αρκεί η παραβίαση της γενικής υποχρέωσης «ασφάλειας και προστασίας των άλλων»⁹⁷⁸. Η υποχρέωση αυτή καθιερύεται με επίκληση στους κανόνες της κοινής πείρας, στην κρατούσα κοινωνική αντίληψη, στις γενικές ρήτρες των άρθρων 281 και 288 ΑΚ, στο πνεύμα του άρθρου 914 ΑΚ και στο γενικότερο πνεύμα της νομοθεσίας⁹⁷⁹.

⁹⁷³ Βλ. σκέψη 39 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014. Επίσης, βλ. άρθρο 6 της Οδηγίας 2014/57/ΕΕ και άρθρο 47 νέου ΠΚ.

⁹⁷⁴ Βλ. και Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 28. Θετικός και ο Ψυχομάνης, Ευθύνη τραπεζών..., ό.π., 2324 υπό την ισχύ των άρθρων 3-9 του ν. 3340/2005.

⁹⁷⁵ Βλ. και ΕφΑθ 5894/2018, ΝΟΜΟΣ· ΕφΑθ 1115/2017, ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ· ΠολΠρΑθ 3904/2015, ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ.

⁹⁷⁶ Πρβλ. και σκέψη 4 του προοιμίου της Οδηγίας 2014/57/ΕΕ, στην οποία γίνεται αναφορά στην αποτελεσματική εφαρμογή του νομοθετικού πλαισίου για την κατάχρηση της αγοράς.

⁹⁷⁷ ΕφΑθ 5894/2018, ΝΟΜΟΣ.

⁹⁷⁸ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 963επ.. Βλ. Μαστρομανώλη, Πρόσφατες εξελίξεις..., ό.π., 24-25, σχετικά με την υπαγωγή του ελεγκτικού σφάλματος στην εν λόγω αρχή.

⁹⁷⁹ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 963επ.. Ο Κορνηλάκης (Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, τ. Ι, 2^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012, 489-490) κάνει λόγο για «άγραφους κανόνες επιμελείας». Βλ. ΑΠ 1116/2019, ό.π.: «...τα πρόσωπα που δεν βρίσκονται σε συναλλακτικό σύνδεσμο με την Τράπεζα κι ούτε εντάσσονται στο προστατευτικό πεδίο του συνδέσμου αυτού, δικαιούνται - σε περίπτωση κατά την οποία η Τράπεζα, κατά την εκπλήρωση παροχής της προς τον αντισυμβαλλόμενο της, βλάψει υπαιτίως και τα έννομα συμφέροντα των προσώπων αυτών - να ζητήσουν αποζημίωση, κατά τις διατάξεις του ΑΚ περί αδικοπραξιών (άρθρο 914 ΑΚ). Και τούτο, επειδή, στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα θα έχει παραβεί το γενικό καθήκον κάθε κοινωνικού ανθρώπου, (αλλά και οντότητας εξομοιούμενης κατά το νόμο με αυτόν), να μη ζημιώνει υπαιτίως

Η διευρυμένη έννοια του παρανόμου βρίσκει πρακτική εφαρμογή ιδίως στην περίπτωση που η ζημιογόνος συμπεριφορά συνίσταται σε παράλειψη. Έτσι, η παραλειπόμενη ενέργεια μπορεί να επιβάλλεται είτε από συγκεκριμένο κανόνα δικαίου είτε από τις αναφερόμενες στην αμέσως προηγούμενη παράγραφο γενικές αρχές. Η διευρυμένη έννοια έρχεται στο προσκήνιο κυρίως σε περιστάσεις πρόκλησης εκ μέρους του εναγόμενου κινδύνου για τον ενάγοντα⁹⁸⁰.

Σημαντικό μέρος της θεωρίας έχει τονίσει την ανάγκη ασφαλούς οριοθέτησης της δικαιοκίνης αρχής «του μη ζημιούν έτερον»⁹⁸¹. Κατ' αυτό δεν αρκεί η απλή επίκληση γενικών αρχών, μεταξύ των οποίων και αυτή της καλής πίστης, αλλά πρέπει να εξειδικεύονται οι συγκεκριμένες περιστάσεις και προϋποθέσεις υπό τις οποίες αναγνωρίζεται υποχρέωση προστασίας του άλλου⁹⁸². Διαφορετικά η διάπλαση του περιεχομένου της υποχρέωσης αυτής (που συνεπάγεται την επιβάρυνση με υποχρέωση αποκατάστασης της προκληθείσας ζημίας) ενεργείται υπό αόριστους όρους από τον δικαστή προκαλώντας ανασφάλεια δικαίου⁹⁸³.

Στο πλαίσιο της σχετιζόμενης με την παρούσα θεματική ευθύνης των ειδημόνων έναντι τρίτων έχει επιχειρηθεί μία περιχαράκωση της υποχρέωσης προνοίας με βάση την διευρυμένη έννοια του παρανόμου⁹⁸⁴. Έτσι, για τη γέννηση σχετικής υποχρέωσης απαιτούνται τα εξής στοιχεία: (α) δημιουργία ιδιαίτερης επαγγελματικής εμπιστοσύνης μέσω της διακίνησης ενός φορέα εμπιστοσύνης... (β) επένδυση εμπιστοσύνης του τρίτου στον φορέα... (γ) συνδρομή ασφαλώς αμέλειας στο πρόσωπο του ειδήμονος προς την παροχή ή καταγραφή της ανακριβούς πληροφορίας (δ) έλλειψη αξιόπιστης εναλλακτικής πηγής πληροφόρησης... και (ε) γνώση ή ευχερής αντικειμενική, ex ante διαγνωσιμότητα-προβλεψιμότητα του κύκλου των πιθανών αποδεκτών της εκτιμητικής έκθεσης...»⁹⁸⁵.

3.5.2.2 Άρθρο 8 του ν. 2251/1994

Την ευθύνη των πυλωρών έναντι των επενδυτών στεγάζει φιλόξενα το άρθρο 8 του ν. 2251/1994. Κατά το εδ. α' της παρ. 1 «Ο παρέχων υπηρεσίες ευθύνεται για κάθε περιουσιακή ζημία ή ηθική βλάβη που προκάλεσε παράνομα και υπαίτια, με πράξη ή παράλειψη του, κατά την παροχή αυτών στον καταναλωτή». Η εν λόγω ευθύνη οράται ανεξαρτήτως της ύπαρξης ή μη δικαιοπρακτικού δεσμού ως επαγγελματική ευθύνη καλύπτουσα τις ζημίες συμβαλλομένων και μη⁹⁸⁶. Απαραίτητη βεβαίως προϋπόθεση είναι εκείνος που αξιώνει έννομη προστασία με βάση τη συγκεκριμένη διάταξη να είναι καταναλωτής.

Η έννοια του καταναλωτή ορίζεται στο άρθρο 1α του ν. 2251/1994 (όπως τροποποιήθηκε με τον ν. 4512/2018)⁹⁸⁷. Ως τέτοιος νοείται «κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο ενεργεί για λόγους οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην εμπορική, επιχειρηματική, βιοτεχνική ή ελευθέρια επαγγελματική

άλλον, ΑΠ Ολ 967/1973 ΝοΒ 22,505), το οποίο - καθήκον - αποκτά ιδιαίτερη βαρύτητα όταν αδικοπραγεί πιστωτικό ίδρυμα, ενόψει της δραστηρικής παρέμβασής του στο οικονομικό τοπίο και της εντεύθεν, κατά τα προλεχθέντα, ασκήσεως από μέρους της δημόσιας λειτουργίας latu sensu».

⁹⁸⁰ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 975επ.· Κορνηλάκης, ό.π., 490-491.

⁹⁸¹ Βλ. σε Τσολακίδη, Η διένρυνση της αδικοπρακτικής ευθύνης και η εμπορική επιχείρηση, ΕφΑΔΠολΔ 2019, 845· Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 108-112.

⁹⁸² Καραγιάννης, ό.π., 449επ..

⁹⁸³ Καραγιάννης, ό.π., 447.

⁹⁸⁴ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 59επ..

⁹⁸⁵ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 65.

⁹⁸⁶ Τριανταφυλλάκης, Η φένάκη..., ό.π., 689-691· Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 128.

⁹⁸⁷ Κατά τρόπο ενιαίο πλέον.

του δραστηριότητα»⁹⁸⁸. Πλέον μετά τον ν. 4512 η έννοια του καταναλωτή είναι στενότερη, καθόσον εγκαταλείφθηκε το κριτήριο του τελικού αποδέκτη⁹⁸⁹ και συνδέθηκε με την επαγγελματική ή μη απασχόληση του επικαλούμενου την ιδιότητα του καταναλωτή⁹⁹⁰. Η μεταβολή αυτή του περιεχομένου της έννοιας δε στερεί από τη σχετική προστασία «το κυρίως ευαίσθητο και συμπαγές (λόγω της σε βάρος του υπεροπλίας) τμήμα των τρίτων, που είναι οι ζημιωθέντες από τα ανακριβή στοιχεία του ισολογισμού μέτοχοι και ιδιώτες επενδυτές»⁹⁹¹.

Η δυνατότητα αναγνώρισης στον επενδυτή της ιδιότητας του καταναλωτή δε μεταβάλλεται κατ' αποτέλεσμα από την τροποποίηση του ν. 2251. Ήδη πριν από τον ν. 4512 γινόταν δεκτό ότι ο σκοπός του νομοθέτη (συνιστάμενος στην προστασία του διαπραγματευτικώς και οικονομικώς ασθενέστερου) υπαγόρευε την άρνηση παροχής προστασίας στον θεσμικό επενδυτή και στον επαγγελματία επενδυτή⁹⁹². Το ίδιο πρέπει να γίνει δεκτό και υπό τη διατύπωση του άρθρου 1α του ν. 2251, καθόσον ρητώς αποκλείεται η προστασία σε περίπτωση εμπορικής ή επαγγελματικής δραστηριότητας. Περαιτέρω, κατόπιν προβολής ένστασης καταχρηστικής επίκλησης της ιδιότητας του καταναλωτή μπορεί να κριθεί ότι ενόψει των πραγματικών περιστατικών συγκεκριμένης περίπτωσης η εφαρμογή των διατάξεων περί προστασίας του καταναλωτή σε συγκεκριμένο επενδυτή παρίσταται άδικη, διότι ο τελευταίος δε βρίσκεται σε μειονεκτική θέση⁹⁹³.

Η διάταξη του άρθρου 8 κατά την κρατούσα γνώμη στην ελληνική θεωρία έχει αδικοπρακτικό χαρακτήρα⁹⁹⁴. Κατά την άποψη αυτή η παραβίαση συμβατικής υποχρέωσης δεν αρκεί για τη θεμελίωση της έννοιας του παρανόμου του άρθρου 8⁹⁹⁵. Αντιθέτως, η έννοια αυτή έχει το περιεχόμενο που έχει και στη ρύθμιση του άρθρου 914 ΑΚ. Περαιτέρω, υφίσταται διχογνωμία σχετικά με την αυτοτέλεια ή μη της σχετικής ρύθμισης. Σύμφωνα με μία άποψη, το

⁹⁸⁸ Το άρθρο 1α προστέθηκε με το άρθρο 100 παρ.5 ν. 4512/2018 (ΦΕΚ Α 5/17.1.2018) και ισχύει από 18/3/2018 (άρθρο 126). Σύμφωνα με το άρθρο 111 του ν. 4512/2018, το άρθρο 1α δεν εφαρμόζεται στις συμβάσεις που έχουν συναφθεί έως και τις 17/3/2018 παρά μόνο στις ανανεώσεις των συμβάσεων αυτών.

⁹⁸⁹ Κατά το άρθρο 1 παρ. 4 του ν. 2251/1994, όπως ίσχυε μετά τον ν. 3587/2007 (ΦΕΚ Α 152/10.7.2007) και πριν από τον ν. 4512/2018: «Καταναλωτής, κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή ενώσεις προσώπων χωρίς νομική προσωπικότητα για τα οποία προορίζονται τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται στην αγορά και τα οποία κάνουν χρήση των προϊόντων ή των υπηρεσιών αυτών, εφόσον αποτελούν τον τελικό αποδέκτη τους. Καταναλωτής είναι και: αα) κάθε αποδέκτης διαφημιστικού μηνύματος, ββ) κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που εγγυάται υπέρ καταναλωτή, εφόσον δεν ενεργεί στο πλαίσιο της επαγγελματικής ή επιχειρηματικής δραστηριότητας του».

⁹⁹⁰ Κατά τον Δέλλιο, Η νέα έννοια του «καταναλωτή» και ο ανακαθορισμός του υποκειμενικού πεδίου προστασίας, 2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <http://nomikaxronika.gr/>, «ο νομοθέτης δεν θέλει πλέον να εναποθέσει στην κατ' ΑΚ 281 διορθωτική επέμβαση του δικαστή την αποφυγή καταχρηστικής επίκλησης του ευρέος ορισμού του καταναλωτή από μεγάλες επιχειρήσεις και, γι' αυτό, στενεύει τον ίδιο τον ορισμό του καταναλωτή».

⁹⁹¹ Τριανταφυλλάκης, Δυνατότητες δικαστικής προστασίας..., ό.π., 96-97.

⁹⁹² Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 96· Τριανταφυλλάκης, Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), ΔΕΕ 2008, 521επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>. Βλ. και ΕφΔυτΜακ 23/2018, ΝΟΜΟΣ, με την οποία κρίθηκε ότι οι ενάγοντες δεν μπορούν να χαρακτηρισθούν ως καταναλωτές, καθόσον υπερβαίνουν το πρότυπο του μέσου αποταμιευτή, επένδυσαν υψηλά ποσά, προέβαιναν συστηματικά σε επενδύσεις υψηλών ποσών, είχαν γνώσεις και εμπειρία για τις συναλλαγές του ίδιου, ενώ τα κεφάλαια που επένδυσαν προέρχονταν από δάνεια και πιστώσεις. Βλ. και ΕφΑθ 189/2019, ΝΟΜΟΣ (υπό την ισχύ του ν. 2251/1994, όπως ίσχυε μετά τον ν. 3587/2007), σύμφωνα με την οποία είναι δυνατή η εφαρμογή των διατάξεων περί προστασίας του καταναλωτή σε περίπτωση εξυπηρέτησης επαγγελματικών αναγκών υπό την επιφύλαξη, όμως, του άρθρου 281 ΑΚ.

⁹⁹³ Αυγητίδης, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), ό.π., 905-906. Κατά τους Περάκη, Λιβαδά εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 1α, 83-85, υπό τον νέο ορισμό του καταναλωτή, λόγω της στενής έννοιας αυτού, εκλείπει η ανάγκη περιορισμού του και όπου υπάρχει ανάγκη διεύρυνσης της προστασίας αυτή γίνεται υπό τις προβλεπόμενες στον νόμο προϋποθέσεις. ΕφΠειρ 37/2016 (Μον), ΝΟΜΟΣ. Βλ. και Λιάππη, Αποζημίωση..., ό.π., 124-125.

⁹⁹⁴ Φουντεδάκη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2018, ό.π., 8, 13-15.

⁹⁹⁵ Φουντεδάκη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2018, ό.π., 8, 14-15.

άρθρο 8 περιέχει ειδικό κανόνα αδικοπρακτικής ευθύνης με αποτέλεσμα τη συρροή νομίμων βάσεων της ίδιας αξίωσης⁹⁹⁶. Κατ' άλλη γνώμη, δεν έχει θεσπισθεί ιδιαίτερη βάση αδικοπρακτικής ευθύνης, αλλά απλώς εισήχθησαν κάποιοι ιδιαίτεροι κανόνες οι οποίοι διαφοροποιούν τη ρύθμιση των άρθρων 914 και 919 ΑΚ σε περίπτωση κατά την οποία ο ζημιωθής είναι καταναλωτής κατά την έννοια του νόμου 2251/1994⁹⁹⁷.

Ως ευθυνόμενο πρόσωπο κατά το άρθρο 8 ορίζεται κάθε πρόσωπο που παρέχει κατά τρόπο ανεξάρτητο υπηρεσίες στο πλαίσιο της επαγγελματικής δραστηριότητάς του. Οι πωλωροί (όπως αυτοί και οι παρεχόμενες απ' αυτούς υπηρεσίες προσδιορίστηκαν στην οικεία θέση) πληρούν τις προϋποθέσεις αυτές⁹⁹⁸. Πρόκειται για ελεύθερους επαγγελματίες, οι οποίοι παρέχουν τις υπηρεσίες τους χωρίς να υπόκεινται σε οδηγίες και εντολές εκ μέρους του εκδότη⁹⁹⁹.

Με το ίδιο άρθρο ο νομοθέτης προβαίνει σε κατανομή του βάρους απόδειξης μεταξύ των διαδίκων. Από τη μία πλευρά ο καταναλωτής οφείλει να αποδείξει τη ζημία του και την ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ αυτής και της παροχής της υπηρεσίας. Από την άλλη πλευρά ο πάροχος της υπηρεσίας βαρύνεται με την απόδειξη της έλλειψης παρανομίας και υπαιτιότητάς του. Ακριβώς αυτή η ρύθμιση είναι που διευκολύνει την άσκηση της σχετικής αξίωσης του καταναλωτή, σ' αυτήν δε τη διευκόλυνση αποβλέπει και αποσκοπεί η θεμελίωση της αποζημιωτικής αξίωσης του επενδυτή στον ν. 2251/1994 – με δεδομένη την πολυπλοκότητα των εκτελούμενων σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς συναλλαγών¹⁰⁰⁰.

Ιδιαίτερη είναι κατά το ελληνικό δίκαιο η περίπτωση της ευθύνης των δικηγόρων. Υπό την ισχύ του άρθρου 73 του ΕισΝΚΠολΔ (όπως ίσχυε μέχρι τον ν. 4194/2013) αγωγή κακοδικίας μεταξύ άλλων κατά δικηγόρου επιτρεπόταν «μόνο αν στηρίζεται σε δόλο ή βαριά αμέλεια ή αρνησιδικία και ο ενάγων ζημιώθηκε από τις τέτοιες πράξεις ή παραλείψεις». Επρόκειτο για ειδική ρύθμιση που αφορά την αστική ευθύνη του δικηγόρου λόγω πράξεων και παραλείψεων του κατά την άσκηση του λειτουργήματός του¹⁰⁰¹. Μάλιστα, η σχετική διάταξη καταλάμβανε τις αξιώσεις τόσο των εντολέων του δικηγόρου όσο και τρίτων¹⁰⁰².

⁹⁹⁶ ΑΠ 1007/2019, ΝΟΜΟΣ.

⁹⁹⁷ ΑΠ 1284/2017, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 1227/2007, ΝΟΜΟΣ· Φουντεδάκη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2018, ό.π., 8, 33· Φουντεδάκη, Η έννοια της «κοινής πράξης» περισσότερων στο άρθρο 926 ΑΚ, ΕφΑΔΠολΔ 2018, 486.

⁹⁹⁸ Βλ. Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 128, ο οποίος υποστηρίζει ότι οι ευθυνόμενοι κατά το άρθρο 6 του ν. 3401/2005 για το ενημερωτικό δελτίο ευθύνονται κατ' άρθρο 8 του ν. 2251/1994. Βλ. τους προβληματισμούς του ίδιου, ό.π., 126 σχετικά με τη δυνατότητα κατάφασης ευθύνη των μελών του ΔΣ της εισηγμένης ΑΕ κατά την προετοιμασία άλλων εγγράφων προς ενημέρωση του επενδυτικού κοινού.

⁹⁹⁹ Αντίθετα, οι δικηγόροι ή οι λογιστές που στελεχώνουν το αντίστοιχο τμήμα του εργοδότη παρέχοντας εξαρτημένη εργασία δεν ενεργούν κατά τρόπο ανεξάρτητο. Βεβαίως, οι συγκεκριμένοι κατά την ορθότερη δογματική προσέγγιση της θεωρίας περί “gatekeepers” δεν αποτελούν περιπτώσεις πωλωρών.

¹⁰⁰⁰ Βλ. Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 107, 119.

¹⁰⁰¹ Καθ' ύλην αρμόδιο δικαστήριο ήταν το Πολυμελές Πρωτοδικείο (άρθρο 73 παρ. 1 ΕισΝΚΠολΔ). Στην αγωγή έπρεπε να αναφέρονται όλοι οι λόγοι στους οποίους ο ενάγων στηρίζει την αγωγή κακοδικίας και όλα τα αποδεικτικά μέσα (άρθρο 73 παρ. 2 ΕισΝΚΠολΔ). Επίσης, σ' αυτήν έπρεπε να επισυνάπτονται με ποινή απαραδέκτου τα αποδεικτικά έγγραφα και ειδικό πληρεξούσιο προς τον δικηγόρο που υπογράφει την αγωγή (άρθρο 73 παρ. 3 ΕισΝΚΠολΔ). Ο χρόνος παραγραφής της σχετικής αξίωσης προβλεπόταν εξάμηνος και άρχιζε από την πράξη ή την παράλειψη που επικαλείται ο ενάγων (άρθρο 73 παρ. 4 ΕισΝΚΠολΔ). Η παράγραφος 4 του άρθρου 73 κρίθηκε αντισυνταγματική, καθόσον «τοποθετεί το εναρκτήριο σημείο της ανωτέρω αποκλειστικής προθεσμίας στο χρόνο τελέσεως της ζημιολογούσας πράξεως ή παραλείψεως και όχι σε αυτόν της γνώσεως από τον πελάτη της ζημίας και της πράξης ή παράλειψης του δικηγόρου από την οποία προκλήθηκε, με αποτέλεσμα, στις περισσότερες περιπτώσεις, να επέρχεται απόσβεση του δικαιώματος πολύ πριν ο ζημιωθής λάβει γνώση αυτού, πράγμα το οποίο αντίκειται στο άρθρο 20 παρ. 1 του Συντάγματος» (ΟΛΑΠ 18/1999, ΝΟΜΟΣ· ΟΛΑΠ 20/2000, ΝΟΜΟΣ).

¹⁰⁰² ΑΠ 1592/2018, ΝΟΜΟΣ.

Στην ελληνική θεωρία και στη νομολογία διατυπώθηκαν δύο διαφορετικές θέσεις σχετικά με τη δυνατότητα εφαρμογής του άρθρου 8 του ν. 2251/1994 σε περίπτωση αστικής ευθύνης δικηγόρου. Κατά την κρατούσα νομολογία το άρθρο 73 είναι ειδικότερο και ρυθμίζει κατά τρόπο αποκλειστικό την αστική ευθύνη του δικηγόρου αποκλεισμένης οποιασδήποτε άλλης βάσης ευθύνης (συμβατικής, αδιοπρακτικής ή από αδικαιολόγητο πλουτισμό)¹⁰⁰³. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι το σύστημα συλλογικής προστασίας του ν. 2251/1994 (φιλικός διακανονισμός, επιβολή κυρώσεων από τον Υπουργό Εμπορίου) δεν είναι συμβατό με την εκ μέρους του δικηγόρου άσκηση δημοσίου λειτουργήματος¹⁰⁰⁴. Κατά τη μειοψηφία εννέα μελών της σύνθεσης της Ολομέλειας του Αρείου Πάγου στην απόφαση 18/1999, η σχετική ευθύνη ρυθμίζεται από τον ν. 2251, καθόσον η ιδιότητα του δημόσιου λειτουργού αφορά μόνο την παράσταση ενώπιον των δικαστηρίων και όχι την εσωτερική σχέση δικηγόρου-πελάτη¹⁰⁰⁵.

Η κρατούσα γνώμη στη θεωρία αντιτάχθηκε και αντιτάσσεται στην άρνηση υπαγωγής του δικηγόρου στην έννοια του παρέχοντος υπηρεσίες κατά τον ν. 2251/1994. Επικροτώντας τη θέση της μειοψηφίας της ΟΛΑΠ 18/1999 προσθέτει ότι η διατήρηση ειδικής διάταξης σχετικά με την ευθύνη του δικηγόρου (η οποία υφίσταται μόνο στο ελληνικό δίκαιο) θέτει σε κίνδυνο την αποτελεσματική εφαρμογή της Οδηγίας 98/5/ΕΚ¹⁰⁰⁶.

Με τον ν. 4194/2013¹⁰⁰⁷ το νομικό καθεστώς της ευθύνης του δικηγόρου μεταβλήθηκε. Κατά το άρθρο 160 παρ. 1 «ο δικηγόρος, ο οποίος με πράξη, ενέργεια ή παράλειψή του προκάλεσε ζημία στον εντολέα του παράνομα, από δόλο ή βαριά αμέλεια, έχει υποχρέωση να τον αποζημιώσει». Σύμφωνα με το άρθρο 166 «οι διατάξεις του Κώδικα είναι ειδικές έναντι κάθε άλλης διάταξης». Κατά συνέπεια, η διάταξη του άρθρου 73 του ΕισΝΚΠολΔ θεωρείται κατηργημένη ως προς το ζήτημα της ευθύνης του δικηγόρου¹⁰⁰⁸.

¹⁰⁰³ ΟΛΑΠ 18/1999, ΝΟΜΟΣ, με μειοψηφία εννέα μελών ως προς το συγκεκριμένο ζήτημα.

¹⁰⁰⁴ ΟΛΑΠ 18/1999, ό.π..

¹⁰⁰⁵ ΟΛΑΠ 18/1999, ό.π..

¹⁰⁰⁶ Βλ. σε Φουντεδάκη, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ. Αλεξανδρίδου), 2018, ό.π., 8, αρ. 8, τις δύο αντίθετες θέσεις που έχουν διατυπωθεί στη θεωρία και σχετική βιβλιογραφική αναφορά.

¹⁰⁰⁷ Ν. 4194/2013 «Κώδικας Δικηγόρων» (ΦΕΚ Α' 208/27-9-2013).

¹⁰⁰⁸ Όσον αφορά την ειδικότητα της ρύθμισης του άρθρου 160 του ν. 4194 σε σχέση με το άρθρο 8 του ν. 2251, μπορούν να υποστηριχθούν τα ίδια επιχειρήματα που εκτέθηκαν ανωτέρω ως προς την εφαρμογή του άρθρου 8 και όχι του άρθρου 160. Για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης ενόψει του προανατολισμού της διάταξης του άρθρου 160 στην ευθύνη αποκλειστικώς έναντι του εντολέα ο σχετικός προβληματισμός παρέλκει πλέον. Κατά την Φουντεδάκη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ. Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 8, 8, η επιχειρηματολογία της ΟΛΑΠ 18/1999 ισχύει και υπό την ισχύ του άρθρου 160 του ν. 4194/2013. Μετά τη θέση σε ισχύ του ν. 4745/2020 (ΦΕΚ Α' 214/6-11-2020) «Ρυθμίσεις για την επιτάχυνση της εκδίκασης εκκρεμών υποθέσεων του ν. 3869/2010, σύμφωνα με τις επιταγές της παρ. 1 του άρθρου 6 της Ε.Σ.Δ.Α., ως προς την εύλογη διάρκεια της πολιτικής δίκης, τροποποιήσεις του Κώδικα Δικηγόρων και άλλες διατάξεις» θα μπορούσε να τεθεί ζήτημα εκ νέου υπαγωγής της αστικής ευθύνης των δικηγόρων στη διάταξη του άρθρου 73 του ΕισΝΚΠολΔ. Συγκεκριμένα, με το άρθρο 28 παρ. 2 αντικαταστάθηκε η παρ. 1 του άρθρου 73 του ΕισΝΚΠολΔ κατά τρόπο ώστε με αυτήν να ρυθμίζεται μεταξύ άλλων η αστική ευθύνη των άμισθων υποθηκοφυλάκων. Υπό τη νέα διατύπωση του άρθρου 73 παρ. 1 οι δικηγόροι μνημονεύονται μεταξύ των προσώπων των οποίων ρυθμίζεται η αστική ευθύνη. Στο πλαίσιο αυτό τίθεται το ερώτημα μήπως καταργήθηκε το άρθρο 160 του ν. 4194/2013. Η απάντηση πρέπει να είναι αρνητική. Με δεδομένο ότι σκοπός του νομοθέτη, όπως αυτός διατυπώθηκε στην αιτιολογική έκθεση του ν. 4745/2020, ήταν η ρύθμιση της αστικής ευθύνης των άμισθων υποθηκοφυλάκων, η διατήρηση της αναφοράς σε δικηγόρους πρέπει να αποδοθεί σε αβλεψία. Βεβαίως σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση ακριβής σκοπός ήταν η εξομείωση της αστικής ευθύνης των άμισθων υποθηκοφυλάκων με αυτήν των υπόλοιπων άμισθων δημόσιων λειτουργών. Τη λύση δίνει το άρθρο 166 του ν. 4194/2013, με βάση το οποίο η ρύθμιση του άρθρου 160 (όπως και των υπόλοιπων άρθρων του ν. 4194/2013) είναι ειδική. Το άρθρο αυτό (166) ούτε καταργήθηκε ούτε τροποποιήθηκε. Όπου ο νομοθέτης έκρινε αναγκαία τη διευκρίνιση της ρύθμισής του προέβη σε αντίστοιχη παρέμβαση (βλ. άρθρο 1 παρ.23 β' του ν.4334/2015, ΦΕΚ Α' 80/16-7-2015, με το οποίο ορίστηκε ότι «Η αληθής έννοια της παρ. 1 του άρθρου 166 του Ν. 4194/2013 είναι ότι αυτή δεν κατισχύει και δεν καταργεί τη διάταξη της παρ. 4 του άρθρου 20 του Ν. 3832/2010, όπως η παράγραφος αυτή τροποποιήθηκε με την παρ. 17 του άρθρου 323 του Ν. 4072/2012, με την οποία καταργήθηκε η προγενεστέρως προβλεπόμενη υπαγωγή της πρόσληψης του

Η θέσπιση του άρθρου 160 του ν. 4194/2013 επηρεάζει την ευθύνη των δικηγόρων έναντι των επενδυτών στην περίπτωση που αυτοί είναι τρίτοι. Εφόσον αυτό αναφέρεται μόνο σε ευθύνη έναντι του εντολέα, δεν καταλαμβάνει την ευθύνη έναντι του τρίτου¹⁰⁰⁹. Με δεδομένο δε ότι η ρύθμιση είναι ειδική έναντι του άρθρου 73 ΕισΝΚΠολΔ προκύπτει ότι ο νομοθέτης θέλησε να ρυθμίσει ειδικά μόνο τις αξιώσεις των εντολέων, ενώ οι αντίστοιχες των τρίτων θα στηρίζονται πλέον στις γενικές διατάξεις – δηλαδή περί αδικοπρακτικής ευθύνης¹⁰¹⁰. Κατά συνέπεια, βρίσκουν εφαρμογή οι διατάξεις των άρθρων 914 και 919 ΑΚ και του άρθρου 8 του ν. 2251/1994¹⁰¹¹.

Υπό την ισχύ του ν. 4194/2013 ζήτημα προκύπτει σχετικά με την αστική ευθύνη δικηγορικής εταιρίας (και του υπαίτιου εταίρου) έναντι των επενδυτών. Σύμφωνα με το άρθρο 54 παρ. 5 «η Εταιρεία ευθύνεται έναντι τρίτων, κατά τις διατάξεις για την ευθύνη των δικηγόρων, για πράξεις ή παραλείψεις των Εταίρων ή συνεργατών δικηγόρων, εφόσον αυτές έγιναν κατά τη διαχείριση ή την αντιπροσώπευση της Εταιρείας. Ο υπαίτιος για την πράξη ή παράλειψη Εταίρος ευθύνεται σε ολόκληρο»¹⁰¹². Από το γράμμα της διάταξης φαίνεται ότι η δικηγορική εταιρία (όπως και ο υπαίτιος εταίρος) ευθύνεται μεν έναντι του επενδυτή - μη πελάτη της ως τρίτου, αλλά υπό τους ειδικούς όρους κατά τους οποίους ευθύνεται ο δικηγόρος έναντι του πελάτη του (μόνο για δόλο ή βαριά αμέλεια και με σύντομο χρόνο παραγραφής). Μάλιστα, ενόψει του ότι γίνεται παραπομπή στα άρθρα 160επ, τα οποία είναι ειδικά, δεν εφαρμόζονται οι διατάξεις των άρθρων 914, 919 ΑΚ και 8 ν. 2251/1994. Αν γίνει δεκτή τέτοια ερμηνεία¹⁰¹³, δε φαίνεται να υπάρχει λόγος διαφοροποίησης της ρύθμισης της αστικής ευθύνης ανάλογα με το αν έχει συσταθεί εταιρία ή όχι. Για τον λόγο αυτόν πρέπει de lege ferenda να τροποποιηθεί η διάταξη με σκοπό την καθιέρωση ενιαίων κανόνων ευθύνης.

Νομικού Συμβούλου της ΕΛ.ΣΤΑΤ. στη διαδικασία πρόσληψης δικηγόρων του άρθρου 11 του Ν. 1649/1986 και η οποία θεσπίστηκε, ειδικώς προς κατάργηση της υπαγωγής αυτής, σε συμμόρφωση προς τη «Δέσμευση για την Εμπιστοσύνη στα Στατιστικά Στοιχεία», η οποία κυρώθηκε με το Ν. 4051/2012 (άρθρο 8 και Παράρτημα, αριθμός 1, περίπτωση μ' των ενεργειών για βελτίωση)).

¹⁰⁰⁹ Σύμφωνα και οι Ζέπος & Γιαννόπουλος, Ο Έμμισθος Δικηγόρος, Μάιος 2014, 13, 20.

¹⁰¹⁰ Σε αντίθετη περίπτωση η ιδιότητα του ζημιωθέντος ως εντολέα ή τρίτου θα είχε ως αποτέλεσμα όχι μόνο τη διαφοροποίηση του χρόνου της παραγραφής (τριετής) και της αποσβεστικής προθεσμίας (εξάμηνη), αλλά και του βάρους απόδειξης αναλόγως με τον χαρακτήρα του ισχυρισμού ως ένστασης παραγραφής (κατά τον ν. 4194/2013) ή ως αποσβεστικής προθεσμίας (κατά το άρθρο 73 του ΕισΝΚΠολΔ).

¹⁰¹¹ Έτσι και οι Ζέπος & Γιαννόπουλος, ό.π., 21, για την εφαρμογή των άρθρων 8 ν. 2251/1994 και 914 και 922 ΑΚ.

¹⁰¹² Πρβλ. και άρθρο 13 του π.δ. 81/2005 (ΦΕΚ Α' 120/23.05.2005) «Δικηγορικές εταιρείες», κατά το οποίο «Το νομικό πρόσωπο της εταιρείας ευθύνεται απέναντι στους τρίτους για τις πράξεις ή παραλείψεις των εταίρων δικηγόρων, εφόσον η πράξη ή η παράλειψη έγινε κατά τη διαχείριση ή την αντιπροσώπευση της εταιρείας, καθώς και κατά το χειρισμό υπόθεσης εντολέα της εταιρείας για την οποία περίπτωση εφαρμόζονται οι διατάξεις του Αστικού Κώδικα περί εντολής. Εις ολόκληρον ευθύνεται και ο υπαίτιος για την πράξη ή την παράλειψη δικηγόρος εταίρος. Κατά το ποσό που η εταιρεία ικανοποιήσει τον τρίτο, έχει δικαίωμα αναγωγής κατά του υπαίτιου εταίρου. Στην περίπτωση ασφάλισης της εταιρείας για την αστική ευθύνη απέναντι σε τρίτους, δικαιώματα αναγωγής κατά του υπαίτιου εταίρου έχει η εταιρεία μόνο για το ποσό που δεν καλύφθηκε από την ασφαλιστική αποζημίωση που εισέπραξε». Βλ. όμως και ΣτΕ 3376/2008, ΝΟΜΟΣ.

¹⁰¹³ Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για κακή διατύπωση της διάταξης και ότι στην έννοια του «τρίτου» υπάγονται μόνο οι πελάτες της εταιρίας. Πράγματι, οι πελάτες είναι τρίτοι σε σχέση με την εταιρία. Ενόψει του γεγονότος ότι η παραπομπή γίνεται στα άρθρα 160επ., τα οποία αφορούν ευθύνη έναντι των πελατών, θα μπορούσε να προταθεί μία συσταλτική ερμηνεία του γράμματος με αποτέλεσμα η ευθύνη της εταιρίας έναντι των μη πελατών

Κεφάλαιο Γ' : Το περιεχόμενο της επιδεικτέας συμπεριφοράς των πωλών

Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζεται η συμπεριφορά την οποία πρέπει να επιδείξουν οι πωλροί της κεφαλαιαγοράς σε σχέση με την άσκηση ελέγχου επί της δραστηριότητας ή των δηλώσεων των αντισυμβαλλομένων τους - εκδοτών χρηματοπιστωτικών μέσων. Ενόψει της κομβικής θέσης των εποπτικών καθηκόντων στη θεωρία των «gatekeepers» και παρά το γεγονός ότι η μη επίδειξη της οφειλόμενης συμπεριφοράς αποτελεί μέρος του πραγματικού των σχετικών με την αστική ευθύνη κανόνων δικαίου κρίθηκε σκόπιμη η χωριστή εξέταση του συγκεκριμένου στοιχείου προκειμένου να επιχειρηθεί μία ακριβής και λεπτομερής προσέγγιση του περιεχομένου του.

Παρά το γεγονός ότι μεθοδολογικώς το ζήτημα της καθαρώς οικονομικής ζημίας θα μπορούσε να εξετασθεί στο κεφάλαιο Δ', στο οποίο εξετάζεται το στοιχείο της ζημίας των επενδυτών, η ένταξή του στο παρόν κεφάλαιο παρίσταται μεθοδολογικώς αποτελεσματικότερη. Το ζήτημα της αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας συνδέεται με την απάντηση στο ερώτημα σχετικά με την προστασία ή μη του επενδυτή από ζημιογόνες ενέργειες ή παραλείψεις των πωλών. Αν και η πρόταξή της σε επίπεδο θεωρητικής ανάλυσης φαντάζει ως εισάγουσα ένα πρωθύστερο σχήμα, εντούτοις το γεγονός ότι η αποκατάστασή της εξαρτάται από τη θεμελίωση, το περιεχόμενο και την έκταση του καθήκοντος πρόνοιας του πωλτρού έναντι του επενδυτή αρκεί για να γίνει κατανοητό ότι το σχετικό ζήτημα έχει ευρύτερες διαστάσεις από αυτές που θα είχε οποιοδήποτε στοιχείο ενός κανόνα δικαίου με αντικείμενο την αστική ευθύνη.

1. Το πρόβλημα της αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας

1.1 Από νομική άποψη

Η προβληματική περί των καθηκόντων και της ευθύνης των «gatekeepers» έναντι των επενδυτών εντάσσεται στην ευρύτερη προβληματική της διαφύλαξης της αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς. Αυτή επιχειρείται μέσω της διασφάλισης της πρόσβασης των επενδυτών σε πλήρη και ακριβή ενημέρωση σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τους εκδότες τους.

Η παροχή προστασίας στους επενδυτές έναντι ανακριβών και παραπλανητικών πληροφοριών συνάπτεται άμεσα με το ζήτημα της καθαρώς οικονομικής ζημίας¹⁰¹⁴. Ως τέτοια νοείται η ζημία που προκαλείται στην περιουσία του ζημιούμενου χωρίς να έχει προκληθεί ζημία σε ενσώματα περιουσιακά και προσωπικά έννομα αγαθά του. Δηλαδή δεν έχουν επέλθει οι ονομαζόμενες «επακόλουθες ζημιές» («consequential damages»)¹⁰¹⁵. Η ζημία αυτή αποζημιώνεται με βάση την ενδοσυμβατική ευθύνη, ενώ αντιθέτως κατ' αρχήν δεν αποκαθίσταται με βάση την αδικοπρακτική ευθύνη παρά μόνο αν ο ζημιώσας ενήργησε με δόλο¹⁰¹⁶. Αυτός είναι και ένας εκ των λόγων για τους οποίους συχνά επιχειρείται η θεμελίωση

να μην υπάγεται στη συγκεκριμένη διάταξη, αλλά στις γενικές. Ωστόσο, η αποδοχή μίας τέτοιας λύσης δε θεωρείται πιθανή.

¹⁰¹⁴ Posner, Common-Law Economic Torts: An Economic and Legal Analysis, Arizona Law Review 2006, 735επ..

¹⁰¹⁵ Van Boom, Pure Economic Loss A Comparative Perspective, 2004, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com, 5· Palmer, Bussani, Pure Economic Loss: The Ways to Recovery, vol. 11.3 EJCL, (December 2007), 7-9.

¹⁰¹⁶ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 46, 47, 51.

της αξίωσης αποζημίωσης του επενδυτή - μη συμβαλλομένου στις διατάξεις περί συμβατικής ευθύνης.

Βεβαίως το ζήτημα της αποκατάστασης της εξ αμελείας προκληθείσας καθαρώς οικονομικής ζημίας δεν αντιμετωπίζεται σε όλες τις έννομες τάξεις με τον ίδιο τρόπο. Έτσι, κατ' αρχήν δεν αποκαθίσταται κατά τις διατάξεις περί αδικοπραξιών σε δίκαια όπως αυτό των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής¹⁰¹⁷ και της Ελλάδας¹⁰¹⁸. Αντιθέτως, σε άλλες έννομες τάξεις, όπως σε αυτή της Ισπανίας, ούτε τίθενται νομοθετικώς ούτε αναγνωρίζονται από τη νομολογία ή τη θεωρία σχετικοί περιορισμοί όσον αφορά την επίκληση αδικοπρακτικής ευθύνης¹⁰¹⁹.

Η άρνηση της αποκατάστασης της εξ αμελείας προκληθείσας καθαρώς οικονομικής ζημίας στο πλαίσιο του δικαίου των αδικοπραξιών συνδέεται με τη διάκριση μεταξύ απόλυτων και σχετικών δικαιωμάτων. Τα πρώτα προστατεύονται από προσβολές έναντι πάντων, καθόσον έχοντας υλική ή ενσώματη υπόσταση στον εξωτερικό κόσμο περιτριγυρίζονται από μία διακριτώς οριοθετημένη και εύκολα αντιληπτή από τους τρίτους σφαίρα προστασίας η οποία καθιστά σαφές το περιεχόμενο των υποχρεώσεων των τελευταίων περί μη προσβολής τους¹⁰²⁰. Αντιθέτως, στα σχετικά δικαιώματα «λείπει... η διά των αισθήσεων ψαυσιμότητα (sinnliche Faßbarkeit) ή αντιληψιμότητα (Wahrnehmbarkeit), ώστε να αναδείξουν «προειδοποιητική λειτουργία» (Warnfunktion) στον δυνητικό προσβολέα»¹⁰²¹. Βεβαίως προβάλλεται ότι η θεωρία περί μη αδικοπρακτικής κάλυψης της καθαρώς οικονομικής ζημίας υιοθετήθηκε σε περίοδο (τον 19^ο αιώνα) κατά την οποία ο άυλος πλούτος («immaterial wealth») δεν είχε την έκταση που έχει λάβει σήμερα – ώστε κατά την άποψη αυτή πλέον δικαιολογείται ο μετασχηματισμός της ως άνω θεωρίας¹⁰²².

Στο ίδιο πλαίσιο η αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας περιορίζεται στο πλαίσιο της σύμβασης. Θεωρήθηκε ότι, αν αποζημιωθεί μία τέτοια ζημία με όρους αδικοπρακτικής ευθύνης, θα παρασχεθεί προστασία σε τρίτους και έναντι τρίτων παρά την ύπαρξη σχετικής ενοχής¹⁰²³. Πράγματι, συχνά η καθαρώς οικονομική ζημία είναι δυνατόν να συνδέεται με τη διάψευση προσδοκιών που πηγάζουν από σύμβαση¹⁰²⁴. Στο πλαίσιο αυτό, το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου εμμένει στον συμβατικό δεσμό και αρνείται την υπέρβασή του παρά μόνο με τους όρους της νομολογίας Caparo¹⁰²⁵.

¹⁰¹⁷ Abdussamad, Auditor liability to third parties in Spain and the United States: a comparative study, Faculty of Law, Pablo Olavide University (PhD thesis), 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://rio.upo.es/xmlui/bitstream/handle/10433/2262/abdussamad-sulaiman-tesis15.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, 131.

¹⁰¹⁸ Βλ. όμως ως προς την Ελλάδα Parisi, Palmer, Bussani, George Mason University School of Law, Law and Economics Research Paper No. 05-12, University of Minnesota Law School Legal Studies Research Paper No. 07-18, The Comparative Law and Economics of Pure Economic Loss, 2005, διαθέσιμο στο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=742104, 44.

¹⁰¹⁹ Abdussamad, Auditor liability..., ό.π., 134επ..

¹⁰²⁰ Βλ. Καραμπατζό, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 61. Πρβλ. Cunningham, Traditional versus economic analysis: Evidence from Cardozo and Posner torts opinions, Fla. L. Rev. 62, 2010, 31.

¹⁰²¹ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 61. Με αυτή την έννοια η Bernstein (Keep It Simple: An Explanation of the Rule of No Recovery for Pure Economic Loss, Ariz. L. Rev. 2006, 781) ισχυρίζεται ότι η οικονομική ζημία «είναι πάντα αόρατη, και έτσι δυσκολότερη από άλλους τύπους αδικοπρακτικής ζημίας για έναν μη ειδήμονα να την αντιληφθεί».

¹⁰²² Van Boom, ό.π., 42. Πρόκειται σαφώς για επιχείρημα αναγόμενη στη νομοθετική πολιτική, το οποίο δεν αναιρεί το επιχείρημα από τη διάκριση της φύσης των δικαιωμάτων σε απόλυτα και σχετικά. Απλώς τονίζεται η σπουδαιότητα που έχει λάβει με την πάροδο των ετών η καθαρώς οικονομική ζημία.

¹⁰²³ Από την οπτική αυτή η αναγνώριση αστικής ευθύνης έναντι τρίτου θα συνιστούσε επέμβαση στη διαμόρφωση του περιεχομένου της συμβατικής σχέσης. Βλ. σε Αθανασίου, Έργο και ευθύνη..., ό.π., 52-53.

¹⁰²⁴ Palmer, Bussani, ό.π., 18.

¹⁰²⁵ Van Boom, ό.π., 10επ..

Η καθαρώς οικονομική ζημία, όταν προκαλείται από αμέλεια, θεωρείται απρόβλεπτη («unforeseeable»). Έτσι, έχει προβληθεί το επιχείρημα ότι στην περίπτωση αυτή η ζημία είναι τόσο απομακρυσμένη από τη συμπεριφορά του ζημιώσαντος, ώστε να μη δικαιολογείται η αποκατάστασή της¹⁰²⁶. Κατά το σκεπτικό αυτό η κατάφαση της ευθύνης του ζημιώσαντος θα εξέθετε τον αμελή σε απροσδιόριστη ευθύνη για απροσδιόριστο ποσό έναντι απροσδιόριστου κύκλου προσώπων¹⁰²⁷. Ευθύνη μπορεί να αναγνωρισθεί μόνο σε περίπτωση δόλιας συμπεριφοράς¹⁰²⁸. Κατά της άποψης αυτής προβάλλεται ότι φόβος εκτεταμένων ζημιών υφίσταται όχι μόνο σε περίπτωση βλάβης της περιουσίας ως σύνολο, αλλά και σε περίπτωση βλάβης επιμέρους περιουσιακών ή προσωπικών έννομων αγαθών¹⁰²⁹. Περαιτέρω, τονίζεται ότι υπάρχουν περιπτώσεις κατά τις οποίες η οικονομική ζημία είναι προβλέψιμη¹⁰³⁰.

Το συχνότερα προβαλλόμενο επιχείρημα για τον κανόνα της μη αποκατάστασης της ως άνω ζημίας είναι η αποφυγή του κινδύνου πολλαπλασιασμού των αγωγών («floodgates suit»)¹⁰³¹. Σύμφωνα με τον ισχυρισμό αυτό αφενός τα δικαστήρια θα κατακλυσθούν από σχετικές αγωγές¹⁰³² αφετέρου η άσκηση πολλών αγωγών κατά του ίδιου εναγομένου μπορεί να τον οδηγήσει σε οικονομική καταστροφή¹⁰³³. Επίσης, εκφράζεται ο φόβος σχετικά με την αναλογικότητα της αποζημίωσης σε σχέση με τον βαθμό της υπαιτιότητας του ζημιώσαντος με αποτέλεσμα την έκθεσή του σε ευθύνη προς αποκατάσταση μη προβλέψιμων εκ των προτέρων ζημιών¹⁰³⁴. Συναφώς παρατηρείται ότι, όπου επιτρέπεται η αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας, δεν έχει σημειωθεί ραγδαία αύξηση των σχετικών αγωγών, ενώ στην πράξη επιτυγχάνεται η διήθηση μέσω της αιτιώδους συνάφειας, της απόδειξης της ζημίας και της αναγνώρισης της υποχρέωσης του ζημιωθέντος να περιορίζει τη ζημία του¹⁰³⁵.

Η αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας, όταν αυτή προκλήθηκε από δόλια συμπεριφορά, δεν αντιμετωπίζει αντίστοιχες επικρίσεις¹⁰³⁶. Αντιθέτως, γίνεται δεκτή ομόφωνα¹⁰³⁷, καθόσον αφενός παρατηρείται υψηλός δείκτης αποδεικτικής δυσχέρειας ως προς την απόδειξη της πρόθεσης αφετέρου η μη αποκατάσταση της ζημίας σε περίπτωση δόλου θα

¹⁰²⁶ The Federal No. 2, 21 F.2d 313, 314 (2d Cir. 1927).

¹⁰²⁷ Ultramares Corp. v. Touche, 255 N.Y. 170, 179, 174 N.E. 441,444 (1931).

¹⁰²⁸ Ιδίως στην περίπτωση στην επέμβαση τρίτου σε σύμβαση. Βλ. The Federal No. 2, 21 F.2d 313, 314 (2d Cir. 1927).

¹⁰²⁹ James, Jr, Limitations on Liability for Economic Loss Caused by Negligence: A Pragmatic Appraisal, Vand. L. Rev. 1972, 50. Ο ίδιος (ό.π., 51επ.) προτείνει την εξέταση της λύσης της πρόβλεψης περιορισμών ως προς το ύψος της αποζημίωσης, όπου αυτό κρίνεται απαραίτητο, ενώ ταυτόχρονα εξαίρει τη σημασία της ασφάλισης της ευθύνης, την οποία θεωρεί αποτελεσματικότερη σε σχέση με τη θέσπιση πταισματικής ευθύνης έναντι του ζημιωθέντος.

¹⁰³⁰ Palmer, Bussani, ό.π., 16.

¹⁰³¹ Βλ. Van Boom, ό.π., 42, Jouglex, ό.π., 203· Giudici, Auditors' Multi-Layered Liability Regime, EBOR 2012, 532, 534, κατά τον οποίο ο φόβος αυτός δεν ισχύει σε έννομες τάξεις, όπως αυτή της Ιταλίας, όπου α) ο κύριος τρόπος χρηματοδότησης των εταιριών είναι ο τραπεζικός δανεισμός με αποτέλεσμα να επιζητείται η επέκταση της ευθύνης των ελεγκτών έναντι των τρίτων πιστωτών, β) ιστορικά οι εσωτερικοί ελεγκτές θεωρήθηκαν ως πρόσωπα της διοίκησης και γ) η μη πρόβλεψη ομαδικής αγωγής αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα στην άσκηση των δικαιωμάτων των επενδυτών. Κατά τον ίδιο συγγραφέα (ό.π., 540) ο κίνδυνος έκθεσης του ελεγκτή σε ευθύνη απροσδιόριστης έκτασης υποχωρεί στην περίπτωση του ενημερωτικού δελτίου, καθώς ο σχετικός κίνδυνος είναι εκ των προτέρων προσδιορίσιμος με βάση το ύψος του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν οι προσφερόμενες κινητές αξίες. Για το ίδιο ζήτημα σε σχέση με την αστική ευθύνη των νηογνομόνων βλ. σε Αθανασίου, Έργο και ευθύνη..., ό.π., 51-52.

¹⁰³² Οι Palmer, Bussani (ό.π., 22) αναρωτιούνται αν είναι σύμπτωση το γεγονός ότι το συγκεκριμένο επιχείρημα χρησιμοποιείται κατά κόρον στη Γερμανία και την Αυστρία, χώρες με εκ των υψηλότερων αναλογιών προσφυγής των πολιτών της στη δικαιοσύνη.

¹⁰³³ Van Boom, ό.π., 43.

¹⁰³⁴ Palmer, Bussani, ό.π., 19.

¹⁰³⁵ Van Boom, ό.π., 43-44.

¹⁰³⁶ Palmer, Bussani, ό.π., 10.

¹⁰³⁷ Σε ευρωπαϊκό επίπεδο Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 26.

νομιμοποιούσε την παράνομη και δόλια επέμβαση στην έννομη σφαίρα κάθε προσώπου με διαβρωτικά για τα θεμέλια της κοινωνίας αποτελέσματα¹⁰³⁸. Έτσι, στο ελληνικό δίκαιο γίνεται δεκτή στην περίπτωση της ανήθικης πρόκλησης ζημίας κατά το άρθρο 919 ΑΚ. Το ίδιο συμβαίνει κατά το γερμανικό δίκαιο με την αντίστοιχη διάταξη, αυτή του άρθρου 826 BGB¹⁰³⁹. Οι Palmer και Bussani σε σχετική έρευνα διαφόρων έννομων τάξεων παρατήρησαν διαβάθμιση του τρόπου αντιμετώπισης της κάλυψης της καθαρώς οικονομικής ζημίας ανάλογα με τον βαθμό υπαιτιότητας του ζημιώσαντος: όσο μεγαλύτερος είναι αυτός τόσο διευρύνεται το εύρος των καθαρώς οικονομικών ζημιών που αποκαθίστανται¹⁰⁴⁰. Η διαβάθμιση αυτή κινείται μεταξύ αμέλειας και δόλου.

1.2 Από οικονομική άποψη

Κατά την οικονομική ανάλυση του δικαίου η αποζημίωση ή όχι της καθαρώς οικονομικής ζημίας συναρτάται με τις κοινωνικές απώλειες¹⁰⁴¹. Ειδικότερα, σύμφωνα με τον Bishop γενικά μία ζημία συνίσταται σε μεταφορά πλούτου¹⁰⁴². Έτσι, αν μία επιχείρηση υποστεί ζημιές που συνεπάγονται απώλεια πελατείας, κάποια ανταγωνίστρια επιχείρηση θα αποσπάσει την πελατεία αυτή. Κατά συνέπεια, η μία επιχείρηση υφίσταται ζημία, ενώ η άλλη αποκτά κέρδος με συνέπεια τελικά η κοινωνία να μην υφίσταται ζημία. Πρόκειται για απλή μετακίνηση πλούτου. Κατά την ίδια θεωρία, κριτήριο για την αποκατάσταση της οικονομικής ζημίας του ζημιωθέντος είναι το κοινωνικό κόστος που συνεπάγεται η ζημιογόνος για τον ζημιωθέντα πράξη. Η οικονομική ζημία του ζημιούμενου αποκαθίσταται μόνο μέχρι το ποσό κατά το οποίο είναι ίση με τη ζημία του κοινωνικού συνόλου.

Από την εφαρμογή της εν λόγω θεωρίας προκύπτει διαφορετική αντιμετώπιση για την καθαρώς οικονομική ζημία σε σχέση με την επακόλουθη ζημία. Στην περίπτωση κατά την οποία ένα πρόσωπο υφίσταται βλάβη της υγείας του συνεπεία της συμπεριφοράς έτερου προσώπου η ατομική ζημία του ζημιωθέντος προσώπου είναι και ζημία του κοινωνικού συνόλου. Αντιθέτως, στην περίπτωση της καθαρώς οικονομικής ζημίας η ζημία του ενός μπορεί να συνεπάγεται όφελος για κάποιον άλλο ή να προκαλεί κοινωνικό κόστος ή ακόμη μπορεί να είναι κοινωνικά ωφέλιμη¹⁰⁴³. Αναλόγως με το αποτέλεσμα της συμπεριφοράς για το κοινωνικό σύνολο ο ζημιωθείς ενδέχεται να πρέπει να αποζημιωθεί ή όχι. Έτσι, αν η ζημία του ενός μεταφράζεται σε κέρδος για άλλους, δεν υφίσταται κοινωνικό κόστος και επομένως ο ζημιωθείς δεν πρέπει να αποζημιώνεται. Αν η ζημία του είναι κοινωνικά επωφελής, ομοίως δεν αποζημιώνεται. Αν υπάρχει κοινωνικό κόστος, ο ζημιωθείς πρέπει να αποζημιωθεί μόνο για το μέρος της ζημίας του που ισούται με την κοινωνική ζημία¹⁰⁴⁴.

Στο σημείο αυτό υποστηρίζεται ως αντίλογος ότι κριτήριο δεν μπορεί να είναι αποκλειστικά το κοινωνικό κόστος, αλλά και η διανεμητική αποτελεσματικότητα. Ακόμη και όταν το αποτέλεσμα της πράξης συνίσταται σε αναδιανομή πλούτου μεταξύ περισσότερων

¹⁰³⁸ Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 27.

¹⁰³⁹ Van Boom, ό.π., 9.

¹⁰⁴⁰ Palmer, Bussani, ό.π., 10.

¹⁰⁴¹ Ως κοινωνική απώλεια («social loss») ορίζεται το σύνολο των ζημιών που υφίστανται οι ζημιωθέντες εξαιτίας συγκεκριμένου γεγονότος αφαιρουμένης της ωφέλειας του γεγονότος αυτού για το κοινωνικό σύνολο. Βλ. Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 13.

¹⁰⁴² Dari-Mattiacci, Schäfer, The core of pure economic loss, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 06-068/1, Tinbergen Institute, Amsterdam and Rotterdam, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα econstor.eu, 9.

¹⁰⁴³ Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 14.

¹⁰⁴⁴ Palmer, Bussani, ό.π., 24.

μερών, πρέπει να ενδιαφέρει το περιεχόμενο της αναδιανομής¹⁰⁴⁵. Η συγκεκριμένη προσέγγιση δε μένει μόνο στην καθαρώς οικονομική θεώρηση των αποτελεσμάτων που έχει η συγκεκριμένη μετακίνηση ως προς το κοινωνικό σύνολο, αλλά εξετάζει και τη θέση των ατόμων – με δεδομένο ότι μία οφειλόμενη σε παρανομία αναδιανομή του πλούτου μπορεί να οδηγήσει σε διασάλευση της κοινωνικής ειρήνης.

Με το ίδιο ζήτημα έχει ασχοληθεί και ο Rizzo. Η θεωρία του εξαρτά την αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας από το κόστος της δικαστικής επιδίωξης της αξίωσης και το κόστος μετακύλισης της σχετικής ζημίας («channelling»). Η ζημία δεν είναι αποκαταστατέα από πλευράς οικονομικής αποτελεσματικότητας, αν το αναμενόμενο κόστος της δικαστικής διαμάχης υπερβαίνει το ποσό της αναμενόμενης (επιδικασθησόμενης) αποζημίωσης ή το κόστος μετακύλισης της ζημίας μέσω του προσώπου που υφίσταται την ενσώματη ζημία¹⁰⁴⁶. Στην αντίστροφη περίπτωση η αποκατάσταση της ζημίας θεωρείται αποτελεσματική και είναι επιδοκιμαστέα κατά τη θεωρία αυτή¹⁰⁴⁷.

Οι προσεγγίσεις των Bishop και Rizzo προϋποθέτουν την ύπαρξη στην αγορά υποκατάστατου της παροχής που απώλεσε ο ζημιωθείς. Μάλιστα αμφότερες υπολαμβάνουν τον συγκεκριμένο παράγοντα ως εξωγενή. Ο Bishop υπολαμβάνει ότι είναι δυνατή η ανεύρεση υποκατάστατου χωρίς κόστος. Αυτό, όμως, σημαίνει ότι άλλος ανταγωνιστής του ζημιωθέντος έχει ανά πάσα στιγμή αυξημένη ικανότητα προς παροχή της υποκατάστατης παροχής προκειμένου να ικανοποιηθεί η ζήτηση και να μην προκληθεί ζημία στο κοινωνικό σύνολο. Ωστόσο, η εν λόγω ικανότητα εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως το μέγεθος της αγοράς και η συχνότητα επέλευσης του συγκεκριμένου είδους ζημίας στη συγκεκριμένη αγορά. Κατά τον Rizzo η μείωση του κοινωνικού κόστους μέσω των υποκατάστατων δυνάμεων των ανταγωνιστών δεν είναι αποτελεσματική, καθόσον συνδέεται με ανάλωση πόρων που θα μπορούσαν να διατεθούν για εναλλακτικές πολύτιμες χρήσεις¹⁰⁴⁸.

Κατά τις αρχές του 21^{ου} αιώνα υποστηρίχθηκε και υποστηρίζεται από τον Dari-Mattiacci μία εναλλακτική πρόταση κατά τον προσδιορισμό του οικονομικώς αποτελεσματικότερου τρόπου αντιμετώπισης του ζητήματος της καθαρώς οικονομικής ζημίας. Ειδικότερα, παρατηρείται ότι οι προσεγγίσεις των Bishop και Rizzo έχουν ως βάση την παροχή κινήτρων προς τον ζημιώσαντα για τη λήψη μέτρων επιμέλειας. Το συγκεκριμένο μοντέλο, όμως, κατά τον Dari-Mattiacci δεν μπορεί να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά περιπτώσεις ατυχημάτων όπου – εκτός από τον ζημιώσαντα – ο ζημιωθείς (ή και τρίτα πρόσωπα τα οποία αποκτούν κέρδος) μπορεί να αποτρέψει ή να μετριάσει τη ζημία λαμβάνοντας μέτρα πρόνοιας¹⁰⁴⁹. Στο πλαίσιο αυτό, ο ίδιος προκρίνει ως ιδεατή την προσέγγιση κατά την οποία λαμβάνονται υπ' όψιν τα συμφέροντα όλων των μερών που σχετίζονται με τη ζημία και λαμβάνεται μέριμνα, ώστε έκαστο εξ αυτών να απολαμβάνει τη ζημία και το κέρδος που πηγάζουν από τη συμπεριφορά του¹⁰⁵⁰. Τελικώς, φαίνεται να επικροτεί ως δεύτερη καλύτερη λύση την καθιέρωση της υποκειμενικής ευθύνης¹⁰⁵¹.

¹⁰⁴⁵ Wagner, ό.π., 20-21.

¹⁰⁴⁶ Rizzo, A theory of economic loss in the law of torts, J. Legal Stud. 1982, 310.

¹⁰⁴⁷ Rizzo, ό.π., 310.

¹⁰⁴⁸ Βλ. σε Dari-Mattiacci, Schäfer, ό.π., 6, οι οποίοι εξάλλου αναφέρουν ότι, αν δεν αποζημιωθεί η οικονομική ζημία, θα προκαλούνται περισσότερα ατυχήματα με αποτέλεσμα να παρέχονται περισσότερα κίνητρα για την ανάπτυξη της δυναμικότητας των ανταγωνιστών.

¹⁰⁴⁹ Dari-Mattiacci, The economics of pure economic loss and the internalisation of multiple externalities, 2003, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com, 1επ..

¹⁰⁵⁰ Dari-Mattiacci, The economics..., ό.π., 18-19.

¹⁰⁵¹ Dari-Mattiacci, The economics..., ό.π., 20.

Πέραν του κριτηρίου του κοινωνικού κόστους ενίοτε γίνεται αναφορά και στο κριτήριο της διασποράς του κινδύνου. Έτσι, υποστηρίζεται ότι η επιβολή αστικής ευθύνης για καθαρώς οικονομική ζημία είναι αναποτελεσματική και κατά τούτο περιττή στις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο επενδυτής ακολουθεί τη στρατηγική της διαφοροποίησης του περιεχομένου του χαρτοφυλακίου του («diversified portfolio») επιλέγοντας τη χρηματοδότηση περισσότερων επενδυτικών σχεδίων. Με αυτό τον τρόπο με την πάροδο του χρόνου επιτυγχάνεται διασπορά του κινδύνου και ακύρωση των κερδών και ζημιών που συνδέονται με την εσφαλμένη πληροφόρηση. Αντιθέτως, η καθιέρωση της αστικής ευθύνης του πωλωρού έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους για τον ίδιο, την αύξηση της αμοιβής του για την παροχή των υπηρεσιών του και το όφελος του εκδότη θα μειωνόταν με αποτέλεσμα τελικά την αύξηση της τιμής των προϊόντων του και τη μετακύλιση των απωλειών του στο κοινό. Η μόνη διαφορά κατά την προσέγγιση αυτή είναι ότι η ζημία τελικώς μετακυλιέται στο σύνολο των επενδυτών αντί της ατομικής ζημίας¹⁰⁵².

1.3 Η αντιμετώπιση του ζητήματος από τις έννομες τάξεις

Τη σχετική βιβλιογραφία απασχολεί πληθώρα περιπτώσεων καθαρώς οικονομικής ζημίας. Κατά τη βασική ταξινόμηση του Bishop, διακρίνονται η «απώλεια εξ αποστρακισμού» («atcochet loss»), η «μετακινηθείσα απώλεια» («transferred loss»), η απώλεια από βλάβη σε δημόσια αγαθά και η ζημία από την εμπιστοσύνη προς τις υπηρεσίες των ειδικών. Η απώλεια εξ αποστρακισμού συνίσταται στη ζημία που υφίσταται από την εξαιτίας της παρέμβασης τρίτου μη συμβαλλόμενου προσώπου ματαίωση της προσδοκίας της εκπλήρωσης της συμβατικής παροχής¹⁰⁵³. Η μετακινηθείσα απώλεια γεννάται στην περίπτωση κατά την οποία η συμπεριφορά του ζημιούντος έχει ως αποτέλεσμα την πρόκληση ζημίας σε συγκεκριμένο περιουσιακό ή προσωπικό αγαθό του αμέσως ζημιωθέντος, η οποία ζημία έχει ως συνέπεια την πρόκληση οικονομικής ζημίας στην περιουσία ως σύνολο τρίτου προσώπου – με το οποίο ο αρχικώς ζημιωθείς συνδέεται με σύμβαση¹⁰⁵⁴. Στη τρίτη κατηγορία η διαφορά είναι ότι η αρχική ζημία επέρχεται όχι σε έννομο αγαθό ιδιώτη, αλλά σε δημόσιο αγαθό¹⁰⁵⁵. Στην τελευταία κατηγορία εντάσσονται ζημίες που αποτελούν αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

Η αντιμετώπιση των διαφόρων έννομων τάξεων διαφέρει. Έχει τονισθεί μάλιστα ότι δεν είναι εφικτή η κατηγοριοποίηση των προσεγγίσεων με βάση τη διάκριση των δικαιών σε κοινό και ιδιωτικό δίκαιο¹⁰⁵⁶. Η κατάταξη σε κατηγορίες γίνεται με βάση το ίδιο το περιεχόμενο των νομοθετικών ρυθμίσεων και τη στάση της σχετικής νομολογίας. Σε κάποιες έννομες τάξεις, όπως στη γαλλική και στην ισπανική, κυριαρχεί στην αντιμετώπιση του ζητήματος ένα φιλελεύθερο πνεύμα¹⁰⁵⁷. Έτσι, δεν υφίστανται ιδιαίτεροι περιορισμοί στην αποζημίωση της καθαρώς οικονομικής ζημίας – πέραν της αιτιότητας και της υπαιτιότητας¹⁰⁵⁸. Σε άλλες έννομες τάξεις, όπως στη γερμανική, παρατηρείται ιδιαίτερα περιοριστική προσέγγιση στο επίμαχο ζήτημα¹⁰⁵⁹. Βεβαίως, υπάρχει και μία τρίτη κατηγορία έννομων τάξεων, όπως σε αυτές του

¹⁰⁵² Βλ. την όλη προσέγγιση σε Wagner, ό.π., 19.

¹⁰⁵³ Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 5.

¹⁰⁵⁴ Palmer, Bussani, ό.π., 11· Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 19.

¹⁰⁵⁵ Van Boom, ό.π., 34.

¹⁰⁵⁶ Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 6, 72.

¹⁰⁵⁷ Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 34επ.. Βλ. τους ίδιους, ό.π., 30, οι οποίοι παρατηρούν ότι η αναγνώριση υποχρέωσης του μη ζημιούν έτερον συνεπάγεται την αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας.

¹⁰⁵⁸ Van Boom, ό.π., 12επ..

¹⁰⁵⁹ Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 33.

Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ, η οποία τοποθετείται μεταξύ των δύο ανωτέρω ομάδων διαφοροποιώντας την αντιμετώπιση αναλόγως με το είδος της ερευνώμενης ζημίας και τα πραγματικά περιστατικά κάθε περίπτωσης¹⁰⁶⁰. Βεβαίως η κατηγοριοποίηση αυτή δεν είναι απόλυτη: Υποστηρίζεται ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο τα στοιχεία που απαιτούνται για την κατάφαση της ευθύνης λόγω αμέλειας μειώνουν τις πιθανότητες αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας¹⁰⁶¹. Ανάλογοι ισχυρισμοί έχουν υποστηριχθεί και ως προς τις ΗΠΑ¹⁰⁶².

Έχει υποστηριχθεί ότι κριτήριο για την αποζημίωση της καθαρώς οικονομικής ζημίας είναι η μη επιβάρυνση των προσώπων με πρόσθετες υποχρεώσεις πρόνοιας¹⁰⁶³. Έτσι, θεωρείται πιο εύλογη η κάλυψη της οικονομικής ζημίας στην περίπτωση που αυτή είναι επακόλουθη της προσβολής προσώπου ή πράγματος. Για τον λόγο αυτό οι περιπτώσεις της μεταφερθείσας ζημίας θεωρούνται οι πλέον κατάλληλες για την αναγνώριση δικαιώματος αποζημίωσης για οικονομική ζημία¹⁰⁶⁴. Στο ίδιο πλαίσιο γίνεται δεκτό ότι η αναγνώριση της ευθύνης του ελεγκτή έναντι τρίτων δεν μπορεί να βρει εμπόδιο στο εν λόγω κριτήριο, καθόσον ήδη η σύμβασή του με τον ελεγχόμενο προβλέπει υποχρέωση διενέργειας ελέγχου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων – δεν πρόκειται για πρόσθετη υποχρέωση¹⁰⁶⁵.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο περιεχόμενο και την ποιότητα της σχέσης που συνδέει τον ζημιώσαντα με τον τρίτο. Αυτή προφανώς δεν είναι συμβατική. Είναι, όμως, μία σχέση εγγύτητας τέτοια, ώστε η ζημία δε φαίνεται εντελώς απομακρυσμένη¹⁰⁶⁶. Υπενθυμίζεται ότι για σχέση εγγύτητας προς την ενοχή ή την παροχή γίνεται λόγος κατά τη θεωρία της σύμβασης με προστατευτική τριτενέργεια. Ιδίως στην περίπτωση της παροχής υπηρεσιών ειδικών επαγγελματιών η σχέση αυτή επιβεβαιώνεται από την εμπιστοσύνη με την οποία περιβάλλουν οι τρίτοι τον ειδήμονα. Πάντως, συχνά υποστηρίζεται ότι μόνες η επίδειξη εμπιστοσύνης και η στήριξη της απόφασης του τρίτου στις παραστάσεις του ειδικού δεν αρκούν, αλλά απαιτείται επιπλέον η πρόσκληση του ειδικού προς αυτούς προκειμένου να στηριχθούν¹⁰⁶⁷. Αναλύοντας με αντίστροφη σειρά τη σχέση ζημιώσαντα και τρίτου, κρίσιμη για τη θεμελίωση σχέσης είναι η γνώση ή προβλεψιμότητα του κύκλου των τρίτων προσώπων των οποίων τα συμφέροντα είναι δυνατόν να πληγούν¹⁰⁶⁸. Πολλές φορές επέρχεται σύγχυση μεταξύ αιτιώδους συνδέσμου και διαγνωσιμότητας. Ενώ ο πρώτος αναφέρεται στην πρόκληση του αποτελέσματος από τη συμπεριφορά του δράστη, η δεύτερη αφορά τον βαθμό κατά τον οποίο ο δράστης θα έπρεπε να προβλέψει το αποτέλεσμα¹⁰⁶⁹.

¹⁰⁶⁰ Parisi, Palmer, Bussani, ό.π., 32-33.

¹⁰⁶¹ Van Boom, ό.π., 11.

¹⁰⁶² Abdussamad, Unrestrained liability for pure economic loss in the United States and Spain: A shared concern, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2730393, 47-48.

¹⁰⁶³ Koziol, Recovery for economic loss in the European Union, Ariz. L. Rev. 2006, 872.

¹⁰⁶⁴ Koziol, ό.π., 883.

¹⁰⁶⁵ Koziol, ό.π., 890.

¹⁰⁶⁶ Υποστηρίζεται ότι τον περιοριστικό ρόλο που διαδραματίζει το στοιχείο της εγγύτητας στις έννομες τάξεις του common law επιτελεί σε στις έννομες τάξεις του civil law το στοιχείο του αιτιώδους συνδέσμου, που αποκλείει την αποκατάσταση της έμμεσης ζημίας. Έτσι Khoury, The Liability of Auditors beyond Their Clients: A Comparative Study, McGill Law J. 2001, 450, 451, 453, 454. Κατά τον Koziol, ό.π., 892, η σχέση εγγύτητας υπάρχει στην περίπτωση του (προβλεπόμενου από τον νόμο) υποχρεωτικού ελέγχου. Κατά τον Cunningham, Traditional versus economic analysis..., ό.π., 42, συχνά σε επίπεδο αδικοπρακτικής ευθύνης η ύποχρωση πρόνοιας θεωρείται δεδομένη και, όταν αποτελεί αντικείμενο εξέτασης «βρίσκεται στη σκιά άλλων μεθοδολογικών εργαλείων», όπως η προβλεψιμότητα της ζημίας.

¹⁰⁶⁷ Βλ. στο Κεφάλαιο Β' σχετικά με τις νομικές βάσεις της αστικής ευθύνης.

¹⁰⁶⁸ Βλ. Schwarcz, Compensating Market Value Losses: Rethinking the Theory of Damages in a Market Economy, Fla. L. Rev. 2011, 1067.

¹⁰⁶⁹ Chambers, Do Disclosure Choices and Use of Specialists Reduce Perceptions of Auditor Liability?, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα repository.asu.edu, 36. Πρβλ. In re Parmalat Sec. Litig., 375 F.Supp.2d

Στον σχετικό προβληματισμό λαμβάνονται υπ' όψιν και άλλοι παράγοντες, οι οποίοι ωστόσο πρέπει να θεωρηθούν ως μη καθοριστικής σημασίας. Υποστηρίζεται ότι κριτήρια κατά τη στάθμιση του νομοθέτη ή του δικαστή σχετικά με το επιτρεπτό ή μη της αποζημίωσης για καθαρώς οικονομική ζημία είναι η επικινδυνότητα της συμπεριφοράς¹⁰⁷⁰, το σαφές περίγραμμα και η σπουδαιότητα του προστατευόμενου εννόμου συμφέροντος, καθώς επίσης και το γεγονός ότι ο δράστης εξυπηρετεί το προσωπικό του συμφέρον (συνθά μάλιστα λαμβάνοντας αμοιβή, στην οποία αποβλέπει)¹⁰⁷¹. Τα σχετικά κριτήρια κρίνονται ως επιβοηθητικού χαρακτήρα ως ενδείκτες προς υποστήριξη του τελικού πορίσματος, το οποίο θα βασισθεί στα πραγματικά περιστατικά σε συνδυασμό με τα στοιχεία που αναφέρθηκαν στο παρόν κεφάλαιο.

Συχνά κατά την αντιμετώπιση του ζητήματος από τη θεωρία και τη νομολογία εμφολωθούν γενικότερες αρχές (πολλές φορές δικαιοπολιτικού χαρακτήρα) που καθορίζουν αν τελικά θα επιδικασθεί αποζημίωση για καθαρώς οικονομική ζημία¹⁰⁷². Έτσι, στην έννομη τάξη του Ηνωμένου Βασιλείου, στην οποία καταρχήν δε γίνεται δεκτή η υπέρβαση της συμβατικής σχέσης, τελικώς γίνεται δεκτή κατά τη νομολογία *Carago* η αναγνώριση δικαιώματος αποζημίωσης στον τρίτο, εφόσον κριθεί ότι τηρουμένων των υπόλοιπων προϋποθέσεων που εκτέθηκαν στην οικεία θέση είναι σύμφωνο με την καλή πίστη, δίκαιο και εύλογο να αναγνωρισθεί υποχρέωση πρόνοιας για το συμφέρον τρίτου¹⁰⁷³.

Η προσέγγιση του ζητήματος της αποζημίωσης της καθαρώς οικονομικής ζημίας διαφοροποιείται στην περίπτωση της ευθύνης των εξωτερικών ελεγκτών. Η απροθυμία της οικονομικής επιστήμης προς αναγνώριση σχετικού δικαιώματος των ζημιωθέντων προς κάλυψη της ζημίας τους δικαιολογείται με επιχείρημα βασιζόμενο στην αποτελεσματικότητα. Κατά τη θέση αυτή, η περίπτωση των ελεγκτών διαφοροποιείται από όλες τις υπόλοιπες περιπτώσεις κατά τις οποίες προκαλείται καθαρώς οικονομική ζημία, μεταξύ αυτών και σ' αυτές κατά τις οποίες ζημιώσαντες είναι ειδικοί άλλων επαγγελματιών. Εκείνο που διαφοροποιεί τους ελεγκτές είναι το γεγονός ότι σε περίπτωση κάλυψης της σχετικής ζημίας οι ίδιοι θα προβούν σε αύξηση των αμοιβών που ζητούν για την παροχή των υπηρεσιών τους προκειμένου να καλύψουν τη δική τους ζημία. Τελικά, το αποτέλεσμα θα είναι αφενός η μετακύλιση του κόστους αφετέρου η έλλειψη ζήτησης για την αγορά του ελέγχου και κατά συνέπεια η κατάρρευση γενικά της αγοράς και των εταιριών. Στο πλαίσιο αυτό, όπου γίνεται δεκτή η κάλυψη της ζημίας, παράλληλα τίθεται περιορισμός του ύψους της αποζημίωσης¹⁰⁷⁴.

Το ζήτημα της ευθύνης των ελεγκτών για καθαρώς οικονομική ζημία εντάσσεται στον ευρύτερο προβληματισμό σχετικά με την ευθύνη των ειδικών γι' αυτό το είδος της ζημίας. Με όρους της οικονομικής επιστήμης η επιφυλακτικότητα έναντι της κάλυψης της καθαρώς οικονομικής ζημίας οφείλεται αφενός στο γεγονός ότι συνήθως η ατομική ζημία υπερβαίνει σημαντικά το κοινωνικό κόστος αφετέρου στην αβεβαιότητα ως προς το ακριβές περιεχόμενο

278, 305 (S.D.N.Y. 2005). Για τον προβληματισμό σχετικά με το κατά πόσο το ζήτημα της προβλεψιμότητας του κινδύνου αφορά τη στοιχειοθέτηση του καθήκοντος επιμέλειας ή τη διάγνωση του αιτιώδους συνδέσμου βλ. Jougleux, ό.π., 164επ., 209επ.· Αθανασόπουλο, Ο ρόλος του «απροβλέπτου ζημιωθέντος» («unforeseeable plaintiff») στην στοιχειοθέτηση της εξ αμελείας αδικοπρακτικής ευθύνης και η “*Palsgraf v. Long Island Railroad Co.*” (1928), ΕλλΔνη 2019, 1542επ..

¹⁰⁷⁰ Koziol, ό.π., 883.

¹⁰⁷¹ Koziol, ό.π., 884-885.

¹⁰⁷² Pacini, Martin, Hamilton, ό.π., 718-721.

¹⁰⁷³ Khoury, ό.π., 446-447. Κατά τον Abdussamad, Auditor liability..., ό.π., 129, «η εγγύτητα έχει αποκρυσταλλωθεί σε μία αρχή του δικαίου, ενώ η δικαιοσύνη είναι ακατέργαστη πολιτική».

¹⁰⁷⁴ Koziol, ό.π., 892-893.

του τηρητέου προτύπου επιμελούς συμπεριφοράς¹⁰⁷⁵. Εφόσον το περιεχόμενο της υποχρέωσης επιμέλειας δεν επακριβώς διαγνώσιμο εκ των προτέρων, αλλά αποτελεί αντικείμενο εκ των υστέρων ελέγχου ενώπιον του αρμόδιου δικαστηρίου, ο εναγόμενος δε γνωρίζει κατά τον χρόνο της πράξης ή της παράλειψής του ποια είναι ακριβώς τα μέτρα που οφείλει να λάβει, αλλά πιθανολογεί την ευθύνη του ή την απαλλαγή του απ' αυτήν¹⁰⁷⁶. Προκειμένου να επιτευχθεί το βέλτιστο επίπεδο επιμέλειας προτείνεται η ευθύνη του ειδικού για την αποκατάσταση καθαρώς οικονομικής ζημίας να περιορίζεται στις περιπτώσεις της προφανούς αμέλειας. Πρόκειται για τις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες ο ειδικός εξ αρχής αναμένει την ευθύνη του με μεγάλη πιθανότητα, δηλαδή αυτές της βαριάς αμέλειας¹⁰⁷⁷.

2. Η τηρητέα συμπεριφορά

Η ιδιότητα των επαγγελματιών ως πυλωρών συνδέεται με την άσκηση ελέγχου επί του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου και με την παράλειψη συνδρομής του. Ειδικότερα, ο ορκωτός ελεγκτής ελέγχει τη διαχείριση και την οικονομική κατάσταση του εκδότη και σε περίπτωση κατά την οποία εντοπίσει σφάλματα και παραλείψεις στις οικονομικές καταστάσεις συντάσσει (αναλόγως με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά) έκθεση που περιέχει γνώμη με επιφύλαξη ή αρνητική γνώμη ή διαφοροποιημένη γνώμη¹⁰⁷⁸. Ο οικονομικός αναλυτής ελέγχει τα οικονομικά και λογιστικά της εταιρίας προκειμένου να διατυπώσει γνώμη σχετικά με την ανταγωνιστικότητα ή τις προοπτικές της ή την πορεία της μετοχής της και στη σχετική ανάλυσή του οφείλει να αναφέρει όλα τα σχετικά πραγματικά στοιχεία ανεξαρτήτως αν είναι θετικά ή αρνητικά για την εταιρία. Αντιστοίχως πρέπει να πράξει ο οίκος αξιολόγησης κατά τη σύνταξη της έκθεσής του. Ομοίως, ο δικηγόρος παρέχει γνώμη σχετικά με τη νομιμότητα των σχεδιαζόμενων ενεργειών ή εγγράφων της εταιρίας και σε περίπτωση εντοπισμού παρανομίας οφείλει να παράσχει συμβουλή στην εταιρία να απέχει από τις συγκεκριμένες πράξεις και τη χρήση των σχετικών εγγράφων. Η κατάσταση δε διαφοροποιείται στην περίπτωση του αναδόχου: σε περίπτωση που διαπιστώσει παρατυπία οφείλει να απέχει από τη συνέχεια της διαδικασίας – με αποτέλεσμα την παρεμπόδισή της.

Σε όλα τα παραπάνω παραδείγματα κοινό στοιχείο είναι ότι όλοι οι ειδικοί επαγγελματίες προβαίνουν σε έλεγχο μέρους ή συνόλου της δραστηριότητας της εταιρίας. Αυτό γίνεται εν τοις πράγμασι και μάλιστα ο σχετικός έλεγχος αποτελεί μέρος της συμβατικής παροχής τους, την οποία οφείλουν έναντι της ίδιας της εταιρίας δυνάμει της συναφθείσας με αυτήν σύμβασης. Η σύμβαση αυτή, όμως, δεν μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα τον εξαναγκασμό του επαγγελματία να προβεί σε εκτίμηση, αξιολόγηση, παροχή έγκρισης ή πιστοποίησης που βασίζεται σε ανακριβή ή παράνομα στοιχεία. Ο ειδήμονας κατά την εκτέλεση των συμβατικών καθηκόντων του εξακολουθεί να υπάγεται στον νόμο. Επομένως, αρνούμενος τη σύμπραξη σε παράνομες συμπεριφορές εταιρίας εισηγμένης σε αγορά την αποτρέπει από αυτές προς όφελος τελικά των επενδυτών.

¹⁰⁷⁵ Schaefer, Liability of Experts for Pure Economic Losses, an Economic Analysis with Special Reference to German Cases, Law and Economics Workshop (University of California, Berkeley) 2001, paper 8, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα ssrn.com, 3, 6.

¹⁰⁷⁶ Schaefer, Liability of Experts..., ό.π., 6.

¹⁰⁷⁷ Schaefer, Liability of Experts..., ό.π., 10. Ο ίδιος χρησιμοποιεί τον όρο «obvious negligence» εξειδικεύοντας το περιεχόμενό του ορίζοντάς το ως εμπεριέχον περιπτώσεις βαριάς αμέλειας. Ως εναλλακτική λύση προτείνει τον ακριβή προσδιορισμό του περιεχομένου του καθήκοντος επιμέλειας.

¹⁰⁷⁸ Βλ. ΔΠΕ 705.

Το ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο καθιερύεται με οποιονδήποτε τρόπο σχετικό καθήκον εκάστου των ανωτέρω πυλωρών προς άσκηση ελέγχου των δραστηριοτήτων του αντισυμβαλλομένου του έναντι των επενδυτών. Ήδη σε προηγούμενο κεφάλαιο περιεγράφη ο τρόπος με τον οποίο αντιμετωπίζουν διάφορες έννομες τάξεις το σχετικό ζήτημα. Κοινή συνισταμένη όλων ήταν η αναζήτηση του ίδιου καθήκοντος, του καθήκοντος άσκησης εποπτείας υπέρ των επενδυτών. Η διαφοροποίηση εντοπίζεται στη νομική θεμελίωση του σχετικού καθήκοντος (συμβατική, οιονεί συμβατική ή αδικοπρακτική)¹⁰⁷⁹. Εκ των εκτεθεισών νόμιμων βάσεων η κρατούσα και δογματικώς πιο στέρη είναι η αδικοπρακτική για τους λόγους που ήδη εκτέθηκαν.

Οι ειδικές διατάξεις σχετικά με την ευθύνη κάποιου πυλωρού δεν είναι πάντοτε αρκετές. Έτσι, ενδέχεται σε κάποια περίπτωση να μη στοιχειοθετούνται οι προϋποθέσεις εφαρμογής κάποιας εξ αυτών των ρυθμίσεων. Υπάρχει επιπλέον το ενδεχόμενο οι σχετικές διατάξεις να μην καλύπτουν το σύνολο της ζημίας (κατά το άρθρο 61 ν. 4706/2020 – παλαιό άρθρο 25 ν. 3401/2005 - δεν καλύπτεται η αποθετική ζημία). Σε τέτοιες περιπτώσεις ανακύπτει εντονότερη η ανάγκη να επικαλεσθεί ο επενδυτής την εφαρμογή των γενικών διατάξεων. Ιδιαίτερότητα παρουσιάζει η περίπτωση κατά την οποία επιχειρείται η στοιχειοθέτηση αδικοπρακτικής ευθύνης του πυλωρού έναντι του επενδυτή κατά το άρθρο 914 ΑΚ για την περίπτωση κατά την οποία ο πρώτος βαρύνεται με αμέλεια. Κρίσιμος είναι ο προσδιορισμός του περιγράμματος του σχετικού καθήκοντος η παράβαση του οποίου οδηγεί (συντρεχόντων των υπόλοιπων όρων του άρθρου 914 ΑΚ) σε κατάφαση της ευθύνης του.

Εκείνο που πρέπει να καθορισθεί είναι υπό ποιες προϋποθέσεις γεννάται υποχρέωση επιμέλειας του πυλωρού έναντι του επενδυτή. Εφόσον κατά το ελληνικό δίκαιο η καθαρώς οικονομική ζημία σε περίπτωση αμελούς συμπεριφοράς του ζημιώσαντος αποζημιώνεται μόνο κατ' εξαίρεση, το σχετικό καθήκον πρέπει να ερμηνευθεί στενώς. Σε αντίθετη περίπτωση ελλοχεύει ο κίνδυνος υπερβολικής διεύρυνσης των καλυπτόμενων περιπτώσεων και ανεπίτρεπτης δέσμευσης της επαγγελματικής και οικονομικής δραστηριότητας του πυλωρού. Αντιθέτως, στην περίπτωση της δόλιας συμπεριφοράς του πυλωρού δεν προκύπτει κάποιο ζήτημα στην εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 914 και 919 ΑΚ.

Ήδη στην οικεία θέση διατυπώθηκαν τα βασικά σημεία της σχετικής προσέγγισης αναφορικά με την εφαρμογή του άρθρου 914 ΑΚ επί της ευθύνης των ειδικών στην περίπτωση της αμελούς συμπεριφοράς τους. Πράγματι, κατά την ορθή προσέγγιση για την αναγνώριση σχετικού καθήκοντος πρόνοιας απαιτείται η «δημιουργία ιδιαίτερης επαγγελματικής εμπιστοσύνης» προς τους επενδυτές, η «επένδυση εμπιστοσύνης» του επενδυτή στον ειδικό, η «έλλειψη αξιόσιμης εναλλακτικής πηγής πληροφόρησης» και η εκ των προτέρων διαγνωσιμότητα του κύκλου των προσώπων που αναμένονται να είναι χρήστες των υπηρεσιών του ειδικού¹⁰⁸⁰.

¹⁰⁷⁹ Teubner, ό.π., 2.

¹⁰⁸⁰ Στην πρόσφατη νομολογία της έννομης τάξης της Αυστραλίας κατά τη διερεύνηση της ύπαρξης καθήκοντος πρόνοιας έναντι τρίτων παρατηρείται μία στροφή προς την αναλυτική εξέταση πολλών παραγόντων. Έτσι στην υπόθεση *Caltex Refineries (Qld) Pty Ltd v Stavara* (2009) 259 ALR 616 (NSWCA) 102-105, κρίθηκε ότι μεταξύ των παραγόντων που μπορούν να ληφθούν υπόψη για τη θεμελίωση καθήκοντος πρόνοιας έναντι τρίτων είναι η προβλεψιμότητα της ζημίας, η φύση της ζημίας, ο βαθμός και η φύση των μέτρων που μπορεί να λάβει ο εναγόμενος για να αποφύγει την πρόκληση της ζημίας, ο βαθμός της ευπάθειας του ενάγοντος στην προκληθείσα από τη συμπεριφορά του ενάγοντος ζημία, ο βαθμός κατά τον οποίο στηρίχθηκε ο ενάγων στον εναγόμενο, οποιαδήποτε ανάληψη ευθύνης εκ μέρους του εναγομένου, η σωματική, χρονική ή σχετική εγγύτητα ενάγοντος και εναγομένου, η ύπαρξη ή μη μίας κατηγορίας σχέσης μεταξύ του εναγομένου και του ενάγοντος ή ενός προσώπου στενώς συνδεδεμένου με τον ενάγοντα, η φύση της δραστηριότητας του εναγομένου, η φύση ή ο βαθμός του κινδύνου της δραστηριότητας του εναγομένου, η γνώση του εναγομένου ότι η συμπεριφορά του θα προκαλέσει

Η εκ των προτέρων διαγνωσιμότητα του κύκλου των ζημιούμενων προσώπων αποτελεί στοιχείο διαχρονικώς αναζητούμενο στο δίκαιο των αδικοπραξιών όσον αφορά την αμέλεια. Ήδη κατά το 1932 ο Λόρδος Atkin στην υπόθεση *Donoghue v. Stevenson* κατά την αναζήτηση των όρων θεμελίωσης καθήκοντος πρόνοιας έναντι άλλων προσώπων εισήγαγε τη θεωρία του «γείτονα»: «Γείτονες», τους οποίους δεν πρέπει να βλάπτει κανείς, είναι εκείνοι «που βρίσκονται τόσο κοντά και θίγονται άμεσα από την πράξη, ώστε όφειλα ευλόγως να σκεφτώ ότι θα τους θίξω όταν αποφασίζω πράξεις ή παραλείψεις που τίθενται υπό αμφισβήτηση»¹⁰⁸¹. Παρά το γεγονός ότι η σχετική θεωρία δεν αφορούσε την καθαρώς οικονομική ζημία, εντούτοις έχει αξία το σκεπτικό της: Προκειμένου να θεωρηθεί ότι κάποιος ενήργησε αμελώς έναντι τρίτου πρέπει να έχει έναντι αυτού καθήκον πρόνοιας – αυτό συμβαίνει όταν μπορεί εκ των προτέρων να διαγνώσει την περίπτωση της ζημίας και το πρόσωπο που ενδέχεται να την υποστεί.

Ο κύκλος των προσώπων που αναμένεται να χρησιμοποιήσουν μία γνώμη συχνά προσδιορίζεται από το ίδιο το κείμενό της. Έτσι, στην περίπτωση των επιστολών νομικής γνώμης («legal opinion letters») συχνά στην αρχή του κειμένου συναντάται ρήτρα με την οποία ο συντάκτης προσδιορίζει εκ των προτέρων την ιδιότητα υπό την οποία ενεργεί (λ.χ. εκπροσωπώντας την Χ εταιρία ως πελάτη του), τους αποδέκτες στους οποίους απευθύνεται και τον σκοπό και τη συναλλαγή για την οποία προορίζεται η συγκεκριμένη γνώμη¹⁰⁸². Με τον τρόπο αυτό προσδιορίζεται και περιορίζεται ο αριθμός των πιθανών χρηστών οι οποίοι ενδέχεται να προβάλλουν αξίωση για αμελή παροχή υπηρεσιών εκ μέρους του δικηγόρου που διατύπωσε την ως άνω γνώμη¹⁰⁸³. Έτσι, δεν μπορεί να γεννηθεί ευθύνη δικηγόρου έναντι των επενδυτών σχετικά με κάποια επιστολή νομικής γνώμης που συνετάγη με συγκεκριμένους αποδέκτες και για συγκεκριμένη συναλλαγή και η οποία χρησιμοποιήθηκε από τον εξωτερικό ελεγκτή. Αντίστοιχη λογική εντοπίζεται και στις διατάξεις τις σχετικές με την ευθύνη για ανακρίβειες του ενημερωτικού δελτίου (τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ΕΕ), στις οποίες απαιτείται να αναφέρονται τα ονόματα των ευθυνόμενων προσώπων στο ενημερωτικό δελτίο.

Στην πράξη η εφαρμογή των σχετικών κριτηρίων δεν είναι πάντοτε ευχερής. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση κατά την οποία ο δικηγόρος του εκδότη δεν έχει προβεί στη σύνταξη

ζημία στον ενάγοντα, ενδεχόμενη έλλειψη προσδιορισιμότητας της ευθύνης, η φύση και οι συνέπειες οποιουδήποτε μέτρου μπορεί να ληφθεί για να αποφευχθεί η ζημία, η έκταση της επέμβασης στην ιδιωτική αυτονομία ή ελευθερία, η ύπαρξη σύγκρουσης καθηκόντων, η συμφωνία με τους όρους, τα όρια και τον σκοπό οποιουδήποτε σχετικού με την ύπαρξη καθήκοντος νομοθετήματος και το επιθυμητό και η ανάγκη για συμμόρφωση και συνοχή στη δομή του κοινού δικαίου. Πρβλ. *Kestrel Holdings Pty Ltd v APF Properties Pty Ltd* (2009) FCAFC 144 (99). Στην υπόθεση *Perre v Apand Pty Ltd* (1999) 198 CLR 126 (HCA) το Ανώτατο Δικαστήριο της Αυστραλίας έκρινε ότι η ευπάθεια («vulnerability») του ζημιωθέντος είναι εκείνη που καθορίζει το περιεχόμενο του καθήκοντος πρόνοιας και ότι είναι το αποτέλεσμα της εμπιστοσύνης («reliance») που επέδειξε ο ζημιωθείς. Κατά την ίδια απόφαση η επίδειξη εμπιστοσύνης είναι ένδειξη της ευπάθειας, ενώ μπορεί να συνδέεται και με την αιτιώδη συνάφεια. Κατά τον Barker, ό.π., 28, η διαγνωσιμότητα είναι επαρκής κανόνας για την αναγνώριση καθήκοντος πρόνοιας, ενώ η χρήση αναλυτικών καταλόγων με περιπτώσιολογία πρέπει να περιορίζεται μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις για τις οποίες δεν υπάρχει δικαστικό προηγούμενο.

¹⁰⁸¹ *Donoghue v Stevenson*, 1932 SC (HL) 31 (UKHL 26 May 1932): «persons who are so closely and directly affected by my act that I ought reasonably to have them in contemplation as being so affected when I am directing my mind to the acts or omissions which are called in question» (Επιχειρήθηκε ελεύθερη μετάφραση στην ελληνική γλώσσα). Ως αφετηρία της σχετικής θεωρίας του ο Λόρδος Atkin έθεσε την εντολή του Ιησού Χριστού «Αγάπα τόν πλησίον σου ως σεαυτόν» (Ματθ. 22,39). Βλ. Jougoux, ό.π., 202-203.

¹⁰⁸² Disney, Third party reliance on your opinion letter, Law Society of Upper Canada Continuing Professional Development 5th Annual Business Law Summit, May 7, 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα www.dwpv.com, 3.

¹⁰⁸³ Barker, ό.π., 10, κατά τον οποίο η σχετική ρήτρα αποτελεί προειδοποίηση προς τον ενάγοντα να μη χρησιμοποιήσει τη συγκεκριμένη γνώμη, αν δεν περιλαμβάνεται στα πρόσωπα για τα οποία διατυπώθηκε η συγκεκριμένη γνώμη ή η συναλλαγή στην οποία επιθυμεί να προβεί δεν περιλαμβάνεται σ' αυτές στις οποίες ο παρέχων τη γνώμη απέβλεπε.

κάποιας έκθεσης στην οποία εκθέτει τη γνώμη του σχετικά με νομικά ζητήματα που αφορούν την εταιρία ή παρότι έχει συμμετάσχει στην προετοιμασία σχετικών εγγράφων με αντικείμενο τις δημοσιευτές στο ενημερωτικό δελτίο πληροφορίες, αυτό δεν αποτυπώνεται σε υλικό φορέα. Η ως άνω προσέγγιση προϋποθέτει για την αναγνώριση καθήκοντος επιμέλειας τη «διακίνηση ενός φορέα εμπιστοσύνης», ως δε τέτοιον φορέα χαρακτηρίζει μία έκθεση ή μία γνωμάτευση¹⁰⁸⁴. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι ο φορέας εμπιστοσύνης πρέπει να νοηθεί όχι μόνο με την υλική μορφή του εγγράφου, αλλά και με κάποια προφορική δήλωση η οποία γίνεται με τέτοιο τρόπο, ώστε επιδιώκεται να γίνει και γίνεται γνωστή στο επενδυτικό κοινό¹⁰⁸⁵. Η δημόσια δήλωση πρέπει να θεωρηθεί ως ισοδύναμη της διακίνησης ενός εγγράφου. Αν η γνώμη του δικηγόρου δεν έχει εκτεθεί σε οποιαδήποτε έκθεση ή έγγραφο (π.χ. ενημερωτικό δελτίο) και στην περίπτωση που έχει διατυπωθεί προφορικά δεν έχει δημοσιοποιηθεί από τον ίδιο ή με την έγκρισή του από άλλο πρόσωπο στους επενδυτές, δε δημιουργείται σχέση ιδιαίτερης εμπιστοσύνης¹⁰⁸⁶.

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι καθήκον πρόνοιας του πυλωρού έναντι των συμφερόντων των επενδυτών μπορεί να θεμελιωθεί μόνο στην περίπτωση κατά την οποία διακινείται φορέας εμπιστοσύνης και είναι διαγνώσιμος ο κύκλος των πιθανών χρηστών¹⁰⁸⁷. Αυτό σημαίνει ότι οποιαδήποτε αμελής ενέργεια κάποιου πυλωρού δε λαμβάνει δημοσιότητα δε γεννά σχετική υποχρέωσή του έναντι των επενδυτών. Σε αυτήν την περίπτωση θα μπορούσε να γεννηθεί τέτοια υποχρέωση μέσω της νομοθετικής οδού: με τη θέσπισή της.

Στο ίδιο πλαίσιο ερωτάται τι συμβαίνει με την παράλειψη του πυλωρού. Αρχικώς, πρέπει να γίνει δεκτό ότι, εφόσον διακινείται στο κοινό ένας φορέας εμπιστοσύνης, δηλαδή ο πυλωρός έχει προβεί σε κάποια δήλωση ή έχει συντάξει κάποια έκθεση που έχει γίνει γνωστή στο επενδυτικό κοινό, η παράλειψη αναφοράς κάποιου ουσιώδους γεγονότος θα λαμβάνει εξωτερική υπόσταση στη δήλωση ή στην έκθεση δια της απουσίας του από αυτήν. Εδώ η παράλειψη ενυπάρχει στην ενέργεια της δήλωσης, η οποία είναι ελλιπής. Αν αντιθέτως, η παράλειψη δε συνδέεται με δήλωση ή έκθεση, τότε πρόκειται για επιλογή του νομοθέτη: σχετικό καθήκον θα προκύψει, εφόσον προβλεφθεί νομοθετικώς.

Το περιεχόμενο του ελέγχου στον οποίο προβαίνει έκαστη κατηγορία πυλωρών διαφοροποιείται κατά το αντικείμενο. Έτσι, άλλοι πυλωροί (όπως οι οικονομικοί αναλυτές, οι ελεγκτές και οι οίκοι αξιολόγησης) ελέγχουν τη δραστηριότητα της εταιρίας από άποψη οικονομική ή λογιστική και άλλοι από άποψη νομική (όπως οι δικηγόροι – οι δε νόμιμοι ελεγκτές ελέγχουν και τη διαχείριση της ελεγχόμενης οντότητας). Επίσης, οι περισσότεροι πυλωροί έχουν τη δυνατότητα ευρύτατου ελέγχου, ενώ αντιθέτως οι οίκοι αξιολόγησης

¹⁰⁸⁴ Καραμπατζός, Αποκατάσταση ζημίας..., ό.π., 65.

¹⁰⁸⁵ Βλ. Sergakis, The Law of Capital Markets..., ό.π., 263 σχετικά με τους οικονομικούς αναλυτές.

¹⁰⁸⁶ Μόνο το γεγονός ότι ο επενδυτής υπολαμβάνει ότι ο δικηγόρος του εκδότη έχει παράσχει θετική γνώμη σχετικά με τη νομιμότητα των ενεργειών του πελάτη του δεν αρκεί για την κατάφαση της ευθύνης του. Είναι, άλλωστε, ενδεικτικό προς τούτο το γεγονός ότι το άρθρο 6 του ν. 3401/2005 καθιστά υπεύθυνο πέραν των ρητώς κατονομαζόμενων στην παρ. 1 προσώπων μόνο εκείνα τα πρόσωπα τα οποία ρητώς ονομάζονται στο ενημερωτικό δελτίο ως υπεύθυνα για συγκεκριμένο τμήμα του ενημερωτικού δελτίου (π.χ. δικηγόρος για τη διενέργεια του νομικού ελέγχου). Βλ. όμως τον Manning, The Primary Liability of Securities Lawyers, 50 SMU L. Rev. 1997, 393-394, κατά τον οποίο είναι επιβεβλημένη η εφαρμογή του Rule 10b-5 για την αναγνώριση της ευθύνης του δικηγόρου ανεξαρτήτως αν το όνομά του αναγράφεται στο έγγραφο που δημοσιεύεται και ανεξαρτήτως αν η γνώμη του συνοδεύει άλλο έγγραφο ή ενσωματώνεται σ' αυτό. Τούτο, διότι ο δικηγόρος είναι εκείνος που ελέγχει όλη τη διαδικασία προετοιμασίας και δημοσίευσης των σχετικών δηλώσεων και επί της ουσίας παρέχει ο ίδιος τις πληροφορίες μέσω του πελάτη του.

¹⁰⁸⁷ Βλ. και Laby, ό.π., 130-131, σχετικά με την ευθύνη δικηγόρου για τη διατύπωση νομικής άποψης.

πιστοληπτικής ικανότητας συνήθως έχουν πρόσβαση μόνο στα στοιχεία και τις πληροφορίες που τους παρέχει ο αξιολογούμενος εκδότης¹⁰⁸⁸.

Ιδιαίτερες συζητήσεις προκάλεσε κατά τις αρχές του 21^{ου} αιώνα στις Η.Π.Α. το ζήτημα της υποχρέωσης του δικηγόρου να ελέγχει τη νομιμότητα των δραστηριοτήτων του πελάτη του¹⁰⁸⁹. Ο σχετικός προβληματισμός προκλήθηκε στο χρονικό διάστημα που ακολούθησε τις σχετικές με το σκάνδαλο της Enron και κατά το οποίο στον νομικό διάλογο κυριάρχησε ο ρόλος των δικηγόρων των εισηγμένων σε αγορά εταιριών στην πρόληψη εταιρικών και χρηματιστηριακών σκανδάλων. Βεβαίως δεν ήταν μόνο η καθιέρωση καθήκοντος ελέγχου εκείνη που προκάλεσε αντιδράσεις του δικηγορικού συλλόγου των Η.Π.Α., αλλά ο συνδυασμός αυτής με την προταθείσα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέσπιση υποχρέωσης του δικηγόρου προς «ηχηρή παραίτηση» («noisy withdrawal»).

Δύο ήταν οι απόψεις που διατυπώθηκαν. Κατά την πρώτη από αυτές, ο δικηγόρος έχει υποχρέωση να εφαρμόζει τον νόμο και επομένως οφείλει να μη συνδράμει τον πελάτη του σε περίπτωση που παρανομεί ή σχεδιάζει παράνομες συμπεριφορές¹⁰⁹⁰. Έτσι, οφείλει να μην τον συμβουλεύει να παρανομεί και σε περίπτωση κατά την οποία τον ενημερώσει για σχετικό σχέδιό του να τον συμβουλεύει να απέχει από αυτό. Επίσης, οφείλει να απέχει από τη σύνταξη εγγράφων σχετικών με τη δραστηριότητα της εταιρίας με τα οποία διαπράττεται κάποιο αδίκημα ή παραβιάζεται ο νόμος ή πρόκειται να χρησιμοποιηθούν από τον πελάτη του για την υλοποίηση τέτοιου σκοπού. Το καθήκον αυτό υφίσταται έναντι των τρίτων¹⁰⁹¹. Κατά την αντίθετη άποψη, η αναγνώριση σχετικού καθήκοντος και μάλιστα έναντι των τρίτων θα είχε ως συνέπεια την παραβίαση της σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ δικηγόρου και πελάτη και της αρχής του απορρήτου της επικοινωνίας τους με αποτέλεσμα οι πελάτες να μην ενημερώνουν τους δικηγόρους τους¹⁰⁹².

Το δικηγορικό απόρρητο αποτελεί βασικό στοιχείο της οικοδόμησης σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ δικηγόρου και πελάτη¹⁰⁹³. Για τον λόγο αυτό προστατεύεται διεθνώς¹⁰⁹⁴. Στο ελληνικό δίκαιο η προστασία του προβλέπεται στα άρθρα 38 ν. 4194/2013, 36 παρ. 3 ΚΔΔεοντ¹⁰⁹⁵, 371 νέου ΠΚ και 400 ΚΠολΔ. Το δικηγορικό απόρρητο περιλαμβάνει κάθε πληροφορία την οποία εμπιστεύεται με οποιονδήποτε τρόπο ο πελάτης στον δικηγόρο του υπό την ιδιότητά του αυτή κατά τη διάρκεια ισχύος της μεταξύ τους σχέσης, καθώς επίσης και «κάθε

¹⁰⁸⁸ Βλ. όμως Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 180. Βλ. Γκουτζίνη, Χειμών, Κανονιστική συμμόρφωση και διεθνείς αγορές κεφαλαίου: εισαγωγική επισκόπηση, στο Οικονόμου Αργύρης (επιμ.), *Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 24, σχετικά με τους ελεγκτές. Σύμφωνα με την Dodd-Frank Act ο οίκος αξιολόγησης οφείλει πλέον να ελέγχει το πληροφοριακό υπόβαθρο. Βλ. Γκουτζίνη, Χειμών, ό.π., 18.

¹⁰⁸⁹ Σε ευρωπαϊκό επίπεδο δεν τέθηκε σχετικό ζήτημα – ένδειξη του γεγονότος ότι οι σχετικές νομοθετικές εξελίξεις συνήθως ακολουθούν τα γεγονότα (λ.χ. σκάνδαλα).

¹⁰⁹⁰ Zacharias, *Lawyers as Gatekeepers*, San Diego L. Rev. 2004, 1387επ..

¹⁰⁹¹ Βλ. και το άρθρο 1.6 (b) (5) των ABA Model Rules of Professional Conduct, σύμφωνα με το οποίο η υποχρέωση εμπιστευτικότητας υποχωρεί στο αναγκαίο μέτρο μεταξύ άλλων και στην περίπτωση κατά την οποία ο δικηγόρος ενάγεται από τρίτο πρόσωπο.

¹⁰⁹² Κατά τους Lawson, Mattison, *A Tale of Two Professions: The Third-Party Liability of Accountants and Attorneys for Negligent Misrepresentation*, Ohio St. L.J. 1991, 1333, το δικηγορικό απόρρητο δεν επηρεάζει τη νομική βασιμότητα αγωγής τρίτων σε βάρος δικηγόρου, αλλά απλώς δυσχεραίνει την απόδειξη των ισχυρισμών των εναγόντων. Βλ. Kim, *Naked Self-Interest? Why the Legal Profession Resists Gatekeeping*, Fla. L. Rev. 2011, 129επ., για μία αναλυτική περιγραφή των λόγων για τους οποίους οι δικηγόροι αντιτίθενται στην αναγνώρισή τους ως πυλωρών.

¹⁰⁹³ Βλ. αναλυτικά Κουτσολέλο, Το καθήκον εχεμύθειας δικηγόρου, ΝοΒ 2004, 1982επ..

¹⁰⁹⁴ Σχετικά με την προστασία του δικηγορικού απορρήτου από την Ευρωπαϊκή Σύμβαση των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου στο πλαίσιο της προστασίας του δικαιώματος σε δίκαιη δίκη και του δικαιώματος της ιδιωτικής ζωής βλ. Μπαλτά, ό.π., 1.

¹⁰⁹⁵ Κώδικας Δεοντολογίας του Δικηγορικού Λειτουργήματος.

πράξη που ο εντολέας κάνει προς τον δικηγόρο»¹⁰⁹⁶. Κατά τη νομολογία του ΔΕΚ γίνεται δεκτό ότι το απόρρητο δεν ισχύει στις σχέσεις «εσωτερικού δικηγόρου» («in-house lawyer») και εργοδότη¹⁰⁹⁷.

Οι αντιδράσεις στην αναγνώριση σχετικής υποχρέωσης ελέγχου στο πρόσωπο του δικηγόρου εκκινούν από τον παραδοσιακό ρόλο του τελευταίου ως πληρεξουσίου δικηγόρου ή συνηγόρου υπεράσπισης, δηλαδή στο πλαίσιο δίκης¹⁰⁹⁸. Στις περιπτώσεις αυτές πράγματι το στοιχείο της ταύτισης του δικηγόρου με τον πελάτη του είναι εντονότερο. Δε συμβαίνει, όμως, το ίδιο στις περιπτώσεις της «συναλλακτικής δικηγορίας» («transactional lawyering»)¹⁰⁹⁹. Ως τέτοια νοείται η προετοιμασία εγγράφων σχετικών με επικείμενη σύναψη κάποιας σύμβασης του πελάτη του ή η εποπτεία επί των δημοσιευόμενων πληροφοριών. Στις περιπτώσεις αυτές πράγματι ο νομικός σύμβουλος εκπροσωπεί νομικώς τον πελάτη του, αλλά ταυτόχρονα αναλαμβάνει υποχρέωση έναντι του επενδυτικού κοινού¹¹⁰⁰. Πάντως, ακόμη και στην πρώτη περίπτωση ο ρόλος του δικηγόρου ως ένθερμου υπερασπιστή βρίσκει τα όριά του στον νόμο¹¹⁰¹.

Ανεξαρτήτως της θεμελίωσης ή μη σχετικής υποχρέωσης έναντι των τρίτων, η γνωστοποίηση περιπτώσεων παραβιάσεων του νόμου αποτελεί αντικείμενο συμβατικής υποχρέωσης που αναλαμβάνει ο νομικός σύμβουλος έναντι του πελάτη του¹¹⁰². Ειδικότερα, ο δικηγόρος οφείλει να ενημερώσει τον πελάτη του – εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου εν προκειμένω – όταν διαπιστώσει ότι τελέσθηκαν ή σχεδιάζεται η τέλεση συγκεκριμένων παράνομων πράξεων. Στο πλαίσιο αυτό λέγεται ότι η ανεξαρτησία του δικηγόρου είναι συνακόλουθη της υποχρέωσης πίστης προς τον πελάτη του: Αποτρέποντάς τον από τη διάπραξη παρανομιών εκπληρώνει την υποχρέωση πίστης¹¹⁰³.

Η άσκηση της δικηγορίας λαμβάνει χώρα και η προστασία του δικηγορικού απορρήτου παρέχεται εντός των ορίων του νόμου. Ενδεικτικά αναφέρεται το άρθρο 5 περ. α' του ν. 4194/2013, το οποίο – παράλληλα προς την υποχρέωση εχεμύθειας (περ. γ') - προβλέπει σχετική υποχρέωση του δικηγόρου προς τήρηση των νόμων¹¹⁰⁴. Η ταυτόχρονη αυτή υποχρέωση προσδιορίζει τα όρια της υποχρέωσης τήρησης του δικηγορικού απορρήτου¹¹⁰⁵. Αυτή είναι η άποψη που επικράτησε στις Η.Π.Α.¹¹⁰⁶. Βεβαίως πρέπει να σημειωθεί ότι ο συσχετισμός των δύο υποχρεώσεων είναι λυσιτελής όταν διενεργείται στο πλαίσιο της καθιέρωσης υποχρέωσης ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων του ελέγχου εκτός της σφαίρας επιρροής του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου. Κατά τα λοιπά, ο δικηγόρος κατά την παροχή νομικών συμβουλών οφείλει να προτρέπει και να κατευθύνει τον πελάτη του σε νόμιμες ενέργειες και να τον αποτρέπει από παράνομες συμπεριφορές. Το ίδιο οφείλει να πράξει και κατά την προετοιμασία συναλλαγών ή την άσκηση εποπτείας επί των δημοσιευόμενων στο κοινό πληροφοριών.

¹⁰⁹⁶ Μπαλτάς, ό.π., 3.

¹⁰⁹⁷ Μπαλτάς, ό.π., 6· Akzo Nobel Chemicals Ltd και Akcros Chemicals Ltd κατά Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΔΕΚ C-550/07 P, 14/9/2010, Συλλ. 2010 I-08301.

¹⁰⁹⁸ «Zealous advocate». Βλ. σχετικά Henning, The new corporate gatekeeper, Wayne L. Rev. 2016, 31.

¹⁰⁹⁹ Henning, The new corporate gatekeeper, ό.π., 32.

¹¹⁰⁰ Henning, The new corporate gatekeeper, ό.π., 32· Coffee Jr, Gatekeeper Failure and Reform, ό.π. 360.

¹¹⁰¹ Kim, Lawyer exceptionalism in the gatekeeping wars, SMU L. Rev. 2010, 118.

¹¹⁰² Schwarcz, The role of lawyers..., ό.π., 6-7.

¹¹⁰³ Βλ. σε Laby, ό.π., 130.

¹¹⁰⁴ «Υπερασπίζεται το Σύνταγμα, την Ευρωπαϊκή Σύμβαση των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου και τα Πρόσθετα Πρωτόκολλα αυτής, το Χάρτη των θεμελιωδών δικαιωμάτων του ανθρώπου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και το σύνολο των διεθνών και ευρωπαϊκών συμβάσεων για τα ανθρώπινα δικαιώματα».

¹¹⁰⁵ Κατά τον Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1307, η επικοινωνία δικηγόρου και πελάτη αποτελεί το μέσο για την επίτευξη ενός σκοπού (την τήρηση του νόμου) και όχι σκοπό.

¹¹⁰⁶ Coffee Jr, Conclusion, ό.π., 188· Zacharias, Lawyers as Gatekeepers, San Diego L. Rev. 2004, 1387 επ· Henning, The new corporate gatekeeper, ό.π., 44 επ.. Πρβλ. και Model Rules of Professional Conduct της ABA.

Ισχυρά επιχειρήματα έχουν διατυπωθεί προς αντίκρουση του ισχυρισμού περί μείωσης της έκτασης της επικοινωνίας του δικηγόρου με τον πελάτη του. Συγκεκριμένα, γίνεται διάκριση μεταξύ επικοινωνίας που προηγείται της πράξης του πελάτη και αυτής που έπεται¹¹⁰⁷. Υποστηρίζεται ότι η επιβολή στον δικηγόρο καθήκοντος αναφοράς (ή και υποχρέωσης παραίτησης) δεν επηρεάζει την ανάγκη επικοινωνίας πριν από τη διενέργεια της πράξης, διότι ο πελάτης επιθυμεί να γνωρίζει σχετικά με τη νομιμότητά της¹¹⁰⁸. Εξάλλου, τονίζεται ότι η παραίτηση δεν εμποδίζει τον πελάτη να ζητήσει τη νομική συμβουλή άλλου δικηγόρου κατά το στάδιο που προηγείται της πράξης¹¹⁰⁹. Στο πλαίσιο της ίδιας άποψης αναγνωρίζεται η αρνητική επίδραση της καθιέρωσης των ως άνω υποχρεώσεων στην παροχή νομικών συμβουλών σχετικά με τελεσθείσες πράξεις¹¹¹⁰. Παρά το γεγονός ότι και σε αυτό το στάδιο ο πελάτης χρειάζεται (και μάλιστα περισσότερο) νομική συμβουλή, αλλά ταυτόχρονα λόγω του γεγονότος ότι την χρειάζεται, θα μπορούσαν να προβλεφθούν σχετικές εξαιρέσεις από τις ως άνω υποχρεώσεις¹¹¹¹.

Η θεωρία και η νομολογία σχετικά με την ευθύνη του συμβολαιογράφου έναντι τρίτων σε γενικό πλαίσιο (όχι στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς) προσφέρει αφορμή για χρήσιμες σκέψεις αναφορικά με την ευθύνη των πυλωρών. Στην έννομη τάξη των Η.Π.Α. η πλέον γνωστή περίπτωση ευθύνης του δικηγόρου έναντι τρίτων είναι αυτή της αμελούς σύνταξης από αυτόν (για λογαριασμό του διαθέτη) της - καθ' υπαγόρευση του τελευταίου συνταχθείσης - διαθήκης του πελάτη του. Στην περίπτωση αυτή έγινε δεκτό από το Ανώτατο Δικαστήριο της Καλιφόρνια ότι παρότι ο συμβολαιογράφος συνδεόταν συμβατικά μόνο με τον διαθέτη είχε καθήκον πρόνοιας έναντι του τιμωμένου («beneficiary»)¹¹¹². Η συγκεκριμένη απόφαση αφορά περίπτωση ευθύνης για ζημία προκληθείσα από αμελή παροχή υπηρεσιών του επαγγελματία χωρίς να συντρέχει το στοιχείο της επικοινωνίας μεταξύ αυτού και του ζημιωθέντος («negligence»)¹¹¹³. Η περίπτωση αυτή διαφοροποιείται κατά τα τυπικά της στοιχεία από την περίπτωση της αμελούς δήλωσης («negligent representation»), κατά την οποία λαμβάνει χώρα τέτοια επικοινωνία – μέσω της διακίνησης του φορέα εμπιστοσύνης από τον επαγγελματία¹¹¹⁴.

Παρότι εκ πρώτης όψεως οι έννοιες της «negligence» και της «negligent representation» (όπως απαντώνται στην έννομη τάξη των Η.Π.Α.) φαίνονται να διαφοροποιούνται, στην πράξη στη βάση τους βρίσκεται η ίδια λογική¹¹¹⁵. Στην πρώτη περίπτωση καταφάσκει η ευθύνη του επαγγελματία έναντι τρίτου προσώπου ενόψει του ότι ήταν διαγνώσιμη η επέλευση της ζημίας στο πρόσωπο αυτό (στην περίπτωση της διαθήκης προέκυπτε σαφώς το πρόσωπο του τιμωμένου με τη διαθήκη). Στη δεύτερη περίπτωση η ευθύνη στηρίζεται μεταξύ άλλων στην ενόψει της διακίνησης του φορέα εμπιστοσύνης για συγκεκριμένο σκοπό προβλεψιμότητα του κύκλου των προσώπων που καλούνται να δείξουν εμπιστοσύνη και είναι αναμενόμενο να το πράξουν.

Ερωτάται αν μπορεί να γίνει επίκληση της αμερικανικής «negligence» στην περίπτωση κατά την οποία κάποιος πυλωρός δε δημοσιεύει κάποια σχετική με χρηματοπιστωτικό μέσο δήλωση ή έκθεσή του, αλλά μετέχει στη διαδικασία προετοιμασίας ή έγκρισης ή εποπτείας της δημοσίευσης των σχετικών εγγράφων χωρίς να καθίσταται δημοσίως γνωστή η συμμετοχή του.

¹¹⁰⁷ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1307-1310.

¹¹⁰⁸ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1307-1308.

¹¹⁰⁹ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1308-1309.

¹¹¹⁰ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1308.

¹¹¹¹ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1309-1310.

¹¹¹² Biakanja v. Irving, 49 Cal.2d 647, 651 (1958).

¹¹¹³ Feinman, Liability of lawyers and accountants to non-clients, ό.π., 148.

¹¹¹⁴ Feinman, Liability of lawyers and accountants to non-clients, ό.π., 139.

¹¹¹⁵ Για το σχετικό προβληματισμό βλ. αναλυτικά Feinman Jay, Liability of lawyers and accountants, Rutgers U. L. Rev. 2015, 127επ..

Στο ερώτημα αυτό αρμόζει αρνητική απάντηση¹¹¹⁶. Στην περίπτωση της «negligence» η έλλειψη επικοινωνίας αντισταθμίζεται από μία σαφέστατα συγκεκριμενοποιημένη ταυτοποίηση του τρίτου. Όσο λιγότερη επικοινωνία υπάρχει τόσο μικρότερος είναι ο κύκλος των προστατευτέων τρίτων. Αυτό δε συμβαίνει στην περίπτωση της αφανούς συμμετοχής του πυλωρού στη διαδικασία. Ο πυλωρός μπορεί μν να προβλέψει ότι ένας κύκλος προσώπων θα στηριχθεί στα σχετικά έγγραφα, πλην όμως ο κύκλος αυτός διακρίνεται με μεγαλύτερη αοριστία σε σχέση με την περίπτωση του τιμώμενου της διαθήκης. Επίσης, ο τελευταίος γνωρίζει τη συμμετοχή του συμβολαιογράφου στη σύνταξη της διαθήκης. Αντιθέτως, ο διαγνώσιμος κύκλος των προσώπων θα εμπιστευτεί όχι το προϊόν των υπηρεσιών του πυλωρού ως προϊόν του ίδιου, αλλά ως προϊόν παρεχόμενο από τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου.

Το καθήκον επιμέλειας έκαστης κατηγορίας πυλωρών εξεταζόμενο υπό την αντικειμενική του έκφανση περιλαμβάνει τη διενέργεια ελέγχου των σχετικών με το αντικείμενο των παρεχόμενων υπηρεσιών πληροφοριών και την πλήρη αποτύπωση αυτών στο εξαγόμενο πόρισμα. Το αντικείμενο του ελέγχου διαφοροποιείται αναλόγως με το είδος των παρεχόμενων υπηρεσιών. Μπορεί να είναι οικονομικός, λογιστικός ή νομικός. Για τον ακριβή προσδιορισμό του περιεχομένου των καθηκόντων κάθε κατηγορίας θυροφυλάκων πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και οι ιδιαίτερες συνθήκες υπό τις οποίες ασκεί έκαστη εξ αυτών το έργο της. Τα στοιχεία αυτά εκτίθενται κατωτέρω με συγκριτική οριζόντια επισκόπησή τους μεταξύ των περισσότερων κατηγοριών.

Όλες οι κατηγορίες των «gatekeepers» επεξεργάζονται πληροφορίες του παρελθόντος και του παρόντος¹¹¹⁷. Λαμβάνουν υπ' όψιν και αναλύουν στοιχεία που αφορούν γεγονότα και καταστάσεις σχετικές με τον αντισυμβαλλόμενο τους - εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου. Απαραίτητη προϋπόθεση για την επιτυχία και ακριβή διεκπεραίωση του έργου τους είναι η εκ μέρους του εκδότη παροχή πλήρους, αληθινής και ακριβούς πληροφόρησης. Επιπλέον, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και η βούληση του εκδότη προς παραχώρηση στους ειδικούς της δυνατότητας κτήσης όσο το δυνατόν περισσότερων πληροφοριών σχετικών με τον ίδιο και το μέσο του. Αυτό ακριβώς αποτελεί το διακύβευμα κατά τη διαμόρφωση του νομικού πλαισίου απονομής ελεγκτικού ρόλου στους πυλωρούς και ευθύνης τους για την παραβίαση των σχετικών καθηκόντων τους: Συχνά εκφράζεται ο φόβος ότι η θέσπιση του πλαισίου αυτού μπορεί να προκαλέσει το αντίθετο του επιδιωκόμενου αποτέλεσμα, δηλαδή να περιορισθεί η ροή των πληροφοριών από τον εκδότη προς τον πυλωρό¹¹¹⁸.

Η φύση του αποτελέσματος της εργασίας κάθε πυλωρού διαφοροποιείται. Έτσι, οι ελεγκτές διατυπώνουν κρίση σχετικά με το κατά πόσο οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτυπώνουν πραγματική οικονομική και λογιστική κατάσταση της ελεγχόμενης οντότητας¹¹¹⁹

¹¹²⁰ - πάντως επισημαίνεται ότι πρόκειται για έκφραση γνώμης που βασίζεται σε διάφορους και

¹¹¹⁶ Freeman John, Opinion letters and professionalism, Duke L. J. 1973, 392-393.

¹¹¹⁷ Για τους οίκους αξιολόγησης βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 43.

¹¹¹⁸ Zacharias, Coercing Clients: Can Lawyer Gatekeeper Rules Work?, B.C. L. Rev. 2006, 501.

¹¹¹⁹ Οι ελεγκτές ελέγχουν και την δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης και την έκθεση διαχείρισης. Βλ. Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, άρθρο 150 αρ. 22επ.· Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, άρθρο 152 αρ. 27επ..

¹¹²⁰ Βλ. Δεσποτίδου, ό.π., 931-932, η οποία αναφέρει ότι οι ελεγκτές οφείλουν να ελέγξουν κατά ποσό «οι οικονομικές καταστάσεις παρέχουν (μία) πιστή και πραγματική εικόνα της χρηματοοικονομικής θέσης της συγκεκριμένης επιχείρησης». Πρβλ. το άρθρο 32 του ν. 4449/2017, στο οποίο αναφέρεται ότι πρέπει να αναφέρεται στην έκθεση ελέγχου μεταξύ άλλων «κατά πόσον οι ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρέχουν πιστή και πραγματική εικόνα σύμφωνα με το αντίστοιχο πλαίσιο χρηματοοικονομικής πληροφόρησης». Κατά την αιτιολογική έκθεση του ν. 4449/2017 «Ο υποχρεωτικός έλεγχος οδηγεί στην έκφραση γνώμης αν οι οικονομικές καταστάσεις δίνουν την πραγματική και αξιόπιστη εικόνα των ελεγχόμενων οντοτήτων σύμφωνα με το σχετικό πλαίσιο

πολύπλοκους παράγοντες μετά από ερμηνεία ποικίλων επαγγελματικών προτύπων¹¹²¹. Αντίστοιχα, οι δικηγόροι εκφέρουν άποψη σχετικά με τη νομιμότητα ή μη μίας πράξης ή παράλειψης ή κατάστασης. Οι κρίσεις αυτές αναφέρονται συνήθως σε γεγονότα παρελθοντικά ή παροντικά και κάποιες φορές σε μελλοντικά (λ.χ. συμβουλή του δικηγόρου σχετικά με τη νομιμότητα σχεδιαζόμενης μελλοντικής συμπεριφοράς). Διακρίνονται από μεγαλύτερο βαθμό βεβαιότητας σε σχέση με τις αξιολογήσεις στις οποίες προβαίνουν οι σχετικοί οργανισμοί αξιολόγησης, οι οποίες αφενός συνδέονται με αυξημένο δείκτη πιθανολόγησης¹¹²² αφετέρου (και συναφώς) αφορούν πρόβλεψη μελλοντικών γεγονότων (της πιθανότητας αθέτησης των συμβατικών υποχρεώσεων του εκδότη¹¹²³, καθώς και της «ικανότητας και επιθυμίας» προς εκπλήρωσή τους¹¹²⁴). Από την άποψη αυτή οι αναλυτές μετοχών βρίσκονται σε μία ενδιάμεση κατάσταση, καθόσον αφενός αναλύουν την τρέχουσα κατάσταση του εκδότη αφετέρου εκφέρουν γνώμη για τις προοπτικές του μέσου του.

Προς τα ανωτέρω συνδέεται και το επαληθεύσιμο των σχετικών κρίσεων. Τόσο από άποψη χρόνου όσο και από άποψη ουσίας της κρίσης παρατηρείται διαφοροποίηση. Μία νομική κρίση ή μία έκθεση ενός ελεγκτή είναι άμεσα επαληθεύσιμη με βάση τους εφαρμοστέους κανόνες της αντίστοιχης επιστήμης. Πάντως, ακόμη και στην περίπτωση του ελέγχου δεν πρόκειται για απλή καταγραφή γεγονότων, αλλά για «επαγγελματική κρίση βασισμένη σε πολλούς και περίπλοκους παράγοντες», η οποία συνήθως υπόκειται σε αμφισβήτηση¹¹²⁵. Αντιθέτως, για όσες γνώμες συνδέονται με πρόβλεψη ο χρόνος επαλήθευσής τους μετατίθεται προς το απώτερο μέλλον¹¹²⁶. Ακόμη όμως και σε εκείνο το μελλοντικό χρονικό σημείο η επιτυχία της πρόβλεψης ενός οίκου αξιολόγησης ή ενός αναλυτή μετοχών δεν είναι πάντοτε δυνατό να επιβεβαιωθεί, καθόσον είναι δυνατόν το αποτέλεσμα να έχει παραχθεί εξαιτίας άλλων παραγόντων οι οποίοι δεν ελήφθησαν υπ' όψιν κατά την αρχική διατύπωση της γνώμης¹¹²⁷.

Διαφοροποίηση εντοπίζεται και ως προς τη διάρκεια της συνεργασίας πυλωρών και εκδότη. Ειδικότερα, μπορεί να είναι μακροχρόνια (ιδ. περιπτώσεις ελεγκτών, δικηγόρων). Σε κάποιες περιπτώσεις ο νομοθέτης κινείται προς την κατεύθυνση αποφυγής δημιουργίας σχέσεων εξάρτησης ορίζοντας μέγιστη διάρκεια και περίοδο αποχής («cooling-off») (ιδ. ελεγκτές, οίκους). Άλλες φορές μπορεί η συνεργασία να είναι βραχυχρόνια, γεγονός που μπορεί να αποτελεί «κόκκινη σημαία» (ιδ. συνεχείς αλλαγές ελεγκτών). Υπάρχουν μάλιστα και περιπτώσεις κατά τις οποίες ένας επαγγελματίας παρέχει τις υπηρεσίες του σχετικά με ένα συγκεκριμένο εγχείρημα λόγω της ιδιαίτερης ειδίκευσής του (λ.χ. νομικός σύμβουλος ειδικώς σε συγχωνεύσεις) και στη συνέχεια λύεται η συνεργασία του («one-shot»)¹¹²⁸.

Ιδιαίτερα σημαντική είναι η πληροφοριακή βάση επί της οποίας προβαίνει ο πυλωρός στην παροχή των υπηρεσιών του. Ειδικά ως προς τους οίκους αξιολόγησης έχει παρατηρηθεί ότι συνήθως δεν υφίσταται υποχρέωσή τους προς διενέργεια νομικού ή οικονομικού ελέγχου του

χρηματοοικονομικής πληροφόρησης». Κρίσιμη είναι η σύνδεση του πορίσματος με συγκεκριμένο πλαίσιο χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Σημασία έχει η πιστότητα της εικόνας με αναφορά στο συγκεκριμένο πλαίσιο. Η χρήση διαφορετικού πλαισίου είναι πιθανό να μεταβάλει την εικόνα.

¹¹²¹ Feinman, Liability of Accountants..., ό.π., 54.

¹¹²² Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 42.

¹¹²³ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 30-34.

¹¹²⁴ De Bruyne, Liability..., ό.π., 2.

¹¹²⁵ Bily v. Arthur Young & Co. (1992) 3 Cal.4th 370, 11 Cal.Rptr.2d 51, 834 P.2d 745.

¹¹²⁶ Βλ. τους Sangiorgi, Spatt, ό.π., 31, οι οποίοι τονίζουν ότι ο έλεγχος αναφέρεται σε αποτελέσματα του παρελθόντος, ενώ η έκθεση αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε πρόβλεψη.

¹¹²⁷ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 43.

¹¹²⁸ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., 1305. Σε αυτές τις περιπτώσεις είναι ευκολότερη η επιβολή καθηκόντων πυλωρού.

εκδότη ή των χρηματοπιστωτικών μέσων του παρά μόνο σε όσες έννομες τάξεις προβλέπεται σχετική υποχρέωση από τον νόμο, αλλά προβαίνουν στις σχετικές αξιολογήσεις με βάση τις πληροφορίες που λαμβάνουν από τον εκδότη¹¹²⁹. Ως προς τους υπόλοιπους πυλωρούς είναι συνήθως ζήτημα πραγματικό με εξαίρεση τις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες ο νομοθέτης εξοπλίζει τον πυλωρό με σχετικά δικαιώματα (λ.χ. δικαιώματα πληροφόρησης των νόμιμων ελεγκτών – πρόκειται για εξοπλισμό στον οποίο αποσκοπεί και η θεώρησή τους ως οργάνων της ελεγχόμενης ανώνυμης εταιρίας) ή υποχρέωση περαιτέρω έρευνας σε περίπτωση έγερσης υποψιών ή αμφιβολιών (βλ. επαγγελματικό σκεπτικισμό των νόμιμων ελεγκτών)¹¹³⁰.

Η παροχή της γνώμης που διατυπώνουν οι δικηγόροι βασίζεται στα γεγονότα που τους καθιστά γνωστά ο πελάτης τους ή στα στοιχεία και τις πληροφορίες που τους παρέχει. Για τον λόγο αυτό στις σχετικές επιστολές γνώμης («*opinion letters*») που παρέχονται στο πλαίσιο δημόσιας προσφοράς γίνεται ρητή διάκριση μεταξύ της νομικής γνώμης και της λεγόμενης αρνητικής διαβεβαίωσης («*negative assurance*»). Η τελευταία αναφέρεται στα πραγματικά γεγονότα και στοιχεία. Με αυτήν ο δικηγόρος δηλώνει δεν έχει αντιληφθεί οτιδήποτε θα μπορούσε να τον οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι το ενημερωτικό δελτίο ή το αντίστοιχο πληροφοριακό έγγραφο περιέχει αναληθείς δηλώσεις ουσιωδών γεγονότων ή ότι παραλείπεται από αυτά οποιοδήποτε ουσιώδες γεγονός ή αναφορά στο οποίο είναι υποχρεωτική ή το οποίο είναι απαραίτητο προκειμένου να μην καταστεί η δήλωση παραπλανητική¹¹³¹. Σε περίπτωση κατά την οποία κατά τη σύνταξη της σχετικής επιστολής του ο δικηγόρος γνωρίζει ότι έχουν συμμετάσχει και άλλοι δικηγόροι στην προετοιμασία κάποιου εγγράφου ή ότι εκτός αυτών άλλοι δικηγόροι που συνεργάζονται με τον εκδότη έχουν εξειδικευμένες γνώσεις επί των σχετικών πραγματικών ζητημάτων, οφείλει να διενεργήσει σχετική έρευνα απευθυνόμενος στους συναδέλφους του πριν προβεί σε δήλωση αρνητικής διαβεβαίωσης¹¹³². Η σχετική γνώμη ή βεβαίωση πρέπει να ζητείται και αντίστοιχα να παρέχεται από το πρόσωπο εκείνο το οποίο ασχολήθηκε με την προετοιμασία του συγκεκριμένου τμήματος του ενημερωτικού δελτίου και όχι από άλλο¹¹³³.

Το περιεχόμενο της υποχρέωσης του πυλωρού εξαρτάται από το αντίστοιχο περιεχόμενο του εφαρμοστέου κανόνα δικαίου. Αυτό ισχύει προφανώς στην περίπτωση κατά την οποία η σχετική διάταξη καθορίζει λεπτομερώς τις ενέργειες στις οποίες οφείλει αυτός να προβεί ή τις οποίες οφείλει να παραλείψει. Ισχύει, όμως, και στις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες το περιεχόμενο των σχετικών καθηκόντων διαπλάσσεται με ερμηνεία γενικών διατάξεων. Παρότι αναφέρεται στο υποκειμενικό στοιχείο της συμπεριφοράς του θυροφύλακα, σημασία έχει το αν για την εφαρμογή της σχετικής διάταξης (γενικής ή ειδικής) απαιτείται δόλος ή αρκεί αμέλεια – στην τελευταία περίπτωση κρίσιμος περαιτέρω είναι ο αξιούμενος βαθμός αμέλειας¹¹³⁴. Έτσι, αν ο πυλωρός ευθύνεται στην περίπτωση κατά την οποία προέβη στη ζημιογόνο πράξη του (λ.χ. προέβη σε σχετική πιστοποίηση) γνωρίζοντας ότι η σχετιζόμενη με την πράξη αυτή συμπεριφορά του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου είναι παράνομη ή παραπλανητική (λ.χ.

¹¹²⁹ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 47-48.

¹¹³⁰ Βλ. όμως Scherl, ό.π., 286.

¹¹³¹ Row, ό.π., 6-19 – 6.20.

¹¹³² Row, ό.π., 6-24.

¹¹³³ Row, ό.π., 6-15.

¹¹³⁴ Αντίθετα, όσον αφορά το στοιχείο του δόλου σε επίπεδο αστικής ευθύνης δεν παρατηρείται διαβάθμιση του δόλου σε α', β' και γ' βαθμού (όπως συμβαίνει στο ποινικό δίκαιο) ως προϋπόθεση στοιχειοθέτησης της ευθύνης. Συνήθως απαιτείται γενικά δόλος, δηλαδή αρκεί και ο ενδεχόμενος. Βεβαίως, η διάκριση των ειδών του δόλου μπορεί να είναι κρίσιμη ως προς άλλα ζητήματα, όπως για την επιδίκαση χρηματικής ικανοποίησης λόγω ηθικής βλάβης.

οι σχετικές πληροφορίες που παρέχει στο κοινό είναι ελλιπείς ή παραπλανητικές), δεν είναι κρίσιμη η διενέργεια εκ μέρους του ενός επιμελούς ελέγχου, όπως αντιθέτως συμβαίνει στην περίπτωση της αμέλειας.

Ο ανάδοχος, ο σύμβουλος και οι υπόλοιποι ειδικοί οι οποίοι μετέχουν επωνύμως στη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου οφείλουν να μεριμνούν (μαζί με τους υπόλοιπους υπευθύνους για το δελτίο) για την ακρίβεια και πληρότητά του¹¹³⁵. Η ακρίβεια αναφέρεται στη σαφή έκθεση των αναγραφόμενων στο ενημερωτικό δελτίο στοιχείων, ενώ η πληρότητα στην αναφορά όλων των απαιτούμενων κατά τη σχετική νομοθεσία στοιχείων¹¹³⁶. Ως σημεία αναφοράς για την εκτίμηση των δύο αυτών στοιχείων λαμβάνονται αφενός οι προβλέψεις της νομοθεσίας αφετέρου η αντίληψη του μέσου συνετού επενδυτή¹¹³⁷. Οι ως άνω επαγγελματίες θα ευθύνονται έκαστος για το τμήμα για το οποίο προβλέπει ο νόμος την ευθύνη του (κατά τα ήδη αναφερθέντα), ενώ προϋπόθεση της ευθύνης είναι το ουσιώδες της ανακρίβειας ή της παράλειψης για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης¹¹³⁸.

Η φύση και οι συνθήκες των παρεχόμενων υπηρεσιών εκ μέρους κάθε κατηγορίας πυλωρών επηρεάζουν τον προσανατολισμό του νομοθέτη κατά τη θέσπιση διατάξεων σχετικών με τα καθήκοντα και την ευθύνη τους. Η συναρτώμενη με πιθανολόγηση και πρόβλεψη αξιολόγηση των σχετικών οίκων καθορίζει το περιεχόμενο της αξιούμενης επιμέλειας. Έτσι, σε επίπεδο ΕΕ δεν προβλέπεται ευθύνη για το εσφαλμένο ή μη των αξιολογήσεων τους. Αντιθέτως, οι επενδυτές εξοπλίζονται με αξιώσεις αποζημίωσης σε βάρος τους για την περίπτωση παραβάσεων διατάξεων που αφορούν συγκρούσεις συμφερόντων, οργανωτικές ή επιχειρησιακές απαιτήσεις ή παραβάσεων που αφορούν εμπόδια στις εποπτικές δραστηριότητες ή στις παραβάσεων που αφορούν τις διατάξεις περί κοινοποίησης¹¹³⁹. Στην περίπτωση αυτή βέβαια δεν αρκεί μόνο η παράβαση κάποιας από τις προβλεπόμενες από τους Κανονισμούς υποχρεώσεις του οίκου αξιολόγησης, αλλά πρέπει αυτή να έχει επιπτώσεις στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας¹¹⁴⁰.

Το Παράρτημα ΙΙΙ του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 περιγράφει τις υποχρεώσεις των οίκων αξιολόγησης, η παραβίαση των οποίων δύναται να στοιχειοθετήσει αστική ευθύνη τους έναντι των επενδυτών για αποκατάσταση της ζημίας τους. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται υποχρεώσεις σχετικές με συγκρούσεις συμφερόντων, τον αναλυτικό έλεγχο των σχετικών πληροφοριών και των εκθέσεων αξιολόγησης, τις τηρούμενες μεθοδολογίες, τη δημοσίευση πληροφοριών προς την ΕΑΚΑΑ και το επενδυτικό κοινό¹¹⁴¹. Ωστόσο, για τη στοιχειοθέτηση της ευθύνης του οίκου δεν αρκεί η παραβίαση της σχετικής υποχρέωσης, αλλά πρέπει αυτή να επέδρασε στο περιεχόμενο της έκθεσης. Περαιτέρω, πρέπει η πλημμέλεια να συνδέεται αιτιωδώς με την επενδυτική απόφαση και η τελευταία με τη ζημία¹¹⁴². Αυτά πρέπει να τα αποδείξει ο ενάγων.

Ο ειδικός οφείλει να επιδεικνύει επιμέλεια κατά το στάδιο που προηγείται αυτού της διατύπωσης της γνώμης του. Ειδικότερα, ο ίδιος πρέπει να διαθέτει επαρκείς γνώσεις για τη

¹¹³⁵ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 277-278, 286.

¹¹³⁶ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 279-281· Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 286.

¹¹³⁷ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 286.

¹¹³⁸ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 280.

¹¹³⁹ Βλ. Παράρτημα ΙΙ του Κανονισμού (ΕΕ) 513/2011, με τον οποίο προστέθηκε Παράρτημα ΙΙΙ στον Κανονισμό (ΕΚ) 1060/2009. Βλ. επίσης Παράρτημα ΙΙ του Κανονισμού 462/2013, με τον οποίο τροποποιήθηκε το Παράρτημα ΙΙΙ του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

¹¹⁴⁰ Βλ. ιδίως Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Ιδιωτικού Χρέους..., ό.π., 43.

¹¹⁴¹ Möllers, Niedorf, ό.π., 346-347.

¹¹⁴² Verständig, The civil liability regime of the CRA-regulation and the requirement of causation, ICCLJ 2015, 95.

διενέργεια του σχετικού ελέγχου, την επεξεργασία των αποτελεσμάτων του και τη σύνταξη και παρουσίαση του πορίσματος του¹¹⁴³. Περαιτέρω, οφείλει να προβεί με αντικειμενικό τρόπο στην αναζήτηση κάθε αναγκαίας για τη διατύπωση γνώμης απόδειξης πραγματικού γεγονότος ή κατάστασης, στην ενδελεχή εξέταση των σχετικών αποδείξεων και στην αντιπαράβολή και επιβεβαίωσή τους¹¹⁴⁴. Ειδικά ο εξωτερικός ελεγκτής κατά την άσκηση των καθηκόντων του οφείλει να προβαίνει στις προβλεπόμενες διαδικασίες για την αποκάλυψη της απάτης. Σκοπός του ελέγχου είναι η «λογική εξασφάλιση» («reasonable assurance»)¹¹⁴⁵. Στο ίδιο πλαίσιο ο ειδικός οφείλει να προβεί σε επικοινωνία με οποιονδήποτε συνάδελφό του/συνεργάτη του έχει ειδικές γνώσεις σχετικά με τα αποδεικτέα γεγονότα¹¹⁴⁶.

Επιμέλεια απαιτείται και κατά τη σύνταξη του περιεχομένου της έκθεσης που περιέχει τη γνώμη του ειδικού. Έτσι, ο τελευταίος πρέπει να καθιστά με τρόπο σαφή και ακριβή γνωστά τα ζητήματα τα οποία αφορά η έκθεσή του¹¹⁴⁷. Περαιτέρω, πρέπει να γνωστοποιεί ποια γεγονότα θεωρεί αποδεδειγμένα κατόπιν σχετικής έρευνας και σε ποια γεγονότα στηρίζεται χωρίς να προβεί σε επιβεβαίωσή τους – στην περίπτωση αυτή πρέπει να εκθέτει τις συνέπειες της στήριξης αυτής στο τελικό πόρισμα¹¹⁴⁸. Επιπλέον, οφείλει να αναφέρει περιστάσεις που θα μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο την αντικειμενικότητα¹¹⁴⁹. Επίσης, πρέπει να εκθέτει τα σημαντικά συμπεράσματά του και να προσδιορίζει τα πρόσωπα στα οποία ο ίδιος αποσκοπεί ως χρήστες της έκθεσής του¹¹⁵⁰.

Αν ο ειδικός χρησιμοποιεί κατά τη διατύπωση της γνώμης του τη γνώμη συναδέλφου του (της ίδιας ειδικότητας), οφείλει να λαμβάνει κάποια μέτρα. Έτσι, θα πρέπει να έχει «ικανοποιητικές αποδείξεις σχετικά με την επαγγελματική φήμη και την ανεξαρτησία της κρίσης» του συναδέλφου του¹¹⁵¹. Επίσης, συνιστάται στον ειδικό να μην αναλαμβάνει ευθύνη για τη γνώμη του άλλου ειδικού και να εκθέτει κατά τρόπο διακριτό τη γνώμη του τελευταίου¹¹⁵².

Η θέση σε κυκλοφορία ενός φορέα εμπιστοσύνης καθορίζει το περιεχόμενο της τηρητέας εκ μέρους του ειδικού συμπεριφοράς μετά τη σύνταξη και δημοσίευση της έκθεσης. Αν ο ίδιος ο ειδικός απέβλεψε στη δημιουργία πίστης στο επενδυτικό κοινό και στη στήριξη των αποφάσεων του τελευταίου στην έκθεσή του, ο ίδιος οφείλει να γνωστοποιήσει αμέσως στο κοινό πραγματικά περιστατικά τα οποία είχαν ήδη λάβει χώρα κατά τη δημοσίευση της έκθεσής του και τα οποία ο ίδιος έμαθε μεταγενέστερα¹¹⁵³.

Τα ευθυνόμενα για το ενημερωτικό δελτίο πρόσωπα βαρύνονται με μεταγενέστερη της δημοσίευσής του υποχρέωση σχετική με τη συμπλήρωση του περιεχομένου του. Συγκεκριμένα, αν μετά τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου και πριν από τη λήξη της περιόδου των προσφορών ή πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης στην αγορά προκύψει οποιοδήποτε νέο στοιχείο, ουσιώδες σφάλμα ή ουσιώδους ανακρίβεια που είναι ικανό/ή να επηρεάσει την κρίση των επενδυτών, πρέπει να δημοσιευθεί, χωρίς αδικαιολόγητη χρονοτριβή, συμπλήρωμα περιέχον

¹¹⁴³ Freeman John, ό.π., 435.

¹¹⁴⁴ Freeman John, ό.π., 436.

¹¹⁴⁵ Αυγουλέας, Τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα και η προστασία των επενδυτών: “Θυροφύλακες” ante portas, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα www.research.manchester.ac.uk, 31.

¹¹⁴⁶ Freeman John, ό.π., 436.

¹¹⁴⁷ Freeman John, ό.π., 436.

¹¹⁴⁸ Freeman John, ό.π., 436-437.

¹¹⁴⁹ Freeman John, ό.π., 437.

¹¹⁵⁰ Freeman John, ό.π., 437.

¹¹⁵¹ Freeman John, ό.π., 437.

¹¹⁵² Freeman John, ό.π., 437.

¹¹⁵³ Freeman John, ό.π., 439.

τα νέα στοιχεία¹¹⁵⁴. Η σχετική υποχρέωση φαίνεται ότι βαρύνει τον εκδότη ή τον προσφέροντα. Σε αυτήν την περίπτωση, όμως, ο ανάδοχος έχει υποχρέωση σύμπραξης στην έκδοση του συμπληρώματος. Αυτό βεβαίως δε σημαίνει ότι δε βαρύνεται και με υποχρέωση σχετικού ελέγχου. Αφού προβεί σ' αυτόν και αφού βεβαιωθεί για την ακρίβεια των αναφερόμενων στο συμπλήρωμα στοιχείων πρέπει στη συνέχεια να συμπράξει στη δημοσίευσή του.

Ο χρηματοπιστωτικός διαμεσολαβητής, όταν οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο αγοράς ή εγγραφής μέσω αυτού, έχει πρόσθετη υποχρέωση ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού σε περίπτωση επικείμενης δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 23 παρ. 3 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 υποχρεούται «να ενημερώνει τους επενδυτές σχετικά με τη πιθανότητα δημοσίευσης συμπληρώματος καθώς και τον τόπο και τον χρόνο της δημοσίευσης και ότι ο χρηματοπιστωτικός διαμεσολαβητής θα τους συνδράμει στην άσκηση του δικαιώματός τους να υπαναχωρήσουν από την αποδοχή προσφοράς σε αυτήν την περίπτωση». Περαιτέρω, οφείλει να επικοινωνήσει με τους επενδυτές κατά την ημερομηνία δημοσίευσης του συμπληρώματος προκειμένου να τους ενημερώσει για το γεγονός. Η εκπλήρωση της σχετικής υποχρέωσης είναι σημαντική για την εκ μέρους των επενδυτών άσκηση του δικαιώματός τους προς υπαναχώρηση¹¹⁵⁵.

Οι υποχρεώσεις των εισηγμένων σε αγορά ανώνυμων εταιριών προς παροχή περιοδικής πληροφόρησης προς το επενδυτικό κοινό και προς δημοσίευση των προβλεπόμενων από τον νόμο *ad hoc* πληροφοριών δεν τυγχάνουν της ίδιας αντιμετώπισης με την αντίστοιχη προς δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου. Στην τελευταία περίπτωση προβλέπεται η συμμετοχή αναδόχου ή συμβούλου, καθώς και η δυνατότητα συμμετοχής άλλου ειδικού του οποίου οι γνώσεις απαιτούνται για την πιστοποίηση της ακρίβειας και πληρότητας μέρους του ενημερωτικού δελτίου. Με αυτόν τον τρόπο – αναλόγως με την ισχύουσα νομοθεσία, αν δηλαδή προβλέπεται ευθύνη και των προσώπων αυτών, όπως συμβαίνει στην περίπτωση του ελληνικού δικαίου – παρέχεται η δυνατότητα στον επενδυτή να ασκήσει αγωγή σε βάρος περισσοτέρων με αποτέλεσμα την αύξηση των πιθανοτήτων αποκατάστασης του συνόλου της ζημίας του. Για τον λόγο αυτόν έχει προταθεί στη θεωρία η νομοθετική θέσπιση της υποχρεωτικής εμπλοκής δικηγόρου στη διαδικασία των περιοδικών και των *ad hoc* δημοσιεύσεων πληροφοριών με την πρόβλεψη της υποχρεωτικής έκδοσης πιστοποιητικού εκ μέρους του¹¹⁵⁶.

3. Το στοιχείο της υπαιτιότητας

Η απόδειξη του δόλου είναι δυσχερέστερη σε σχέση με αυτήν της αμέλειας¹¹⁵⁷. Αυτό ισχύει γενικά και όχι μόνο σε επίπεδο αστικής ευθύνης των «gatekeepers». Αν και σε αμφότερες τις περιπτώσεις απαιτείται ο σχηματισμός πλήρους δικανικής πεποίθησης, διαφοροποιείται ουσιωδώς το αντικείμενο απόδειξης. Στην πρώτη περίπτωση πρέπει να αποδειχθεί ότι ο εναγόμενος γνώριζε¹¹⁵⁸, ενώ στη δεύτερη ότι όφειλε και μπορούσε επιδεικνύοντας τη δέουσα επιμέλεια να μάθει τα αληθή γεγονότα. Αν ο πωλωρός ευθύνεται μόνο σε περίπτωση δόλου, τότε μειώνεται το κίνητρό του να προβεί σε σχετική έρευνα προς αποκάλυψη της αλήθειας σχετικά

¹¹⁵⁴ Άρθρο 23 παρ. 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129.

¹¹⁵⁵ Γκόρτσος, Τερζή, ό.π., 1404.

¹¹⁵⁶ Coffee Jr, *The attorney as a gatekeeper...*, ό.π. 1312-1315. Κατά τον Laby, ό.π., 160-162, πρέπει να προβλεφθεί υποχρέωση του δικηγόρου για σύνταξη ετήσιας αναφοράς σχετικά με την ύπαρξη ουσιώδους παραβίασης ή μη της νομοθεσίας.

¹¹⁵⁷ Möllers, Niedorf, ό.π., 358· Partnoy, *Barbarians...*, ό.π., 516.

¹¹⁵⁸ *In re First Union Corp. Securities Litigation*, 128 F.Supp.2d 871 (W.D.N.C. 2001).

με τις πράξεις ή την κατάσταση του εκδότη. Απεναντίας αυξάνεται το κίνητρο αποχής από τη σχετική έρευνα, καθώςον μη ερευνώντας δε γνωρίζει και κατά συνέπεια εκμηδενίζεται ο κίνδυνος σχετικής αστικής ευθύνης του.

Κρίσιμο είναι το περιεχόμενο του καθήκοντος ελέγχου που ανατίθεται στον πυλωρό¹¹⁵⁹. Χαρακτηριστική είναι μία τάση της νομολογίας των αμερικανικών δικαστηρίων ως προς το ζήτημα του ονομαζόμενου «scienter» κατά την εφαρμογή του άρθρου 10b. Ειδικά ως προς την ευθύνη του ελεγκτή έχει κριθεί ότι ο ενάγων πρέπει να επικαλεσθεί και να αποδείξει «ότι οι λογιστικές πρακτικές ήταν τόσο ελλιπείς που ο έλεγχος ισοδυναμούσε με παντελή απουσία ελέγχου, ή μία ανήκουστη άρνηση να δει το προφανές, ή να εξετάσει το ύποπτο, ή ότι η οι λογιστικές αποφάσεις που ελήφθησαν ήταν τέτοιες που κανένας λογικός λογιστής δε θα λάμβανε τις ίδιες αποφάσεις αν αντιμετώπιζε τα ίδια γεγονότα»¹¹⁶⁰. Ένα τμήμα της νομολογίας απαιτεί να αποδειχθεί οπωσδήποτε ότι τα σφάλματα ήταν τόσο προφανή, ώστε επί της ουσίας δεν έλαβε έλεγχο¹¹⁶¹. Πρόκειται για δυσχερώς αποδείξιμο στοιχείο – με αποτέλεσμα να καθίσταται η αποκατάσταση της ζημίας των επενδυτών σχεδόν αδύνατη¹¹⁶².

Η ευρύτερη θεώρηση της μερίδας της αμερικανικής νομολογίας – η περιλαμβάνουσα στην έννοια του «scienter» και την περίπτωση της «τυφλότητας έναντι του προφανούς»¹¹⁶³ – γεννά ερεθίσματα για την προσέγγιση του ζητήματος των κόκκινων σημαιών («red flags»). Πρόκειται για όρο ο οποίος συναντάται κυρίως στην επιστήμη της ελεγκτικής. Ωστόσο, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί σε κάθε περίπτωση κατά την οποία αντικείμενο έρευνας είναι η ευθύνη ενός προσώπου στο οποίο έχουν ανατεθεί ελεγκτικά καθήκοντα και για την αναγνώριση της οποίας αρκεί η συμπεριφορά του να είναι αμελής¹¹⁶⁴. Οι κόκκινες σημαίες είναι παράγοντες που προκαλούν υποψίες για την ύπαρξη σφαλμάτων (εκούσιων – απάτης - ή ακούσιων) και καθιστούν αναγκαία την περαιτέρω διερεύνηση¹¹⁶⁵. Κατά έναν άλλο ορισμό είναι «μία ομάδα περιστατικών τα οποία είναι ασυνήθιστα στη φύση ή διαφέρουν από την κανονική δραστηριότητα – είναι ένα σήμα ότι κάτι είναι εκτός του συνηθισμένου και ίσως χρήζει περαιτέρω διερεύνησης»¹¹⁶⁶. Οι κόκκινες σημαίες επί της ουσίας είναι στοιχεία τα οποία

¹¹⁵⁹ Κατά τούτο η σύνδεση αντικειμενικού και υποκειμενικού στοιχείου είναι προφανής.

¹¹⁶⁰ «...that the accounting practices were so deficient that the audit amounted to no audit at all, or an egregious refusal to see the obvious, or to investigate the doubtful, or that the accounting judgments which were made were such that no reasonable accountant would have made the same decisions if confronted with the same facts». Βλ. Reiger v. Price Waterhouse Coopers LLP, 117 F.Supp.2d 1003, 1010 (S.D.Cal.2000)· Miller v. Pezzani (In re Worlds of Wonder Sec. Litig.), 35 F.3d 1407, 1412 (9th Cir.1994)· SEC v. Price Waterhouse, 797 F.Supp. 1217, 1240 (S.D.N.Y.1992)· Jordan v. Madison Leasing Co., 596 F.Supp. 707, 710 (S.D.N. Y.1984)· Goldman v. McMahan, Brafman, Morgan & Co., 706 F.Supp. 256, 259 (S.D.N.Y.1989)· Johnson v. Arthur Andersen & Co., 762 F.Supp. 599, 601 (S.D.N.Y.1991).

¹¹⁶¹ Malack v. BDO Seidman, LLP (In re Am. Bus. Fin. Servs. Noteholders Litig.), No. 08-0784, 2008 U.S. Dist. LEXIS 61450, at *12 (E.D. Pa. Aug. 11, 2008).

¹¹⁶² Donelson, Prentice, ό.π., 472.

¹¹⁶³ Βλ. αμέσως ανωτέρω νομολογία.

¹¹⁶⁴ Βλ. Schwarcz, Financial Information Failure: Redrawing the Boundary Between Lawyer and Accountant Responsibility, Duke Law School Legal Studies Research Paper Series Research Paper No. 89 November 2005, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=845510, 25, σχετικά με την ευθύνη των νομικών συμβούλων.

¹¹⁶⁵ «Particular factors that arouse suspicion and call for focused investigation». Έχουν παρομοιασθεί με τα δακτυλικά αποτυπώματα. Βλ. Singelton Tommy, Singelton Aaron, Fraud Auditing and Forensic Accounting. Hooboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2010, 95.

¹¹⁶⁶ «Red flags (or anomalies) are a set of circumstances that are unusual in nature or vary from the normal activity – it is a signal that something is out of the ordinary and may need to be investigated further». Βλ. Drew Jacqueline, Drew Michael, Ponzimonium: Madoff and the Red Flags of Fraud, Griffith Business School Discussion Papers Finance, No. 2010 (7), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.griffith.edu.au, 7-8, για αναφορά σε σχετική βιβλιογραφία.

αποτελούν ενδείξεις παρέκκλισης από την κανονικότητα και λειτουργώντας εν είδει συναγερμού αποτελούν αφετηρία περαιτέρω έρευνας¹¹⁶⁷.

Η ως άνω νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων χρησιμοποιεί τους δείκτες κινδύνου (κόκκινες σημαίες) για τη στοιχειοθέτηση του υποκειμενικού στοιχείου «scienter»¹¹⁶⁸. Από τη μία πλευρά απαιτείται οι δείκτες αυτοί να χρησιμοποιούνται κατά τη σύνταξη της αγωγής προκειμένου να εκθέσει ο ενάγων συγκεκριμένα περιστατικά που παρέχουν ισχυρή ένδειξη γνώσης. Άρα, χρησιμοποιούνται για τη σύνταξη ενός ορισμένου δικογράφου. Από την άλλη πλευρά, ταυτόχρονα χρησιμοποιούνται οι εν λόγω δείκτες προς απόδειξη του υποκειμενικού στοιχείου. Με όρους του ελληνικού δικονομικού δικαίου πρόκειται μάλλον για συναγωγή δικαστικών τεκμηρίων.

Οι δείκτες ακούσιων σφαλμάτων ή απάτης δε συναντώνται μόνο στην αμερικανική νομολογία, αλλά και στους σχετικούς με τον έλεγχο κανόνες (είτε αυτοί πηγάζουν από το κράτος είτε από διεθνείς ενώσεις είτε από επαγγελματικές ενώσεις)¹¹⁶⁹. Ενδεικτικώς, έχουν ενσωματωθεί στο Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου 240¹¹⁷⁰. Ορίζονται δε ως «γεγονότα ή συνθήκες που δείχνουν ένα κίνητρο ή πίεση προς διάπραξη απάτης ή παρέχουν μία ευκαιρία διάπραξης απάτης»¹¹⁷¹. Οι κόκκινες σημαίες δεν αποτελούν εργαλείο άγνωστο στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Αντιθέτως, γίνεται σαφής αναφορά σ' αυτούς στην Οδηγία 2014/56/ΕΕ, αν και όχι με την ίδια ορολογία. Ειδικότερα, κατά την περιγραφή της υποχρέωσης του νόμιμου ελεγκτή να επιδεικνύει επαγγελματικό σκεπτικισμό κατά τη διενέργεια του υποχρεωτικού ελέγχου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων αναφέρεται ως αφορμή ενίσχυσης του σκεπτικισμού η διαπίστωση «γεγονότων ή συμπεριφορών που φανερώνουν παρατυπίες, συμπεριλαμβανομένης της περίπτωσης απάτης ή σφάλματος»¹¹⁷².

Πέραν της ως άνω λειτουργίας, οι κόκκινες σημαίες χρησιμοποιούνται και για τη στοιχειοθέτηση του αντικειμενικού στοιχείου του πραγματικού των σχετικών προς εφαρμογή διατάξεων. Μπορεί να υποστηριχθεί ότι αποτελούν δείκτες των ορίων των καθηκόντων του ασκούντος εποπτική λειτουργία. Συγκεκριμένα, καθορίζουν δύο όρια της έρευνας: το ενδιάμεσο και το τελικό. Μετά την έναρξη του ελέγχου αποτρέπουν τον τερματισμό του, εφόσον προκύψουν στοιχεία τα οποία προκαλούν βάσιμες υποψίες για την ύπαρξη προβλήματος (ακούσιου σφάλματος ή απάτης). Αυτό είναι το ενδιάμεσο στάδιο. Στη συνέχεια, ο ελεγκτής (ο πυλωρός γενικά) οφείλει να συνεχίσει την έρευνά του μέχρι να διαλευκάνει τα ζητήματα ως προς τα οποία γεννήθηκαν υποψίες και αμφιβολίες. Όσο μέρος των αμφίβολων σημείων παραμένει ανεξερεύνητο ο έλεγχος πρέπει να συνεχισθεί. Η εξαγωγή πορίσματος είναι το τελικό στάδιο του ελέγχου.

¹¹⁶⁷ Tuch, Multiple Gatekeepers, ό.π., 1639επ.. Βλ. Μικρουλέα, Ζητήματα ευθύνης εταιρικών διοικητών, εις: Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικόλογων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 261-266 σε επίπεδο αστικής ευθύνης των μελών του ΔΣ της ΑΕ.

¹¹⁶⁸ PR Diamonds, Inc. v. Chandler 364 F.3d 671, 681 (6th Cir.2004).

¹¹⁶⁹ Βλ. το με αριθμό 99 ελεγκτικό πρότυπο του Αμερικανικού Ινστιτούτου Ορκωτών Ελεγκτών («American Institute of Public Accountants» - «AICPA»), το πρότυπο 030.020.010 του Ινστιτούτου Ελέγχου Συστημάτων Πληροφορικής («Information Systems Audit and Control Association» - «ISACA»), τα διεθνή πρότυπα του Ινστιτούτου Εσωτερικών Ελεγκτών («The Institute of Internal Auditors» - «IIA») για την επαγγελματική διενέργεια εσωτερικού ελέγχου («IIA's International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing»). Βλ. Singelton Tommy, Singelton Aaron, ό.π., 99-110 για αναλυτική αναφορά περιπτώσεων κόκκινων σημαιών.

¹¹⁷⁰ ΔΠΕ 240 «Ευθύνες του ελεγκτή σχετικά με απάτη σε έναν έλεγχο οικονομικών καταστάσεων».

¹¹⁷¹ Σκέψη 11 (b) του ΔΠΕ 240: «Events or conditions that indicate an incentive or pressure to commit fraud or provide an opportunity to commit fraud».

¹¹⁷² Άρθρο 1 παρ. 13 περ. β' της Οδηγίας 2014/56/ΕΕ («due to facts or behaviour indicating irregularities, including fraud or error»). Παρά το γεγονός ότι δε χρησιμοποιείται ο όρος «red flags», είναι προφανές ότι έγινε παράφραση του σχετικού όρου.

Ταυτόχρονα, οι δείκτες κινδύνου προσδιορίζουν και το μέτρο της οφειλόμενης επιμέλειας. Σε περίπτωση κατά την οποία κατά τον διενεργούμενο έλεγχο προκύπτουν γεγονότα τα οποία προκαλούν αμφιβολίες και υποψίες στον πυλωρό, εκείνο που αναμένεται από αυτόν είναι μετά τον εντοπισμό των σχετικών στοιχείων να μη σταματήσει την έρευνά του, αλλά αντιθέτως να τη συνεχίσει μέχρι να διαμορφώσει σαφή και βέβαιη γνώμη σχετικά με την πραγματικότητα. Η στάση που οφείλει να τηρήσει σε αυτές τις περιπτώσεις (και η οποία ερευνάται κατά την εξέταση της αστικής ευθύνης του σε επίπεδο υποκειμενικού στοιχείου των σχετικών με την ευθύνη κανόνων δικαίου) αποτυπώνεται με ακρίβεια στην έννοια του «επαγγελματικού σκεπτικισμού»¹¹⁷³. Ο συγκεκριμένος όρος χρησιμοποιείται ιδίως σε σχέση με την άσκηση των καθηκόντων του ελεγκτή και συνίσταται σε μία κατάσταση εγρήγορσης, κατά την οποία ο ελεγκτής επιδεικνύει διαρκή ετοιμότητα για την περίπτωση κατά την οποία θα εντοπίσει δείκτες κινδύνου και διάθεση συνεχούς αμφισβήτησης και έρευνας¹¹⁷⁴.

Οι κόκκινες σημαίες πρωτίστως συνδέονται με το περιεχόμενο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Αυτό είναι εύλογο με δεδομένο ότι οι πράξεις που συνιστούν οικονομική απάτη σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς αφορούν την οικονομική κατάσταση του εκδότη και αντικείμενο έχουν την παρουσίαση μίας ωραιοποιημένης πραγματικότητας με την εμφάνιση πλασματικών κερδών και την απόκρυψη υποχρεώσεων με στόχο την προσέλκυση κεφαλαίων. Αυτό συμβαίνει ιδίως μέσω των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Για τον λόγο αυτόν οι τελευταίες αποτελούν την πρώτη πηγή στην οποία πρέπει να ανατρέξει κάποιος προκειμένου να αναζητήσει προειδοποιητικά σημεία. Οι λογιστικές πρακτικές μπορεί να συνίστανται σε εγγραφή εσόδων σε χρόνο προγενέστερο της απόκτησής τους ή σε δημιουργία εικονικών εσόδων. Επίσης, μπορεί ο εκδότης να μεταφέρει τρέχοντα έξοδα ή έσοδα σε μεταγενέστερη περίοδο ή μελλοντικά έξοδα σε προγενέστερη περίοδο. Ίσως άλλοτε αποκρύπτει την ανάληψη υποχρεώσεων ή αυξάνει τα κέρδη με μη επαναλαμβανόμενες συναλλαγές.

Η αναζήτηση δεικτών απάτης εντός των ίδιων των οικονομικών καταστάσεων απαιτεί γνώσεις λογιστικής. Για τον λόγο αυτό αποτελεί πεδίο δόξης λαμπρό για τους ελεγκτές των καταστάσεων. Εξαιρετικής σημασίας είναι το γεγονός ότι η συνδυαστική μελέτη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να οδηγήσει στην αποκάλυψη παρατυπιών. Όπως σημειώνεται, ο ισολογισμός, η κατάσταση χρηματοροών και η κατάσταση αποτελεσμάτων συγκροτούν ένα σύστημα ελέγχων και εξισορρόπησης¹¹⁷⁵. Ενδεικτικώς αναφέρεται ότι από την αντιπαραβολή του ισολογισμού με την κατάσταση χρηματοροών είναι δυνατόν να γίνουν αντιληπτές πρακτικές χειραγώγησης των εσόδων¹¹⁷⁶.

¹¹⁷³ Βλ. άρθρο 1 παρ. 13 περ. β' της Οδηγίας 2014/56/ΕΕ· άρθρο 20 παρ. 3-4 ν. 4449/2017· σκέψεις 12-14 του ΔΠΕ 240.

¹¹⁷⁴ Βλ. και Σιγαλού, ό.π., 513.

¹¹⁷⁵ Schilit, Perler, Financial shenanigans, How to detect accounting gimmicks fraud in financial reports, 3rd edition, 2010, 299.

¹¹⁷⁶ Schilit, Perler, ό.π., 299. Επίσης, αν η κατάσταση αποτελεσμάτων παρουσιάζει κέρδη, αλλά οι λειτουργικές ταμειακές ροές εμφανίζουν πτωτική πορεία, ίσως υπάρχει πρόβλημα. Βλ. έτσι Apostolou, Crumbley, Forensic Investing: Red Flags, 2000, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα www.bus.lsu.edu/accounting/faculty/napostolou/forensic.html, 3. Ακόμη, υποψίες πρέπει να προκαλέσει η διαφορά της μεταβολής του καθαρού κέρδους με τη μεταβολή στα λειτουργικά έσοδα. Έτσι, κατά την περίοδο 1999-2001 η HealthSouth παρουσίασε αύξηση του καθαρού κέρδους της περίπου 500%, ενώ τα έσοδα αυξήθηκαν μόνο κατά 5%. Βλ. Apostolou, Crumbley, ό.π., 3. Βλ. όμως στην υπόθεση PR Diamonds, Inc. v. Chandler 364 F.3d 671, 695 (6th Cir.2004), όπου κρίθηκε ότι η μεταβολή στους δείκτες ενός μόνο έτους δεν αρκούσε για να θεωρηθεί ότι ήταν προφανές στον εξωτερικό ελεγκτή ότι η αξία αποθεματικού είχε παρουσιασθεί μικρότερη της πραγματικής. Βεβαίως, πρέπει να σημειωθεί ότι στη συγκεκριμένη περίπτωση η διαφορά στην αύξηση των δύο δεικτών δεν ήταν της τάξης που αναφέρθηκε αμέσως ανωτέρω. Ειδικότερα, τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν κατά 14%, ενώ τα λειτουργικά έσοδα κατά 8%.

Στο πλαίσιο της αναζήτησης κόκκινων σημαιών χρηματοοικονομικού χαρακτήρα χρήσιμο εργαλείο είναι οι αριθμοδείκτες. Ως αριθμοδείκτης ορίζεται «η απλή σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως προς ένα άλλο»¹¹⁷⁷. Οι αριθμοδείκτες κατά το «Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο» κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες, σε δείκτες οικονομικής διάρθρωσης, απόδοσης και αποδοτικότητας και διαχειριστικής πολιτικής¹¹⁷⁸. Στη θεωρία της ελεγκτικής επιχειρείται η κατηγοριοποίηση σε δείκτες ρευστότητας, κυκλοφοριακής ταχύτητας, αποδοτικότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης και βιωσιμότητας και επενδυτικούς¹¹⁷⁹. Από τη μελέτη και αξιολόγηση των αριθμοδεικτών ο γνώστης της λογιστικής μπορεί να εξάγει συμπεράσματα σχετικά με την κατάσταση της ελεγχόμενης εταιρίας, την υπόθεση της συνέχισης της δραστηριότητάς της και την πιθανολόγηση απάτης.

Πέραν των χρηματοοικονομικών προειδοποιητικών σημείων, υφίστανται αντίστοιχοι δείκτες απάτης μη χρηματοοικονομικού χαρακτήρα. Οι συχνές αλλαγές εξωτερικών ελεγκτών¹¹⁸⁰, η συγκέντρωση εξουσιών σε ένα μόνο πρόσωπο, η κυριαρχία εντός της οντότητας μίας και μόνο οικογένειας¹¹⁸¹, η ανυπαρξία ή η ανεπάρκεια του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, οι δηλώσεις του ΔΣ σχετικά με την συνεχόμενη υπέρβαση των προσδοκιών της οργανωμένης αγοράς¹¹⁸², η έλλειψη ανεξαρτησίας των εξωτερικών ελεγκτών¹¹⁸³ και η παραίτηση του προηγούμενου ελεγκτή¹¹⁸⁴ είναι μερικοί μόνο, ενδεικτικώς μνημονευόμενοι, δείκτες που μπορεί να παρέχουν ένδειξη σχετικά με την παρέκκλιση του εκδότη από την

¹¹⁷⁷ Βλ. Γκούμα, Ο έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων από ορκωτούς ελεγκτές με έμφαση στην υπόθεση της συνέχισης της δραστηριότητας (going concern): Ανάπτυξη και Εξέταση μοντέλου διαβάθμισης του κινδύνου πτώχευσης, Διδακτορική διατριβή, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης του Πάντειου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Αθήνα, 2016, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική σελίδα του Ελληνικού Κέντρου Τεκμηρίωσης, 157.

¹¹⁷⁸ Βλ. Περάκη, Αριθμοδείκτες, Κεφάλαιο 7 εις: Περάκης Ευάγγελος, Σωτηρόπουλος Γεώργιος, Λιβαδά Χριστίνα, Δρίτσας Σταμάτης, Το δίκαιο της λογιστικής, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2017, 242-247. Αναφέρονται οι δείκτες με τους εξής αριθμητές και παρονομαστές: α) κυκλοφορούν ενεργητικό/ σύνολο ενεργητικού, β) ίδια κεφάλαια/σύνολο υποχρεώσεων, γ) ίδια κεφάλαια/πάγιο ενεργητικό, δ) κυκλοφορούν ενεργητικό/βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ε) κεφάλαιο κινήσεως/κυκλοφορούν ενεργητικό, στ) καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης/πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών, ζ) καθαρά αποτελέσματα χρήσεως προ φόρων/ίδια κεφάλαια, η) μικτά αποτελέσματα/πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών, θ) μικτά αποτελέσματα/κόστος πωλήσεων αποθεμάτων και υπηρεσιών, ι) πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών/ίδια κεφάλαια, ια) κόστος πωλήσεων αποθεμάτων/μέσος όρος αποθεμάτων περιόδου, ιβ) νέες επενδύσεις/περιθώριο αυτοχρηματοδότησης, ιγ) υποχρεώσεις προς προμηθευτές/αγορές αποθεμάτων και υπηρεσιών με πίστωση X 360 = ημέρες, ιδ) απαιτήσεις από πελάτες/πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών με πίστωση X 360 = ημέρες και ιε) απαιτήσεις από πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών/πωλήσεις αποθεμάτων και υπηρεσιών X 360 = ημέρες.

¹¹⁷⁹ Βλ. αναλυτικά Γκούμα, ό.π., 157-178. Αναφέρονται οι δείκτες κυκλοφοριακής ρευστότητας, άμεσης ρευστότητας, ταμειακής ρευστότητας, κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων, κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων, κυκλοφοριακής ταχύτητας προμηθευτών, κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού, κυκλοφοριακής ταχύτητας κεφαλαίου κίνησης, κυκλοφοριακής ταχύτητας δίων κεφαλαίων, αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων, αποδοτικότητας ενεργητικού, μεικτού κέρδους, καθαρού κέρδους, χρηματοοικονομικής μόχλευσης, κεφαλαιακής διάρθρωσης, δανειακής επιβάρυνσης, κάλυψης τόκων, κάλυψης παγίων, κερδών ανά μετοχή, μερίσματος ανά μετοχή, τρέχουσας μερισματικής απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, εσωτερικής αξίας της μετοχής, χρηματιστηριακής τιμής προς εσωτερική αξία

¹¹⁸⁰ Βεβαίως και το αντίθετο αποτελεί κόκκινη σημαία. Έτσι, η μακροχρόνια συνεργασία με τους ίδιους εξωτερικούς ελεγκτές ενοχοποιείται για την απόκρυψη εταιρικών σκανδάλων. Βλ. Schilit, Perler, ό.π., 37.

¹¹⁸¹ Schilit, Perler, ό.π., 40.

¹¹⁸² Schilit, Perler, ό.π., 30.

¹¹⁸³ Schilit, Perler, ό.π., 35.

¹¹⁸⁴ Donelson, Prentice, ό.π., 474. Το ίδιο συμβαίνει και με τη λύση της σύμβασης παροχής ελεγκτικών υπηρεσιών με πρωτοβουλία του ελεγχόμενου. Βλ. Cunningham, Beyond Liability: Rewarding..., ό.π., 355.

κανονικότητα. Επιπροσθέτως, έχει υποστηριχθεί ότι κόκκινη σημαία μπορεί να συνιστά και η ύπαρξη μόνο ενός ελεγκτή¹¹⁸⁵.

Η απόπειρα απαρίθμησης του συνόλου των κόκκινων σημαιών συνδέεται με αυξημένο κίνδυνο αποτυχίας. Η διαμόρφωση των συνθηκών κάθε εξατομικευμένης περίπτωσης, το εύρος των πιθανών συναλλαγών ενός εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου και η ανθρώπινη ευρηματικότητα καθιστούν μία τέτοια προσπάθεια καταδικασμένη να αξιολογηθεί ως ελλιπής. Για τον λόγο αυτό παρατίθενται μερικές μόνο ενδεικτικές περιπτώσεις. Σε σχέση με την ανάλυση σε περιπτωσιολογία μεγαλύτερη αξία έχει η κατανόηση των πιθανών πηγών σφαλμάτων. Στο πλαίσιο αυτό τη λογική αυτή υπηρετεί το σχετικό παράρτημα (Ι) του ΔΠΕ 240, στο οποίο γίνεται κατηγοριοποίηση των πηγών ανακριβών παραστάσεων που συνδέονται είτε με απατηλές δημόσιες ανακοινώσεις οικονομικού περιεχομένου είτε με κατάχρηση περιουσιακών στοιχείων με βάση τα κίνητρα, τις πιέσεις, τις ευκαιρίες, τη νοοτροπία και τον τρόπο οργάνωσης της εταιρίας, των μελών, των στελεχών και των εργαζομένων της¹¹⁸⁶.

Η απόδειξη αμέλειας του πυλωρού συνδέεται με την επίμεμπτη συμπεριφορά του εκδότη. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο προφανής και όσο πιο εκτεταμένη είναι η παραβατική συμπεριφορά του εκδότη τόσο μεγαλύτερες απαιτήσεις εγείρονται ως προς τη στάση του πυλωρού και τόσο πιο εύκολο είναι να αναγνωρισθεί η αμέλειά του. Όπως έχει παρατηρηθεί πιο συγγνωστός είναι ο θυροφύλακας στην περίπτωση κατά την οποία ο εκδότης προέβη σε μεμονωμένη παρανομία, ενώ το αντίθετο συμβαίνει όταν οι παράνομες πράξεις του είναι επαναλαμβανόμενες και μάλιστα λαμβάνουν χώρα εντός μεγάλου χρονικού διαστήματος¹¹⁸⁷. Επίσης, ιδιαίτερη σημασία έχει η ποσότητα και η έκταση των σφαλμάτων¹¹⁸⁸. Διαφορετικό σήμα δίνει το μεμονωμένο σφάλμα και διαφορετικό η πληθώρα λαθών. Το ίδιο συμβαίνει και με σφάλματα που συνεπάγονται μικρές μαθηματικές αποκλίσεις σε σχέση με αυτά που μεταφράζονται σε μεγάλες διαφορές¹¹⁸⁹. Ανάλογα με τις περιστάσεις της συγκεκριμένης περίπτωσης είναι δυνατόν να αποδεικνύεται από την έκταση των παραβάσεων η γνώση του πυλωρού και η δόλια παράβαση των εποπτικών καθηκόντων του.

Ως προς το ζήτημα της απόδειξης του δόλου και της αμέλειας – πέραν των θεσπισμένων δικονομικών κανόνων δικαίου - δεν υπάρχουν ασφαλείς κανόνες που προσφέρουν αυτοματισμούς. Αυτό σημαίνει ότι δεν μπορεί να ορισθεί εκ των προτέρων ότι ορισμένη συμπεριφορά ή ένδειξη οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ο πυλωρός έδρασε (ή παρέλειψε να δράσει) με δόλο ή ότι άλλη συμπεριφορά ή ένδειξη συνεπάγεται αδιαμφισβήτητα ότι επέδειξε αμέλεια. Η παράθεση διαφόρων ενδείξεων στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης δεν έχει (και δεν μπορεί να έχει) σκοπό την εισαγωγή τέτοιου αυτοματισμού. Οι ίδιες κόκκινες σημαίες μπορεί να οδηγούν στη διαπίστωση δόλου ή αμέλειας. Εξαρτάται από τις περιστάσεις. Η δικανική κρίση σχετικά με την ύπαρξη υπαιτιότητας και ιδίως σχετικά με τον βαθμό αυτής σχηματίζεται μετά από συνεκτίμηση του συνόλου των προσκομιζόμενων αποδεικτικών μέσων και αξιολόγηση όλων των περιστατικών της συγκεκριμένης περίπτωσης.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η νομολογία των δικαστηρίων των Η.Π.Α. ως προς το ζήτημα της απόδειξης της υπαιτιότητας (συγκεκριμένα του «scienter»). Πράγματι, έχει διαμορφώσει μία ενδεικτική περιπτωσιολογία αποδεικτικών της υπαιτιότητας του εναγομένου γεγονότων. Αυτά

¹¹⁸⁵ Fuerman, Bernard Madoff and the Solo Auditor Red Flag, 2009, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1434097, 24.

¹¹⁸⁶ Βλ. ΔΠΕ 240 στο σύνολό του για τους όρους «incentives/pressures, opportunities, and attitudes/rationalization».

¹¹⁸⁷ Coffee Jr, Gatekeepers..., 38.

¹¹⁸⁸ Donelson, Prentice, ό.π., 466-467.

¹¹⁸⁹ Donelson, Prentice, ό.π., 466-467.

είναι «(1) η εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σε ύποπτο χρόνο ή σε ασυνήθιστο ποσό·(2) η απόκλιση μεταξύ εσωτερικών αναφορών και εξωτερικών δηλώσεων επί του ίδιου ζητήματος·(3) η χρονική εγγύτητα μίας υποτιθέμενης απατηλής δήλωσης ή παράλειψης και η καθυστερημένη δημοσίευση αντιφατικής πληροφορίας·(4) απόδειξη δωροδοκίας από ένα ανώτερο στέλεχος της εταιρίας·(5) η ύπαρξη επικουρικής αγωγής με κατηγορία απάτης από μία εταιρία και ο γρήγορος διακανονισμός της εταιρίας επί της αγωγής·(6) περιφρόνηση της πλέον τρέχουσας τεκμηριωμένης πληροφόρησης πριν τη σύνταξη δηλώσεων·(7) δημοσίευση λογιστικής πληροφόρησης με τέτοιο τρόπο που οι αρνητικές συνέπειές της μπορούσαν να γίνουν κατανοητές μόνο από κάποιον με υψηλό βαθμό εκζήτησης·(8) το προσωπικό συμφέρον συγκεκριμένων διοικητών προς μη ενημέρωση των ανιδιοτελών διοικητών για επικείμενη πώληση μετοχών και (9) το λόγω προσωπικού συμφέροντος κίνητρο των εναγομένων με τη μορφή της διάσωσης των αποδοχών ή των εργασιών»¹¹⁹⁰.

Ιδιαίχιστα είναι η περίπτωση κατά την οποία ο πυλωρός επιδεικνύει σκοπίμως αδιαφορία ως προς την αποκάλυψη της αλήθειας. Σε αυτή την περίπτωση δε γνωρίζει την αναλήθεια κάποιου γεγονότος, γιατί ο ίδιος με τη στάση του έχει φροντίσει να αποκλείσει από τον εαυτό του τη δυνατότητα της γνώσης¹¹⁹¹. Η σκόπιμη άγνοια είναι νομικά σημαντική σε περίπτωση κατά την οποία η εφαρμοστέα διάταξη θέτει ως προϋπόθεση για τη στοιχειοθέτηση αστικής ευθύνης κατά το υποκειμενικό στοιχείο τη γνώση ενός γεγονότος ή μιας κατάστασης. Αν η στάση αυτή του πυλωρού θεωρηθεί ότι υπάγεται στην έννοια της αμέλειας, τότε αυτομάτως απαλλάσσεται από τη σχετική ευθύνη. Φυσικά, αν οι σχετικές εφαρμοστέες ρυθμίσεις προβλέπουν ευθύνη και για αμελή συμπεριφορά, τότε ζήτημα απαλλαγής δεν τίθεται.

Στο πλαίσιο αυτό κατά την εφαρμογή του Rule 10b-5 τα δικαστήρια των Η.Π.Α. έχουν προβεί σε ερμηνεία του στοιχείου της υποκειμενικής υπόστασης κατά τρόπο ευρύ. Έτσι, στην έννοια του «scienter» δεν περιλαμβάνεται μόνο η περίπτωση της γνώσης, αλλά και εκείνη της εσκεμμένης άγνοιας. Στο πλαίσιο αυτό γίνεται δεκτό ότι μία άποψη δεν πρέπει να διατυπώνεται με αδιαφορία που οφείλεται σε βαριά αμέλεια ως προς την αλήθεια ή μη ή χωρίς την ειλικρινή πίστη σχετικά με την ακρίβεια και πληρότητα της πληροφορίας που ανακοινώνει κάποιος¹¹⁹². Πολλές είναι οι σχετικές αποφάσεις με τις οποίες αμερικανικά δικαστήρια έχουν αναγνωρίσει την ευθύνη δικηγόρων έναντι τρίτων για ανακοίνωση εσφαλμένων πληροφοριών σε περιπτώσεις κατά τις οποίες οι δικηγόροι έδρασαν με εσκεμμένη αδιαφορία ως προς την αλήθεια των πληροφοριών¹¹⁹³. Την ίδια στιγμή βέβαια ο αμερικανικός κώδικας δικηγόρων αναφορικά με το βαθμό της υπαιτιότητας των δικηγόρων κατά την άσκηση των καθηκόντων τους θέτει ως προϋπόθεση πειθαρχικής ευθύνης τους την πραγματική γνώση ενός γεγονότος¹¹⁹⁴.

¹¹⁹⁰ PR Diamonds, Inc. v. Chandler 364 F.3d 671, 683 (6th Cir.2004): «...(1) insider trading at a suspicious time or in an unusual amount; (2) divergence between internal reports and external statements on the same subject; (3) closeness in time of an allegedly fraudulent statement or omission and the later disclosure of inconsistent information; (4) evidence of bribery by a top company official; (5) existence of an ancillary lawsuit charging fraud by a company and the company's quick settlement of that suit; (6) disregard of the most current factual information before making statements; (7) disclosure of accounting information in such a way that its negative implications could only be understood by someone with a high degree of sophistication; (8) the personal interest of certain directors in not informing disinterested directors of an impending sale of stock; and (9) the self-interested motivation of defendants in the form of saving their salaries or jobs».

¹¹⁹¹ Όπως χαρακτηριστικά λέγεται και γράφεται «κλείνει τα μάτια» («turns a blind eye»). Βλ. Roiphe, The Ethics of Willful Ignorance, Geo. J. Legal Ethics 2011, 187.

¹¹⁹² Kline v. First Western Government Securities, Inc., 24 F.3d 480, 486 (3d Cir. 1994)· Eisenberg v. Gagnon, 766 F. 2d 770, 776 (3d Cir. 1985)· Wasserstrom v. Eisenberg, 474 U.S. 946, 106 S.Ct 342, 88 L.Ed.2d 290 (1986).

¹¹⁹³ Για τη σχετική νομολογία βλ. Roiphe, ό.π., 215-217.

¹¹⁹⁴ Βλ. άρθρο 1.0 της ABA Model Rules of Professional Conduct. Βλ. Roiphe, ό.π., 187επ..

4. Το περιεχόμενο της δήλωσης των «gatekeepers»

Το περιεχόμενο της δήλωσης του πυλωρού καθορίζει τους όρους ευθύνης του. Όταν η δήλωσή του περιέχει διαβεβαίωση για συγκεκριμένα πραγματικά περιστατικά, τότε είναι προφανές ότι η ευθύνη του θα βασίζεται στο κατά πόσο η σχετική δήλωση ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Η κατάσταση, όμως, διαφοροποιείται, όταν ο πυλωρός δεν προβαίνει σε δήλωση σχετική με την πραγματοποίηση πραγματικών γεγονότων, αλλά εκφράζει μία γνώμη¹¹⁹⁵. Πρόκειται για την περίπτωση της καλούμενης «υποκειμενικής πληροφορίας» («soft information»), η οποία συνδέεται με εκτιμήσεις και προβλέψεις¹¹⁹⁶. Σ' αυτήν την περίπτωση αναζητώνται οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες θα μπορούσε να στοιχειοθετηθεί ευθύνη του προσώπου που διατυπώνει τη γνώμη. Ενόψει της προφανούς διαφοροποίησης του πραγματικού και δη ενόψει της διαφοράς μεταξύ δήλωσης και γνώμης, δεν μπορεί κατ' αρχήν να νοηθεί ευθύνη για διατυπωθείσα γνώμη με τις ίδιες προϋποθέσεις που καταφάσκειται στην περίπτωση της δήλωσης. Τούτο, διότι απουσιάζει εκ πρώτης όψεως το πραγματικό γεγονός, δηλαδή στοιχείο αντικειμενικό. Η γνώμη, η εκτίμηση ή η αξιολόγηση συνδέεται με υποκειμενισμό. Στο πλαίσιο αυτό η ευθύνη των οίκων αξιολόγησης για τις σχετικές εκθέσεις τους δε θεμελιώνεται στην ορθότητά τους ή στην αλήθεια των πραγματικών στοιχείων και γεγονότων που λαμβάνονται υπ' όψιν ως γνωστικό υπόβαθρο προκειμένου να διατυπωθεί η αξιολόγηση του χρηματοπιστωτικού μέσου ή του εκδότη του.

Ιδιαίτερο νομικό ενδιαφέρον παρουσιάζει ως προς την ευθύνη για διατύπωση γνώμης η απόφαση του Ανώτατου Δικαστηρίου των Η.Π.Α. στην υπόθεση *Omnicare*¹¹⁹⁷. Η συγκεκριμένη απόφαση αφορά την εφαρμογή του άρθρου 11 της *Securities Act* του 1933. Ωστόσο, γίνεται δεκτό στη θεωρία¹¹⁹⁸ και έχει ήδη κριθεί νομολογιακώς¹¹⁹⁹ ότι η ίδια ερμηνεία που προσέδωσε το Ανώτατο Δικαστήριο στο άρθρο 11 ισχύει και για την ερμηνεία και εφαρμογή του *Rule 10b-5*. Παρά το γεγονός ότι η σχετική απόφαση δεν αφορά την ευθύνη πυλωρού, το σκεπτικό της θα μπορούσε να εφαρμοσθεί και σ' αυτήν την περίπτωση.

Η απόφαση *Omnicare* εξέθεσε τρεις περιπτώσεις κατά τις οποίες μπορεί να γίνει δεκτή η ευθύνη εκείνου που διατυπώνει μία γνώμη. Πρώτον, το πρόσωπο αυτό ευθύνεται, όταν κατά τον χρόνο κατά τον οποίο προβαίνει στη διατύπωση της γνώμης δεν πιστεύει σ' αυτήν¹²⁰⁰. Περαιτέρω, αν ως βάση μίας γνώμης τίθεται πραγματικό γεγονός, τότε εκείνος που την

¹¹⁹⁵ Η δήλωση πραγματικού γεγονότος περιέχει βεβαιότητα σε αντίθεση με τη διατύπωση γνώμης. Βλ. *Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 135 S.Ct. 1318, 1325 (2015).

¹¹⁹⁶ Σωτηρόπουλος, «Soft information» και δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς. Συγχρόνως μια μελέτη του δικαίου ευθύνης του εκδότη κινητών αξιών, ΔΕΕ 1999, 832επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>

¹¹⁹⁷ *Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 135 S.Ct. 1318 (2015).

¹¹⁹⁸ Sale, Langevoort, "We Believe": *Omnicare*, Legal Risk Disclosure And Corporate Governance, Duke L.J. 2016, 780-782.

¹¹⁹⁹ *Carvelli v. Ocwen Fin. Corp.*, 934 F.3d 1307 (11th Cir. 2019); *City of Dearborn Heights Act 345 Police & Fire Ret. Sys. v. Align Tech., Inc.*, 856 F.3d 605, 616 (9th Cir. 2017); *In re Atossa Genetics Inc. Sec. Litig.*, 868 F.3d 784, 801-802 (9th Cir. 2017). Το Τρίτο Περιφερειακό Εφετείο των Η.Π.Α. στην υπόθεση *OFI Asset Mgmt. v. Cooper Tire & Rubber*, 834 F.3d 481, 489 (3d Cir. 2016), δεν ασχολήθηκε με το ζήτημα, καθόσον δεν ετέθη από τους διαδίκους. Το ίδιο δικαστήριο στην υπόθεση *IN RE AMARIN CORPORATION PLC SECURITIES LITIGATION*, No. 16-2640, Court of Appeals, 3rd Circuit 2017, αρνήθηκε να εξετάσει το ίδιο ζήτημα, καθόσον ακόμη και με την εφαρμογή των κριτηρίων της απόφασης *Omnicare* το διατακτικό της απόφασης θα παρέμενε το ίδιο.

¹²⁰⁰ *Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund*, 135 S.Ct. 1318, 1327 (2015). Κατά το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. το γεγονός που είναι αναληθές είναι «το γεγονός της πεποίθησης» του προσώπου που διατυπώνει τη γνώμη.

διατυπώνει ευθύνεται, αν το γεγονός αυτό είναι αναληθές¹²⁰¹. Τέλος, αν ο ενάγων επικαλείται παράλειψη του εναγομένου κατά τη διατύπωση της γνώμης, οφείλει να επικαλεσθεί γεγονότα σχετικά με τη βάση της γνώμης του «των οποίων η παράλειψη καθιστά την επίμαχη δήλωση της γνώμης παραπλανητική για ένα λογικό πρόσωπο που διαβάζει τη δήλωση αμερόληπτα και στο πλαίσιο»¹²⁰². Σημειώνεται ότι οι ως άνω προϋποθέσεις συναρτώνται προς την παρανομία της συμπεριφοράς του δηλούντος¹²⁰³. Η συνδρομή υπαιτιότητας, όπου απαιτείται, όπως στην περίπτωση του Rule 10b-5, αποτελεί στοιχείο που εξετάζεται χωριστά και το οποίο πρέπει να αποδεικνύεται¹²⁰⁴.

Κοινό χαρακτηριστικό των ως άνω τριών περιπτώσεων υποκειμενικής πληροφορίας είναι η εξάρτησή τους από πραγματικά περιστατικά. Ακόμη και στην περίπτωση κατά την οποία το πρόσωπο το οποίο εκφράζει τη γνώμη δεν πιστεύει σ' αυτή, η απόδειξη της αντίθετης πεποίθησής του αποδεικνύεται από αντίθετα προς τη γνώμη αυτή πραγματικά περιστατικά, την αλήθεια των οποίων το ίδιο γνωρίζει. Στην περίπτωση της μνείας πραγματικών γεγονότων ως υπόβαθρο το οποίο δικαιολογεί τη γνώμη, η σύνδεση με πραγματικά περιστατικά είναι πρόδηλη. Πιο σύνθετη είναι η περίπτωση της έκφρασης γνώμης με ταυτόχρονη παράλειψη δήλωσης ουσιωδών πραγματικών περιστατικών. Στη θεωρία έχει χαρακτηριστεί ως «μισή αλήθεια» («half-truth»)¹²⁰⁵. Επί της ουσίας, η περίπτωση αυτή συνδυάζει χαρακτηριστικά των άλλων δύο. Έτσι, όπως στη δεύτερη περίπτωση, το υπόβαθρο της γνώμης περιλαμβάνει ένα πραγματικό περιστατικό. Όπως στην πρώτη, το περιστατικό αυτό δεν εκτίθεται. Βεβαίως, η «μισή αλήθεια» διαφοροποιείται από τη φαινομενική πίστη κατά το ότι στο επίκεντρο βρίσκεται όχι η πίστη, αλλά η παράλειψη αναφοράς στο γεγονός.

Κριτήριο για την έρευνα της «μισής αλήθειας» είναι κατά το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. η αντίληψη του λογικού επενδυτή («reasonable investor»). Πράγματι, αυτός είναι σε θέση να αντιληφθεί τη διαφορά μεταξύ της έκθεσης ενός γεγονότος και της διατύπωσης γνώμης. Έτσι, όταν εντός του ενημερωτικού δελτίου διατυπώνεται μία γνώμη, καταλαβαίνει ότι εκείνος που διατυπώνει ούτε είναι βέβαιος για την αλήθειά της ούτε εγγυάται γι' αυτήν¹²⁰⁶. Ωστόσο, είναι πιθανό ο επενδυτής να προσλαμβάνει τη γνώμη ως περιλαμβάνουσα γεγονότα σχετικά με τον τρόπο κατά τον οποίο ο δηλών σχημάτισε τη γνώμη που εκφράζει. Αν παραλείπονται γεγονότα τα οποία οδηγούν σε διαφορετικό συμπέρασμα από αυτό που προσλαμβάνει ο επενδυτής από το περιεχόμενο της γνώμης, τότε αυτή είναι παραπλανητική¹²⁰⁷. Βεβαίως, σε περίπτωση ύπαρξης τόσο γεγονότων που στηρίζουν τη γνώμη όσο και άλλων αντίθετων προς αυτήν, η παράλειψη δημοσίευσης των τελευταίων δεν καθιστά απαραίτητως τη γνώμη

¹²⁰¹ Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S.Ct. 1318, 1327 (2015). Βλ. και Mastromanolis, Public enforcement focus and civil litigation obstacles in the Greek paradigm of minority investor protection, RHDJ 1/2014, 479επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.sakkoulas-online.gr/>, υπό C.I.4.

¹²⁰² Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S.Ct. 1318, 1332 (2015). City of Dearborn Heights Act 345 Police & Fire Ret. Sys. v. Align Tech., Inc., 856 F.3d 605, 615-616 (9th Cir. 2017): «Third, when a plaintiff relies on a theory of omission, the plaintiff must allege "facts going to the basis for the issuer's opinion... whose omission makes the opinion statement at issue misleading to a reasonable person reading the statement fairly and in context"».

¹²⁰³ Στο πλαίσιο του άρθρου 11 της Securities Act του 1933 δεν απαιτείται από τον ενάγοντα να επικαλεσθεί και να αποδείξει ότι ο εναγόμενος γνώριζε την αναλήθεια. Cox, «We're cool» statements after Omnicare: Securities fraud suits for failures to comply with the law, SMU L. Rev. 2015, 718.

¹²⁰⁴ Αντιθέτως, δεν απαιτείται συνδρομή υπαιτιότητας κατά το άρθρο 11 της Securities Act του 1933. Βλ. Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 381-382, 103 S.Ct. 683, 74 L.Ed.2d 548 (1983).

¹²⁰⁵ Sale, Langevoort, ό.π., 767· Cox, ό.π., 717.

¹²⁰⁶ Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S.Ct. 1318, 1328 (2015).

¹²⁰⁷ Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S.Ct. 1318, 1329 (2015).

παραπλανητική, όπως όταν λ.χ. η παράλειψη αφορά την έκθεση ενός δικηγόρου του οποίου η εκτίμηση είναι μεμονωμένη (η πλειοψηφία των άλλων νομικών έχει συντάξει εκθέσεις αντίθετου περιεχομένου)¹²⁰⁸.

Σημασία για την εφαρμογή του κριτηρίου της αντίληψης ενός λογικού επενδυτή που εξετάζει αντικειμενικά το περιεχόμενο της δήλωσης έχει το πλαίσιο εντός του οποίου γίνεται η διατύπωση της τελευταίας. Έτσι, η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου διακρίνεται από επισημότητα και αποτελεί το βασικό τμήμα της διαδικασίας δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών. Στο πλαίσιο αυτό οι επενδυτές ευλόγως αναμένουν ότι οι περιεχόμενες σ' αυτό δηλώσεις, εκτιμήσεις και προβλέψεις είναι το αποτέλεσμα σοβαρής και ενδελεχούς έρευνας πραγματικών στοιχείων και περιστατικών¹²⁰⁹. Η εναλλαγή του πλαισίου εντός του οποίου παρέχεται η υποκειμενική πληροφορία μεταβάλλει το βαθμό της αναμενόμενης από τον αποδέκτη της τεκμηρίωσής της¹²¹⁰.

Η απόφαση Omnicare σχετικά με τις «μισές αλήθειες» αποτελεί μέτρο κρίσης των γενικόλογων και υπερβολικά αισιόδοξων εκτιμήσεων. Στη θεωρία και τη νομολογία των Η.Π.Α. οι εκτιμήσεις αυτές φέρουν το όνομα «puffery»¹²¹¹. Μολονότι δεν έχει διατυπωθεί συγκεκριμένος ακριβής ορισμός, ως «puffery» νοούνται γενικόλογες και ασαφείς δηλώσεις με τις οποίες εκφράζεται μία υπερβολική αισιοδοξία χωρίς να είναι δυνατή η επιβεβαίωσή τους με βάση πραγματικά περιστατικά και τις οποίες κανένας λογικός επενδυτής δε λαμβάνει σοβαρά υπ' όψιν του¹²¹². Στο πλαίσιο αυτό συχνά προβάλλεται σε αγωγές με αντικείμενο την αποζημίωση λόγω παραπλανητικών δηλώσεων σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς σχετική ένσταση («puffery defense»), σύμφωνα με την οποία η επίμαχη εκτίμηση δεν είναι ουσιώδης για τον επενδυτή, διότι είναι εμφανώς τόσο υπερβολική, ώστε δε λαμβάνεται υπ' όψιν¹²¹³.

Η στάση της αμερικανικής νομολογίας απέναντι στην ένσταση αυτή έχει μεταβληθεί υπό το φως της απόφασης Omnicare. Έτσι, στο παρελθόν η ένσταση περί έλλειψης του ουσιώδους για τον επενδυτή χαρακτήρα της εκτίμησης συνήθως γινόταν δεκτή ως βάσιμη. Μετά την απόφαση Omnicare η αποδοχή της ένστασης δε γίνεται αβίαστα και αβασάνιστα. Παρά την εκ πρώτης όψεως γενικότητα και υπερβολική αισιοδοξία τους, οι σχετικές δηλώσεις υπόκεινται και αυτές στη βάσανο της έρευνας που προκρίνει το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α.. Επομένως, εξετάζεται αν έχει παραλειφθεί η δημοσίευση γεγονότων τα οποία είναι ουσιώδη, καθόσον κατά τον λογικό επενδυτή καθιστούν τη σχετική εκτίμηση παραπλανητική.

Ερωτάται κατά πόσο η προβληματική περί «puffery» απασχολεί σε επίπεδο εξέτασης της ευθύνης των πυλωρών. Το σύνθημα είναι η τακτική της «μεγαλοστομίας» με την έννοια της εμπλουτισμένης με υπερβολική αισιοδοξία εκτίμησης και πρόβλεψης σε σημείο που προσομοιάζει με διαφήμιση να ακολουθείται από την εταιρία και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της. Δυσχερώς θα μπορούσε να απαντηθεί και να δικαιολογηθεί αντίστοιχη στρατηγική σε επίπεδο πυλωρών¹²¹⁴. Σε κάθε περίπτωση δε θα ήταν ούτε επιθυμητή ούτε

¹²⁰⁸ Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S.Ct. 1318, 1329 (2015).

¹²⁰⁹ Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S.Ct. 1318, 1330 (2015).

¹²¹⁰ Omnicare, Inc. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, 135 S.Ct. 1318, 1330 (2015).

¹²¹¹ Osovsky, Puffery on the market: a behavioral economic analysis of the puffery defense in the securities arena, Harv. Bus. Law Rev. 2016, 333επ..

¹²¹² Osovsky, ό.π., 336· San Leandro Emergency Med. Group Profit Sharing Plan v. Philip Morris Cos., 75 F.3d 801, 811 (2d Cir.1996).

¹²¹³ Osovsky, ό.π., 337-340.

¹²¹⁴ Έτσι, το District Court της Central District of California Southern Division στην υπόθεση U.S v. McGraw-Hill Companies, Inc. and Standard and Poor's Financial Services LLC, Order Denying Defendant's Motion to Dismiss, 2013 U.S. Dist. (C.D. Cal. Jul. 8, 2013) (No. CV 13-0779-DOC (JCGx)), διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση online.wsj.com/public/resources/documents/sandpcalif0709.pdf, απέρριψε ισχυρισμό της Standard and Poor's (κατά

αναμενόμενη. Οι πωλωροί της κεφαλαιαγοράς ως εκ της ιδιότητάς τους ως εξειδικευμένων επαγγελματιών με αντικείμενο την παροχή υπηρεσιών σχετιζόμενων με την αγορά (και όχι με τη διαφήμιση – με εξαίρεση ίσως τους αναδόχους) καλούνται να παράσχουν συγκεκριμένες και ειδικές γνώμες που ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Η στήριξη τόσο της λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων του ΔΣ όσο και των επενδυτικών αποφάσεων του συνόλου των παραγόντων της αγοράς στην ειδίκευσή τους περιορίζει τα περιθώρια για τη διατύπωση υπερβολικά αισιόδοξων εκτιμήσεων (η περίπτωση των νόμιμων ελεγκτών οντοτήτων δημοσίου ενδιαφέροντος παρέχει το πλέον διαφωτιστικό παράδειγμα). Το πιθανότερο, μάλιστα, είναι ότι το ενδεχόμενο τέτοιας επιλογής εκ μέρους τους θα συνιστά και παραβίαση των καθηκόντων τους (λ.χ. ελεγκτές, οίκοι).

Η προστασία του επενδυτή από αναληθείς ή ελλιπείς πληροφορίες δεν είναι γενική, αλλά αφορά συγκεκριμένη κατηγορία πληροφοριών. Αυτή περιλαμβάνει μόνο εκείνες τις πληροφορίες οι οποίες είναι ουσιώδεις για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης. Ως ουσιώδης νοείται η πληροφορία εκείνη την οποία ένας συνετός επενδυτής είναι πιθανό ότι θα έκρινε σημαντική προκειμένου όντας ενημερωμένος να λάβει μία «καλά πληροφορημένη επενδυτική απόφαση»¹²¹⁵. Ο αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της παροχής της πληροφορίας ή της παράλειψής της με την απόφαση δεν είναι κρίσιμος για τον χαρακτηρισμό της πληροφορίας ως ουσιώδους: Δεν είναι απαραίτητο να αποδειχθεί ότι ο επενδυτής θα λάμβανε διαφορετική απόφαση¹²¹⁶. Αρκεί ότι το σχετικό στοιχείο θεωρείται ότι πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν κατά τη στάθμιση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων μίας απόφασης. Το στοιχείο του ουσιώδους είναι εκείνο με βάση το οποίο διακρίνεται μία σημαντική πληροφορία από μία ασήμαντη¹²¹⁷.

Σημείο αναφοράς για την κρίση σχετικά με τον ουσιώδη χαρακτήρα της πληροφορίας είναι η αξιολόγηση του συνετού επενδυτή («reasonable investor»). Πρόκειται για το υποθετικό πρότυπο επενδυτή που καθορίζει τους όρους υπό τους οποίους αξιολογείται αντικειμενικώς η βαρύτητα μίας πληροφορίας. Με δεδομένο ότι πρόκειται για αόριστη νομική έννοια είναι προφανής η ρευστότητα που διακρίνει το σχετικό εγχείρημα του χαρακτηρισμού μίας πληροφορίας. Δυσχέρεια προκαλεί το γεγονός ότι υπό τον όρο «επενδυτής» καλύπτονται πολλές ετερόκλητες κατηγορίες προσώπων με αποτέλεσμα συχνά να καθίσταται αμφίβολο και μη διαγνώσιμο εκ των προτέρων το ακριβές περιεχόμενο του σχετικού προτύπου¹²¹⁸. Στο πλαίσιο αυτό η νομολογία είναι εκείνη που καλείται στην πράξη να προβεί στις σχετικές αξιολογήσεις με αρωγό και οδηγό βεβαίως τη νομοθετημένη διάκριση μεταξύ διάφορων τύπων επενδυτών στο

την υποβολή αιτήματός της περί απόρριψης ασκηθείσας σε βάρος της αγωγής ως νομικά αβάσιμης), σύμφωνα με τον οποίο οι δηλώσεις της έναντι των επενδυτών σχετικά με την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητά της πρέπει να θεωρηθούν ως «puffery». Κατά το δικαστήριο (σελ. 9) οι σχετικοί με την αντικειμενικότητα των εκθέσεων της εναγομένης ισχυρισμών της «δεν ήταν ένας “γενικός, υποκειμενικός ισχυρισμός” σχετικά με την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων, αλλά περισσότερο μία υπόσχεση ότι είχε “καθιερώσει πολιτικές και διαδικασίες για να αντιμετωπίσει τις συγκρούσεις συμφερόντων μέσω ενός συνδυασμού εσωτερικών ελέγχων και πληροφόρησης”». Περαιτέρω, έγινε δεκτό (σελ. 11) ότι η έλλειψη συγκρούσεων συμφερόντων αποτελούσε βασικό κριτήριο για την αναγνώριση του οίκου ως Εθνικώς Αναγνωρισμένου Οργανισμού Στατιστικής και Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (NRSRO), ενώ και ο ίδιος ο οίκος γνωρίζοντας τη σπουδαιότητα για τη δραστηριότητά του της αντίληψης των επενδυτών σχετικά με την ακρίβεια των εκθέσεών του δήλωνε ότι λαμβάνει σχετικά μέτρα. Βλ. και De Bruyne, A Conceptual and Comparative Analysis of the Obligations of Third-Party Certifiers, Ohio N.U. L. Rev. 2019, 238.

¹²¹⁵ Βλ. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438 (1976) (σχετικά με μέτοχο): Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η Έκδοση, ό.π., 278. Βλ. Πολίτη, Η προστασία..., ό.π., 185, σχετικά με το όριο πληροφόρησης.

¹²¹⁶ Padfield, Who Should Do the Math? Materiality Issues in Disclosures that Require Investors to Calculate the Bottom Line, Pepp.L. Rev. 2007, 933.

¹²¹⁷ Η αμφισβητούμενης σπουδαιότητας. Couture, Materiality and a theory of legal circularity, U. Pa. J. Bus. L. 2015, 459.

¹²¹⁸ Αποτέλεσμα είναι η πρόκληση ανασφάλειας δικαίου.

πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ως ένδειξη για τον ουσιώδη χαρακτήρα μπορεί να χρησιμοποιηθεί η εκ των υστέρων διαπίστωση της μεταβολής της τιμής της μετοχής, πλην όμως αφενός είναι ιδιαίτερα δύσκολη η απομόνωση της επίδρασης της συγκεκριμένης πληροφορίας αφετέρου δεν παρέχει απόδειξη, αλλά μόνο ένδειξη¹²¹⁹.

Ζήτημα γεννάται ως προς το αν η παράλειψη έκθεσης ενός συμπεράσματος είναι ουσιώδης, όταν ο επενδυτής είναι σε θέση να καταλήξει στο συμπέρασμα αυτό εκτελώντας σχετικούς υπολογισμούς. Αν έχει στη διάθεσή του όλα τα απαραίτητα δεδομένα, ώστε να προβεί στους υπολογισμούς αυτούς, τότε η ως άνω έλλειψη δεν είναι ουσιώδης. Για να συμβεί αυτό, όμως, πρέπει αφενός να τίθενται στη διάθεσή του όλες οι απαραίτητες πληροφορίες αφετέρου να εκτίθενται στο σημείο του σχετικού ενημερωτικού εγγράφου στο οποίο εύλογα αναμένει ο επενδυτής να το δει¹²²⁰. Η διασπορά των σχετικών πληροφοριών είναι δυνατόν να επηρεάσει αρνητικά την προσπάθεια του επενδυτή να προβεί σε αποτελεσματική ανάλυσή τους¹²²¹.

Κάποιες φορές ο νομοθέτης μπορεί να εξειδικεύει τις παραμέτρους και τα κριτήρια της επενδυτικής απόφασης του υποθετικού επενδυτή. Έτσι, κατά τη ρύθμιση του υποχρεωτικού περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου, με βάση τον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129, πρέπει να αναφέρονται όλες οι απαραίτητες πληροφορίες που είναι ουσιώδεις για την εκ μέρους του επενδυτή εμπεριστατωμένη αξιολόγηση σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, τα κέρδη και τις απώλειες, τη χρηματοοικονομική θέση και τις προοπτικές του εκδότη και του τυχόν εγγυητή, τα δικαιώματα που συνδέονται με τις κινητές αξίες και τους λόγους έκδοσης και τον αντίκτυπό της στον εκδότη¹²²². Περαιτέρω, ως κριτήρια αξιολόγησης του στοιχείου του ουσιώδους του κινδύνου, με βάση το οποίο κρίνεται αν πρέπει να γίνει αναφορά στον συγκεκριμένο κίνδυνο στο περιληπτικό σημείωμα του ενημερωτικού δελτίου ορίζονται η πιθανότητα επέλευσής του και η αναμενόμενη ένταση του αρνητικού αντίκτυπού του¹²²³. Αντιθέτως, η αντίστοιχη νομοθεσία των Η.Π.Α. δεν προβαίνει σε εξειδίκευση του στοιχείου του ουσιώδους¹²²⁴.

Το στοιχείο του ουσιώδους της πληροφορίας διαδραματίζει διττό ρόλο. Από τη μία πλευρά εξετάζεται κατά τη διερεύνηση της συμπεριφοράς του εναγομένου - πωλωρού και προσδιορίζει αν ο επενδυτής χρήζει κατ' αρχήν προστασίας σχετικά με συγκεκριμένη πληροφορία. Από την άλλη πλευρά, το ίδιο στοιχείο ταυτόχρονα λειτουργεί ως ποιοτικό κριτήριο κατά την εξέταση του αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ νόμιμου λόγου ευθύνης και επενδυτικής απόφασης. Συμπεριλαμβάνεται μεταξύ των στοιχείων με βάση τα οποία ελέγχεται κατά πόσο είναι εύλογη η στήριξη της επενδυτικής απόφασης του επενδυτή στη συγκεκριμένη συμπεριφορά και πληροφορία. Πρόκειται για μία μετάβαση από το αφηρημένο πρότυπο του συνετού επενδυτή στη συγκεκριμένη περίπτωση του ενάγοντος: Ελέγχεται κατά πόσο ο επενδυτής στήριξε την απόφασή του σε συγκριμένη πληροφορία η οποία γενικά θεωρείται από

¹²¹⁹ Padfield, ό.π., 936-937.

¹²²⁰ Padfield, ό.π., 945-947.

¹²²¹ Padfield, ό.π., 951επ. Βλ. Πολίτη, Η προστασία..., ό.π., 185, σχετικά με τη θεωρία των θαμμένων πληροφοριών («buried facts doctrine»).

¹²²² Άρθρο 6 παρ. 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129.

¹²²³ Άρθρο 16 παρ. 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129. Βλ. ESMA, Final Report. ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation prospectus activity in 2018, 29 March 2019, ESMA31-62-1217, 15, κατά την οποία παρά την αρχική σύσταση σύμφωνα με την οποία η πληροφορία είναι ουσιώδης, αν η παράλειψη ή η παραπλανητική δημοσίευσή της μπορεί να επηρεάσει τις επενδυτικές αποφάσεις που στηρίζονται σε ενημερωτικό δελτίο, τελικώς υιοθετήθηκε κατά τη διατύπωση των σχετικών κατευθυντήριων οδηγιών η διατύπωση του άρθρου 16 παρ. 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129 προς αποφυγή σύγχυσης. Βλ. και Chyla, The devil is in the details: Regulation EU 2017/1129, Studenckie Prace Prawnicze, Administratywistyczne i Ekonomiczne, 2019, 110.

¹²²⁴ Chyla, ό.π., 111-112.

τον υποθετικό συνετό επενδυτή απαραίτητη για τη λήψη της και κατά πόσο η στήριξη αυτή ήταν εύλογη.

Το ουσιώδες της πληροφορίας κρίνεται με βάση το ευρύτερο πλαίσιο εντός του οποίου παρέχεται ή παραλείπεται. Έτσι, η εξεταζόμενη πληροφορία πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με άλλες πληροφορίες που παρέχει ο πυλωρός. Είναι δυνατόν να παρέχονται ταυτόχρονα άλλες πληροφορίες από την επεξεργασία των οποίων προκύπτει η αναλήθεια της επίμαχης. Βεβαίως, αν αυτές είναι «καλά κρυμμένες» με αποτέλεσμα να είναι δυσχερώς αναγνωρίσιμες, αυτό ισοδυναμεί με μη παροχή τους¹²²⁵. Εξάλλου, οι ρήτρες επιφύλαξης που μπορεί να συνοδεύουν την παροχή συγκεκριμένης πληροφορίας αναμένεται να ενεργοποιήσουν την ιδιαίτερη προσοχή του επενδυτή κατά την πρόσληψη και επεξεργασία της. Περαιτέρω, οι λεγόμενοι υπερβολικοί έπαινοι και οι υπεραισιόδοξες εκτιμήσεις που δε γίνονται πιστευτές από το κοινό («puffery») συνδέονται στενά με τον προβληματισμό σχετικά με το ουσιώδες της πληροφορίας – ταυτόχρονα όμως και με το δικαιολογημένο της στήριξης της επενδυτικής απόφασης σ' αυτήν.

5. Οι τρόποι αντίδρασης των πυλωρών

Η διενέργεια ελέγχου στο πλαίσιο της εκτέλεσης των συμβατικών υποχρεώσεων του πυλωρού και η διαπίστωση της παραβίασης του νόμου αποτελεί τη μία παράμετρο του πλαισίου δράσης του. Η άλλη παράμετρος αφορά τη συμπεριφορά του κατά το στάδιο που έπεται την εν λόγω διαπίστωση. Οι τρόποι αντίδρασης είναι διάφοροι και συνίστανται στην αποχή από την παροχή της υπηρεσίας, στη λύση της σύμβασης, στη σύνταξη έκθεσης στην οποία θα αναφέρονται οι σχετικές διαπιστώσεις του, στην ενημέρωση των αρμόδιων οργάνων ή επιτροπών του εκδότη ή στην υποβολή αναφοράς προς τις αρμόδιες αρχές.

5.1 Η άρνηση συνεργασίας

Η άρνηση συνεργασίας αποτελεί έναν ευρύ όρο, υπό τον οποίο στεγάζονται περισσότερες εναλλακτικές επιλογές. Η άρνηση αυτή αποτέλεσε εξαρχής τον κεντρικό άξονα της θεωρίας των «gatekeepers» και αποτελεί τον κατ' εξοχήν τρόπο φύλαξης της «πύλης». Μπορεί να συνίσταται στην άρνηση παροχής σύμφωνης γνώμης για συγκεκριμένη ενέργεια ή παράλειψη του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου με τους όρους με τους οποίους προτείνει ο τελευταίος. Μπορεί η άρνηση να εκδηλώνεται με τη σύνταξη σχετικής έκθεσης ή γνώμης του πυλωρού. Ενδέχεται, τέλος, μεταξύ των εναλλακτικών λύσεων να περιλαμβάνεται και η λύση της σύμβασης εκ μέρους του πυλωρού.

Η παράλειψη παροχής συνδρομής εκ μέρους του πυλωρού προς τον αντισυμβαλλόμενο εκδότη του σε παράνομες πράξεις ή παραλείψεις του αποτελεί όχι μόνο δικαίωμα, αλλά και υποχρέωσή του¹²²⁶. Ο πυλωρός, σε οποιαδήποτε επαγγελματική κατηγορία και αν εντάσσεται, απαγορεύεται να προβαίνει σε παράνομες πράξεις ή να συνδράμει στην διάπραξή τους. Αυτό μάλιστα εξυπακούεται στην περίπτωση ποινικών αδικημάτων. Επομένως, σε αυτές τις περιπτώσεις ο «gatekeeper» οφείλει να απέχει από την παροχή της βοήθειας, δηλαδή από την

¹²²⁵ Padfield, ό.π., 934 - 935· Πολίτης, Η προστασία..., ό.π., 185.

¹²²⁶ Πρβλ. Αυγητίδη, Η ευθύνη..., ό.π., 108, σχετικά με τη μη ύπαρξη υποχρέωσης του επενδυτικού συμβούλου προς άρνηση εκτέλεσης εντολής πελάτη στον οποίο έχουν επισημανθεί οι κίνδυνοι που συνδέονται με αυτήν.

παροχή της υπηρεσίας¹²²⁷. Έτσι, στην περίπτωση προετοιμασίας του περιεχομένου δημοσιευτών εγγράφων ο νομικός σύμβουλος που διαπιστώνει ότι αυτό αντίκειται στη νομοθεσία δικαιούται και υποχρεούται να αρνηθεί την παροχή σύμφωνης γνώμης.

Συνήθως η καλή πίστη ήδη στο πλαίσιο εκτέλεσης των συμβατικών υποχρεώσεων μεταξύ πυλωρού και εκδότη επιβάλλει στον πρώτο να μην αρκεσθεί στην άρνηση της σύμφωνης γνώμης του. Αντιθέτως, επιβάλλεται να υποδείξει στον αντισυμβαλλόμενο του τα στοιχεία εκείνα της συμπεριφοράς του τα οποία συνιστούν παράβαση συγκεκριμένου νόμου και τον νόμιμο τρόπο δράσης. Αυτή είναι μία υποχρέωση που έχει ο πυλωρός πρωτίστως απέναντι στον εκδότη, καθόσον είναι πιθανόν ο τελευταίος να μη γνωρίζει ότι οι σχεδιαζόμενες πράξεις του είναι παράνομες.

Το ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο ο πυλωρός έχει αντίστοιχη υποχρέωση έναντι του επενδυτικού κοινού. Η απάντηση συνδέεται με τον προβληματισμό σχετικά με τη θεμελίωση σχετικών αξιώσεων σε ενδοσυμβατική, οιονεί συμβατική ή αδικοπρακτική βάση¹²²⁸. Κάθε φορά που αναγνωρίζεται ότι μπορεί να στοιχειοθετηθεί υποχρέωση πρόνοιας του πυλωρού έναντι του επενδυτή με κάποια από τις ως άνω βάσεις, αυτή καταλαμβάνει τόσο την υποχρέωση αποχής όσο και την υποχρέωση υπόδειξης των νόμιμων ενεργειών.

Αποχή σε κάθε περίπτωση σημαίνει αποχή από την παρανομία. Έτσι, είναι δυνατό να μην επιβάλλεται η αποχή από την παροχή της υπηρεσίας, αλλά η παράλειψη παροχής της κατά τον τρόπο που επιθυμεί ο εκδότης του χρηματοπιστωτικού μέσου. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα του υποχρεωτικού ελέγχου, στο πλαίσιο του οποίου ο ορκωτός ελεγκτής λογιστής ή η ελεγκτική εταιρία αφενός υποδεικνύουν τις παρατυπίες αφετέρου τελικώς συντάσσουν έκθεση που μπορεί περιέχει σύμφωνη γνώμη, σύμφωνη γνώμη με θέμα έμφασης, γνώμη με επιφύλαξη, αντίθετη γνώμη ή αδυναμία έκφρασης γνώμης¹²²⁹.

Κατά το 2002 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. πρότεινε τη θέσπιση του Rule 205. Στη σχετική πρότασή της περιέλαβε διάταξη σχετική με θέσπιση υποχρέωσης του δικηγόρου της εταιρίας προς υποβολή «ηχηρής παραίτησης» («noisy withdrawal»)¹²³⁰. Αν ο δικηγόρος δεν έχει τέτοια υποχρέωση, τότε σε περίπτωση κατά την οποία διαπιστώσει παράβαση του εκδότη σχετική με τη δημοσίευση πληροφοριών μπορεί να απέχει από τη σχετική διαδικασία αρνούμενος την παροχή συνδρομής. Αντιθέτως, αν θεσπιζόταν υποχρέωση παραίτησης, δε θα αρκούσε η παθητική στάση του¹²³¹. Η σχετική πρόταση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτέλεσε αντικείμενο αντιδράσεων και επικρίσεων και τελικώς αποσύρθηκε.

Στην περίπτωση των ελεγκτών το δίκαιο των Η.Π.Α. είναι αυστηρότερο σε σχέση με την περίπτωση των νομικών συμβούλων ως προς το ζήτημα της παραίτησης. Ειδικότερα, το άρθρο 10Α της Securities Exchange Act του 1934 προβλέπει υποχρέωση του ελεγκτή να αναφέρει την παρανομία εντός της ελεγχόμενης οντότητας και να παραιτηθεί σε περίπτωση που η τελευταία δεν ενημερώσει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

¹²²⁷ Πρβλ. και άρθρα 365 ΑΚ περί σύμβασης για παροχή απαγορευμένη από τον νόμο και 174 ΑΚ περί απαγορευμένης δικαιοπραξίας.

¹²²⁸ Για τον οποίο βλ. οικείο κεφάλαιο.

¹²²⁹ Για τα είδη των εκθέσεων ελέγχου Δρίτσας/Λιβαδά, Ο τακτικός έλεγχος των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, Κεφάλαιο 9 εις: Περάκης Ευάγγελος, Σωτηρόπουλος Γεώργιος, Λιβαδά Χριστίνα, Δρίτσας Σταμάτης, Το δίκαιο της λογιστικής, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2017, 315επ..

¹²³⁰ Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1293επ..

¹²³¹ Επί όλων των ανωτέρω βλ. Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1303-1304· Kim, Lawyer exceptionalism, ό.π., 89-90.

Περί της περίπτωσης της παραίτησης του ελεγκτή διαλαμβάνει το Διεθνές Ελεγκτικό Πρότυπο 240. Συγκεκριμένα, αν, ως αποτέλεσμα σφάλματος που προκύπτει από απάτη ή υποψία για απάτη, ο ελεγκτής αντιμετωπίζει εξαιρετικές περιστάσεις που θέτουν υπό αμφισβήτηση την ικανότητά του να συνεχίσει να διενεργεί τον έλεγχο, πρέπει α) να προσδιορίζει τις επαγγελματικές και νομικές ευθύνες που έχουν εφαρμογή στις περιστάσεις, περιλαμβανομένου του εάν υπάρχει μια απαίτηση για τον ελεγκτή να απευθυνθεί στο πρόσωπο ή στα πρόσωπα που έκαναν το διορισμό του ελεγκτή ή, σε ορισμένες περιπτώσεις, στις ρυθμιστικές αρχές, β) να εξετάσει εάν είναι ενδεδειγμένο να αποσυρθεί από την ανάθεση, όπου η απόσυρση είναι δυνατή σύμφωνα με εφαρμοστέο νόμο ή κανονισμό, και γ) αν ο ελεγκτής αποσυρθεί: (i) να συζητήσει με το κατάλληλο επίπεδο της διοίκησης και με εκείνους που είναι επιφορτισμένοι με τη διακυβέρνηση την απόσυρση του ελεγκτή από την ανάθεση και τους λόγους της απόσυρσης και να προσδιορίσει εάν υπάρχει επαγγελματική ή νομική απαίτηση να απευθυνθεί στο πρόσωπο ή τα πρόσωπα που έκαναν το διορισμό του ελεγκτή ή, σε ορισμένες περιπτώσεις, στις ρυθμιστικές αρχές, για την απόσυρση του ελεγκτή από την ανάθεση και τους λόγους για την απόσυρση¹²³².

Το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης περιλαμβάνει ρυθμίσεις σχετικές με την παραίτηση των ορκωτών ελεγκτών. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι τα κράτη - μέλη οφείλουν να διασφαλίζουν ότι η παραίτηση του νόμιμου ελεγκτή γνωστοποιείται σε αρμόδια προς τούτο αρχές και ότι αιτιολογείται δεόντως¹²³³. Ίδια είναι και η πρόβλεψη του άρθρου 43 παρ. 2 του ν. 4449/2017: Ο ελεγκτής οφείλει να ενημερώσει την Ε.Λ.Τ.Ε. για την παραίτησή του και να εκθέσει τους λόγους¹²³⁴.

5.2 Υποχρέωση αναφοράς;

Πέραν της αποχής του πυλωρού από την παροχή έγκρισης ή συνδρομής προς τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου ο νομοθέτης μπορεί να του επιβάλλει υποχρέωση αναφοράς. Αυτή συνίσταται στην αποκάλυψη παράνομων ενεργειών ή παραλείψεων. Η αποκάλυψη αυτή αποτελεί δραστικότερο μέτρο σε σχέση με την παράλειψη ενεργειών, καθόσον συνίσταται στην εξωτερίκευση γεγονότων, τα οποία στην περίπτωση της αποχής από περαιτέρω ενέργειες παραμένουν γνωστά μόνο στον ίδιο τον πυλωρό και τους δράστες των παράνομων πράξεων.

Η υποχρέωση της αναφοράς μπορεί να έχει περιλαμβάνει τρεις τρόπους συμπεριφοράς. Πρώτον, μπορεί να εξαντλείται στην υποχρέωση ενημέρωσης του διοικητικού συμβουλίου. Δεύτερον, μπορεί να απαιτείται επιπλέον η παροχή πληροφόρησης σε επόμενο στάδιο σε επιτροπή ελέγχου της εταιρίας. Οι δύο αυτοί τρόποι ενημέρωσης έχουν εσωτερικό χαρακτήρα: τα σχετικά ζητήματα καθίστανται γνωστά στην εσωτερική δομή και ιεραρχία της εταιρίας και παραμένουν εντός αυτής. Εκτός των ανωτέρω, μπορεί να προβλέπεται καθήκον του πυλωρού προς υποβολή αναφοράς προς την εποπτική αρχή. Η υποβολή αναφοράς προς την εποπτεύουσα την κεφαλαιαγορά αρχή μπορεί να συνδυάζεται με υποχρέωση λύσης της συμβατικής σχέσης που συνδέει τον πυλωρό με την εταιρία¹²³⁵.

Η σχετική με τους πυλωρούς νομοθεσία μπορεί να καθιερώνει – πέραν της σύνταξης της ενδεχόμενης έκθεσής τους - ως πρώτο βήμα εξωτερίκευσης των υποψιών για διαπίστωση

¹²³² Παρ. Α54–Α57 του ΔΠΕ 240. Σύμφωνα με την παράγραφο Α56 «Ο ελεγκτής έχει επαγγελματικές και νομικές ευθύνες σε τέτοιες περιστάσεις και αυτές οι ευθύνες μπορούν να ποικίλλουν ανά χώρα. Σε ορισμένες χώρες, για παράδειγμα, ο ελεγκτής μπορεί να δικαιούται, ή να απαιτείται, να προβεί σε δήλωση ή αναφορά προς το πρόσωπο ή τα πρόσωπα που έκαναν το διορισμό ελέγχου ή, σε ορισμένες περιπτώσεις, προς τις ρυθμιστικές αρχές...».

¹²³³ Άρθρο 38 της Οδηγίας 2006/43 (ΕΚ).

¹²³⁴ Κατά την ίδια παράγραφο η παραίτηση ισχύει από την έγκρισή της από το Δ.Σ. της Ε.Λ.Τ.Ε..

¹²³⁵ Βλ. Άρθρο 10Α της Securities Exchange Act του 1934.

παρατυπιών την ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου του εκδότη των χρηματοπιστωτικών μέσων. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση των διενεργούντων υποχρεωτικό έλεγχο ελεγκτών διεθνώς, καθώς και στην περίπτωση των δικηγόρων στην έννομη τάξη των Η.Π.Α.¹²³⁶ Το βήμα αυτό συνίσταται στην περιορισμένη εξωτερίκευση του προβλήματος. Από τη μία πλευρά γίνεται ενημέρωση του διοικητικού συμβουλίου, ενώ από την άλλη πλευρά το πρόβλημα παραμένει προς το παρόν γνωστό μόνο εντός της εταιρίας. Σκοπός είναι η εξάντληση των περιθωρίων για την αποκατάσταση του προβλήματος.

Η σχετική ρύθμιση του Κανονισμού 537/2014 (ΕΕ) είναι γενικότερη. Συγκεκριμένα, κατά το άρθρο 8 προβλέπεται μεν η υποχρέωση του νόμιμου ελεγκτή ή της ελεγκτικής εταιρίας να ενημερώσει την ελεγχόμενη οντότητα σχετικά με τις υποψίες του ή τους βάσιμους λόγους υποψίας του σχετικά με την τέλεση (στο παρελθόν, στο παρόν ή στο μέλλον) παρατυπιών. Δεν προσδιορίζεται το συγκεκριμένο όργανο στο οποίο οφείλει να προσφύγει προκειμένου να εκθέσει τους προβληματισμούς του/της. Επομένως, θεωρητικώς αυτό μπορεί να είναι η γενική συνέλευση, το διοικητικό συμβούλιο, το εποπτικό συμβούλιο ή η επιτροπή ελέγχου. Ενόψει του γεγονότος ότι ο Κανονισμός δεν προβαίνει σε συγκεκριμένη επιλογή, πρέπει να γίνει δεκτό ότι ο ελεγκτής πρέπει να αποφασίσει ποιο όργανο θα ενημερώσει. Η απόφασή του πρέπει να λαμβάνεται με κριτήριο την ασφάλεια, την αποτελεσματικότητα, την ταχύτητα και τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της εταιρίας. Ενόψει αυτών πρέπει να προκρίνεται η λύση της ενημέρωσης σε πρώτο στάδιο του διοικητικού συμβουλίου και σε δεύτερο της επιτροπής ελέγχου. Η μεγαλύτερη συχνότητα σύγκλησης του ΔΣ σε σχέση με αυτή της ΓΣ, η ενδεχόμενη ανάθεση της εξουσίας διαχείρισης σε συγκεκριμένα μέλη του ΔΣ ή σε διευθύνοντα σύμβουλο¹²³⁷ και η ανάγκη τήρησης της εχεμύθειας και διαφύλαξης της εικόνας της εταιρίας προς τα έξω¹²³⁸ συνηγορούν υπέρ της επιλογής του ΔΣ¹²³⁹. Σε δεύτερη φάση κατάλληλο όργανο είναι η επιτροπή ελέγχου, η οποία είναι η πλέον αρμόδια επί του ζητήματος του ελέγχου.

Ο χαρακτήρας της παρέμβασης του ελεγκτή δεν είναι συμβουλευτικός¹²⁴⁰. Αντιθέτως, απευθυνόμενος στο ΔΣ υποδεικνύει και επισημαίνει την ύπαρξη παρατυπιών και καλεί για τη λήψη των κατάλληλων μέτρων¹²⁴¹. Οι παρατυπίες αφορούν την παραβίαση του νόμου τόσο κατά τη διενέργεια των λογιστικών εγγραφών όσο και κατά τη διενέργεια οποιαδήποτε πράξης της ελεγχόμενης οντότητας. Το καθήκον των ελεγκτών (δηλαδή η παρακολούθηση της διαχειριστικής και λογιστικής κατάστασης της εταιρίας) καθορίζει το εύρος των καταγγελλόμενων περιπτώσεων¹²⁴². Το ίδιο επιτακτικός είναι ο χαρακτήρας της επικοινωνίας του ελεγκτή με την επιτροπή ελέγχου: Σε περίπτωση αδράνειας ή μη ικανοποιητικής αντιμετώπισης των τεθέντων ζητημάτων από το ΔΣ, ο ελεγκτής απευθύνεται προς την επιτροπή ελέγχου προς επίλυσή τους. Η προσφυγή στην επιτροπή αποτελεί την έσχατη λύση εντός της ελεγχόμενης οντότητας.

¹²³⁶ Βλ. κατωτέρω.

¹²³⁷ Βλ. Περάκη, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 130· Δεσποτίδου, ό.π., 901-902.

¹²³⁸ Βλ. Δεσποτίδου, ό.π., 902.

¹²³⁹ Η προσφυγή στη ΓΣ θεωρείται εξαιρετική, μόνο για την περίπτωση κατά την οποία πρόκειται για παραβάσεις του ισολογισμού ή για άλλα σοβαρά ζητήματα για τα οποία προβλέπεται δικαίωμα των ελεγκτών προς σύγκληση της γενικής συνέλευσης. Βλ. σε Περάκη, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 130.

¹²⁴⁰ Δεσποτίδου, ό.π., 899.

¹²⁴¹ Τόσο σε επίπεδο Κανονισμού όσο και στο πλαίσιο του ν. 4449/2017 η σχετική υπόδειξη του ελεγκτή είναι άτυπη. Υποστηρίχθηκε υπό το προγενέστερο δίκαιο ότι για λόγους τάξης πρέπει να διατυπώνεται εγγράφως. Βλ. Δεσποτίδου, ό.π., 901, η οποία παραπέμπει στον Κοκκίνη.

¹²⁴² Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 129-130, ο οποίος υποστηρίζει ότι ο ελεγκτής μπορεί να διατυπώνει κρίσεις σχετικά με διενεργηθείσες διαχειριστικές πράξεις.

Παρόμοια είναι στο δίκαιο των Η.Π.Α. η ρύθμιση του Rule 205 σχετικά με το καθήκον αναφοράς που βαρύνει τους δικηγόρους της εισηγμένης εταιρίας. Σε περίπτωση κατά την οποία ο δικηγόρος μαθαίνει με αποδείξεις την τέλεση ουσιώδους παράβασης από την εταιρία, στέλεχος, διοικητή, εργαζόμενο ή αντιπρόσωπό της, οφείλει να υποβάλει αμέσως σχετική αναφορά στο επικεφαλής νομικό στέλεχος («chief legal officer») ή και στον διευθύνοντα σύμβουλο («chief executive officer»)¹²⁴³. Αν ο δικηγόρος ευλόγως πιστεύει ότι δεν έλαβε κατάλληλη απάντηση εντός εύλογου χρονικού διαστήματος, υποχρεούται να υποβάλει στην επιτροπή ελέγχου, σε άλλη επιτροπή του ΔΣ αποτελούμενη από διοικητές που δεν έχουν προσληφθεί από την εταιρία και δε διατηρούν σχετικό συμφέρον ή ελλείπει τέτοιας επιτροπής στο ΔΣ¹²⁴⁴. Αν ο δικηγόρος θεωρήσει ενόψει των περιστάσεων ότι είναι αλυσιτελές να απευθυνθεί στον CFO ή στον CEO, μπορεί να απευθυνθεί απευθείας στις ως άνω επιτροπές ή στο ΔΣ¹²⁴⁵. Αν η εταιρία έχει προβεί στη σύσταση αρμόδιας επιτροπής νομικής συμμόρφωσης («Qualified legal compliance committee»)¹²⁴⁶, ο δικηγόρος μπορεί να ενημερώσει απευθείας εκείνην, ενώ δεν έχει υποχρέωση να εξετάσει την απάντηση της εταιρίας¹²⁴⁷.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι έννομες συνέπειες της παραβίασης των ως άνω υποχρεώσεων του δικηγόρου. Ρητώς προβλέπεται ότι δεν αναγνωρίζεται ατομική αξίωση των ιδιωτών για την αποκατάσταση της ζημίας που υπέστησαν εξαιτίας της παραβίασης των σχετικών υποχρεώσεων του δικηγόρου¹²⁴⁸. Αντιθέτως, αναγνωρίζεται ότι μόνο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) έχει δικαίωμα άσκησης αγωγής με αίτημα την επιβολή αστικών ποινών¹²⁴⁹. Επιπλέον, ο δικηγόρος απειλείται με επιβολή πειθαρχικών ποινών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη μη εκπλήρωση των ως άνω καθηκόντων του¹²⁵⁰.

Ο Κανονισμός 537/2014 (ΕΕ) προβλέπει υποχρέωση του νόμιμου ελεγκτή ή της ελεγκτικής εταιρίας προς ενημέρωση των αρμόδιων αρχών του κράτους-μέλους σχετικά με τις παρατυπίες. Αυτό γίνεται σε δύο κατηγορίες περιπτώσεων. Η μία αφορά τις περιπτώσεις του άρθρου 7, κατά τις οποίες η διαδικασία της ενημέρωσης της ελεγχόμενης οντότητας απέβη άκαρπη¹²⁵¹. Η δεύτερη καταλαμβάνει περιπτώσεις κατά τις οποίες η σοβαρότητα των παρατυπιών είναι τέτοια, ώστε απαιτείται η άμεση ενημέρωση των αρμόδιων αρχών χωρίς να προηγηθεί το στάδιο της ενημέρωσης της ελεγχόμενης οντότητας¹²⁵². Τούτο συμβαίνει, διότι οι παραβάσεις είναι τέτοιου περιεχομένου που απαιτούν άμεση δράση, καθόσον είτε αφορούν τη συνέχεια της λειτουργίας της οντότητας είτε θέτουν εν αμφιβόλω την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεών της. Ο ελεγκτής πρέπει να ενημερώσει αμέσως την αρμόδια αρχή η οποία ασκεί εποπτεία επί της ελεγχόμενης οντότητας και, εφόσον προβλέπεται τέτοια υποχρέωση από το κράτος-μέλος, στην αρμόδια εποπτική του ελεγκτή αρχή.

Η υποχρέωση άμεσης αναφοράς του νόμιμου ελεγκτή ή της ελεγκτικής εταιρίας στις αρμόδιες εποπτικές αρχές προβλέπεται από τον Κανονισμό 537/2014 (ΕΕ) σε περιοριστικά αναφερόμενες περιπτώσεις. Ειδικότερα, θεμελιώνεται όταν αφορά στοιχεία που αφορούν την ελεγχόμενη οντότητα των οποίων ο ελεγκτής έχει λάβει γνώση κατά τη διενέργεια του

¹²⁴³ Rule 205.3 (b).

¹²⁴⁴ Rule 205.3 (3).

¹²⁴⁵ Rule 205.3 (4).

¹²⁴⁶ Για την επιτροπή αυτή βλ. Fisch, Gentile, The Qualified Legal Compliance Committee: Using the Attorney Conduct Rules to Restructure the Board of Directors, Duke L.J. 2003, 517επ..

¹²⁴⁷ Rule 205.3 (c).

¹²⁴⁸ Rule 205.7 (a).

¹²⁴⁹ Rule 205.6 (a) και 205.7 (b).

¹²⁵⁰ Rule 205.6 (b)-(d).

¹²⁵¹ Άρθρο 7 παρ. 2 του Κανονισμού 537/2014 (ΕΕ).

¹²⁵² Άρθρο 12 του Κανονισμού 537/2014 (ΕΕ).

υποχρεωτικού ελέγχου και τα οποία μπορούν να προκαλέσουν: α) ουσιαστική παραβίαση των νομοθετικών, κανονιστικών ή διοικητικών διατάξεων που ορίζουν, κατά περίπτωση, τις προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας ή διέπουν συγκεκριμένα τη συνέχιση των δραστηριοτήτων της οντότητας, β) ουσιαστική απειλή ή αμφιβολία όσον αφορά τη συνεχή λειτουργία της οντότητας ή γ) άρνηση έκδοσης γνώμης ελέγχου σχετικά με τις οικονομικές καταστάσεις ή έκδοση αρνητικής γνώμης ή γνώμης με επιφύλαξη¹²⁵³. Η ίδια υποχρέωση ισχύει και για οποιαδήποτε σχετική πληροφορία της οποίας λαμβάνει γνώση ο ελεγκτής κατά τη διενέργεια του υποχρεωτικού ελέγχου επιχείρησης που διατηρεί στενούς δεσμούς με την οντότητα δημόσιου συμφέροντος για την οποία διενεργεί επίσης υποχρεωτικό έλεγχο¹²⁵⁴.

Αντίστοιχες υποχρεώσεις καθιερώνει και η Οδηγία 2014/65/ΕΕ. Ειδικότερα κατά το άρθρο 77 αυτής τα κράτη - μέλη πρέπει να προβλέπουν ότι οι ορκωτοί ελεγκτές ή οι ελεγκτικές εταιρίες που διενεργούν υποχρεωτικούς ελέγχους σε επιχείρηση επενδύσεων, ρυθμιζόμενη αγορά ή πάροχο υπηρεσιών αναφοράς δεδομένων, ή οποιαδήποτε άλλη εκ του νόμου προβλεπόμενη αποστολή, «υποχρεούνται να αναφέρουν αμέσως στις αρμόδιες αρχές κάθε γεγονός ή απόφαση σχετικά με την εν λόγω επιχείρηση της οποίας έλαβε γνώση κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων του και η οποία ενδέχεται» να προκαλεί τους κινδύνους που αναφέρθηκαν αναφορικά με την αντίστοιχη υποχρέωση που θεσπίζεται από τον Κανονισμό 537/2014 (ΕΕ)¹²⁵⁵. Στο ελληνικό δίκαιο στο πλαίσιο ενσωμάτωσης της εν λόγω Οδηγίας προβλέπεται στο άρθρο 75 του 4514/2018 αντίστοιχη υποχρέωση των ελεγκτών προς υποβολή αναφοράς προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στο δίκαιο των Η.Π.Α. ο Rule 205 προβλέπει δικαίωμα του δικηγόρου της εταιρίας για την οποία έχουν προκύψει αποδείξεις τέλεσης ουσιώδους απάτης να υποβάλει αναφορά στην αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ειδικότερα, του δίνεται το δικαίωμα προς αποκάλυψη εμπιστευτικών πληροφοριών, αν ευλόγως πιστεύει ότι αυτό είναι απαραίτητο για να αποτραπεί η εταιρία από τη διάπραξη ουσιώδους παράβασης που πρόκειται να προκαλέσει ουσιώδη ζημία στο οικονομικό συμφέρον ή στην περιουσία των μετόχων ή των επενδυτών¹²⁵⁶. Το ίδιο συμβαίνει και όταν θεωρεί την αποκάλυψη αναγκαία προκειμένου να αποτρέψει την τέλεση ψευδορκίας κατά τη διάρκεια διοικητικών διαδικασιών ερευνών ή οποιασδήποτε πράξης απάτης επί της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς¹²⁵⁷. Το ίδιο δικαίωμα αναγνωρίζεται όταν ο δικηγόρος πιστεύει ότι αυτό είναι αναγκαίο για να επανορθώσει τις συνέπειες μίας ουσιώδους παράβασης

¹²⁵³ Άρθρο 12 παρ. 1 του Κανονισμού 537/2014 (ΕΕ).

¹²⁵⁴ Κατά το άρθρο 4 παράγραφος 1 σημείο 38) του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26^{ης} Ιουνίου 2013, σχετικά με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις επενδύσεων και την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 (ΕΕ L 176 της 27.6.2013, σ. 1 έως 337) «ως «στενοί δεσμοί» νοείται η κατάσταση κατά την οποία δύο ή περισσότερα φυσικά ή νομικά πρόσωπα συνδέονται μεταξύ τους με έναν από τους κάτωθι τρόπους: α) συμμετοχή υπό μορφή ιδιοκτησίας, άμεσης ή μέσω ελέγχου, του 20 % ή ανώτερου ποσοστού των δικαιωμάτων ψήφου ή του κεφαλαίου μιας επιχείρησης, β) έλεγχος, γ) η κατάσταση κατά την οποία αμφότερα ή όλα τα πρόσωπα αυτά συνδέονται σταθερά με το αυτό τρίτο πρόσωπο μέσω ελέγχου».

¹²⁵⁵ Άρθρο 77 παρ. 1 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ «...υποχρεούνται να αναφέρει αμέσως στις αρμόδιες αρχές κάθε γεγονός ή απόφαση σχετικά με την εν λόγω επιχείρηση της οποίας έλαβε γνώση κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων του και η οποία ενδέχεται: α) να συνιστά σοβαρή παραβίαση των νομοθετικών, κανονιστικών ή διοικητικών διατάξεων που ορίζουν τις προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας ή διέπουν την άσκηση των δραστηριοτήτων επιχείρησης επενδύσεων, β) να θέσει σε κίνδυνο τη συνέχεια της λειτουργίας της επιχείρησης επενδύσεων, γ) να οδηγήσει σε άρνηση της έγκρισης των λογαριασμών ή σε διατύπωση επιφυλάξεων. Το πρόσωπο αυτό υποχρεούται επίσης να αναφέρει τα γεγονότα και τις αποφάσεις των οποίων έλαβε γνώση κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων του πρώτου εδαφίου σε επιχείρηση που έχει στενούς δεσμούς με επιχείρηση επενδύσεων στην οποία επιτελεί επίσης ελεγκτική αποστολή».

¹²⁵⁶ Rule 205.3 (d) (2) (i).

¹²⁵⁷ Rule 205.3 (d) (2) (ii).

της εταιρίας που προκάλεσε ή ίσως προκαλέσει ουσιώδη ζημία στο οικονομικό συμφέρον ή στην περιουσία των μετόχων ή των επενδυτών, προς προώθηση της οποίας χρησιμοποιήθηκαν οι υπηρεσίες του (του δικηγόρου)¹²⁵⁸.

Η θέσπιση δικαιώματος ή υποχρέωσης του πυλωρού προς υποβολή αναφοράς σε εποπτική αρχή (της κεφαλαιαγοράς ή και της αγοράς υπηρεσιών του πυλωρού) δημιουργεί κατ' ανάγκη κατάσταση σύγκρουσης συμφερόντων για τον πυλωρό. Από τη μία πλευρά ίσταται η υποχρέωση εχεμύθειας που φέρει έναντι του αντισυμβαλλόμενου του για όσα λαμβάνει υπ' όψιν στο πλαίσιο άσκησης των καθηκόντων του, ενώ από την άλλη πλευρά υφίσταται το θεσπισμένο δικαίωμα ή υποχρέωση προς ενημέρωση των αρμόδιων αρχών. Ενόψει της νομοθετικής προέλευσης του σχετικού δικαιώματος ή υποχρέωσης, αυτό/αυτή υπερισχύει έναντι της αντίστοιχης υποχρέωσης έναντι του αντισυμβαλλόμενου. Άλλωστε, ο περιορισμός του περιεχομένου της τελευταίας είναι εύλογος ενόψει και του σκοπού και του περιεχομένου και του κύκλου των αναμενόμενων χρηστών των σχετικών πληροφοριών.

Αντίστοιχη υποχρέωση δε θα μπορούσε να διαπλασθεί νομολογιακώς (με την επικουρία και της θεωρίας) κατά τη συγκεκριμενοποίηση του καθήκοντος πρόνοιας έναντι τρίτων στο πλαίσιο των γενικών διατάξεων περί συμβάσεων ή αδικοπραξιών. Μία τέτοια υποχρέωση δε θα μπορούσε να γίνει δεκτή στο πλαίσιο του εξαιρετικού χαρακτήρα της αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας, ενώ θα βρισκόταν σε σχέση έντασης με την υποχρέωση εχεμύθειας και εμπιστευτικότητας που διέπει συνήθως τη σχέση εκδότη και πυλωρού. Άλλωστε, ο ίδιος ο θεμελιωτής της θεωρίας περί «gatekeepers» εξ αρχής εξέφρασε την έντονη επιφυλακτικότητά του ακόμη και έναντι της θέσπισης τέτοιου είδους υποχρεώσεων¹²⁵⁹. Στο πλαίσιο αυτό ο νομοθέτης θεσπίζει όπου κρίνει απαραίτητο τους αναγκαίους διαύλους επικοινωνίας, μέσω των οποίων ο πυλωρός αποκτά βήμα προκειμένου να παρέχει πληροφορίες. Συνήθως το πράττει μέσω των δηλώσεων, εκτιμήσεων, προβλέψεων και εκθέσεων του, ενώ κατ' εξαίρεση λαμβανομένων υπ' όψιν της φύσης και του αντικειμένου των υπηρεσιών του (όπως ο έλεγχος των χρηματοοικονομικών καταστάσεων) προβλέπεται σε κάποιες περιπτώσεις η διαδικασία της ενημέρωσης των αρχών.

Η παράβαση της σχετικής εκ του νόμου προβλεπόμενης υποχρέωσης κάποιας κατηγορίας πυλωρών προς ενημέρωση της αρμόδιας αρχής δύναται να θεμελιώνει αστική ευθύνη τους. Ειδικότερα, στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου η σχετική έρευνα γίνεται στο πλαίσιο της εξέτασης του στοιχείου του παρανόμου των άρθρων 914 και 919 ΑΚ. Έτσι, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η θέσπιση σχετικών υποχρεώσεων στο πλαίσιο των ελεγκτών κατά τις ήδη αναφερθείσες διατάξεις έχει σκοπό μεταξύ άλλων και την προστασία των μεμονωμένων επενδυτών. Επομένως, η παραβίασή τους συνεπάγεται την πλήρωση του παρανόμου του άρθρου 914 ΑΚ και συνακόλουθα συνήθως θα αποτελεί και παραβίαση των χρηστών ηθών.

Ερευνητέο είναι το ζήτημα της θεμελίωσης ευθύνης του πυλωρού σε περίπτωση παραβίασης της ενδεχομένως θεσπισμένης υποχρέωσης του πυλωρού προς ενημέρωση του ΔΣ ή της επιτροπής ελέγχου της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας. Βεβαίως το ζήτημα εξαρτάται από την εξέταση κάθε συγκεκριμένης διάταξης. Πάντως, μπορεί καταρχήν να γίνει δεκτό ότι εκ πρώτης όψεως ο σκοπός της θέσπισης της σχετικής υποχρέωσης, ο οποίος συνίσταται στην εξέταση του ενδεχομένου επαναφοράς στη νομιμότητα, η συγκεκριμένη υποχρέωση επιτελεί ρόλο διορθωτικού μηχανισμού με εσωτερική αναφορά με αποτέλεσμα δυσχερώς να μπορεί να

¹²⁵⁸ Rule 205.3 (d) (2) (iii).

¹²⁵⁹ Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy..., ό.π., 53-54, 58-59. Βλ. τον ίδιο, Corporate Liability Strategies, ό.π., 889, κατά τον οποίο η πραγματική ευθύνη του πυλωρού συνδέεται με την επιβολή καθήκοντος εποπτείας.

αναγνωρισθεί ως άμεσος σκοπός της η προστασία του επενδυτή. Η τελευταία επιτυγχάνεται εξ αντανακλάσεως. Κατά συνέπεια, σε περίπτωση παραβίασης της σχετικής υποχρέωσης από υπόχρεο πυλωρό, δε θεμελιώνεται ευθύνη του έναντι του επενδυτή κατ' άρθρο 914 ΑΚ. Ομοίως συμβαίνει και με την κατ' άρθρο 919 ΑΚ ευθύνη¹²⁶⁰.

Μεταξύ των νομοθετημάτων που αναθέτουν σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα το καθήκον και την υποχρέωση ενημέρωσης των αρχών είναι το σχετικό με την πρόληψη και την καταστολή της νομιμοποίησης των εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας. Στο ελληνικό δίκαιο σχετικά ισχύει ο ν. 4557/2018¹²⁶¹, ενώ σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν υιοθετηθεί η Οδηγία (ΕΕ) 2015/849¹²⁶² και η Οδηγία (ΕΕ) 2018/1673¹²⁶³. Με βάση την ως άνω νομοθεσία επιβάλλεται σε συγκεκριμένες κατηγορίες προσώπων η υποχρέωση λήψη μέτρων επιμέλειας (διαφορετικών βαθμών υπό προϋποθέσεις) με αντικείμενο τον έλεγχο της ταυτότητας του πελάτη και του πραγματικού δικαιούχου και τον έλεγχο της νομιμότητας των συναλλαγών του. Επίσης, τα υπόχρεα πρόσωπα βαρύνονται με υποχρέωση άμεσης ενημέρωσης της αρμόδιας αρχής σε περίπτωση γνώσης ή σοβαρών ενδείξεων ή υπονοιών σχετικά με τον χαρακτήρα χρηματικών ποσών ως αποτελούντων έσοδα από εγκληματικές δραστηριότητες ή σχετίζονται με χρηματοδότηση της τρομοκρατίας. Το ίδιο ισχύει και σε περίπτωση απόπειρας ύποπτης συναλλαγής. Επιπλέον, υποχρεούνται να απέχουν από την ύποπτη συναλλαγή και αν αυτό είναι αδύνατο ή πρόκειται να θέσει σε κίνδυνο τη δίωξη να ενημερώσουν την αρχή αμέσως μετά τη συναλλαγή.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει ο κύκλος των υπόχρεων προσώπων. Σ' αυτά περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων τα πιστωτικά ιδρύματα, οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, οι δικηγόροι, οι ελεγκτές και οι ελεγκτικές εταιρίες. Είναι προφανές ότι πρόκειται για κατηγορίες επαγγελματιών που χαρακτηρίζονται ως πυλωροί της κεφαλαιαγοράς. Σημαντικό είναι το γεγονός ότι όσον αφορά μεταξύ άλλων τους ελεγκτές και τους δικηγόρους οι σχετικές

¹²⁶⁰ Σε κάθε περίπτωση θα ήταν δυσχερής η απόδειξη της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της παράλειψης και της ζημίας.

¹²⁶¹ Ν. 4557/2018 (ΦΕΚ Α' 139/30-7-2018) «Πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας (ενσωμάτωση της Οδηγίας 2015/849/ΕΕ) και άλλες διατάξεις». Με τον νόμο αυτό καταργήθηκαν τα άρθρα 1 έως 54 του ν. 3691/2008 (ΦΕΚ Α 166/5-8-2008) «Πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας και άλλες διατάξεις». Με το άρθρο 55 του ν. 3691/2008 καταργήθηκαν τα άρθρα 1 έως 8 του ν. 2331/1995 (ΦΕΚ Α' 173/1995) «Πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και άλλες ποινικές διατάξεις - Ολομέλεια Αρείου Πάγου - Διαιτησίες και άλλες διατάξεις».

¹²⁶² Οδηγία (ΕΕ) 2015/849 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Μαΐου 2015, «σχετικά με την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες ή για τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας, την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, και την κατάργηση της οδηγίας 2005/60/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και της οδηγίας 2006/70/ΕΚ της Επιτροπής», ΕΕ L 141 της 5.6.2015, σ. 73 έως 117. Με αυτήν καταργήθηκε η Οδηγία 2006/70/ΕΚ της Επιτροπής, της 1ης Αυγούστου 2006, «για τη θέσπιση μέτρων εφαρμογής της οδηγίας 2005/60/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό του πολιτικώς εκτεθειμένου προσώπου και τα τεχνικά κριτήρια για την εφαρμογή της απλουστευμένης δέουσας επιμέλειας ως προς τον πελάτη και την εφαρμογή της εξαίρεσης σε περιπτώσεις άσκησης χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας σε περιστασιακή ή πολύ περιορισμένη βάση», ΕΕ L 214 της 4.8.2006, σ. 29 έως 34. Επίσης, καταργήθηκε η Οδηγία 2005/60/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Οκτωβρίου 2005, «σχετικά με την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας», ΕΕ L 309 της 25.11.2005, σ. 15 έως 36. Με την Οδηγία 2005/60/ΕΚ καταργήθηκε η Οδηγία 91/308/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Ιουνίου 1991 «για την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες», ΕΕ L 166 της 28.6.1991, σ. 77 έως 82.

¹²⁶³ Οδηγία (ΕΕ) 2018/1673 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 23ης Οκτωβρίου 2018, «σχετικά με την καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες μέσω του ποινικού δικαίου» ΕΕ L 284 της 12.11.2018, σ. 22 έως 30. Κατά το άρθρο 13 τα κράτη-μέλη υποχρεούνται να ενσωματώσουν την οδηγία μέχρι την 3^η/12/2020.

υποχρεώσεις τους βαρύνουν μόνο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις κατά τις οποίες η παροχή των υπηρεσιών δεν αφορά την υπεράσπιση ή την προετοιμασία αυτής ή την παροχή σχετικών συμβουλών προς τον πελάτη σχετικών με δίκη. Με τον τρόπο αυτόν διασφαλίζεται ότι οι σχετικές ρυθμίσεις δε θίγουν το δικαίωμα του πελάτη σε δίκαιη δίκη σύμφωνα με το άρθρο 6 της Ευρωπαϊκής Σύμβασης των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου¹²⁶⁴.

Παρά την ομοιότητα ως προς τη διάρθρωση της νομοθεσίας για τη νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητας με τη νομοθεσία για τη διεξαγωγή υποχρεωτικών ελέγχων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των οντοτήτων δημοσίου συμφέροντος, η παραβίαση των θεσπιζόμενων υποχρεώσεων δεν πληροί το παράνομο του άρθρου 914 ΑΚ. Ειδικότερα, από την επισκόπηση των προοιμίων όλων των σχετικών Οδηγιών και τις αιτιολογικές εκθέσεις όλων των σχετικών νόμων προκύπτει ότι σκοπός η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η προστασία της κοινωνίας. Στο πλαίσιο αυτό μεταξύ των σκοπών της σχετικής νομοθεσίας δεν περιλαμβάνεται και η προστασία του μεμονωμένου επενδυτή. Κατά συνέπεια, δεν παρέχεται σ' αυτόν ατομική αξίωση αποζημίωσης για την περίπτωση πρόκλησης ζημίας από την παραβίαση των υποχρεώσεων των υπόχρεων προσώπων προς επίδειξη επιμέλειας, ενημέρωσης των αρχών και αποχής από τις συναλλαγές με τους ύποπτους πελάτες τους.

Το περιεχόμενο του γνωστικού πεδίου με βάση το οποίο ενεργοποιείται η υποχρέωση του πυλωρού προς υποβολή αναφοράς διαφοροποιείται αναλόγως με το πλαίσιο των καθηκόντων του. Έτσι, κατά την κατάστρωση του πλαισίου εντός του οποίου οι ελεγκτές υποχρεούνται σε ενημέρωση των αρμόδιων αρχών, συνήθως τίθεται ως προϋπόθεση γέννησης της υποχρέωσης η γνώση γεγονότων που μπορεί να συνδέονται με παράβαση της νομοθεσίας ή ασκούν επιρροή στο περιεχόμενο της έκθεσης ή δημιουργούν αμφιβολίες για τη συνέχιση λειτουργίας της επιχείρησης. Επίσης, υποχρεούνται να ενημερώσουν αρχικώς την εταιρία σε περίπτωση υποψιών σχετικά με παρατυπίες. Αντίστοιχα, τα πρόσωπα που υποχρεούνται σε ενημέρωση των αρχών σχετικά με τις περιπτώσεις νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες έχουν σχετική υποχρέωση όταν έχουν γνώση ή σοβαρές ενδείξεις ή υποψίες. Αντίθετα, κατά τον Rule 205 οι δικηγόροι πρέπει να αναφέρουν τις περιπτώσεις ουσιωδών παραβάσεων της νομοθεσίας εντός της ιεραρχίας της εταιρίας, εφόσον έχουν σχετικές αποδείξεις.

Από τα παραπάνω συνάγεται το συμπέρασμα ότι το επίπεδο γνώσης συναρτάται με τον τρόπο αντίδρασης. Συγκεκριμένα, η ύπαρξη αμφιβολιών δικαιολογεί, αλλά και επιβάλλει την ενημέρωση της εταιρίας από τον ελεγκτή πριν από την υποβολή σχετικής αναφοράς στις αρμόδιες αρχές. Αντίστοιχα, η γνώση σχετικά με την τέλεση παρατυπιών – σε συνδυασμό με την ένταση αυτών – επιβάλλει την άμεση ενημέρωση των αρχών.

¹²⁶⁴ Το Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων με την απόφαση της 26ης Ιουνίου 2007, *Ordre des barreaux francophones et germanophone και λοιποί κατά Conseil des ministres* C-305/05, EU:C:2007:383, διατακτικό, έκρινε επί προδικαστικού ερωτήματος ότι «η υποχρέωση ενημερώσεως και συνεργασίας με τις αρμόδιες για την καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες αρχές, την οποία προβλέπει το άρθρο 6, παράγραφος 1, της οδηγίας 91/308/ΕΟΚ του Συμβουλίου..., όπως τροποποιήθηκε με την οδηγία 2001/97/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Δεκεμβρίου 2001, και επιβάλλει στους δικηγόρους το άρθρο 2α, σημείο 5, της οδηγίας αυτής, σε συνδυασμό με το άρθρο της 6, παράγραφος 3, δεν προσβάλλει το δικαίωμα για δίκαιη δίκη, όπως κατοχυρώνεται με το άρθρο 6 της ΕΣΔΑ και το άρθρο 6, παράγραφος 2, ΕΕ». Τούτο, καθόσον, όπως αναφέρει στη σκέψη 35 «οι απαιτήσεις που απορρέουν από την υποχρέωση προστασίας του δικαιώματος για δίκαιη δίκη συνδέονται, εξ ορισμού, με ένδικη διαδικασία και λαμβανομένου υπόψη ότι το άρθρο 6, παράγραφος 3, δεύτερο εδάφιο, της οδηγίας 91/308 απαλλάσσει τους δικηγόρους από τις υποχρεώσεις ενημερώσεως και συνεργασίας του άρθρου 6, παράγραφος 1, της οδηγίας αυτής οσάκις οι δραστηριότητές τους συνδέονται με ένδικη διαδικασία, οι απαιτήσεις αυτές πληρούνται».

Ειδικές συνθήκες υπό τις οποίες παρέχει ο πυλωρός τις υπηρεσίες του ομοίως καθορίζουν το περιεχόμενο της αξιούμενης αντίδρασης. Έτσι, ο Rule 205 αναγνωρίζει τις ιδιαιτερότητες που διαμορφώνονται στο πλαίσιο της παροχής νομικών υπηρεσιών με τη βάση την αρχή της εμπιστευτικότητας δικηγόρου και πελάτη. Για τον λόγο αυτό η σχετική υποχρέωση προς ενημέρωση των αρμοδίων στελεχών ή επιτροπών της εταιρίας ενεργοποιείται κατά τη διάταξη αυτή όταν ο δικηγόρος γνωρίζει ότι έχουν λάβει ή πρόκειται να λάβουν χώρα ουσιώδεις παραβάσεις και όχι όταν απλώς έχει ενδείξεις ή υποψίες για την τέλεσή τους.

Η φύση της σχέσης του πυλωρού με τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου καθορίζει τον βαθμό της αξιούμενης από τον νομοθέτη επέμβασής του προς πρόληψη ή καταστολή της απάτης. Παρά το γεγονός ότι γίνεται δεκτό ότι ο δικηγόρος οφείλει να εφαρμόζει τον νόμο, η αρχή της εμπιστευτικότητας και του απορρήτου της επικοινωνίας του με τους πελάτες του περιορίζει τον νομοθέτη κατά τη θέσπιση των τρόπων αντίδρασης του νομικού συμβούλου στην περίπτωση κατά την οποία υποψιάζεται ή διαπιστώνει τη σχεδίαση ή τέλεση παράνομων πράξεων. Έτσι, στις Η.Π.Α. τελικώς η πρόταση του Rule 205 περί θέσπισης της υποχρέωσης του δικηγόρου προς ηχηρή παραίτηση τελικώς δεν υιοθετήθηκε. Ομοίως, ο δικηγόρος δικαιούται, αλλά δεν υποχρεούται στο πλαίσιο της Sarbanes-Oxley Act να προβεί σε καταγγελία προς την αρμόδια αρχή. Τέλος, όριο στο δικηγορικό απόρρητο τίθεται από το νόμο στην περίπτωση τέλεσης συγκεκριμένων εγκλημάτων (μεταξύ των οποίων περιλαμβάνεται και η νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες).

Στο πλαίσιο της καθιέρωσης υποχρέωσης ή δικαιώματος ενημέρωσης της οντότητας ή των αρμόδιων αρχών σημαντική είναι η αναγνώριση δικαιώματος άμυνας στον πυλωρό ιδίως για την περίπτωση κατά την οποία τελικώς αποδεικνύεται ότι δεν υφίστανται παρατυπίες. Έτσι, συνήθως θεσπίζονται ρυθμίσεις με βάση τις οποίες η γνωστοποίηση στις αρχές παρατυπιών δεν αποτελεί παράβαση οποιουδήποτε συμβατικού ή νομικού περιορισμού της γνωστοποίησης πληροφοριών, εφόσον γίνεται με καλή πίστη. Αυτό έχει σημασία ανεξαρτήτως της βασιμότητας της καταγγελίας¹²⁶⁵. Ταυτόχρονα δημιουργεί ιδιαίτερη υποχρέωση για τον πυλωρό. Αυτός πρέπει να ενεργήσει με καλή πίστη. Αυτό προϋποθέτει ότι έχει διενεργήσει κατάλληλη έρευνα, προτού προβεί στη σχετική γνωστοποίηση. Δηλαδή λειτουργεί διττώς: αφενός προστατεύει τον πυλωρό αφετέρου δημιουργεί αυξημένη ευθύνη του.

Προσφάτως διατυπώθηκε στη θεωρία μία πρόταση υπό τον τίτλο «συνεργατικοί πυλωροί» («collaborative gatekeepers»)¹²⁶⁶. Άξονάς της είναι η καθιέρωση υποχρέωσης των πυλωρών προς υποβολή αναφοράς προς τις εποπτικές αρχές σχετικά με την ύπαρξη υπονοιών περί τέλεσης παράνομων πράξεων εκ μέρους του πελάτη τους. Η διατύπωση της πρότασης αυτής γίνεται στο πρότυπο της νομοθεσίας περί νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές ενέργειες. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, όμως, αφορά γενικά κάθε περίπτωση παρανομίας. Μάλιστα, στο πλαίσιο αυτό ο πυλωρός μπορεί να καταγγέλλει και πράξεις που δε φαίνονται παράνομες.

Στόχος της σχετικής πρότασης είναι η συνεργασία των πυλωρών με τις εποπτικές αρχές για την αποτελεσματική πρόληψη και καταστολή παράνομων πράξεων, ιδίως απάτης. Με δεδομένη την αποσπασματική γνώση σχετικών πληροφοριών από τους διάφορους πυλωρούς κρίνεται απαραίτητη η συγκέντρωση και επεξεργασία τους από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές. Οι εκφραστές της εν λόγω θεωρίας αντλώντας επιχειρήματα από την εφαρμογή της νομοθεσίας για

¹²⁶⁵ Πρβλ. άρθρο 75 του ν. 4514/2018 (ΦΕΚ Α 14/30.01.2018 - Διόρθωση σφαλμάτων ΦΕΚ Α 16/31.12.2018) «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις».

¹²⁶⁶ Gadinis, Mangels, ό.π., 797επ..

την πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες προτείνουν τη γενίκευση του σχετικού μοντέλου¹²⁶⁷.

Τα βασικά στοιχεία της πρότασης αυτής είναι έξι¹²⁶⁸. Πρώτον, ο πυλωρός που υποψιάζεται ότι ο πελάτης του εμπλέκεται σε κακή διαχείριση («misconduct») υποχρεούται αμέσως να υποβάλει σχετική αναφορά στην αρμόδια εποπτική αρχή. Δεύτερον, προκειμένου να παρασχεθεί σχετικό κίνητρο στον πυλωρό και να προστατευθεί η σχέση του με τον πελάτη του διατηρείται η ανωνυμία της καταγγελίας¹²⁶⁹. Τρίτον, η μη τήρηση της υποχρέωσης συνδέεται με κυρώσεις (αστικές, ποινικές, διοικητικές). Τέταρτον, με την υποβολή της αναφοράς εξαντλείται η υποχρέωση και δεν απαιτούνται άλλες ενέργειες. Πέμπτον, ως κίνητρο προβλέπεται η απαλλαγή του πυλωρού από την ευθύνη, εφόσον ο πυλωρός συνεχίζει να δρα με καλή πίστη και μετά την υποβολή της καταγγελίας. Τέλος, η θέσπιση της ως άνω υποχρέωσης δεν καταργεί τις υφιστάμενες ρυθμίσεις (λ.χ. άρθρο 11 της Securities Act των Η.Π.Α.).

Κατά της πρότασης αυτής έχουν διατυπωθεί σοβαρές επιφυλάξεις¹²⁷⁰. Εκκινώντας από την αφετηρία της παράλληλης εφαρμογής των προτεινόμενων ρυθμίσεων με τις ήδη ισχύουσες παρατηρείται ότι πρέπει να ερμηνευθεί η προϋπόθεση της απαλλαγής του πυλωρού από την ευθύνη, σύμφωνα με την οποία πρέπει αυτός μετά την καταγγελία να δρα με καλή πίστη. Αν με την υποβολή της αναφοράς ο πυλωρός απαλλάσσεται και από την ευθύνη λ.χ. για το ενημερωτικό δελτίο, τότε μειώνεται η ποσότητα και η ποιότητα των ληπτέων μέτρων: Ο πυλωρός αρκεί να αναφέρει υπόνοιες και δεν απαιτείται να προβεί σε περαιτέρω έρευνα. Αν, αντίθετα, δεν απαλλάσσεται από την ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο, τότε ουσιαστικά διευρύνεται ο βαθμός της υποχρέωσής του και το πεδίο ευθύνης του.

Θα μπορούσε να εξετασθεί το ενδεχόμενο θέσπισης της υποχρέωσης αναφοράς για υπόνοιες και την κατάργηση του ισχύοντος πλαισίου ευθύνης. Η αντικατάσταση αυτή θα είχε ως αποτέλεσμα την ευθύνη του πυλωρού έναντι των επενδυτών λόγω παράλειψης υποβολής της αναφοράς. Είναι, όμως, εξαιρετικά αμφίβολο κατά πόσο θα μπορούσε να θεωρηθεί ισοδύναμη η παρεχόμενη προστασία με αυτήν που παρέχεται λ.χ. στο πλαίσιο της ευθύνης για το ενημερωτικό δελτίο. Αυτός είναι, άλλωστε, ο λόγος που δεν προτάθηκε η αντικατάσταση, αλλά η παράλληλη ισχύς.

Η πρόταση των συνεργατικών πυλωρών έχει πλεονεκτήματα. Λαμβάνει υπ' όψιν την ανάγκη συγκέντρωσης των «αποκεντρωμένων» πληροφοριών. Μειώνει τον βαθμό των συγκρούσεων συμφερόντων, καθώς αρκούμενη σε υπόνοιες ενεργοποιεί τη σχετική υποχρέωση στο αρχικό στάδιο των σχέσεων πυλωρού-πελάτη. Εντάσσει στη σχετική διαδικασία την τεχνολογία. Διατηρεί δε την αξία της σε θεωρητικό επίπεδο, καθώς αποτελεί αναπαράσταση της στάθμισης παραγόντων κατά τη νομοθετική διαμόρφωση σχετικών υποχρεώσεων. Έτσι, σε επίπεδο τεχνικής είναι αξιοπρόσεκτος ο τρόπος κατά τον οποίο αναζητείται η κατάλληλη «δοσολογία» για την ενεργοποίηση του σχετικού καθήκοντος¹²⁷¹.

Ταυτόχρονα, εντοπίζονται κάποιες αδυναμίες της συγκεκριμένης πρότασης. Υπερεκτιμάται η δυνατότητα του κρατικού μηχανισμού σε ανθρώπινο δυναμικό και σε πόρους. Πέραν των όσων ήδη επισημάνθηκαν σε σχέση με την παράλληλη εφαρμογή της ισχύουσας

¹²⁶⁷ Gadinis, Mangels, ό.π., 846επ., 874επ..

¹²⁶⁸ Βλ. Αναλυτικά σε Gadinis, Mangels, ό.π., 797επ..

¹²⁶⁹ Πρβλ. 39 του ν. 4443/2016 και τη με αριθμό 1/798/12.10.2017 απόφαση του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

¹²⁷⁰ Ειδικότερα και αναλυτικά βλ. Tuch, The Limits of Gatekeeper Liability, Wash. & Lee L. Rev. Online 2017, 619επ..

¹²⁷¹ Πρβλ. Le Mire, Parker, ό.π., 114, κατά τις οποίες ενόψει του καθήκοντος εχεμύθειας που βαρύνει τον δικηγόρο έναντι του πελάτη του οι σχετικοί με υποχρεώσεις «whistleblower» κανόνες συμπεριφοράς πρέπει να αφορούν περιπτώσεις κατά τις οποίες ο δικηγόρος έχει επαρκή στοιχεία για παραβίαση νόμου.

νομοθεσίας, είναι αμφισβητήσιμο κατά πόσο μπορεί να γενικευθεί μία τέτοια υποχρέωση αναφοράς στις εποπτικές αρχές, τη στιγμή μάλιστα κατά την οποία μπορεί να καταγγέλλονται και μη παράνομες ενέργειες. Περαιτέρω, η ανωνυμία αποτελεί σκόπελο για την άσκηση των δικαιωμάτων των επενδυτών, ενώ το στοιχείο της υπόνοιας ενδέχεται να δημιουργήσει προβλήματα σε επίπεδο αιτιώδους συνδέσμου ή ποσοτικοποίησης της ζημίας.

Κεφάλαιο Δ' : Ουσιαστικά και δικονομικά ζητήματα της αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρείται μία παράλληλη επισκόπηση των ουσιαστικών και δικονομικών ζητημάτων σε όλες τις βάσεις της αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών. Ως βάση της ανάπτυξης τίθεται ο προσδιορισμός των απαιτούμενων για το ορισμένο της σχετικής αγωγής στοιχείων. Παρά το γεγονός ότι συνήθως η σχετική ενότητα έπεται της έκθεσης των ουσιαστικών προϋποθέσεων εφαρμογής ενός κανόνα δικαίου, κρίνεται ότι ενόψει της πληθώρας των σχετικών νόμιμων βάσεων η συγκεκριμένη επιλογή μπορεί να αποτελέσει ασφαλή αφετηρία για την καλύτερη οργάνωση του κεφαλαίου αυτού. Με δεδομένο ότι έχει ήδη γίνει λόγος για το περιεχόμενο της τηρητέας συμπεριφοράς των πυλωρών στο αμέσως προηγούμενο κεφάλαιο, σχετική επανάληψη κρίνεται περιττή.

1. Στοιχεία αγωγής

Όπως εκτέθηκε στην οικεία θέση της παρούσας μελέτης το ελληνικό δίκαιο διαθέτει διάφορες βάσεις θεμελίωσης ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών. Αυτές είναι η συμβατική, οι οιονεί συμβατικές και η αδικοπρακτική. Βεβαίως δεν τυγχάνουν όλες τον ίδιο βαθμό αποδοχής από τη θεωρία όσον αφορά τη θεμελίωση εκάστης εξ αυτών και την πιθανότητα ευδοκίμησης σχετικής αγωγής με βάση την αντίστοιχη βάση. Ανεξαρτήτως των ανωτέρω, χρήσιμη κρίνεται η αναφορά στα στοιχεία που απαιτούνται για το ορισμένο της αγωγής αναλόγως με την προβαλλόμενη νομική βάση και μέσω αυτών η ανάπτυξη των ειδικότερων ζητημάτων που ανακύπτουν.

Η αγωγή με συμβατική ή οιονεί συμβατική βάση πρέπει να συντάσσεται σύμφωνα με το άρθρο 216 ΚΠολΔ προκειμένου να είναι ορισμένη. Πέραν των στοιχείων που αναφέρονται στα άρθρα 117 ή 118 ΚΠολΔ, πρέπει να αναφέρονται με τρόπο σαφή τα πραγματικά περιστατικά στα οποία επιχειρείται η θεμελίωση της αξίωσης του ενάγοντος, να περιγράφεται ακριβώς το αντικείμενο της αγωγής και να προβάλλεται σχετικό αίτημα. Μεγαλύτερο ενδιαφέρον εν προκειμένω παρουσιάζει η έκθεση όλων των θεμελιωτικών της αγωγής περιστατικών. Αυτή εξαρτάται από και διαφοροποιείται ανάλογα με τη φύση της επικαλούμενης εκ μέρους του ενάγοντος φύσης της σύμβασης.

Σε περίπτωση σύμβασης έργου ο επενδυτής οφείλει να επικαλεσθεί τα κατ' άρθρα 681επ. ΑΚ στοιχεία. Στη σχετική αγωγή κατά του πυλωρού πρέπει να εκθέτει: α) τη σύναψη σύμβασης έργου με συμβαλλόμενους τον εκδότη και τον πυλωρό, β) το συγκεκριμένο έργο η εκτέλεση του οποίου συμφωνήθηκε, γ) την εκτέλεση του έργου, δ) τα ελαττώματά του (δηλαδή το γεγονός ότι η πληροφόρηση είναι αναληθής ή ελλιπής), ε) τη ζημία που υπέστη ο επενδυτής και στ) τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ των ελαττωμάτων και της ζημίας¹²⁷².

Σε περίπτωση σύμβασης παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών ο ενάγων οφείλει να εκθέσει στην αγωγή του κατά του πυλωρού: α) τη σύναψη σύμβασης μεταξύ του εκδότη και του πυλωρού, β) ότι ως αντικείμενο της σύμβασης συμφωνήθηκε η παροχή του πυλωρού προς τον εκδότη υπηρεσιών κατ' ανεξάρτητο τρόπο, γ) την παραβίαση από τον πυλωρό συμβατικής υποχρέωσής του, δ) τη ζημία του επενδυτή και ε) την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της παραβίασης και της ζημίας.

¹²⁷² ΑΠ 2466/2007, ΕλλΔνη 2008, 933· ΕφΛαρ 116/2010, ΝΟΜΟΣ· ΕφΑθ 3686/2009, ΕλλΔνη 2009, 1521. Το πταίσμα του εναγομένου τεκμαίρεται (ΑΠ 1336/2008, ΝΟΜΟΣ).

Σε περίπτωση σύμβασης εντολής ο επενδυτής πρέπει να επικαλεσθεί τα κατά τα άρθρα 713 και 714 ΑΚ στοιχεία. Ειδικότερα, στο δικόγραφο του πρέπει να εκτίθενται: α) η σύναψη σύμβασης μεταξύ εκδότη και πωλωρού με αντικείμενο τη διεξαγωγή από τον τελευταίο υπόθεσης που του αναθέτει ο πρώτος, β) εκτέλεση της εντολής, γ) πράξη ή παράλειψη, δ) ζημία του επενδυτή και ε) αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της πράξης ή παράλειψης και της ζημίας¹²⁷³.

Στην προκείμενη περίπτωση (αγωγή επενδυτή ως τρίτου) τα ως άνω στοιχεία δεν επαρκούν. Κάποια εξ αυτών θεμελιώνουν τη σύναψη σύμβασης μεταξύ άλλων προσώπων (στα οποία δεν περιλαμβάνεται ο επενδυτής), ενώ αντίθετα από κανένα δεν εξηγείται η θεμελίωση σχέση του επενδυτή με τη σύμβαση. Υπό τους όρους αυτούς ευθύνη του πωλωρού έναντι του επενδυτή για τη ζημία που υπέστη δεν μπορεί να δικαιολογηθεί και να θεμελιωθεί με βάση τη σύμβαση αυτή. Επομένως, για το ορισμένο της αγωγής απαιτείται ένα πρόσθετο στοιχείο.

Το συνδετικό στοιχείο που νομιμοποιεί ενεργητικά τον επενδυτή στην άσκηση της αγωγής αυτής είναι η επίκληση των διατάξεων σχετικά με τη γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου¹²⁷⁴. Η σχετική αγωγή, επομένως, πρέπει να περιέχει ισχυρισμό ότι με τη σύμβασή τους εκδότης και πωλωρός αναγνώρισαν συμφέρον του επενδυτή στη συμβατική παροχή και μάλιστα χορήγησαν σ' αυτόν δικαίωμα να ζητήσει την εκτέλεση της παροχής απευθείας από τον πωλωρό. Εναλλακτικώς, ο επενδυτής οφείλει να επικαλεσθεί πραγματικά περιστατικά από τα οποία με τη βοήθεια των άρθρων 173 και 200 ΑΚ προκύπτει ότι τέτοια ήταν η θέληση των συμβαλλομένων ή από τα οποία συνάγεται με βάση τη φύση και τον σκοπό της σύμβασης ότι ο επενδυτής έχει τέτοιο δικαίωμα¹²⁷⁵.

Στην περίπτωση που ήθελε κριθεί ότι η κατασκευή της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου μπορεί να υποστηριχθεί στην περίπτωση της ευθύνης των πωλωρών έναντι των επενδυτών κατά το ελληνικό δίκαιο, πρέπει να τηρηθεί και ως προς αυτήν το άρθρο 216 ΚΠολΔ. Εδώ ο επενδυτής πρέπει να εκθέσει εκείνα τα πραγματικά περιστατικά με βάση τα οποία προκύπτει ότι από τη σύμβαση που ήδη περιγράφηκε ανωτέρω και συνήφθη μεταξύ τρίτων παράγεται υποχρέωση του πωλωρού προς προστασία τρίτων για τους οποίους είναι διαγνώσιμο εκ των προτέρων ότι θα κάνουν χρήση της παροχής της σύμβασης. Συνήθως, βέβαια η σαφής παρουσίαση του περιεχομένου της σύμβασης θα αρκεί προκειμένου να σχηματισθεί δικανική πεποίθηση σχετικά με τη συνδρομή των όρων εφαρμογής της κατασκευής αυτής¹²⁷⁶.

Αν σκοπός του επενδυτή είναι η εφαρμογή των διατάξεων περί ευθύνης από τις διαπραγματεύσεις πρέπει να επικαλεσθεί τα εξής: α) την ύπαρξη σταδίου διαπραγματεύσεων, β) συμπεριφορά του πωλωρού αντίθετη στην καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη, γ) υπαιτιότητά του, δ) ζημία του επενδυτή και ε) αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της ζημίας και της συμπεριφοράς του πωλωρού¹²⁷⁷.

Οι αδικοπρακτικού χαρακτήρα βάσεις ευθύνης έχουν παρόμοια διάταξη του περιεχομένου των θεσπιζόμενων κανόνων δικαίου. Τα άρθρα 914 και 919, 8 του ν. 2251/1994,

¹²⁷³ ΑΠ 1675/2014, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 637/2011, ΝΟΜΟΣ· ΑΠ 118/2002, ΕλλΔνη 43, 1046. Το πταίσμα του εναγομένου τεκμαίρεται (ΑΠ 1675/2014, ΝΟΜΟΣ).

¹²⁷⁴ Άρθρα 410επ. ΑΚ.

¹²⁷⁵ Κατά την κρίση σχετικά με τη φύση και τον σκοπό της σύμβασης (κρίση που λαμβάνει χώρα με κριτήρια αντικειμενικά) δεν πρέπει να αποκλεισθούν τα μη περιεχόμενα στη σύμβαση στοιχεία, με βάση τα οποία μπορεί να διευκρινισθούν οι συνθήκες σύναψης της σύμβασης ή να γίνει σύγκριση με όμοιους είδους και αντικειμένου συμβάσεις μεταξύ των ίδιων προσώπων ή του ίδιου συναλλακτικού κύκλου.

¹²⁷⁶ Στην περίπτωση αυτή η απάντηση βρίσκεται στην ίδια τη σύμβαση μετά από συνεκτίμηση της ιδιότητας των συμβαλλομένων και του τρίτου.

¹²⁷⁷ ΕφΑθ 4913/1991, ΕλλΔνη 1992, 881· ΕφΑθ 1204/1986, ΕλλΔνη 1988, 913· ΠΠρΖακ 72/2013, ΝΟΜΟΣ· ΜΠρΠατρ 465/2012, ΝΟΜΟΣ. Διχασμένη η θεωρία ως προς το ζήτημα αν η υπαιτιότητα αποτελεί στοιχείο της αγωγής ή όχι, βλ. Κανάση, ό.π., αρ. 51.

61 του ν. 4706/2020, 25 του ν. 3401/2005 και 35α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 αναφέρονται σε παρόμοια στοιχεία: α) πράξη, β) παρανομία, γ) ζημία, δ) υπαιτιότητα και ε) αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ παράνομης πράξης και ζημίας¹²⁷⁸. Η παρανομία νοείται ως παρανομία του άρθρου 914 ΑΚ ή ως αντίθεση στα χρηστά ήθη ή ως ανακρίβεια στο ενημερωτικό δελτίο ή ως παραβίαση των κανόνων του οικείου παραρτήματος του Κανονισμού 1060/2009 – αναλόγως με την εφαρμοστέα ρύθμιση. Ομοίως, κυμαίνεται ο απαιτούμενος βαθμός υπαιτιότητας (στα άρθρα 914 ΑΚ, 8 του ν. 2251/1994, 61 του ν. 4706/2020 και 25 του ν. 3401/2005 αρκεί οποιαδήποτε υπαιτιότητα¹²⁷⁹, το άρθρο 919 ΑΚ απαιτεί δόλο, ενώ κατά το άρθρο 35α του Κανονισμού 1060/2009 απαιτείται δόλος ή βαριά αμέλεια).

2. Το βάρος απόδειξης

Κατά την κατάσταση του δικονομικού πλαισίου ο νομοθέτης κατανέμει το βάρος απόδειξης των κρίσιμων για την επέλευση των έννομων συνεπειών του εφαρμοστέου κανόνα δικαίου μεταξύ των διαδίκων. Η σχετική επιλογή είναι κρίσιμη, καθώς προσδιορίζει το σημείο εκκίνησης εκάστου των διαδίκων στο πλαίσιο της δίκης. Έτσι, ο φέρων το βάρος απόδειξης βρίσκεται κατά την έναρξη και κατά τη διάρκεια της δίκης σε μειονεκτική θέση σε σχέση με τον αντίδικό του, διότι οφείλει να καταβάλει μεγαλύτερη προσπάθεια σε επίπεδο απόδειξης: πρέπει να αποδείξει τους ισχυρισμούς του. Αντιθέτως, ο αντίδικός του αρκεί να προσπαθήσει να ανταποδείξει ότι δε μπορεί να σχηματισθεί πλήρης δικανική πεποίθηση ή πιθανολόγηση σχετικά με την ύπαρξη της προβαλλόμενης αξίωσης. Το περιεχόμενο των κανόνων κατανομής του βάρους απόδειξης επηρεάζει κατά τούτο το επίπεδο προστασίας εκάστου των διαδίκων¹²⁸⁰. Αυτό συμβαίνει και στην περίπτωση αγωγής επενδυτή κατά πωλωρού: Όσο μεγαλύτερο είναι το εύρος των ζητημάτων για την απόδειξη των οποίων βαρύνεται ο επενδυτής τόσο χαμηλότερος είναι ο βαθμός προστασίας της σχετικής αξίωσής του. Στην αντίστροφη περίπτωση επιτείνεται ο φόβος αλματώδους αύξησης των σχετικών αγωγών και ευθύνης των πωλωρών σε απροσδιόριστο βαθμό έναντι απροσδιόριστου αριθμού επενδυτών¹²⁸¹.

Στο ελληνικό δίκαιο ισχύει ο κανόνας του άρθρου 338 ΚΠολΔ επιδεχόμενος εξαιρέσεις που εισάγονται με ειδικές διατάξεις¹²⁸². Κατ' αρχήν, έκαστος διάδικος οφείλει να αποδείξει τα πραγματικά περιστατικά που απαιτούνται για τη θεμελίωση της αξίωσής του. Το βάρος αυτό καταλαμβάνει την απόδειξη των ισχυρισμών και όχι των αρνήσεων. Σε περίπτωση νομικού τεκμηρίου τα περιστατικά που καλύπτει θεωρούνται αποδεδειγμένα, αλλά επιτρέπεται ανταπόδειξη (αν δεν ορίζεται διαφορετικά). Κατά συνέπεια, για την εφαρμογή των άρθρων 914 ή 919 ΑΚ ο επενδυτής που ασκεί αγωγή κατά πωλωρού πρέπει να αποδείξει το σύνολο των πραγματικών περιστατικών που απαιτούνται από τα άρθρα αυτά για τη θεμελίωση αξίωσης αποζημίωσης. Πρέπει δηλαδή να αποδείξει την πράξη, την παρανομία, την υπαιτιότητα, τη

¹²⁷⁸ Βλ. ΠΠρΑθ 1461/2010, ΝΟΜΟΣ.

¹²⁷⁹ Βλ. όμως Mastromanolis, ό.π., υπό C.I.5 σχετικά με τον περιορισμό της ευθύνης εκ του άρθρου 914 ΑΚ με αποτέλεσμα την απαλλαγή για ελαφριά αμέλεια.

¹²⁸⁰ Picciau, *The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis*, ECFR 2018, 342.

¹²⁸¹ Picciau, ό.π., 387.

¹²⁸² Βλ. αναλυτικώς για το βάρος απόδειξης κατά το άρθρο 338 ΚΠολΔ Μαργαρίτη Μ., Μαργαρίτη Α., Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, Θεωρία-Νομολογία, τόμος Ι, 2^η έκδοση, εκδόσεις Π.Ν. Σάκκουλας, 2018, άρθρο 338 αρ. 1 επ..

ζημία και τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ νόμιμου λόγου ευθύνης και ζημίας¹²⁸³ (υπό τη μορφή τόσο αιτιώδους συνδέσμου πράξης και συναλλαγής όσο και αιτιώδους συνδέσμου πράξης και ζημίας)¹²⁸⁴.

Ειδικές διατάξεις εισάγουν απόκλιση από τον συγκεκριμένο κανόνα κατανομής του βάρους απόδειξης. Έτσι, κατά το άρθρο 8 του ν. 2251/1994 ο πωλωρός είναι εκείνος που οφείλει να αποδείξει την έλλειψη παρανομίας και υπαιτιότητας και την έλλειψη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της υπαίτιας και παράνομης πράξης και της ζημίας¹²⁸⁵. Κατά το άρθρο 61 του ν. 4706/2020 ο πωλωρός φέρει το βάρος απόδειξης της έλλειψης υπαιτιότητας¹²⁸⁶. Κατά το άρθρο 35α του Κανονισμού 1060/2009 προβλέπεται μόνο ότι ο επενδυτής πρέπει να αποδείξει με ακριβή και λεπτομερή στοιχεία την παράβαση του οίκου αξιολόγησης, καθώς επίσης την αιτιότητα της συναλλαγής (υπό τη μορφή μάλιστα της επίδειξης εύλογης πίστης στην αξιολόγηση).

Στο παρελθόν έχει επιχειρηθεί η μέσω ερμηνείας αντιστροφή του βάρους της απόδειξης στην περίπτωση της ευθύνης των ελεγκτών με βάση το άρθρο 29 του 3693/2008. Ειδικότερα, υποστηρίχθηκε ότι κατ' απόκλιση των ισχυόντων επί αδιοπρακτικής ευθύνης πρέπει να ερμηνευτικά να γίνει δεκτή η αντιστροφή του βάρους απόδειξης ως προς το ζήτημα της υπαιτιότητας, ώστε ο εναγόμενος ελεγκτής να οφείλει να αποδείξει ότι δε βαρύνεται με πταίσμα¹²⁸⁷. Η αντιστροφή κρίθηκε κατά την άποψη αυτή αναγκαία, διότι λόγω των εξειδικευμένου αντικειμένου του ελέγχου ο ζημιωθείς αντιμετωπίζει δυσκολία στην απόδειξη της υπαιτιότητας του ελεγκτή¹²⁸⁸. Η εν λόγω άποψη επί της ουσίας προβαίνει σε εφαρμογή της γερμανικής θεωρίας των σφαιρών επιρροής, σύμφωνα με την οποία έκαστος διάδικος βαρύνεται με την απόδειξη των πραγματικών περιστατικών που βρίσκονται στη σφαίρα επιρροής του¹²⁸⁹. Ωστόσο, η συγκεκριμένη θεωρία δεν μπορεί να γίνει δεκτή στο ελληνικό αστικό δικονομικό δίκαιο ενόψει της διάταξης του άρθρου 338 ΚΠολΔ¹²⁹⁰.

3. Αιτιώδης σύνδεσμος

Απαραίτητη προϋπόθεση για τη στοιχειοθέτηση αδιοπρακτικής ευθύνης του πωλωρού έναντι του επενδυτή είναι η ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου¹²⁹¹. Η απλή αναφορά, όμως, σε

¹²⁸³ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 914 αρ. 49.

¹²⁸⁴ Βλ. ιδίως Λιάπη, Αποζημίωση..., ό.π., 120.

¹²⁸⁵ Αντιθέτως, ο επενδυτής πρέπει να αποδείξει την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της παροχής της υπηρεσίας και της ζημίας του. Βλ. Φουντεδάκη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2018, ό.π., 25-26· Καρακώστα, Καραμπατζό, ό.π..

¹²⁸⁶ Όχι και της έλλειψης παρανομίας. Βλ. Αυγητίδη, Η ευθύνη..., ό.π., 250-251· Παπανικολάου, ό.π., 176. Το αυτό ήταν το περιεχόμενο της ρύθμισης του άρθρου 25 του ν. 3401/2005.

¹²⁸⁷ Δεσποτίδου, ό.π., 966. Κατά την ίδια η φύση του συγκεκριμένου λόγου ευθύνης είναι αδιοπρακτική.

¹²⁸⁸ Δεσποτίδου, ό.π., 967.

¹²⁸⁹ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ό.π., άρθρο 338 αρ. 8. Βλ. όμως και Σκόντζο, Ζητήματα κατανομής του βάρους απόδειξης στο Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή (μετά και τον Ν. 4512/2018 και την πρόσφατη νομολογία), ΕφΑΔΠολΔ 2018, 1056-1057.

¹²⁹⁰ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ό.π., άρθρο 338 αρ. 8.

¹²⁹¹ Στο ελληνικό αστικό δίκαιο η εξέταση του αιτιώδους συνδέσμου γίνεται με βάση τη θεωρία του ισοδυνάμου των όρων, τη θεωρία της πρόσφορης αιτίας και τη θεωρία του σκοπού του νόμου. Αναλυτικά για τις θεωρίες αυτές βλ. Σταθόπουλο, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 582επ.. Η παρούσα διατριβή – χωρίς να προβαίνει σε ανάλυση των ως άνω θεωριών, ως προς τις οποίες η σχετική βιβλιογραφία είναι εκτενής – εστιάζει στα ειδικότερα ζητήματα που ανακύπτουν σε σχέση με τον αιτιώδη σύνδεσμο στην περίπτωση της αστικής ευθύνης των πωλωρών της κεφαλαιαγοράς έναντι των επενδυτών. Σχετικά με την απόδειξη του αιτιώδους συνδέσμου επί αδιοπρακτικής ευθύνης του νηογνώμονος έναντι τρίτου βλ. Αθανασίου, Έργο και ευθύνη..., ό.π., 99-100.

«αιτιώδη σύνδεσμο» χωρίς προσδιορισμό των συνδεόμενων στοιχείων θα ήταν αόριστη. Η αιτιώδης συνάφεια αφορά δύο ζεύγη εξεταζόμενων στοιχείων¹²⁹². Πρώτον, απαιτείται αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ του νόμιμου λόγου ευθύνης και της απόφασης επένδυσης. Πρόκειται για τη λεγόμενη αιτιότητα συναλλαγής ή θεμελιωτική αιτιότητα¹²⁹³. Ο επενδυτής (εφόσον η εφαρμοστέα διάταξη επιρρίπτει το σχετικό βάρος σε αυτόν) οφείλει να αποδείξει ότι, αν δε λάμβανε χώρα η συμπεριφορά του πυλωρού (λ.χ. σύνταξη εσφαλμένης έκθεσης ελέγχου από νόμιμο ελεγκτή ή σύνταξη έκθεσης αξιολόγησης από οίκο αξιολόγησης που βρίσκεται σε σύγκρουση καθηκόντων), δε θα λάμβανε τη συγκεκριμένη επενδυτική απόφαση που έλαβε¹²⁹⁴. Δεύτερον, πρέπει να υφίσταται αιτιώδης συνάφεια μεταξύ του νόμιμου λόγου ευθύνης και της ζημίας. Είναι η ονομαζόμενη αιτιότητα ζημίας ή πληρωτική αιτιότητα¹²⁹⁵. Ομοίως, αν ο ενάγων έχει το βάρος απόδειξης, πρέπει να αποδείξει ότι η ζημία την αποκατάσταση της οποίας αιτείται δε θα είχε προκληθεί ελλείψει της συμπεριφοράς του πυλωρού. Όπως συχνά υποστηρίζεται, αν δεν απαιτούνταν η αιτιότητα της ζημίας η αξίωση της αποζημίωσης θα λειτουργούσε ως ευρείας έκτασης ασφάλιση του ζημιωθέντος επενδυτή¹²⁹⁶.

3.1 Η αιτιότητα συναλλαγής

3.1.1 Γενικά

Όσον αφορά την αιτιότητα της συναλλαγής ο επενδυτής φέρων συνήθως το σχετικό βάρος πρέπει να αποδείξει μεταξύ άλλων ότι διάβασε ή έμαθε το ακριβές περιεχόμενο της σχετικής δήλωσης, γνώμης, εκτίμησης ή πιστοποίησης του πυλωρού. Πρόκειται για το πρώτο στάδιο. Στη συνέχεια, πρέπει να αποδείξει ότι στηρίχθηκε στο προϊόν της υπηρεσίας του πυλωρού κατά τη λήψη της επενδυτικής απόφασης και ότι χωρίς αυτό, το περιεχόμενο της απόφασής του θα ήταν διαφορετικό¹²⁹⁷.

Ενδεικτικό της αιτιότητας συναλλαγής είναι το παράδειγμα που χρησιμοποίησε το Πέμπτο Περιφερειακό Εφετείο των Η.Π.Α. (Court of Appeals, Fifth Circuit) στην υπόθεση *Ludlow v. BP P.L.C.*. Βεβαίως η υπόθεση αφορά ευθύνη της εκδότριας εταιρίας και όχι κάποιου πυλωρού, αλλά είναι χρήσιμη για την κατανόηση του ζητήματος της αιτιότητας της συναλλαγής (η μεταβολή της ιδιότητας του εναγομένου δεν ασκεί επιρροή). Έστω ότι ο κίνδυνος διαρροής πετρελαίου ανέρχεται σε 2%, ενώ η εταιρία έχει δημοσιεύσει δηλώσεις με βάση τις οποίες ο κίνδυνος είναι 0,5%. Ας υποτεθεί επίσης ότι δύο ταμεία («funds») επιθυμούν να επενδύσουν στην εταιρία αυτή. Το ένα έχει συντηρητική πολιτική, σύμφωνα με την οποία απαγορεύεται η επένδυση σε μία εταιρία όταν ο κίνδυνος καταστροφικού γεγονότος υπερβαίνει το 1%, ενώ το όριο που τηρεί το άλλο ταμείο είναι 2%. Αμφότερα προέβησαν σε επένδυση μετά την

¹²⁹² Η σχετική διάκριση προέρχεται από τη γερμανική θεωρία και νομολογία. Βλ. Λιάπη, Η αιτιώδης συνάφεια στην ευθύνη από ενημερωτικό δελτίο. Συμβολή στις έννοιες της θεμελιωτικής, πληρωτικής και τυποποιημένης αιτιότητας, ΔΕΕ 2003, 138επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>. Δεν υιοθετείται από τα ελληνικά δικαστήρια. Βλ. σχετικά *Mastromanolis*, ό.π., υπό C.I.6.

¹²⁹³ *Vandendriessche*, ό.π., 111-112, Λιάπης, Η αιτιώδης συνάφεια..., ό.π. υπό Π.Β.

¹²⁹⁴ Πρβλ. ΜονΠρΑθ 424/2019, ΝΟΜΟΣ, η οποία αφορά αίτηση συντηρητικής κατάσχεσης επενδυτών σε βάρος ανώνυμης εταιρίας και των μελών του ΔΣ αυτής. Κατά την *Vandendriessche*, ό.π., 114, πρέπει να εξετασθεί η συμπεριφορά την οποία θα είχε επιδείξει ο επενδυτής, αν δεν είχε λάβει χώρα η συμπεριφορά του ζημιώσαντος.

¹²⁹⁵ Λιάπης, Η αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., υπό Π.Β· *Vandendriessche*, ό.π., 111.

¹²⁹⁶ *Dura*, 544 U.S. at 345, 125 S.Ct. 1627 (2005)· *Ludlow v. BP P.L.C.*, 800 F.3d 674, 682, 690 (5th Cir. 2015).

¹²⁹⁷ Αν ο επενδυτής γνώριζε το αναληθές της πληροφορίας ή δεν τον ενδιέφερε η αλήθειά της, τότε δεν υφίσταται αιτιώδης σύνδεσμος. Στην υπόθεση που ήχθη ενώπιον δικαστηρίου της Αυστραλίας, *In the matter of HII Insurance Limited (In Liquidation)* [2016] NSWSC 482, σκέψη 72, γίνεται λόγος σ' αυτήν την περίπτωση περί «novus actus interveniens».

εσφαλμένη ανακοίνωση. Στην περίπτωση του ταμείου με τη συντηρητική πολιτική, αυτό δε θα είχε προβεί στην επένδυση, αν γνώριζε την αλήθεια. Αντιθέτως, η απόφαση του άλλου ταμείου δε θα διαφοροποιούνταν. Μόνο το ταμείο με τη συντηρητική πολιτική πρέπει να αποζημιωθεί, καθόσον μόνο σ' αυτό υπάρχει αιτιότητα συναλλαγής¹²⁹⁸.

Το αποδεικτέο γεγονός διαφοροποιείται αναλόγως της φύσης του σφάλματος της παρασχεθείσας πληροφορίας αφενός ως ανακρίβειας ή αναλήθειας αφετέρου ως παράλειψης αναφοράς γεγονότος. Στην πρώτη περίπτωση ο επενδυτής (υπό την προϋπόθεση ότι κατά τον εφαρμοστέο κανόνα δικαίου φέρει το βάρος απόδειξης) πρέπει να αποδείξει ότι στήριξε την επενδυτική απόφασή του στην εσφαλμένη πληροφορία που του παρεσχέθη. Στη δεύτερη περίπτωση, στην οποία δεν μπορεί να αποδειχθεί ότι στηρίχθηκε στην παράλειψη, πρέπει να αποδείξει ότι στηρίχθηκε στην «επαρκή πληροφόρηση»¹²⁹⁹ που του παρεσχέθη (η οποία του παρεσχέθη ως επαρκής και εξελήφθη από τον ίδιο ως τέτοια). Ταυτόχρονα πρέπει να αποδείξει ότι, αν γνώριζε την αλήθεια, θα είχε πράξει διαφορετικά. Είναι πρόδηλο ότι η απόδειξη συνδέεται στενά με υποθετικά γεγονότα. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο συχνά η νομολογία των Η.Π.Α. σε περιπτώσεις αγωγών σχετικών με απάτη συνιστάμενη σε απόκρυψη ουσιωδών γεγονότων καταλήγει στο συμπέρασμα ότι σε τέτοιες περιπτώσεις δεν απαιτείται η απόδειξη της επιδειχθείσας εμπιστοσύνης, αλλά αρκεί η απόδειξη της ύπαρξης υποχρέωσης δημοσίευσης ουσιώδους πληροφορίας και η παραβίασή της^{1300 1301}. Το Supreme Court στην απόφαση *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* έκρινε ότι δεν απαιτείται η απόδειξη της αιτιότητας της συναλλαγής («reliance»), αλλά αρκεί να αποδειχθεί ότι τα μη δημοσιευθέντα γεγονότα ήταν ουσιώδη, δηλαδή τέτοια που θεωρούνται σημαντικά από έναν συνετό επενδυτή για τη λήψη της απόφασής του¹³⁰².

Η απόδειξη της αιτιότητας συναλλαγής σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς αποτελεί ακανθώδες ζήτημα. Στην πράξη ο επενδυτής έχει δυσκολία να αποδείξει ότι έλαβε πραγματική γνώση του περιεχομένου της έκθεσης του πυλωρού. Ομοίως δυσχερής είναι η απόδειξη της αιτιότητας σε περίπτωση ύπαρξης περισσότερων πηγών πληροφόρησης. Σε αυτή την περίπτωση πρέπει να εξετασθεί κατά πόσο η συγκεκριμένη έκθεση ήταν η αποκλειστική αιτία που ώθησε τον επενδυτή στη λήψη της συγκεκριμένης απόφασης ή αποτελούσε συστατικό ενός μίγματος πληροφοριών που επέδρασαν στην απόφαση. Αυτό ισχύει ιδίως στην περίπτωση των επαγγελματιών επενδυτών, οι οποίοι διαθέτουν δυνατότητες πολύπλευρης ενημέρωσης ή ενδεχομένως έχουν εξειδικευμένες γνώσεις¹³⁰³.

¹²⁹⁸ *Ludlow v. BP P.L.C.*, 800 F.3d 674, 682, 690 (5th Cir. 2015).

¹²⁹⁹ *Vandendriessche*, ό.π., 232.

¹³⁰⁰ *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 153-154 (1972), στην οποία το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. αναγνώρισε την ύπαρξη τεκμηρίου επίδειξης εμπιστοσύνης. *Chasins v. Smith, Barney & Co.*, 438 F.2d 1167, 1172 (2d Cir. 1970)· *Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co.*, 419 F.2d 787, 797 (2d Cir. 1969)· *Vine v. Beneficial Finance Co.*, 374 F.2d 627, 635 (2d Cir. 1967). Βλ. όμως και τις υποθέσεις *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1064 (9th Cir.1999)· *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1063 (9th Cir.1999)· *Taddeo v. AMERICAN INVSCO CORPORATION*, Case No. 2:08-CV-01463-KJD-RJJ., Dist. Court, D. Nevada 2011, σύμφωνα με τις οποίες το τεκμήριο της *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* ισχύει μόνο στην περίπτωση κατά την οποία η επικαλούμενη από τον ενάγοντα παράβαση αφορά μόνο σε παραλείψεις και όχι όταν περιλαμβάνει τόσο αναληθείς δηλώσεις όσο και παραλείψεις (πρόκειται για «μικτή υπόθεση αναληθών δηλώσεων και παραλείψεων»).

¹³⁰¹ Βλ. *Verständig*, ό.π., 103, ο οποίος με βάση τη νομολογία του Σουηδικού Ανώτατου Δικαστηρίου προτείνει ότι αρκεί ο επενδυτής να αποδεικνύει ότι υπήρχε εναλλακτικός τρόπος δράσης του οίκου αξιολόγησης που θα απέτρεπε την επέλευση της ζημίας.

¹³⁰² *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).

¹³⁰³ *Feinman, Liability of Accountants for Negligent Auditing: Doctrine Policy, and Ideology*, Fla. St. U. L. Rev. 2003, 55-56.

Στη νομολογία των βελγικών δικαστηρίων κάποιες φορές η αιτιότητα της συναλλαγής συναρτάται προς τα χαρακτηριστικά του επενδυτή¹³⁰⁴. Μεταφέροντας την σχετική κατηγοριοποίηση του νομοθετικού πλαισίου για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στην ευθύνη του εκδότη για δημοσίευση αναληθών ουσιωδών πληροφοριών ή απόκρυψη ουσιώδους πληροφόρησης εξαρτά την αιτιότητα από τον τρόπο συμπεριφοράς του επενδυτή. Στην περίπτωση που αυτός εντάσσεται στην κατηγορία των ριψοκίνδυνων επενδυτών θεωρείται ότι η παροχή εσφαλμένης πληροφόρησης είναι αδιάφορη γι' αυτόν, καθόσον ακόμη κι αν γνώριζε την αλήθεια θα συνέχιζε την επιθετική επενδυτική στρατηγική του. Το αντίθετο γίνεται δεκτό σε σχέση με έναν πιο συντηρητικό επενδυτή. Κατά της προσέγγισης αυτής έχουν διατυπωθεί αντιρρήσεις στη θεωρία, καθόσον ακόμα και οι ριψοκίνδυνοι επενδυτές έχουν δικαίωμα σε αληθή πληροφόρηση, ενώ δεν είναι βέβαιο ότι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους ανεξαρτήτως του βαθμού τους, αλλά αντιθέτως είναι πιθανόν σε επίπεδο επενδυτικής στρατηγικής να επιθυμούν να εξισορροπούν κάποιες επενδύσεις υψηλού κινδύνου με άλλες χαμηλού¹³⁰⁵.

Ειδικά ως προς τις εκθέσεις αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η φύση τους φαίνεται να προσδιορίζει και τον βαθμό κατά τον οποίο είναι νοητή η στήριξη σ' αυτές της επενδυτικής απόφασης. Ήδη με τον Κανονισμό (ΕΕ) 462/2013 εισήχθη ρητή διάταξη κατά την οποία ο οίκος εκδίδει την έκθεση δηλώνοντας ότι «η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας είναι η γνώμη του οργανισμού και ότι οι ενδιαφερόμενοι θα πρέπει να στηρίζονται σε αυτή σε περιορισμένο βαθμό»¹³⁰⁶. Η συγκεκριμένη ρύθμιση συνδυαζόμενη με το νέο άρθρο 35α παρ. 1 εδ. β' του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009¹³⁰⁷, κατά το οποίο ο επενδυτής πρέπει να αποδείξει ότι βασίσθηκε ευλόγως ή με τη δέουσα επιμέλεια στην έκθεση αξιολόγησης παρέχει ενδείξεις για την αυστηρή στάση της Ευρωπαϊκής Ένωσης έναντι των επενδυτών στην συγκεκριμένη περίπτωση.

Πολύ συχνά είτε στη νομοθεσία είτε στη θεωρία διάφορων έννομων τάξεων τίθεται ως προϋπόθεση της ευθύνης του πωλωρού η εκ μέρους του επενδυτή εύλογη στήριξη («reasonable reliance») της επενδυτικής απόφασής του στις παραστάσεις του. Αυτό γίνεται δεκτό από τη νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων ως προς την εφαρμογή του Rule 10b-5. Το ίδιο συμβαίνει και στη νομολογία της έννομης τάξης της Αυστραλίας¹³⁰⁸. Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης σύμφωνα με το νέο άρθρο 35α παρ. 1 εδ. β' του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 προϋπόθεση της ευθύνης του οίκου αξιολόγησης έναντι του επενδυτή είναι μεταξύ άλλων ότι ο τελευταίος βασίσθηκε στην αξιολόγηση ευλόγως ή με τη δέουσα επιμέλεια^{1309 1310}. Στην έννομη

¹³⁰⁴ Βλ. σε Vandendriessche, ό.π., 233-235, εκτενή αναφορά στη σχετική νομολογία.

¹³⁰⁵ Vandendriessche, ό.π., 235. Κατά τον Möllers, Investor Protection..., ό.π., 57, ακόμα και οι επαγγελματίες επενδυτές μπορεί να χρίζουν προστασίας.

¹³⁰⁶ Πρόκειται για το νέο άρθρο 8 παρ. 2 α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

¹³⁰⁷ Όπως εισήχθη με το άρθρο 1 περ. 22 του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013. Πρβλ. και τη σκέψη 10 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, σύμφωνα με την οποία «Οι χρήστες των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει να εμπιστεύονται τυφλά τις αξιολογήσεις αυτές. Θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί, δηλαδή να πραγματοποιούν τις δικές τους αναλύσεις και να επιδεικνύουν τη δέουσα επιμέλεια κάθε φορά που στηρίζονται σε τέτοιες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας». Ομοίως στη σκέψη 7 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 513/2011 γίνεται αναφορά στη δέουσα επιμέλεια που οφείλουν να επιδεικνύουν οι επενδυτές και στην επίδραση που μπορεί να ασκήσει η δημοσίευση πληροφοριών σχετικά με τη μεθοδολογία που ακολουθούν οι οίκοι στη δυνατότητα των επενδυτών να προβαίνουν στις δικές τους αναλύσεις.

¹³⁰⁸ Βλ. Laing, Hoy, A Retrospective of Professional Liability of Auditors in Australia, Journal of New Business Ideas & Trends 2018, 46.

¹³⁰⁹ Κατά τον De Bruyne, A European Perspective on the Liability of Credit Rating Agencies, Journal of International Business and Law 2018, 237, η έννοια του όρου «reasonable» δεν είναι ξεκάθαρη.

¹³¹⁰ Επίσης, άξια μνείας κρίνεται η αντιμετώπιση του ζητήματος από το Σχέδιο Κοινού Πλαισίου Αναφοράς σχετικά με τις αρχές, τους ορισμούς και του πρότυπους κανόνες του Ευρωπαϊκού Ιδιωτικού Δικαίου («Principles,

τάξη των Η.Π.Α., μπορεί το άρθρο 11 της Securities Act του 1933 να μην προβλέπει αντίστοιχη προϋπόθεση, πλην όμως ρητώς ορίζεται ότι ο ζημιωθείς στερείται του δικαιώματος αποζημίωσης, αν γνώριζε την αναλήθεια ή την παράλειψη της δήλωσης. Είναι προφανές ότι σ' αυτήν την περίπτωση η θεμελίωση της επενδυτικής απόφασής του στη δήλωση δεν υπήρξε εύλογη. Στην ελληνική έννομη τάξη, με εξαίρεση την ως άνω ρύθμιση του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, δεν είναι νομοθετημένη η σχετική προϋπόθεση.

Η συγκεκριμένη επιλογή ως προς τη χρήση του όρου «εύλογος» έχει συγκεκριμένες έννομες συνέπειες. Η απαίτηση του στοιχείου του ευλόγου για τη στοιχειοθέτηση της αιτιότητας της συναλλαγής έχει ως αποτέλεσμα σε περίπτωση μη συνδρομής του να μη στοιχειοθετείται ευθύνη του πωλωρού έναντι του επενδυτή¹³¹¹. Αντιθέτως, αν απλώς αρκούσε ο τελευταίος να στήριζε την απόφασή του στη γνώμη ή πιστοποίηση του πρώτου, τότε θα στοιχειοθετούνταν αιτιότητα συναλλαγής, ενώ το εύλογο ή μη της στήριξης θα εξεταζόταν σε επίπεδο συντρέχοντος πταίσματος ως προς την πρόκληση της ζημίας. Η απόδειξη του μη ευλόγου θα ήταν ικανή να οδηγήσει στην πλήρη απαλλαγή του πωλωρού από την ευθύνη, αυτό όμως δεν είναι απόλυτο, όπως συμβαίνει στο ελληνικό δίκαιο με τη διάταξη του άρθρου 300 ΑΚ, κατά την οποία είναι δυνατή η πλήρης απαλλαγή ή ο περιορισμός της.

Ο εύλογος χαρακτήρας της στήριξης της επενδυτικής απόφασης στο προϊόν των υπηρεσιών του πωλωρού φαίνεται κατά την κρατούσα άποψη διεθνώς να χρησιμοποιείται κατά την οριοθέτηση του καθήκοντος πρόνοιας αυτού έναντι των επενδυτών¹³¹². Επιτελεί λειτουργία αντίστοιχη του στοιχείου της προβλεψιμότητας του κύκλου των χρηστών της γνώμης ή της πιστοποίησης. Περιορίζει τον σχετικό κύκλο. Παράλληλα, αποτελεί το αντίβαρο της επαγγελματικής εμπιστοσύνης. Από τη μία πλευρά, η διακίνηση ενός φορέα εμπιστοσύνης καλεί τον επενδυτή να επιδείξει πίστη και δημιουργεί τις προϋποθέσεις αναγνώρισης καθήκοντος πρόνοιας. Από την άλλη πλευρά, όμως, το εύλογο οριοθετεί την εμπιστοσύνη που είναι δικαιολογημένη και ταυτόχρονα προσδιορίζει τα όρια του καθήκοντος του πωλωρού¹³¹³. Η συγκεκριμένη επιλογή πρέπει να θεωρηθεί ως απόρροια (και να κριθεί ως τέτοια) της διεθνούς επιφυλακτικότητας ως προς την αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας και ως μέσο περιορισμού της ευθύνης¹³¹⁴.

Definitions and Model Rules of European Private Law, Draft Common Frame of Reference (DCFR)), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.dsg.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid197976.pdf>. Σύμφωνα με το άρθρο 4 : 101 παρ. 1 ο ζημιώσας ευθύνεται για την αποκατάσταση κάθε νομικά σημαντικής ζημίας που προκλήθηκε από δόλια ή αμελή συμπεριφορά του, εφόσον η ζημία υπήρξε συνέπεια της συμπεριφοράς του. Με το άρθρο αυτό αποφεύγεται η αναφορά σε συγκεκριμένη θεωρία ως προς το ζήτημα του αιτιώδους συνδέσμου προκειμένου κάθε έννομη τάξη να εφαρμόσει την κρατούσα στην ίδια, θέση. Υπαινιγμός ως προς την αιτιώδη συνάφεια γίνεται στο άρθρο 2 : 101, με το οποίο ορίζεται πότε θεωρείται δίκαιο και εύλογο να αναγνωρισθεί δικαίωμα αποκατάστασης της ζημίας. Μεταξύ των άλλων στοιχείων που μνημονεύονται είναι οι εύλογες προσδοκίες του ζημιωθέντος. Βλ. Σπερδόκλη, Ο αιτιώδης σύνδεσμος ως προϋπόθεση της αδικοπρακτικής ευθύνης, Διδακτορική διατριβή, Νομική Σχολή του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2016, 258-259. Με υπαγωγή της προκείμενης περίπτωσης στο πραγματικό του κανόνα δικαίου θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι η εύλογη στήριξη της επενδυτικής απόφασης μπορεί να οραθεί ως εύλογη προσδοκία του επενδυτή. Περαιτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 35α παρ. 4 του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 ο όρος «εύλογη εμπιστοσύνη» κρίνεται σύμφωνα με το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο, όπως αυτό προκύπτει από την εφαρμογή των κανόνων του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου.

¹³¹¹ Πρόκειται για διακοπτικό της αιτιότητας παράγοντα. Βλ. Barker, Negligent Misstatement in Australia – Resolving the Uncertain Legacy of Esanda, Ch 13 in Barker et al (eds), The Law of Misstatements (Oxford, Hart, 2015), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com, 10-11.

¹³¹² Barker, ό.π., 11.

¹³¹³ Barker, ό.π., 11.

¹³¹⁴ Picciau, ό.π., 343.

Στο ελληνικό δίκαιο πρέπει να γίνει η εξής διάκριση. Όταν τυγχάνει εφαρμογής κάποια ειδική διάταξη (εκτός από τη διάταξη του άρθρου 35α του Κανονισμού (ΕΕ) 1060/2009), όπως αυτή του άρθρου 61 του ν. 4706/2020, τότε δεν προβλέπεται ως προϋπόθεση της ευθύνης ο εύλογος χαρακτήρας της εμπιστοσύνης που επέδειξε ο επενδυτής. Αντιθέτως, αν εφαρμοστέα είναι κάποια γενική διάταξη, όπως αυτή του άρθρου 914 ΑΚ, τότε κατά την αναζήτηση των προϋποθέσεων υπό τις οποίες καθιρρύεται καθήκον πρόνοιας έναντι του τρίτου επενδυτή πρέπει να γίνει δεκτό ότι πρέπει η εμπιστοσύνη του επενδυτή προς τον πωλωρό να είναι εύλογη υπό την έννοια της εκ μέρους του πρώτου λήψης μέτρων επιμέλειας και ελέγχου του περιεχομένου της δήλωσης του τελευταίου. Με τον τρόπο αυτό πληρούται το στοιχείο της έλλειψης εναλλακτικής πηγής πληροφόρησης, το οποίο, όπως έχει ήδη αναφερθεί, απαιτείται για τη διαπίστωση της ύπαρξης καθήκοντος πρόνοιας.

Παρατηρείται ότι ελλοχεύει ο κίνδυνος αξιολογικών αντινομιών στην περίπτωση κατά την οποία με βάση τα ίδια πραγματικά περιστατικά ο εφαρμοστής του δικαίου καλείται να εφαρμόσει παράλληλα ειδικές και γενικές διατάξεις. Αυτό μπορεί να συμβεί στην περίπτωση κατά την οποία εφαρμόζεται το άρθρο 61 παρ. 1 του ν. 4706/2020 για τη θετική ζημία και τα άρθρα 298 και 914 ΑΚ για το διαφυγόν κέρδος. Εδώ παρατηρείται διαφοροποίηση των προϋποθέσεων: στην περίπτωση της θετικής ζημίας απαιτείται απλή εμπιστοσύνη, ενώ σ' αυτήν του διαφυγόντος κέρδους εύλογη εμπιστοσύνη. Προς επίλυση της αξιολογικής αντινομίας προτείνεται η συσταλτική ερμηνεία της διάταξης του άρθρου 61 παρ. 1, ώστε ο ζημιώσας να ευθύνεται (τηρουμένων των υπόλοιπων προϋποθέσεων) μόνο αν ο επενδυτής στηρίχθηκε ευλόγως στο περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου.

Ο επενδυτής επιδεικνύει εύλογη εμπιστοσύνη στις δηλώσεις του ειδικού, όταν λαμβάνει κάθε δυνατό μέτρο για τον έλεγχο της αλήθειάς τους¹³¹⁵. Αν η αναλήθεια θα αποκαλυπτόταν εύκολα από έναν έλεγχο εκ μέρους του επενδυτή, τότε η επίδειξη εμπιστοσύνης δεν είναι εύλογη¹³¹⁶. Το επίπεδο και το βάθος του απαιτούμενου ελέγχου είναι ανάλογο του βαθμού εμπειρίας και εξοικείωσης του επενδυτή¹³¹⁷. Επίσης, λαμβάνεται υπ' όψιν το γενικό πλαίσιο, ο όγκος και η πολυπλοκότητα των σχετικών συναλλαγών¹³¹⁸. Εξάλλου, σε περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής έχει στη διάθεσή του αντίθετες πληροφορίες σε σχέση με τη φερεγγυότητα και βιωσιμότητα του εκδότη (λ.χ. σχετικές ειδήσεις από ΜΜΕ), η στήριξή του στον ειδικό ενδεχεται να μην είναι εύλογη¹³¹⁹.

Ο βαθμός κατά τον οποίο δικαιολογείται ο επενδυτής να επιδείξει εμπιστοσύνη στις παρεχόμενες πληροφορίες εξαρτάται από την ταυτότητα του προσώπου που τις παρέχει. Η τελευταία συνδέεται με την εγγύτητα του προσώπου προς την πηγή της πληροφόρησης. Έτσι, υποστηρίζεται ότι δικαιολογείται η επίδειξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης από τον επενδυτή στις δηλώσεις της διοίκησης μίας εταιρίας παρά σε αυτές ενός οικονομικού αναλυτή¹³²⁰.

¹³¹⁵ Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co. Inc., 651 F.Supp.2d 155, 181 (S.D.N.Y. 2009). De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 237.

¹³¹⁶ Allied Irish Banks, PLC v. Bank of Am., N.A., No. 03 Civ. 3748 (DAB), 2006 WL 278138, at *8 (S.D.N.Y. Feb. 2, 2006) (αφορά απάτη). Quinn v. McGraw-Hill Cos., Inc., 168 F.3d 331, 334-35 (7th Cir.1999) (αφορά αγωγή σε βάρος οίκου αξιολόγησης, η οποία απορρίφθηκε, διότι η εμπιστοσύνη των επενδυτών δεν ήταν εύλογη). Βλ. και Picciau, ό.π., 368.

¹³¹⁷ Βλ. στην έννομη τάξη των Η.Π.Α. Equinox Gallery Ltd. v. Dorfman, 306 F. Supp. 3d 560, 578 (S.D.N.Y. 2018). Crigger v. Fahnestock & Co., Inc., 443 F.3d 230, 235 (2d Cir.2006) (η οποία αφορά απάτη). Grumman Allied Indus., Inc. v. Rohr Indus., Inc., 748 F.2d 729, 737 (2d Cir.1984).

¹³¹⁸ Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co. Inc., 651 F.Supp.2d 155, 181 (S.D.N.Y. 2009).

¹³¹⁹ Möllers, Niedorf, ό.π., 353.

¹³²⁰ Couture, Materiality..., ό.π., 466.

Σε κάποιες περιπτώσεις ο ίδιος ο νομοθέτης καθορίζει τις απαιτούμενες ενέργειες του επενδυτή. Έτσι, κατά το νέο άρθρο 5α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009¹³²¹ οι θεσμικοί επενδυτές¹³²² οφείλουν να προβαίνουν σε δική τους αξιολόγηση κινδύνου και να μην στηρίζονται «αποκλειστικά ή μηχανιστικά» στους οίκους αξιολόγησης. Με αυτόν τον τρόπο η σχετική προστασία των θεσμικών επενδυτών είναι περιορισμένη. Υποστηρίζεται ότι στην πράξη προστασία παρέχεται στους υπόλοιπους επενδυτές παρότι δεν ήταν αυτός ο αρχικός σκοπός του ενωσιακού νομοθέτη¹³²³.

Στο πλαίσιο της έρευνας του εύλογου χαρακτήρα της εμπιστοσύνης που επιδεικνύει ο επενδυτής σχετικές είναι οι δηλώσεις του ειδικού περί αποποίησης της ευθύνης του¹³²⁴. Κατά τη νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων ρήτρες παραίτησης σύμφωνα με τις οποίες ο επενδυτής δε στηρίζεται στις δηλώσεις του ειδικού, δεν αρκούν από μόνες τους για την απόρριψη του ισχυρισμού σχετικά με την επίδειξη εμπιστοσύνης στις σχετικές δηλώσεις¹³²⁵. Τόσο κατά τη νομολογία των Η.Π.Α.¹³²⁶ όσο και κατά το Ομοσπονδιακό Δικαστήριο της Αυστραλίας¹³²⁷ δήλωση του οίκου αξιολόγησης περιεχόμενη στην έκθεσή του σύμφωνα με την οποία η εν λόγω έκθεση δε συνιστά εγγύηση για την απόδοση ή σύσταση προς αγορά, πώληση ή διατήρησης κινητών αξιών δεν απαλλάσσει αυτομάτως τον οίκο από την ευθύνη του έναντι του επενδυτή¹³²⁸.

3.1.2 Τεκμήριο πλασματικής αγοράς

Κατά την κρατούσα θέση της νομολογίας των δικαστηρίων των ΗΠΑ η ECMH¹³²⁹ χρησιμοποιείται επί ομαδικών αγωγών επενδυτών για τη θεμελίωση της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της ελαττωματικής πληροφόρησης και της επενδυτικής απόφασης. Συγκεκριμένα, η συγκεκριμένη θεωρία οδηγεί στην αναγνώριση τεκμηρίου πλασματικής αγοράς (fraud on the market theory). Σύμφωνα με αυτήν, όταν μία κεφαλαιαγορά λειτουργεί κατά τρόπο αποτελεσματικό, τότε στις τιμές των κινητών αξιών ενσωματώνεται το σύνολο των σχετικών με αυτές πληροφοριών. Κατά συνέπεια, κατά το τεκμήριο αυτό, οι επενδυτές δε χρειάζεται να επικαλεσθούν και να αποδείξουν ότι στηρίχθηκαν στην ελαττωματική πληροφόρηση προκειμένου να λάβουν την επενδυτική απόφασή τους και την έλαβαν ακριβώς εξαιτίας της πληροφόρησης αυτής¹³³⁰. Αντιθέτως, τεκμαίρεται ότι η σχετική πληροφόρηση έχει

¹³²¹ Όπως αυτό εισήχθη με τον Κανονισμό (ΕΕ) 462/2013.

¹³²² Όπως αυτοί μνημονεύονται στο άρθρο 4 του Κανονισμού 1060/2009, όπως αυτό τροποποιήθηκε με τον Κανονισμό (ΕΕ) 462/2013.

¹³²³ Möllers, Niedorf, ό.π., 347.

¹³²⁴ De Bruyne, Liability..., ό.π., 3.

¹³²⁵ *FIH, LLC v. Foundation Capital Partners LLC*, 920 F.3d 134, 141 (2d Cir. 2019)· *Caiola v. Citibank, N.A.*, New York, 295 F.3d 312, 330-31 (2d Cir. 2002) (απαιτείται η ειδικότητα της συγκεκριμένης ρήτηρας).

¹³²⁶ *Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley* 651 F. Supp. 2d 155, 175–178 (S.D.N.Y. 2009)· *CalPERS v Moody's No. A134912*, 28–29 (Cal. Ct App. 2014).

¹³²⁷ Federal Court of Australia, *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No.5)* [2012] FCA 1200, 2524· De Bruyne, Liability..., ό.π., 8.

¹³²⁸ De Bruyne, Liability..., ό.π., 3.

¹³²⁹ Θεωρία της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών. Βλ. ανωτέρω στην οικεία θέση.

¹³³⁰ Βλ. την απόφαση *Ludlow v. BP P.L.C.*, 800 F.3d 674, 691 (5th Cir. 2015), όπου κρίθηκε ότι οι ίδιοι οι ενάγοντες ανατρέπουν το τεκμήριο της αιτιότητας της συναλλαγής, καθόσον ισχυρίζονται ότι κριτήριο της συναλλαγής τους ήταν το στοιχείο του αναλαμβανόμενου κινδύνου (ρίσκου). Ωστόσο, προκειμένου να εφαρμοσθεί το κριτήριο τίθεται ως προϋπόθεση ότι ο επενδυτής στηρίζεται αποκλειστικά στην τιμή της μετοχής, στην οποία ενσωματώνεται το σύνολο των σχετικών πληροφοριών.

ενσωματωθεί στην τιμή της κινητής αξίας με αποτέλεσμα να τεκμαίρεται ότι έχει επηρεάσει την απόφαση των επενδυτών ανεξαρτήτως αν αυτοί έλαβαν πραγματικά γνώση αυτής¹³³¹.

Το τεκμήριο αυτό διευκολύνει την άσκηση των αγωγών των επενδυτών. Πράγματι, σε περίπτωση που αυτό δεν αναγνωριζόταν, θα έπρεπε έκαστος επενδυτής ατομικά να συλλέξει αποδεικτικά στοιχεία τα οποία αποδεικνύουν τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της ελαττωματικής πληροφορίας και της επενδυτικής απόφασης. Στη συνέχεια, θα έπρεπε να επικαλεσθεί και να αποδείξει τα σχετικά πραγματικά περιστατικά. Βεβαίως, η δυνατότητα αυτή εξακολουθεί να υφίσταται για τον επενδυτή. Ο τελευταίος έχει δικαίωμα να ασκήσει ατομική αγωγή, αλλά στην περίπτωση αυτή επωμίζεται με το βάρος επίκλησης και απόδειξης των ως άνω πραγματικών περιστατικών. Ειδικότερα, πρέπει να αποδείξει ότι, αν δεν είχε λάβει χώρα η ανακριβής ανακοίνωση, θα είχε ενεργήσει διαφορετικά¹³³². Αντιθέτως, ασκώντας μαζί με άλλους επενδυτές ομαδική αγωγή απαλλάσσεται από αυτό, καθόσον αρκεί η ομάδα να επικαλεσθεί το τεκμήριο της πλασματικής αγοράς.

Βεβαίως η επίκληση του τεκμηρίου της πλασματικής αγοράς κατά την αμερικανική νομολογία δεν απαλλάσσει τους επενδυτές από την επίκληση και απόδειξη κάθε πραγματικού περιστατικού. Αντιθέτως, προκειμένου να γίνει νόμιμη επίκληση του τεκμηρίου και αποδοχή του από το δικαστήριο, οι επενδυτές πρέπει να αποδείξουν μία βασική προϋπόθεση εφαρμογής του, η οποία αποτελεί και βασικό στοιχείο της ECMH. Συγκεκριμένα, οφείλουν να επικαλεσθούν και να αποδείξουν ότι η κεφαλαιαγορά στην οποία έλαβε χώρα η απόκτηση των κινητών αξιών λειτουργεί κατά τρόπο αποτελεσματικό¹³³³.

Η ανατροπή του τεκμηρίου της πλασματικής αγοράς εναπόκειται κατά την αμερικανική νομολογία στον εναγόμενο. Εκείνος οφείλει να αποδείξει ότι η παρασχεθείσα προς τους επενδυτές πληροφόρηση δεν επηρέασε την πορεία της τιμής της μετοχής. Ομοίως ο ίδιος βαρύνεται να αποδείξει ότι ο επενδυτής προέβη στη σύναψη της σύμβασης αγοράς ή πώλησης κινητών αξιών παρότι γνώριζε ότι η δήλωση του εναγομένου ήταν εσφαλμένη ή ότι θα προέβαινε σ' αυτήν ακόμη κι αν το γνώριζε. Επίσης, έχει το βάρος να αποδείξει ότι παρά το σφάλμα που περιέχεται στη δήλωση δημοσιεύθηκε η αλήθεια πριν από τη σύναψη της σύμβασης με αποτέλεσμα την εξουδετέρωση του σφάλματος¹³³⁴.

Ενώ το τεκμήριο της πλασματικής αγοράς έχει διαπλασθεί σύμφωνα με τη νομολογία του Supreme Court των Η.Π.Α. ως μαχητό, υποστηρίζεται ότι στην πράξη έχει καταστεί αμάχητο¹³³⁵. Έτσι, υποστηρίζεται ότι οι ισχυρισμοί σχετικά με την έλλειψη ουσιώδους χαρακτήρα της πληροφορίας και με την αναποτελεσματικότητα της αγοράς δε συνιστούν ανατροπή του τεκμηρίου, αλλά αναφέρονται ήδη στις προϋποθέσεις θεμελίωσής του¹³³⁶. Κατά την ίδια άποψη, η ανατροπή του τεκμηρίου στη νομολογία των Η.Π.Α. δεν είναι συχνή, ενώ δεν είναι σαφές το περιεχόμενο των ισχυρισμών που πρέπει να προβληθούν προκειμένου να

¹³³¹ Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, TBL 2005, 514.

¹³³² Fox, *Demystifying Causation...*, ό.π., 514.

¹³³³ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. ("Halliburton II")*, 134 S. Ct. 2398, 2408 (2014). Κατά την απόφαση αυτή πρέπει επίσης να αποδειχθεί ότι οι παραπλανητικές δηλώσεις έγιναν δημοσίως γνωστές, ότι ήταν ουσιώδεις και ότι ο ενάγων προέβη σε συναλλαγή σχετική με τις μετοχές μετά τις παραπλανητικές παραστάσεις και πριν αποκαλυφθεί η αλήθεια.

¹³³⁴ Για όλα τα ανωτέρω βλ. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988).

¹³³⁵ Grundfest, ό.π., 46επ.. Βλ. Jovanovic, Andreadakis, Schinckus, *Efficient Market Hypothesis and Fraud on the Market Theory A New Perspective for Class Actions*, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://www.researchgate.net/publication/301757281_Efficient_market_hypothesis_and_fraud_on_the_market_theory_a_new_perspective_for_class_actions, 7.

¹³³⁶ Grundfest, ό.π., 46 - 47.

επιτευχθεί αυτή¹³³⁷. Μάλιστα, τονίζεται ότι ακόμη κι αν ο εναγόμενος ανατρέψει το τεκμήριο, οι ενάγοντες μπορούν να προβούν σε αντικατάσταση του επικεφαλής ενάγοντος με άλλον στο πρόσωπο του οποίου πληρούνται οι προϋποθέσεις του τεκμηρίου¹³³⁸.

Ζήτημα παραμένει κατά πόσο οι επενδυτές πρέπει να επικαλεσθούν στην ομαδική αγωγή τους κατά του εναγομένου ότι υφίσταται αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της παραπλανητικής ή ελλιπούς πληροφόρησης και της ζημίας τους. Γίνεται δεκτό από την κρατούσα άποψη (ιδίως στη νομολογία των δικαστηρίων των Η.Π.Α.) ότι το τεκμήριο της πλασματικής αγοράς δεν καταλαμβάνει και αυτήν την αιτιώδη συνάφεια¹³³⁹. Κατ' αντίθετη άποψη, όμως, το τεκμήριο καταλαμβάνει τόσο την αιτιότητα της συναλλαγής όσο και την αιτιότητα της ζημίας, καθόσον τεκμαίρομενης της αιτιότητας της συναλλαγής η ζημία του επενδυτή προκύπτει ευθέως από την πλημμελή πληροφόρηση, η τεκμαίρεται ότι προκάλεσε διαφοροποίηση στην τιμή¹³⁴⁰. Η διαφοροποίηση αυτή συνιστά τη ζημία του επενδυτή. Επομένως, κατά την άποψη αυτή δεν απαιτείται η απόδειξη της αιτιότητας της ζημίας.

Το τεκμήριο της πλασματικής αγοράς εφαρμόζεται αποκλειστικά στη δευτερογενή αγορά και όχι και στην πρωτογενή¹³⁴¹. Για την τελευταία έχει αναπτυχθεί νομολογιακά στις Η.Π.Α. η θεωρία της «δημιουργίας της πλασματικής αγοράς» («fraud-created-the-market»¹³⁴²). Σύμφωνα με αυτήν οι επενδυτές στηρίχθηκαν στην παρουσία της μετοχής στην αγορά με την έννοια ότι, αν δε μεσολαβούσε η απάτη, η μετοχή δε θα αποτελούσε αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά¹³⁴³. Η θεωρία αυτή αναφέρεται σε εσφαλμένη πληροφόρηση η οποία αναφέρεται σε ελαττώματα ως προς τις προϋποθέσεις έκδοσης των κινητών αξιών που έχουν ως αποτέλεσμα την αδυναμία διαπραγμάτευσής τους στην αγορά είτε από νομική είτε από οικονομική άποψη – όπως λέγεται «η τιμή τους τείνει προς το μηδέν»¹³⁴⁴.

Το τεκμήριο της πλασματικής αγοράς φαίνεται ότι γίνεται δεκτό και στη νομολογία της έννομης τάξης της Αυστραλίας. Αν και υφίσταται μόνο μία σχετική απόφαση – του Supreme Court της New South Wales¹³⁴⁵ - με την οποία το τεκμήριο γίνεται δεκτό, εντούτοις εξ αρχής θεωρήθηκε από τη θεωρία ότι επιλύει τη σχετική αμφισβήτηση¹³⁴⁶. Με την εν λόγω απόφαση έγινε δεκτό ότι οι επενδυτές αποφασίζουν να προβούν στην επένδυσή τους με βάση την τιμή των μετοχών θεωρώντας εύλογα ότι η αγορά αντανακλά μία εκτίμηση σχετικά με τη θέση και τις προοπτικές της εισηγμένης εταιρίας η οποία βασίζεται στην πληροφόρηση¹³⁴⁷. Με βάση αυτά έγινε δεκτό ότι συντρέχει αιτιότητα βασισμένη στην αγορά («market-based causation») με

¹³³⁷ Grundfest, ό.π., 47.

¹³³⁸ Grundfest, ό.π., 47επ..

¹³³⁹ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια και επενδυτική ζημία στη δευτερογενή αγορά. Σκέψεις με αφορμή τις αμερικανικές αποφάσεις Halliburton και Amgen, ΔΕΕ 2015, 955. Βλ. Dura Pharm., Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341, 125 S.Ct. 1627, 161 L.Ed.2d 577 (2005)· Ludlow v. BP P.L.C., 800 F.3d 674, 691 (5th Cir. 2015). Αντιθέτως, στην έννομη τάξη της Νέας Ζηλανδίας, στην οποία έχουν υιοθετηθεί νομοθετικώς τα συμπεράσματα της θεωρίας της αποτελεσματικότητας της αγοράς, ο ίδιος ο νόμος εισάγει τεκμήριο αιτιότητας της ζημίας. Μάλιστα, δεν προβλέπεται ως στοιχείο του σχετικού κανόνα δικαίου η αιτιότητα συναλλαγής, οπότε δεν υπάρχει η ανάγκη θέσπισης σχετικού τεκμηρίου. Βλ. το άρθρο 496 της Financial Markets Conduct Act του 2013 («Νόμος περί της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών»).

¹³⁴⁰ Fox, Demystifying Causation..., ό.π., 515.

¹³⁴¹ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 957.

¹³⁴² «Η απάτη δημιούργησε την αγορά».

¹³⁴³ Ortega, Malack v. BDO Seidman, LLP: Gatekeepers Not So Conflicted in the Fraud-Created-the-Market Theory, J. Bus. & Tech. L. 2012, 392.

¹³⁴⁴ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 959-960.

¹³⁴⁵ In the matter of HIH Insurance Limited (In Liquidation) [2016] NSWSC 482.

¹³⁴⁶ Dixon, Hill, ό.π., 30.

¹³⁴⁷ In the matter of HIH Insurance Limited (In Liquidation) [2016] NSWSC 482, σκέψη 73.

αποτέλεσμα να μην απαιτείται η απόδειξη ύπαρξης άμεσου αιτιώδους συνδέσμου¹³⁴⁸. Η εν λόγω απόφαση έχει ιδιαίτερη αξία όχι μόνο λόγω της αναγνώρισης του τεκμηρίου, αλλά και λόγω της αναγνώρισής του στο πλαίσιο όχι μόνο της ομαδικής αγωγής (όπως στις Η.Π.Α.), αλλά και σε ατομική αγωγή¹³⁴⁹.

Στην ελληνική θεωρία έχει υποστηριχθεί ότι είναι δυνατή η επίκληση του τεκμηρίου της πλασματικής αγοράς ως δικαστικού τεκμηρίου¹³⁵⁰. Κατά την άποψη αυτή το δικαστικό τεκμήριο μπορεί να στηριχθεί στα διδάγματα της κοινής πείρας και κάποιες φορές σε γνώσεις ειδικής πείρας¹³⁵¹. Τονίζεται ότι μία τέτοιου είδους χρήση του τεκμηρίου πρόκειται να διευκολύνει τους επενδυτές κατά την άσκηση των αξιώσεών τους ενώπιον των ελληνικών δικαστηρίων¹³⁵². Η δε προπαρασκευή για την καθιέρωση ομαδικών αγωγών κατά το πρότυπο του αμερικανικού δικαίου σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης προτάσσεται ως ενισχυτικό της αναγνώρισης της χρησιμότητας ενός τέτοιου δικαστικού τεκμηρίου ενόψει της ομοιότητας των διαδικασιών¹³⁵³.

Η χρήση του όρου «δικαστικό τεκμήριο» γίνεται στην προκείμενη περίπτωση με την έννοια της έμμεσης απόδειξης¹³⁵⁴. Δικαστικά τεκμήρια είναι τα αποδεικτικά μέσα από το οποία αποδεικνύονται πραγματικά περιστατικά, από τα οποία συνάγεται εμμέσως («δια λογικών συλλογισμών»¹³⁵⁵) απόδειξη για άλλα, ουσιώδη για την εφαρμογή του επικαλούμενου προς εφαρμογή κανόνα δικαίου, πραγματικά περιστατικά. Ο συγκεκριμένος όρος πρέπει να διακρίνεται από τα δικαστικά τεκμήρια με την έννοια των ανώνυμων αποδεικτικών μέσων¹³⁵⁶. Επίσης, διαφέρει από τα νόμιμα τεκμήρια κατά το ότι με αυτά (νόμιμα τεκμήρια) ο δικαστής δεσμεύεται ως προς την απόδειξη των ουσιωδών πραγματικών περιστατικών, αφού αυτά θεωρούνται ως αποδεδειγμένα¹³⁵⁷, ενώ με τα δικαστικά τεκμήρια (ως έμμεση απόδειξη) διατηρείται ο κανόνας της ελεύθερης εκτίμησης των αποδεικτικών μέσων¹³⁵⁸.

Προκειμένου να αξιολογηθεί η σχετική πρόταση πρέπει να τεθεί ως βάση ο μηχανισμός λειτουργίας της έμμεσης απόδειξης. Δικαστικά τεκμήρια παράγονται, όταν αποδεικνύονται κάποια πραγματικά περιστατικά (τα οποία μετά την απόδειξή τους καθίστανται γνωστά), από τα οποία κατά λογική αναγκαιότητα παράγεται το συμπέρασμα σχετικά με την αλήθεια ή μη άλλων πραγματικών περιστατικών, τα οποία είναι άγνωστα και στην απόδειξη των οποίων το δικαστήριο και οι διάδικοι αποβλέπουν¹³⁵⁹. Η μετάβαση από το γνωστό στο άγνωστο γίνεται μέσω λογικού συλλογισμού, ο οποίος λαμβάνει χώρα με την επικουρία των διδαγμάτων της κοινής πείρας, με βασική αναφορά στη «συνήθη πορεία των πραγμάτων»¹³⁶⁰.

Η χρήση δικαστικών τεκμηρίων δεν είναι ανεξάρτητη από το νομοθετημένο μέτρο απόδειξης. Παρότι η έμμεση απόδειξη φαίνεται ότι εισάγει σε κάθε πολιτική δίκη (ανεξαρτήτως

¹³⁴⁸ In the matter of HIH Insurance Limited (In Liquidation) [2016] NSWSC 482, σκέψη 77.

¹³⁴⁹ Dixon, Hill, ό.π., 30.

¹³⁵⁰ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 964. Η ΑΠ 1093/2008, ΝΟΜΟΣ, υιοθετεί τη θεωρία της πλασματικής αγοράς κατά τον προσδιορισμό της πρόσφορης αιτίας. Βλ. Mastromanolis, ό.π., υπό C.I.6. Επίσης, για σχολιασμό της ως άνω απόφασης βλ. Βερβεσό, Παρατηρήσεις..., ό.π., 378επ..

¹³⁵¹ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 964.

¹³⁵² Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 964.

¹³⁵³ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 964.

¹³⁵⁴ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ό.π., άρθρο 336 αρ. 6, 9-10.

¹³⁵⁵ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ό.π., άρθρο 336 αρ. 9.

¹³⁵⁶ Παϊσίδου, Τα δικαστικά τεκμήρια στην πολιτική δικονομία, Εκδόσεις Σάκκουλα/Θεσσαλονίκη, 1991, 47, 123επ..

¹³⁵⁷ Και στη συνέχεια, αν το τεκμήριο είναι μαχητό, υπάρχει δυνατότητα ανατροπής του από τον αντίδικο στο πλαίσιο της απόδειξης.

¹³⁵⁸ Παϊσίδου, ό.π., 67-68, η οποία επισημαίνει ότι η ελεύθερη απόδειξη ισχύει και για την απόδειξη της βάσης του νόμιμου τεκμηρίου.

¹³⁵⁹ Βλ. Παϊσίδου, ό.π., 93, υπό τη δικονομία του Maurer.

¹³⁶⁰ Παϊσίδου, ό.π., 76.

διαδικασίας) την έννοια της πιθανότητας, εντούτοις υπακούει στους δικονομικούς κανόνες σχετικά με το μέτρο απόδειξης. Έτσι, στην περίπτωση που εκ του νόμου απαιτείται πλήρης απόδειξη των ισχυρισμών και των περιστατικών, η απαίτηση αυτή καταλαμβάνει και τα δικαστικά τεκμήρια¹³⁶¹. Δεν αρκεί η πιθανολογική κρίση σχετικά με το άγνωστο με βάση το γνωστό¹³⁶². Στο σημείο αυτό καίριο ρόλο διαδραματίζουν οι κανόνες της λογικής: Αποδεδειγμένο δια της εμμέσου αποδείξεως είναι το μέχρι πρότινος άγνωστο, εφόσον η αλήθειά του δεν μπορεί αμφισβητηθεί λογικά¹³⁶³.

Αφετηρία του σχετικού προβληματισμού είναι το περιεχόμενο του συγκεκριμένου δικαστικού τεκμηρίου. Εφόσον κατά τη σχετική πρόταση το τεκμήριο της πλασματικής αγοράς είναι εκείνο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως δικαστικό τεκμήριο, άρα το πόρισμα στο οποίο καταλήγει το τεκμήριο της πλασματικής αγοράς θα είναι το εμμέσως αποδεικνύόμενο. Επομένως, το άγνωστο είναι η ενσωμάτωση του συνόλου των σχετικών με την κινητή αξία πληροφοριών στην αξία της και η επίδραση της πλημμελούς πληροφόρησης στην επενδυτική απόφαση. Το γνωστό, το οποίο αποτελεί τη βάση του δικαστικού τεκμηρίου και αντικείμενο άμεσης απόδειξης, είναι η αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Η ECMH παρά την επικράτησή της στην οικονομική θεωρία έχει αποτελέσει αντικείμενο διαμάχης. Δεν τυγχάνει καθολικής αποδοχής¹³⁶⁴. Στην πράξη έχουν παρατηρηθεί περιπτώσεις έντονης μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών εξαιτίας τυχαίων γεγονότων, καθώς και περιπτώσεις κατά τις οποίες η διακύμανσή τους δεν μπορεί να εξηγηθεί με βάση την ορθολογικότητα¹³⁶⁵. Επίσης, έχει τονισθεί το ουτοπικό θεμέλιό της, που είναι η ύπαρξη μίας πλήρως αποτελεσματικής αγοράς στηριγμένης στην ορθολογικότητα των παραγόντων της¹³⁶⁶. Αντιθέτως, έχει γίνει δεκτό ότι είναι δυνατή η διαμόρφωση κάποιας αγοράς ως εν μέρει αποτελεσματικής¹³⁶⁷. Ο βαθμός της αποτελεσματικότητας μπορεί να ποικίλλει ανά αγορά. Έχει μάλιστα επισημανθεί ότι διαφορετική μπορεί να είναι η ανταπόκριση της ίδιας αγοράς σε διαφορετικές πληροφορίες: ως προς μία εξ αυτών μπορεί να είναι αποτελεσματική, ενώ ως προς άλλη όχι¹³⁶⁸. Διαβάθμιση παρατηρείται και ως προς την ταχύτητα ενσωμάτωσης της πληροφορίας στις τιμές¹³⁶⁹.

Με βάση τις ανωτέρω παραδοχές η χρήση του τεκμηρίου της πλασματικής αγοράς ως δικαστικού τεκμηρίου πάσχει, καθόσον βασίζεται επί εσφαλμένης προϋπόθεσης¹³⁷⁰. Εφόσον

¹³⁶¹ Νικολόπουλος, Το Δίκαιο της Αποδείξεως, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2005.

¹³⁶² Πρβλ. Παϊσίδου, ό.π., 20.

¹³⁶³ Παϊσίδου, ό.π., 80-81.

¹³⁶⁴ Κατά συνέπεια, δεν μπορεί να θεωρηθεί ως δίδαγμα κοινής πείρας. Βλ. σε Βερβεσό, Η Αρχή..., ό.π., 116-118, όπου γίνεται αναφορά στην κριτική στη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς με βιβλιογραφικές αναφορές.

¹³⁶⁵ Βλ. σε Βερβεσό, Η Αρχή..., ό.π., 117-118.

¹³⁶⁶ Βλ. θεωρία χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς.

¹³⁶⁷ Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 559.

¹³⁶⁸ Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 559.

¹³⁶⁹ Gilson, Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, ό.π., 560.

¹³⁷⁰ Κατά τους Jovanovic, Andreadakis, Schinckus, ό.π., 13επ., οι νομικοί και οι οικονομολόγοι αποδίδουν στην έννοια της αποτελεσματικής αγοράς διαφορετικό περιεχόμενο. Κατά την ECMH η αγορά είναι αποτελεσματική, όταν αφενός οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν το σύνολο των δημοσίως διαθέσιμων πληροφοριών αφετέρου αποτυπώνουν την αληθινή αξία τους. Αντιθέτως, η θεωρία της πλασματικής αγοράς δε θέτει ως προϋπόθεση της αποτελεσματικότητας την πραγματική (εσωτερική, θεμελιώδη) αξία των μετοχών. Οι Bebchuk, Ferrell, Rethinking Basic, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2371304, 6επ., υποστηρίζουν ότι κρίσιμη για την ευδοκίμηση αγωγών αποζημίωσης των επενδυτών δεν είναι η εφαρμογή της ECMH, αλλά η διαστρέβλωση της τιμής της μετοχής. Στο πλαίσιο αυτό για την εφαρμογή του τεκμηρίου πλασματικής αναφοράς προτείνουν (ό.π., 20επ.) ότι η τιμή κινητής αξίας που είναι υπό διαπραγμάτευση σε δημόσια αγορά αντικατοπτρίζει μερικές (και όχι όλες) δημοσίως διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με μία εταιρία, ότι μπορεί να θεωρηθεί κατά τεκμήριο ότι ο αγοραστής στηρίχθηκε στο ότι η τιμή δεν παραμορφώνεται απατηλά και ότι χωρίς απατηλή παραμόρφωση της αξίας ο αγοραστής δεν μπορεί να επικαλεστεί το τεκμήριο. Βλ. Jovanovic,

γίνεται δεκτό ότι δεν υφίσταται πλήρως αποτελεσματική αγορά, δεν είναι δυνατόν να γίνει δεκτό ως λογικά αδιαμφισβήτητο το συμπέρασμά του. Εφόσον υφίστανται διάφορες διαβαθμίσεις αποτελεσματικότητας, τούτο συνεπάγεται ότι δεν μπορεί να είναι βέβαιη η ενσωμάτωση της συγκεκριμένης πληροφορίας που προβάλλεται στην πολιτική δίκη ως παραπλανητική στην αξία των κινητών αξιών που απέκτησε, διατήρησε ή διέθεσε ο ενάγων. Είναι δυνατόν η συγκεκριμένη πληροφορία να μην έχει ενσωματωθεί. Ακόμα κι αν γίνει δεκτό ότι συγκεκριμένη αγορά λειτουργεί κατά τρόπο αποτελεσματικό, απαιτείται ακόμη ένα στοιχείο για τη συναγωγή της έμμεσης απόδειξης: Ενόψει του γεγονότος ότι δεν είναι όλες οι αγορές αποτελεσματικές, η δε αποτελεσματικότητα μίας αγοράς μπορεί να κυμαίνεται από καιρό εις καιρόν, ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει ότι η συγκεκριμένη αγορά κατά τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή κατά την οποία λαμβάνει την επενδυτική απόφασή του είναι αποτελεσματική. Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι δεν μπορεί να συναχθεί έμμεση απόδειξη με επίκληση της ECMH.

Ακόμη και στην περίπτωση κατά την οποία ήθελε γίνει δεκτή η χρήση του ως άνω τεκμηρίου ως δικαστικού είναι αμφίβολο κατά πόσο πράγματι διευκολύνεται ο ενάγων. Προκειμένου να εφαρμοσθεί το εν λόγω τεκμήριο ο τελευταίος οφείλει να επικαλεσθεί και να αποδείξει ότι η δευτερογενής αγορά στην οποία έλαβε χώρα η μεταβίβαση των κινητών αξιών είναι αποτελεσματική. Ο ενάγων επωμίζεται ένα τεράστιο αποδεικτικό βάρος, καθόσον το αποδεικτέο ζήτημα – η αποτελεσματικότητα της αγοράς – συνδέεται με αναλύσεις οικονομικού χαρακτήρα (όπως η ταχύτητα ενσωμάτωσης των πληροφοριών). Για την εκπλήρωσή του είναι αναγκαία η συνδρομή προσώπου με ειδικές γνώσεις επιστήμης, γεγονός που συνεπάγεται την αύξηση του κόστους σε σημείο που υφίσταται ο κίνδυνος να καταστεί το τελευταίο αποτρεπτικό.

Προς αντιμετώπιση των αποδεικτικών δυσχερειών αναφορικά με την αιτιότητα της συναλλαγής έχει προταθεί στη θεωρία η κατασκευή της τυποποιημένης αιτιότητας¹³⁷¹. Σύμφωνα με αυτήν, στην περίπτωση της αστικής ευθύνης από ενημερωτικό δελτίο η θεμελιωτική αιτιότητα τεκμαίρεται μαχητά από την έστω με έμμεσο τρόπο διαμόρφωση γενικότερου επενδυτικού κλίματος. Ο επενδυτής αρκεί να αποδείξει ότι παράγοντες της αγοράς, όπως οι οικονομικοί σύμβουλοι και ο τύπος, έλαβαν γνώση του ενημερωτικού δελτίου¹³⁷². Κατά την άποψη αυτή οι δικονομικοί κανόνες δεν μπορούν να αποτελέσουν εμπόδιο στη διάπλαση σχετικού τεκμηρίου με βάση την τελολογία των σχετικών διατάξεων¹³⁷³.

Η δυνατότητα δικαστικής διάπλασης τεκμηρίου πρέπει να αντιμετωπισθεί με επιφυλακτικότητα. Ενόψει του άρθρου 338 ΚΠολΔ η θέσπιση των νόμιμων τεκμηρίων καταλείπεται στην εξουσία του νομοθέτη. Η αναγνώριση και συναγωγή δικαστικών τεκμηρίων εξαρτάται από το περιεχόμενό τους. Στην προκειμένη περίπτωση μόνη η γνώση του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου από παράγοντες της αγοράς και η δημιουργία επενδυτικού κλίματος δε συνεπάγεται πάντα κατά λογική αλληλουχία και γνώση εκ μέρους του επενδυτή και μάλιστα γνώση συγκεκριμένων στοιχείων. Άλλωστε, κάθε επιμέρους στοιχείο εκ της πληθώρας των περιεχομένων στο ενημερωτικό δελτίο μπορεί να έχει διαφορετική επίδραση στην επενδυτική απόφαση. Υπέρ του επιχειρήματος ότι δεν υφίσταται πάντοτε τέτοια λογική αλληλουχία συνηγορεί το γεγονός ότι το ως άνω τεκμήριο προτάθηκε ως μαχητό.

Andreadakis, Schinckus, ό.π., 18επ., οι οποίοι αναφέρονται σε τιμή που αντικατοπτρίζει τις περισσότερες (όχι όλες) διαθέσιμες πληροφορίες. Κατά τον Korsmo, Market efficiency and fraud on the market: The danger of Halliburton, Lewis & Clark L. Rev. 2014, 860επ., η θεωρία της πλασματικής αγοράς δεν εξαρτάται από τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

¹³⁷¹ Διάπληξ, Η αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., υπό IV.B.

¹³⁷² Βλ. σε Σπερδόκλη, ό.π., 148.

Η θεωρία της τυποποιημένης αιτιότητας μοιράζεται το ίδιο δογματικό υπόβαθρο με τη θεωρία της κοινωνικοτυπικής αιτιότητας. Με βάση την ίδια τελλολογία και προς τον σκοπό της αντιμετώπισης των αποδεικτικών δυσχερειών που ανακύπτουν κατά τη συζήτηση αγωγών αποκατάστασης της ζημίας λόγω ανακριβούς ή παραπλανητικού ενημερωτικού δελτίου έχει προταθεί η αναγνώριση μαχητού τεκμηρίου τόσο ως προς την αιτιότητα συναλλαγής όσο και ως προς την αιτιότητα της ζημίας¹³⁷⁴. Οι δύο θεωρίες διαφέρουν ως προς την αποδοχή τεκμηρίου πληρωτικής αιτιότητας. Κατά της θεωρίας της κοινωνικοτυπικής αιτιότητας προβάλλεται ότι η αναγνώριση τεκμηρίου και ως προς την αιτιότητα της ζημίας έρχεται σε αντίθεση με το γράμμα του νόμου σχετικά με την ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο¹³⁷⁵.

Είναι αληθές ότι στο πλαίσιο της εφαρμογής του ενωσιακού δικαίου με βάση την αρχή της αποτελεσματικότητας έχει κριθεί ότι πρέπει να θεωρηθεί ότι η αιτιότητα συναλλαγής τεκμαίρεται. Αυτό έχει συμβεί στη νομολογία της έννομης τάξης της Ολλανδίας, στην οποία το Ανώτατο Δικαστήριο της Ολλανδίας εξετάζοντας την ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο δέχθηκε ότι η διασφάλιση της αποτελεσματικής εφαρμογής της σχετικής οδηγίας είναι εφικτή μόνο μέσω της (δικαστικής) αναγνώρισης τεκμηρίου αιτιότητας συναλλαγής¹³⁷⁶. Ωστόσο, μία τέτοια προσέγγιση είναι ζήτημα στάθμισης του αρμόδιου δικαστηρίου και δεν είναι υποχρεωτική για τα δικαστήρια όλων των κρατών-μελών¹³⁷⁷. Στο πλαίσιο της σχετικής στάθμισης και λαμβανομένης υπ' όψιν της δραστηκότητας της επέμβασης στην ισορροπία δυνάμεων μεταξύ των διαδίκων πρέπει να συνεκτιμώνται και εναλλακτικοί τρόποι επίλυσης των αποδεικτικών προβλημάτων, όπως μέσω της υποβολής αιτήματος προς επίδειξη εγγράφων.

Εφικτή και επιδοκιμαστέα είναι η αντιστροφή του βάρους της απόδειξης όσον αφορά την ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της παραπλανητικής πληροφόρησης και της επενδυτικής απόφασης. Βεβαίως προϋποθέτει νομοθετική παρέμβαση¹³⁷⁸. Αυτή δεν είναι άγνωστη στο ελληνικό δίκαιο: Όπως έχει ήδη εκτεθεί η αντιστροφή του βάρους της απόδειξης απαντάται στην ελληνική έννομη τάξη στο δίκαιο της προστασίας του καταναλωτή και στις σχετικές με την ευθύνη των αναδόχων διατάξεις. Η αντιστροφή του βάρους της απόδειξης ως προς την αιτιώδη συνάφεια συναντάται και σε άλλες έννομες τάξεις κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και μάλιστα κατά τη ρύθμιση της ευθύνης του αναδόχου από το ενημερωτικό δελτίο¹³⁷⁹. Έτσι, στον νέο βελγικό νόμο για το ενημερωτικό δελτίο και συγκεκριμένα στο άρθρο 26 παρ. 2 το βάρος απόδειξης επιρρίπτεται στον εναγόμενο¹³⁸⁰. Επίσης, παρά το γεγονός ότι στο δίκαιο του

¹³⁷³ Λιάπης, Η αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., υπό IV.B.

¹³⁷⁴ Παπανικολάου, Η ευθύνη..., ό.π., 201-202.

¹³⁷⁵ Λιάπης, Η αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., υποσημ. 95.

¹³⁷⁶ De Jong, Liability for Misrepresentation – European Lessons on Causation from the Netherlands, ECFR 2011, 364· Vandendriessche, ό.π., 225-226, 236. Στην ελληνική θεωρία βλ. Λιάπη, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. Π§27: Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών, 1296-1297, κατά τον οποίο «συνεπέστερο προς τις αξιολογήσεις της Οδηγίας περί ολοκληρωμένης πληροφόρησης του κοινού θα ήταν να γίνει δεκτό ότι η Οδηγία επεμβαίνει και στην ερμηνεία των εθνικών κανόνων περί ευθύνης προς την κατεύθυνση της διασφάλισης της μείζονος προστασίας των επενδυτών».

¹³⁷⁷ Vandendriessche, ό.π., 226.

¹³⁷⁸ Σε αντίθεση με τη χρήση του τεκμηρίου της πλασματικής αγοράς ως δικαστικού τεκμηρίου, η οποία (χρήση), αν γινόταν δεκτή, δε θα απαιτούσε σχετική νομοθετική ρύθμιση με δεδομένο ότι η χρήση των δικαστικών τεκμηρίων είναι νομοθετημένη. Βεβαίως, νομοθετικός θεσπισμένη είναι και η αντιστροφή του βάρους απόδειξης στις περιπτώσεις που εκτέθηκαν στην οικεία θέση της παρούσας. Ωστόσο, η διεύρυνση των περιπτώσεων αυτών προϋποθέτει σχετική νομοθετική ρύθμιση.

¹³⁷⁹ Κατά το ιταλικό δίκαιο σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο γίνεται δεκτό τεκμήριο ύπαρξης αιτιότητας συναλλαγής. Βλ. Boreiko, Lombardo, ό.π., 24.

¹³⁸⁰ Loi du 11 juillet 2018 relative aux offres au pub lic d'instruments de placement et admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés. Μάλιστα, η σχετική αναφορά στο σχετικό άρθρο «όταν η απουσία ή αυτή η παραπλανητική ή ανακριβής φύση είναι πιθανό να δημιουργήσει μια αίσθηση θετικές στην αγορά

Ηνωμένου Βασιλείου (άρθρο 90 της FSMA) δε γίνεται ρητή πρόβλεψη περί σχετικού τεκμηρίου τούτο συνάγεται κατά τη θεωρία ερμηνευτικώς¹³⁸¹.

Στο πλαίσιο της προτεινόμενης αντιστροφής ο εναγόμενος είναι εκείνος που πρέπει να αποδείξει την ανυπαρξία αιτιώδους συνάφειας. Τούτο συνιστά σημαντική αποδεικτική διευκόλυνση για τον ενάγοντα, ο οποίος σε διαφορετική περίπτωση θα έπρεπε να επιδοθεί σε δύσκολο και επίπονο αγώνα αναζήτησης αποδεικτικών της αιτιότητας στοιχείων, τα οποία ενδέχεται να βρίσκονται στη σφαίρα επιρροής του εναγομένου¹³⁸². Για την ενότητα του δικαίου κρίνεται μάλιστα σκόπιμη η θέσπιση της αντιστροφής του βάρους της απόδειξης σε κάθε περίπτωση κατά την οποία επενδυτής ασκεί αγωγή με βάση τις διατάξεις περί αδικοπραξιών ή ευθύνης εκ του νόμου η οργάνωση της οποίας είναι όμοια με αυτή των άρθρων 914επ. ΑΚ.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η διάκριση μεταξύ πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται, η διαμόρφωση των τιμών στη δευτερογενή αγορά είναι «απότοκος συναλλαγών», ενώ στην πρωτογενή αγορά «ως αποτέλεσμα αποτίμησης που ενσωματώνεται στα πληροφοριακά έγγραφα που συνοδεύουν την (αρχική) δημόσια διάθεσή τους»¹³⁸³. Στο πλαίσιο αυτό υποστηρίζεται ότι η απόδειξη της αιτιότητας συναλλαγής είναι πιο ευχερής στο πλαίσιο της πρωτογενούς αγοράς, καθόσον ο επενδυτής μπορεί να αποδείξει ότι έλαβε γνώση των περιεχόντων τις πληροφορίες εγγράφων ή ότι έλαβε την επενδυτική απόφαση στηριζόμενη στην επενδυτική διάθεση που δημιούργησε η δημοσίευση των εγγράφων αυτών¹³⁸⁴. Γι' αυτόν τον λόγο προβάλλεται ότι η εφαρμογή του τεκμηρίου της πλασματικής αγοράς έχει μεγαλύτερη αξία στη δευτερογενή αγορά¹³⁸⁵.

Είναι αληθές ότι η ανάγκη καθιέρωσης τεκμηρίου ή αντιστροφής του βάρους απόδειξης παρίσταται επιτακτικότερη στην περίπτωση της δευτερογενούς αγοράς. Σε αντίθεση με την κεντρική διάθεση του ενημερωτικού δελτίου στην πρωτογενή αγορά, στη δευτερογενή οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται μέσα σε ένα πλαίσιο δημοσίευσης και κυκλοφορίας διάφορων πληροφοριών που δημιουργούν ένα σύνθετο και μικτό πλέγμα ενημέρωσης. Ενόψει της διάχυσης των πηγών πληροφόρησης είναι δυσχερέστερο για τον επενδυτή να αποδείξει ότι στηρίχθηκε σε συγκεκριμένη πληροφορία¹³⁸⁶.

Ωστόσο, η ανωτέρω διαπίστωση δε συνεπάγεται ότι η θέσπιση τεκμηρίου ή η αντιστροφή του βάρους απόδειξης δεν είναι αναγκαία και εντός της πρωτογενούς αγοράς¹³⁸⁷. Αποδεικτικά προβλήματα εμφανίζονται και σ' αυτήν την περίπτωση, εφόσον απαιτείται να αποδείξει ο επενδυτής ότι διάβασε πράγματι το ενημερωτικό δελτίο. Είναι χαρακτηριστικό μάλιστα το γεγονός ότι σε επίπεδο (νυν και πρώην) κρατών-μελών της Ε.Ε. είναι πιο συχνή η αναγνώριση τεκμηρίου ή η αντιστροφή του βάρους στην περίπτωση της πρωτογενούς σε σχέση με τη δευτερογενή αγορά¹³⁸⁸. Το γεγονός αυτό οφείλεται στον φόβο υπερ-έκθεσης των εναγομένων σε αβάσιμες αγωγές, στην αντίληψη ότι η πληροφόρηση στη δευτερογενή αγορά

ή να επηρεάσουν θετικά την τιμή αγοράς των επενδυτικών μέσων» παραπέμπει στο τεκμήριο της πλασματικής αγοράς.

¹³⁸¹ Vandendriessche, ό.π., 224-225. Βλ. την ίδια (ό.π., 222, 225-226) για τη νομοθετική θέσπιση τεκμηρίου στη Γερμανία όσον αφορά την ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο.

¹³⁸² Vandendriessche, ό.π., 218. Όπως σημειώνει η ίδια, απουσία σχετικού τεκμηρίου ή αντιστροφής του βάρους απόδειξης ο επενδυτής πρέπει να επικαλεσθεί και να αποδείξει ότι διάβασε ολόκληρο το ενημερωτικό δελτίο και βάσισε τη λήψη της επενδυτικής απόφασής του σ' αυτό.

¹³⁸³ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 960.

¹³⁸⁴ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 960.

¹³⁸⁵ Μαστρομανώλης, Αιτιώδης συνάφεια..., ό.π., 960.

¹³⁸⁶ Vandendriessche, ό.π., 257-258.

¹³⁸⁷ Vandendriessche, ό.π., 325.

¹³⁸⁸ Vandendriessche, ό.π., 254επ., 261, 283επ., 325επ..

δεν επιτελεί τον ρόλο της ενίσχυσης των επενδυτών στο βαθμό που συμβαίνει με το ενημερωτικό δελτίο, καθώς και στη σκέψη ότι η εταιρία και το ΔΣ δεν ωφελείται από τις συναλλαγές της δευτερογενούς αγοράς¹³⁸⁹.

Η θέσπιση τεκμηρίου αιτιότητας συναλλαγής ή αντιστροφής του βάρους απόδειξης αποτελεί ζήτημα στάθμισης των συνθηκών και των έννομων συμφερόντων των εμπλεκόμενων παραγόντων εκ μέρους του νομοθέτη. Η συγκεκριμένη επιλογή σηματοδοτεί τη μετατόπιση του κέντρου βάρους των σχετικών διατάξεων αστικής ευθύνης από την πραγματική αιτιότητα συναλλαγής στην ακεραιότητα και στην εντιμότητα της αγοράς. Σ' αυτήν την περίπτωση θα έπρεπε να ληφθεί υπ' όψιν και ο κίνδυνος υπερβολικής διεύρυνσης του κύκλου των εναγόντων και υπερ-έκθεσης των πυλωρών σε αξιώσεις αποζημίωσης. Στο πλαίσιο αυτό η σχετική ρύθμιση θα μπορούσε να αφορά μόνο στην πρωτογενή αγορά. Ενδεχομένως επαρκής αντιστάθμιση να παρεχόταν μέσω της θέσπισης ορίου ευθύνης ή της μείωσης του μέτρου απόδειξης στο πλαίσιο της ανατροπής του τεκμηρίου ή της εκ μέρους του εναγομένου απόδειξης. Εναλλακτική της θέσπισης του τεκμηρίου ή της αντιστροφής θα μπορούσε να είναι η παροχή προς το δικαστήριο της εξουσίας κατανομής του βάρους απόδειξης¹³⁹⁰ ή η καθιέρωση ευνοϊκότερων όρων για την αποδοχή αιτήματος επίδειξης εγγράφων.

3.1.3 Αιτιότητα συναλλαγής και αλγόριθμοι

Εναλλακτική λύση για την απόδειξη της αιτιότητας συναλλαγής θα μπορούσε να παρέχει η υποχρεωτική χρήση αλγορίθμων κατά τη διεξαγωγή συναλλαγών σε οργανωμένες αγορές¹³⁹¹. Μεταξύ των πλεονεκτημάτων των αλγορίθμων έχει καταγραφεί η μείωση των σφαλμάτων στα οποία προβαίνει ο άνθρωπος σύμφωνα με τα διδάγματα της ψυχολογίας και της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής¹³⁹². Ωστόσο, το κρίσιμο ζήτημα εν προκειμένω είναι η δυνατότητα διάγνωσης των παραμέτρων λήψης της επενδυτικής απόφασης μέσω της εξέτασης του περιεχομένου του αλγορίθμου. Με την τελευταία θα αποδειχθεί ποιες παράμετροι ήταν ουσιώδεις για τη διαβίβαση της εντολής αγοράς ή πώλησης χρηματοπιστωτικού μέσου και αν σ' αυτές περιλαμβάνονται τα ζητήματα στα οποία αναφέρονται οι δηλώσεις που αποτέλεσαν το αντικείμενο προετοιμασίας, κρίσης, έγκρισης ή ελέγχου από τους πυλωρούς.

Η υιοθέτηση των αλγορίθμων στο πλαίσιο της λήψης επενδυτικών αποφάσεων θα αναδείκνυε την ανάγκη διεξαγωγής πραγματογνωμοσύνης στο πλαίσιο της πολιτικής δίκης. Πράγματι, η μελέτη, η επεξεργασία και η ανάλυση ενός αλγορίθμου αποτελεί ζήτημα για το οποίο χρειάζονται ιδιαίζουσες γνώσεις επιστήμης. Κατά συνέπεια, στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου, αν διάδικος υποβάλει σχετικό αίτημα, το δικαστήριο οφείλει να προβεί στον διορισμό πραγματογνώμονα¹³⁹³. Το αντικείμενο της πραγματογνωμοσύνης στην περίπτωση αυτή διαφοροποιείται σε σχέση με την πραγματογνωμοσύνη που αναφέρεται σε μελέτη γεγονότος. Η

¹³⁸⁹ Vandendriessche, ό.π., 254-257. Το τρίτο επιχείρημα αναφέρεται στην εταιρία και το ΔΣ και δεν μπορεί να προβληθεί σε σχέση με τους πυλωρούς. Ως προς το ζήτημα της υπερβολικής διεύρυνσης των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προς άσκηση αγωγής πρβλ. Τουντόπουλο, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 287, ο οποίος είναι επιφυλακτικός ως προς την αποκατάσταση της ζημίας όλων όσων κατήρτισαν συναλλαγές εντός έτους από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου.

¹³⁹⁰ Πρβλ. άρθρο 90 του ν. 2251/1994.

¹³⁹¹ Σχετικά με τις αλγοριθμικές συναλλαγές βλ. Λιναρίτη, Χειραγώγηση της αγοράς μέσω συναλλαγών: Νομολογιακές εξελίξεις και σύγχρονες προκλήσεις, ΧρηΔικ 2013, 53επ..

¹³⁹² Kahneman, Thinking, fast and slow, ό.π., 3.

¹³⁹³ Άρθρο 368 παρ. 2 ΚΠολΔ.

πρώτη θα χρησιμοποιηθεί για την απόδειξη της αιτιότητας της συναλλαγής, ενώ η δεύτερη για την απόδειξη της αιτιότητας της ζημίας.

Το ερώτημα που ανακύπτει αφορά τη σκοπιμότητα της γενικευμένης και υποχρεωτικής χρήσης αλγορίθμων κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Η χρήση της σχετικής τεχνολογίας αναμένεται να αυξήσει το κόστος παροχής των επενδυτικών υπηρεσιών και τη δημιουργία ολιγοπωλιακών συνθηκών αγοράς. Ζητήματα θα μπορούσαν να γεννηθούν ως προς τον περιορισμό της οικονομικής ελευθερίας. Η επίτευξη πλήρους δικανικής πεποιθήσης σχετικά με την αιτιότητα συναλλαγής δε θα μπορούσε να αποτελεί επαρκή λόγο για την επιβολή σχετικού περιορισμού. Ο ίδιος στόχος θα μπορούσε να επιτευχθεί με την αντιστροφή του βάρους απόδειξης. Εξάλλου, ήδη οι αλγοριθμικές συναλλαγές αντιμετωπίζονται διεθνώς με επιφυλακτικότητα (εκφραζόμενη με ειδικές ρυθμίσεις) λόγω των κινδύνων που εγκυμονεί η εκτέλεσή τους (υπερφόρτωσης συστημάτων διαπραγμάτευσης, διπλών ή εσφαλμένων εντολών, υπεραντίδρασης ή κατάχρησης αγοράς)¹³⁹⁴.

3.2 Η πληρωτική αιτιότητα – Η ζημία

Η θεμελίωση της πληρωτικής αιτιότητας είναι το στάδιο που ακολουθεί τη στοχαστική της θεμελιωτικής αιτιότητας. Στην προκείμενη περίπτωση, αφού προηγουμένως αποδείχθηκε η αιτιότητα συναλλαγής, στη συνέχεια ο επενδυτής (αν φέρει το σχετικό βάρος) πρέπει να αποδείξει ότι η ζημία του προκλήθηκε από την ανακριβή ή ελλιπή πληροφόρηση¹³⁹⁵. Πρέπει και μπορεί να αποζημιωθεί μόνο για εκείνες τις ζημίες του που ήταν απότοκο της συμπεριφοράς του πωλωρού. Κατά συνέπεια, κατά την εκτίμηση αφενός της ύπαρξης του συνδέσμου αφετέρου του ύψους της αποζημιωτέας ζημίας πρέπει να γίνει διάκριση των πηγών της ζημίας. Πρέπει να γίνει μία εκκαθάριση που περιλαμβάνει την απομόνωση των ζημιών που προκλήθηκαν από τον πωλωρό σε σχέση με τις απώλειες που είναι αποτέλεσμα άλλων αιτιών (συνδεομένων είτε με την εταιρία είτε με εξωγενείς παράγοντες).

Η αιτιότητα συναλλαγής δεν είναι η μόνη που προκαλεί αποδεικτικές δυσχέρειες. Εξίσου δυσχερές αποδεικτικό ζήτημα είναι η πληρωτική αιτιότητα με δεδομένο ότι στη διαμόρφωση της τιμής και της αξίας των χρηματοπιστωτικών μέσων συμβάλλει καθημερινώς ένα ευρύ φάσμα πληροφοριών προερχόμενο από διάφορες πηγές και σχετιζόμενο με διάφορα γεγονότα¹³⁹⁶. Στο πλαίσιο αυτό χρήσιμη ένδειξη σχετικά με την αιτιότητα της ζημίας συνιστά η χρονική απόσταση μεταξύ της δημοσίευσης της πληροφορίας και της επέλευσης της ζημίας¹³⁹⁷.

Η αιτιότητα της ζημίας και ο προσδιορισμός του ύψους της συνδέονται στενά. Αμφότερες προϋποθέτουν την απομόνωση των πράξεων εκείνων που προκάλεσαν τη συγκεκριμένη ζημία από άλλες πράξεις ή γεγονότα που δεν συνδέονται με την πρόκλησή της.

¹³⁹⁴ Βλ. ιδίως σκέψεις 62 και 63 του προοιμίου της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (ΟJ L 173, 12.6.2014, p. 349–496). Επίσης, βλ. Κανέλλο, Εφαρμογές Τεχνητής Νοημοσύνης στο δίκαιο & στη δικαστική πρακτική, Νομική Βιβλιοθήκη, 2021, 326επ..

¹³⁹⁵ Βλ. και ΑΠ 2212/2014, ΝΟΜΟΣ.

¹³⁹⁶ *Ludlow v. BP P.L.C.*, 800 F.3d 674, 682 (5th Cir. 2015), κατά την οποία – αναφερόμενη στην αιτιότητα ζημίας «δουλειά της είναι να απομονώσει 'εκείνες τις οικονομικές ζημίες τις οποίες οι εσφαλμένες δηλώσεις πραγματικά προκαλούν' παρά 'να παρέχουν στους επενδυτές ευρεία ασφάλεια έναντι ζημιών της αγοράς'». Βλ. και *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 345 (2005).

¹³⁹⁷ *Vandendriessche*, ό.π., 225. Κατά την Εφαθ 5894/2018, ΝΟΜΟΣ (η οποία αφορά κατάχρηση αγοράς), η χρονική απόσταση μεταξύ της παραπλανητικής δημοσίευσης και της απόκτησης των μετοχών αποτελεί ένδειξη σχετική με την ύπαρξη αιτιότητας συναλλαγής.

Κατά την εξέταση της σχετικής αγωγής ο δικαστής ταυτόχρονα και παράλληλα επισκοπεί τόσο την αιτιότητα όσο και το ύψος της ζημίας. Γι' αυτόν τον λόγο συχνά το ζήτημα της πρώτης εξετάζεται σε επίπεδο θεωρίας μαζί με το δεύτερο – αυτή η προσέγγιση επιλέχθηκε και στην παρούσα μελέτη. Στο σημείο αυτό θα έπρεπε να παρατεθεί ως παράδειγμα που δείχνει τις λεπτές διακρίσεις με τις οποίες συνδέεται η διακρίβωση της αιτιότητας και του ύψους της ζημίας είναι η απόφαση του Εφετείου της 5^{ης} Περιφέρειας των Η.Π.Α. *Ludlow v. BP P.L.C.*. Σ' αυτήν κρίθηκε ότι σε περίπτωση κατά την οποία το παραπλανητικό στοιχείο της πληροφορίας συνίσταται στον κίνδυνο επέλευσης ενός καταστροφικού γεγονότος (διαρροής πετρελαίου), η ζημία που πρέπει να εξετασθεί είναι αποκλειστικώς εκείνη που συνδέεται με την παραπλανητική έκθεση του βαθμού του κινδύνου και όχι εκείνη που συνδέεται με την πραγματοποίησή του¹³⁹⁸.

Για τον υπολογισμό της ζημίας σε περιουσιακά αγαθά κρατούσα στο ελληνικό δίκαιο είναι η θεωρία της διαφοράς. Σύμφωνα με αυτή για την εξεύρεση της ζημίας πρέπει να γίνει σύγκριση μεταξύ της περιουσιακής κατάστασης του φορέα του προσβληθέντος εννόμου αγαθού μετά την επέλευση της ζημίας και της περιουσιακής κατάστασης στην οποία θα βρισκόταν ο φορέας, αν δεν είχε μεσολαβήσει η ζημία¹³⁹⁹. Πρόκειται για σύγκριση μεταξύ μίας πραγματικής και μίας υποθετικής κατάστασης¹⁴⁰⁰. Κατ' αυτήν λαμβάνονται υπ' όψιν οι επιπτώσεις του γεγονότος στο σύνολο της περιουσίας του ζημιωθέντος και όχι μόνο στο προσβληθέν έννομο αγαθό¹⁴⁰¹. Από την αφετηρία του το σχετικό εγχείρημα προσδιορισμού της ζημίας του επενδυτή με δεδομένες την πολυπλοκότητα και τη δυναμική¹⁴⁰² φύση της κεφαλαιαγοράς είναι έργο δύσκολο και επίπονο για το δικαστήριο, καθόσον συνδέεται με την αναγωγή σε μία υποθετική κατάσταση απαλλαγμένη από τη ζημιολόγο παρέμβαση της συμπεριφοράς του ζημιώσαντος.

Έντονες διαφωνίες έχουν προκύψει σχετικά με τον χρόνο υπολογισμού του ύψους της αποζημίωσης. Κατά την κρατούσα θέση στην ελληνική θεωρία και νομολογία κρίσιμος χρόνος είναι καταρχήν ο χρόνος της συζήτησης ενώπιον του πρωτοβάθμιου δικαστηρίου¹⁴⁰³, ενώ «είναι επιτρεπτό να ζητήσει ο ζημιωθείς από τον ζημιώσαντα την τυχόν αύξηση της ζημίας του στο μετά τη συζήτηση στο πρωτοβάθμιο δικαστήριο χρόνο έως την πληρωμή της αποζημίωσης με παρεμπόμπουσα αγωγή»¹⁴⁰⁴. Ως αργότερο χρονικό όριο ορίζεται ο χρόνος έκδοσης της τελεσίδικης απόφασης¹⁴⁰⁵. Κατ' εξαίρεση λαμβάνεται υπ' όψιν ο χρόνος αποκατάστασης της ζημίας στις περιπτώσεις της εμπορικής υπαξίας, της στέρησης της χρήσης και αποκατάστασης

¹³⁹⁸ *Ludlow v. BP P.L.C.*, 800 F.3d 674, 680 (5th Cir. 2015).

¹³⁹⁹ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 513-514· Σαϊτάκης, Προσδιορισμός..., ό.π., 48-49.

¹⁴⁰⁰ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 514.

¹⁴⁰¹ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 514.

¹⁴⁰² Όχι στατική.

¹⁴⁰³ Περαιτέρω κατά πάγια νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων «Δεν αποκλείεται όμως να αναχθεί ο προσδιορισμός του ύψους της ζημίας σε προγενέστερο χρόνο και μάλιστα στο χρόνο κατά τον οποίο οχλήθηκε ο ζημιώσας για την αποκατάσταση αυτής... Ενδεχόμενη αύξηση της ζημίας μετά τη γέννηση της υποχρέωσης του οφειλέτη προς αποζημίωση, ο οποίος καθυστερεί την εκπλήρωση της παροχής του, δεν συνεπάγεται αντίστοιχη απαλλαγή του, αφού εάν αυτός ήταν συνεπής και κατέβαλλε εγκαίρως την οφειλή του, μεταγενέστερα περιστατικά δεν θα μπορούσαν να επηρεάσουν την παροχή. Εξάλλου λήψη υπόψη ανελαστικά του χρόνου της συζήτησης της αγωγής, ως αποκλειστικού χρονικού σημείου για τον προσδιορισμό του ύψους της οφειλόμενης αποζημίωσης είναι ενδεχόμενο, εάν κατά το χρόνο εκείνο έχει μειωθεί η αξία της παροχής, να αποβεί σε όφελος του ζημιώσαντος, ο οποίος καθυστερεί την εκπλήρωση της παροχής του. Το δίκαιο όμως της αποζημίωσης δεν αποδέχεται καθυστερήσεις και δεν επιβραβεύει τους οφειλέτες που ευνοούνται από τη δική τους καθυστέρηση και οι οποίοι μάλιστα μπορεί να ακολουθούν σκοπίμως παρελκυστική τακτική». Βλ. ενδεικτικώς ΑΠ 802/2013, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴⁰⁴ ΟΛΑΠ 44/1996, ΝοΒ 1997, 451· ΟΛΑΠ 38/1996, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴⁰⁵ ΑΠ 1764/1988, ΝΟΜΟΣ.

των ζημιών από τον ίδιο τον ενάγοντα πριν από την καταψήφιση ή την αναγνώριση της υποχρέωσης προς αποκατάσταση της ζημίας¹⁴⁰⁶.

Μέρος της ελληνικής θεωρίας τοποθετεί τον κρίσιμο χρόνο σε διαφορετικό χρονικό σημείο. Συγκεκριμένα, κατά την άποψη αυτή το ύψος της ζημίας πρέπει να υπολογίζεται με βάση τον χρόνο επέλευσής της. Τούτο, καθόσον κατά τον χρόνο αυτό γεννάται η σχετική αξίωση. Κατά την ίδια άποψη η λήψη υπ' όψιν του χρόνου αυτού δεν αποκλείει τη συνεκτίμηση «των διακυμάνσεων της αγοραστικής αξίας του νομίσματος»¹⁴⁰⁷. Κατά τη διατύπωση της σχετικής άποψης γίνεται επίκληση του χαρακτήρα της ζημίας ως στιγμιαίου λογιστικού μεγέθους, του γράμματος του κανόνα δικαίου του άρθρου 298 ΑΚ και της θεωρίας της διαφοράς, η οποία αναφέρεται σε σύγκριση με την κατάσταση που θα υπήρχε αν δεν είχε επέλθει η ζημία¹⁴⁰⁸.

Ο σχετικός προβληματισμός δεν περιλαμβάνει τις περιπτώσεις της αμιγώς οικονομικής ζημίας. Πρόκειται για τις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες δεν προκαλείται βλάβη σε συγκεκριμένο εξατομικευμένο έννομο αγαθό, όπως η ζωή και η υγεία, αλλά στη περιουσία του προσώπου ως σύνολο. Τέτοια ζημία είναι και η ζημία των επενδυτών. Η ζημία εδώ αποτυπώνεται και γίνεται αντιληπτή αποκλειστικά ως λογιστικό μέγεθος και συγκεκριμένα ως μεταβολή στην αξία της περιουσίας με σημείο αναφοράς την αξία που θα είχε η τελευταία, αν δεν είχε μεσολαβήσει το ζημιογόνο γεγονός. Στο πλαίσιο αυτό επισημαίνεται ότι, επειδή η ζημία είναι εξ αρχής λογιστική και δεν συνδέεται με την αναφορά σε κάποιο άλλο έννομο αγαθό, για το οποίο θα προέκυπτε ανάγκη αποτίμησης, ο προηγούμενος προβληματισμός δεν έχει εν προκειμένω αντικείμενο και αξία¹⁴⁰⁹.

Παρ' όλ' αυτά, ο προσδιορισμός της ζημίας των επενδυτών δεν είναι απαλλαγμένος από ακανθώδη ζητήματα. Η διάκριση της αξίας της μετοχής σε ονομαστική, λογιστική, αγοραία, χρηματιστηριακή και πραγματική μεταβάλλει το αποτέλεσμα της σχετικής μέτρησης αναλόγως με το είδος της αξίας που θα ληφθεί ως βάση αναφοράς. Επίσης, είναι αναγκαίο να αποσαφηνισθούν οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες αναγνωρίζεται η επέλευση της ζημίας. Στο ίδιο πλαίσιο κρίσιμος είναι και ο προσδιορισμός του χρόνου επέλευσης της ζημίας.

Προκειμένου να υπολογισθεί η ζημία πρέπει να καθορισθεί το σημείο αναφοράς δηλαδή το είδος της αξίας με βάση το οποίο θα γίνει η σχετική εκτίμηση. Η ονομαστική αξία της μετοχής προκύπτει από τη διαίρεση του μετοχικού κεφαλαίου με τον αριθμό των μετοχών, ενώ η λογιστική από τη διαίρεση της καθαρής θέσης της εταιρίας με τον αριθμό των μετοχών¹⁴¹⁰. Ως αγοραία αξία νοείται η αξία της μετοχής στην αγορά¹⁴¹¹, ενώ ως χρηματιστηριακή αξία η αξία που διαμορφώνεται στη ρυθμιζόμενη αγορά στην οποία είναι αυτή εισηγμένη¹⁴¹². Η εσωτερική αξία της είναι η πραγματική, δηλαδή εκείνη «που προκύπτει από διαίρεση της πραγματικής

¹⁴⁰⁶ Βλ. Σαϊτάκης, Προσδιορισμός..., ό.π., 113-120, ο οποίος αναφέρεται σε περαιτέρω εξαίρεση στο γερμανικό δίκαιο.

¹⁴⁰⁷ Σαϊτάκης, Προσδιορισμός..., ό.π., 138.

¹⁴⁰⁸ Σαϊτάκης, Προσδιορισμός..., ό.π., 141-148. Βλ. Τριανταφυλλάκη, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχή εσφαλμένων πληροφοριών, ΧρΙΔ 2001, 17, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου», ο οποίος επισημαίνει τη διαφορά μεταξύ συμβατικής αδικοπρακτικής ευθύνης ως προς το ζήτημα της ζημίας: στην πρώτη περίπτωση ο επενδυτής δικαιούται να αξιώσει ό,τι θα είχε αν ήταν αληθείς οι πληροφορίες, ενώ στη δεύτερη ό,τι θα είχε «αν δεν είχε μεσολαβήσει η ζημιογόνος συμπεριφορά».

¹⁴⁰⁹ Σαϊτάκης, Προσδιορισμός..., ό.π., 26.

¹⁴¹⁰ ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ,

¹⁴¹¹ «...όπως διαμορφώνεται από τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης, αλλά και από άλλους παράγοντες, όπως οι προβλέψεις πραγματοποίησης κερδών ή ζημιών, οι προοπτικές ευόδωσης των εταιρικών εργασιών, η ικανότητα των οργάνων διοίκησης και γενικά η πορεία της εταιρίας». Βλ. ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴¹² Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, ό.π., 402· Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 387.

αξίας της περιουσίας της ανώνυμης εταιρίας, όπως αυτή προκύπτει από την εκτίμηση όλων των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού στην πραγματική τους αξία σε δεδομένη χρονική στιγμή, διά του συνολικού αριθμού των μετοχών»¹⁴¹³. Η πραγματική αξία δεν είναι κατ' ανάγκη ίση με τη χρηματιστηριακή αξία, αλλά μπορεί να διαφοροποιείται εξαιτίας εξωγενών παραγόντων¹⁴¹⁴.

Η ζημία των επενδυτών πρέπει να προσδιορισθεί με βάση την χρηματιστηριακή αξία του χρηματοπιστωτικού μέσου¹⁴¹⁵. Με δεδομένο ότι πρόκειται για μέσο εισηγμένο σε οργανωμένη αγορά και οι σχετικές ζημιολογίες ενέργειες αφορούν σε στοιχεία στενά συνδεδεμένα με την αγορά αυτή, η χρηματιστηριακή αξία είναι εκείνη που πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν, καθόσον αποτελεί το σημείο κατατεθέν της μετοχής για τη διενέργεια συναλλαγών στη συγκεκριμένη αγορά. Στο πλαίσιο αυτό είναι η πλέον ευχερώς αποδεικνυόμενη αξία τιμών. Προκύπτει από μία απλή επισκόπηση του δείκτη αξιών της οργανωμένης αγοράς. Αντιθέτως, η ανεύρεση της λογιστικής αξίας σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή απαιτεί την αναφορά σε ισολογισμό. Περαιτέρω, η τελευταία, όπως και η ονομαστική, δεν ενσωματώνουν την επίδραση εξωγενών παραγόντων. Τέλος, η χρηματιστηριακή αξία προκρίνεται έναντι της αγοραίας ενόψει του ειδικότερου χαρακτήρα της.

Δυσχερέστερο είναι το ζήτημα του προσδιορισμού των συνθηκών υπό τις οποίες μπορεί να αναγνωρισθεί ότι ο επενδυτής υπέστη ζημία¹⁴¹⁶. Ειδικότερα ερωτάται πότε η πτώση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής συνιστά ζημία του επενδυτή. Στο πλαίσιο αυτό γίνεται διάκριση μεταξύ των εξής περιπτώσεων σε σχέση με τη στάση που επιδεικνύει ο επενδυτής: α) προβαίνει σε πώληση της μετοχής που είχε αποκτήσει πριν τη ζημιολογία πράξη ή σε αγορά μετοχής, β) κρατά τη μετοχή του¹⁴¹⁷ ή γ) (μην έχοντας μετοχές) δεν προβαίνει σε αγορά της μετοχής¹⁴¹⁸. Η πρώτη περίπτωση είναι η απλούστερη για την κατάφαση ζημίας, ενώ δε συμβαίνει το ίδιο και για τις άλλες δύο. Εξ αυτών των δύο η κρατούσα θέση στη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων έχει ασχοληθεί με αυτή της διατήρησης της μετοχής στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή στο πλαίσιο του άρθρου 914 ΑΚ.

Η στάση της νομολογίας αυτής είναι αρνητική ως προς την ύπαρξη ζημίας στην περίπτωση αυτή. Θεωρεί ως προϋπόθεση της πρόκλησης ζημίας την πώληση της μετοχής. Ειδικότερα, δέχεται ότι «ζημία από την απόκτηση μετοχών προκύπτει... σε περίπτωση που οι

¹⁴¹³ ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴¹⁴ Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, ό.π., 402. Κατά την ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ: «η διαμόρφωση της επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες (κερδοσκοπικής φύσεως, πολιτικής κ.α.). Δηλαδή, αποτελεί συνάρτηση της προσφοράς και της ζήτησης ενός μετοχικού τίτλου, αλλά και άλλων παραγόντων και εξαρτάται από τους μετέχοντες στο μηχανισμό της αγοράς σε ένα δεδομένο χρονικό σημείο, με βάση τη γνώση του status της επιχείρησης και την πρόγνωση της μελλοντικής πορείας με κριτήρια εσωτερικούς παράγοντες, όπως την εταιρική διαχείριση και την ποιότητα του μάντζμεντ, αλλά και εξωτερικούς, όπως: α) τους βασικούς οικονομικούς δείκτες (ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, διαθέσιμο εισόδημα κ.λπ.) προς τους οποίους συσχετίζεται η χρηματιστηριακή αγορά, β) τους αντίκτυπους που συνεπάγεται η λήψη οικονομικών μέτρων στα κέρδη των επιχειρήσεων, στα επιτόκια, κ.λπ., γ) τις πολιτικές (πολιτική σταθερότητα ή αβεβαιότητα) και οικονομικές συνθήκες (προϋπολογισμός, εισοδηματική πολιτική, κρατικές δαπάνες, φορολογία, κρατικές προμήθειες, επιχειρηματικό κλίμα), δ) τις απρόβλεπτες περιπλοκές στις διεθνείς εξελίξεις, και ε) την ανοδική ή πτωτική τάση των χρηματιστηριακών δεικτών πρωτίστως της Wall Street και δευτερευόντως των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων και του δείκτη Nikkei-225».

¹⁴¹⁵ Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, ό.π., 402· Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 388.

¹⁴¹⁶ Κατά την ΕφΠειρ 824/2014, ΝΟΜΟΣ: «πρέπει να επιλεχθεί ποιο είναι το κρίσιμο χρονικό σημείο κατά το οποίο θα πρέπει να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση του περιουσιακού αγαθού, προκειμένου να διαπιστωθεί αν πράγματι επήλθε ζημία, η δε αποτίμηση θα πρέπει να πραγματοποιηθεί κατά το χρονικό σημείο επέλευσης της ζημίας».

¹⁴¹⁷ Βλ. Βερβεσό, Παρατηρήσεις..., ό.π., 384.

¹⁴¹⁸ Εξ αυτών η πώληση και η διατήρηση κινητής αξίας αναφέρονται στο πλαίσιο της δευτερογενούς αγοράς, ενώ η αγορά (ή ανάληψη) και η μη αγορά (ή μη ανάληψη) μπορούν να αφορούν τόσο πρωτογενή όσο και δευτερογενή αγορά.

μετοχές που αποκτήθηκαν, πωλούνται στη συνέχεια σε τιμή μικρότερη της κτήσης τους, δηλαδή της χρηματιστηριακής τιμής στην οποία πραγματοποιήθηκε η χρηματιστηριακή συναλλαγή αγοράς τους»¹⁴¹⁹. Στο πλαίσιο αυτό μόνη η πτώση της χρηματιστηριακής αξίας δεν αρκεί για να γίνει δεκτό ότι επήλθε ζημία, με δεδομένο ότι αυτή (η αξία) διαμορφώνεται στο πλαίσιο μίας αγοράς με έντονες και συχνές διακυμάνσεις των τιμών¹⁴²⁰.

Σε κάθε περίπτωση αγωγή του επενδυτή που δε μεταβίβασε τις μετοχές του μετά την επιλήψιμη συμπεριφορά του πωλωρού αντιμετωπίζει σοβαρά αποδεικτικά προβλήματα σε επίπεδο αιτιώδους συνδέσμου. Ο ενάγων πρέπει να αποδείξει ότι, αν δεν είχε λάβει χώρα η πράξη του «gatekeeper», ο ίδιος θα είχε αποφασίσει να πωλήσει τις μετοχές του. Στην πράξη η απόδειξη του σχετικού ισχυρισμού είναι εξαιρετικά δύσκολη, καθόσον συνδέεται με την απόδειξη μίας υποθετικής συναλλαγής, τα στοιχεία της οποίας είναι δύσκολο να προσδιορίσει κανείς εκ των προτέρων¹⁴²¹. Συγκεκριμένα, ο ενάγων οφείλει να αποδείξει όχι μόνο ότι θα προέβαινε στην πώληση, αλλά και τη συγκεκριμένη ποσότητα των μετοχών που θα πωλούσε και το συγκεκριμένο τίμημα. Εφόσον βεβαίως καταφέρει να ανταποκριθεί στο βάρος αυτό, θα έχει υπερβεί έναν σκόπελο.

Αντίστοιχο πρόβλημα αντιμετωπίζει ο ενάγων επενδυτής που μετά τη ζημιολόγο πράξη αποφασίζει με βάση την πληροφόρηση που διαθέτει (και στη ροή της οποίας έχει συμβάλει η πράξη) να μην προβεί σε επένδυση στο σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο. Εδώ ο ενάγων πρέπει να επικαλεσθεί και να αποδείξει ότι, αν δεν είχε λάβει χώρα η ζημιολόγος συμπεριφορά, θα είχε προβεί στην απόκτηση του μέσου σε συγκεκριμένη ποσότητα και έναντι συγκεκριμένης αξίας. Η δυσκολία του αποδεικτικού εγχειρήματος είναι προφανής με βάση τον εξαιρετικά υποθετικό χαρακτήρα της συγκεκριμένης συναλλαγής.

Παρατηρούνται τρεις προσεγγίσεις του ζητήματος διεθνώς. Σε κάποιες έννομες τάξεις οι διατηρούντες το χρηματοπιστωτικό μέσο ή οι μη αποκτώντες αυτό αποκλείονται ρητώς (νομοθετικώς) από την άσκηση αγωγής για την αποκατάσταση ζημίας¹⁴²². Σε άλλες έννομες τάξεις προβλέπεται επίσης νομοθετικώς ενεργητική νομιμοποίηση για αυτούς που διατήρησαν το μέσο¹⁴²³. Τέλος, η νομοθεσία πολλών κρατών σιωπά με αποτέλεσμα εφαρμοζομένων των γενικών διατάξεων να γίνεται δεκτή η ενεργητική νομιμοποίηση¹⁴²⁴. Κοινός είναι ο προβληματισμός σχετικά με την πιθανότητα «πλημμύρας» σχετικών αγωγών σε περίπτωση κατά

¹⁴¹⁹ ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ. Κατά την ίδια απόφαση καταφάσκει ζημία «εάν ως το τέλος της χρήσης στην οποία πραγματοποιήθηκε η απόκτηση των μετοχών και κατά την προβλεπόμενη αποτίμηση προκύψει ότι ο μέσος όρος της τιμής κτήσης των μετοχών είναι ψηλότερος από την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή των ιδίων μετοχών κατά τον τελευταίο μήνα της εταιρικής χρήσης». Ωστόσο, όπως επισημαίνει το δικαστήριο, δεν είναι πραγματική ζημία, αλλά λογιστική («απλή λογιστική καταχώριση στο λογαριασμό «προβλέψεις για υποτιμήσεις συμμετοχών», προκειμένου το ποσό της διαφοράς να συμψηφιστεί σε μεταγενέστερες χρήσεις με ενδεχόμενα κέρδη από πωλήσεις μετοχών ή από αναπροσαρμογή της αξίας τους»). Ομοίως ΠΠρΑθ 4610/2019, ΝΟΜΟΣ. Πρβλ. και τη ΜονΠρΑθ 424/2019, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴²⁰ ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ. Έτσι ΑΠ 1491/2005, ΕΕμπΔ, 394. Βλ. Όμως αντιθέτως ΑΠ 1093/2008, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴²¹ Davies, Davies Review of Issuer Liability Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC, March 2007, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <https://www.treasure.org/>, 42. Πρβλ. Βερβεσό, Παρατηρήσεις..., ό.π., 384, για την αποδεικτική δυσχέρεια σχετικά με τον προσδιορισμό της ζημίας.

¹⁴²² Έτσι στο γερμανικό δίκαιο §§ 37b,c WpHG. Βλ. Vandendriessche, ό.π., 229. Στο δίκαιο των ΗΠΑ ο Rule 10b-5 εφαρμόζεται μόνο εφόσον ο ζημιωθείς είναι αγοραστής ή πωλητής των μετοχών. Βλ. *Birnbaum v. Newport Steel Corp.* (2nd Cir.1952) 193 F.2d, 461· *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 731-32 (1975). Αντιθέτως, στα πολιτειακά δίκαια αναγνωρίζεται τέτοιο δικαίωμα και στους κατόχους των μετοχών (δηλ. σ' αυτούς που δεν προβαίνουν σε αγοραπωλησία, αλλά διατηρούν τις μετοχές τους). Τέτοιο δικαίωμα αναγνωρίστηκε δικαστικώς στην υπόθεση *Small v. Fritz Companies, Inc.*, 132 Cal. Rptr. 2d 490, όσον αφορά το δίκαιο της Πολιτείας της Καλιφόρνιας.

¹⁴²³ Έτσι στο αγγλικό δίκαιο το άρθρο 90A FSMA. Βλ. Vandendriessche, ό.π., 229.

¹⁴²⁴ Βλ. Vandendriessche, ό.π., 230.

την οποία γίνει δεκτή η ενεργητική νομιμοποίηση αυτών των επενδυτών¹⁴²⁵. Ωστόσο, στην πράξη ο κίνδυνος αυτός σχεδόν εξαλείφεται λόγω της εξαιρετικής δυσκολίας απόδειξης του αιτιώδους συνδέσμου, η οποία εκμηδενίζει την πιθανότητα ευδοκίμησης σχετικής αγωγής. Βεβαίως, αν παρ' όλ' αυτά όντως επιτευχθεί το απαιτούμενο μέτρο απόδειξης, δικαιωματικώς θα αποκατασταθεί η σχετική ζημία. Τελικώς, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η ίδια η αιτιότητα σε συνδυασμό με την απόδειξη θέτει το απαραίτητο όριο.

Γενικώς οι δύο συγκεκριμένες περιπτώσεις αγωγών επενδυτών αντιμετωπίζονται με την ίδια καχυποψία. Αυτή εξηγείται από την υποθετική θεώρηση των πραγμάτων. Ωστόσο, ακόμη και μεταξύ τους παρατηρείται μία διαβάθμιση. Η περίπτωση της μη απόκτησης χρηματοπιστωτικών μέσων αντιμετωπίζεται ως η πλέον ακραία περίπτωση σε επίπεδο απόδειξης της υποθετικής αιτιότητας, προξενεί δε μεγαλύτερη ανησυχία σε σχέση με τον κίνδυνο πολλαπλασιασμού των σχετικών αγωγών, καθόσον θεωρείται ότι οποιοσδήποτε τρίτος μη συνδεόμενος με την οντότητα θα μπορούσε να ισχυρισθεί ότι θα είχε προβεί σε επένδυση¹⁴²⁶. Στο πλαίσιο αυτό η ενεργητική νομιμοποίηση για την άσκηση αγωγής αποκατάστασης ζημίας κατά το άρθρο 61 του ν. 4706/2020 περιορίζεται μόνο σε όσους απέκτησαν κινητές αξίες (και συγκεκριμένα μέσα στους πρώτους δώδεκα μήνες από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου) και δεν επεκτείνεται και σε εκείνους που αποφάσισαν να μην επενδύσουν. Αντιθέτως, στην περίπτωση των επενδυτών που κράτησαν το χρηματοπιστωτικό μέσο ο κύκλος των υποψηφίων εναγόντων είναι πολύ πιο περιορισμένος.

Από την προηγηθείσα ανάλυση γίνεται σαφής η διαφοροποίηση της ελληνικής νομολογίας στο ζήτημα της αναγνώρισης της μεταβολής της χρηματιστηριακής αξίας ως ζημίας σε σχέση με τα ισχύοντα σε άλλες έννομες τάξεις¹⁴²⁷. Γίνεται σαφές ότι εκεί ήδη η μεταβολή της χρηματιστηριακής αξίας νοείται ως ζημία ακόμα και στις περιπτώσεις των επενδυτών που απέχουν από την ενέργεια κάποιας συναλλαγής¹⁴²⁸. Απλώς εξετάζεται το ζήτημα της αιτιώδους συνάφειας και σε κάποιες έννομες τάξεις επιχειρείται ο νομοθετικός αποκλεισμός των επενδυτών αυτών από τον κύκλο των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων. Αντιθέτως, κατά την κρατούσα θέση στην ελληνική νομολογία θεωρείται ότι στην περίπτωση της αποχής από πράξεις αγοράς ή πώλησης δεν προκαλείται ζημία στον επενδυτή¹⁴²⁹.

Η ελληνική νομολογία δεν εξετάζει το ζήτημα της ζημίας του επενδυτή υπό την οπτική της απώλειας της προοπτικής πώλησης του χρηματοπιστωτικού μέσου του. Κατ' ακριβολογία στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής στερείται της ευκαιρίας να προβεί σε έναντι ανταλλάγματος διάθεση του μέσου του. Η απώλεια της ευκαιρίας διαφοροποιείται από το διαφυγόν κέρδος, καθόσον στο τελευταίο κρίσιμη είναι η «πιθανολογούμενη αξία του διακυβεύματος», ενώ στην πρώτη «η αξία της δυνατότητας που είχε ο ζημιωθείς να διεκδικήσει το διακύβευμα»¹⁴³⁰. Στο

¹⁴²⁵ Davies, ό.π., 42.

¹⁴²⁶ Vandendriessche, ό.π., 229-230.

¹⁴²⁷ Στις Η.Π.Α. γίνεται δεκτό με βάση τη νομολογία του Supreme Court ότι δεν απαιτείται να έχει προβεί ο ενάγων σε πώληση των μετοχών του. *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 338-39 (2005). Βλ. *Martone v. Robb*, 902 F.3d 519, 524 (5th Cir. 2018)· *Varghese v. China Shenghuo Pharm. Holdings, Inc.*, 672 F.Supp.2d 596, 611 (S.D.N.Y. 2009). Βεβαίως για την ακρίβεια πρέπει να σημειωθεί ότι ο προβληματισμός στις σχετικές αποφάσεις συνίσταται στο κατά πόσο απαιτείται πώληση των μετοχών για την απόδειξη της αιτιότητας των ανακριβών παραστάσεων με τη ζημία ή για την απόδειξη της ζημίας (έτσι *Varghese v. China Shenghuo Pharm. Holdings, Inc.*, 672 F.Supp.2d 596, 611 (S.D.N.Y. 2009)).

¹⁴²⁸ Βλ. και Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 282.

¹⁴²⁹ ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ· ΠΠρΑθ 4610/2019, ΝΟΜΟΣ. Πρβλ. και τη ΜονΠρΑθ 424/2019, ΝΟΜΟΣ. Βλ. αντίθετα την ΑΠ 1093/2008, ΝΟΜΟΣ. Κατά τη μειοψηφία της ΑΠ 1491/2005, ΝΟΜΟΣ, «η ζημία των αναιρεσιβλήτων επήλθε αμέσως μόλις αυτοί απέκτησαν τις μετοχές στις τεχνιθέντως, λόγω της αδικοπρακτικής συμπεριφοράς των αναιρεσιδόντων, αυξημένες τιμές».

¹⁴³⁰ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας στο δίκαιο της αποζημίωσης, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, 282.

πλαίσιο αυτό η απώλεια ευκαιρίας αποτελεί θετική ζημία, ενώ το διαφυγόν κέρδος αποθετική¹⁴³¹. Για την πρώτη απαιτείται πλήρης δικανική πεποίθηση, ενώ για το δεύτερο αρκεί πιθανολόγηση¹⁴³².

Την απώλεια ευκαιρίας προστατεύει το γαλλικό δίκαιο¹⁴³³. Κατά τη λεγόμενη «θεωρία της απώλειας ευκαιρίας» η απώλεια αυτή προστατεύεται αν επήλθε «μία άλλη τελική ζημία στην έννομη σφαίρα του ζημιωθέντος»¹⁴³⁴ και η πραγματοποίηση της ευκαιρίας ήταν ευλόγως πιθανή¹⁴³⁵. Κατά τον υπολογισμό της αποκαταστατέας ζημίας ακολουθείται η εξής διαδικασία. Πρέπει πρώτα να υπολογισθεί ποια θα ήταν η κατάσταση της περιουσίας του απωλέσαντος την ευκαιρία, αν αυτή είχε υλοποιηθεί, και στη συνέχεια να υπολογισθεί ποια ήταν η πιθανότητα πραγματοποίησης της ευκαιρίας («αρχή της διπλής εκτίμησης»)¹⁴³⁶. Πάντως, η πιθανότητα αναφέρεται στην πραγματοποίηση της ευκαιρίας και δεν αφορά το μέτρο απόδειξης¹⁴³⁷. Με βάση τη θεωρία της απώλειας της ευκαιρίας δεν αποκαθίσταται το σύνολο της τελικής ζημίας, αλλά μέρος της. Πρόκειται για αναλογική αποζημίωση, το ύψος της οποίας εξαρτάται από το ύψος των πιθανοτήτων υλοποίησης της ευκαιρίας που απωλέσθη.

Στο ελληνικό δίκαιο δεν υπάρχει ρητή διάταξη που παρέχει γενικώς προστασία για την περίπτωση της απώλειας ευκαιρίας. Επί του ζητήματος έχουν διατυπωθεί δύο απόψεις. Κατά την πρώτη από αυτές, προτείνεται η *extra legem* διάπλαση δικαίου με αποτέλεσμα την αναγνώριση δικαιώματος αναλογικής αποζημίωσης για την απώλεια ευκαιρίας¹⁴³⁸. Η δεύτερη γνώμη τονίζοντας την πρακτική αξία που πράγματι μπορεί να έχει η σχετική θεωρία επισημαίνει την αδυναμία θεμελίωσης σχετικής αξίωσης στο θετό ελληνικό δίκαιο¹⁴³⁹. Τελικώς, η ίδια άποψη, κατ' ορθή εκτίμησή της, προτείνει εμμέσως τη ρύθμιση του σχετικού ζητήματος από τον Έλληνα νομοθέτη¹⁴⁴⁰.

Η προσέγγιση της πρώτης άποψης είναι τελολογική και συστηματική. Τονίζει την αδικία που συνεπάγεται η απόρριψη της αγωγής για τον ενάγοντα ή η αποδοχή της για τον εναγόμενο στην περίπτωση κατά την οποία ο ενάγων στερήθηκε την πιθανότητα αποφυγής της ζημίας του¹⁴⁴¹. Εντοπίζοντας περιπτώσεις στις οποίες κατά το ελληνικό δίκαιο προβλέπεται αποζημίωση «για την απώλεια αγαθών που ενσωματώνουν πιθανότητα κέρδους», αναγνωρίζοντας την πιθανότητα ως έννομο αγαθό και αναγόμενη στις διατάξεις του άρθρου 300 ΑΚ, το οποίο προβλέπει τον επιμερισμό της ευθύνης και του άρθρου 926 εδ. β' ΑΚ, το οποίο αναφέρεται σε περιπτώσεις πιθανού αιτιώδους συνδέσμου, προτείνει την κατά διάπλαση δικαίου αναγνώριση αξίωσης αναλογικής αποζημίωσης για την απώλεια ευκαιρίας¹⁴⁴². Παραλλαγή της άποψης αυτής επικαλείται τη θεμελίωση της σχετικής αξίωσης στο άρθρο 288 ΑΚ¹⁴⁴³.

¹⁴³¹ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 116, 120-121.

¹⁴³² Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 116, 113-114.

¹⁴³³ Και μάλιστα ανεξαρτήτως αν ο νόμιμος λόγος ευθύνης εδράζεται σε σύμβαση ή αδικοπραξία. Βλ. Μάνθο, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 25.

¹⁴³⁴ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 28.

¹⁴³⁵ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 29.

¹⁴³⁶ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 29.

¹⁴³⁷ Έτσι, εφόσον απαιτείται πλήρης δικανική πεποίθηση, το δικαστήριο πρέπει να σχηματίζει πλήρη δικανική πεποίθηση σχετικά με το βαθμό της πιθανότητας υλοποίησης της ευκαιρίας. Βλ. Μάνθο, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 113, 263 (όπου αναφέρεται και αντίθετη γνώμη του Μαθιουδάκη).

¹⁴³⁸ Παπαδημητρόπουλος, Πιθανοτική αιτιότητα και αναλογική αποζημίωση: θεμελίωση και έκταση της ευθύνης, ΕφΑΔΠολΔ 2011, 127επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>.

¹⁴³⁹ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 289.

¹⁴⁴⁰ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 289.

¹⁴⁴¹ Παπαδημητρόπουλος, Πιθανοτική αιτιότητα..., ό.π., αρ. 7.

¹⁴⁴² Παπαδημητρόπουλος, Πιθανοτική αιτιότητα..., ό.π., αρ. 29-57.

¹⁴⁴³ Βλ. Μάνθο, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 261, ο οποίος αναφέρεται στη θέση των Σταθόπουλου, Καρακώστα.

Η δεύτερη γνώμη επισημαίνει τις διαφορές των ρυθμιζόμενων από το νόμο περιπτώσεων με αυτήν της απώλειας ευκαιρίας. Έτσι, στην τελευταία – σε αντίθεση με αυτή του άρθρου 300 ΑΚ - είναι αβέβαιο «ποιος και σε ποια έκταση προκάλεσε την τελική ζημία»¹⁴⁴⁴. Επιπλέον, το άρθρο 926 εδ. β' ΑΚ αφορά πράξεις περισσότερων προσώπων και είναι βέβαιος ο αιτιώδης σύνδεσμος πράξης και ζημίας, αλλά αβέβαιο το πρόσωπο που προκάλεσε την τελευταία – στην απώλεια της ευκαιρίας ερευνάται η πράξη ενός προσώπου και υπάρχει γενική αβεβαιότητα¹⁴⁴⁵. Τέλος, ως προς το άρθρο 288 ΑΚ προβάλλεται ότι δεν μπορεί να διαπλασθεί από τον δικαστή βάσει του άρθρου αυτού ενοχή που δεν αναγνωρίζεται από τον νόμο ή τη σύμβαση¹⁴⁴⁶.

Επανεξέταση του ζητήματος της ζημίας του επενδυτή θα μπορούσε να προσφέρει αποτελεσματική λύση με κάλυψη του συνόλου των απωλειών χωρίς την ανάγκη διάπλασης ή θέσπισης δικαίου. Μία τέτοια λύση υπερέχει της θεωρίας της απώλειας ευκαιρίας τόσο κατά το ότι αποκαθιστά το σύνολο της ζημίας και όχι ανάλογο μέρος αυτής όσο και κατά το ότι το επιτυγχάνει κατ' ευθεία και άμεση εφαρμογή του θετού δικαίου. Η ίδια λύση βρίσκεται στον αντίποδα της ελληνικής νομολογίας, καθόσον αναγνωρίζει την ύπαρξη ζημίας σε περίπτωση μεταβολής της χρηματιστηριακής αξίας του χρηματοπιστωτικού μέσου. Για τη διατύπωσή της γίνεται άντληση επιχειρημάτων τόσο από το εταιρικό δίκαιο όσο και από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.

Η ζημία του μετόχου εξετάζεται σε επίπεδο εταιρικού δικαίου σε σχέση με ζημιογόνες για την ανώνυμη εταιρία και την περιουσία της πράξεις των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Στην περίπτωση αυτή γίνεται δεκτό ότι η εταιρία είναι εκείνη που υφίσταται άμεση ζημία, ενώ στον μέτοχο προκαλείται έμμεση ζημία – μέσω της πρόκλησης ζημίας στην εταιρική περιουσία – αντανakλώμενη λ.χ. στην αξία της μετοχής, η οποία υφίσταται μείωση¹⁴⁴⁷. Κατ' εξαίρεση, γίνεται δεκτό ότι είναι δυνατό υπό προϋποθέσεις ο μέτοχος να υφίσταται άμεση ζημία¹⁴⁴⁸. Το ίδιο γίνεται δεκτό και για πράξεις τρίτων προσώπων επιζήμιες για την εταιρική περιουσία¹⁴⁴⁹. Το σημαντικό για τον εξεταζόμενο προβληματισμό είναι το γεγονός ότι, ακόμη και αν η πτώση θεωρείται ως έμμεση ζημία μη αποκαθιστάμενη στη συγκεκριμένη περίπτωση, πάντως θεωρείται ως ζημία. Παρά τη διαφοροποίηση της οπτικής, του πραγματικού της ευθύνης, των ευθυνόμενων προσώπων και των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων σε αποκατάσταση της ζημίας τους, κρίσιμο είναι ότι η πτώση της αξίας κατατάσσεται ως ζημία χωρίς να εξαρτάται αυτή από πώλησή της.

Η μετατόπιση του επίκεντρου του ενδιαφέροντος στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς έχει άμεση σχέση με την απάντηση στο ζήτημα της ζημίας. Εδώ πλέον ο άξονας βρίσκεται στη λειτουργία της αγοράς και στην προστασία του επενδυτή¹⁴⁵⁰. Οι παραβιάσεις κανόνων δικαίου με αντικείμενο την απαραίτητη πληροφόρηση έχουν άμεσο αντίκτυπο όχι στην εταιρική περιουσία (όπως στο εταιρικό δίκαιο οι αντίστοιχες πράξεις των οργάνων της ΑΕ και τρίτων), αλλά στις συνθήκες λήψης της επενδυτικής απόφασης και στην αξία της μετοχής. Στη συγκεκριμένη περίπτωση η μείωση της τιμής της μετοχής του επενδυτή δεν αποτελεί έμμεση,

¹⁴⁴⁴ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 289.

¹⁴⁴⁵ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 260.

¹⁴⁴⁶ Μάνθος, Η απώλεια ευκαιρίας..., ό.π., 261.

¹⁴⁴⁷ Ρόκας, Εμπορικές εταιρίες, ό.π., 349-351· ΕφΑθ 2237/2018, ΝΟΜΟΣ· ΕιρΑθ 4525/2018, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴⁴⁸ ΑΠ 1298/2006, ΝΟΜΟΣ· ΕφΑθ 2337/2018, ΝΟΜΟΣ· ΕφΑθ 877/2014, ΝΟΜΟΣ· ΠΠρΘεσ 8769/2018, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴⁴⁹ ΕφΑθ 877/2014, ΝΟΜΟΣ· ΕφΑθ 924/1998, ΕΛΛΔ 40, 407.

¹⁴⁵⁰ Λιναρίτης, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, ΙΙΙ, Εισηγμένη ΑΕ, αρ. 11-12.

άλλα άμεση ζημία¹⁴⁵¹. Μάλιστα, επισημαίνεται ότι ζημία της περιουσίας του επενδυτή προκαλείται όχι μόνο σε περίπτωση αγοράς υπερτιμημένης μετοχής ή πώλησης υποτιμημένης μετοχής του, αλλά και σε περίπτωση μείωσης της αξίας της μετοχής την οποία αποφασίζει να διατηρήσει στο χαρτοφυλάκιό του¹⁴⁵². Εξάλλου, ιδίως όσον αφορά την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης έναντι των επενδυτών το νέο άρθρο 35α του Κανονισμού 1060/2009 (ΕΚ) προβλέπει ότι αυτή στοιχειοθετείται και στην περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής αποφάσισε να διακρατήσει χρηματοοικονομικό μέσο¹⁴⁵³.

Όσον αφορά την ειδική ευθύνη του άρθρου 61 του ν. 4706/2020 η λύση στο σχετικό ερώτημα δίνεται με απλή συγκριτική επισκόπησή του με το άρθρο 3α του π.δ. 350/1985. Κατά το τελευταίο ρητή προϋπόθεση της άσκησης του δικαιώματος αποκατάστασης της ζημίας ήταν η πώληση του χρηματοπιστωτικού μέσου¹⁴⁵⁴. Στο άρθρο 61 δεν τίθεται η πώληση ως σχετικό προαπαιτούμενο. Κατά συνέπεια, πρέπει να γίνει δεκτό ότι κατά το άρθρο αυτό αποκαθίσταται η ζημία του διακρατήσαντος το χρηματοπιστωτικό μέσο.

Επιπλέον επιχειρήματα μπορούν να αντληθούν από τις διατάξεις των άρθρων 297-299 ΑΚ. Κατ' εφαρμογή της θεωρίας της διαφοράς η ζημία του επενδυτή γεννάται, όπως αναλυτικώς εκτίθεται κατωτέρω, κατά τον χρόνο δημόσιας αποκάλυψης της ανακρίβειας ή του ελλειπούς της πληροφορίας¹⁴⁵⁵. Επίσης, εφόσον δεν ορίζεται ειδικά αφηρημένος υπολογισμός της αποζημίωσης, ερμηνεία σύμφωνα με την οποία απαιτείται η πώληση μετοχής για την αποκατάσταση της ζημίας έρχεται σε αντίθεση με τον συγκεκριμένο υπολογισμό της ζημίας¹⁴⁵⁶. Τέλος, μία τέτοια ερμηνευτική προσέγγιση αποκλείει την αποζημίωση ακόμη και στις περιπτώσεις κατά τις οποίες η αποκάλυψη της ανακρίβειας έχει ως αποτέλεσμα την εκμηδένιση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής, την αναστολή διαπραγματεύσεως ή τη διαγραφή της από τη ρυθμιζόμενη αγορά¹⁴⁵⁷.

Με βάση τα ανωτέρω πρέπει να γίνει δεκτό ότι η μεταβολή της χρηματιστηριακής αξίας του χρηματοπιστωτικού μέσου μπορεί να συνιστά ζημία ανεξαρτήτως της πώλησης ή αγοράς του¹⁴⁵⁸. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη διεύρυνση του κύκλου των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων και την αναγνώριση της αξίωσης αποκατάστασης του συνόλου της ζημίας. Επίσης, αποσυνδέεται ο προσδιορισμός της ζημίας του επενδυτή - κυρίου του χρηματοπιστωτικού μέσου από τον προβληματισμό σχετικά με τη στέρηση του δικαιώματος διάθεσής του –

¹⁴⁵¹ Μεντής Γεώργιος, Ευθύνη των διοικητικών οργάνων της εταιρίας για ζημίες του επενδυτή, εις: Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικολόγων, 2002, 110-111. Βλ. και Λιάπη, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. Π§27: Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών, 1309, ο οποίος δέχεται την επέλευση ζημίας στην περίπτωση αυτή.

¹⁴⁵² Μεντής, ό.π., 112.

¹⁴⁵³ Άρθρο 35α παρ. 1 εδ.β': «Ο επενδυτής μπορεί να αξιώσει αποζημίωση βάσει του παρόντος άρθρου, εφόσον αποδεικνύει ότι βασίστηκε ευλόγως, σύμφωνα με το άρθρο 5α παράγραφος 1 ή άλλως με τη δέουσα επιμέλεια, σε μια αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας για να λάβει απόφαση να επενδύσει, να διακρατήσει ή να εκποιήσει χρηματοοικονομικό μέσο που καλύπτεται από την εν λόγω αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας».

¹⁴⁵⁴ Για κριτική κατά της ρύθμισης του άρθρου 3α ως προς το συγκεκριμένο ζήτημα βλ. Αυγητίδη, Η ευθύνη του αναδόχου..., ό.π., 258επ..

¹⁴⁵⁵ Το επιχείρημα περί μη οριστικοποίησης της ζημίας πριν από την πώληση της μετοχής σε τιμή κατώτερη της τιμής κτήσης συνδέεται με την αποδεικτική δυσχέρεια υπολογισμού του ύψους της οφειλόμενης σε συγκεκριμένη εσφαλμένη πληροφορία πτώσης της τιμής της μετοχής λόγω της μεταβλητότητάς της. Ωστόσο, η δυσχέρεια αυτή, η οποία είναι γενική και δεν αφορά μόνο τη συγκεκριμένη περίπτωση, δεν μπορεί να δικαιολογήσει τη μετατόπιση του χρόνου επέλευσης της ζημίας.

¹⁴⁵⁶ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 260-261.

¹⁴⁵⁷ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 261-262.

¹⁴⁵⁸ Βλ. και Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 282-283.

προβληματισμός ο οποίος συνδέεται με αυξημένες αποδεικτικές δυσχέρειες¹⁴⁵⁹ κατά την απόδειξη του σχετικού αγωγικού ισχυρισμού τόσο ως προς την αιτιότητα όσο και ως προς τα προσδιοριστικά του ύψους της ζημίας στοιχεία¹⁴⁶⁰. Βεβαίως, ο ενάγων πρέπει να αποδείξει τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της συμπεριφοράς του εναγομένου και της ζημίας του¹⁴⁶¹.

4. Ο υπολογισμός της ζημίας

Ενόψει της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αξίας των χρηματοπιστωτικών μέσων έντονο θεωρητικό και πρακτικό ενδιαφέρον παρουσιάζει ο τρόπος υπολογισμού του ύψους της ζημίας του επενδυτή¹⁴⁶². Χωρίς τον υπολογισμό αυτό δεν μπορεί να προσδιορισθεί το ποσό της αποζημίωσης του επενδυτή. Στο πλαίσιο αυτό σημασία έχει η εφαρμογή μίας ακριβούς μεθόδου υπολογισμού της ζημίας. Το συγκεκριμένο ζήτημα συνδέεται αλληλένδετα με το επίσης κρίσιμο θέμα του προσδιορισμού του χρόνου υπολογισμού της ζημίας. Αμφότερα τα ζητήματα εξετάζονται λόγω της σύνδεσής τους παράλληλα. Για τον λόγο αυτό κρίνεται μεθοδολογικά σκόπιμη η αναφορά στις μεθόδους υπολογισμού της ζημίας. Από την περιγραφή τους θα προκύψουν και οι διαφορετικές προσεγγίσεις που παρατηρούνται σε επίπεδο προσδιορισμού του κρίσιμου χρόνου.

Η μέθοδος υπολογισμού της ζημίας εξαρτάται από την εφαρμοστέα διάταξη. Έτσι, κατά το δίκαιο των Η.Π.Α. στην περίπτωση της ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο, σύμφωνα με το άρθρο 11 της Securities Act ο επενδυτής μπορεί να ζητήσει τη διαφορά μεταξύ της τιμής που κατέβαλε για την κινητή αξία και α) της αξίας της κατά τον χρόνο άσκησης της αγωγής ή β) της τιμής έναντι της οποίας την πώλησε πριν από την άσκηση της αγωγής ή γ) της τιμής έναντι της οποίας την πώλησε μετά την άσκηση της αγωγής και πριν από την έκδοση της απόφασης. Κατά το άρθρο 12 της Securities Act ο ενάγων μπορεί να ζητήσει την ακύρωση της σύμβασης και την έντοκη επιστροφή του τιμήματος αφαιρουμένου κάθε εσόδου ή, αν πώλησε την κινητή αξία, τις ζημιές.

Στις Η.Π.Α. η σιωπή του Rule 10b-5 σχετικά με τη μέθοδο υπολογισμού της ζημίας είχε ως αποτέλεσμα τη διατύπωση διάφορων απόψεων στη νομολογία. Κατά τη θεωρία των «ζημιών εκτός τσέπης» («out of the pocket losses») ο ζημιωθείς επενδυτής θα λάβει τη διαφορά μεταξύ της αξίας που κατέβαλε για την κτήση της μετοχής και της πραγματικής αξίας κατά τον χρόνο της συναλλαγής. Κατά τη θεωρία αυτή ως κρίσιμος χρόνος υπολογισμού της πραγματικής αξίας του χρηματοπιστωτικού μέσου είναι ο χρόνος κατά τον οποίο ο επενδυτής προέβη στην αγορά ή στην πώλησή του. Δεν απαιτείται να έχει γίνει δημοσιοποίηση της ανακρίβειας της πληροφορίας και να έχει επακολουθήσει μείωση της αξίας. Κατά την εν λόγω θεωρία η ζημία έχει ήδη

¹⁴⁵⁹ Σαϊτάκης, σχόλιο σε ΑΠ 209/2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου», αρ. 5.

¹⁴⁶⁰ Εκ των οποίων ο Σαϊτάκης, σχόλιο, ό.π., αρ. 5, εξαιρεί τη σημασία του προσδιορισμού του χρόνου με βάση τον οποίο θα υπολογισθεί η αξία της μετοχής.

¹⁴⁶¹ Βλ. και *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005). Ακόμη κι αν ο επενδυτής αγόρασε τις μετοχές σε υπερτιμημένη αξία στηριχθείς σε ανακριβή πληροφόρηση και στη συνέχεια προέβη στην πώλησή τους έναντι μικρότερου τιμήματος, μόνη η μείωση της αξίας δεν αρκεί για τη θεμελίωση αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της πληροφόρησης και της ζημίας. Απαιτείται η αποκάλυψη της αλήθειας. Βλ. Ferrell Allen, Saha Atanu, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 2007, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα <https://dash.harvard.edu/>, 4.

¹⁴⁶² Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην περιουσιακή ζημία λόγω των ιδιαιτεροτήτων ως προς τον προσδιορισμό της. Ωστόσο, ο επενδυτής, εφόσον πληρούνται οι νόμιμες προϋποθέσεις (άρθρα 299 και 932 ΑΚ), μπορεί να

υπάρξει κατά τον χρόνο της συναλλαγής. Σύμφωνα με τη θεωρία του οφέλους της διαπραγμάτευσης («benefit of the bargain») ο επενδυτής δικαιούται να λάβει τη διαφορά μεταξύ της αξίας που κατέβαλε και της αξίας που θα είχε η μετοχή αν η εσφαλμένη πληροφορία ήταν αληθής¹⁴⁶³.

Η κρατούσα στη νομολογία των δικαστηρίων των Η.Π.Α. μέθοδος υπολογισμού της ζημίας τοποθετεί τον χρόνο υπολογισμού σε μεταγενέστερο χρονικό σημείο. Συγκεκριμένα, θεωρεί ως κρίσιμο όχι τον χρόνο της συναλλαγής, αλλά τον χρόνο κατά τον οποίο η ανακρίβεια αποκαλύπτεται στην αγορά και προκαλείται πτώση της χρηματιστηριακής αξίας του χρηματοπιστωτικού μέσου. Σύμφωνα με τη θεώρηση αυτή μόνη η αγορά του μέσου από τον επενδυτή σε αυξημένη τιμή δε συνεπάγεται τη ζημία του. Κατά τον χρόνο της διενέργειας της συναλλαγής ο επενδυτής έχει στην κυριότητά του μέσο το οποίο έχει συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αξία εντός της αγοράς – αυτή την οποία κατέβαλε – καθόσον δεν έχει λάβει χώρα δημοσιοποίηση του ελαττώματος και η αγορά δεν έχει αντιδράσει στη νέα πληροφορία¹⁴⁶⁴.

Μολονότι ίδιας αφετηρίας με την αρχική θεωρία των ζημιών «εκτός της τσέπης» η θεωρία της πλημμελούς κοστολόγησης, η οποία έχει εφαρμοσθεί από το γερμανικό Ανώτατο Ακυρωτικό Δικαστήριο, κατ' αποτέλεσμα δε διαφοροποιείται από την απόφαση *Dura*. Κατ' αρχήν, η θεωρία της πλημμελούς κοστολόγησης ορίζει ως ποσό αποζημίωσης τη διαφορά μεταξύ της καταβληθείσας αξίας από την πραγματική κατά τον χρόνο της αγοραπωλησίας. Ωστόσο, στη συνέχεια αποκλείει την ενεργητική νομιμοποίηση εκείνων των επενδυτών που αγόρασαν και πώλησαν χρηματιστηριακό μέσο το οποίο αφορά η ανακριβής πληροφόρηση σε χρόνο προγενέστερο της αποκάλυψης του ελαττώματος¹⁴⁶⁵.

Άλλη προσέγγιση, η οποία συναντάται στο Ηνωμένο Βασίλειο, είναι η λεγόμενη μέτρηση των «ζημιών ακύρωσης» («rescissory damages»). Σύμφωνα με την εν λόγω μέθοδο υπολογισμού ο ζημιωθείς δικαιούται να λάβει ως αποζημίωση το ποσό της διαφοράς μεταξύ της αξίας έναντι της οποίας αγόρασε το χρηματοπιστωτικό μέσο και της αξίας έναντι της οποίας το πώλησε σε άλλον αγοραστή¹⁴⁶⁶. Η ίδια μέθοδος συνήθως χρησιμοποιείται και από τα ελληνικά δικαστήρια κατά την εκτίμηση της ζημίας των επενδυτών¹⁴⁶⁷.

Κατά την αναζήτηση της έννοιας της ζημίας έχει υποστηριχθεί ότι ο επενδυτής μπορεί να αναζητήσει το αρνητικό διαφέρον. Σ' αυτήν την περίπτωση θα υποστηρίξει ότι χωρίς την εσφαλμένη πληροφόρηση όχι απλώς δε θα αγόραζε την κινητή αξία στην τιμή στην οποία της αγόρασε, αλλά δε θα προέβαινε στην αγορά. Παρατηρείται ότι με μία τέτοια αγωγή παρακάμπτονται τα ζητήματα που ανακύπτουν σε επίπεδο αιτιώδους συνδέσμου και προσδιορισμού του ύψους της ζημίας¹⁴⁶⁸. Σε κάθε περίπτωση πρόκειται για διαφορετική ιστορική βάση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την καταβολή στον επενδυτή του συνόλου του ποσού της επένδυσής του.

Στην ελληνική θεωρία ο χρόνος υπολογισμού της ζημίας διαφοροποιείται αναλόγως αν ο επενδυτής προέβη ή όχι σε συναλλαγή. Σε περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής προέβη σε αγορά μετοχών μετά τη δημοσίευση της εσφαλμένης πληροφορίας και σε πώλησή τους μετά από

ζητήσει την επιδίκαση (ή αναγνώριση) εύλογης χρηματικής ικανοποίησης λόγω της ηθικής βλάβης που υπέστη. Βλ. αναλυτικά Σταθόπουλο, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 526επ..

¹⁴⁶³ Βλ. ιδίως Lee, *The Measure of Damages Under Section 10(b) and Rule 10b-5*, Md. L. Rev. 1987, 1274επ..

¹⁴⁶⁴ Για όλα τα ανωτέρω βλ. την απόφαση του Supreme Court των Η.Π.Α. *Dura Pharm., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 346-47 (2005)· *Pelletier v. Endo International PLC*, 316 F.Supp.3d 846, 854 (E.D. Pa. 2018).

¹⁴⁶⁵ Vandendriessche, ό.π., 298.

¹⁴⁶⁶ Vandendriessche, ό.π., 179.

¹⁴⁶⁷ Βλ. ενδεικτικώς ΑΠ 209/2016, ΝΟΜΟΣ.

¹⁴⁶⁸ Βλ. για όλα τα ανωτέρω Möllers, Niedorf, ό.π., 349.

αυτήν, υποστηρίζεται ότι η ζημία του ανέρχεται στη διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης¹⁴⁶⁹. Αν ο επενδυτής δεν πώλησε τις μετοχές μετά την αποκάλυψη της αλήθειας, σύμφωνα με μία άποψη η ζημία προσδιορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της αξίας κατά τον χρόνο άσκησης της αγωγής¹⁴⁷⁰, ενώ σύμφωνα με άλλη άποψη ως η πτώση της αξίας λόγω της αποκάλυψης της αλήθειας¹⁴⁷¹.

Η προσέγγιση της νομολογίας του Supreme Court των Η.Π.Α., παρότι συνδέεται με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, είναι η πλέον κατάλληλη για την εφαρμογή των σχετικών με την αποζημίωση διατάξεων του ελληνικού δικαίου. Οι προϋποθέσεις εφαρμογής της θεωρίας αυτής συνάδουν με τους αντίστοιχους κανόνες του ελληνικού δικαίου των αδικοπραξιών. Το ενδιαφέρον εστιάζεται σε τρία κρίσιμα ζητήματα: α) τον προσδιορισμό του χρόνου επέλευσης της ζημίας, β) την εφαρμογή της θεωρίας της διαφοράς και γ) την αποζημίωση μόνο για ζημίες που συνδέονται αιτιωδώς με την κρίσιμη συμπεριφορά του εναγομένου.

Με δεδομένο ότι πρόκειται για καθαρώς οικονομική ζημία κρίσιμος είναι ο χρόνος επέλευσης της ζημίας. Αυτός είναι ο χρόνος κατά τον οποίο φαίνονται στον εξωτερικό κόσμο τα δυσμενή για την περιουσία του ζημιούμενου αποτελέσματα της συμπεριφοράς του που τείνουν στη μεταβολή της κατάστασής της (της περιουσίας). Στην περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής αποκτά υπερτιμημένη (εξαιτίας πλημμελούς πληροφόρησης) μετοχή αντιλαμβάνεται μείωση στην αξία της για πρώτη φορά κατά τη δημοσιοποίηση της πλημμέλειας στην αγορά και την αντίδραση εκ μέρους της τελευταίας στο νέο με αποτέλεσμα την πτώση της αξίας της. Όσο η πλημμέλεια παρέμενε άγνωστη στην αγορά, ζημία δεν υφίστατο¹⁴⁷², καθόσον ο επενδυτής μπορούσε να πωλήσει τη μετοχή σε τιμή που δε θα είχε επηρεασθεί από τη δημοσιοποίηση της αλήθειας, αλλά μόνο από τις υπόλοιπες πληροφορίες που διακινούνται στην αγορά. Όπως δε ήδη εκτέθηκε, κατά την ορθή άποψη στο ελληνικό δίκαιο δεν απαιτείται η πώληση της μετοχής από τον επενδυτή για την απόδειξη της ζημίας.

Η ίδια θεωρία συμπλέει με την ακολουθούμενη από τον Αστικό Κώδικα θεωρία της διαφοράς¹⁴⁷³. Με δεδομένη την απουσία ειδικών ρυθμίσεων στο ελληνικό δίκαιο αποζημιωτέα είναι η διαφορά μεταξύ της αξίας που καταβλήθηκε και της αξίας εκείνης που θα είχε καταβληθεί αν δεν είχε μεσολαβήσει η συμπεριφορά του εναγομένου. Η αξία αυτή, δηλαδή η πραγματική, γεννάται, γίνεται αντιληπτή και καθίσταται μετρήσιμη μετά την αποκάλυψη της αλήθειας στην αγορά. Η αγορά αντιδρώντας στη νέα πληροφορία, η οποία αποκαθιστά την αλήθεια, ωθεί την αξία της μετοχής στην αντιστοιχούσα στις διαθέσιμες γι' αυτήν πληροφορίες. Το ποσοτικοποιημένο μέγεθος της αντίδρασης της αγοράς (όπως αντικατοπτρίζεται στη νέα, δηλαδή στην προσαρμοσμένη, χρηματιστηριακή αξία της μετοχής) αποτελεί το μέτρο υπολογισμού της ζημίας του επενδυτή.

Η ίδια θεωρία αναζητεί τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της ζημιογόνου συμπεριφοράς και της ζημίας. Δεν αποζημιώνεται ο επενδυτής για όλες τις ζημίες παρά μόνο για τις ζημίες εκείνες που βρίσκονται σε αιτιώδη συνάφεια με τη ζημιογόνο συμπεριφορά¹⁴⁷⁴. Αντιθέτως, δεν καλύπτονται οι μεταβολές της αξίας που οφείλονται σε άλλα γεγονότα άσχετα με την πράξη του

¹⁴⁶⁹ Λιάπης, στο Δούβλης/Μώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. II§27: Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών, 1308· Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 282.

¹⁴⁷⁰ Λιάπης, στο Δούβλης/Μώλος..., ό.π., 1309.

¹⁴⁷¹ Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 282.

¹⁴⁷² Fox, *Demystifying Causation*..., ό.π., 522.

¹⁴⁷³ Βλ. και Mastromanolis, ό.π., υπό C.I.7.

¹⁴⁷⁴ Finkelstein, *Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine Net Economic Loss*, *Fordham L. Rev.* 1983, 844, 846.

εναγομένου (π.χ. εθνικές ή διεθνείς κρίσεις)¹⁴⁷⁵. Δε συμβαίνει το ίδιο με την εφαρμοζόμενη από την ελληνική νομολογία μέθοδο της διαφοράς μεταξύ της αξίας αγοράς και της αξίας πώλησης. Στη διαφορά αυτή ενσωματώνονται και μεταβολές της αξίας στην οποία έχουν επιδράσει και άλλα γεγονότα πέραν της ζημιογόνου συμπεριφοράς.

Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να γίνει διάκριση περιπτώσεων. Αν ο επενδυτής αγοράσει μετοχή σε αυξημένη τιμή¹⁴⁷⁶ μετά τη δημοσίευση της ανακριβούς πληροφορίας και την πωλήσει πριν από την αποκάλυψη της αλήθειας, δεν υφίσταται ζημία. Αν την πωλήσει μετά την αποκάλυψη σε μειωμένη τιμή, υφίσταται ζημία ίση με τη διαφορά¹⁴⁷⁷. Αν αποφασίσει να τη διατηρήσει μέχρι την αποκάλυψη, ομοίως υφίσταται ζημία ίση με τη διαφορά μεταξύ της καταβληθείσας αξίας και της αξίας μετά την αποκάλυψη. Αν ο επενδυτής αγόρασε τη μετοχή πριν από τη δημοσίευση της ανακριβούς πληροφορίας και αποφασίσει να τη διατηρήσει και μετά την αποκάλυψη της αλήθειας, γεννάται ζήτημα ύπαρξης αιτιώδους συνδέσμου. Αν ο ίδιος αγόρασε τη μετοχή πριν από τη δημοσίευση της ανακριβούς πληροφορίας και την πώλησε μετά τη δημοσίευσή της σε μειωμένη τιμή, αλλά πριν από την αποκάλυψη της αλήθειας, υπέστη ζημία ίση μεταξύ της πραγματικής αξίας και της αξίας που έλαβε.

Ιδιαίτερα επαχθές κρίνεται το έργο του δικαστή κατά τον υπολογισμό του ύψους της ζημίας του επενδυτή. Αφού προηγουμένως εξακριβωθεί η ζημιογόνος συμπεριφορά του εναγομένου και το ακριβές περιεχόμενό της, πρέπει να εξετασθεί ποια είναι η ζημία εκείνη που προκάλεσε (η συμπεριφορά) αιτιωδώς. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να απομονωθούν άλλα γεγονότα τα οποία έλαβαν χώρα χωρίς να συνδέονται με τη συμπεριφορά του εναγομένου και επηρέασαν τη χρηματιστηριακή αξία του χρηματοπιστωτικού μέσου. Με δεδομένη την πολυπλοκότητα της κεφαλαιαγοράς, της ύπαρξης πληθώρας αλληλεπιδρώντων παραγόντων και της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αξίας του μέσου το εγχείρημα αυτό συνδέεται με οικονομική ανάλυση των σχετικών με το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο δεδομένων.

Επί του ζητήματος τα δικαστήρια των Η.Π.Α. χρησιμοποιούν την αναπτυχθείσα από την οικονομική επιστήμη μέθοδο με την ονομασία «μελέτη γεγονότος» («event study»). Πρόκειται για μέθοδο με την οποία μετρούνται «τα αποτελέσματα ενός οικονομικού γεγονότος στην αξία των επιχειρήσεων»¹⁴⁷⁸ ή στην αξία της μετοχής¹⁴⁷⁹. Η διαδικασία εκκινεί με τον προσδιορισμό του κρίσιμου γεγονότος και της χρονικής περιόδου την οποία αφορά η εξέταση της αξίας των σχετικών με την οντότητα γεγονότων («event window», «παράθυρο γεγονότος»)¹⁴⁸⁰. Στη συνέχεια, υπολογίζεται η μεταβολή της αξίας της μετοχής κατά την περίοδο αναφοράς (παράθυρο) και η αντίστοιχη μεταβολή όσον αφορά τους δείκτες της αγοράς και του αντίστοιχου κλάδου. Υπολογίζεται η σχέση της τιμής της ερευνώμενης μετοχής με αυτές του ίδιου κλάδου και της ίδιας αγοράς. Εξάγεται μία αναμενόμενη τιμή και συγκρίνεται με την πραγματική. Η μεταξύ αυτών διαφορά αποδίδεται σε σχετιζόμενα με την εταιρία γεγονότα¹⁴⁸¹. Με δεδομένη, όμως, την πιθανότητα τυχαίων διακυμάνσεων η εν λόγω διαφορά πρέπει να είναι «στατιστικώς σημαντική» προκειμένου να ληφθεί υπ' όψιν¹⁴⁸². Τελικώς, καταβάλλεται προσπάθεια

¹⁴⁷⁵ Finkelstein, ό.π., 842· Vandendriessche, ό.π., 293.

¹⁴⁷⁶ Εφόσον η αύξηση οφείλεται στην εσφαλμένη πληροφορία.

¹⁴⁷⁷ Με την προϋπόθεση ότι δεν έχουν συμβάλει στη διαμόρφωση της τιμής και άλλοι παράγοντες, γιατί στην περίπτωση αυτή πρέπει να γίνει απομόνωση αυτών προκειμένου να υπολογισθεί η αιτιωδώς προκληθείσα ζημία.

¹⁴⁷⁸ Mackinley, Event Studies in Economics and Finance, J. Econ. Lit. 1997, 13.

¹⁴⁷⁹ Ferrell, Saha, ό.π., 5.

¹⁴⁸⁰ Mackinlay, ό.π., 15.

¹⁴⁸¹ Vandendriessche, ό.π., 310-311.

¹⁴⁸² Vandendriessche, ό.π., 311.

προκειμένου να προσδιορισθεί η επίδραση του κρίσιμου γεγονότος στη μεταβολή της αξίας. Για να γίνει αυτό πρέπει να απομονωθούν άλλα σχετικά με την εταιρία γεγονότα που επηρέασαν την αξία¹⁴⁸³.

Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται από τον διενεργούντα την έρευνα κατά τον προσδιορισμό της περιόδου αναφοράς. Η αξία της μετοχής θα εξετασθεί κατά το συγκεκριμένο αυτό χρονικό διάστημα. Η περίοδος αναφοράς συνήθως έχει σημείο έναρξης χρονικό σημείο μόλις προγενέστερο της αποκάλυψης της αλήθειας και σημείο λήξης της χρονικό σημείο μόλις μεταγενέστερο αυτής¹⁴⁸⁴. Συνήθως, η επιλεγόμενη διάρκεια της είναι μεταξύ της μίας και των πέντε ημερών¹⁴⁸⁵. Τονίζεται ότι πρέπει να είναι όσο συντομότερη γίνεται, καθόσον η επιμήκυνση της διάρκειάς της είναι πιθανό να στερήσει την αξιοπιστία της μελέτης¹⁴⁸⁶. Τούτο, καθόσον όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος αναφοράς τόσο περισσότερα γεγονότα μπορούν να εμφολησθούν και τόσο δυσκολότερη είναι η εξακρίβωση της αιτιότητας και του βαθμού της επίδρασης στην αξία της μετοχής¹⁴⁸⁷.

Κατ' εξαίρεση, πρέπει να καθορισθεί μεγαλύτερη διάρκεια του παραθύρου, όταν αυτό δικαιολογείται από τις συνθήκες. Πράγματι, υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες αμέσως μετά την αποκάλυψη απάτης οι επενδυτές ενεργούν ευρισκόμενοι σε καθεστώς πανικού και μιμούμενοι ο ένας τον άλλο με αποτέλεσμα τη ραγδαία πτώση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής. Πρόκειται για το φαινόμενο της υπερβολικής αντίδρασης («overreaction»)¹⁴⁸⁸. Σ' αυτές τις περιπτώσεις μεσολαβούν μερικές ημέρες μέχρι η αγορά να εξετάσει την κατάσταση με ηρεμία και να συλλάβει όλες τις πτυχές των νέων δεδομένων¹⁴⁸⁹. Για τον λόγο αυτό προτείνεται να περιληφθούν στο παράθυρο και οι ημέρες αυτές, ώστε να μετριάσθούν τα αποτελέσματα της αντίδρασης αυτής¹⁴⁹⁰.

Πρόβλημα κατά τη σύνταξη πορίσματος δημιουργείται στην περίπτωση κατά την οποία η αποκάλυψη των σφαλμάτων της πληροφορίας συμπίπτει με άλλο ή άλλα γεγονότα που συνδέονται με τον συγκεκριμένο εκδότη του μέσου¹⁴⁹¹. Ο προσδιορισμός της ακριβούς έκτασης της επιρροής της αποκάλυψης στη μεταβολή της αξίας είναι εκ των ων ουκ άνευ για την κατάφαση της αιτιότητας της ζημίας. Το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με δύο τρόπους, τη μη λήψη υπ' όψιν των ημερών κατά τις οποίες συμπίπτουν τα γεγονότα ή τη χρήση δεδομένων που αφορούν όλη τη διάρκεια της ημέρας. Εκ των δύο μεθόδων προκρίνεται η δεύτερη, καθόσον μη λαμβάνοντας υπ' όψιν τις εν λόγω ημέρες μπορεί να διαφύγουν την προσοχή κρίσιμες πληροφορίες με αποτέλεσμα την εξαγωγή εσφαλμένου αποτελέσματος¹⁴⁹².

Ιδιαίτερη μέριμνα πρέπει να λαμβάνεται και κατά την επιλογή του κατάλληλου δείκτη, ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί προκειμένου να καταστεί αντιληπτή η επίδραση εξωγενών σε σχέση με τον εκδότη γεγονότων που επηρέασαν την αξία της μετοχής. Πρέπει να επιλεγούν

¹⁴⁸³ Ferrell, Saha, ό.π., 8.

¹⁴⁸⁴ Vandendriessche, ό.π., 309.

¹⁴⁸⁵ Ferrell, Saha, ό.π., 7· Vandendriessche, ό.π., 309.

¹⁴⁸⁶ Vandendriessche, ό.π., 309.

¹⁴⁸⁷ Ferrell, Saha, ό.π., 7· Vandendriessche, ό.π., 309.

¹⁴⁸⁸ Vandendriessche, ό.π., 318.

¹⁴⁸⁹ Ferrell, Saha, ό.π., 7.

¹⁴⁹⁰ Vandendriessche, ό.π., 309. Κατά τον Πολίτη (Οι προϋποθέσεις της ευθύνης του αναδόχου κατά το άρθρο 3α του ΠΔ 350/1985, ΔΕΕ 1997, 15επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr>) στην περίπτωση κατά την οποία μετά την ανακοίνωση της αλήθειας ακολουθούν πωλήσεις πανικού («panic selling») με αποτέλεσμα την πτώση της τιμής των τίτλων σε επίπεδο πολύ χαμηλότερο αυτού που θα δικαιολογούσε η αποκάλυψη της αλήθειας, η αιτιώδης συνάφεια διακόπτεται και πρέπει «να εξαιρεθεί από την αποκαταστατέα ζημία το ποσό της πτώσης της τιμής των τίτλων που αποδίδεται στις πωλήσεις πανικού».

¹⁴⁹¹ Vandendriessche, ό.π., 294επ..

¹⁴⁹² Ferrell, Saha, ό.π., 8.

επιχειρήσεις οι οποίες είναι συγκρίσιμες με αυτήν του εκδότη λ.χ. από άποψη αντικειμένου και κεφαλαιοποίησης¹⁴⁹³.

Η μεθοδολογία της μελέτης γεγονότων δε συνδράμει μόνο στον υπολογισμό της ζημίας. Μπορεί να βοηθήσει στη διαμόρφωση κρίση σχετικά με τον ουσιώδη ή μη χαρακτήρα μίας πληροφορίας¹⁴⁹⁴. Έτσι, υποστηρίζεται ότι, αν και μία μικρή άνοδος της τιμής της μετοχής αμέσως τη δημοσίευση μίας αναληθούς θετικής πληροφορίας δε συνεπάγεται κατ' ανάγκη ότι η πληροφορία είναι ουσιώδης, μία σημαντική μείωση της χρηματιστηριακής αξίας (ως αντίδραση της αγοράς) μετά την αποκάλυψη της αλήθειας, είναι ένδειξη περί του ουσιώδους της αναλήθειας¹⁴⁹⁵. Ως κρίσιμος νοείται όχι ο χρόνος της δημοσίευσης της εσφαλμένης πληροφορίας, αλλά ο χρόνος της δημοσιοποίησης της αληθούς¹⁴⁹⁶.

Η μελέτη γεγονότων φαίνεται ότι συμβάλλει στην ορθή εφαρμογή της θεωρίας της διαφοράς, πλην όμως δεν είναι απαλλαγμένη προβλημάτων. Η αποκάλυψη της αλήθειας μπορεί να συμπίπτει με την ανακοίνωση άλλων πληροφοριών με αποτέλεσμα να δυσχεραίνεται η απομόνωση της επίδρασης της παραπλανητικής πληροφορίας¹⁴⁹⁷. Επίσης, μπορεί να λαμβάνουν χώρα διαδοχικές ανακοινώσεις εσφαλμένων πληροφοριών με συνέπεια τη σταδιακή διεύρυνση της διαστρέβλωσης της τιμής¹⁴⁹⁸. Περαιτέρω, η χρήση διαφορετικών μοντέλων μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα τη διαφοροποίηση του τελικού αποτελέσματος, ενώ αβεβαιότητα προκαλεί ο προσδιορισμός του σημαντικού χαρακτήρα των παρατηρούμενων αποκλίσεων στην τιμή της μετοχής στο πλαίσιο διενέργειας της μελέτης γεγονότος¹⁴⁹⁹. Επίσης, προβλήματα δημιουργεί η υπόθεση ότι τα εκτεταμένα κέρδη έχουν την ίδια διανομή ανά ημέρα, υπόθεση στην οποία στηρίζεται η παρατήρηση σημαντικών αποκλίσεων¹⁵⁰⁰.

Η ζημία του επενδυτή μπορεί να είναι θετική ή και αρνητική. Ως θετική ζημία νοείται η μείωση της αξίας των μετοχών του κατά τις ήδη ανωτέρω αναφερθείσες διακρίσεις και σύμφωνα με τις διάφορες υποστηριζόμενες προσεγγίσεις. Περαιτέρω, όμως, θετική ζημία συνιστά και κάθε άλλη μείωση της περιουσίας του επενδυτή η οποία οφείλεται σε κάθε δαπάνη η οποία συνδέεται με την επένδυση (λ.χ. έξοδα χρηματοδότησης)¹⁵⁰¹. Πέραν των ανωτέρω, είναι δυνατόν ο επενδυτής να υφίσταται ζημία συνιστάμενη στην απώλεια κέρδους, όπως στην περίπτωση κατά την οποία προκειμένου να προβεί στη συγκεκριμένη επένδυση απέρριψε το ενδεχόμενο άλλης, η οποία τελικά θα ήταν επικερδέστερη¹⁵⁰². Ο νομοθέτης δεν καλύπτει με όλες τις ρυθμίσεις αμφότερα τα είδη ζημιών. Στην ειδική ρύθμιση της αστικής ευθύνης για το ενημερωτικό δελτίο ο Έλληνας νομοθέτης εξαιρεί την αποκατάσταση του διαφυγόντος κέρδους. Για την κάλυψη της ζημίας αυτής ο επενδυτής πρέπει να επικαλεσθεί τις γενικές διατάξεις περί αδικοπραξιών.

Όπως γίνεται αντιληπτό η υιοθέτηση του μοντέλου της μελέτης γεγονότων απαιτεί στην πράξη ειδικές γνώσεις της οικονομικής επιστήμης. Κατά συνέπεια, είναι αναγκαίο να

¹⁴⁹³ Mackinlay, ό.π., 15· Ferrell, Saha, ό.π., 6.

¹⁴⁹⁴ Torchio, Proper Event Study Analysis in Securities Litigation, J. Corp. L. 2009, 167. Πρβλ. Πολίτη, Η προστασία..., 185, σχετικά με τις διορθωτικές ανακοινώσεις και την ενδεχόμενη έλλειψη αντίδρασης εκ μέρους της αγοράς.

¹⁴⁹⁵ Torchio, ό.π., 167.

¹⁴⁹⁶ Torchio, ό.π., 167-168.

¹⁴⁹⁷ Vandendriessche, ό.π., 314· Fisch, Gelbach, Klick, The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation, Tex. L. Rev. 2018, 599επ..

¹⁴⁹⁸ Vandendriessche, ό.π., 314-315· Fisch, Gelbach, Klick, ό.π., 599επ.. Βλ. και Πολίτη, Η προστασία..., ό.π., 188.

¹⁴⁹⁹ Fisch, Gelbach, Klick, ό.π., 613επ..

¹⁵⁰⁰ Fisch, Gelbach, Klick, ό.π., 594επ..

¹⁵⁰¹ Λιάπης, στο Δούβλης/Μπώλος..., ό.π., 1309.

¹⁵⁰² Λιάπης, στο Δούβλης/Μπώλος..., ό.π., 1309. Πρβλ. Εφαθ 5894/2018, ΝΟΜΟΣ.

διατάσσεται από το δικαστήριο η διενέργεια πραγματογνωμοσύνης. Με δεδομένη την κομβικότητα του ζητήματος του αιτιώδους συνδέσμου, η απόδειξη του οποίου δυσχερώς μπορεί να επιτευχθεί με άλλα αποδεικτικά μέσα (για το επιτρεπτό των οποίων πάντως ισχύουν οι σχετικές διατάξεις), η σχετική έρευνα πρέπει να πραγματοποιείται με κριτήρια αντικειμενικά, διαφανή και επιστημονικώς επαληθεύσιμα. Το πόρισμα της πραγματογνωμοσύνης αυτής εκτιμάται ελεύθερα από το δικαστήριο. Οι διάδικοι δεν εμποδίζονται να επικαλεσθούν και να προσκομίσουν αντίστοιχες τεχνικές εκθέσεις.

Αξιοσημείωτη είναι η αντιμετώπιση που επιφυλάσσει η νομολογία του Supreme Court των Η.Π.Α. στις καταθέσεις εμπειρογνομόνων. Προς διασφάλιση της αξιοπιστίας των σχετικών καταθέσεων τίθενται κάποιες προϋποθέσεις υπό τις οποίες αυτές οι καταθέσεις θεωρούνται επιστημονικά αξιόπιστες. Πρόκειται για το πρότυπο Daubert («Daubert standard»)¹⁵⁰³. Σύμφωνα με αυτό εξετάζεται: «(1) αν μία θεωρία ή τεχνική μπορεί να (και έχει) ελεγχθεί, (2) αν η θεωρία ή τεχνική έχει υποβληθεί σε εκτίμηση από τον κύκλο των επιστημόνων του ίδιου αντικειμένου, (3) η γνωστή ή ενδεχόμενη αναλογία σφάλματος και (4) η γενική αποδοχή στην επιστημονική κοινότητα»¹⁵⁰⁴. Μολονότι η απαρίθμηση των σχετικών κριτηρίων θεωρείται ενδεικτική, μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο οδηγό για οποιοδήποτε δικαστήριο οποιασδήποτε έννομης τάξης. Τούτο ισχύει και για τα ελληνικά πολιτικά δικαστήρια, καθόσον τα σχετικά κριτήρια μπορούν να χρησιμοποιηθούν κατά την αξιολόγηση έκθεσης πραγματογνωμοσύνης, τεχνικής έκθεσης ή κατάθεσης προσώπων με ειδικές γνώσεις επιστήμης, κατά την οποία ισχύει η ελεύθερη απόδειξη.

Η μελέτη γεγονότων αποτελεί ένα νόμισμα με δύο όψεις. Από τη μία πλευρά πρέπει να θεωρηθεί ότι η συλλογιστική στην οποία βασίζεται αποτελεί καθαρή εφαρμογή της θεωρίας της διαφοράς. Από την άλλη πλευρά, όμως, γεννώνται διάφορα ζητήματα που προκαλούν προβληματισμό ως προς την ακρίβεια και την αποτελεσματικότητά της. Ενόψει των ανωτέρω, λύση θα μπορούσε να δώσει η καθιέρωση μικρότερου μέτρου απόδειξης ή τεκμηρίου πρόκλησης ζημίας (το οποίο δε θα καταλαμβάνει το ύψος αυτής) ή ρητών κανόνων σχετικά με την προστασία της απώλειας ευκαιρίας ή έστω η πρόβλεψη δυνατότητας επιδίκασης εύλογης αποζημίωσης.

5. Περιορισμός της ευθύνης του πυλωρού

Όπως έχει ήδη εκτεθεί επανειλημμένως η ευθύνη του ελεγκτή στο πλαίσιο υποχρεωτικού ελέγχου κατά τον νόμο 4449/2017 περιορίζεται κατά ανώτατο όριο το οποίο ισούται με το δεκαπλάσιο της αμοιβής για τον συγκεκριμένο έλεγχο. Ο συγκεκριμένος τύπος έχει κριθεί ως αποτελεσματικός και από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Σε βάρος του έχει υποστηριχθεί η γνώμη ότι υπό τη συγκεκριμένη μορφή είναι αναποτελεσματικός, καθόσον λαμβάνει υπ' όψιν την αμοιβή για την παροχή ελεγκτικής υπηρεσίας. Ωστόσο, οι σχετικές αμοιβές συχνά ορίζονται σε χαμηλό επίπεδο προκειμένου ο ελεγκτής να προσελκύσει πελατεία για τη σύναψη συμβάσεων συμβουλευτικού χαρακτήρα¹⁵⁰⁵. Κατά την άποψη αυτή, θα έπρεπε να λαμβάνεται υπ' όψιν η

¹⁵⁰³ Daubert v. Merrill Dow Pharmaceuticals, 509 U.S., 579 (1993). Βλ. σχετικά Oh, ό.π., 774επ..

¹⁵⁰⁴ Daubert v. Merrill Dow Pharmaceuticals, 509 U.S., 579, 593-94 (1993)· State v. Wooden, (Ohio: Court of Appeals, 9th Appellate Dist. 2008), par. 20.

¹⁵⁰⁵ Coffee Jr, The Acquiescent Gatekeeper, 28.

αμοιβή τόσο των ελεγκτικών όσο και των συμβουλευτικών υπηρεσιών¹⁵⁰⁶. Βεβαίως, στην περίπτωση κατά την οποία το όριο εξαρτάται από την αμοιβή του συγκεκριμένου ελέγχου και όχι γενικά από το σύνολο των αμοιβών για τις ελεγκτικές υπηρεσίες, η εφαρμογή της εν λόγω πρότασης δεν είναι ευχερής, καθόσον συνδέεται με κρίση σχετικά με το κατά πόσο η αμοιβή είναι χαμηλή και η σύναψη σύμβασης παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών συνδέεται αιτιωδώς με αυτήν¹⁵⁰⁷.

Η νομοθετική πρόβλεψη ανωτάτου ορίου ευθύνης του εξωτερικού ελεγκτή εξαρτώμενου (του ορίου) από το ύψος της αμοιβής του τελευταίου για την παροχή της συγκεκριμένης ελεγκτικής υπηρεσίας εισάγει εμμέσως δικαίωμα ελεγχόμενου και ελεγκτή προς συμβατικό περιορισμό της ευθύνης του τελευταίου έναντι τρίτων. Πράγματι, αναλόγως με το ύψος της αμοιβής που συμφωνούν τα μέρη, επί της ουσίας προσδιορίζουν το ανώτατο όριο ευθύνης του ελεγκτή έναντι (μεταξύ άλλων) των επενδυτών¹⁵⁰⁸. Ουσιαστικά πρόκειται για νομοθετικό περιορισμό το ύψος του οποίου καθορίζεται από τα μέρη. Η σχετική συμφωνία, επομένως, παράγει αποτελέσματα έναντι των επενδυτών ως προς το ύψος της αποκαταστατέας ζημίας τους. Τελικώς, η συγκεκριμένη νομοθετική επιλογή είναι συμβιβαστική: από τη μία πλευρά η νομοθεσία αναγνωρίζει στον επενδυτή αξίωση προς αποζημίωση έναντι του ελεγκτή για την πλημμελή άσκηση των καθηκόντων του, ενώ από την άλλη η σύμβαση ελεγκτή και ελεγχόμενου παράγει αντανakλαστικό αποτέλεσμα ως προς το ύψος της αποζημίωσης που δικαιούται ο επενδυτής¹⁵⁰⁹.

Εναλλακτική μορφή περιορισμού της ευθύνης του εξωτερικού ελεγκτή που διενεργεί υποχρεωτικούς ελέγχους είναι ο καθορισμός συγκεκριμένου ποσοτικού ορίου. Ο συγκεκριμένος τύπος εφαρμόζεται στη γερμανική έννομη τάξη¹⁵¹⁰. Το συγκεκριμένο όριο εφαρμόζεται ανελαστικώς. Κατά συνέπεια, δε λαμβάνεται υπ' όψιν οποιοδήποτε εξατομικευμένο στοιχείο της συγκεκριμένης περίπτωσης και των συγκεκριμένων περιστατικών για τα οποία αναγνωρίζεται η ευθύνη του ελεγκτή. Αυτό έχει ως συνέπεια σε άλλες περιπτώσεις το συγκεκριμένο όριο να είναι εξαιρετικά χαμηλό σε σχέση με την επελθούσα ζημία και σε άλλες εξαιρετικά υψηλό¹⁵¹¹.

Μεταξύ των μεθόδων περιορισμού της ευθύνης έχει προταθεί και εκείνη κατά την οποία το ύψος της αποκαταστατέας ζημίας εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης του ελεγκτή. Συνήθως ως μέτρο υπολογισμού του μεγέθους χρησιμοποιείται η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση («market capitalisation»): το μέγεθος της επιχείρησης προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του αριθμού των μετοχών με τη χρηματιστηριακή αξία τους σε συγκεκριμένη

¹⁵⁰⁶ Doralt, Hellgardt, Hopt, Leyens, Roth, Zimmermann, ό.π., 65· Ojo, Proposals for a new audit liability regime in Europe, 2009, Center for European Law and Politics, University of Bremen, Oxford Brookes University, διαθέσιμο στο https://mpr.ub.uni-muenchen.de/19242/1/MPRA_paper_19242.pdf, 6.

¹⁵⁰⁷ Ο καθορισμός χαμηλής αμοιβής καθίσταται δυνατός από την αντιπαραβολή της με την αμοιβή αντίστοιχων συμβάσεων παροχής ελεγκτικών υπηρεσιών με άλλους αντισυμβαλλομένους. Προς τούτο απαιτείται βέβαια να τεθούν στη διάθεση του κρίνοντος οι σχετικές συμβάσεις. Σε περίπτωση κατά την οποία εφαρμόζεται ενιαία πρακτική του ελεγκτή για όλες τις συμβάσεις διενέργειας ελέγχου, πρέπει να γίνει αντιπαραβολή με τις συμβατικές αμοιβές στη σχετική αγορά. Εδώ, όμως, ενδεχομένως υπεισέρχονται ζητήματα εναρμονισμένων πρακτικών. Επίσης, τίθεται ζήτημα διαφορετικής οικονομικής πολιτικής εκάστου ελεγκτή. Περαιτέρω, είναι δυσχερές το ζήτημα της αιτιώδους συνάφειας της σύναψης σύμβασης παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών ιδίως από άποψη χρόνου. Βεβαίως ο σχετικός προβληματισμός αποφεύγεται μέσω της απαγόρευσης της παράλληλης παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών.

¹⁵⁰⁸ Wagner, ό.π., 29.

¹⁵⁰⁹ Αφενός καθίσταται δυνατή η παρεμβολή του επενδυτή στη σχέση ελεγκτή-ελεγχόμενου, καθόσον παρέχεται η δυνατότητα επίκλησης της πλημμελείας στην άσκηση των συμβατικών καθηκόντων του ελεγκτή αφετέρου η συμφωνία των μερών για την αμοιβή επιδρά στο περιεχόμενο της αποζημιωτικής αξίωσης του τρίτου-επενδυτή.

¹⁵¹⁰ Doralt, Hellgardt, Hopt, Leyens, Roth, Zimmermann, Auditors' liability and its impact on the european financial markets, CLJ, 2008, 64.

¹⁵¹¹ Doralt, Hellgardt, Hopt, Leyens, Roth, Zimmermann, ό.π., 64.

στιγμή. Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει κριθεί ως μη αποτελεσματική, καθόσον δε λαμβάνονται υπ' όψιν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης περίπτωσης ευθύνης (λ.χ. βαθμός υπαιτιότητας), η κεφαλαιοποίηση είναι ευμετάβλητη, ενώ σε περίπτωση επαπειλούμενης αδυναμίας πληρωμών ή επικείμενης πτώχευσης του ελεγκτή η κεφαλαιοποίηση είναι πολύ χαμηλή με αποτέλεσμα τη μείωση του ορίου της ευθύνης του¹⁵¹².

Άλλη μέθοδος περιορισμού της ευθύνης του ελεγκτή είναι η θέσπιση αναλογικής ευθύνης του. Στο πλαίσιο αυτό ο ελεγκτής ευθύνεται μόνο στην έκταση της πραγματικής συμβολής του στη ζημία του ενάγοντος¹⁵¹³. Η ευθύνη αυτή αντιδιαστέλλεται προς την εις ολόκληρον ευθύνη. Κατά της συγκεκριμένης μεθόδου προβλήθηκε ότι περιλαμβάνει υποκειμενικά στοιχεία. Έτσι, υποστηρίχθηκε ότι πρέπει να διευκρινισθούν οι συγκεκριμένοι όροι υπό τους οποίους μπορεί να καταφάσκειται περιορισμός της ευθύνης. Ιδίως υποστηρίζεται ότι η συγκεκριμένη μέθοδος συνδέεται με την εξέταση διαφόρων παραγόντων σχετικών με τη φύση της πράξης και με την έκταση και τις συνέπειες των ζημιών. Κατά τούτο υπεισέρχεται το στοιχείο της υποκειμενικότητας, ιδίως ως προς τον τρόπο καθορισμού της αναλογικότητας στις περιπτώσεις της ελαφριάς και της βαριάς αμέλειας. Περαιτέρω, τονίζεται ότι είναι δυνατό πράξεις που έγιναν από αμέλεια να επιφέρουν μεγαλύτερες ζημίες σε σχέση με δόλιες¹⁵¹⁴.

Πέραν των ανωτέρω έχουν προταθεί και άλλες μέθοδοι περιορισμού της ευθύνης του πυλωρού. Έτσι, έχει υποστηριχθεί ότι πρέπει να αποκαθίσταται μόνο η ζημία που προκλήθηκε στο πλαίσιο της πρωτογενούς αγοράς¹⁵¹⁵. Σύμφωνα με άλλη πρόταση το όριο θα μπορούσε ορίζεται ποσοστιαίως με βάση αναφοράς τη ζημία¹⁵¹⁶. Επίσης, ειδικά σε σχέση με τους οίκους αξιολόγησης έχει υποστηριχθεί ότι ως όριο της ευθύνης τους θα πρέπει να ορισθεί το ποσό του πλουτισμού τους¹⁵¹⁷.

Ειδικά για την περίπτωση της ευθύνης των οίκων αξιολόγησης έχει προταθεί η θέσπιση ορίου ευθύνης το οποίο θα εξαρτάται από την αξία των κινητών αξιών που αξιολογούνται. Πρόκειται για τη θέσπιση ενός πολλαπλάσιου ποσού το οποίο δε θα έχει ως βάση υπολογισμού την αμοιβή του οίκου, αλλά την αξία των κινητών αξιών¹⁵¹⁸. Με αυτόν τον τρόπο επιχειρείται η υπέρβαση των προβλημάτων που συνδέονται με την εξάρτηση του ορίου ευθύνης από τη συμβατικώς καθοριζόμενη αμοιβή. Τηρουμένων των αναλογιών δεν υφίσταται λόγος για τον οποίο η συγκεκριμένη πρόταση δεν μπορεί να γίνει και ως προς την ευθύνη γενικώς όλων των κατηγοριών πυλωρών (π.χ. των ελεγκτών).

6. Η προστασία του δικαιώματος της έκφρασης

Με δεδομένο ότι οι παρεχόμενες υπηρεσίες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και των οικονομικών αναλυτών έχουν ως αντικείμενο την αξιολόγηση και την παροχή γνώμης, είναι πιθανό ως εναγόμενοι να προβάλλουν ένσταση σχετική με την προστασία την ελευθερία της έκφρασης. Αντικείμενο της σχετικής ένστασης θα είναι η

¹⁵¹² Doralt, Hellgardt, Hopt, Leyens, Roth, Zimmermann, ό.π., 64-65.

¹⁵¹³ Άρθρο 5 εδ. β' περ. β της Σύστασης της Επιτροπής της 5ης Ιουνίου 2008 σχετικά με τον περιορισμό της αστικής ευθύνης των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων [κοινοποιηθείσας υπό τον αριθμό E(2008) 2274] (2008/473/EK).

¹⁵¹⁴ Για όλα τα ανωτέρω βλ. Ojo, Proposals..., ό.π., 5.

¹⁵¹⁵ Βλ. σε Haar, ό.π., 20.

¹⁵¹⁶ Partnoy, Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee, B.U. L.Rev. 2004, 365 επ..

¹⁵¹⁷ Haar, ό.π., 22.

¹⁵¹⁸ Wagner, ό.π., 29. Η συγκεκριμένη πρόταση γίνεται στο πλαίσιο του μοντέλου «ο εκδότης πληρώνει».

αντισυνταγματικότητα κανόνα δικαίου που προβλέπει την ευθύνη τους ως παραβιάζοντας το δικαίωμα των εναγομένων στην ελεύθερη έκφραση της γνώμης τους. Η ένσταση αυτή έχει ήδη προβληθεί σε σειρά δικών ενώπιον δικαστηρίων των Η.Π.Α.. Αντιθέτως, σε επίπεδο κρατών - μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης μπορεί προς το παρόν να μην έχει απασχολήσει τα πολιτικά δικαστήρια, αυτό όμως δε σημαίνει ότι κάτι τέτοιο αποκλείεται να συμβεί στο μέλλον. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να εξετασθεί η αντιμετώπιση της σχετικής ένστασης σε σχέση με τους συνταγματικούς κανόνες των Η.Π.Α., την Ευρωπαϊκή Σύμβαση των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου και το Σύνταγμα της Ελληνικής Δημοκρατίας.

6.1 Ενώπιον των δικαστηρίων των Η.Π.Α.

Στην έννομη τάξη των Η.Π.Α. η ελευθερία της έκφρασης προστατεύεται με βάση την Πρώτη Αναθεώρηση του Συντάγματος. Σύμφωνα με αυτήν απαγορεύεται ο περιορισμός του λόγου και του τύπου. Στο επίκεντρο της σχετικής προστασίας βρίσκεται η προστασία του πολιτικού λόγου και του δικαιώματος κάθε πολίτη ενός δημοκρατικού κράτους να λαμβάνει την απαιτούμενη για τη λήψη αποφάσεων πληροφόρηση¹⁵¹⁹. Το δικαίωμα αυτό προστατεύεται με απόλυτο τρόπο από το αμερικανικό Σύνταγμα. Ως μοναδικό όριο της προστασίας τίθεται ο «πραγματικός δόλος» («actual malice»): εκείνος που διατυπώνει μία γνώμη δεν προστατεύεται όταν γνωρίζει την ανακρίβεια της δήλωσης ή όταν συνειδητά αδιαφορεί για την αλήθεια ή μη της δήλωσης¹⁵²⁰. Ο πραγματικός δόλος περιλαμβάνει και τη «συνειδητή αδιαφορία», μία πνευματική κατάσταση που προσεγγίζει τα όρια του ενδεχόμενου δόλου¹⁵²¹.

Με την πάροδο των χρόνων τη νομολογία των δικαστηρίων των Η.Π.Α. απασχόλησε η αντιμετώπιση που συνάδει στον «εμπορικό λόγο». Κατά τον επικρατέστερο ορισμό¹⁵²² εμπορικός είναι ο λόγος ο οποίος «σχετίζεται αποκλειστικά με τα οικονομικά συμφέροντα του ομιλητή και του ακροατηρίου του»¹⁵²³. Με τον λόγο αυτό ο ομιλητής προτείνει τη σύναψη κάποιας συναλλαγής¹⁵²⁴. Ενώ αρχικώς θεωρήθηκε ότι ο εμπορικός λόγος δεν προστατεύεται από την Πρώτη Αναθεώρηση¹⁵²⁵, στη συνέχεια επικράτησε η θέση ότι απολαμβάνει μεν προστασίας, αλλά χαμηλότερης έντασης σε σχέση με την αντίστοιχη του μη εμπορικού λόγου¹⁵²⁶. Η διαφορά στο επίπεδο προστασίας έχει αποδοθεί στο γεγονός ότι ο εμπορικός λόγος διατυπώνεται έναντι αμοιβής, είναι ανθεκτικότερος και μπορεί να προκαλέσει μεγαλύτερης έκτασης ζημία.

Το 1980 το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. με σχετική απόφασή του έθεσε τους όρους υπό τους οποίους είναι συνταγματικός ο κρατικός περιορισμός της ελευθερίας του εμπορικού

¹⁵¹⁹ Carr, No “Market” for Truth: The Weaknesses of Free Speech-Based Defenses to Credit Rating Industry Liability, *Hastings Const. L.Q.* 2018, 250.

¹⁵²⁰ Redish, Voils, False Commercial Speech and the First Amendment: Understanding the Implications of the Equivalency Principle, *Wm. & Mary Bill Rts. J.* 2017, 786· Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 171· *N.Y. Times Co. v. Sullivan*, 376 U.S. 254, 279–280 (1964) (κατά πλειοψηφία) – η μειοψηφία υποστήριξε την απόλυτη προστασία της γνώμης ακόμη και στην περίπτωση του δόλου.

¹⁵²¹ Redish, Voils, ό.π., 786, Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 171.

¹⁵²² Για τους υπόλοιπους ορισμούς που χρησιμοποίησε το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. βλ. Carr, ό.π., 251.

¹⁵²³ *Cent. Hudson Gas & Electric Corp. v. Pub. Serv. Comm’n of N.Y.*, 447 U.S. 557, 561 (1980): «related solely to the economic interests of the speaker and its audience».

¹⁵²⁴ Βλ. σε Redish, Voils, ό.π., 779· *Virginia Bd. of Pharmacy v. Virginia Citizens Consumer Council, Inc.*, 425 US 748, 760, 762 (1976), υπόθεση στην οποία το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. έκρινε ότι δεν υπάρχει λόγος για τον οποίο η διαφήμιση δεν μπορεί να είναι προστατευτέα, ενώ είναι η έκφραση ιδεών.

¹⁵²⁵ *Valentine v. Chrestensen*, 316 U.S. 52, 54 (1942).

¹⁵²⁶ *Virginia State Board of Pharmacy v. Virginia Citizens Consumer Council, Inc.*, 425 U.S. 748, 762-765, 770-773 (1976)· *Ohralik v. Ohio State Bar Ass’n*, 436 U.S. 447, 456 (1978)· Redish, Voils, ό.π., 7865-766.

λόγου¹⁵²⁷. Ο τελευταίος προστατεύεται, εφόσον αφορά νόμιμη δραστηριότητα και δεν είναι παραπλανητικός¹⁵²⁸. Αν πληρούνται αυτοί οι όροι, πρέπει να εξετάζεται αν η θεσπιζόμενη σχετικά με τον εμπορικό λόγο ρύθμιση υπηρετεί ουσιώδες κρατικό συμφέρον και αν το προάγει με τρόπο άμεσο¹⁵²⁹. Τέλος, η ρύθμιση δεν πρέπει να υπερβαίνει το αναγκαίο για την εξυπηρέτηση του συμφέροντος μέτρο¹⁵³⁰.

Η διαφοροποίηση όσον αφορά το επίπεδο προστασίας αναλόγως με τον χαρακτήρα του λόγου ως εμπορικού ή μη είναι πρόδηλη. Ο μη εμπορικός λόγος προστατεύεται πάντοτε με μοναδική εξαίρεση την περίπτωση της συνδρομής δόλου ως προς την αναλήθεια των πραγματικών περιστατικών με τα οποία συναρτάται η δήλωση¹⁵³¹. Αντιθέτως, από την προστασία του εμπορικού λόγου δεν εξαιρούνται μόνο οι παραπλανητικές δηλώσεις, αλλά επιπλέον μπορούν να εξαιρεθούν πέραν των περιπτώσεων δολιότητας και άλλες περιπτώσεις με την προϋπόθεση ότι πληρούνται οι όροι που έθεσε το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α. στην υπόθεση *Hudson Gas & Electric Corp.*. Ενδεικτικώς αναφέρεται η δυνατότητα πρόβλεψης αστικής ευθύνης για περιπτώσεις αμέλειας (σε αντίθεση με τις μη εμπορικές δηλώσεις). Της διαφοροποίησης αυτής επιχειρούν διαχρονικώς να επωφεληθούν οι οίκοι αξιολόγησης προβάλλοντας ισχυρισμό περί του χαρακτήρα των αξιολογήσεων ως γενικού ενδιαφέροντος.

Κατά την αμερικανική νομολογία κριτήριο για τον χαρακτηρισμό της έκθεσης ενός οίκου αξιολόγησης ως εμπορικού λόγου είναι αν περιέχει στοιχεία τα οποία άπτονται του δημόσιου ενδιαφέροντος ή όχι. Σε καταφατική περίπτωση πρόκειται για αυστηρώς προστατευόμενο λόγο (περιχόμενο στον πυρήνα της προστατευόμενης από την Πρώτη Αναθεώρηση ελευθερίας¹⁵³²). Εδώ δηλαδή πρόκειται για έκθεση που δημοσιεύεται προς το ευρύ κοινό, το οποίο αποτελεί τον σκοπευμένο αποδέκτη και το οποίο μπορεί να προβεί σε συναλλαγές με αντικείμενο τα αξιολογηθέντα χρηματοπιστωτικά μέσα. Αντιθέτως, σε περίπτωση κατά την οποία ο οίκος αξιολόγησης δημοσιεύει τη σχετική έκθεση σε συγκεκριμένο περιορισμένο κύκλο επενδυτών (ανεξαρτήτως του χαρακτηρισμού τους ως μεγάλων ή μικρών), τότε τυγχάνει της περιορισμένης προστασίας, η οποία αναγνωρίζεται στον εμπορικό λόγο¹⁵³³.

Με βάση το ως άνω κριτήριο έχουν δημοσιευθεί σχετικές αποφάσεις. Ειδικότερα, κρίθηκε ότι σε περίπτωση κατά την οποία η έκθεση αξιολόγησης δημοσιεύθηκε σχετικά με ιδιωτική τοποθέτηση, δε συντρέχει λόγος αναγνώρισης στον οίκο της ευρύτατης προστασίας των μη εμπορικών εκφράσεων. Τούτο, διότι – όπως συνάγεται από το περιεχόμενο και τη μορφή της έκθεσης και τον κύκλο των προσώπων στα οποία απευθύνεται – πρόκειται για εκθέσεις που εξυπηρετούσαν αποκλειστικώς τα συμφέροντα του οίκου και του «ακροατηρίου» του¹⁵³⁴. Το συμπέρασμα που συνάγεται είναι ότι ο οίκος αξιολόγησης: α) δεν ευθύνεται, αν η έκθεση περιέχει μόνο γνώμη και δεν αναφέρεται σε οποιοδήποτε πραγματικό περιστατικό ή στοιχείο, β) ευθύνεται, αν η έκθεση απευθύνεται σε ευρύ κοινό και περιέχει γνώμη που στηρίζεται σε

¹⁵²⁷ *Cent. Hudson Gas & Electric Corp. v. Pub. Serv. Comm'n of N.Y.*, 447 U.S. 557 (1980).

¹⁵²⁸ *Cent. Hudson Gas & Electric Corp. v. Pub. Serv. Comm'n of N.Y.*, 447 U.S. 557, 563-564 (1980).

¹⁵²⁹ *Cent. Hudson Gas & Electric Corp. v. Pub. Serv. Comm'n of N.Y.*, 447 U.S. 557, 564 (1980).

¹⁵³⁰ *Cent. Hudson Gas & Electric Corp. v. Pub. Serv. Comm'n of N.Y.*, 447 U.S. 557, 564 (1980).

¹⁵³¹ *Redish, Voils*, ό.π., 774-775.

¹⁵³² *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders* 472 U.S. 749, 756 (1985)· *Varian Medical Systems, Inc. v. Delfino*, 6 Cal.Rptr.3d 325, 346 (Cal.Ct.App. 2003).

¹⁵³³ *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley*, 651 F. Supp. 2d 155, 176 (S.D.N.Y. 2009).

¹⁵³⁴ *LaSalle Nat'l Bank v. Duff & Phelps Credit Rating Co.*, 951 F. Supp. 1071, 1086 (S.D.N.Y. 1996)· *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders*, 472 U.S. 749, 762 (1985)· *Cal. Pub. Emps. Ret. Sys. v. Moody's Invs. Serv., Inc.*, 172 Cal. Rptr. 3d 238, 250 (Cal. Ct. App. 2014)· *In re Nat'l Century Fin. Enters., Inc.*, Inv. Litig., 580 F. Supp. 2d 630, 640 (S.D. Ohio 2008)· *King County v. IKB Deutsche Industriebank AG*, 708 F. Supp. 2d 334, 347 (S.D.N.Y. 2010).

πραγματικά περιστατικά και ο ίδιος γνωρίζει την αναλήθειά τους ή συνειδητά αγνοεί την αλήθεια τους, ενώ γ) οι περιπτώσεις για τις οποίες ευθύνεται είναι περισσότερες, αν η έκθεση αφορά μικρό κύκλο ενδιαφερομένων¹⁵³⁵. Πρέπει να σημειωθεί ότι η Πρώτη Αναθεώρηση δεν εφαρμόζεται σε όλες τις κατηγορίες πυλωρών, αλλά μόνο στους οίκους αξιολόγησης (και εκεί υπό τους ήδη εκτεθέντες όρους). Έτσι, δεν εφαρμόζεται στους ελεγκτές και στους αναλυτές μετοχών¹⁵³⁶.

Στη σχετική νομολογία γίνεται σύγκριση των οίκων αξιολόγησης με τους δημοσιογράφους¹⁵³⁷. Ο τύπος και η ελεύθερη έκφρασή του βρίσκονται στον πυρήνα της προστατευόμενης με τρόπο (σχεδόν) απόλυτο από την Πρώτη Αναθεώρηση. Οι δημοσιογράφοι ασχολούνται με θέματα δημόσιου ενδιαφέροντος, τα οποία φέρουν στο φως της δημοσιότητας και τα οποία σχολιάζουν. Αντιθέτως, οι οίκοι αξιολόγησης δεν επιτελούν παρόμοιο έργο. Η φύση της δραστηριότητάς τους είναι διαφορετική, καθόσον ασχολούνται με την αξιολόγηση (πολλές φορές πολύπλοκων) χρηματοπιστωτικών μέσων κάνοντας χρήση μεθόδων και μοντέλων μη κατανοητών από το ευρύ κοινό¹⁵³⁸, έναντι αμοιβής¹⁵³⁹.

6.2 Ενώπιον των ελληνικών δικαστηρίων

Η εκ μέρους των οίκων αξιολόγησης ενώπιον των αμερικανικών δικαστηρίων ένσταση αντισυνταγματικότητας ενδεχομένως αποτελέσει πηγή έμπνευσης για την προβολή αντίστοιχης ένστασης ενώπιον των ελληνικών δικαστηρίων. Ανεξαρτήτως του γεγονότος ότι ενώπιον των τελευταίων δεν έχουν προς το παρόν συζητηθεί σχετικές αγωγές, είναι χρήσιμη η εξέταση του σχετικού ενδεχομένου για την περίπτωση που προκύψει σχετική ανάγκη στο μέλλον. Η σχετική ένσταση μπορεί να έχει ως νομική βάση της είτε το άρθρο 14 παρ. 1 του Συντάγματος είτε το άρθρο 10 της Ευρωπαϊκής Σύμβασης των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου¹⁵⁴⁰.

Η ελευθερία της γνώμης προστατεύεται από το άρθρο 14 παρ. 1 του Συντάγματος σε όλες τις πτυχές της. Έτσι, προστατεύεται η διαμόρφωση, η κατοχή, η εξωτερική έκφραση (ή η αποχή από αυτήν), η διάδοση και η λήψη μίας γνώμης¹⁵⁴¹. Η ελευθερία της εμπορικής γνώμης προστατεύεται από το άρθρο αυτό και μάλιστα χωρίς να γίνεται κάποια διάκριση σχετικά με τον εμπορικό ή μη χαρακτήρα από την ίδια τη διάταξη ή από τη θεωρία και τη νομολογία. Η εκ μέρους των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σύνταξη εκθέσεων αξιολόγησης χρηματοπιστωτικών μέσων ή των εκδοτών τους προστατεύεται συνταγματικώς από το άρθρο 14 παρ. 1. Ενδιαφέρον παρουσιάζει ο προσδιορισμός των ορίων της άσκησης του σχετικού δικαιώματος ή και ο περιορισμός τους.

Το όριο στην προστασία του σχετικού δικαιώματος τίθεται από το ίδιο το Σύνταγμα. Ως τέτοιο (όριο) ορίζονται κατά το άρθρο 14 παρ. 1 οι νόμοι του κράτους. Θεμιτές είναι οι

¹⁵³⁵ Gaillard, Waibel, *The Icarus Syndrome: How Credit Rating Agencies Lost Their Quasi Immunity*, SMU L. Rev. 2018, 1106. Κατά τον Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies*, ό.π., 96, η Πρώτη Αναθεώρηση δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση της ευθύνης των οίκων αξιολόγησης για την αξιολόγηση σύνθετων προϊόντων, όπως τα CDOs. Κατά τον ίδιο, *What's (still) wrong...*, ό.π., 44-45, με βάση τη μέχρι σήμερα νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων δεν αναμένεται η ευδοκίμηση σχετικών αγωγών σε βάρος οίκων αξιολόγησης.

¹⁵³⁶ Sangiorgi, Spatt, ό.π., 21· Couture, *The collision between the first amendment and securities fraud*, Ala. L. Rev. 2014, 906· Partnoy, *What's (still) wrong...*, ό.π., 44.

¹⁵³⁷ Ενδεικτικώς *In re Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104, 111 (2d Cir. 2003)· *LaSalle Nat'l Bank v. Duff & Phelps Credit Rating Co.*, 951 F. Supp. 1071, 1086 (S.D.N.Y. 1996).

¹⁵³⁸ De Bruyne, *A European Perspective...*, ό.π., 240.

¹⁵³⁹ De Bruyne, *A European Perspective...*, ό.π., 249.

¹⁵⁴⁰ De Bruyne, *A European Perspective...*, ό.π., 233επ..

¹⁵⁴¹ Δαγτόγλου, *Συνταγματικό Δίκαιο, Ατομικά Δικαιώματα*, 4^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσ/νίκη, 2012, 414.

θεσπιζόμενες με νόμο οριοθετήσεις¹⁵⁴² της ελευθερίας της έκφρασης με τις οποίες προστατεύεται το άτομο ή το κοινωνικό σύνολο «από την καταχρηστική άσκηση του δικαιώματος ελεύθερης έκφρασης γνώμης ή διάδοσης πληροφοριών»¹⁵⁴³. Υποστηρίζεται μάλιστα ότι κατά τον περιορισμό ή την προστασία του δικαιώματος δεν πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν το περιεχόμενο της γνώμης¹⁵⁴⁴. Αυτό βεβαίως δε σημαίνει ότι δεν αξιολογείται το υπόβαθρο της γνώμης αυτής, στην περίπτωση κατά την οποία αυτό συνίσταται σε κάποια πραγματικά γεγονότα ή επαληθεύσιμα στην πραγματικότητα στοιχεία. Εκεί η αναλήθεια των στοιχείων που συνιστούν το σχετικό υπόβαθρο πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν προς προστασία του ατόμου ή του συνόλου.

Η οριοθέτηση της ελευθερίας έκφρασης των οίκων αξιολόγησης γίνεται στο ελληνικό δίκαιο με γενικούς νόμους. Η υπαγωγή των οίκων σε νομοθετικό σύστημα ευθύνης υπακούει στις απαιτήσεις περί γενικής και αφηρημένης ρύθμισης κατά τρόπο αντικειμενικό και απρόσωπο¹⁵⁴⁵. Συγκεκριμένα, οι εφαρμοστέες διατάξεις, όπως αυτές έχουν ήδη εκτεθεί, αποτελούν γενικές διατάξεις που προστατεύουν έννομα συμφέροντα και όχι συγκεκριμένα πρόσωπα¹⁵⁴⁶. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι διατάξεις του Αστικού Κώδικα έχουν γενικό πεδίο εφαρμογής. Οι δε ειδικές ρυθμίσεις (για το ενημερωτικό δελτίο και ο CRA III) διατηρούν τον απρόσωπο χαρακτήρα της ρύθμισης.

Ανεξαρτήτως του χαρακτηρισμού της σχετικής νομοθεσίας ως οριοθέτησης ή γνήσιου περιορισμού πρέπει να διαφυλαχθεί ο πυρήνας της ελευθερίας έκφρασης και να τηρηθεί η αρχή της αναλογικότητας¹⁵⁴⁷. Οι σχετικές με την ευθύνη διατάξεις κατά την εφαρμογή τους σε σχέση με τους οίκους αξιολόγησης έχουν ως σκοπό την προστασία του δικαιώματος πληροφόρησης και της οικονομικής ελευθερίας των επενδυτών και την ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Περαιτέρω, οι ρυθμίσεις αυτές είναι πρόσφορες για την επίτευξη του επιδιωκόμενου σκοπού. Είναι αναγκαίες, καθόσον δε θα μπορούσε να προβλεφθεί κάποιο ηπιότερο μέσο. Επίσης, είναι ανάλογες σε σχέση με τους λόγους που προκάλεσαν τη θέσπιση και εφαρμογή τους. Τέλος, η θέσπιση κανόνων αστικής ευθύνης δεν πλήττουν τον πυρήνα του δικαιώματος έκφρασης των οίκων, καθόσον αυτός διασφαλίζεται υπό τους όρους, όμως, διαφύλαξης των έννομων συμφερόντων και δικαιωμάτων των χρηστών των εκθέσεων αξιολόγησης. Στο σημείο αυτό πρέπει να παρατηρηθεί ότι, αν και υποστηρίζεται ότι κατά το άρθρο 14 του Συντάγματος προστατεύεται κάθε είδος λόγος, ακόμη και ο εμπορικός¹⁵⁴⁸, εντούτοις ο χαρακτήρας του λόγου ως εμπορικού μπορεί να διαδραματίσει ρόλο κατά τη διαδικασία οριοθέτησης ή περιορισμού του δικαιώματος.

Τα τεθειμένα από τους νόμους της ελληνικής έννομης τάξης όρια στη διατύπωση των αξιολογήσεων των οίκων με την εφαρμογή κανόνων αστικής ευθύνης¹⁵⁴⁹ είναι θεμιτά. Η στήριξη της έκθεσης αξιολόγησης σε αναληθείς, ανακριβείς ή ελλιπείς πληροφορίες δεν μπορεί να είναι ανεκτή από το Σύνταγμα. Αυτό ισχύει ιδίως όταν ο οίκος αξιολόγησης επιδεικνύει δόλο. Η δόλια παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού βρίσκεται πέραν πάσης αμφιβολίας εκτός των ορίων προστασίας της ελευθερίας της γνώμης. Το ίδιο πρέπει να γίνει δεκτό και ως προς την

¹⁵⁴² Πρόκειται για οριοθετήσεις και όχι για γνήσιους περιορισμούς. Βλ. Δαγτόγλου, ό.π., 119-122.

¹⁵⁴³ Χρυσόγονος, Ατομικά και κοινωνικά δικαιώματα, 2^η έκδοση αναθεωρημένη & συμπληρωμένη, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκουλα, 2002, 275.

¹⁵⁴⁴ Δαγτόγλου, ό.π., 427.

¹⁵⁴⁵ Πρβλ. Χρυσόγονο, ό.π., 78,87.

¹⁵⁴⁶ Βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 242-243.

¹⁵⁴⁷ Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 242.

¹⁵⁴⁸ Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 240-241.

¹⁵⁴⁹ Οι υπόλοιποι κανόνες δεν εξετάζονται, καθώς δε σχετίζονται άμεσα με τη θεματική της μελέτης.

αμέλεια με δεδομένη την οργάνωση, τις γνώσεις και δεξιότητες των οίκων αξιολόγησης, το διαμεσολαβητικό ρόλο που διαδραματίζουν οι σχετικές εκθέσεις στην αγορά, την πίστη που επιδεικνύουν οι επενδυτές, τη διάψευση των προσδοκιών τους σε περίπτωση εσφαλμένου υποβάθρου της σχετικής αξιολόγησης, την ευρύτητα του κύκλου των επενδυτών και τους κινδύνους που εγκυμονούν για την αγορά και τους παράγοντές της.

Ερωτάται αν θα ήταν συνταγματικός ο νομοθετικός «περιορισμός» της ελευθερίας γνώμης των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση κατά την οποία δεν υπήρχε ρητή επιφύλαξη υπέρ του νόμου στο άρθρο 14 παρ. 1 του Συντάγματος. Η απάντηση πρέπει να είναι καταφατική – υπό την προϋπόθεση ότι η σχετική ρύθμιση θα αφορούσε την ευθύνη για τις περιπτώσεις στις οποίες ελήφθησαν υπ' όψιν ανακριβή στοιχεία. Επί της ουσίας δε θα επρόκειτο για περιορισμό, αλλά οριοθέτηση της σχετικής ελευθερίας. Οδηγός στο εγχείρημα αυτό θα ήταν η επίκληση της ίδιας ελευθερίας, αυτής της γνώμης του επενδυτή, υπό τη μορφή της ελευθερίας ορθής πληροφόρησης ως προϋπόθεσης για την ελεύθερη λήψη αποφάσεων (με τριτενέργεια έναντι των οίκων αξιολόγησης¹⁵⁵⁰) σχετικά με την κεφαλαιαγορά. Η στάθμιση αυτή είναι το αποτέλεσμα της θεσμικής εναρμόνισης της ελευθερίας γνώμης του οίκου αξιολόγησης και της αντίστοιχης του επενδυτή¹⁵⁵¹.

6.3 Ενώπιον του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου Ανθρώπινων Δικαιωμάτων

Η ελευθερία της γνώμης προστατεύεται από το άρθρο 10 της Ευρωπαϊκής Σύμβασης των Δικαιωμάτων του Ανθρώπου. Το περιεχόμενό της είναι αντίστοιχο αυτού του άρθρου 14 παρ. 1 του Συντάγματος. Οι τρόποι έκφρασης της γνώμης μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρεις κατηγορίες: α) τις «εκτιμήσεις αξίας»¹⁵⁵², β) τις «δηλώσεις πραγματικών περιστατικών»¹⁵⁵³ και γ) την «εμπορική ομιλία»¹⁵⁵⁴. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει υποκειμενικές απόψεις οι οποίες διενεργούνται με καλή πίστη και εδράζονται σε μία ελάχιστη βάση πραγματικών γεγονότων. Στη δεύτερη ομάδα περιλαμβάνονται δηλώσεις σχετικά με πραγματικά γεγονότα. Οι δηλώσεις αυτές είναι αντικειμενικώς επαληθεύσιμες¹⁵⁵⁵. Τέλος, η εμπορική ομιλία συνδέεται με την εξυπηρέτηση εμπορικών σκοπών από το πρόσωπο το οποίο προβαίνει στη διατύπωσή της. Ο εμπορικός λόγος διαφοροποιείται σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες κατά το ότι στις τελευταίες ο λόγος συνδέεται με την ενημέρωση του κοινού για ζητήματα δημοσίου συμφέροντος και εντάσσεται σε ένα ευρύτερο πλαίσιο διαλόγου.

Σε επίπεδο θεωρίας έχει επιχειρηθεί μεμονωμένα η υπαγωγή των εκθέσεων αξιολόγησης σε κάποια από τις τρεις κατηγορίες¹⁵⁵⁶. Στο πλαίσιο αυτό οι εκθέσεις αξιολόγησης δεν είναι απλές υποκειμενικές εκτιμήσεις, καθόσον συνδέονται με απαιτήσεις τήρησης αντικειμενικά επαληθεύσιμων μεθοδολογιών, ενώ ταυτόχρονα το ευρύτερο πλαίσιο στο οποίο χρησιμοποιούνται και η αξιοποίησή τους από το επενδυτικό κοινό αποτελούν ένδειξη ότι δεν αντιμετωπίζονται ως απλές γνώμες¹⁵⁵⁷. Ωστόσο, δεν είναι αμιγείς δηλώσεις αντικειμενικών γεγονότων, αφού η παράθεση αντικειμενικών στοιχείων συνδυάζεται με υποκειμενική αξιολόγησή τους – αποκλίνουσα μεταξύ περισσότερων αξιολογητών ανάλογα με την

¹⁵⁵⁰ Πρβλ. Χρυσόγονο, ό.π., 61-64· Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., 241.

¹⁵⁵¹ Πρβλ. Χρυσόγονο, ό.π., 62.

¹⁵⁵² «Value judgments». De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 238.

¹⁵⁵³ «Factual statements». De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 238.

¹⁵⁵⁴ «Commercial speech». De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 238.

¹⁵⁵⁵ De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 238-239.

¹⁵⁵⁶ De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 240επ..

¹⁵⁵⁷ De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 240-241.

ακολουθούμενη μεθοδολογία. Πάντως, κατά τη σύνταξη και δημοσίευσή τους οι εκθέσεις δεν αποτελούν μέρος δημοσίου διαλόγου, καθώς αυτός συνήθως λαμβάνει χώρα εκ των υστέρων μετά την αποκάλυψη σκανδάλων, τη διάγνωση αφερεγγυότητα ή την κήρυξη πτώχευσης του αξιολογηθέντος εκδότη¹⁵⁵⁸. Ταυτόχρονα, η ενημέρωση του κοινού δεν είναι ο αποκλειστικός σκοπός του οίκου¹⁵⁵⁹. Τελικά, υποστηρίζεται ότι η ζητηθείσα έκθεση αξιολόγησης σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα εκδοτών πλην κρατών μπορεί να προστατευθεί στο πλαίσιο του άρθρου 10 της ΕΣΔΑ ως εμπορικός λόγος, με δεδομένο ότι συνδέεται με την εξυπηρέτηση οικονομικού συμφέροντος, δηλαδή την έναντι ανταλλάγματος προώθηση συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου¹⁵⁶⁰.

Η συνέπεια του χαρακτηρισμού της έκθεσης αξιολόγησης ως εμπορικού λόγου συνίσταται στη μείωση της έκτασης προστασίας του οίκου αξιολόγησης. Με δεδομένο ότι τα περιεχόμενα σ' αυτήν γεγονότα ενδιαφέρουν μεν έναν ευρύ κύκλο κοινού, όμως συνήθως αυτός είναι πιο μικρός σε σχέση με το γενικό κοινό και ότι η έκθεση αφενός συνδέεται με την επενδυτική απόφαση αφετέρου είναι το αποτέλεσμα μίας αμειβόμενης υπηρεσίας, ο οίκος αξιολόγησης διαφέρει από άλλες προστατευόμενες ομάδες, όπως αυτή των δημοσιογράφων. Κατά συνέπεια, υποστηρίζεται ότι η προστασία που του παρέχει το άρθρο 10 της ΕΣΔΑ δύναται να είναι πιο περιορισμένη σε σχέση με αυτή που παρέχεται σε σχέση με το δημοσιογραφικό επάγγελμα ή με την έκφραση πολιτικού λόγου¹⁵⁶¹.

7. Απαλλακτικές ρήτρες

Οι πυλωροί ως εναγόμενοι ενδέχεται να προβάλουν ένσταση απαλλαγής από την ευθύνη τους ή περιορισμού της έναντι των εναγόντων επενδυτών δυνάμει απαλλακτικής ρήτρας¹⁵⁶². Μία τέτοια ρήτρα ίσως περιέχεται στη σύμβαση που συνδέει τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου με τον πυλωρό. Ανεξαρτήτως της ύπαρξης σχετικών διατάξεων που προβλέπουν την ακυρότητα των σχετικών ρητρών, το ζήτημα επιλύεται πρωτίστως με την επίκληση της αρχής της σχετικότητας. Έτσι, εφόσον η ρήτρα περιέχεται σε σύμβαση στην οποία δεν είναι συμβαλλόμενος ο επενδυτής, αυτή δεν μπορεί να αναπτύξει αποτελέσματα ως προς τον ίδιο¹⁵⁶³. Ζήτημα τίθεται στην περίπτωση κατά την οποία ήθελε γίνει δεκτό ότι υφίσταται σύμβαση υπέρ τρίτου ή ότι πρόκειται για σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια. Στην περίπτωση αυτή κατ'

¹⁵⁵⁸ De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 243-244.

¹⁵⁵⁹ De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 244.

¹⁵⁶⁰ De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 244-245. Ο ίδιος επαναλαμβάνει ότι οι οίκοι αξιολόγησης κατά την αξιολόγηση άλλων οντοτήτων πλην κρατών δε συμβάλλουν στο δημόσιο διάλογο σχετικά με θέμα γενικού ενδιαφέροντος, αλλά αυτό συμβαίνει για πρώτη φορά μετά την αποτυχία του εκδότη. Αυτό το επιχείρημα χρησιμοποιείται παράλληλα με αυτό της προώθησης οικονομικού σκοπού, διότι το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο Ανθρώπινων Δικαιωμάτων σε κάποιες περιπτώσεις δεν εξετάζει το οικονομικό στοιχείο κατά την εξέταση περίπτωσης εμπορικού λόγου.

¹⁵⁶¹ De Bruyne, A European Perspective..., ό.π., 237-253

¹⁵⁶² Βλ. σχετικά Mastromanolis, ό.π., υπό C.I.9. Οι σχετικές ρήτρες επιτελούν εκπονητική λειτουργία. Ρήγας, «Κύρος των ρητρών αποκλεισμού και περιορισμού της ευθύνης κατά τον Αστικό Κώδικα και το Ν. 2251/1994 “για την προστασία των καταναλωτών”», Διδακτορική διατριβή, Τμήμα Νομικής της Σχολής Ν.Ο.Π.Ε. του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2011, 26.

¹⁵⁶³ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 414επ.· Ρήγας, ό.π., 37· Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 297· Κοτζάμπαση, Οι απαλλακτικές ρήτρες στους γενικούς όρους συναλλαγών, Αποκλεισμός και περιορισμός της ευθύνης με συμφωνίες και μονομερείς δηλώσεις, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2001, 176. Η τριτενέργεια της απαλλακτικής ρήτρας μπορεί να προβλέπεται νομοθετικώς. Βλ. Κοτζάμπαση, ό.π., 179-180. Δεν πρέπει να γίνει δεκτό ότι τέτοια νομοθετική πρόβλεψη περιλαμβάνει το νέο άρθρο 35α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, καθόσον γίνεται ρητή επιφύλαξη υπέρ των προβλέψεων του εφαρμοστέου εθνικού δικαίου.

εφαρμογή του άρθρου 414 ΑΚ ο πωλωρός δικαιούται να προβάλει κατά του επενδυτή (τρίτου) ενστάσεις από τη σύμβασή του με τον εκδότη. Κατά συνέπεια, επιτρεπώς μπορεί να αντιτάξει σχετική απαλλακτική ρήτρα ή ρήτρα περιορισμού της ευθύνης¹⁵⁶⁴ υπό την προϋπόθεση ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις των άρθρων 332 και 334 ΑΚ. Κατά τούτο θα είναι άκυρη η εκ των προτέρων συμφωνία περί αποκλεισμού ή περιορισμού της ευθύνης από δόλο ή βαριά αμέλεια¹⁵⁶⁵. Επίσης, ενδεχομένως να τυγχάνει εφαρμογής το άρθρο 332 παρ. 2 εδ. β' ΑΚ περί ακυρότητας της εκ των προτέρων συμφωνηθείσας ρήτρας σχετικά με τον αποκλεισμό της ευθύνης για ελαφριά αμέλεια¹⁵⁶⁶.

Με την αρχή της σχετικότητας των ενοχών συνάπτεται και το ζήτημα της αντιμετώπισης απαλλακτικών ρητρών που περιέχονται σε δημόσιες δηλώσεις που απευθύνουν οι πωλωροί προς το ευρύ κοινό κατά τη δημοσίευση των εκθέσεων τους. Οι εν λόγω ρήτρες στερούνται της αποδοχής του περιεχομένου τους εκ μέρους των επενδυτών. Οι τελευταίοι δεν έχουν διατυπώσει ρητώς ή σιωπηρώς τη βούλησή τους να δεσμευθούν από τις σχετικές ρήτρες. Η σιωπηρή αποδοχή θα μπορούσε να γίνει δεκτή μόνο σε περίπτωση κατά την οποία γίνει δεκτή η κατασκευή της υπονοούμενης σύμβασης, δηλαδή μίας σύμβασης που συνάπτεται σιωπηρώς μεταξύ του πωλωρού και του επενδυτή κατά τη χρήση της έκθεσης του πρώτου από τον δεύτερο. Εφόσον, όμως, δε γίνεται δεκτή τέτοια κατασκευή¹⁵⁶⁷, δεν μπορεί να νοηθεί σιωπηρή αποδοχή της σχετικής ρήτρας¹⁵⁶⁸. Ακόμη, όμως, και αν γινόταν δεκτό κάτι τέτοιο, μία τέτοια ρήτρα ενδεχομένως να ήταν παράνομη ή καταχρηστική¹⁵⁶⁹.

Ανεξαρτήτως της αντιταξιμότητας ή μη των απαλλακτικών ρητρών έναντι τρίτων σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις, κάποιες φορές ειδικές ρυθμίσεις καθορίζουν τις σχετικές συνέπειες. Έτσι, κατά το άρθρο 61 παρ. 6 του ν. 4706/2020 οι σχετικές ρήτρες, οι οποίες αφορούν οποιονδήποτε περιορισμό ή αποκλεισμό της ευθύνης των ευθυνόμενων για το ενημερωτικό δελτίο προσώπων είναι άκυρες έναντι των επενδυτών (σχετική ακυρότητα)¹⁵⁷⁰.

¹⁵⁶⁴ Βλ. και Leyens, Self-Commitments and the Binding Force of Self-Regulation with Respect to Third Parties in Germany, ECGI Law Working Paper, n. 379/2017, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalleyens.pdf, 20-21.

¹⁵⁶⁵ Οι σχετικές ρήτρες που αφορούν τους πωλωρών δεν εμπίπτουν στις περιπτώσεις του εδ. α' της παρ. 2 του 332 ΑΚ, διότι η σχέση που συνδέει τον εκδότη με τον πωλωρό δεν είναι αυτή της σύμβασης εργασίας, ενώ για τη δραστηριότητα του τελευταίου δεν προηγήθηκε παραχώρηση της αρχής (η χορήγηση της άδειας ασκήσεως επαγγέλματος δεν αρκεί για τη στοιχειοθέτηση της παραχώρησης κατά την έννοια της εν λόγω διάταξης). Βλ. Σταθόπουλο, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, ό.π., 398επ.· Ρήγα, ό.π., 71επ.. Πάντως, υποστηρίζεται ότι η ισχύς των απαλλακτικών ρητρών έναντι των τρίτων μπορεί να αμφισβητηθεί σε περίπτωση κατά την οποία αποδεικνύεται ότι «η εξασφάλιση της εμπιστοσύνης του τρίτου προσώπου αποτέλεσε τον ουσιαστικό σκοπό της σύμβασης». Βλ. Leyens, ό.π., 24.

¹⁵⁶⁶ Αυτό ισχύει, αν η ρήτρα περιέχεται σε όρο της σύμβασης μεταξύ πωλωρού και εκδότη που δεν αποτέλεσε αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης. Το ίδιο μπορεί να γίνει δεκτό, αν θεωρηθεί ότι το δικαίωμα πληροφόρησης των επενδυτών αποτελεί αγαθό που απορρέει από την προσωπικότητα. Όμως, κατά το ισχύον δίκαιο η έννοια της προσωπικότητας λαμβάνεται κατά τη στενότερη μορφή της και όχι όπως αποτυπώνεται στο άρθρο 57 ΑΚ. Βλ. Ρήγα, ό.π., 89.

¹⁵⁶⁷ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 257-261· Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 181.

¹⁵⁶⁸ Μάλιστα, η συναγωγή αποδοχής μίας ρητώς διατυπωθείσας απαλλακτικής ρήτρας από μόνη τη σιωπή δεν είναι δυνατή. Βλ. Ρήγα, ό.π., 57.

¹⁵⁶⁹ Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 297-298, ο οποίος υποστηρίζει ότι η αποποίηση της ευθύνης καθιστά την παροχή της υπηρεσίας του οίκου αξιολόγησης ως άνευ ουσίας. Εξάλλου, όπως παρατηρείται από την Κοτζάμπαση, ό.π., 156 - 157, «η δυνατότητα πρόβλεψης... μπορεί ... να οδηγήσει σε άρνηση της εγκυρότητας των απαλλακτικών ρητρών που αναφέρονται στο μέτρο της επιμέλειας».

¹⁵⁷⁰ Πρέπει να γίνει δεκτό ότι η σχετική ρύθμιση ισχύει για κάθε βάση ευθύνης των προσώπων του άρθρου 60 του ν. 4706/2020 (λ.χ. αυτή του άρθρου 914 ΑΚ). Κατά το μέρος κατά το οποίο οι περισσότερες βάσεις αποτελούν περισσότερες βάσεις της ίδιας αξίωσης πρέπει να γίνει δεκτό ότι η αποτελεσματικότητα εφαρμογής της παρ. 6 του άρθρου 60 διασφαλίζεται δια της εφαρμογής της και στις συρρέουσες βάσεις. Άλλωστε, η παρ. 5 του ίδιου άρθρου, κατά την οποία «Οι διατάξεις του άρθρου αυτού δεν περιορίζουν ούτε επηρεάζουν την ευθύνη των προσώπων του άρθρου 60 έναντι των επενδυτών για κάθε πταίσμα που σχετίζεται με την ακρίβεια και πληρότητα του

Όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης το νέο άρθρο 35α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 διακρίνεται από μεγαλύτερη ελαστικότητα έναντι των σχετικών ρητρών. Κατά την παράγραφο 3 η ευθύνη μπορεί μόνο να περιορισθεί εκ των προτέρων, εφόσον ο περιορισμός είναι εύλογος και αναλογικός και επιτρέπεται από το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο. Κατά συνέπεια, ως προς το ελληνικό δίκαιο πρέπει να γίνουν δεκτά όσα ήδη εκτέθηκαν ανωτέρω (κατ' αρχήν απαγόρευση λόγω της αρχής της σχετικότητας και μόνο εφόσον αποδειχθεί σύμβαση υπέρ τρίτου ή τριτενέργεια της σύμβασης¹⁵⁷¹ μπορούν να αντιταχθούν με τις προϋποθέσεις του άρθρου 332 ΑΚ). Σημειώνεται ότι κατά το άρθρο 35α αποκλείεται ο περιορισμός της ευθύνης.

Συναφές – αλλά διαφορετικό - με το ζήτημα του περιορισμού της ευθύνης του πωλωρού είναι αυτό των ειδικών προειδοποιήσεων του θυροφύλακα σχετικά με την ακρίβεια κάποιων πληροφοριών. Είναι δυνατόν ο ειδικός κατά τη διατύπωση της τεχνικής άποψής του να περιλαμβάνει στο σχετικό κείμενο ειδικές ρήτρες με τις οποίες επιφυλάσσεται ως προς την ακρίβεια συγκεκριμένων πληροφοριών. Αυτό μπορεί να συμβεί λ.χ. σε μία επιστολή νομικής γνώμης ή στο ενημερωτικό δελτίο. Επί του ζητήματος αυτού διατυπώνονται δύο απόψεις. Η πρώτη εξ αυτών είναι αντίθετη στη χρήση τέτοιων ρητρών¹⁵⁷², ενώ κατά τη δεύτερη τέτοιες εξειδικευμένες ρήτρες υπό την προϋπόθεση του ειδικού χαρακτήρα τους εξυπηρετούν καλύτερα τον σκοπό παροχής ακριβούς πληροφόρησης των αποδεκτών αυτής και προσδιορίζουν την έκταση κατά την οποία οι τελευταίοι μπορούν να επιδείξουν πίστη στο περιεχόμενο της σχετικής δήλωσης¹⁵⁷³.

8. Ένσταση συντρέχοντος πταίσματος

Ανεξαρτήτως της νομικής βάσης της αγωγής του επενδυτή σε βάρος του πωλωρού, εφόσον το αίτημά της συνίσταται στην καταβολή χρηματικής αποζημίωσης, ο εναγόμενος μπορεί να προβάλει ένσταση συντρέχοντος πταίσματος του ενάγοντος (άρθρο 300 ΑΚ)¹⁵⁷⁴. Το συντρέχον πταίσμα μπορεί να αναφέρεται στην πρόκληση ή αποτροπή της ζημίας ή στην έκτασή της. Για το ορισμένο της σχετικής ένστασης πρέπει να μνημονεύονται τα πραγματικά περιστατικά από τα οποία προκύπτει: α) ότι ο ενάγων συντέλεσε στην επέλευση της ζημίας ή στην έκτασή της ή β) ότι παρέλειψε να αποτρέψει ή να περιορίσει τη ζημία ή την έκταση αυτής ή γ) ότι τούτο έπραξαν πρόσωπα για τα οποία ευθύνεται λόγω της ιδιότητας αυτών ως βοηθών εκπληρώσεως. Επίσης, πρέπει να εκτίθενται τα περιστατικά από τα οποία προκύπτει ο δόλος ή η αμέλεια του ενάγοντος ή των προσώπων για τα οποία ευθύνεται και ο αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της υπαίτιας συμπεριφοράς και του ζημιογόνου γεγονότος ή της ζημίας του¹⁵⁷⁵. Τέλος, ο ενιστάμενος πρέπει να προβάλει ότι τα γεγονότα προβάλλονται για τη θεμελίωση της ένστασης του άρθρου 300 ΑΚ, ενώ δεν απαιτείται να προσδιορίζεται το ποσοστό περιορισμού της ευθύνης¹⁵⁷⁶. Ο ενιστάμενος φέρει το βάρος απόδειξης της ένστασής του¹⁵⁷⁷.

ενημερωτικού δελτίου με βάση τις γενικές διατάξεις», είναι ενδεικτική του σκοπού του νομοθέτη. Ίδια ήταν η ρύθμιση του άρθρου 25 παρ. 5-6 του ν. 3401/2005.

¹⁵⁷¹ Δυσχερώς και σπανίως.

¹⁵⁷² Αυγητίδης, Η ευθύνη..., ό.π., 412.

¹⁵⁷³ Λιάπης, στο Δούβλης/Μώλος..., ό.π., 1313.

¹⁵⁷⁴ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 288.

¹⁵⁷⁵ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 300 αρ. 6.

¹⁵⁷⁶ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 300 αρ. 19· ΑΠ 1729/2013, ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ· ΑΠ 1726/2007, ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ.

¹⁵⁷⁷ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 300 αρ. 20· ΟΛΑΠ 1115/1986, ΙΣΟΚΡΑΤΗΣ.

Στην περίπτωση της ευθύνης του πωλωρού έναντι του επενδυτή το ζήτημα της συντέλεσης του τελευταίου στην επέλευση της ζημιάς ή της παράλειψής του προς αποτροπή της είναι ιδιαίτερο στον βαθμό που αφορά τη γνώση του επενδυτή. Υποστηρίζεται ότι, αν ο επενδυτής προέβη στη λήψη της επενδυτικής απόφασής του γνωρίζοντας ότι η δημοσιευθείσα γνώμη ή πιστοποίηση του πωλωρού ήταν παραπλανητική, τότε δεν τίθεται ζήτημα διακοπής του αιτιώδους συνδέσμου του νόμιμου λόγου ευθύνης του πωλωρού με τη λήψη της επενδυτικής απόφασης, αλλά η συμπεριφορά του επενδυτή θα κριθεί σε επίπεδο συντρέχοντος πταίσματος¹⁵⁷⁸. Κατά την ορθή άποψη, ωστόσο, για την οποία έχει ήδη γίνει εκτενής λόγος, στην περίπτωση αυτή δεν υφίσταται η απαιτούμενη αιτιότητα συναλλαγής ως προς τη συμπεριφορά του πωλωρού και κατά συνέπεια δε θεμελιώνεται εξ αρχής ευθύνη του έναντι του επενδυτή^{1579 1580}.

Στην περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής αμελώς συνετέλεσε στην επέλευση της ζημιάς ή στη μη αποτροπή της η δυσχέρεια μετατοπίζεται στο ζήτημα της απόδειξης. Το δικαστήριο εκτιμώντας τις περιστάσεις και τις συνθήκες υπό τις οποίες έλαβε χώρα η δημοσίευση της πληροφορίας και η λήψη της επενδυτικής απόφασης πρέπει να αναζητήσει τις ενέργειες στις οποίες όφειλε και μπορούσε να προβεί ο επενδυτής (ή από τις οποίες όφειλε και μπορούσε να απέχει) προκειμένου να μη συντελέσει στη ζημία ή να την αποτρέψει. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν και η διάκριση των κατηγοριών των επενδυτών σε επαγγελματίες και μη¹⁵⁸¹.

Στην ελληνική θεωρία ήδη υπό την ισχύ της Οδηγίας 2003/71 και του ν. 3401/2005 προτάθηκε η κατόπιν συστηματικής ερμηνείας συστολή του πεδίου εφαρμογής του άρθρου 300ΑΚ¹⁵⁸². Συγκεκριμένα, με δεδομένο ότι σκοπός των ως άνω διατάξεων είναι η διασφάλιση της ακρίβειας και της πληρότητας των παρεχόμενων μέσω του ενημερωτικού δελτίου πληροφοριών η εφαρμογή του άρθρου 300ΑΚ δεν πρέπει να οδηγήσει σε μείωση της επιμέλειας των υπεύθυνων για το δελτίο προσώπων. Στο πλαίσιο αυτό έχει υποστηριχθεί ότι πρέπει να καταφάσκει το συντρέχον πταίσμα του επενδυτή μόνο σε περιπτώσεις βαριάς και όχι ελαφριάς αμέλειας¹⁵⁸³.

Εξίσου σημαντική είναι η υποχρέωση του επενδυτή προς μετριασμό της ζημιάς του. Ο τελευταίος οφείλει να λάβει κάθε κατάλληλο μέτρο το οποίο μπορεί να λάβει προκειμένου να περιορίσει την έκταση της ζημιάς του. Στην πράξη βεβαίως είναι εξαιρετικά δυσχερής η σχετική κρίση. Πράγματι, είναι αμφίβολο κατά πόσο μπορεί να απαιτηθεί από τον επενδυτή η πώληση

¹⁵⁷⁸ De Jong, Liability for Misstatements – the Elements of Causation and Damages, 2010, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1688273, 13.

¹⁵⁷⁹ Πρβλ. ΕφΑθ (Μον) 46/2019, η οποία αναφέρει και τις δύο λύσεις: «Συνέπεια της τυχόν αντίστοιχης μετά λόγου γνώσεως απόφασης του ζημιωθέντος επενδυτή είναι η έλλειψη της προϋπόθεσης του αιτιώδους συνδέσμου για την ίδρυση της αξίωσης αποζημίωσης, άλλως η τεκμηρίωση ισχυρού, κατ' άρθρο 300 ΑΚ, συντρέχοντος πταίσματος». Βλ. Λιάππη, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. Π§27: Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών, 1307.

¹⁵⁸⁰ Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι είναι δυνατό κατά την αποδεικτική διαδικασία να προκύψει ότι το γεγονός ότι ο επενδυτής προέβη στη λήψη της επενδυτικής απόφασης, αν και γνώριζε τον παραπλανητικό χαρακτήρα της πληροφορίας που παρέσχε ο πωλωρός, σημαίνει ότι η συγκεκριμένη πληροφορία δεν ήταν ουσιώδης.

¹⁵⁸¹ Πρβλ. και ΕφΛαμ (Μον) 18/2019, ΝΟΜΟΣ, η οποία βέβαια αφορά αγωγή επενδυτή κατά παρόχου επενδυτικών υπηρεσιών: «δεν μπορεί να καταλογιστεί ως συντρέχουσα αμέλειά τους, όπως ορθά επισημαίνεται, η μη πρόσληψη επαγγελματία οικονομικού συμβούλου που πιθανόν να είχε τις γνώσεις και τα κατάλληλα αναλυτικά εργαλεία, ώστε να προβεί στην αξιολόγηση των επίμαχων επενδύσεων, καθώς η τακτική αυτή δεν είναι συνήθης και αναμενόμενη στις τραπεζικές συναλλαγές των ιδιωτών επενδυτών ιδίως της λιανικής τραπεζικής (retail banking)».

¹⁵⁸² Λιάππη, στο Δούβλης/Μπώλος..., ό.π., 1307-1308.

¹⁵⁸³ Λιάππη, στο Δούβλης/Μπώλος..., ό.π., 1307-1308.

των μετοχών του προς περιορισμό του ύψους της ζημίας του^{1584 1585}. Στο ελληνικό δίκαιο, αν ακολουθηθεί η θέση του Αρείου Πάγου ότι η ζημία επέρχεται με την πώληση των μετοχών από τον επενδυτή, τέτοια υποχρέωση δεν μπορεί να νοηθεί¹⁵⁸⁶. Κατ' άλλη άποψη, η οποία θεωρεί ως χρόνο επέλευσης της ζημίας αυτόν της δημοσίευσης της αλήθειας, ο επενδυτής μετά την αποκάλυψη της τελευταίας μπορεί να αποφασίσει να διατηρήσει τις μετοχές του, αλλά θα πρέπει να αναλάβει τον σχετικό κίνδυνο¹⁵⁸⁷. Υποστηρίζεται, δηλαδή, ότι, εφόσον το ύψος της ζημίας υπολογίζεται κατά τον χρόνο αποκάλυψης της αλήθειας, κάθε περαιτέρω μεταβολή της αξίας της μετοχής είναι μη αποζημιώσιμη για τον επενδυτή¹⁵⁸⁸ (με εξαίρεση την περίπτωση κατά την οποία η περαιτέρω μεταβολή οφείλεται σε δημοσίευση νέας σχετικής πληροφορίας¹⁵⁸⁹).

¹⁵⁸⁴ Το ζήτημα κρίνεται κατά περίπτωση. Βλ. ΕφΛαμ (Μον) 18/2019, ΝΟΜΟΣ: «δεν αποτελούσε επιδίωξη των εναγόντων η πώληση στο χρηματιστήριο, καθώς στόχος τους ήταν η τοποθέτηση του κεφαλαίου τους σε εξίσου ασφαλές με την προθεσμιακή κατάθεση τραπεζικό προϊόν, πενταετούς διάρκειας και εξαμηνιαίας τοκοδοσίας. Είναι δε αμφίβολο αν και πόσοι γνώριζαν από αυτούς τη δυνατότητα πώλησεως των προϊόντων αυτών στο Χρηματιστήριο. Αναφορικά με τα statements που επικαλείται η εκκαλούσα- εναγομένη, ορθά υποστηρίχθηκε και έγινε δεκτό ότι η εμπιστοσύνη που είχε αναπτυχθεί με την εκκαλούσα τράπεζα και τους υπαλλήλους της, προκάλεσε στους ενάγοντες την πεποίθηση ότι θα λάβουν τα χρήματά τους στην πενταετία, χωρίς να παρακολουθούν τις χρηματιστηριακές αποτιμήσεις και χωρίς ποτέ να εξετάσουν το ενδεχόμενο πώλησης των επίδικων προϊόντων, καθώς αγνοούσαν τη λειτουργία και τα χαρακτηριστικά τους. Σημειωτέον άλλωστε ότι όσοι από αυτούς έλαβαν σχετικά statements, απευθύνθηκαν στους υπαλλήλους εκδηλώνοντας τον προβληματισμό και την ανησυχία τους, για να λάβουν την απάντηση ότι τα έγγραφα αυτά είναι τυπικά που δεν τους αφορούν και δεν επηρεάζουν την ασφάλεια του κεφαλαίου τους και την επιστροφή του στο ακέραιο στη λήξη της πενταετίας. Είναι δε ολοφάνερο ότι το άκρως συντηρητικό επενδυτικό προφίλ τους δεν συνάδει με άτομο που θα ρισκάρει το σύνολο των αποταμιεύσεών του, αν γνώριζε ότι μόνο με την πώληση του στο ΧΑΑ μπορεί να μειώσει τη ζημία του, με δεδομένο μάλιστα ότι τα ΜΑΕΚ ήταν άληκτα και δεν υπήρχε καμία νομική υποχρέωση της εκκαλούσας-εναγομένης εξαγοράς τους. Κατά τα διδάγματα της κοινής πείρας και λογικής μάλιστα ο μέσος επενδυτής, τη στιγμή που θα τον πληροφορούσαν ότι η τράπεζα που συνεργαζόταν δεν πληροί τους ελάχιστους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, δεν θα διατηρούσε ούτε ένα ευρώ όχι μόνο σε υβριδικά/μετοχικά προϊόντα μιας χρεοκοπημένης τράπεζας αλλά μετά βεβαιότητας θα έσπευδε να διακόψει και κάθε συνεργασία με αυτή αποσύροντας όλα τα κεφάλαιά του φοβούμενος τις περαιτέρω επιζήμιες συνέπειες. Αναφορικά με τη ρευστοποίηση στην αναγραφόμενη στο πρώτο statement τιμή αποτίμησης, όπως η εκκαλούσα με την ένσταση και τον πέμπτο λόγο της έφεσής της υποστηρίζει, λεκτέα τα εξής: Οι αποτιμήσεις χαρτοφυλακίου, ουδόλως αποτελούν αποδεικτικό στοιχείο που προσδιορίζει τη συγκεκριμένη αξία των επίμαχων προϊόντων, αφού δεν συνεπάγεται και την πώληση τους στην αξία αυτή. Η αποτίμηση χαρτοφυλακίου δεν σημαίνει ότι τα κρίσιμα προϊόντα θα είχαν πωληθεί στην αξία αυτή, αφού αυτό προϋποθέτει αντίστοιχο αγοραστικό ενδιαφέρον που δεν μπορεί να προσδιοριστεί. Ακολούθως, σε αντίθεση με τα από την εκκαλούσα υποστηριζόμενα, είναι πολύ πιθανό ότι η πώληση αυτών θα ήταν αδύνατη. Πράγματι, σύμφωνα με τους όρους του ενημερωτικού δελτίου που αγνοούσαν οι ενάγοντες, η εναγομένη- εκκαλούσα ομολογεί την ανυπαρξία προηγούμενης δημόσιας αγοράς, καθώς τα επίμαχα προϊόντα, άγνωστα στο επενδυτικό κοινό, ήταν η πρώτη φορά που θα διαπραγματεύονταν και μάλιστα στη δευτερογενή αγορά του Ελληνικού Χρηματιστηρίου που ιδίως τότε ήταν μικρή και ρηχή, ενώ είχαν από την έκδοσή τους περιπέσει σε ανυποληψία στους επενδυτικούς κύκλους και στους ειδικούς περί τα χρηματοοικονομικά (επαγγελματίες και θεσμικούς επενδυτές) και γι' αυτό δεν δόθηκαν ποτέ για αξιολόγηση (rating) όπως συνήθίζεται. Με βάση αυτά η εμπορευσιμότητα των επίμαχων τίτλων θα ήταν μετά βεβαιότητας μηδενική. Εξάλλου, όπως ορθά έκρινε η εκκαλούμενη, η επιλογή της ρευστοποίησης θα αποτελούσε επιλογή στην οικονομική ζημία και όχι επιλογή περιστολής ζημίας, αφού ήταν εκτός του πεδίου ενδιαφέροντος τους και των επιδιώξεών τους να διατηρήσουν ασφαλές και ακέραιο το κεφάλαιό τους, πεπεισμένοι άλλωστε ότι αυτό θα γινόταν στη λήξη της πενταετίας».

¹⁵⁸⁵ Βλ. και ΕφΘεσ (Μον) 1953/2019, ΝΟΜΟΣ, η οποία εξέτασε ένσταση συντρέχοντος πταίσματος με αντίστροφο περιεχόμενο, δηλαδή με αντικείμενο όχι την παράλειψη πώλησης, αλλά την πώληση.

¹⁵⁸⁶ Vandendriessche, ό.π., 252.

¹⁵⁸⁷ Vandendriessche, ό.π., 252.

¹⁵⁸⁸ De Jong, Liability for Misstatements – the Elements of Causation and Damages, 2010, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1688273, 13, Vandendriessche, ό.π., 253.

¹⁵⁸⁹ De Jong, Liability for Misstatements – the Elements..., ό.π., 13.

9. Παραγραφή

Στο ελληνικό δίκαιο οι εφαρμοστέες διατάξεις σχετικά με την ευθύνη των πωλών έναντι των επενδυτών κατατάσσονται με κριτήριο τη ρύθμιση του ζητήματος της παραγραφής σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει τη ρύθμιση της συμβατικής ευθύνης: πρόκειται για την εικοσαετή παραγραφή του άρθρου 249 ΑΚ με χρόνο έναρξης αυτόν της γέννησης της αξίωσης¹⁵⁹⁰. Η δεύτερη αφορά διατάξεις σχετικές με την αδικοπρακτική ευθύνη, δηλαδή τις διατάξεις των άρθρων 197-198, 914επ. ΑΚ, 8 του ν. 2251/1994 και 35α του Κανονισμού (ΕΕ) 1060/2009, σύμφωνα με τις οποίες ο χρόνος παραγραφής είναι πενταετής αρχόμενος από τότε που ο ζημιωθείς έμαθε τη ζημία και τον υπόχρεο, σε κάθε δε περίπτωση εικοσαετής αρχόμενος από την πράξη¹⁵⁹¹. Στην τρίτη κατηγορία κατατάσσεται η ειδική διάταξη του άρθρου 60 του ν. 4706/2020 (και του άρθρου 25 του ν. 3401/2005) σχετικά με την (ομοίως αδικοπρακτική) ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο. Κατ' αυτήν η ευθύνη παραγράφεται μετά την πάροδο τριών ετών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου¹⁵⁹².

Ερωτάται τι συμβαίνει σε περίπτωση συρροής νόμιμων βάσεων της ίδιας αξίωσης. Η σχέση των ρυθμίσεων της δεύτερης κατηγορίας με αυτήν της τρίτης είναι σχέση γενικού προς ειδικό. Κατά συνέπεια, εφόσον η συμπεριφορά του πωλору σχετίζεται με τμήμα του ενημερωτικού δελτίου, τότε ισχύει η τριετής παραγραφή του ν. 4706/2020. Σε διαφορετική περίπτωση θα ισχύει η διάταξη του άρθρου 937 ΑΚ. Στην περίπτωση κατά την οποία συρρέει συμβατική ευθύνη με την ευθύνη του άρθρου 61 του ν. 4706/2020, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η ρύθμιση περί εικοσαετούς παραγραφής της ευθύνης ματαιώνει τον σκοπό θέσπισης της τριετούς παραγραφής του ν. 4706/2020, ο οποίος συνίσταται στην ταχεία εκκαθάριση του σχετικού ζητήματος στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς. Τέλος, σε περίπτωση συρροής μεταξύ συμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης (στηριζόμενης της τελευταίας στις διατάξεις της ως άνω δεύτερης κατηγορίας) πρέπει να γίνει δεκτή ομοίως η εξαίρεση από την αρχή της εύνοιας του δανειστή (η οποία θα επέβαλε την εφαρμογή του άρθρου 249 ΑΚ) λόγω του σκοπού τον οποίο καλούνται να επιτελέσουν οι διατάξεις της δεύτερης κατηγορίας εφαρμοζόμενες στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς. Μολονότι ο σκοπός των σχετικών ρυθμίσεων δεν έχει ορισθεί ως προάγων την ταχεία εκκαθάριση με τον τρόπο που γίνεται δεκτό στην ειδική ρύθμιση του ν. 4706/2020, εντούτοις η εφαρμογή των διατάξεων αυτών στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς γεννά την ανάγκη για ταχεία επίλυση των διενέξεων μεταξύ επενδυτών και πωλών¹⁵⁹³.

10. Ιδιωτικό διεθνές δίκαιο

Κατά το ελληνικό δίκαιο η διεθνής δικαιοδοσία των ελληνικών πολιτικών δικαστηρίων καθορίζεται από το άρθρο 3 του ΚΠολΔ. Με βάση την αρχή της εδαφικότητας αναγνωρίζεται

¹⁵⁹⁰ Με την προϋπόθεση ότι είναι δυνατή η δικαστική επιδίωξή της. Άρθρο 251 ΑΚ. Κατά το άρθρο 15 παρ. 6 του ν. 3632/1928 προβλεπόταν ετήσια παραγραφή κάθε αξίωσης που πηγάζει από χρηματιστηριακή συναλλαγή με χρόνο έναρξής της τη λήξη του έτους κατά το οποίο καταρτίσθηκε. Η συγκεκριμένη ρύθμιση καταργήθηκε από το άρθρο 85 του ν. 3606/2007. Μετά την κατάργησή του, με δεδομένο ότι δεν υφίσταται αντίστοιχη διάταξη, γίνεται δεκτό ότι εφαρμόζονται οι σχετικές με την παραγραφή διατάξεις περί ενδοσυμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης. Βλ. Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2019, 176-177.

¹⁵⁹¹ 937 παρ. 1 ΑΚ. Σύμφωνα με τη παρ. 2 «αν η αδικοπραξία αποτελεί συνάμα κολάσιμη πράξη που κατά τον ποινικό νόμο υπόκειται σε μακρότερη παραγραφή, αυτή ισχύει και για την απαίτηση αποζημίωσης».

¹⁵⁹² Για κριτική ως προς το σημείο έναρξης του χρόνου παραγραφής βλ. Λιάππη, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. II §27: Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών, 1312.

¹⁵⁹³ Η ταχεία επίλυση σκοπήθηκε με τη διάταξη του άρθρου 15 παρ. 6 του ν. 3632/1928. Ομοίως, οδηγό μπορεί να αποτελέσει και η ευθύνη εκ του ενημερωτικού δελτίου.

διεθνής δικαιοδοσία τους, εφόσον καθιερύεται τοπική αρμοδιότητά τους¹⁵⁹⁴. Εξαίρεση προβλέπεται για τα πρόσωπα που απολαμβάνουν ετεροδικίας¹⁵⁹⁵. Επίσης, εφαρμόζονται οι διεθνείς συμβάσεις που δεσμεύουν την Ελληνική Δημοκρατία και οι γενικές αρχές του Δημοσίου Διεθνούς Δικαίου¹⁵⁹⁶. Ακόμη, εφαρμόζονται οι κανόνες του Ενωσιακού Δικαίου, οι οποίοι υπερισχύουν του ελληνικού δικαίου (άρθρο 249 παρ.2 ΣυνθΕΕ)¹⁵⁹⁷. Κρίσιμος για την προβληματική της παρούσας μελέτης είναι ο Κανονισμός (ΕΕ) 1215/2012¹⁵⁹⁸.

Με τον κανονισμό αυτό θεσπίζονται γενική, καθώς και ειδικές δωσιδικίες. Κατά το άρθρο 4 παρ. 1 τα πρόσωπα που έχουν την κατοικία τους σε κράτος-μέλος ενάγονται στα δικαστήρια του κράτους αυτού. Κατά το άρθρο 6 παρ. 1, αν δεν έχουν την κατοικία τους σε κράτος-μέλος, η διεθνής δωσιδικία εκάστου εξ αυτών ρυθμίζεται από το δίκαιό του με την επιφύλαξη ρυθμίσεων του κανονισμού σχετικά με τις αγωγές καταναλωτών με βάση σύμβαση, τη σύμβαση εργασίας, αποκλειστικές δωσιδικίες και παρέκταση της δωσιδικίας.

Από τις ειδικές δωσιδικίες αυτές που ενδιαφέρουν εν προκειμένω είναι: α) η δωσιδικία της σύμβασης¹⁵⁹⁹, β) η δωσιδικία της αδικοπραξίας¹⁶⁰⁰, γ) η δωσιδικία της ποινικής δίωξης¹⁶⁰¹, δ) η δωσιδικία του υποκαταστήματος¹⁶⁰² και ε) η δωσιδικία του καταναλωτή¹⁶⁰³. Οι δωσιδικίες αυτές έχουν σημασία για τη διεθνή δικαιοδοσία αγωγών των επενδυτών κατά των πυλωρών με δεδομένη την ύπαρξη ευρέως φάσματος νόμιμων βάσεων για τη θεμελίωση σχετικής αξίωσης αποκατάστασης της ζημίας τους. Έτσι, αν η αγωγή στηρίζεται σε αδικοπραξία, διεθνή δωσιδικία έχει – πέραν των δικαστηρίων που εκτέθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο - και το δικαστήριο στο οποίο έλαβε χώρα το ζημιογόνο γεγονός (όχι η ζημία) – λ.χ. η σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου¹⁶⁰⁴. Αν η ζημιογόνος πράξη είναι αξιόποινη, ιδρύεται δωσιδικία του δικαστηρίου του τόπου άσκησης της δίωξης. Εφόσον γίνει δεκτό ότι μπορεί να στοιχειοθετηθεί ευθύνη του πυλωρού έναντι του επενδυτή με βάση συμβατική ή οιονεί συμβατική ευθύνη, μπορούν να εφαρμοσθούν οι υπόλοιπες ως άνω βάσεις.

¹⁵⁹⁴ Άρθρο 3 παρ. 1 ΚΠολΔ. Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ό.π., άρθρο 3 αρ. 1-2.

¹⁵⁹⁵ Άρθρο 3 παρ. 2 ΚΠολΔ.

¹⁵⁹⁶ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ό.π., άρθρο 3 αρ. 1, 21 και 22.

¹⁵⁹⁷ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, ό.π., άρθρο 3 αρ. 11.

¹⁵⁹⁸ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1215/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 12ης Δεκεμβρίου 2012, «για τη διεθνή δικαιοδοσία, την αναγνώριση και την εκτέλεση αποφάσεων σε αστικές και εμπορικές υποθέσεις», ΟJ L 351, 20.12.2012, σελ. 1-32

¹⁵⁹⁹ Άρθρο 7 περ. 1^α. Καθορίζεται με βάση τον τόπο στον οποίο εκπληρώθηκε ή οφείλει να εκπληρωθεί η παροχή και επί παροχής υπηρεσιών με βάση τον τόπο όπου δυνάμει σύμβασης έγινε ή έπρεπε να γίνει η παροχή των υπηρεσιών.

¹⁶⁰⁰ Άρθρο 7 περ. 2. Καθορίζεται με βάση τον τόπο όπου συνέβη ή ενδέχεται να συμβεί το ζημιογόνο γεγονός.

¹⁶⁰¹ Άρθρο 7 περ. 3. Επί αγωγής αποζημίωσης ή αγωγής αποκατάστασης της προτέρας κατάστασης που θεμελιώνεται σε αξιόποινη πράξη, ειδική δωσιδικία θεμελιώνεται με βάση τον τόπο που ασκείται η ποινική δίωξη, κατά το μέτρο που σύμφωνα με το δίκαιό του το δικαστήριο αυτό μπορεί να επιληφθεί της πολιτικής αγωγής.

¹⁶⁰² Άρθρο 7 περ. 5. Ιδρύεται ως προς διαφορές σχετικές με την εκμετάλλευση υποκαταστήματος, πρακτορείου ή κάθε άλλης εγκατάστασης και αναγνωρίζει διεθνή δικαιοδοσία στο δικαστήριο της τοποθεσίας τους.

¹⁶⁰³ Άρθρο 18 παρ.1. Προβλέπεται συντρέχουσα δωσιδικία των δικαστηρίων του τόπου κατοικίας του καταναλωτή και αυτών του τόπου κατοικίας του αντισυμβαλλομένου του.

¹⁶⁰⁴ Βλ. Μαστρομανώλη, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 301-302, ο οποίος υποστηρίζει ότι στην περίπτωση των οίκων αξιολόγησης ως τόπος του ζημιογόνου γεγονότος είναι ο τόπος σύνταξης της έκθεσης αξιολόγησης – επίσης, αναφέρεται σε γερμανική νομολογία κατά την οποία εφαρμόστηκε η δωσιδικία της παρουσίας. Εύλογος θα ήταν ο προβληματισμός σχετικά με το κατά πόσο θα μπορούσε να νοηθεί ως τόπος του ζημιογόνου γεγονότος ο τόπος δημοσίευσης της έκθεσης αξιολόγησης. Εφόσον η δημοσίευση ζητηθείσας αξιολόγησης γίνεται από τον εκδότη, η κρίσιμη ενέργεια ή παράλειψη του οίκου αξιολόγησης λαμβάνει χώρα κατά τη σύνταξη της έκθεσης. Η παρεμβολή του εκδότη γίνεται με τη μορφή της δημοσίευσης και αποτελεί μέσο για την επέλευση της ζημίας.

Στο ελληνικό δίκαιο σε επίπεδο ιδιωτικού διεθνούς δικαίου το εφαρμοστέο δίκαιο σε ενοχές από αδίκημα καθορίζεται είτε από τον Κανονισμό Ρώμη II¹⁶⁰⁵ είτε από το άρθρο 26 ΑΚ. Το άρθρο 26 ΑΚ εφαρμόζεται όταν δεν τυγχάνει εφαρμογής ο Κανονισμός Ρώμη II. Σύμφωνα με αυτό (άρθρο 26 ΑΚ) εφαρμοστέο είναι το δίκαιο του τόπου διάπραξης του αδικήματος. Σε περίπτωση συρροής αδικοπρακτικής και ενδοσυμβατικής ευθύνης γίνεται δεκτό από τη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων ότι το δίκαιο που διέπει τη συμβατική ενοχή θα καθορίσει αν ο ζημιωθείς μπορεί να επιλέξει ανάμεσα στην αγωγή από σύμβαση ή από αδίκημα¹⁶⁰⁶.

Ο Κανονισμός Ρώμη II εφαρμόζεται σε εξωσυμβατικές ενοχές αστικού και εμπορικού δικαίου, όταν ανακύπτει σύγκρουση δικαίων. Το δίκαιο που είναι εφαρμοστέο κατά την εφαρμογή των διατάξεων του εφαρμόζεται ακόμη κι αν δεν είναι το δίκαιο κάποιου κράτους - μέλους. Γι' αυτόν τον λόγο λέγεται ότι έχει οικουμενικό χαρακτήρα¹⁶⁰⁷. Κρίσιμο για την προβληματική περί της ευθύνης των «gatekeepers» είναι το γεγονός ότι στις εξωσυμβατικές ενοχές περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων όχι μόνο οι αξιώσεις με βάση αδικοπραξία, αλλά και αυτές με βάση την ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις¹⁶⁰⁸. Κατ' αρχήν εφαρμοστέο είναι το δίκαιο που συμφώνησαν τα μέρη μετά την επέλευση του ζημιογόνου γεγονότος ή, αν όλα (τα μέρη) ασκούν εμπορική δραστηριότητα και η σχετική συμφωνία επιτεύχθηκε μετά από ελεύθερη διαπραγμάτευση, πριν από αυτήν¹⁶⁰⁹. Αν δεν υπάρχει σχετική συμφωνία και ο φερόμενος ως υπαίτιος και ο ζημιωθείς έχουν τη συνήθη διαμονή στην ίδια χώρα, εφαρμοστέο είναι το δίκαιο αυτής¹⁶¹⁰. Αν δε συμβαίνει αυτό, εφαρμοστέο είναι το δίκαιο της χώρας στην οποία επέρχεται η ζημία¹⁶¹¹. Τέλος, αν από το σύνολο των περιστάσεων συνάγεται ότι η αδικοπραξία εμφανίζεται προδήλως στενότερο δεσμό με άλλη χώρα, εφαρμόζεται το δίκαιο αυτής¹⁶¹².

Ειδικά όσον αφορά τις αγωγές επενδυτών σε βάρος οίκων αξιολόγησης εφαρμόζεται ο Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009, όπως έχει τροποποιηθεί με τον Κανονισμό (ΕΕ) 462/2013. Παρά το γεγονός ότι θεσπίζει κανόνες αστικής ευθύνης παραπέμπει στο εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο αφενός για την εξειδίκευση κάποιων αόριστων νομικών εννοιών των οποίων ποιείται χρήση κατά τη διατύπωση του νέου άρθρου 35α αφετέρου για την πλήρωση των κενών που καταλείπει.

¹⁶⁰⁵ Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 864/2007 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Ιουλίου 2007, «για το εφαρμοστέο δίκαιο στις εξωσυμβατικές ενοχές (Ρώμη II)», OJ L 199, 31.7.2007, p. 40–49, με ημερομηνία έναρξης εφαρμογής την 11^η/1/2009 (άρθρο 32). Βλ. και την απόφαση του ΔΕΕ στην υπόθεση Homawoo v. GMF Assurances SA C-412/2010, παρ. 26, στην οποία έκρινε ότι το εθνικό δικαστήριο υποχρεούται να εφαρμόσει τον Κανονισμό μόνο σε πραγματικά γεγονότα που έλαβαν χώρα μετά την 11^η/1/2009.

¹⁶⁰⁶ Γραμματικάκη-Αλεξίου στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 26 αρ. 4, η οποία αναφέρεται στη νομολογία και παραθέτει και την αντίθετη άποψη που διατυπώνεται στη θεωρία, κατά την οποία κρίσιμο είναι το δίκαιο του τόπου τέλεσης του αδικήματος.

¹⁶⁰⁷ Άρθρο 3 του Κανονισμού Ρώμη II.

¹⁶⁰⁸ Άρθρο 2 του Κανονισμού Ρώμη II.

¹⁶⁰⁹ Άρθρο 14 παρ. 1 του Κανονισμού Ρώμη II. Κατά την παρ. 2 «Εφόσον, κατά τον χρόνο επέλευσης του ζημιογόνου γεγονότος, όλα τα σχετικά με την περίπτωση δεδομένα εντοπίζονται σε χώρα άλλη από εκείνη της οποίας το δίκαιο επελέγη, η επιλογή των μερών δεν θίγει την εφαρμογή των διατάξεων του δικαίου της άλλης αυτής χώρας, από τις οποίες δεν επιτρέπεται παρέκκλιση με συμφωνία», ενώ κατά την παρ. 3 «Εφόσον, κατά τον χρόνο επέλευσης του ζημιογόνου γεγονότος, όλα τα σχετικά με την περίπτωση δεδομένα εντοπίζονται σε ένα ή περισσότερα κράτη μέλη, η επιλογή από τα μέρη εφαρμοστέου δικαίου άλλου από εκείνο κράτους μέλους δεν θίγει την εφαρμογή των διατάξεων του κοινοτικού δικαίου, από τις οποίες δεν επιτρέπεται παρέκκλιση με συμφωνία, ενδεχομένως όπως αυτές εφαρμόζονται στο κράτος μέλος του δικάζοντος δικαστή».

¹⁶¹⁰ Άρθρο 4 παρ. 2 του Κανονισμού Ρώμη II.

¹⁶¹¹ Άρθρο 4 παρ. 1 του Κανονισμού Ρώμη II. Εκτός αν ορίζεται διαφορετικά στον Κανονισμό.

¹⁶¹² Άρθρο 4 παρ. 3 εδ. α' του Κανονισμού Ρώμη II. Κατά το εδ. β' της ίδιας παραγράφου «ο προδήλως στενότερος δεσμός με άλλη χώρα μπορεί να βασίζεται ιδίως σε προϋπάρχουσα σχέση μεταξύ των μερών, όπως σύμβαση, η οποία συνδέεται στενά με την εν λόγω αδικοπραξία».

Μάλιστα, δε θέτει κανόνες ιδιωτικού διεθνούς δικαίου, αλλά εφαρμόζει στην εφαρμογή των θεσπισμένων σε κάθε κράτος - μέλος σχετικών κανόνων.

Κατά την εφαρμογή του Κανονισμού Ρώμη II έχουν διατυπωθεί έντονοι προβληματισμοί σχετικά με την αποτελεσματικότητα της επιλογής του δικαίου του τόπου επέλευσης της ζημίας ως εφαρμοστέου δικαίου στις εξωσυμβατικές ενοχές¹⁶¹³. Ο προβληματισμός αυτός είναι έκδηλος στις περιπτώσεις κατά τις οποίες η ζημία εντοπίζεται σε περισσότερα κράτη ή συνίσταται σε καθαρώς οικονομική ζημία¹⁶¹⁴. Η εφαρμογή του δικαίου του τόπου επέλευσης της ζημίας έχει ως αποτέλεσμα την εφαρμογή περισσότερων δικαίων για την ίδια αδικοπραξία, την αβεβαιότητα ως προς το εφαρμοστέο δίκαιο, την αύξηση των τιμών και την ενδεχόμενη αποχή από διενέργεια συναλλαγών¹⁶¹⁵. Στη θεωρία προτείνονται διάφορες λύσεις¹⁶¹⁶. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνεται η εφαρμογή της ρήτρας διαφυγής της παραγράφου 3 του άρθρου 4 με αποτέλεσμα εφαρμογή του δικαίου εκείνου το οποίο συνδέεται προδήλως στενότερα με την αδικοπραξία – αυτό συμβαίνει ιδίως στην περίπτωση ύπαρξης σύμβασης μεταξύ των μερών. Κατά της εν λόγω λύσης προβάλλεται ότι αφενός η εν λόγω ρήτρα συνιστά εξαίρεση, η οποία πρέπει να ερμηνεύεται στενά, αφετέρου ειδικά στην περίπτωση των οίκων αξιολόγησης δεν υφίσταται σύμβαση με τον επενδυτή¹⁶¹⁷. Περαιτέρω, έχει προταθεί ως *loci damni* ο τόπος των περιουσιακών στοιχείων που πλήττονται ή ο τόπος των κύριων περιουσιακών στοιχείων¹⁶¹⁸, ο τόπος της έδρας του εκδότη¹⁶¹⁹ ή ο τόπος στον οποίο ο επενδυτής προέβη σε δαπάνες ή απώλεσε τον έλεγχο των κεφαλαίων του¹⁶²⁰.

Άλλος προβληματισμός που τίθεται σε σχέση με τη συνδυασμένη εφαρμογή των ως άνω Κανονισμών είναι ο σχετιζόμενος με το εφαρμοστέο δίκαιο στην περίπτωση της ευθύνης από τις διαπραγματεύσεις¹⁶²¹. Κατά το άρθρο 12 του Κανονισμού Ρώμη II εφαρμοστέο είναι το δίκαιο που είναι ή θα ήταν εφαρμοστέο στη σύμβαση, αν αυτή είχε συναφθεί¹⁶²². Μάλιστα, η σχετική ρύθμιση τίθεται ανεξαρτήτως της σύναψης της σύμβασης. Υπάρχει η πιθανότητα συρροής αδικοπρακτικής ευθύνης και ευθύνης από τις διαπραγματεύσεις με βάση τα ίδια πραγματικά περιστατικά. Σε αυτήν την περίπτωση παρατηρείται ότι επέρχεται σύγκρουση μεταξύ των δύο κανόνων (δίκαιο της σύμβασης, συμφωνηθέν δίκαιο, δίκαιο διαμονής στην ίδια χώρα, δίκαιο τόπου επέλευσης της ζημίας, δίκαιο στενότερα συνδεδεμένου κράτους). Ενόψει του γεγονότος ότι σκοπός του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013 ήταν η θέσπιση ενιαίων κανόνων ευθύνης για όλους τους ενάγοντες, προκρίνεται η μη εφαρμογή του άρθρου 12¹⁶²³.

¹⁶¹³ Deipenbrock, *The European Civil Liability Regime for Credit Rating Agencies from the Perspective of Private International Law – Opening Pandora's Box?* ICCLJ 2015, 19επ..

¹⁶¹⁴ Γραμματικάκη-Αλεξίου στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Ο Κανονισμός (ΕΚ) 864/2007 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11.7.2007 για το εφαρμοστέο δίκαιο στις εξωσυμβατικές ενοχές (Ρώμη II), αρ. 39-42· Deipenbrock, ό.π., 20.

¹⁶¹⁵ Deipenbrock, ό.π., 20.

¹⁶¹⁶ Για τις οποίες Deipenbrock, ό.π., 20επ..

¹⁶¹⁷ Deipenbrock, ό.π., 21-22.

¹⁶¹⁸ Deipenbrock, ό.π., 23-24.

¹⁶¹⁹ Για την άποψη αυτή βλ. σε Deipenbrock, ό.π., 21, 23.

¹⁶²⁰ Γραμματικάκη-Αλεξίου στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Ο Κανονισμός..., ό.π., αρ. 41.

¹⁶²¹ Deipenbrock, ό.π., 18-19.

¹⁶²² Βλ. Γραμματικάκη-Αλεξίου στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Ο Κανονισμός..., ό.π., αρ. 121επ..

Κεφάλαιο Ε': Αλληλεξάρτηση και αλληλεπίδραση περισσότερων πυλωρών

1. Η συνύπαρξη περισσότερων πυλωρών εντός της κεφαλαιαγοράς

Όπως ήδη έχει καταστεί σαφές, η κατάσταση που διαμορφώνεται σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς όσον αφορά τη δραστηριότητα των πυλωρών είναι πολύπλοκη. Υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες ειδικών που παρέχουν τις υπηρεσίες τους προς έναν εκδότη χρηματοπιστωτικών μέσων προκειμένου να καλύψουν διαφορετικές ανάγκες του ίδιου και να τον συνδράμουν στην εκπλήρωση διάφορων υποχρεώσεων που του επιβάλλει η Πολιτεία. Ελεγκτές, δικηγόροι, οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ανάδοχοι και οικονομικοί αναλυτές είναι οι βασικότερες κατηγορίες. Δεν αποκλείεται στο μέλλον να προστεθεί σ' αυτούς σειρά άλλων επαγγελματιών. Αυτό εξαρτάται από τις ανάγκες που θα προκύψουν, από τα προβλήματα που θα ανακύψουν, από τις νομοθετικές επιλογές και τις ειδικότερες και γενικότερες συνθήκες που θα επικρατούν στην αγορά.

Η πολλαπλότητα των επαγγελματιών που παρέχουν υπηρεσίες προς τον εκδότη μπορεί να αναφέρεται και εντός της ίδιας επαγγελματικής κατηγορίας. Είναι δυνατόν ο ίδιος εκδότης να απευθύνεται σε περισσότερους ειδικούς. Αυτό μπορεί να γίνεται με δική του βούληση και πρωτοβουλία ή λόγω σχετικής υποχρέωσης που του επιβάλλει κάποιος κανόνας δικαίου. Μάλιστα, στο παρελθόν στο άρθρο 36 παρ. 1 του ν. 2190/1920¹⁶²⁴ προβλεπόταν η υποχρέωση διενέργειας υποχρεωτικού ελέγχου από δύο τουλάχιστον ελεγκτές¹⁶²⁵. Πλέον, ο διορισμός περισσότερων ελεγκτών αποτελεί προαίρεση του ίδιου του ελεγχόμενου (περ. 1 της υποπαρ. Α.1. της παρ. Α του άρθρου 2 του ν. 4336/2015). Επίσης, γνωστή είναι η περίπτωση της άγρας αξιολογήσεων («rating shopping»), κατά την οποία ο ίδιος εκδότης αναθέτει σε περισσότερους οίκους αξιολόγησης την αξιολόγηση του ίδιου ή χρηματοπιστωτικών μέσων του προκειμένου να επιλέξει τη δημοσίευση της ευνοϊκότερης γι' αυτόν έκθεσης.

Στο πλαίσιο της αρχικής δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών διενεργείται επιχειρηματικός, οικονομικός και νομικός έλεγχος. Η επενδυτική εταιρία ελέγχει το σύνολο της δραστηριότητας της εταιρίας, τη δομή της (κεφαλαιακή δομή, διοίκηση, σύστημα ελέγχου), τη λειτουργία της (σχέσεις προμηθευτές και πελάτες), την ανταγωνιστικότητα και τις προοπτικές της¹⁶²⁶. Ο νομικός έλεγχος (διεξαγόμενος φυσικά από νομικούς) συνδέεται με την εξέταση όλων των σχετικών με τη δραστηριότητα της εταιρίας εγγράφων από την άποψη της συμμόρφωσής της με τις επιταγές του νόμου¹⁶²⁷. Τέλος, ο οικονομικός έλεγχος διενεργείται από ελεγκτές και αφορά κάθε σχετικό με τη λογιστική και οικονομική κατάσταση της εταιρίας ζήτημα. Πρόκειται για χαρακτηριστικό παράδειγμα συνύπαρξης και συνεργασίας περισσότερων πυλωρών.

Ενδιαφέρον εμφανίζει ο τρόπος δράσης των περισσότερων ειδικών της ίδιας κατηγορίας που συμβάλλονται με τον ίδιο εκδότη. Έτσι, μπορεί να έχει ανατεθεί σ' αυτούς η παροχή των υπηρεσιών τους σε συνεργασία. Ιδιαίτερη σημασία στην περίπτωση αυτή έχει ο τρόπος καταμερισμού των σχετικών καθηκόντων, καθόσον δύναται να έχει συνέπειες ως προς τον προσδιορισμό της ευθύνης τους. Μπορεί, επίσης, οι ίδιοι να έχουν επιλέξει εκ των προτέρων τη σύσταση μίας κοινοπραξίας. Είναι ακόμη δυνατό να συμφωνήθηκε η ξεχωριστή παροχή των

¹⁶²³ Deipenbrock, ό.π., 19.

¹⁶²⁴ Όπως ίσχυε μέχρι την αντικατάστασή του με το άρθρο 45 του ν. 3604/2007.

¹⁶²⁵ Βλ. και Περάκη, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 80.

¹⁶²⁶ Βλ. αναλυτικώς Kecskés, Halász, ό.π., 177-178.

¹⁶²⁷ Βλ. αναλυτικώς Kecskés, Halász, ό.π., 178-179, οι οποίοι αναφέρονται σε έλεγχο του καταστατικού, των αποφάσεων της ΓΣ, των συμβάσεων επαναγοράς μετοχών, των συμβάσεων εργασίας, κάθε είδους συμβάσεων, δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας, σημάτων κ.ά.. Βλ. και Manning, ό.π., 389.

ιδίων υπηρεσιών από έκαστο εκ των επαγγελματιών. Εξάλλου, είναι δυνατόν ο ίδιος ο νομοθέτης να παρέχει κατευθύνσεις σχετικά με τα χαρακτηριστικά ενός εκ των περισσότερων πυλωρών σε περίπτωση κατά την οποία ο εκδότης αποφασίζει την ανάθεση της παροχής της ίδιας υπηρεσίας σε περισσότερους ειδικούς του ίδιου επαγγέλματος¹⁶²⁸.

Η συνύπαρξη περισσότερων ειδικών δεν αντιμετωπίζεται πάντοτε με τον ίδιο τρόπο. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση του διορισμού περισσότερων του ενός ελεγκτών για τη διενέργεια υποχρεωτικού ελέγχου. Κατά μία άποψη ο διορισμός δύο ελεγκτών – παρότι συμβάλλει στην επίτευξη μεγαλύτερης αντικειμενικότητας -δημιουργεί πρόβλημα κατακερματισμού του ελεγκτικού έργου και καταμερισμού της ευθύνης¹⁶²⁹. Η Ευρωπαϊκή Ένωση ενθαρρύνει τη διενέργεια του υποχρεωτικού ελέγχου των οντοτήτων δημοσίου συμφέροντος από περισσότερους ελεγκτές ή γραφεία προς ενίσχυση του επαγγελματικού σκεπτικισμού και της ποιότητας του ελέγχου¹⁶³⁰. Μάλιστα, έχει υποστηριχθεί ότι οι έλεγχοι μικρότερης ποιότητας συνδέονται με τη διενέργεια του ελέγχου από έναν και μοναδικό ελεγκτή¹⁶³¹.

2. Αναζήτηση του βέλτιστου συστήματος ευθύνης υπό το πρίσμα της συνύπαρξης περισσότερων πυλωρών

Στο πλαίσιο της θεωρίας των πυλωρών έχει αναζητηθεί το αποτελεσματικότερο σύστημα ευθύνης. Η σχετική αναζήτηση κατά κύριο λόγο έχει διεξαχθεί με άξονα αναφοράς τον μεμονωμένο πυλωρό χωρίς να λαμβάνεται υπ' όψιν η αλληλεπίδρασή του με άλλους θυροφύλακες. Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος βρίσκονται το σύστημα αντικειμενικής ευθύνης και το σύστημα της υποκειμενικής ευθύνης. Μεταξύ των δύο συστημάτων εντοπίζεται αυτό της νόθου αντικειμενικής ευθύνης. Βεβαίως πέραν των ως άνω και αντί της διατήρησης νομοθεσίας σχετικής με την αστική ευθύνη έχει προταθεί η συμβατική ρύθμιση εκ μέρους του πυλωρού της αστικής ευθύνης του.

Σύμφωνα με μία άποψη καταλληλότερο είναι το σύστημα της αντικειμενικής αστικής ευθύνης των «gatekeepers»¹⁶³². Με αυτόν τον τρόπο ορίζεται ρητά ο τηρητέος κανόνας και εναπόκειται στον πυλωρό να εκτιμήσει και να κρίνει ποια είναι τα προληπτικά μέτρα που πρέπει να λάβει προκειμένου να τηρήσει τον σχετικό κανόνα. Έτσι απαλλάσσεται το δικαστήριο από το έργο της συγκεκριμενοποίησης αόριστων νομικών εννοιών και την εκφορά κρίσεων σχετικά με το ακριβές περιεχόμενο της οφειλόμενης συμπεριφοράς ιδίως ως προς το ζήτημα της αμέλειας¹⁶³³. Ωστόσο, κατά της συγκεκριμένης προσέγγισης προβάλλεται ότι οδηγεί στην υπερβολική αποτροπή και δημιουργεί τον κίνδυνο εξόδου πολλών πυλωρών από τη σχετική αγορά¹⁶³⁴. Για τον λόγο αυτό συχνά προτείνεται η θέση ορίου ευθύνης¹⁶³⁵.

¹⁶²⁸ Βλ. άρθρο 8δ του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009, όπως εισήχθη με τον Κανονισμό (ΕΕ) 462/2013, σε περίπτωση αξιολόγησης διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.

¹⁶²⁹ Περάκης, Ο Τακτικός Έλεγχος..., ό.π., 81, ο οποίος τελικά προτείνει τη διενέργεια του ελέγχου από ελεγκτικό οργανισμό μέσω περισσότερων στελεχών του. Με αυτόν τον τρόπο αποφεύγεται η κατάτμηση της ευθύνης.

¹⁶³⁰ Σκέψη 20 του προοιμίου του Κανονισμού 537/2014.

¹⁶³¹ Fuerman, ό.π., 24.

¹⁶³² Coffee Jr, Gatekeeper Failure and Reform, ό.π., 349 (με περιορισμό της έκτασης της ευθύνης)· Hamdani, Gatekeeper Liability, S. Cal. L. Rev. 2003, 53επ· Partnoy, Barbarians..., ό.π., 491επ. (ο οποίος προτείνει ένα τροποποιημένο σύστημα αντικειμενικής ευθύνης, σύμφωνα με το οποίο ο πυλωρός κατ' αρχήν ευθύνεται αντικειμενικά, αλλά έχει το δικαίωμα να προβεί σε συμβατικό περιορισμό της ευθύνης του).

¹⁶³³ Hamdani, ό.π., 59.

¹⁶³⁴ Gadinis, Mangels, ό.π., 804.

Άλλη μέθοδος είναι η θέσπιση υποκειμενικής ευθύνης. Με αυτήν αντιμετωπίζεται ο κίνδυνος της υπερβολικής αποτροπής. Ωστόσο, ως μειονέκτημά της προβάλλει η αβεβαιότητα που συνδέεται με τον προσδιορισμό της επιμέλειας που πρέπει να επιδείξει ο πυλωρός. Συγκεκριμένα ο τελευταίος δε γνωρίζει εκ των προτέρων το ακριβές περίγραμμα της συμπεριφοράς που οφείλει να επιδείξει, αλλά αυτό καθίσταται σαφές και βέβαιο μόνο εκ των υστέρων, μετά την έκδοση αμετάκλητης απόφασης. Ενδιάμεση λύση είναι η υιοθέτηση συστήματος νόθου αντικειμενικής ευθύνης. Σύμφωνα με αυτό αντιστρέφεται το βάρος απόδειξης της υπαιτιότητας ή και κάποιου άλλου εκ των όρων της αστικής ευθύνης. Κατά των προσεγγίσεων που απαιτούν διερεύνηση της υπαιτιότητας του πυλωρού προβάλλεται ότι αυτές επιβάλλουν την αποστασιοποίησή του από τον αντισυμβαλλόμενο του μόνο όταν αρχίζουν ήδη να σωρεύονται σε βάρος του αρκετές αποδείξεις¹⁶³⁶.

Ως εναλλακτική λύση έχει προταθεί η θέσπιση κινήτρων για τους πυλωρούς¹⁶³⁷. Τα κίνητρα αυτά μπορεί να είναι χρηματικά (μέσω της σύνδεσης χρηματικών παροχών από τον εκδότη με τις περιπτώσεις αποκάλυψης απάτης) ή ηθικά (μέσω της δημόσιας αναγνώρισης του πυλωρού)¹⁶³⁸. Στο πλαίσιο αυτής έχει προταθεί ειδικά για τον ελεγκτή η φύλαξη μέρους της αμοιβής του από καταπιστευματοδόχο μέχρι και τη δημοσίευση της τελευταίας έκθεσης ελέγχου, οπότε ο τελευταίος θα προβεί στην αγορά μετοχών της ελεγχόμενης εταιρίας για λογαριασμό του πρώτου¹⁶³⁹. Κατά την ίδια πρόταση ο ελεγκτής μπορεί να διορισθεί εκ νέου ως ελεγκτής της ίδιας εταιρίας μόνο μετά την πώληση των μετοχών.

Η οπτική γωνία της θεωρίας περί «gatekeepers» έχει μετατοπισθεί με την πάροδο των δεκαετιών. Ενώ υπό την αρχική μορφή της εξέταζε τη θέση εκάστου πυλωρού ως μεμονωμένου φορέα ελέγχου, πλέον λαμβάνει υπ' όψιν τη συνύπαρξη περισσότερων φορέων στην κεφαλαιαγορά και την αλληλεπίδρασή τους. Στο πλαίσιο αυτό επιχειρήθηκε από τον Andrew Tuch η εφαρμογή της θεωρίας της βέλτιστης αποτροπής («optimal deterrence theory») με βάση τη νέα οπτική της αλληλεπίδρασης περισσότερων θυροφυλάκων¹⁶⁴⁰. Στο πλαίσιο αυτό παρουσιάζει έντονο ενδιαφέρον η παρουσίαση των πορισμάτων της σχετικής έρευνας του Andrew Tuch. Προς τον σκοπό αυτό παρατίθεται σχετικός (μεταφρασμένος στην ελληνική γλώσσα) πίνακας ο οποίος περιλαμβάνεται στο σχετικό άρθρο του¹⁶⁴¹.

Για τις ανάγκες της ανάπτυξης του σχετικού παραδείγματος τίθεται ως προϋπόθεση η ύπαρξη δύο πυλωρών διαφορετικών κατηγοριών που είναι σε θέση να αποτρέψουν την εταιρική απάτη¹⁶⁴². Ως τέτοιοι αναφέρονται αφενός οι δικηγόροι αφετέρου οι λογιστές. Επίσης, υποτίθεται ότι η τέλεση της εταιρικής απάτης θα προκαλέσει κόστος 1000 μονάδων. Στη συνέχεια ερευνώνται τα εξής συστήματα ευθύνης των πυλωρών: 1) σύστημα αντικειμενικής ευθύνης κατά το οποίο οι πυλωροί ευθύνονται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον: α) με δικαίωμα αναγωγής και β) χωρίς τέτοιο δικαίωμα και 2) α) σύστημα ευθύνης με βάση υπαιτιότητα¹⁶⁴³ κατά το οποίο οι πυλωροί ευθύνονται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον α1) με δικαίωμα αναγωγής και α2) χωρίς αυτό το δικαίωμα και β) σύστημα ευθύνης με βάση υπαιτιότητα κατά το

¹⁶³⁵ Coffee Jr, Gatekeeper Failure and Reform, ό.π., 301επ..

¹⁶³⁶ Tuch, The Limits..., ό.π., 623.

¹⁶³⁷ Cunningham, Beyond Liability: Rewarding..., ό.π., 323επ..

¹⁶³⁸ Cunningham, Beyond Liability: Rewarding..., ό.π., 365επ., 377επ..

¹⁶³⁹ Hannes, Compensating for Executive Compensation: The Case for Gatekeeper Incentive Pay, Cal. Law Rev.2010, 385επ..

¹⁶⁴⁰ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1584επ..

¹⁶⁴¹ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1625.

¹⁶⁴² Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1625. Το πόρισμα ισχύει και για τις περιπτώσεις κατά τις οποίες εμπλέκονται περισσότεροι των δύο παράγοντες. Βλ. τον ίδιο, 1627.

¹⁶⁴³ Δε γίνεται διάκριση μεταξύ υποκειμενικής και νόθου αντικειμενικής ευθύνης.

οποίο οι πυλωροί ευθύνονται διαιρετώ¹⁶⁴⁴. Για τις ανάγκες του παραδείγματος υποτίθεται ότι ο νόμος κατανέμει μεταξύ των δύο κατηγοριών πυλωρών ισομερώς την ευθύνη¹⁶⁴⁵.

Έκαστος πυλωρός έλαβε μέτρα πρόνοιας;		Κόστος μέτρων πρόνοιας για κάθε πυλωρό		Πιθανότητα εταιρικής απάτης, με βάση τα ληφθέντα εκ μέρους των πυλωρών μέτρα πρόνοιας	Αναμενόμενο κόστος εταιρικής απάτης	Συνολικό αναμενόμενο κόστος εταιρικής απάτης
Δικηγόροι	Λογιστές	Δικηγόροι	Λογιστές			
Όχι	Όχι	0	0	10%	100	100
Ναι	Όχι	8	0	9%	90	98
Όχι	Ναι	0	6	9%	90	96
Ναι	Ναι	8	6	8%	80	94

Στην περίπτωση του συστήματος αντικειμενικής ευθύνης με παθητική εις ολόκληρον ευθύνη με δικαίωμα αναγωγής: Αν κανένας πυλωρός δε λάβει μέτρα πρόνοιας, θα επέλθει η ζημία με αποτέλεσμα να υφίσταται πιθανότητα 10% πραγματοποίησης απάτης και το αναμενόμενο κόστος να ανέρχεται σε 100 μονάδες. Αν μόνοι οι λογιστές λάβουν μέτρα (με κόστος 8 μονάδων), τότε μειώνεται η πιθανότητα της απάτης σε 9%, το κόστος της απάτης διαμορφώνεται σε 90, ενώ το συνολικό κοινωνικό κόστος (στο οποίο αποτελείται από το κόστος της απάτης και το κόστος των μέτρων) ανέρχεται σε 98. Αντίστοιχα, αν μόνοι οι λογιστές λάβουν μέτρα (με δαπάνη 6 μονάδων) το μόνο που διαφοροποιείται είναι το συνολικό κοινωνικό κόστος (σε 96 μονάδες). Αν αμφότεροι λάβουν μέτρα μειώνεται η πιθανότητα απάτης, το αναμενόμενο κόστος της απάτης και το συνολικό κοινωνικό κόστος. Τελικά, το κόστος μεγιστοποιείται σε περίπτωση κατά την οποία καμία από τις δύο κατηγορίες δεν ενεργήσει, ενώ ελαχιστοποιείται σε περίπτωση κατά την οποία αμφότερες προβούν στη λήψη μέτρων¹⁶⁴⁶.

Το συμπέρασμα που εξάγεται από την εξέταση του συγκεκριμένου συστήματος ευθύνης είναι ότι αυτό δεν παρέχει κίνητρα σε έκαστη κατηγορία πυλωρών προς λήψη μέτρων αποτροπής της απάτης¹⁶⁴⁷. Αν οι δικηγόροι λάβουν μέτρα (με κόστος 8), αλλά τελικώς λάβει χώρα η απάτη, θα ευθύνονται για 45. Το συνολικό κόστος για τους ίδιους θα ανέλθει σε 53. Την ίδια στιγμή οι λογιστές, οι οποίοι δεν έλαβαν κανένα μέτρο, θα έχουν κόστος ύψους 45. Επιπλέον, αν κανένας δε λάβει μέτρα και λάβει χώρα η απάτη, το κόστος για έκαστη κατηγορία θα είναι 50. Αν οι δικηγόροι δε λάβουν μέτρα, αλλά το πράξουν οι λογιστές και υλοποιηθεί η απάτη, οι δικηγόροι θα έχουν κόστος 45. Κατά συνέπεια, οι δικηγόροι στο συγκεκριμένο παράδειγμα έχουν μεγαλύτερο κόστος αν λάβουν μέτρα. Το γεγονός αυτό δημιουργεί αντικίνητρα για τη λήψη μέτρων¹⁶⁴⁸.

¹⁶⁴⁴ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1623.

¹⁶⁴⁵ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1625.

¹⁶⁴⁶ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1626.

¹⁶⁴⁷ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1625, 1626.

¹⁶⁴⁸ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1626.

Το ίδιο συμπέρασμα εξάγεται και στην περίπτωση κατά την οποία προβλέπεται σύστημα αντικειμενικής ευθύνης κατά το οποίο δικηγόροι και λογιστές ευθύνονται εις ολόκληρον χωρίς δικαίωμα αναγωγής¹⁶⁴⁹. Όπως στην προηγούμενη περίπτωση, το κόστος για έκαστο πυλωρό είναι μεγαλύτερο στην περίπτωση κατά την οποία λαμβάνει προληπτικά μέτρα, αλλά τελικώς η απάτη δεν αποτρέπεται¹⁶⁵⁰. Για τον λόγο αυτό το συγκεκριμένο σύστημα ευθύνης στην πράξη δεν προωθεί τη στρατηγική της λήψης κατάλληλων μέτρων πρόνοιας και κατά συνέπεια δεν είναι το βέλτιστο σύστημα για την αποτροπή της παραβίασης του νόμου. Το μόνο στοιχείο που διαφοροποιείται εν προκειμένω είναι ότι, εφόσον δεν προβλέπεται δικαίωμα αναγωγής, η θέση εξαρτάται σε μεγαλύτερο βαθμό από την επιλογή της ταυτότητας των εναγομένων στην οποία θα προβεί ο ενάγων¹⁶⁵¹.

Διαφορετική είναι η κατάσταση στην περίπτωση συστήματος ευθύνης κατά το οποίο απαιτείται υπαιτιότητα του ζημιούντος και κατά το οποίο περισσότεροι δράστες ευθύνονται εις ολόκληρον με δικαίωμα αναγωγής. Αν κανένας πυλωρός δεν επιδείξει την απαιτούμενη επιμέλεια, τότε έκαστος θα ευθύνεται για 50. Αν μόνο οι δικηγόροι είναι αμελείς, τότε θα ευθύνονται για 90 (οι λογιστές δε θα φέρουν ευθύνη, διότι υπήρξαν επιμελείς)¹⁶⁵². Αν αντιθέτως οι δικηγόροι επιδείξουν επιμέλεια, τότε δε φέρουν ευθύνη για τη ζημία. Αυτό σημαίνει ότι το συγκεκριμένο σύστημα ευθύνης παρέχει κίνητρα για τους πυλωρούς προς επίδειξη επιμελούς συμπεριφοράς¹⁶⁵³.

Το ίδιο αποτελεσματικό είναι και το σύστημα ευθύνης κατά το οποίο απαιτείται υπαιτιότητα του ζημιούντος και κατά το οποίο περισσότεροι δράστες ευθύνονται εις ολόκληρον χωρίς δικαίωμα αναγωγής¹⁶⁵⁴. Η επίδειξη συνετής συμπεριφοράς απαλλάσσει τον πυλωρό από οποιαδήποτε ευθύνη¹⁶⁵⁵. Μάλιστα, η εξ υπαιτιότητας παράλειψη λήψης των απαιτούμενων μέτρων ενέχει τον κίνδυνο έκθεσής του σε μεγαλύτερης έκτασης ευθύνη με δεδομένο ότι δεν υφίσταται δικαίωμα αναγωγής¹⁶⁵⁶. Πάντως, στη συγκεκριμένη περίπτωση κρίσιμο ρόλο διαδραματίζει η στάση του ενάγοντος, ο οποίος θα επιλέξει πόσα και ποια πρόσωπα θα εναγάγει.

Αντιθέτως, το σύστημα ευθύνης κατά το οποίο τίθεται ως προϋπόθεση η υπαιτιότητα και η ευθύνη περισσότερων δραστών είναι διαιρετή, δηλαδή ανάλογη με τη συμβολή εκάστου στην επελθούσα ζημία, δεν κρίνεται επαρκές¹⁶⁵⁷. Το συγκεκριμένο σύστημα ευθύνης θεωρείται ότι ίσως είναι αναποτελεσματικό, διότι υπάρχει η πιθανότητα κάποιος εκ των πυλωρών να ευθύνεται τελικά μόνο για μέρος της ζημίας στην οποία συνέβαλε¹⁶⁵⁸. Αυτό συμβαίνει διότι η αποτελεσματικότητα της διαιρετής ευθύνης «εξαρτάται από τις λειτουργίες του οφέλους και της ζημίας, καθώς επίσης και από τον αριθμό των δραστών»¹⁶⁵⁹.

Επί της συγκεκριμένης θεωρίας χρήσιμες είναι κάποιες παρατηρήσεις. Όσον αφορά την εξέταση των συστημάτων αντικειμενικής ευθύνης κρίσιμο είναι το ύψος του απαιτούμενου για τη λήψη μέτρων πρόνοιας κόστους. Έτσι, το συμπέρασμα στο οικείο παράδειγμα αλλάζει αν το κόστος αντί για 8 μονάδες ισούται με 1-4 μονάδες. Εξίσου σημαντική είναι η μαθηματική σχέση μεταξύ του ύψους του κόστους των μέτρων και του ύψους της καταβλητέας εκ μέρους του

¹⁶⁴⁹ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1627-1628.

¹⁶⁵⁰ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1628.

¹⁶⁵¹ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1628.

¹⁶⁵² Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1630.

¹⁶⁵³ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1629.

¹⁶⁵⁴ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1630.

¹⁶⁵⁵ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1630.

¹⁶⁵⁶ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1630.

¹⁶⁵⁷ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1630-1631.

¹⁶⁵⁸ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1631.

¹⁶⁵⁹ Tuch, Multiple gatekeepers, ό.π., 1631.

πυλωρού αποζημίωσης. Περαιτέρω, η συνεργασία μεταξύ των περισσότερων εμπλεκόμενων πυλωρών και η από κοινού επίδειξη επιμέλειας είναι δυνατόν να μειώσει εκτός από την πιθανότητα εταιρικής απάτης και το κόστος που απαιτείται για τη λήψη μέτρων από έκαστο εξ αυτών. Κατά τα λοιπά, η συγκεκριμένη θεωρία περί της αποτελεσματικότητας των συστημάτων ευθύνης με βάση την υπαιτιότητα φαίνεται να έχει ισχυρή βάση και επιχειρήματα.

Στο ίδιο πλαίσιο θα μπορούσε να ελεγχθεί με βάση την ίδια θεωρία η αποτελεσματικότητα του συστήματος ευθύνης των πυλωρών στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου. Όπως ήδη εκτέθηκε στην οικεία θέση της παρούσας το ελληνικό δίκαιο με τις διάφορες διατάξεις του θέτει ως προϋπόθεση της ευθύνης εκάστου εκ των πυλωρών την υπαιτιότητά του. Κατά συνέπεια, με βάση τα πορίσματα της προσαρμοσμένης θεωρίας της βέλτιστης αποτροπής σε επίπεδο συνύπαρξης περισσότερων πυλωρών το ελληνικό σύστημα ευθύνης παρέχει κίνητρα κανονιστικής συμμόρφωσης στους «gatekeepers». Προβλέποντας ως προϋπόθεση της ευθύνης τη συνδρομή του στοιχείου της υπαιτιότητας, στην πράξη ο νομοθέτης απομονώνει τη συμπεριφορά εκάστου πυλωρού και αποσυνδέει τη συμμετοχή του στη ζημία από τη συμπεριφορά άλλων πυλωρών.

3. Η έννοια του ελέγχου στο πλαίσιο της λειτουργίας του δικτύου των πυλωρών

Κεντρική έννοια στη θεωρία περί «gatekeepers» είναι η έννοια του ελέγχου. Ο πυλωρός είναι εκείνος που παρακολουθεί τη συμμόρφωση της εισηγμένης εταιρίας σε «πρότυπα, κανόνες και διαδικασίες»¹⁶⁶⁰. Από τους πιο γνωστούς τύπους ελέγχου είναι ο λογιστικός και ο νομικός έλεγχος. Ήδη η διενέργεια ενός είδους ελέγχου, όπως αυτό του υποχρεωτικού ελέγχου, συνεπάγεται την εισαγωγή σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς ακόμα ενός (τουλάχιστον) παράγοντα. Πέραν της εισηγμένης εταιρίας και του επενδυτή εμφανίζεται στο προσκήνιο και ο ορκωτός ελεγκτής. Το αντίστοιχο συμβαίνει στην περίπτωση του νομικού ελέγχου, ενώ σε περίπτωση κατά την οποία επιχειρούνταν μία ταυτόχρονη θεώρηση των δύο τύπων ελέγχων θα γινόταν λόγος για προσθήκη δύο (τουλάχιστον) παραγόντων. Για τις ανάγκες της παρούσας ενότητας αρκεί η μεμονωμένη εξέταση ενός είδους ελέγχου, έστω του λογιστικού. Έναντι του επενδυτή ίστανται δύο (τουλάχιστον) παράγοντες, ο εκδότης (εισηγμένη εταιρία) – εκπροσωπούμενη από το διοικητικό συμβούλιο - και ο ορκωτός ελεγκτής. Ήδη η εκπροσώπηση του εκδότη από το ΔΣ συνεπάγεται την ενδεχόμενη αδιοπρακτική ευθύνη των μελών του σε περίπτωση κατά την οποία πληρούνται οι όροι του σχετικού νόμιμου λόγου ευθύνης έναντι των επενδυτών. Αυτό σημαίνει ότι ο τελευταίος βρίσκεται αντιμέτωπος με μία πληθώρα παραγόντων που αλληλεπιδρούν μεταξύ τους.

Το ενδιαφέρον εστιάζεται στο αν η παρεμβολή κάποιου των ως άνω παραγόντων αποκλείει την ευθύνη κάποιου ή κάποιων από τους υπόλοιπους. Όσον αφορά τη σχέση του διοικητικού συμβουλίου με την ανώνυμη εταιρία αυτή δεν αποτελεί αντικείμενο της παρούσας θεματικής. Όσον αφορά τη σχέση της εταιρίας με τον ορκωτό ελεγκτή, καταρχάς πρέπει να σημειωθεί ότι η πρώτη δεν ευθύνεται για τις πράξεις του τελευταίου. Περαιτέρω, πρέπει να γίνει δεκτό ότι η παρεμβολή του ελεγκτή στη σχέση μεταξύ εταιρίας και επενδυτικού κοινού δε συνεπάγεται την απαλλαγή της από την ευθύνη¹⁶⁶¹. Ο έλεγχος έχει μεταξύ άλλων σκοπό την

¹⁶⁶⁰ Ζέπος & Γιαννόπουλος, ό.π., 2.

¹⁶⁶¹ Πρβλ. Μικρουλέα, Ζητήματα ευθύνης εταιρικών διοικητών, στο Οικονόμου Αργύρης (επιμ.), *Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 424, σχετικά με την ευθύνη του ΔΣ και των υποκατάστατων της ΑΕ.

προστασία των μετόχων και του επενδυτικού κοινού¹⁶⁶². Ο σκοπός, όμως, αυτός θα φαλκιδευόταν, αν γινόταν δεκτό ότι η διενέργεια του ελέγχου απαλλάσσει την εταιρία από την ευθύνη της έναντι των επενδυτών ως τρίτων. Το ίδιο συμβαίνει σχετικά με την ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου.

Πέραν των ανωτέρω, η διενέργεια ελέγχου δεν αποτελεί γεγονός διακοπτικό του αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ του νόμιμου λόγου ευθύνης της εταιρίας ή των μελών της διοίκησής της και της ζημίας του επενδυτή. Τούτο, διότι ο έλεγχος δεν είναι άσχετος με τη ζημιογόνο συμπεριφορά της εταιρίας ή της διοίκησης. Αντιθέτως, η τελευταία είναι εκείνη που δημιουργεί τις συνθήκες που απαιτούνται για τις πράξεις του ελεγκτή¹⁶⁶³. Περαιτέρω, το γεγονός της μεσολάβησης του ελέγχου δε συνεπάγεται ότι η αιτία των ζημιών του επενδυτή τίθεται εκτός της σφαίρας ευθύνης του αρχικώς αδικοπραγήσαντα και μετατοπίζεται στον ελεγκτή¹⁶⁶⁴. Η πλημμελής άσκηση του ελέγχου, η οποία πάντα συνδέεται με μία παράλειψη, δεν αναιρεί την αιτιότητα του ελεγχομένου, αλλά συνεπιφέρει (εφόσον συντρέχει το στοιχείο του αιτιώδους συνδέσμου) τη ζημία.

Αντίστοιχο επιχείρημα θα μπορούσε να εξαχθεί και από τη διάταξη του άρθρου 923 ΑΚ περί της ευθύνης εκείνου που εποπτεύει άλλον. Βεβαίως η συγκεκριμένη ρύθμιση αφορά την εποπτεία ανηλίκου ή ενηλίκου που τελεί υπό δικαστική συμπαράσταση. Περαιτέρω, η άσκηση της εποπτείας του άρθρου 923 ΑΚ, η ανάθεση της οποίας μπορεί να γίνει και με σύμβαση, αναφέρεται σε στάδιο ταυτόχρονο με αυτό της τέλεσης της αδικοπραξίας εκ μέρους του εποπτευομένου. Σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς ο διενεργούμενος έλεγχος διαφέρει ποιοτικά. Έτσι, ο ορκωτός ελεγκτής ελέγχει ήδη διενεργηθείσες λογιστικές εγγραφές (οι οποίες αφορούν παρελθοντικά γεγονότα). Ο δικηγόρος μπορεί να προβαίνει σε νομικό έλεγχο σε σχέση με ήδη διενεργηθείσες πράξεις, αλλά ενδέχεται να προβαίνει σε προετοιμασία εγγράφων ή δηλώσεων ή συμβάσεων. Στην τελευταία περίπτωση η απόφαση εξακολουθεί να εναπόκειται στην εταιρία. Όπως ήδη αναφέρθηκε σχετικά με αμελείς συμπεριφορές δικηγόρων, αυτές συνεπάγονται αδικοπρακτική ευθύνη έναντι των τρίτων μόνο σε περίπτωση διακίνησης φορέα εμπιστοσύνης προς το κοινό και πρόσκλησης επίδειξης εμπιστοσύνης. Παρ' όλ' αυτά, παρά τον στενότερο χαρακτήρα του ελέγχου σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς υφίσταται αναλογία των καταστάσεων και των προστατευόμενων συμφερόντων των ζημιούμενων τρίτων. Κατά συνέπεια, όπως στην περίπτωση του άρθρου 923 ΑΚ η ευθύνη του ανηλίκου διατηρείται παράλληλα με αυτήν του εποπτεύοντος (με την επιφύλαξη των άρθρων 915-917 ΑΚ), έτσι αρμόζει και στις περιπτώσεις του ελέγχου που σχετίζεται με εισηγμένες εταιρίες.

Στο ίδιο πλαίσιο, αυτή τη φορά με επίκεντρο τον ορκωτό ελεγκτή, το ζήτημα του ελέγχου έχει την ίδια πρακτική αξία σε σχέση με τον ρόλο της επιτροπής ελέγχου των εισηγμένων ανωνύμων εταιριών. Η εποπτεία που ασκεί η τελευταία στο έργο του ορκωτού ελεγκτή ή της ελεγκτικής εταιρίας έχει ποιότητα αντίστοιχη με αυτήν του ασκούμενου εκ μέρους των τελευταίων ελέγχου επί των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και της διαχείρισης της εταιρίας. Επομένως, και σε αυτήν την περίπτωση πρέπει να γίνει δεκτό ότι η πλημμελής άσκηση των εποπτικών καθηκόντων της επιτροπής ελέγχου δεν έχει ως συνέπεια τη διακοπή του αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ του νόμιμου λόγου ευθύνης του ελεγκτή και της επελθούσας ζημίας του τρίτου επενδυτή.

¹⁶⁶² Πρβλ. Μικρουλέα, Ζητήματα ευθύνης..., 2018, 452 σχετικά με τον εσωτερικό έλεγχο.

¹⁶⁶³ Πρβλ. Σπερδόκλη, ό.π., 206.

¹⁶⁶⁴ Πρβλ. Σπερδόκλη, ό.π. 440.

Το περιεχόμενο του διενεργούμενου ελέγχου προσδιορίζει επί συνύπαρξης περισσότερων πυλωρών την έκταση της ευθύνης εκάστου εξ αυτών. Ασφαλώς το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση κατά την οποία στα διερευνώμενα πραγματικά περιστατικά εμπλέκεται μόνο ένας «gatekeeper». Ωστόσο, σε περίπτωση εμπλοκής περισσότερων η σχετική ανάλυση γίνεται πιο περίπλοκη λαμβανομένης υπ' όψιν της αλληλεπίδρασης και της αλληλεξάρτησης μεταξύ των περισσότερων πυλωρών¹⁶⁶⁵. Σε πρώτη φάση κρίσιμη είναι η διαπίστωση του πλαισίου ελέγχου εκάστου πυλωρού, των πράξεων στις οποίες όφειλε να προβεί, εκείνων στις οποίες όντως προέβη, εκείνων τις οποίες παρέλειψε και των πλημμελειών του. Τα στοιχεία αυτά είναι εκείνα που αφορούν στην περιγραφή της πράξης (ενέργεια ή παράλειψη) εκάστου πυλωρού. Η διαπίστωσή τους προηγείται του ελέγχου της ύπαρξης της αιτιώδους συνάφειάς τους με την επελθούσα ζημία. Αν μόνο ένας εκ των πυλωρών επέδειξε παράνομη και υπαίτια συμπεριφορά, ο άλλος δε θα ευθύνεται. Στην περίπτωση που αμφότεροι προέβησαν σε αδικοπραξία πρέπει να διαπιστωθεί η ζημία την οποία προκάλεσε έκαστος.

Η διάκριση μεταξύ των τύπων των διενεργούμενων ελέγχων ενδέχεται σε κάποια ζητήματα να είναι δυσχερής. Αυτό οφείλεται στη μερική αλληλεπικάλυψη των αντικειμένων τους¹⁶⁶⁶. Έτσι, ο υποχρεωτικός έλεγχος έχει ως αντικείμενο τον έλεγχο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της ελεγχόμενης οντότητας. Ο έλεγχος αυτός διενεργείται με βάση τα ισχύοντα ελεγκτικά πρότυπα. Σύμφωνα με το άρθρο 30 παρ. 1 του ν. 4449/2017¹⁶⁶⁷ τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα που συντάσσει η Διεθνής Ομοσπονδία Λογιστών («International Federation of Accountants» - «IFAC») και υιοθετεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχουν νομική δεσμευτικότητα για τους ελεγκτές κατά την άσκηση του υποχρεωτικού ελέγχου¹⁶⁶⁸. Η νομική δεσμευτικότητα, όμως, δεν ισχύει μόνο για τους ελεγκτές, αλλά και για τους νομικούς. Θεωρητικά ο δικηγόρος κατά τη διενέργεια νομικού ελέγχου οφείλει να ελέγξει και την τήρηση των συγκεκριμένων κανόνων. Ωστόσο, στην πράξη ο τεχνικός χαρακτήρας των σχετικών ρυθμίσεων, ο οποίος συνδέεται με γνώσεις και όρους της λογιστικής και της ελεγκτικής επιστήμης, καθιστά έναν αποτελεσματικό και εις βάθος έλεγχο λογιστικών και ελεγκτικών ζητημάτων εξαιρετικά δυσχερή για τον μέσο νομικό¹⁶⁶⁹. Στον βαθμό που οι ουσιώδεις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιευθούν είναι χρηματοοικονομικού χαρακτήρα και εφόσον ο νομικός επιφορτίζεται με τη σύνταξη του υποχρεωτικού περιεχομένου του σχετικού ενημερωτικού εγγράφου (όπως του ενημερωτικού δελτίου) η αλληλεπικάλυψη των ρόλων δικηγόρου και λογιστή ή ελεγκτή δημιουργεί την ανάγκη συνεργασίας¹⁶⁷⁰.

¹⁶⁶⁵ Πρβλ. και Kourula, Pauku, Peterman, Korja, ό.π., 153.

¹⁶⁶⁶ Όπως παρατηρεί ο Coffee Jr, The attorney as a gatekeeper..., ό.π., 1306, ο ελεγκτής ή ο ανάδοχος διαθέτουν λίγες γνώσεις σε σχέση με τον νομικό προκειμένου να διαπιστώσουν παραβίαση της νομοθεσίας. Βλ. και Langevoort, Getting (Too) Comfortable: In-house Lawyers, Enterprise Risk and the Financial Crisis, Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper No. 11-135 Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 11-27, 2011, διαθέσιμο στο http://scholarship.law.georgetown.edu/fwps_papers/154, 15, κατά τον οποίο σε κάποιες περιπτώσεις τα όρια μεταξύ δικαίου, λογιστικής και διοίκησης των επιχειρήσεων δεν είναι ευδιάκριτα.

¹⁶⁶⁷ Άρθρο 26 της Οδηγίας 2006/46/ΕΚ, όπως τροποποιήθηκε από την Οδηγία 2014/56/ΕΕ.

¹⁶⁶⁸ Βλ. Σωτηρόπουλο, Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις κατά τον Κ.Ν. 2190/1920 και τα ΔΛΠ, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 139· Δρίτσα/Λιβαδά, Ο τακτικός έλεγχος, ό.π., 309. Για το ισχύον λογιστικό δίκαιο στην Ελλάδα βλ. Δρίτσα, Δίκαιο Λογιστικής - Το νομικό πλαίσιο της σύνταξης και του ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων στην Ελλάδα, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ 2018, 928επ..

¹⁶⁶⁹ Βλ. Rokas, ό.π., 332, κατά τον οποίο η συμβολή και η συμβουλή του νομικού πρέπει να περιορίζεται σε νομικά ζητήματα με βάση πραγματικά περιστατικά, για τα οποία πρέπει να ζητηθεί η γνώμη άλλου ειδικού.

¹⁶⁷⁰ Βλ. σχετικά με την αλληλεπικάλυψη Schwarcz, Financial Information Failure, ό.π., 5-6.

Η αλληλεπικάλυψη των πεδίων ελέγχου παρουσιάζεται και αντιστρόφως. Ειδικότερα, ο ορκωτός ελεγκτής κατά τη διενέργεια του υποχρεωτικού ελέγχου δεν ελέγχει μόνο την ορθή τήρηση των λογιστικών κανόνων, αλλά προβαίνει και σε έλεγχο της νομιμότητας των πράξεων της διοίκησης της εταιρίας. Ωστόσο, η τήρηση της κείμενης νομοθεσίας αποτελεί προνομιακό πεδίο συζήτησης για τον νομικό, ο οποίος κατέχει τις απαραίτητες σχετικές γνώσεις προκειμένου να αντεπεξέλθει στις ανάγκες της παρακολούθησης και πιστοποίησης της κανονιστικής συμμόρφωσης της εταιρίας. Ταυτόχρονα η αναγραφή συναλλαγών στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ενδέχεται να προϋποθέτει νομικό χαρακτηρισμό τους¹⁶⁷¹.

4. Η αλληλεπίδραση των πυλωρών ως παράμετρος κατά τη διερεύνηση της αστικής ευθύνης τους έναντι του επενδυτή

Η πολυπλοκότητα των συναλλαγών και των πράξεων που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά καθιστά αναγκαία την παροχή της συνδρομής πολλών και διαφορετικών κατηγοριών πυλωρών. Έκαστη κατηγορία έχει διαφορετική ειδικευση και τις κατάλληλες γνώσεις για την αντιμετώπιση ζητημάτων επί των οποίων οι υπόλοιπες δε διαθέτουν τις σχετικές γνώσεις και τεχνογνωσία. Γι' αυτούς τους λόγους στην πράξη συχνά παρίσταται η ανάγκη συνεργασίας μεταξύ περισσότερων πυλωρών. Η συνεργασία αυτή μπορεί να γίνεται είτε με προσωπική επικοινωνία και ανταλλαγή απόψεων είτε με τη στήριξη του ενός πυλωρού στην εργασία του άλλου.

Ο καταμερισμός εργασιών και υπηρεσιών μεταξύ των περισσότερων πυλωρών έχει αντίκτυπο στην αναγνώριση της ευθύνης τους σε περίπτωση κατά την οποία προκληθεί ζημία στο επενδυτικό κοινό εξαιτίας πλημμελούς παροχής των σχετικών υπηρεσιών. Στη νομοθεσία που εφαρμόζεται στην ελληνική έννομη τάξη λείπουν διατάξεις παρόμοιες κατά περιεχόμενο με αυτή του άρθρου 11 της Securities Act του 1933, σύμφωνα με την οποία ο εναγόμενος, σύμφωνα με όσα έχουν ήδη εκτεθεί στην οικεία θέση, μπορεί να απαλλαχθεί από την ευθύνη αν επικαλεσθεί και αποδείξει ότι προέβη σε εύλογο έλεγχο των σχετικών πληροφοριών που δημοσιεύθηκαν στο ενημερωτικό δελτίο. Ομοίως δεν υφίσταται στο ίδιο πλαίσιο ρύθμιση με την οποία προβλέπεται σχετική ένσταση του αναδόχου δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών περί συνετού ελέγχου των πληροφοριών που απαιτούν ειδικές γνώσεις και περί εύλογης στήριξης στις πληροφορίες την αλήθεια των οποίων επιβεβαιώνουν ειδικοί. Αυτό, όμως, δε συμβαίνει ότι δεν μπορούν να προβληθούν ισχυρισμοί με τέτοιο περιεχόμενο ενώπιον των ελληνικών δικαστηρίων¹⁶⁷².

Ο σχετικός ισχυρισμός προβαλλόμενος προς αντίκρουση αγωγής με βάση τα άρθρα 914, 919 ΑΚ και 37 ν. 4449/2017¹⁶⁷³ επί της ουσίας θα αποτελεί άρνηση, ενώ στο πλαίσιο των άρθρων 8 ν. 2251/1994, 61 του ν. 4706/2020 και 25 ν. 3401/2005 ένσταση. Ειδικά ως προς την ευθύνη από το ενημερωτικό δελτίο πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ αναδόχου ή συμβούλου και των υπόλοιπων ειδικών. Ανάλογα με την ιδιότητα του πυλωρού διαφοροποιείται το περιεχόμενο του μέσου άμυνάς του.

¹⁶⁷¹ Schwarcz, Financial Information Failure, ό.π., 7.

¹⁶⁷² Βλ. Langevoort, Getting (Too) Comfortable..., ό.π., 16, ο οποίος αναφέρεται στο εύρημα της Ψυχολογίας κατά το οποίο οι άνθρωποι τείνουν να στηρίζονται σε άλλους, όταν δεν έχουν αυτοπεποίθηση σχετικά με την αντίληψη των συνθηκών του τιθέμενου ζητήματος.

¹⁶⁷³ Αν θεωρηθεί αυτοτελής λόγος ευθύνης, όπως γίνεται δεκτό από την κρατούσα άποψη στη θεωρία.

Ειδικότερα, κάθε πυλωρός πλην του αναδόχου και του συμβούλου μπορεί να προβάλει ως προς τα στοιχεία του ενημερωτικού δελτίου που αφορούν την ειδικότητά του και των οποίων την αλήθεια επιβεβαίωσε ότι κατόπιν εύλογης έρευνας είχε βάσιμους λόγους να πιστεύει και πίστευε κατά τον χρόνο κατά τον οποίο το ενημερωτικό δελτίο τέθηκε σε ισχύ ότι οι σχετικές δηλώσεις ήταν αληθείς και ότι δεν υπήρχε παράλειψη ουσιώδους γεγονότος που απαιτούνταν να εκτεθεί ή ήταν απαραίτητο προκειμένου να μην είναι οι δηλώσεις παραπλανητικές.

Ειδικά ο ανάδοχος ή ο σύμβουλος αναδοχής, οι οποίοι κατά το ελληνικό δίκαιο ευθύνονται για το σύνολο του ενημερωτικού δελτίου, μπορούν να προβάλουν σχετικά με τα τμήματά του που εγκρίθηκαν από ειδικούς πυλωρούς ότι δεν είχαν εύλογο λόγο να πιστεύουν και δεν πίστευαν κατά τον χρόνο κατά τον οποίο το ενημερωτικό δελτίο τέθηκε σε ισχύ ότι οι σχετικές δηλώσεις ήταν αληθείς και ότι δεν υπήρχε παράλειψη ουσιώδους γεγονότος που απαιτούνταν να εκτεθεί ή ήταν απαραίτητο προκειμένου να μην είναι οι δηλώσεις παραπλανητικές ή ότι το τμήμα αυτό δεν αντανάκλυνε τις απόψεις του ειδικού ή δεν ήταν αντίγραφο της έκθεσής του.

Περαιτέρω, ο ανάδοχος ή ο σύμβουλος αναδοχής μπορούν να προβάλουν σχετικά με τα τμήματά του που δεν εγκρίθηκαν από ειδικούς πυλωρούς ότι κατόπιν εύλογης έρευνας είχαν βάσιμους λόγους να πιστεύουν και πίστευαν κατά τον χρόνο κατά τον οποίο το ενημερωτικό δελτίο τέθηκε σε ισχύ ότι οι σχετικές δηλώσεις ήταν αληθείς και ότι δεν υπήρχε παράλειψη ουσιώδους γεγονότος που απαιτούνταν να εκτεθεί ή ήταν απαραίτητο προκειμένου να μην είναι οι δηλώσεις παραπλανητικές.

Η νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων στο παρελθόν είχε ασχοληθεί με το ζήτημα κατά πόσο ο δικηγόρος μπορεί να θεωρηθεί ως ειδικός στο πλαίσιο της εφαρμογής του άρθρου 11 της Securities Act 1933. Σε αποφάσεις που δημοσιεύθηκαν το 1968 και κατά τη δεκαετία του 1980 κρίθηκε ότι ο δικηγόρος δεν είναι ειδικός ούτε σε σχέση με την εκδότρια εταιρία ούτε σε σχέση με τον ανάδοχο¹⁶⁷⁴. Περαιτέρω, κατά την ίδια νομολογία, αν γινόταν δεκτό ότι ολόκληρο το ενημερωτικό δελτίο έχει αποτελέσει αντικείμενο ελέγχου από ειδικό στο σύνολό του, επειδή το περιεχόμενό του προετοιμάστηκε από δικηγόρο, αυτή θα ήταν μία μη λογική ερμηνεία του νόμου¹⁶⁷⁵. Το ίδιο έγινε μάλιστα δεκτό ακόμη και σε περίπτωση κατά την οποία τα στοιχεία του δικηγόρου μνημονεύονταν στο ενημερωτικό δελτίο¹⁶⁷⁶.

Το π.δ. 350/1985¹⁶⁷⁷ προέβλεπε ρητή διάταξη σχετικά με την περίπτωση κατά την οποία ο ανάδοχος στηρίχθηκε στη γνώμη άλλου ειδικού. Ειδικότερα, σύμφωνα με την παράγραφο 4 του άρθρου 3α προκειμένου να κριθεί αν ο ανάδοχος δε βαρυνόταν με πταίσμα ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου και τον καθορισμό της τιμής έκδοσης λαμβανόταν υπ' όψιν το γεγονός ότι τα στοιχεία στα οποία βάσισε την κρίση του σχετικά με την ακρίβεια και πληρότητα «είχαν αποτελέσει αντικείμενο πρόσφατου και προσηκόντως επιμελούς νομικού, λογιστικού και οικονομικού ελέγχου από νομικό και ορκωτό ελεγκτή, που δεν συνδέονται με τον εκδότη των κινητών αξιών»¹⁶⁷⁸. Ο ανάδοχος, ο οποίος έφερε το βάρος

¹⁶⁷⁴ In re Flight Transp. Cor. Sec. Litig., 593 F.Supp. 612, 620 (D.Minn.1984) · Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 103 S.Ct. 683, 690, n. 22 [74 L.Ed.2d 548] (1983)· Escott v. Barchris Construction Corp., 283 F.Supp. 643, 683 (S.D. N.Y.1968).

¹⁶⁷⁵ Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp. 643, 683 (S.D. N.Y.1968).

¹⁶⁷⁶ In re Flight Transp. Cor. Sec. Litig., 593 F.Supp. 612, 620 (D.Minn.1984).

¹⁶⁷⁷ «Καθορισμός των προϋποθέσεων εισαγωγής κινητών αξιών (μετοχών, ομολογιών) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ως και των υποχρεώσεων των εκδοτών κινητών αξιών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο αυτό».

¹⁶⁷⁸ Βλ. και Λιάππη, Η εξωτερική ευθύνη των εταιρικών διοικητών κατ' ΑΚ 71 εδ. β' στο μεταίχμιο αστικού και εταιρικού δικαίου, εις: Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών Λόγων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 242-244, σχετικά με τη δυνατότητα προβολής εκ μέρους του

απόδειξης της έλλειψης πταίσματος, όφειλε επί της ουσίας να αποδείξει ότι στηρίχθηκε στον νομικό και λογιστικό έλεγχο στον οποίο είχαν προβεί ανεξάρτητοι και αντικειμενικοί ειδικοί. Εφόσον συνέτρεχε το ως άνω πραγματικό, μπορούσε να κριθεί (συνεκτιμouμένων βεβαίως και των υπόλοιπων περιστάσεων της συγκεκριμένης περίπτωσης) ότι ο ανάδοχος ευλόγως στηρίχθηκε στην τεχνική κρίση των ειδικών και επομένως δεν ενήργησε υπαιτίως.

Ο ν. 3401/2005 (όπως και ο ν. 4706/2020) δεν επανέλαβε την ως άνω ρύθμιση. Αναφέρεται μόνο στο βάρος απόδειξης ορίζοντας ότι ο ανάδοχος είναι εκείνος ο οποίος πρέπει να αποδείξει την έλλειψη πταίσματος. Κατά την κρατούσα άποψη η μη διατήρηση της σχετικής πρόβλεψης του π.δ. στο άρθρο 25 ν. 3401/2005 σημαίνει ότι δεν μπορεί να έχει ο σχετικός ισχυρισμός «την ίδια ακριβώς βαρύτητα όπως υπό το καθεστώς της προηγούμενης ρύθμισης», αλλά δεν πρέπει να στερείται ο εναγόμενος του δικαιώματος να προβεί στον ισχυρισμό αυτό σε συγκεκριμένη περίπτωση υπό την προϋπόθεση ότι θα αποδείξει την υπαιτιότητα του άλλου προσώπου¹⁶⁷⁹. Σε κάθε περίπτωση τονίζεται ο κίνδυνος που υπάρχει να επιδοθεί έκαστος των περισσότερων υπευθύνων σε μία προσπάθεια να αποσείσει την ευθύνη του ισχυριζόμενος ότι ο ίδιος ούτε γνώριζε ούτε όφειλε να γνωρίζει και να την μετακυλίσει στα υπόλοιπα πρόσωπα¹⁶⁸⁰.

Κατά την εδώ υποστηριζόμενη θέση ο νομοθέτης έκρινε ότι δεν απαιτείται η επιτελούσα κατευθυντήριο ρόλο για τον εναγόμενο και για το δικαστήριο ρύθμιση. Είναι προφανές ότι κρίση περί έλλειψης πταίσματος μπορεί να υπάρξει σ' αυτήν την περίπτωση και υπό το ισχύον δίκαιο¹⁶⁸¹. Το γεγονός ότι ο ανάδοχος ονομάζεται μεταξύ των προσώπων που φέρουν ευθύνη για τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο¹⁶⁸² δε σημαίνει ότι αποκλείεται η απαλλαγή του από τη σχετική ευθύνη σε περίπτωση κατά την οποία οι σχετικές πληροφορίες απαιτούν ειδικές γνώσεις και γι' αυτό ελέγχθηκαν από επαγγελματία της αντίστοιχης ειδικότητας. Ο ν. 4706/2020 απαιτεί τη συνδρομή του στοιχείου της υπαιτιότητας. Επομένως, μόνο αν ο ανάδοχος βαρύνεται με πταίσμα στη συγκεκριμένη περίπτωση, θα ευθύνεται για το αντίστοιχο τμήμα¹⁶⁸³. Χρήσιμο είναι να εξετασθούν οι όροι που απαιτούνται κατά τη διερεύνηση των περιστάσεων και του μέτρου επιμέλειας που έπρεπε να επιδείξει ο ανάδοχος.

Εκτός από την παλαιότερη διατύπωση του άρθρου 3α του π.δ. 350/1985, χρήσιμες σκέψεις μπορούν να διατυπωθούν με αφορμή την αντίστοιχη ρύθμιση του δικαίου των Η.Π.Α.. Κατά το άρθρο 11 της Securities Act 1933¹⁶⁸⁴, αν τμήμα του ενημερωτικού δελτίου έχει αποτελέσει αντικείμενο ελέγχου και έγκρισης από άλλον ειδικό εξαιτίας του γεγονότος ότι για τον σκοπό αυτό απαιτούνταν εξειδικευμένες γνώσεις επιστήμης, ο εναγόμενος ανάδοχος¹⁶⁸⁵ απαλλάσσεται της ευθύνης, εφόσον αποδείξει ότι δεν είχε εύλογο λόγο να πιστεύει και δεν

εταιρικού διοικητή της ένστασης εύλογης εμπιστοσύνης σε συμβουλές τρίτων στις περιπτώσεις ευθύνης του έναντι της ΑΕ ή τρίτων.

¹⁶⁷⁹ Λιάπης, στο Δούβλης/Μπώλος..., ό.π., 1306-1307.

¹⁶⁸⁰ Λιάπης, Ενημερωτικό δελτίο - Οι αξιώσεις αποζημίωσης των επενδυτών, εις: Δικαιοσύνη & Νομοθεσίας της Κεφαλαιαγοράς, 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς (16-18/11/2007), Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ, Ένωση Δικαστών και Εισαγγελέων, Ένωση Εισαγγελέων Ελλάδος, Εκδόσεις Ευρασία, 2008, 258· Coffee Jr, Gatekeepers..., ό.π., 168.

¹⁶⁸¹ Έτσι και ο Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 288.

¹⁶⁸² Άρθρα 60 παρ. 1 του ν. 4706/2020 και 6 παρ. 1 του ν. 3401/2005.

¹⁶⁸³ Ενώ δηλαδή ρητώς προβλέπεται κατά το άρθρο 60 παρ. 2 ότι άλλα πρόσωπα εκτός από αυτά της παρ. 1 ευθύνονται «για τις πληροφορίες που περιέχονται σε επί μέρους διακριτά τμήματα του ενημερωτικού δελτίου, εφόσον προσδιορίζεται ρητά σε αυτό για ποια επί μέρους τμήματά του ευθύνονται αυτά τα πρόσωπα», στην πράξη μέσω της διερεύνησης της υπαιτιότητας μπορεί να γίνει αντίστοιχος περιορισμός της ευθύνης των προσώπων της παρ. 1 (μεταξύ των οποίων περιλαμβάνεται και ο ανάδοχος) ως προς το αποτέλεσμα. Κατά τα λοιπά, ο περιορισμός στη συγκεκριμένη περίπτωση θα αναφέρεται στην «υποκειμενική υπόσταση», ενώ στην αντίστοιχη των προσώπων της παρ. 2 θα αναφέρεται στην και θα πηγάζει από την «αντικειμενική υπόσταση».

¹⁶⁸⁴ Βλ. ανωτέρω στην οικεία θέση.

¹⁶⁸⁵ Μεταξύ άλλων προσώπων.

πίστευσε ότι οι περιεχόμενες στο τμήμα αυτό δηλώσεις ήταν ουσιωδώς αναληθείς ή ελλιπείς ή δεν αντιπροσώπευαν πλήρως τη δήλωση του ειδικού ή δεν ήταν πλήρες αντίγραφο της έκθεσης ή της εκτίμησής του. Ο αμερικανός νομοθέτης θέτει κάποια όρια ελέγχου του τμήματος του δελτίου που έχει ελεγχθεί από ειδικό. Αυτά αφορούν αφενός την ταυτοποίηση της περιεχόμενης στο δελτίο δήλωσης με τη γνώμη του ειδικού αφετέρου τη δημιουργία εύλογων αμφιβολιών για την αξιοπιστία της έκθεσής του.

Το κριτήριο με βάση το οποίο πρέπει να καθορισθεί το μέτρο της επιμέλειας που πρέπει να δείξει ο ανάδοχος κατά την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου σχετικά με την έκθεση άλλου ειδικού είναι αυτό της καλής πίστης¹⁶⁸⁶. Θα ευθύνεται για το επίμαχο τμήμα, εφόσον είχε εύλογο λόγο να αμφιβάλλει για την ορθότητα του πορίσματος του ειδικού. Έτσι, αν έμαθε ή γνώριζε με οποιονδήποτε τρόπο συγκεκριμένα στοιχεία ή γεγονότα τα οποία έρχονται σε αντίφαση με τα εκτιθέμενα στη σχετική έκθεση του ειδικού, όφειλε να διατηρήσει αμφιβολίες σχετικά με την ακρίβεια ή την πληρότητα του σχετικού τμήματος του δελτίου και να μη συμπράξει στη δημοσίευσή του¹⁶⁸⁷. Επειδή πρόκειται για έκφραση θέσης σχετικά με ειδικό ζήτημα, για το οποίο ο ανάδοχος στερείται των αντίστοιχων γνώσεων, κατ' αρχήν δικαιολογείται η παροχή εμπιστοσύνης, πλην όμως η τελευταία δεν πρέπει να είναι τυφλή¹⁶⁸⁸. Αν η παρανομία είναι εξόφθαλμη, δε δικαιολογείται η στήριξη στην αντίθετη γνώμη του ειδικού¹⁶⁸⁹.

Ως προς την επιλογή του ειδικού το ζήτημα εξαρτάται από την ταυτότητα του προσώπου που προβαίνει στην επιλογή και στη σύναψη της σύμβασης με τον ειδικό. Αν αυτός είναι ο εκδότης, τότε ο ανάδοχος δεν έχει σχετικό λόγο¹⁶⁹⁰. Πάντως, αν έχει οποιαδήποτε εύλογη αμφιβολία (βασισμένη σε συγκεκριμένα περιστατικά) σχετικά με την ικανότητα του ειδικού ή με τη σχετικότητα του ερευνηθέντος ζητήματος με την ειδικότητά του¹⁶⁹¹, οφείλει να απέχει από τη σύμπραξη στην υπογραφή του ενημερωτικού δελτίου. Σε περίπτωση κατά την οποία ο ανάδοχος είναι εκείνος που επιλέγει και συμβάλλεται με τον ειδικό ή που μετέχει στην επιλογή και τη σύναψη της σύμβασης είναι προφανές ότι αν αμφιβάλλει ευλόγως για τα ανωτέρω ζητήματα, πρέπει ομοίως να απέχει.

Αντίστοιχη συμπεριφορά μπορεί να αναμένεται και από τον νόμιμο ελεγκτή. Πράγματι, το ΔΠΕ 240 ορίζει ότι σε περίπτωση κατά την οποία προκαλούνται αμφιβολίες στον ελεγκτή σχετικά με τη γνησιότητα κάποιου εγγράφου, αυτός οφείλει μεταξύ άλλων να χρησιμοποιήσει την εργασία «ενός εμπειρογνώμονα για την εκτίμηση της αυθεντικότητας του εγγράφου»¹⁶⁹². Σε περίπτωση κατά την οποία ο ορκωτός ελεγκτής λογιστής έκρινε αναγκαίο να ζητήσει τη γνώμη ειδικού εμπειρογνώμονα καταγράφει σε σχετικό αρχείο το αίτημα και τις συμβουλές που του παρεσχέθησαν¹⁶⁹³.

Το Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου 620 προβλέπει δικαίωμα άμυνας του ορκωτού ελεγκτή λογιστή. Σύμφωνα με αυτό ο ελεγκτής έχει την αποκλειστική ευθύνη για την εκφραζόμενη γνώμη και αυτή δε μειώνεται σε περίπτωση που χρησιμοποιήσει την εργασία ατόμου ή

¹⁶⁸⁶ Πρβλ. Rokas, ό.π., 330-331.

¹⁶⁸⁷ Πρβλ. Rokas, ό.π., 336.

¹⁶⁸⁸ Πρβλ. Rokas, ό.π., 336-337.

¹⁶⁸⁹ Πρβλ. Rokas, ό.π., 336.

¹⁶⁹⁰ Επίσης, είναι πιθανό η εταιρία να αναθέτει τον νομικό έλεγχο σε έναν δικηγόρο ή μία δικηγορική εταιρία ή μία ομάδα αυτών και ο ανάδοχος να αναθέτει από την πλευρά του τον παράλληλο νομικό έλεγχο σε άλλον δικηγόρο ή μία δικηγορική εταιρία ή μία ομάδα αυτών. Μάλιστα, οι νομικοί των δύο πλευρών μπορεί να βρίσκονται σε επικοινωνία, συνεργασία και να ανταλλάσσουν απόψεις. Βλ. Kecskés, Halász, The role of prospectus documentation and prospectus liability, *Pravni Vjesnik God* 2015, 178.

¹⁶⁹¹ Πρβλ. Rokas, ό.π., 332.

¹⁶⁹² Α9 του ΔΠΕ 240.

¹⁶⁹³ Άρθρο 27 παρ. 3 τελ. εδ. του ν. 4449/2017· άρθρο 24 β της Οδηγίας 2006/43/EK.

οργανισμού σε τομέα εμπειρογνωμοσύνης άλλων από αυτόν της λογιστικής ή της ελεγκτικής. Αν, όμως, έχοντας ακολουθήσει τις διαδικασίες που προβλέπει το ΔΠΕ 620 συμπεράνει ότι η εργασία του εμπειρογνώμονα είναι επαρκής μπορεί να την δεχθεί ως κατάλληλο ελεγκτικό τεκμήριο.

Αντίστοιχη είναι η κατάσταση στην περίπτωση των οικονομικών αναλυτών. Ειδικότερα, σύμφωνα με το δίκαιο της ΕΕ ο αναλυτής οφείλει να χρησιμοποιεί αξιόπιστες πηγές και σε περίπτωση κατά την οποία διατηρεί αμφιβολίες σχετικά με την αξιοπιστία κάποιας πηγής ή θεωρεί ότι αυτή δεν είναι αξιόπιστη οφείλει να αναφέρει το γεγονός αυτό στην ανάλυσή του¹⁶⁹⁴. Επίσης, πρέπει να αναφέρει στην επενδυτική σύστασή του που απευθύνεται προς το κοινό με σαφή και ευδιάκριτο τρόπο όλες τις ουσιωδώς συναφείς πηγές πληροφοριών¹⁶⁹⁵. Στην περίπτωση κατά την οποία πρόκειται περί διάδοσης επενδυτικής σύστασης τρίτου προσώπου ο αναλυτής πρέπει να γνωστοποιεί στο κοινό τα στοιχεία του, τις περιπτώσεις που μπορεί να κλονίσουν την αντικειμενικότητα και την ημερομηνία της αρχικής δημοσίευσης¹⁶⁹⁶. Ιδιαίτερη μέριμνα πρέπει να λαμβάνει στις περιπτώσεις δημοσίευσης αποσπάσματος ή περίληψης επενδυτικής σύστασης τρίτου ή δημοσίευσης σύστασης ουσιωδώς τροποποιημένης¹⁶⁹⁷.

Η απόδειξη των πραγματικών περιστατικών που δείχνουν ότι ο πυλωρός είτε προέβη σε επιμελή έλεγχο των πληροφοριών για τις οποίες δεν απαιτούνται γνώσεις ειδικού είτε ευλόγως στηρίχθηκε στην εργασία άλλου ειδικού έχει έννομη συνέπεια σχετικά με την πλήρωση του υποκειμενικού στοιχείου της αστικής ευθύνης, όπου αυτό απαιτείται¹⁶⁹⁸. Έτσι, αν αποδειχθούν τα σχετικά περιστατικά, αποκλείεται η συνδρομή αμέλειας. Πέραν αυτού, όμως, οι σχετικοί ισχυρισμοί είναι αποτελεσματικοί και στις περιπτώσεις κατά τις οποίες αναγνωρίζεται αστική ευθύνη μόνο υπό την προϋπόθεση της συνδρομής του στοιχείου του δόλου (όπως στην περίπτωση της ανήθικης πρόκλησης ζημίας – άρθρο 919 ΑΚ). Αν η απόδειξη περιστρέφεται γύρω από το ζήτημα της διενέργειας επιμελούς ελέγχου ή της εύλογης στήριξης, αυτό σημαίνει ότι αποκλείεται η περίπτωση του δόλου¹⁶⁹⁹.

Η ύπαρξη «κόκκινων σημαιών» και η παράλειψη περαιτέρω έρευνας εκ μέρους του πυλωρού καθιστά τους ως άνω ισχυρισμούς του αβάσιμους στην ουσία τους¹⁷⁰⁰. Ειδικότερα, αν ο ανάδοχος διέγνωσε «κόκκινη σημαία», όφειλε να προβεί σε βαθύτερη έρευνα προτού προβεί στην υπογραφή του ενημερωτικού δελτίου. Ομοίως, ανάλογη ένδειξη καθιστά τη στήριξη ενός πυλωρού στην εργασία άλλου ειδικού αδικαιολόγητη. Δικονομικώς σε περίπτωση που η ευθύνη του πυλωρού είναι πταισματική κατά τον νόμο και ο επενδυτής βαρύνεται με την απόδειξη της υπαιτιότητας, αυτός οφείλει να αποδείξει την ύπαρξη και το διαγνώσιμο των «κόκκινων σημαιών». Αν ο νόμος αντιστρέφει το βάρος απόδειξης, ο πυλωρός πρέπει να αποδείξει ότι δεν υπήρχαν σχετικές ενδείξεις ή δεν μπορούσαν να διαπιστωθούν με επίδειξη της δέουσας επιμέλειας ή, αφού διαπιστώθηκαν, ο ίδιος προέβη σε σχετικές ενέργειες ελέγχου για τη διαφύλαξη της θέσης του.

Η αντίστοιχη ρύθμιση της αστικής ευθύνης του αναδόχου στο πλαίσιο του άρθρου 11 της Securities Act του 1933 σχετικά με το τμήμα του ενημερωτικού δελτίου που δεν αφορά εξειδικευμένες γνώσεις τον έχει ωθήσει στη σύναψη σχετικών συμφωνιών είτε με λογιστές είτε

¹⁶⁹⁴ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 132· άρθρο 3 παρ. 1 περ. γ' του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2016/958.

¹⁶⁹⁵ Άρθρο 3 παρ. 1 περ. β' του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2016/958.

¹⁶⁹⁶ Άρθρο 8 του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2016/958.

¹⁶⁹⁷ Άρθρα 9 και 10 του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2016/958.

¹⁶⁹⁸ Tuch, Multiple Gatekeepers, ό.π., 1645-1646.

¹⁶⁹⁹ Tuch, Multiple Gatekeepers, ό.π., 1587.

¹⁷⁰⁰ Tuch, Multiple Gatekeepers, ό.π., 1639.

με δικηγόρους¹⁷⁰¹. Στο πλαίσιο των συμφωνιών αυτών ο ανάδοχος λαμβάνει από τους μεν επιστολές εξασφάλισης («comfort letters»)¹⁷⁰² από τους δε επιστολές αρνητικής διαβεβαίωσης («negative assurance letters»)¹⁷⁰³. Σε περίπτωση άσκησης αγωγής σε βάρος του χρησιμοποιεί τις σχετικές επιστολές προκειμένου να αποδείξει ότι προέβη σε συνετό και εύλογο έλεγχο της αλήθειας και πληρότητας των περιεχόμενων στο ενημερωτικό δελτίο πληροφοριών¹⁷⁰⁴.

Μόνη η λήψη επιστολών εξασφάλισης ή αρνητικής διαβεβαίωσης υποστηρίζεται ότι δεν αρκεί. Αν θεωρούνταν επαρκής, τότε ταυτόχρονα με τη λήψη της ο ανάδοχος θα εξασφάλιζε την απαλλαγή του από την αστική ευθύνη. Ωστόσο, με δεδομένη την αόριστη και συντηρητική διατύπωση των σχετικών επιστολών και την έλλειψη ευθύνης των συντακτών τους κατά το άρθρο 11 της Securities Act του 1933, κρίνεται ότι η υποχρέωση επιμέλειας του πωλωρού δεν εξαντλείται στον εφοδιασμό του με τέτοιες επιστολές. Αντιθέτως, ο τελευταίος οφείλει να εξετάσει τα μέτρα επιμέλειας που έλαβαν οι συντάκτες των επιστολών¹⁷⁰⁵. Περαιτέρω, οφείλει να ενεργήσει και ο ίδιος έρευνα¹⁷⁰⁶.

Το ζήτημα της στήριξης ενός πωλωρού στη γνώμη κάποιου άλλου δεν ανακύπτει αποκλειστικά στις ως άνω αναφερθείσες περιπτώσεις, αλλά αυτές αναφέρονται ενδεικτικώς¹⁷⁰⁷. Ανάλογη αλληλεπίδραση αναπτύσσεται και στο πλαίσιο της σχέσης μεταξύ «εσωτερικού» («in-house») και «εξωτερικού» δικηγόρου. Ο τελευταίος ενδέχεται να αποφασίσει να στηριχθεί σε κάποια άποψη του πρώτου, καθώς αυτός θεωρείται εξοικειωμένος και βαθύτερος γνώστης των εταιρικών υποθέσεων¹⁷⁰⁸. Η άμυνα του «εξωτερικού» δικηγόρου θα βασισθεί στο ήδη αναφερθέν σκεπτικό. Εκείνο που έχει παρατηρηθεί και είναι άξιο λόγου είναι το γεγονός ότι κατά τη διαδικασία διενέργειας ελέγχου εκ μέρους του πωλωρού και χρήσης του προϊόντος της εργασίας τρίτων προσώπων, ο πωλωρός ενδέχεται να χρησιμοποιήσει την ευριστική τεχνική (κατά τα διδάγματα της Γνωστικής Ψυχολογίας) της επίδειξης εμπιστοσύνης στον γνώστη των εταιρικών υποθέσεων ιδίως στον βαθμό κατά τον οποίο αυτός φαίνεται να είναι αφοσιωμένος στην εργασία του και να μην εκφράζει ανησυχία για κάποιο ζήτημα¹⁷⁰⁹. Όμως, ελλοχεύει ο κίνδυνος μετάδοσης γνωστικού σφάλματος εκ μέρους του ενός πωλωρού στον άλλο. Το σφάλμα αυτό μπορεί να σχετίζεται με την αδυναμία του αρχικού πωλωρού προς διαπίστωση αρρυθμίας σχετικά με ζήτημα για το οποίο ο αρχικός έλεγχός του είχε καταλήξει στο συμπέρασμα περί έλλειψής της¹⁷¹⁰.

5. Αλληλεξάρτηση και αλληλεπίδραση των πωλωρών

Η παράλληλη συνύπαρξη και δραστηριοποίηση περισσότερων πωλωρών (της ίδιας ή και διαφορετικών κατηγοριών) τόσο στο παρασκήνιο όσο και στο προσκήνιο της κεφαλαιαγοράς

¹⁷⁰¹ Βλ. Coffee Jr, Enhancing Investor Protection..., ό.π., 57, σχετικά με τη λειτουργία ειδικών εταιριών που αναλαμβάνουν τη διενέργεια του ελέγχου («due diligence firms»).

¹⁷⁰² Βλ. Kecskés, Halász, ό.π., 178· Γκουτζίνη, Χειμώνα, ό.π., 26.

¹⁷⁰³ Γκουτζίνης, Χειμώνα, ό.π., 21.

¹⁷⁰⁴ Επί όλων αυτών Tuch, Multiple Gatekeepers, ό.π., 1645-1648.

¹⁷⁰⁵ Tuch, Multiple Gatekeepers, ό.π., 1648-1655.

¹⁷⁰⁶ Γκουτζίνης, Χειμώνα, ό.π., 21.

¹⁷⁰⁷ Στο πλαίσιο του ελέγχου οι ελεγκτές ενδέχεται να χρειασθούν τη γνώμη νομικού για ζητήματα σχετιζόμενα με τη νομική επιστήμη (λ.χ. με το ιδιοκτησιακό καθεστώς των περιουσιακών στοιχείων ή τη σπουδαιότητα εκκρεμών δικών). Πρόκειται για τα ονομαζόμενα «audit letters». Βλ. Freeman John, ό.π., 394.

¹⁷⁰⁸ Πρβλ. Le Mire, Parker, ό.π., 111.

¹⁷⁰⁹ Langevoort, Getting (Too) Comfortable..., ό.π., 18-19.

¹⁷¹⁰ Langevoort, Getting (Too) Comfortable..., ό.π., 18.

συνεπάγεται τη λειτουργία ενός δικτύου πληροφόρησης. Κάθε πυλωρός γίνεται κάτοχος και επεξεργάζεται μία σημαντική ποσότητα πληροφοριών σχετικών με τις εισηγμένες εταιρίες με τις οποίες συνεργάζεται. Ωστόσο, συνήθως αυτή η ποσότητα αποτελεί μέρος μόνο του συνόλου των σχετικών πληροφοριών. Συχνά δε, κάποιος πυλωρός διαθέτει πληροφορίες που δε διαθέτει άλλος, ενώ δε γνωρίζει άλλες που έχει στη διάθεσή του ο τελευταίος¹⁷¹¹. Η αποσπασματική εικόνα που μπορεί να έχει κάθε πυλωρός χωριστά ενδέχεται να τον εμποδίζει να διαπιστώσει παραβιάσεις του νόμου – το ίδιο συμβαίνει και με το επενδυτικό κοινό. Αντιθέτως, αν μπορούσε να λάβει χώρα ανταλλαγή των σχετικών πληροφοριών, η συνολική εικόνα θα ήταν ξεκάθαρη και αποκαλυπτόταν η αλήθεια¹⁷¹².

Η διερεύνηση της δραστηριότητας και της αστικής ευθύνης κάθε πυλωρού χωρίς τον συσχετισμό τους με την αντίστοιχη δράση και ευθύνη των υπολοίπων συμβάλλει στον κατακερματισμό της γνώσης και της πληροφορίας. Όπως έχει ήδη διαπιστωθεί, στην πράξη εντός της κεφαλαιαγοράς κανένας πυλωρός δεν είναι ούτε μόνος του ούτε απομονωμένος από τους υπολοίπους. Πολλές φορές συμπράττει με συναδέλφους του, άλλες φορές εντάσσεται σε μία ομάδα εργασίας και άλλες φορές έρχεται σε επαφή και χρησιμοποιεί την εργασία άλλων πυλωρών, είτε της αυτής είτε διαφορετικής επαγγελματικής κατηγορίας. Η αλληλεπίδραση των πυλωρών μεταξύ τους αποτελεί πραγματικότητα. Εφόσον συμβαίνει αυτό, η ίδια η αλληλεπίδραση είναι εκείνη που δύναται να δώσει λύση στον κατακερματισμό των πληροφοριών.

Το δίκτυο των πυλωρών της κεφαλαιαγοράς πρέπει να νοηθεί ως ένα σύνθετο σύστημα. Ειδικότερα, περιφερειακώς της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας συνυπάρχουν και αλληλεπιδρούν οι πυλωροί, έκαστος εκ των οποίων ατομικά. Η συμμετοχή τους στη διαδικασία ροής της πληροφόρησης από τον εκδότη προς το επενδυτικό κοινό δημιουργεί μεταξύ τους σχέσεις σύνδεσης και αλληλεξάρτησης¹⁷¹³. Οι αποφάσεις καθενός εξ αυτών επηρεάζουν το πεδίο δράσης των υπολοίπων και εμμέσως προσδιορίζουν το εύρος των επιλογών τους. Η ίδια η συμμετοχή κάποιων συγκεκριμένων πυλωρών δύναται να επηρεάζει την ποιότητα των υπηρεσιών άλλων θυροφυλάκων. Σ' αυτή τη συμμετοχή συχνά οι ίδιοι οι «gatekeepers» προσβλέπουν προκειμένου να κατανοήσουν πολύπλοκα ζητήματα που απαιτούν ειδικές γνώσεις. Αναλόγως μάλιστα με το περιεχόμενο των σχετικών κανόνων αστικής ευθύνης η συνδρομή κάποιου πυλωρού ενδεχομένως αποτελεί μέσο απαλλαγής κάποιου άλλου από την ευθύνη¹⁷¹⁴. Στο πλαίσιο αυτό πολλές φορές αναπτύσσεται επικοινωνία.

Ο κατακερματισμός της πληροφόρησης μπορεί να αντιμετωπισθεί μέσω της συνεργασίας των πυλωρών. Αυτό σημαίνει ότι έκαστος «gatekeeper» θα μοιρασθεί το τμήμα των πληροφοριών που κατέχει με τους υπόλοιπους. Η διαδικασία αυτή πρέπει να είναι αμφίδρομη. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται πληρέστερη και ακριβέστερη πληροφόρηση. Η επικοινωνία των πυλωρών τους δίνει την ευκαιρία αλληλεπίδρασης, στο πλαίσιο της οποίας διενεργείται διασταύρωση και επιβεβαίωση της ορθότητας των πληροφοριών. Η διαδραστική αυτή επαφή γίνεται στο πλαίσιο εκτέλεσης των ανειλημμένων υποχρεώσεων των πυλωρών και εξυπηρετεί κατά τρόπο άμεσο τον σκοπό των συναφθεισών μεταξύ αυτών και του εκδότη του

¹⁷¹¹ Minto, Enlisting Internal and External Financial Gatekeepers: Problems of Multiple Centres of Knowledge Construction, EJRR 2018, 289.

¹⁷¹² Minto, ό.π., 304.

¹⁷¹³ Goergen, Mallin, Mitleton - Kelly, Al-Hawamdeh, Hse-Yu, Corporate Governance and Complexity Theory, Edward Elgar Publishing Limited, 2010, 5-21.

¹⁷¹⁴ Βλ. επιστολές εξασφάλισης ή επιστολές αρνητικής διαβεβαίωσης.

χρηματοπιστωτικού μέσου συμβάσεων¹⁷¹⁵. Παράλληλα, όμως, αναπτύσσει ανακλαστικά αποτελέσματα στην ποιότητα της πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού.

Η αλληλεπίδραση αυτή μεταξύ των πυλωρών επιλέγεται αυτοβούλως μεν από τους ίδιους (και από τον εκδότη), αλλά ταυτόχρονα αποτελεί τρόπο διασφάλισής τους για την περίπτωση διερεύνησης της αστικής ευθύνης τους. Συνήθως η νομοθεσία δεν επιβάλλει τη συγκεκριμένη διαδικασία. Ωστόσο, η εισαγωγή συστήματος ευθύνης (ανεξαρτήτως του χαρακτήρα της ως αντικειμενικής, νόθου αντικειμενικής ή υποκειμενικής) γεννά την ανάγκη λήψης προληπτικών της ζημίας των επενδυτών μέτρων. Επί της ουσίας η νομοθεσία αποβλέπει σε ένα αποτέλεσμα καταλείποντας στους πυλωρούς την ευχέρεια επιλογής του τρόπου και της διαδικασίας επέλευσης και διασφάλισής του. Ιδίως σε περίπτωση που νομοθετικώς προβλέπεται δικαίωμα άμυνας του πυλωρού με αντικείμενο τη διενέργεια επιμελούς ελέγχου («reasonable investigation defense»), οι πυλωροί προκρίνουν τη συνεργασία ως διαδικασία επί της οποίας θα δομηθεί η άμυνά τους έναντι σχετικών αγωγών αποζημίωσης¹⁷¹⁶.

Η σχετική διαδικασία συναντάται ιδίως στην περίπτωση της αρχικής δημόσιας προσφοράς. Κύριο χαρακτηριστικό είναι η διενέργεια επίσημων συνεδριάσεων στην οποία μετέχουν όλοι οι εμπλεκόμενοι φορείς με σκοπό την επαλήθευση των πληροφοριών που περιέχονται στο σχεδιαζόμενο ενημερωτικό δελτίο. Πρόκειται για τις λεγόμενες συνεδριάσεις επαλήθευσης («verification meetings»)¹⁷¹⁷. Στην έννομη τάξη της Αυστραλίας η πρακτική αυτή προσλαμβάνει ακόμη πιο επίσημη μορφή με τη σύσταση της ονομαζόμενης «επιτροπής δέουσας επιμέλειας» («Due Diligence Committee»), η οποία συστήνεται από τον εκδότη και έχει ως σκοπό τον συντονισμό και την εποπτεία των ειδικών κατά τη διενέργεια του ελέγχου και την προετοιμασία του ενημερωτικού δελτίου¹⁷¹⁸. Σ' αυτήν συμμετέχουν εκπρόσωποι των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών, οι πυλωροί και κάποιες φορές ο δικηγόρος του αναδόχου¹⁷¹⁹.

Η μορφή της σχετικής συνεργασίας διαφέρει ανάλογα με την έννομη τάξη. Έτσι, στην Αυστραλία το πόρισμα των σχετικών συναντήσεων αποτυπώνεται και εγγράφως¹⁷²⁰. Αντιθέτως, αυτό αποφεύγεται στις Η.Π.Α. υπό τον φόβο παραγωγής αποδεικτικών στοιχείων¹⁷²¹. Η προσέγγιση που ακολουθούν οι δύο χώρες είναι διαφορετική: Στην Αυστραλία επικρατεί η διαδικαστικοποίηση του σχετικού ελέγχου με την υπογραφή χωριστών εκθέσεων από κάθε αρμόδιο υπάλληλο της εταιρίας και από κάθε πυλωρό και με τη σύνταξη και παράδοση προς την εταιρία της τελικής αναφοράς της επιτροπής. Αντιθέτως, στις Η.Π.Α. ο έλεγχος γίνεται με δύο βασικούς άξονες: την ίδια την εταιρία και τον ανάδοχο, ενώ οι υπόλοιποι ειδικοί ενεργούν ως αντιπρόσωποί τους¹⁷²². Ο έλεγχος γίνεται χωριστά¹⁷²³ χωρίς πραγματοποίηση συναντήσεων

¹⁷¹⁵ Πρβλ. Coffee Jr, Enhancing Investor Protection..., ό.π., 64-65, 67, ο οποίος σε συγκεκριμένες κατηγορίες συναλλαγών πρότεινε τη διενέργεια ελέγχου από «due diligence firms» και την υποχρεωτική (κατά τον νόμο) γνωστοποίηση της έκθεσης στον οίκο αξιολόγησης.

¹⁷¹⁶ Golding, The Reform of Misstatement Liability in Australia's Prospectus Laws, SJD dissertation, University of Sydney, 2001, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://ses.library.usyd.edu.au/bitstream/2123/607/1/adt-NU20040206.16134402>, 171επ., Clifford Chance LLP, Initial Public Offers: A guide to the UK listing regime, 2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com/content/micro-facm/en/financial-markets-resources/resources-by-type/guides/a-guide-to-the-uk-listing-regime/_jcr_content/parsys/download/file.res, 75.

¹⁷¹⁷ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1658-1659· Clifford Chance LLP, ό.π., 21-22.

¹⁷¹⁸ Golding, ό.π., 173.

¹⁷¹⁹ Golding, ό.π., 173.

¹⁷²⁰ Golding, ό.π., 179.

¹⁷²¹ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1659.

¹⁷²² Golding, ό.π., 179.

¹⁷²³ Golding, ό.π., 178.

(προς αποφυγή της αύξησης των εξόδων)¹⁷²⁴, ενώ κρίσιμη είναι η χορήγηση επιστολών διασφάλισης προς τον ανάδοχο¹⁷²⁵. Η προσέγγιση του Ηνωμένου Βασιλείου είναι επηρεασμένη από την αντίστοιχη πρακτική των Η.Π.Α.. Έτσι, ενώ οι συνεδριάσεις επαλήθευσης έχουν τις ρίζες τους στο Ηνωμένο Βασίλειο, στην περίπτωση κατά την οποία η σχετική προσφορά αναφέρεται σε θεσμικούς επενδυτές των Η.Π.Α. ακολουθείται η πρακτική ελέγχου που ακολουθείται στις τελευταίες¹⁷²⁶.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το ζήτημα της κατανομής των ρόλων μεταξύ των πυλωρών στο πλαίσιο μίας αυστραλιανής επιτροπής επιμελούς ελέγχου («due diligence committee»). Συνήθως αποφεύγεται η εκ μέρους του αναδόχου ανάθεση σε δικηγόρο του της διενέργειας νομικού ελέγχου προς διασταύρωση των συμπερασμάτων του αντίστοιχου ελέγχου στον οποίο προέβη ο δικηγόρος του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου. Στο ίδιο πλαίσιο οι λογιστές παροτρύνονται από το αυστραλιανό Συμβούλιο Λογιστικών Επαγγελματικών και Ηθικών Προτύπων¹⁷²⁷ να στηρίζονται κατά τη συμμετοχή τους στην επιτροπή στο έργο συμβούλων της εταιρίας ή στο έργο συμβούλων ή μελών της επιτροπής ως προς ζητήματα για τα οποία αυτοί είναι υπεύθυνοι¹⁷²⁸.

Η άρνηση συμμετοχής στις ενδεχόμενες σχετικές συνεδριάσεις μπορεί να έχει δυσμενείς συνέπειες. Αυτές αφορούν πρωτίστως στην πληρότητα και την ακρίβεια της περιεχόμενης στο ενημερωτικό δελτίο πληροφόρησης. Αυτές με τη σειρά τους μπορεί να αποτελέσουν αιτία πρόκλησης ζημίας στους επενδυτές με συνέπεια τη διερεύνηση της αστικής ευθύνης των πυλωρών. Πρέπει να σημειωθεί ότι η ευθύνη δε γεννάται από τη μη συμμετοχή στη συνεδρίαση, αλλά από την επίδειξη αμέλειας (σε περίπτωση που αυτή τίθεται μεταξύ των προϋποθέσεων ευθύνης) κατά την εκτέλεση των καθηκόντων του και την παράλειψη λήψης των μέτρων εκείνων που θα καθιστούσαν την έκθεση του απόντα πυλωρού πλήρη, αληθή και ακριβή. Η απουσία του, όμως, δεν απαλλάσσει των ευθυνών τους τους υπόλοιπους πυλωρούς. Αυτοί οφείλουν να εξαντλήσουν κάθε περιθώριο προκειμένου να έρθουν σε επικοινωνία με τον απόντα, να επιστήσουν την προσοχή στον ανάδοχο και στον εκδότη και να διερευνήσουν την πιθανότητα εύρεσης εναλλακτικής πηγής πληροφόρησης¹⁷²⁹.

Στη θεωρία έχουν διατυπωθεί διάφορες προτάσεις σχετικά με την προώθηση της συνεργασίας μεταξύ των πυλωρών. Ειδικότερα, υποστηριχθεί ότι θα μπορούσε η συνεργασία αυτή να είναι υποχρεωτική¹⁷³⁰. Στο πλαίσιο αυτό λαμβανομένης υπ' όψιν της ανάγκης περιορισμού του κόστους έχει προταθεί να απαιτείται συζήτηση μεταξύ των θυροφυλάκων των ιδιαίτερα ανησυχητικών ζητημάτων και των ιδιαίτερα ευαίσθητων πληροφοριών¹⁷³¹. Ως εναλλακτική επιλογή προτάθηκε η υποχρέωση ενημέρωσης εκ μέρους πυλωρού των υπόλοιπων

¹⁷²⁴ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1661.

¹⁷²⁵ Golding, ό.π., 179.

¹⁷²⁶ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1659.

¹⁷²⁷ Accounting Professional & Ethical Standards Board.

¹⁷²⁸ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1660· APES 350 Participation by Members in Public Practice in Due Diligence Committees in Connection with a Public Document, 3.16 (2009). Βλ. αντίστοιχα τις παραγράφους 3.14 και 3.15 του ίδιου προτύπου, σύμφωνα με τις οποίες σε περίπτωση κατά την οποία ανατίθεται σε λογιστή η αρμοδιότητα να εκφέρει κρίση για χρηματοοικονομικές πληροφορίες ή άλλες συγκεκριμένες πληροφορίες και ανακύπτουν ζητήματα που απαιτούν ειδικές γνώσεις σχετικές με άλλο επάγγελμα οφείλει να ζητήσει τη συνδρομή ειδικού ελέγχοντας ταυτόχρονα την ικανότητα και την αντικειμενικότητά του και την καταλληλότητα της εργασίας του.

¹⁷²⁹ Βεβαίως δεν μπορούν να προκαλέσουν κατά τρόπο άμεσο την αντικατάσταση του απόντος, καθόσον δε συνδέονται συμβατικά μαζί του. Σε περίπτωση κατά την οποία ο απών είναι αντισυμβαλλόμενός τους, τότε πρέπει να εξετάσουν το ενδεχόμενο λύσης της σύμβασης.

¹⁷³⁰ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1658.

¹⁷³¹ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1661-1662.

πυλωρών σε περίπτωση παρανομίας¹⁷³². Τέλος, ως αποτελεσματικές λύσεις προβάλλουν κατά την ίδια άποψη η ελευθερία ίδρυσης διεπιστημονικών εταιριών παροχής υπηρεσιών πυλωρών και η αυτορρύθμιση των σχετικών επιστημονικών κλάδων μέσω έκδοσης κατευθυντήριων οδηγιών σχετικά με τη συνεργασία τους¹⁷³³.

Η δια νόμου θέσπιση της υποχρεωτικής συνεργασίας των πυλωρών δεν πρέπει να απορρίπτεται, πλην όμως έρχεται σε δεύτερο στάδιο. Με δεδομένο ότι η αυτορρύθμιση είναι προτιμότερη της κρατικής ρύθμισης, το προγενέστερο στάδιο συνίσταται στην υιοθέτηση σχετικών ρυθμίσεων περί συνεργασίας σε επίπεδο κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης και στην έκδοση σχετικών δεοντολογικών προτύπων εκ μέρους των σχετικών επαγγελματικών συλλόγων. Μόνο σε περίπτωση που διαπιστωθεί η αναποτελεσματικότητά τους πρέπει να εξετασθεί το ενδεχόμενο θέσπισης σχετικής νομοθεσίας.

Ο περιορισμός των ζητημάτων για τα οποία πρέπει να επιβάλλεται η συνεργασία μεταξύ των πυλωρών δημιουργεί προβλήματα οριοθέτησης και προσδιορισμού των υπαγόμενων περιπτώσεων. Με δεδομένο ότι δεν είναι δυνατή η απαρίθμηση όλων των σχετικών περιπτώσεων, η υιοθέτηση αόριστων νομικών εννοιών είναι αναπόφευκτη. Αυτή, όμως, ενέχει ασάφεια και κατά συνέπεια δημιουργεί ανασφάλεια δικαίου.

Στο πλαίσιο αυτό και υπό την προϋπόθεση της εξάντλησης των δυνατοτήτων αυτορρύθμισης προκρίνεται η λύση της υποχρέωσης ενημέρωσης εκ μέρους του πυλωρών των υπόλοιπων πυλωρών για περιπτώσεις παρανομίας. Πράγματι, μπορεί να προβλεφθεί ένα προστάδιο κατά το οποίο ο πυλωρός πριν ενημερώσει το αρμόδιο όργανο ή την επιτροπή ελέγχου ενημερώνει σχετικά τους υπόλοιπους πυλωρούς. Ωστόσο, πρέπει να καθορισθεί χρονικός περιορισμός με δεδομένη την εν κρυπτώ συνεργασία των πυλωρών και την ανάγκη γρήγορης διεκπεραίωσης του ζητήματος. Για τους λόγους αυτούς πρέπει να προβλεφθεί άμεση ενημέρωση των υπόλοιπων πυλωρών, άμεση απάντηση των τελευταίων και προώθηση της σχετικής αναφοράς αμελλητί εντός της ιεραρχίας της εταιρίας.

6. Η ένταξη του δικτύου των πυλωρών σε ευρύτερο πλαίσιο ελέγχων και συνεργασίας

Οι πυλωροί αποτελούν στην πραγματικότητα ένα υποσύστημα, δηλαδή ένα τμήμα ενός ευρύτερου συστήματος¹⁷³⁴. Το σύστημα αυτό νοείται τόσο σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης όσο και σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς ως συναπαρτιζόμενο από πολλούς φορείς, όπως την εισηγμένη εταιρία, τη διοίκησή της, την επιτροπή ελέγχου¹⁷³⁵, τους μετόχους πλειοψηφίας και μειοψηφίας, τους θεσμικούς επενδυτές, τους μικροεπενδυτές, τους πυλωρούς, τις εποπτικές αρχές, τους εργαζομένους και τους δανειστές¹⁷³⁶. Εντός αυτού δημιουργείται ένα πλαίσιο

¹⁷³² Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1662.

¹⁷³³ Tuch, Multiple Gatekeepers..., ό.π., 1663-1665.

¹⁷³⁴ Βλ. και Laby, ό.π., 136, ο οποίος προτείνει την εξέταση της δράσης του πυλωρού όχι ατομικά, αλλά στο πλαίσιο ένταξής του σε μία ομάδα, στο περιβάλλον της εταιρίας.

¹⁷³⁵ Σχετικά με αυτήν και την επιλογή του Έλληνα νομοθέτη σχετικά με τη σύνθεσή της βλ. Μικρουλέα, Ζητήματα ευθύνης..., 2018, 429-430.

¹⁷³⁶ Με το άρθρο 91 παρ. 1 του ν. 4706/2020 «1. Από τη θέση σε εφαρμογή των άρθρων 1 έως 24 του παρόντος καταργούνται οι διατάξεις των άρθρων 1 έως 11 του ν. 3016/2002 (Α' 110), καθώς και κάθε άλλη διάταξη νόμου ή κανονιστικής πράξεως που αντίκειται στις διατάξεις του παρόντος νόμου, με την επιφύλαξη της εφαρμογής τους για πράξεις και παραλείψεις που έχουν τελεσθεί μέχρι την έναρξη ισχύος του παρόντος, καθώς και για τις σχετικές εκκρεμείς διαδικασίες». Με τα άρθρα 1-24 του ν. 4706/2020 προβλέπεται μεταξύ άλλων η θέσπιση επιτροπής αποδοχών και επιτροπής υποψηφιοτήτων, ενώ τροποποιούνται οι σχετικές με τη σύνθεση και λειτουργία των

έννομων σχέσεων μεταξύ παραγόντων με διαφορετικούς ρόλους, συμφέροντα, δικαιώματα, στόχους και ικανότητες. Στο πλέγμα αυτό απαντώνται σχέσεις συνεργασίας, ανταγωνισμού, διοίκησης και εποπτείας¹⁷³⁷. Η δράση κάποιου από τους παράγοντες του συστήματος επηρεάζει τον τρόπο λειτουργίας των υπολοίπων. Η δε δυσλειτουργία κάποιου εξ αυτών δύναται να αποτελέσει την αφορμή για την τροποποίηση της νομοθεσίας με άμεσες και έμμεσες συνέπειες για το σύνολο των παραγόντων¹⁷³⁸.

Η εξέταση του υποσυστήματος χωρίς τη συσχέτισή του με το ευρύτερο σύστημα θα είχε ως συνέπεια την ημιτελή προσέγγιση της θέσης και του τρόπου λειτουργίας του. Δεν είναι μόνο οι πυλωροί εκείνοι που αλληλεπιδρούν. Παρόμοια σχέση αναπτύσσεται και μεταξύ των πυλωρών και των υπόλοιπων παραγόντων του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Πλήρης εξέταση της θεωρίας των «gatekeepers» είναι δυνατή μόνο με τη μελέτη της σχέσης υποσυστήματος - συστήματος. Κατά τη σχετική έρευνα δεν πρέπει να παραλειφθεί η συνεκτίμηση άλλου ενός παράγοντα, αυτού των εποπτικών αρχών.

Στο ανωτέρω πλαίσιο σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης κεντρικό ρόλο διαδραματίζει μεταξύ άλλων ο έλεγχος υπό την ουσιαστική έννοια του όρου. Έτσι, η άσκηση ελέγχου επιδιώκεται με τη συμμετοχή ανεξάρτητων μη εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας, με τη σύσταση επιτροπής ελέγχου, με τη σύσταση επιτροπής αποδοχών (όπου αυτή προβλέπεται), με την οργάνωση συστήματος εσωτερικού ελέγχου και με τη διεξαγωγή του υποχρεωτικού (εξωτερικού) ελέγχου¹⁷³⁹.

Ήδη στο πλαίσιο του ως άνω πλαισίου ελέγχου δημιουργείται ένα πλέγμα διασταυρούμενων ελέγχων με άξονες είτε εντός είτε εκτός εταιρίας. Ειδικότερα, τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ αναλαμβάνουν τον ρόλο εποπτείας του έργου των εκτελεστικών^{1740 1741}. Στο σημείο αυτό πρέπει να προστεθεί η δυνατότητα που προβλέπεται στο άρθρο 87 παρ. 4 του ν. 4548/2018 περί συστάσεως εκτελεστικής επιτροπής, με αποτέλεσμα το ΔΣ να προσλαμβάνει χαρακτήρα εποπτικού οργάνου¹⁷⁴². Περαιτέρω, η επιτροπή αποδοχών μεταξύ άλλων «συνδράμει το διοικητικό ή εποπτικό συμβούλιο, στην επίβλεψη της διαδικασίας με την οποία η εταιρία συμμορφώνεται με τις ισχύουσες διατάξεις περί δημοσιοποίησης ζητημάτων για τις αποδοχές»¹⁷⁴³. Η επιτροπή ελέγχου (η οποία μπορεί να είναι ανεξάρτητη επιτροπή ή επιτροπή του ΔΣ¹⁷⁴⁴) μεταξύ άλλων ελέγχει τη «διαδικασία χρηματοοικονομικής πληροφόρησης», την αποτελεσματικότητα των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και το έργο των εξωτερικών ελεγκτών¹⁷⁴⁵. Ο εσωτερικός έλεγχος παρακολουθεί την

επιτροπών, ιδίως της επιτροπής ελέγχου, και με το σύστημα εσωτερικού ελέγχου διατάξεις. Βλ. σχετικά Δρίτσα, Ν 4706/2020: Το νέο νομικό πλαίσιο για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Ειδικά θέματα εφαρμογής, ΔΕΕ 2020, 930επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>.

¹⁷³⁷ Πρβλ. Kourula, Pauku, Peterman, Koria, ό.π., 153.

¹⁷³⁸ Goergen, Mallin, Mitleton - Kelly, Al-Hawamdeh, Hse-Yu, ό.π., 55.

¹⁷³⁹ Πρβλ. Branson, ό.π., 3-4.

¹⁷⁴⁰ Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση, αρ. 29· Μικρούλεα, Ζητήματα ευθύνης, 2018, 402.

¹⁷⁴¹ Τα μη εκτελεστικά μετέχουν σε επιτροπές του ΔΣ. Βλ. Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση, αρ. 51, 81.

¹⁷⁴² Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 87 αρ. 42-49.

¹⁷⁴³ Λιβαδά, Το ΔΣ..., ό.π., 298.

¹⁷⁴⁴ Άρθρο 44 παρ. 1 εδ. β' του ν. 4449/2017.

¹⁷⁴⁵ Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση, αρ. 69-73. Βλ. την ίδια, αρ. 82 σχετικά με τις ειδικές ρυθμίσεις σχετικά με τα πιστωτικά ιδρύματα και αρ. 90-94 αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση των εταιριών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Επίσης, η επιτροπή ελέγχου παρακολουθεί την ανεξαρτησία των ορκωτών ελεγκτών λογιστών και των ελεγκτικών εταιριών. Παράλληλα, εποπτεύει τους εσωτερικούς ελεγκτές. Βλ. Δρίτσα, Επιτροπές ελέγχου οντοτήτων δημόσιου συμφέροντος - Ο ρόλος τους στο πλαίσιο ενός ελέγχου οικονομικών καταστάσεων, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ 2017, 950-951.

τήρηση του εσωτερικού κανονισμού, του καταστατικού και της νομοθεσίας¹⁷⁴⁶. Οι εξωτερικοί ελεγκτές προβαίνουν σε έλεγχο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και της διαχείρισης της εταιρίας, ενώ παράλληλα ελέγχουν την έκθεση διαχείρισης και εφιστούν την προσοχή σχετικά με οποιαδήποτε αβεβαιότητα «αφορά γεγονότα ή συνθήκες τα οποία ενδέχεται να προκαλέσουν σημαντικές αμφιβολίες σχετικά με την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες»¹⁷⁴⁷.

Στο ως άνω πλέγμα αναπτύσσονται σχέσεις αλληλεξάρτησης και αλληλεπίδρασης. Η ύπαρξή τους έχει αναγνωριθεί από τη θεωρία λ.χ. στη σχέση μεταξύ επιτροπής ελέγχου και εσωτερικού ελέγχου: η μεν πρώτη ελέγχει και διασφαλίζει την αποτελεσματική λειτουργία του δεύτερου, ενώ ο τελευταίος αποτελεί πηγή ενημέρωσης και το έργο του χρησιμοποιείται από την πρώτη¹⁷⁴⁸. Παρόμοιες σχέσεις αναπτύσσονται και μεταξύ των υπόλοιπων ως άνω παραγόντων. Μάλιστα, προς διασφάλιση της αποτελεσματικής άσκησης των καθηκόντων τους συχνά προβλέπονται σχετικά δικαιώματα ενημέρωσης¹⁷⁴⁹. Ταυτόχρονα, όμως, επιβάλλονται και υποχρεώσεις πληροφόρησης των αρμόδιων οργάνων ή επιτροπών της εταιρίας¹⁷⁵⁰, της γενικής συνέλευσης ή των εποπτικών αρχών¹⁷⁵¹. Έτσι, η άσκηση ελέγχου συνοδεύεται από λογοδοσία του ίδιου του ελέγχοντος.

Σημαντική θέση στο ως άνω σύστημα διαδραματίζουν οι εποπτικές αρχές. Επακόλουθο της συνύπαρξης πολλών διαφορετικών παραγόντων που δραστηριοποιούνται εντός του συστήματος αυτού είναι η συνύπαρξη περισσότερων εποπτικών αρχών. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων¹⁷⁵², η Τράπεζα της Ελλάδος¹⁷⁵³ και η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών («European Securities and Markets Authority» - ESMA)¹⁷⁵⁴. Αν συνυπολογισθεί και η πιθανότητα διασυνοριακών συναλλαγών τότε ο κύκλος των εμπλεκόμενων αρχών διευρύνεται. Στο πλαίσιο αυτό ζητούμενο προς αποφυγή του κατακερματισμού των πληροφοριών είναι πέραν της συνεργασίας των πυλώνων η επικοινωνία των τελευταίων με τις εποπτικές αρχές και η συνεργασία των περισσότερων αρχών μεταξύ τους.

Η προσπάθεια του νομοθέτη προς αποκέντρωση των συστημάτων κανονιστικού ελέγχου και η μετακύλιση εποπτικών καθηκόντων σε ιδιώτες υλοποιείται με δύο τεχνικές. Η πρώτη αφορά τη θέσπιση υποχρέωσης σύστασης από τις εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, ενώ η δεύτερη αφορά στην ανάθεση ελεγκτικών καθηκόντων ή καθηκόντων πιστοποίησης σε τρίτους επαγγελματίες παρόχους υπηρεσιών προς την εταιρία¹⁷⁵⁵. Με τη σύσταση υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου ο νομοθέτης αναθέτει στην οντότητα τη σύσταση μηχανισμού εντός αυτής με σκοπό τον έλεγχο της εκ μέρους της τήρησης της

¹⁷⁴⁶ Άρθρο 8 ν. 3016/2002. Βλ. Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση, αρ. 78. Ο εσωτερικός ελεγκτής δεν έχει αρμοδιότητα ελέγχου των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Βλ. Βερβεσό, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 87 αρ. 40. Βλ. και άρθρο 16 του ν. 4706/2020.

¹⁷⁴⁷ Βλ. Άρθρο 2 παρ. Α υποπαρ. Α1 περ. 5 του ν. 4336/2015· άρθρο 32 του ν. 4449/2017.

¹⁷⁴⁸ Λιβαδά, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση, αρ. 80-81.

¹⁷⁴⁹ Βλ. λ.χ. άρθρα 7 παρ. 4 του ν. 3016/2002, 15 παρ. 4 του ν. 4706/2020.

¹⁷⁵⁰ Βλ. λ.χ. άρθρο 8 περ. β' και γ' του ν. 3016/2002· άρθρο 16 παρ. 1 περ. γ' του ν. 4706/2020· άρθρο 44 παρ. 3 του ν. 4449/2017· περ. 4 β της υποπαραγράφου Α.1 της παραγράφου Α του άρθρου 2 του ν. 4336/2015.

¹⁷⁵¹ Βλ. λ.χ. άρθρο 44 παρ. 3 του ν. 4449/2017 (ενημέρωση του ΔΣ από την επιτροπή ελέγχου για το αποτέλεσμα του υποχρεωτικού ελέγχου και επεξήγηση της συμβολής του υποχρεωτικού ελέγχου στην ακεραιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και του ρόλου της επιτροπής κατά τη διαδικασία ελέγχου). Δρίτσας, Επιτροπές ελέγχου..., ό.π., 950.

¹⁷⁵² Άρθρο 44 παρ. 5 του ν. 4449/2017.

¹⁷⁵³ Βλ. άρθρο 44 παρ. 4 εδ. β του ν. 4449/2017. Βλ. και Δρίτσα, Επιτροπές ελέγχου..., ό.π., 952.

¹⁷⁵⁴ Όσον αφορά την εποπτεία των οίκων αξιολόγησης σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης.

¹⁷⁵⁵ Minto, ό.π., 305.

νομιμότητας¹⁷⁵⁶. Με την επιστράτευση των «gatekeepers» ο νομοθέτης δεν επιβάλλει τη σύσταση μίας εσωτερικής δομής, αλλά χρησιμοποιεί για τους σκοπούς της κανονιστικής συμμόρφωσης τις υπηρεσίες τρίτων προσώπων ευρισκόμενων εκτός της οργάνωσης της εταιρίας¹⁷⁵⁷.

Η νομική φύση της σύμβασης μεταξύ ελεγχόμενης οντότητας και ελεγκτή εξαρτάται από τη συμφωνία των μερών¹⁷⁵⁸. Σε κάθε περίπτωση, κατά τον ν. 3016/2002 ο εσωτερικός ελεγκτής είναι ανεξάρτητος και δεν υπάγεται ιεραρχικά σε άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας, αλλά εποπτεύεται από (1 έως 3) μη εκτελεστικά μέλη¹⁷⁵⁹. Είναι δυνατόν η εταιρία είτε να οργανώνει δικά της τμήματα κανονιστικής συμμόρφωσης με εργαζομένους της (παράγοντας τις σχετικές υπηρεσίες της μόνη της) είτε να προσφεύγει στις υπηρεσίες τρίτων προσώπων για τον σκοπό αυτό¹⁷⁶⁰. Στην τελευταία περίπτωση τα πρόσωπα αυτά έχουν χαρακτηριστικά πυλωρού. Ωστόσο, πρέπει να συνεκτιμάται η πλήρης και αποκλειστική απασχόλησή τους στο σχετικό τμήμα.

Η διάκριση μεταξύ εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου πρέπει να τεθεί σε ένα ευρύτερο πλαίσιο. Αποτελεί επί της ουσίας τμήμα μίας ευρύτερης διάκρισης μεταξύ εταιρικών μηχανισμών της ίδιας της εταιρίας και επαγγελματιών που της παρέχουν υπηρεσίες, δηλαδή τελικά μεταξύ παραγόμενης εκ της εταιρίας πληροφόρησης και της παραγόμενης εκτός της εταιρίας πληροφόρησης. Βεβαίως εντός της ίδιας της εταιρίας γίνεται διαβάθμιση του ελέγχου. Ο εσωτερικός ελεγκτής ελέγχεται από μη εκτελεστικά μέλη και από την επιτροπή ελέγχου και ελέγχει το διοικητικό συμβούλιο, η δράση των εκτελεστικών μελών του οποίου εποπτεύεται από τα μη εκτελεστικά. Πάντως, η προέλευση του ελέγχου δε σημαίνει ότι ο εκ των έσω είναι υποδεέστερος σε ποιότητα από τον προερχόμενο από εξωτερικούς παρόχους υπηρεσιών. Άλλωστε, η ανεξαρτησία είναι το ζητούμενο όχι μόνο για τους τελευταίους, αλλά και για τον εσωτερικό έλεγχο, την επιτροπή ελέγχου και τον έλεγχο της διοίκησης. Η δε παρακολούθηση του υποχρεωτικού ελέγχου από την επιτροπή ελέγχου παρέχει επιπλέον επιχείρημα προκειμένου να μη θεωρηθεί ότι ο εξωτερικός έλεγχος υπερέχει σε σχέση με την εσωτερικό. Αντιθέτως, αυτό που επιδιώκεται είναι η δημιουργία συστήματος ελέγχου και εξισορρόπησης («checks and balances»).

Χαρακτηριστική περίπτωση συσχετισμού των εξωτερικών με τους εσωτερικούς μηχανισμούς ελέγχου είναι αυτή της χρήσης από τον ορκωτό ελεγκτή λογιστή του έργου των εσωτερικών ελεγκτών της ελεγχόμενης οντότητας. Την αποτελεσματικότητα της σχετικής επικοινωνίας των δύο ελεγκτών εξηγεί το Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου 315 (Αναθεωρημένο). Το δε Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου 610¹⁷⁶¹ ορίζει τους όρους υπό τους οποίους ο εξωτερικός ελεγκτής επιτρέπεται να χρησιμοποιήσει το έργο των εσωτερικών ελεγκτών ή τους ίδιους τους ελεγκτές για την παροχή άμεσης βοήθειας¹⁷⁶². Ορίζεται ότι ο εξωτερικός ελεγκτής εξακολουθεί να φέρει την αποκλειστική ευθύνη για τη διενέργεια του εξωτερικού ελέγχου, πλην όμως προβλέπονται οι

¹⁷⁵⁶ Minto, ό.π., 305-306. Για τη διάκριση μεταξύ εσωτερικού ελέγχου και τμήματος κανονιστικής συμμόρφωσης βλ. Τσεκρέκο, Μοιράγια, στο Οικονόμου Αργύρης (επιμ.), Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 487επ..

¹⁷⁵⁷ Minto, ό.π., 306.

¹⁷⁵⁸ Το άρθρο 15 του ν. 4706/2020 (ΦΕΚ Α' 136/17-7-2020), το οποίο σύμφωνα με το άρθρο 92 παρ. 3 τίθεται σε ισχύ δώδεκα (12) μήνες μετά τη δημοσίευση του νόμου στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, ορίζει ότι ο επικεφαλής της μονάδας εσωτερικού ελέγχου είναι υπάλληλος της εταιρίας.

¹⁷⁵⁹ Άρθρο 7 παρ. 2 του ν. 3016/2002.

¹⁷⁶⁰ Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το ΔΣ. Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, ό.π., 516.

¹⁷⁶¹ Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου 610 (Αναθεωρημένο 2013) «Χρησιμοποίηση της εργασίας των εσωτερικών ελεγκτών» (Ισχύει για ελέγχους οικονομικών καταστάσεων για περιόδους που λήγουν την 15^η Δεκεμβρίου 2014 ή αργότερα).

¹⁷⁶² Με την επιφύλαξη σχετικής απαγόρευσης με νόμο ή κανονισμό. Βλ. παρ. 26 του ΔΠΕ 610.

διαδικασίες τις οποίες πρέπει να ακολουθήσει, εφόσον κρίνει ότι πρέπει να χρησιμοποιήσει τους εσωτερικούς ελεγκτές ή να στηριχθεί στο έργο τους¹⁷⁶³. Σ' αυτές τις περιπτώσεις πρέπει να μεταξύ άλλων να αξιολογεί την ικανότητα και την αντικειμενικότητα των ελεγκτών και την ποιότητα του έργου τους και να εκτιμά την έκταση κατά την οποία είναι απαραίτητη και αποτελεσματική η σχετική συνεργασία, ενώ στην περίπτωση κατά την οποία τους χρησιμοποιεί για την παροχή άμεσης βοήθειας οφείλει να τους εποπτεύει.

Στο ευρύτερο περιγραφέν πλαίσιο η συνεργασία όλων των εμπλεκόμενων παραγόντων και φορέων ελέγχου είναι αναγκαία. Αυτή επιτυγχάνεται είτε με την καθιέρωση σχετικών υποχρεώσεων αναφοράς και ενημέρωσης είτε με την καθιέρωση σχετικής επικοινωνίας. Η συνεργασία δεν αφορά μόνο τους παράγοντες εντός της εισηγμένης εταιρίας, αλλά και τους «gatekeepers» και τις διάφορες εποπτικές αρχές. Η θέσπιση υποχρεώσεων αναφοράς είναι γνωστή και έχει ήδη γίνει αναφορά σ' αυτήν στην οικεία θέση. Εκείνο που έχει ιδιαίτερη σημασία και αξία με προοπτική ευρύτερης εφαρμογής είναι η καθιέρωση διαύλων επικοινωνίας μεταξύ των εμπλεκόμενων παραγόντων¹⁷⁶⁴. Χαρακτηριστική είναι η ρύθμιση του άρθρου 12 παρ. 2 του Κανονισμού (ΕΕ) 537/2014, με την οποία καθιερώνεται αποτελεσματικός διάλογος μεταξύ των αρμόδιων αρχών που εποπτεύουν πιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αφενός, και των νόμιμων ελεγκτών και των ελεγκτικών γραφείων που διενεργούν τον υποχρεωτικό έλεγχο των εν λόγω ιδρυμάτων και επιχειρήσεων, αφετέρου, προβλέπεται η (τουλάχιστον ετήσια) διοργάνωση από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) και την ΕΕΦΕΕ συνάντηση με τους νόμιμους ελεγκτές και τα ελεγκτικά γραφεία ή δίκτυα που διεξάγουν υποχρεωτικούς ελέγχους όλων των σημαντικών σε συστημικό επίπεδο παγκόσμιων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων που έχουν εξουσιοδοτηθεί εντός της Ένωσης, όπως έχουν καθορισθεί διεθνώς, ώστε να ενημερώνεται το ΕΣΣΚ για τις τομεακές ή άλλες σημαντικές εξελίξεις σε αυτά τα σημαντικά σε συστημικό επίπεδο χρηματοοικονομικά ιδρύματα¹⁷⁶⁵.

Η επέκταση της συνεργασίας αυτής είναι επιθυμητή¹⁷⁶⁶. Η συμμετοχή των αρμόδιων εποπτικών αρχών στις σχετικές επικοινωνίες με άλλους πυλωρούς, όπως ο εσωτερικός και ο εξωτερικός ελεγκτής, συμβάλλει στην πλήρη ενημέρωση των αρχών, στοιχείο που αποτελεί το αφετήριο σημείο για τη λήψη σχετικών μέτρων προς αντιμετώπιση περιπτώσεων απάτης, σκανδάλων και οικονομικών κρίσεων¹⁷⁶⁷. Βεβαίως, συμμετοχή σε ομάδες εργασίας με τέτοια σύνθεση, δηλαδή με τη συμμετοχή σ' αυτήν εκπροσώπου κάποιας εποπτικής αρχής, πρέπει να αποτελεί το δεύτερο στάδιο. Το πρώτο στάδιο θα πρέπει να περιλαμβάνει τη διενέργεια σχετικών συναντήσεων μεταξύ των πυλωρών. Μία τέτοια διαδικασία υπηρετεί την ανάγκη αναζήτησης κα χρήσης του ηπιότερου μέσου.

Προς το παρόν ο τομέας στον οποίο έχει καταστεί υποχρεωτική η επικοινωνία είναι αυτός του υποχρεωτικού ελέγχου. Τόσο τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου όσο και (σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης) ο Κανονισμός (ΕΕ) 537/2014 προβλέπουν τις διαδικασίες που πρέπει να τηρήσουν οι ορκωτοί ελεγκτές λογιστές ή οι ελεγκτικές εταιρίες στο πλαίσιο του υποχρεωτικού ελέγχου και οι οποίες προβλέπουν τον τρόπο επικοινωνίας τους με τις επιτροπές ελέγχου και το ΔΣ και τα ζητήματα που πρέπει να αποτελούν αντικείμενο της σχετικής επικοινωνίας. Στο

¹⁷⁶³ Παρ. 11.

¹⁷⁶⁴ Βλ. και την πρόταση του Branson, ό.π., 40, σχετικά με την καθιέρωση (τουλάχιστον) ετήσιας ειδικής συνεδρίασης μεταξύ της επιτροπής ελέγχου, των μετόχων, χρηματοοικονομικών αναλυτών και άλλων παρατηρητών.

¹⁷⁶⁵ Minto, ό.π., 296.

¹⁷⁶⁶ Βλ. Γκουτζίνη, Χειμών, ό.π., 27, σχετικά με τη σημασία της συνεργασίας ελεγκτή, διοίκησης και μονάδας κανονιστικής συμμόρφωσης της ΑΕ.

¹⁷⁶⁷ Περί αυτών Minto, ό.π., 298επ..

πλαίσιο αυτό κομβικής σημασίας είναι το ΔΠΕ 260, το οποίο θέτει «ένα πλαίσιο αναλυτικών υποχρεωτικών οδηγιών σχετικά με την επικοινωνία του ελεγκτή με τις επιτροπές ελέγχου και τους υπεύθυνους για τη διακυβέρνηση της οντότητας»¹⁷⁶⁸. Ο δε Κανονισμός προβλέπει την υποχρέωση σύνταξης εκ μέρους των ελεγκτών συμπληρωματικής έκθεσης, ενώ μπορεί να ζητηθεί από αυτούς η διενέργεια συζήτησης με την επιτροπή ελέγχου και το ΔΣ ή το εποπτικό όργανο της οντότητας¹⁷⁶⁹.

7. Ευθύνη περισσότερων πυλωρών έναντι των επενδυτών

Η εμπλοκή περισσότερων πυλωρών στα γεγονότα με βάση τα οποία ο επενδυτής επικαλείται την πρόκληση ζημίας στην περιουσία του ως σύνολο¹⁷⁷⁰ γεννά ζητήματα προσδιορισμού της ταυτότητας του/των ευθυνόμενου/ων προσώπου/ων και σε περίπτωση περισσότερων υπεύθυνων προς αποζημίωση ζητήματα κατανομής της ευθύνης¹⁷⁷¹. Μάλιστα, μέρος της θεωρίας επικρίνει την έλλειψη ειδικού νομοθετικού πλαισίου στο δίκαιο των Η.Π.Α. σχετικά με την ευθύνη περισσότερων πυλωρών¹⁷⁷². Στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου επί αδικοπρακτικής ευθύνης τα σχετικά ζητήματα επιλύονται κατά βάση στο πλαίσιο των άρθρων 926 και 927 ΑΚ εκτός αν υπάρχει σχετική ειδική ρύθμιση. Σε περίπτωση κατά την οποία η σχετική ευθύνη κάποιων εκ των πυλωρών θεμελιώνεται σε συμβατική ή οιονεί συμβατική βάση με ανάλογη εφαρμογή των διατάξεων περί της συμβατικής ευθύνης, εφαρμογής τυγχάνουν κατά περίπτωση τα άρθρα 480επ. ΑΚ..

Μεταξύ διαιρετής παθητικής ενοχής και εις ολόκληρον παθητικής ενοχής η πρώτη έχει προβάδισμα στην περίπτωση της αγωγής του επενδυτή κατά των πυλωρών. Σύμφωνα με το άρθρο 480 ΑΚ, εφόσον η παροχή είναι διαιρετή, σε περίπτωση αμφιβολίας η ενοχή είναι διαιρετή¹⁷⁷³. Με δεδομένο ότι ο επενδυτής θα αιτείται τη χρηματική αποκατάσταση της ζημίας που υπέστη από την εκ μέρους εκάστου των πυλωρών παράβαση της συμβατικής υποχρέωσής του, η σχετική ευθύνη σε περίπτωση αμφιβολίας θα είναι διαιρετή. Στην πράξη, μετά την ήδη δυσχερή απόδειξη της στοιχειοθέτησης αξίωσης με συμβατική ή οιονεί συμβατική βάση είναι εξίσου δυσχερές η απόδειξη του ζητήματος ότι τα μέρη συμφώνησαν την εις ολόκληρον παθητική ενοχή των περισσότερων πυλωρών – με δεδομένη τη σύναψη περισσότερων συμβάσεων. Σε κάθε περίπτωση, είναι κρίσιμο να αποδειχθεί ποια ζημία ακριβώς προκάλεσε έκαστος πυλωρός και ποιο είναι το ακριβές ύψος της. Εφαρμογή των άρθρων 480 ή 481επ. ΑΚ είναι επιτρεπτή μόνο σε περίπτωση που η οφειλόμενη παροχή είναι η ίδια.

Οι εφαρμοστέοι κανόνες διαφοροποιούνται αναλόγως με τον χαρακτήρα της ενοχής. Αν πρόκειται για διαιρετή ενοχή, οι περισσότεροι πυλωροί θα ευθύνονται διαιρετώς έναντι του επενδυτή και μάλιστα σε περίπτωση αμφιβολίας κατ' ίσα μέρη¹⁷⁷⁴. Αν πρόκειται για εις ολόκληρον παθητική ενοχή ο επενδυτής μπορεί να ζητήσει από οποιονδήποτε των ενεχόμενων

¹⁷⁶⁸ Δρίτσας, Επιτροπές ελέγχου..., ό.π., 952επ., όπου γίνεται εκτενής αναφορά στο περιεχόμενο του ΔΠΕ 260 και στα υπόλοιπα σχετικά ΔΠΕ.

¹⁷⁶⁹ Δρίτσας, Επιτροπές ελέγχου..., ό.π., 958επ..

¹⁷⁷⁰ Και αιτείται την αποκατάσταση αυτής και την αναγνώριση ή καταψήφιση κάποιου εύλογου χρηματικού ποσού ως χρηματικής ικανοποίησης λόγω ηθικής βλάβης.

¹⁷⁷¹ Steinberg, Ames, ό.π., 6.

¹⁷⁷² Steinberg, Ames, ό.π., 7.

¹⁷⁷³ Πρόκειται για ερμηνευτικό κανόνα. Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 480 αρ. 1.

¹⁷⁷⁴ Ομοίως θεσπίζεται ερμηνευτικός κανόνας. Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 480 αρ. 1.

πυλωρών την αποκατάσταση του συνόλου της ζημίας του. Βεβαίως, μόνο μία φορά θα ικανοποιηθεί, καθόσον διαφορετικά το αποτέλεσμα θα ήταν ο πλουτισμός του. Οι ενεχόμενοι εις ολόκληρον ευθύνονται μεταξύ τους κατ' ίσα μέρη, εκτός αν προκύπτει κάτι άλλο από τη σχέση¹⁷⁷⁵. Έκαστος εξ αυτών έχει έναντι των υπολοίπων αξίωση αναγωγής με αίτημα να εκπληρώσουν αυτοί μέρος της παροχής, εφόσον κατέβαλε στον επενδυτή όλο ή μεγαλύτερο από το αναλογούν στον ίδιο μέρος της παροχής. Ταυτόχρονα υποκαθίσταται στα δικαιώματα του επενδυτή έναντι των υπόλοιπων πυλωρών¹⁷⁷⁶.

Σε επίπεδο αδικοπρακτικής ευθύνης η συρρέουσα αιτιότητα ως προς το ζήτημα της ευθύνης των περισσότερων ευθυνόμενων προσώπων έναντι του ζημιωθέντος ρυθμίζεται στο άρθρο 926 ΑΚ¹⁷⁷⁷. Η συγκεκριμένη διάταξη προβλέπει τις περιπτώσεις κατά τις οποίες ιδρύεται εις ολόκληρον ευθύνη έναντι του ζημιωθέντος. Πρόκειται για την κοινή συμπεριφορά περισσότερων προσώπων, για την παράλληλη ευθύνη περισσότερων προσώπων και τη διαζευκτική αιτιότητα¹⁷⁷⁸. Όπως στις περιπτώσεις των άρθρων 480επ. ΑΚ, έτσι και εδώ προκειμένου να εφαρμοσθεί το άρθρο 926 ΑΚ πρέπει να αποκλεισθεί η περίπτωση της διαιρετής ή της μηδαμινής αιτιότητας¹⁷⁷⁹. Ειδικότερα, αν αποδεικνύεται ποιο πρόσωπο (εν προκειμένω ποιος πυλωρός) προκάλεσε συγκεκριμένο τμήμα της ζημίας ή ότι τα υπόλοιπα πρόσωπα δεν προκάλεσαν τη ζημία δε συντρέχει λόγος εφαρμογής του άρθρου 926 ΑΚ. Επίσης, αν αποδειχθεί ότι συγκεκριμένο πρόσωπο προκάλεσε το 100% της ζημίας, ομοίως δε συντρέχει περίπτωση εις ολόκληρον ευθύνης.

Εις ολόκληρον ευθύνονται έναντι του επενδυτή κατά το άρθρο 926 εδ. α' ΑΚ οι πυλωροί που προκάλεσαν με κοινή πράξη τη ζημία του. Ειδικότερα, αυτό μπορεί να συμβεί με κοινή ενέργεια ή κοινή παράλειψή τους. Έτσι, σε περίπτωση διενέργειας υποχρεωτικού ελέγχου από δύο ελεγκτές, οι οποίοι συνέταζαν κοινή έκθεση με σύμφωνη γνώμη, οι τελευταίοι ευθύνονται εις ολόκληρον, εφόσον παρέλειψαν από αμέλεια να τονίσουν την ύπαρξη κάποιας ανακριβούς λογιστικής εγγραφής η οποία ήταν ουσιώδης τόσο για το πόρισμα της έκθεσης, αλλά και για την ακρίβεια του ενημερωτικού δελτίου, με αποτέλεσμα την πρόκληση ζημίας στον επενδυτή¹⁷⁸⁰. Οι κοινές πράξεις μπορεί να έλαβαν διαδοχικώς ή ταυτόχρονα, ενώ μπορεί να αφορούν διαφορετικά είδη συμμετοχής (αυτουργία, ηθική αυτουργία, συνέργεια, παραυτουργία)¹⁷⁸¹. Επίσης, περιλαμβάνονται τόσο οι περιπτώσεις πράξεων έκαστη εκ των οποίων μεμονωμένη δεν ήταν πρόσφορη να επιφέρει μόνη της το επελθόν αποτέλεσμα, το οποίο προκλήθηκε από την τέλεση όλων των πράξεων¹⁷⁸². Ομοίως συμβαίνει και στην περίπτωση περισσότερες πράξεις επέφεραν το αποτέλεσμα, αν και έκαστη μπορούσε να το προκαλέσει μόνη της¹⁷⁸³.

¹⁷⁷⁵ Άρθρο 487 ΑΚ. Πρόκειται για κανόνα ενδοτικού δικαίου. Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 487-488 αρ. 5.

¹⁷⁷⁶ Άρθρο 488 ΑΚ. Έχει δύο «συρρέουσες αξιώσεις, δηλ. αυτή την εκ της σχέσης αναγωγής... και αυτή του δανειστή εκ της υποκατάστασης». Βλ. Μαργαρίτη, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 487-488 αρ. 10.

¹⁷⁷⁷ Σωρευτική αιτιότητα διαπιστώνεται στην περίπτωση κατά την οποία περισσότεροι έχουν συμβάλει στην πρόκληση της ίδιας ζημίας. Βλ. Βίτσα, Αιτιότητα και πιθανότητα, Ο ρόλος της πιθανότητας για τη συναγωγή εννόμων συνεπειών στο ιδιωτικό δίκαιο, Διδακτορική διατριβή, Τμήμα Νομικής της Σχολής Ν.Ο.Π.Ε. του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2012, 147, η οποία (με παραπομπή στον Καραύη) διακρίνει διάφορες κατηγορίες σωρευτικής αιτιότητας και συγκεκριμένα: αναγκαίως συμπίπτουσα, σωρευτικά συμπίπτουσα, σωρευτική αιτιότητα, διαζευκτική αιτιότητα και μηδαμινή ή ελάχιστη αιτιότητα.

¹⁷⁷⁸ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 926-927 αρ. 2.

¹⁷⁷⁹ Βίτσα, ό.π., 149.

¹⁷⁸⁰ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 926-927 αρ. 4.

¹⁷⁸¹ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 926-927 αρ. 5· Γεωργιάδης σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 926 αρ. 6-7.

¹⁷⁸² Γεωργιάδης σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 926 αρ. 8.

¹⁷⁸³ Γεωργιάδης σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 926 αρ. 9.

Εις ολόκληρον ευθύνη θεμελιώνεται και σε περίπτωση κατά την οποία οι πωλωροί ευθύνονται παράλληλα. Αυτό συμβαίνει όταν ενήργησαν ή παρέλειψαν κάποια πράξη έκαστος αυτοτελώς. Η συνδρομή υπαιτιότητας ή ο βαθμός αυτής δεν ασκούν επιρροή. Αρκεί ότι οι πωλωροί ευθύνονται. Μπορεί όλοι να ευθύνονται αντικειμενικά (αν προβλέπεται τέτοια ευθύνη σχετικά στο νόμο) ή όλοι υποκειμενικά ή κάποιοι αντικειμενικά και κάποιοι υποκειμενικά¹⁷⁸⁴. Προϋπόθεση βεβαίως παραμένει το γεγονός ότι όλοι οι πωλωροί πρέπει να ευθύνονται για την ίδια ζημία ή για το ίδιο τμήμα αυτής. Πότε συμβαίνει αυτό αποτελεί ζήτημα απόδειξης, το οποίο κρίνεται στην πράξη.

Η σπουδαιότερη περίπτωση που ρυθμίζεται από το άρθρο 926 ΑΚ είναι αυτή του εδ. β'. Πρόκειται για τη διαζευκτική αιτιότητα. Αφορά πράξεις (ενέργειες ή παραλείψεις) περισσότερων προσώπων η κάθε μία εκ των οποίων ήταν πρόσφορη και ικανή για την επέλευση της ζημίας, αλλά δεν προκύπτει ποια πράξη ήταν εκείνη που όντως προκάλεσε τη ζημία ή δεν προκύπτει ο ακριβής βαθμός κατά τον οποίο έκαστη πράξη συνέβαλε στην επέλευση του αποτελέσματος. Η ρύθμιση της συγκεκριμένης περίπτωσης αίρει τα προβλήματα που ανακύπτουν κατά τον προσδιορισμό της ζημιογόνου πράξης ή του βαθμού συμβολής της στην πρόκληση της ζημίας.

8. Διακρίβωση του αιτιώδους συνδέσμου

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση κατά την οποία έχει λάβει χώρα έλεγχος από περισσότερους πωλωρούς πρέπει να εξετάζεται η συμπεριφορά εκάστου εξ αυτών και η αιτιώδης συνάφειά της με τη ζημία. Έτσι, είναι δυνατό να εντοπισθούν διαφορετικές πλημμέλειες στην έκθεση νομικού και στην έκθεση λογιστικού ελέγχου. Σε αυτήν την περίπτωση πρέπει να εξετασθεί κατά πόσο έκαστη πλημμέλεια (στο μέτρο κατά το οποίο συνιστά παράνομη και υπαίτια συμπεριφορά) συνδέεται αιτιωδώς με την επελθούσα ζημία και με συγκεκριμένο ύψος. Έτσι, μπορεί η πλημμέλεια του νομικού να συνεπάγεται τη πτώση αξίας της μετοχής κατά 10 ευρώ, ενώ αυτή του ορκωτού ελεγκτή κατά 20 ευρώ. Σε περίπτωση που η συνολική πτώση της αξίας ανέρχεται στο ποσό των 30 ευρώ, τότε ο νομικός θα ευθύνεται για την πτώση κατά 10 ευρώ ανά μετοχή και ο ορκωτός ελεγκτής για την πτώση κατά 20 ευρώ ανά μετοχή. Πρόκειται δηλαδή για περίπτωση διαιρετής ευθύνης των δύο πωλωρών και κατά συνέπεια δε συντρέχει περίπτωση εφαρμογής του άρθρου 926 ΑΚ.

Ωστόσο, η θεμελίωση διαιρετής ευθύνης συναρτάται με εξαιρετικά λεπτούς υπολογισμούς. Αυτοί συνίστανται στην εκτίμηση της επίδρασης συγκεκριμένης πλημμέλειας στην πορεία της αξίας της μετοχής. Ήδη έχει τονισθεί η δυσχέρεια απομόνωσης της σχετικής επίδρασης άλλων γεγονότων μη σχετιζόμενων με τις ενέργειες των πωλωρών (πολιτικά, κοινωνικά, οικονομικά γεγονότα, γεγονότα σχετιζόμενα με τον κλάδο δραστηριοποίησης της εταιρίας κ.ά.). Ο δείκτης δυσκολίας αυξάνεται όσο αυξάνεται ο αριθμός των πωλωρών. Στην πράξη είναι δύσκολο να γίνει ένας τέτοιος υπολογισμός, το βέβαιο δε είναι ότι κατά τη συζήτηση της σχετικής αγωγής ανακύπτει ζήτημα για το οποίο απαιτούνται ιδιάζουσες γνώσεις επιστήμης. Η σχετική διανοητική εργασία ίσως είναι ευκολότερη σε επίπεδο θεμελίωσης μίας αιτιότητας με πιο γενικό περιεχόμενο. Έτσι, είναι ευκολότερο να κριθεί ότι συγκεκριμένη πλημμέλεια θα μπορούσε κατά τη συνήθη πορεία των πραγμάτων να επιφέρει πτώση της αξίας

¹⁷⁸⁴ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 926-927 αρ. 6.

της μετοχής. Μεγαλύτερο εξακολουθεί να είναι το πρόβλημα της ποσοτικοποίησης της ζημίας την οποία πράγματι επέφερε η πλημμέλεια αυτή.

Πρόβλημα ποσοτικοποίησης και προσδιορισμού του βαθμού συμβολής εκάστου πυλωρού στην πρόκληση της ζημίας του επενδυτή παρουσιάζεται και στην περίπτωση κατά την οποία η πλημμέλεια αναφέρεται στο ίδιο ζήτημα. Ωστόσο, η λύση δίνεται στο πλαίσιο του άρθρου 926 ΑΚ, εφόσον πρόκειται για αδικοπρακτική ευθύνη. Ειδικότερα, αν αποδειχθεί ότι αμφότεροι οι πυλωροί με τις πράξεις τους προκάλεσαν τη ζημία, τότε ευθύνονται εις ολόκληρον έναντι του επενδυτή. Στην περίπτωση αυτή το πιθανότερο είναι ότι θα πρόκειται για σωρευτική (ή διπλή) υπαιτιότητα¹⁷⁸⁵: η πράξη εκάστου πυλωρού μπορούσε από μόνη της να επιφέρει το σύνολο της ζημίας. Η πράξη εκάστου ανέπτυξε πλήρως τα αποτελέσματά της¹⁷⁸⁶. Αντίστοιχη ρύθμιση με το ίδιο περιεχόμενο περιέχεται στα άρθρα 8 παρ. 6 και 6 παρ. 10 του ν. 2251/1994 σχετικά με την ευθύνη περισσότερων παρόχων υπηρεσιών για την ίδια ζημία¹⁷⁸⁷. Αν δεν καθίσταται δυνατόν να διαπιστωθεί ποια από τις συμπεριφορές, οι οποίες θα μπορούσαν να επιφέρουν το ζημιογόνο αποτέλεσμα, επέφερε τη ζημία, τότε αμφότεροι οι πυλωροί ευθύνονται εις ολόκληρον¹⁷⁸⁸. Ο ν. 2251/1994 δεν περιέχει αντίστοιχη διάταξη, αλλά είναι εφαρμοστέα αυτή του άρθρου 926 ΑΚ¹⁷⁸⁹.

Ιδιαίτερη σημασία έχει η απάντηση στο ερώτημα αν οι περισσότερες πράξεις των πυλωρών αποτελούν μία ενιαία συλλογική πράξη. Στην περίπτωση αυτή της ενιαίας πράξης γίνεται δεκτό από την ελληνική νομολογία ότι ο ενάγων αρκεί να αποδείξει τη συνδρομή αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της από κοινού παροχής υπηρεσιών και της ζημίας και δεν απαιτείται να αποδείξει τη συμπεριφορά εκάστου εναγομένου¹⁷⁹⁰. Δηλαδή στην περίπτωση αυτή απαιτείται η απόδειξη ενός ενιαίου αιτιώδους συνδέσμου, ενώ σε περίπτωση κατά την οποία περισσότερες πράξεις θεωρηθούν διακριτές πρέπει να αποδειχθεί αιτιώδης σύνδεσμος για κάθε πράξη¹⁷⁹¹. Σημειώνεται ότι παρότι στη θεωρία κατά μία άποψη διατυπώνεται επιφύλαξη ως προς την ορθότητα της προσέγγισης της ενιαίας πράξης και την αντιμετώπισή της από τη θεωρία ως κοινής πράξης, αναγνωρίζεται και από την άποψη αυτή η δυνατότητα της κατ' εξαίρεση αντιμετώπισης της παραουτοργίας ως ενιαίας συλλογικής πράξης σε περίπτωση ύπαρξης εσωτερικής συνάφειας¹⁷⁹².

Ενόψει των ανωτέρω, το ζήτημα της ενιαίας συλλογικής πράξης πρέπει να αντιμετωπίζεται στην περίπτωση περισσότερων πυλωρών κατά περίπτωση ανάλογα με τα συγκεκριμένα πραγματικά περιστατικά. Ανεξαρτήτως, μάλιστα, της υιοθέτησης μίας εκ των δύο προσεγγίσεων, πρέπει να γίνει δεκτό ότι ειδικά στην περίπτωση της δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου – παρά την ενδεχόμενη τοπική και χωρική απόσταση των περισσότερων πράξεων των εμπλεκόμενων πυλωρών (αναδόχου, συμβούλου, ελεγκτή, νομικού, οίκου αξιολόγησης) – υφίσταται ισχυρή εσωτερική συνάφεια μεταξύ τους. Τούτο ενόψει της ένταξης του προϊόντος των υπηρεσιών τους σε ένα κοινό (χρονικό) πλαίσιο διαδικασιών με έναν κοινό σκοπό (την δημόσια προσφορά), της ενδεχόμενης αλληλεπικάλυψης του αντικειμένου τους, της αλληλεξάρτησής τους και της πολυπλοκότητας των εκτελούμενων στην κεφαλαιαγορά

¹⁷⁸⁵ Φουντεδάκη, Η έννοια..., ό.π., 484.

¹⁷⁸⁶ Φουντεδάκη, Η έννοια..., ό.π., 484.

¹⁷⁸⁷ Βλ. Βαλτούδη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 6, 101-106.

¹⁷⁸⁸ Άρθρο 926 εδ. β' ΑΚ.

¹⁷⁸⁹ Φουντεδάκη, Η έννοια..., ό.π., 487.

¹⁷⁹⁰ ΑΠ 1227/2007, ΝΟΜΟΣ. Βλ. Φουντεδάκη, Η έννοια..., ό.π., 487, η οποία διακρίνει μεταξύ κοινής πράξης και ενιαίας συλλογικής πράξης.

¹⁷⁹¹ Φουντεδάκη, Η έννοια..., ό.π., 488.

¹⁷⁹² Φουντεδάκη, Η έννοια..., ό.π., 488-489.

συναλλαγών. Κατά συνέπεια, όπου απαιτείται από τον νόμο η απόδειξη από τον ενάγοντα αιτιώδους συνδέσμου αυτή αφορά την απόδειξη ενός ενιαίου συνδέσμου και όχι περισσοτέρων.

9. Αναγωγή

Το άρθρο 926 ΑΚ ρυθμίζει την ευθύνη των περισσότερων ευθυνόμενων έναντι του ζημιωθέντος, ενώ το άρθρο 927 ΑΚ τις εσωτερικές σχέσεις μεταξύ αυτών (των ευθυνόμενων). Έτσι, έναντι του επενδυτή ευθύνονται όλοι οι ευθυνόμενοι πωλωροί για το σύνολο της ζημίας που προκάλεσαν. Ο επενδυτής, όμως, μπορεί να ικανοποιήσει την αξίωσή του μόνο μέχρι το ύψος της ζημίας αυτής. Αν κάποιος εκ των ευθυνόμενων πωλών κατέβαλε το σύνολο της αποζημίωσης έχει δικαίωμα αναγωγής κατά των υπολοίπων. Το δικαστήριο είναι εκείνο που θα προσδιορίσει το ποσοστό της ευθύνης εκάστου των πωλών στις εσωτερικές σχέσεις τους. Αν δεν αποδειχθεί το ακριβές ποσοστό εκάστου εξ αυτών, τότε η ζημία κατανέμεται μεταξύ όλων ισομερώς.

Κριτήριο για την κατανομή της ζημίας μεταξύ των πωλών είναι κατ' άρθρο 927 εδ. β' ΑΚ ο βαθμός του πταίσματος εκάστου εξ αυτών. Αν κάποιος ευθύνεται με δόλο, ενώ κάποιος άλλος με αμέλεια, τούτο θα βαρύνει κατά την κατανομή. Μάλιστα, στο δίκαιο των Η.Π.Α. κατά το άρθρο 11(f) της Securities Act του 1933 προβλέπεται ότι εκείνος που έδρασε δολίως στερείται του δικαιώματος αναγωγής έναντι συνευθυνόμενου του που δε βαρύνεται με δόλο. Επιστρέφοντας στην εφαρμογή του άρθρου 927 ΑΚ, αν ένας ευθυνόμενος ευθύνεται αντικειμενικά, ενώ ο έτερος υποκειμενικά, ο δεύτερος ευθύνεται κατά κανόνα έναντι του πρώτου για το σύνολο της ζημίας¹⁷⁹³.

Το άρθρο 102 του ν. 4548/2018 μπορεί να αποτελέσει οδηγό για την τροποποίηση του άρθρου 927 ΑΚ ως προς τα κριτήρια που λαμβάνονται υπ' όψιν κατά την κατανομή της ευθύνης. Το άρθρο αυτό προβλέπει δυνατότητα του δικαστηρίου προς επιμερισμό της ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου της ανώνυμης εταιρίας έναντι της εταιρίας με βάση όχι μόνο το κριτήριο το βαθμό του πταίσματος, αλλά και με βάση τη βαρύτητα αυτού και την κατανομή των καθηκόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου¹⁷⁹⁴. Αυτό ισχύει και για την περίπτωση των εσωτερικών σχέσεων μεταξύ των μελών του ΔΣ. Παρότι η δράση των πωλών δεν παρουσιάζει την οργανωτική δομή του διοικητικού συμβουλίου (με τη διάκριση ρόλων και την οριζόντια και κάθετη οργάνωσή του), είναι δυνατό στο πλαίσιο της συνεργασίας τους να λαμβάνει χώρα κατανομή ρόλων, η οποία θα μπορούσε να ληφθεί υπ' όψιν μετά από ενδεχόμενη τροποποίηση του άρθρου 927 ΑΚ προς την κατεύθυνση της διεύρυνσης του φάσματος των κριτηρίων που λαμβάνονται υπ' όψιν. Το ίδιο θα μπορούσε να συμβεί και με τη βαρύτητα της πράξης. Στη θεωρία προτείνεται η προσθήκη του βαθμού της αιτιότητας στα κριτήρια επιμερισμού της ευθύνης¹⁷⁹⁵.

Η νομολογιακή εφαρμογή του άρθρου 102 του ν. 4548/2018 στο μέλλον θα μπορούσε να δρομολογήσει την τροποποίηση του άρθρου 927 ΑΚ. Πράγματι, το άρθρο 102 εισάγει μία εξαίρεση από τη μέχρι πρότινος γνωστή αντιμετώπιση του ζητήματος της εις ολόκληρον ευθύνης και της κατανομής της. Στο πλαίσιο του άρθρου 927 ΑΚ η κατανομή αποτελούσε αντικείμενο αποκλειστικώς της δίκης αναγωγής μεταξύ των περισσότερων ευθυνόμενων. Με το άρθρο 102 εισήχθη η δυνατότητα του δικαστηρίου κατανομής της ευθύνης ήδη στο πλαίσιο της

¹⁷⁹³ Μαργαρίτης, Μαργαρίτη, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα, ό.π., άρθρο 926-927 αρ. 10.

¹⁷⁹⁴ Άρθρο 102 παρ. 2 ν. 4548/2018· Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 102 αρ. 34.

δίκης μεταξύ της ΑΕ και των μελών του ΔΣ με αποτέλεσμα να μπορεί να διαμορφώσει την ευθύνη από εις ολόκληρον σε διαιρετή¹⁷⁹⁶. Πρέπει να γίνει δεκτό ότι απαιτείται η υποβολή σχετικού αιτήματος¹⁷⁹⁷. Η ρύθμιση αυτή συμβάλλει στην επίσπευση της δικαστικής διαμάχης και στην ακριβή κατανομή της ευθύνης, αλλά μειώνει την προστασία της εταιρίας. Μένει να φανεί η αποτελεσματικότητά της προκειμένου στο μέλλον να εξετασθεί ενδεχόμενη τροποποίηση του άρθρου 927 ΑΚ ή θέσπιση αντίστοιχης διάταξης σχετικά με την ευθύνη των πυλωρών έναντι των επενδυτών.

10. Αναλογική ή εις ολόκληρον ευθύνη;

Η επιλογή του νομοθέτη σχετικά με την καθιέρωση αναλογικής ή εις ολόκληρον ευθύνης σε περίπτωση πολυπρόσωπης παθητικής ενοχής καθορίζει τον βαθμό προστασίας του ενεργητικώς νομιμοποιούμενου στην άσκηση της αγωγής. Έτσι, σε περίπτωση κατά την οποία περισσότεροι πυλωροί προξένησαν τη ζημία του επενδυτή και υφίσταται εις ολόκληρον ευθύνη τους, τότε ο τελευταίος μπορεί να ζητήσει από έκαστο εξ αυτών την αποκατάσταση του συνόλου της ζημίας του – βεβαίως θα ικανοποιηθεί μόνο μία φορά. Αντιθέτως, αν ισχύει σύστημα αναλογικής ευθύνης, έκαστος ζημιώσας θα ευθύνεται έναντι του ζημιωθέντος μόνο κατά το ποσοστό συμμετοχής του στην επέλευση της ζημίας. Αυτό σημαίνει ότι στην περίπτωση αυτή ο ζημιωθείς επενδυτής φέρει τον κίνδυνο πιθανής αφερεγγυότητας οποιουδήποτε εκ των ευθυνομένων. Επομένως, η εις ολόκληρον ευθύνη διασφαλίζει περισσότερο τη θέση του δανειστή¹⁷⁹⁸.

Σε επίπεδο οικονομικής και λογιστικής επιστήμης ερευνάται η επίδραση της καθιέρωσης εκάστου συστήματος στην ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών εκ μέρους των ελεγκτών. Έτσι, υποστηρίζεται ότι η μεταβολή του συστήματος ευθύνης από εις ολόκληρον σε αναλογική θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κινήτρου του ελεγκτή για την επίδειξη μεγαλύτερης επιμέλειας¹⁷⁹⁹.

Η ιδέα της διαιρετής («several») ή αναλογικής («proportionate») ευθύνης των περισσότερων ευθυνομένων και ιδίως των πυλωρών δεν είναι άγνωστη διεθνώς. Έχει διατυπωθεί και εφαρμοσθεί σχετικά με την ευθύνη των ελεγκτών έναντι της ελεγχόμενης εταιρίας και τρίτων ως μέσο περιορισμού του ύψους της. Έχει ήδη γίνει λόγος για τη σχετική σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής με την οποία μεταξύ των προταθεισών λύσεων για τον περιορισμό της σχετικής ευθύνης προτάθηκε στα κράτη - μέλη η θέσπιση αναλογικής ευθύνης. Στην έννομη τάξη της Αυστραλίας προσφάτως θεσπίσθηκε τέτοιο είδος ευθύνης των ελεγκτών για τη διασφάλιση της ασφαλισιμότητας του σχετικού κινδύνου.

Η αναλογική ευθύνη των ελεγκτών θεσπίσθηκε με τον Νόμο περί του προγράμματος οικονομικής αναμόρφωσης του Εταιρικού Δικαίου (Αναμόρφωση Ελέγχου και Εταιρική Δημοσιότητα) του 2004¹⁸⁰⁰. Με τον νόμο αυτόν ορίσθηκε ότι σε περίπτωση κατά την οποία για την ίδια ζημία ευθύνονται περισσότερα πρόσωπα, έκαστο εξ αυτών ευθύνεται αναλογικά μόνο

¹⁷⁹⁵ Περράκης, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας..., ό.π., 54.

¹⁷⁹⁶ Βερβεσός, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 102 αρ. 34.

¹⁷⁹⁷ Η οποία θα γίνεται από την πλευρά των εναγομένων με τις προτάσεις τους.

¹⁷⁹⁸ Giudici, Auditors' Multi-Layered Liability Regime, EBOR 2012, 520.

¹⁷⁹⁹ Narayanan, An Analysis of Auditor Liability Rules, Journal of Accounting Research 1994, 52-53.

¹⁸⁰⁰ «Corporate Law Economic Reform Program (Audit Reform and Corporate Disclosure) Act 2004 (Cth) (the CLERP 9 Act)».

για το ποσοστό της ζημίας που προκάλεσε¹⁸⁰¹. Από την εφαρμογή των κανόνων περί αναλογικής ευθύνης εξαιρείται όποιο από τα ως άνω πρόσωπα προκάλεσε τη ζημία με δόλο ή απατηλώς¹⁸⁰². Το πρόσωπο αυτό θα ευθύνεται σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις, ενώ τα υπόλοιπα πρόσωπα διαιρετώ¹⁸⁰³.

Οι σχετικές διατάξεις προβλέπουν υποχρέωση ενημέρωσης του ενάγοντος για την ύπαρξη μη εναχθέντων ευθυνόμενων προσώπων. Σε περίπτωση κατά την οποία ενάγονται μόνο κάποιοι από τους υπευθύνους, οι εναγόμενοι έχουν υποχρέωση αποκάλυψης προς τον ενάγοντα των στοιχείων των υπόλοιπων ευθυνομένων, καθώς και των γεγονότων με βάση τα οποία ενδεχομένως στοιχειοθετείται συν-ευθύνη τους, (εφόσον τα γνωρίζουν), προκειμένου να κληθούν και αυτοί στη δίκη. Αυτό συμβαίνει, εφόσον οι εναγόμενοι έχουν εύλογο λόγο να πιστεύουν ότι ευθύνονται και άλλα πρόσωπα για την ίδια ζημία. Οι εναγόμενοι οφείλουν να προβούν σε ενημέρωση του ενάγοντος όσο το δυνατόν ταχύτερα. Αν ο ενάγων προβεί σε αδικαιολόγητα έξοδα εξαιτίας της άγνοιάς του περί της ύπαρξης και άλλων προσώπων που ευθύνονται για τη ζημία του, το δικαστήριο μπορεί να επιδικάσει υπέρ του και σε βάρος των εναγομένων που αδράνησαν τα έξοδα στα οποία υποβλήθηκε¹⁸⁰⁴.

Οι σχετικοί με την αναλογική ευθύνη κανόνες έχουν προκαλέσει έντονες συζητήσεις εντός της έννομης τάξης της Αυστραλίας. Παρατηρείται διαφοροποίηση κατά περιεχόμενο των σχετικών νομοθεσιών των Πολιτειών αυτής. Το περιορισμένο και αποσπασματικό πεδίο εφαρμογής τους, η αναγνώριση διακριτικής ευχέρειας του δικαστή (μόνο κατ' εξαίρεση ελέγξιμη από το εφετείο) κατά την κρίση περί κατανομής της ευθύνης, η μη πρόβλεψη ως συνέπειας της μη ενημέρωσης για την ύπαρξη συνυπαιτίων της αδυναμίας περιορισμού της ευθύνης κατά την έκταση συμβολής, ο μη προσδιορισμός των κριτηρίων κατανομής της ευθύνης και το ζήτημα της λήψης ή μη υπ' όψιν του ποσοστού ευθύνης των μη εναχθέντων προσώπων έχουν αποτελέσει αντικείμενο κριτικής από τη θεωρία¹⁸⁰⁵.

Το σύστημα της αναλογικής ευθύνης των πυλωρών δύναται να φέρει τον επενδυτή σε δυσχερή δικονομική θέση. Αυτό ισχύει σε έννομες τάξεις στις οποίες το βάρος απόδειξης κατανέμεται με βάση τους προβαλλόμενους ισχυρισμούς. Εκεί ο επενδυτής φέρει το βάρος επίκλησης και απόδειξης των πραγματικών εκείνων περιστατικών από τα οποία προκύπτουν οι πράξεις και η υπαιτιότητα εκάστου των εναγομένων πυλωρών. Ωστόσο, συνήθως είναι εξαιρετικά δύσκολο να ανταποκριθεί σε ένα τέτοιο βάρος, καθόσον συχνά δε γνωρίζει τον ακριβή τρόπο κατανομής των ρόλων των εμπλεκόμενων πυλωρών¹⁸⁰⁶.

11. Προτάσεις για συγκέντρωση του ελέγχου και της ευθύνης

Στη θεωρία συχνά διερευνάται το ενδεχόμενο της επιλογής από τον νομοθέτη ενός μόνο από τους «gatekeepers» προκειμένου να του ανατεθεί το καθήκον αναφοράς περιπτώσεων

¹⁸⁰¹ Άρθρα 87CB και 87CD του Νόμου περί εμπορικών πρακτικών του 1974 («Trade Practices Act 1974 (Cth)», TPA)· άρθρο 1041 N Corporations Act 2001 (Cth),

¹⁸⁰² Άρθρο 87CC παρ. 1 της TPA· άρθρο 1041 M παρ. 1 Corporations Act 2001 (Cth)· άρθρο 12GQ παρ. 1 ASIC Act 2001. Επίσης, εξαιρούνται και οι ευθυνόμενοι αντικειμενικώς. Βλ. McDonald, Proportionate Liability in Australia: the devil in the detail, Legal Studies Research Paper No. 06/25, The University of Sydney, Sydney Law School, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://ssrn.com/abstract=934993>, 6.

¹⁸⁰³ Άρθρο 87CC παρ. 2,3 της TPA· άρθρο 1041 M παρ. 2,3 Corporations Act 2001 (Cth).

¹⁸⁰⁴ Άρθρο 1041 O παρ. 1 Corporations Act 2001 (Cth).

¹⁸⁰⁵ McDonald, ό.π., 7-13, 20-22.

¹⁸⁰⁶ Λιάπηης, Ενημερωτικό δελτίο..., ό.π., 258. Βλ. σχετικά Mastromanolis, ό.π., υπό C.I.8.

παράνομων συμπεριφορών που σχετίζονται με την εισηγμένη ανώνυμη εταιρία¹⁸⁰⁷. Αναζητείται εκείνος ο πυλωρός ο οποίος μπορεί να φέρει σε πέρας τη σχετική αποστολή με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο και με το μικρότερο δυνατό κόστος. Βεβαίως μία τέτοια συζήτηση, εφόσον γίνει σε επίσημο επίπεδο στο πλαίσιο της χάραξης νομοθετικής πολιτικής, μπορεί να προκαλέσει συγκρούσεις μεταξύ των περισσότερων κατηγοριών «gatekeepers». Ωστόσο, οι σχετικές ζυμώσεις είναι αναπόφευκτες σε κάθε επιχειρούμενη νομοθετική αλλαγή, εφόσον πλήττονται τα συμφέροντα κοινωνικών ομάδων¹⁸⁰⁸.

Ενδιαφέρουσα από την άποψη αυτή είναι η πρόταση του Andrew Tuch, σύμφωνα με την οποία θα μπορούσε να θεσπισθεί καθήκον ανακοίνωσης μόνο για τους αναδόχους και να καθιερωθεί αντίστοιχη ευθύνη, η οποία θα βαρύνει αποκλειστικά τη συγκεκριμένη επαγγελματική ομάδα¹⁸⁰⁹. Βαρυνόμενος αποκλειστικά με τη σχετική ευθύνη ο ανάδοχος είτε θα συστήσει εσωτερικά τμήματα με διακεκριμένο αντικείμενο ελέγχου (νομικό, λογιστικό) είτε θα αναθέσει τις σχετικές υπηρεσίες σε εξωτερικούς συνεργάτες (ιδίως δικηγορικές, ελεγκτικές εταιρίες) καταβάλλοντας ιδιαίτερη πρόνοια για τη διενέργεια επαρκούς και αποτελεσματικού ελέγχου των πληροφοριών που σχετίζονται με τον εκδότη¹⁸¹⁰.

Η συγκεκριμένη πρόταση συμβάλλει στην απλοποίηση του συστήματος των «gatekeepers» και φαίνεται να διευκολύνει τον ενάγοντα επενδυτή. Η καθιέρωση συγκεντρωτικού συστήματος κατά τη νομοθετική διαμόρφωση του καθήκοντος και της ευθύνης, δηλαδή η επιφόρτιση με αυτά κάποιας συγκεκριμένης επαγγελματικής ομάδας, απαλλάσσει τον επενδυτή από τη βάσανο της αναζήτησης των ευθυνόμενων προσώπων μεταξύ περισσότερων εμπλεκόμενων παραγόντων. Με τον τρόπο αυτό είναι σαφής και γνωστή εκ των προτέρων η ταυτότητα του εναγομένου. Εξάλλου, η απόδειξη του αιτιώδους συνδέσμου είναι έργο δυσχερές σε περίπτωση ύπαρξης περισσότερων κατηγοριών πυλωρών, οι οποίοι αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Επίσης, ο καθορισμός ενός μόνο υπευθύνου συνεπάγεται τη μείωση των σχετικών εξόδων για τον επενδυτή. Συνεπώς, η πρόταση αυτή συνεπάγεται σαφήνεια, ταχύτητα, διευκόλυνση της απόδειξης και μείωση των εξόδων για τους επενδυτές.

Με την πρόταση αυτή περιορίζεται ο κύκλος των ευθυνόμενων προσώπων αποκλειστικά στους αναδόχους. Αυτό σημαίνει την εκ των προτέρων απαλλαγή άλλων κατηγοριών που σήμερα αναγνωρίζονται ως «gatekeepers» από την ευθύνη έναντι των επενδυτών. Η επιλογή αυτή αντίκειται στην απορρέουσα από τη λογική αρχή ότι εκείνος που έχει την εξουσία πρέπει να έχει την ευθύνη. Ο νομοθετικός περιορισμός των ευθυνόμενων έναντι του επενδυτή προσώπων θα καθιστούσε λιγότερο ασφαλή τη θέση του ενάγοντος, καθόσον συνδέεται με δραστική μείωση των ευθυνόμενων¹⁸¹¹ και των υπέγγυων περιουσιακών στοιχείων¹⁸¹².

¹⁸⁰⁷ Tuch, *The Limits...*, ό.π., 639· Coffee Jr, *Gatekeepers...*, ό.π., 347-352· Fox, *Gatekeeper failures: Why important, what to do*, Mich. L. Rev. 2008, 1108.

¹⁸⁰⁸ Στην προκείμενη περίπτωση πρόκειται για σύγκρουση επαγγελματικών συμφερόντων. Η απόπειρα νομοθετικών αλλαγών αναμένεται να συνδεθεί με ανάληψη σχετικών πρωτοβουλιών από κάθε εμπλεκόμενη επαγγελματική ομάδα με στόχο τη λήψη υπόψη των συμφερόντων των μελών της κατά τη θέσπιση των σχετικών ρυθμίσεων. Βλ. για το λεγόμενο «lobbying» Coffee Jr, *Gatekeeper Failure and Reform*, ό.π. 363-364· Partnoy, *Barbarians...*, ό.π., 519. Πρβλ. και Henning, *The new corporate gatekeeper*, ό.π., 40επ..

¹⁸⁰⁹ Tuch, *The Limits...*, ό.π., 639.

¹⁸¹⁰ Tuch, *The Limits...*, ό.π., 640.

¹⁸¹¹ Έτσι, αν πριν από την εφαρμογή της πρότασης το θετό δίκαιο προβλέπει παθητική εις ολόκληρον ενοχή, μετά από την υιοθέτησή της μειώνονται τα πρόσωπα που ευθύνονται προς αποζημίωση από τουλάχιστον δύο σε ένα.

¹⁸¹² Σε περίπτωση που γίνει δεκτή η αγωγή του και εξοπλισθεί με εκτελεστό τίτλο ο ενάγων θα έχει τη δυνατότητα να επισπεύσει αναγκαστική εκτέλεση σε λιγότερα περιουσιακά στοιχεία απ' ό,τι αν δεν εφαρμοσθεί η ως άνω πρόταση. Είναι δηλαδή εκτεθειμένος σε μεγαλύτερο κίνδυνο αφερεγγυότητας, έλλειψης ρευστότητας ή περιουσίας του εναγομένου λόγω της πρόβλεψης αποκλειστικής ευθύνης του τελευταίου.

Η ίδια θέση συνεπάγεται ρήγμα στον θεσμό της πρόσκτησης, ο οποίος συναντάται μεταξύ άλλων και στο ελληνικό δίκαιο. Κατ' εφαρμογή της συγκεκριμένης πρότασης ο ανάδοχος ευθύνεται για τις πράξεις και τις παραλείψεις των υπαλλήλων του που απασχολούνται στα συστηνόμενα ειδικά τμήματα (στην περίπτωση που ο ανάδοχος επιλέγει την εσωτερική οργάνωση αντί του outsourcing) και υπόκεινται στις οδηγίες του. Όμως, ταυτόχρονα οι προσκτηθέντες απαλλάσσονται από την ευθύνη έναντι των επενδυτών. Μάλιστα, αυτό προτείνεται να γίνει νομοθετικά, δηλαδή κατ' αποκλεισμό της παθητικής νομιμοποίησης των ειδικών που παρέχουν τη γνώμη τους στον ανάδοχο σε ενδεχόμενη αγωγή των επενδυτών¹⁸¹³.

Ακόμη και σε περίπτωση που ήθελε αναγνωρισθεί ευθύνη των υπαλλήλων και τούτο συνδυαζόταν με καθιέρωση ευθύνης και στο πρόσωπο των εξωτερικών συνεργατών (παρόχων υπηρεσιών στο πλαίσιο του outsourcing), με το σχετικό εγχείρημα δε θα διασφαλιζόταν σε μεγαλύτερο βαθμό ο επενδυτής. Αυτό θα συνέβαινε, διότι αφενός ο προσκτηθείς υπάλληλος στερείται ανεξαρτησίας αφετέρου ο εξωτερικός συνεργάτης, όπως υπονοείται από την πρόταση, θα υπέκειτο σε σχετικό έλεγχο και οδηγίες του αναδόχου. Αυτό έχει ως συνέπεια την αδυναμία εφαρμογής των διατάξεων περί ευθύνης των παρόχων υπηρεσιών κατά το δίκαιο της προστασίας του καταναλωτή (όπως ισχύει στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης). Αποτέλεσμα θα ήταν να βαρύνεται ο επενδυτής με την απόδειξη του συνόλου των προϋποθέσεων στοιχειοθέτησης αδικοπρακτικής ευθύνης των εναγομένων.

Εκτός των ανωτέρω είναι αμφίβολο κατά πόσο συμβιβάζεται η συγκεκριμένη λύση με την αρχή της οικονομικής ελευθερίας. Με το προταθέν σχέδιο υποχρεώνεται ένας συγκεκριμένος παράγοντας της αγοράς, ο ανάδοχος, να εντάξει στη δραστηριότητά του συγκεκριμένα αντικείμενα τα οποία αποτελούν ξεχωριστά πεδία της επιστήμης (νομική, λογιστική, ελεγκτική) δημιουργώντας γι' αυτά ιδιαίτερη οργάνωση εντός της επιχείρησής του. Εναλλακτικά υποχρεώνεται να απευθυνθεί σε τρίτους επαγγελματίες για την παροχή αυτών των ξένων προς το αντικείμενό του υπηρεσιών και μάλιστα καθίσταται αποκλειστικά υπεύθυνος για τις ενέργειες ή τις παραλείψεις τους. Υπενθυμίζονται οι σχετικοί περιορισμοί στην παροχή ελεγκτικών και συναφών υπηρεσιών, καθώς και η κατά το άρθρο 49 του ν. 4194/2013 συμμετοχή μόνο εν ενεργεία δικηγόρων στη σύσταση δικηγορικής εταιρίας.

Σε κάθε περίπτωση ένα τέτοιο εγχείρημα απαιτεί προσεκτική προεργασία. Εκείνο που πρέπει να εξετασθεί είναι το ύψος του σχετικού κόστους που συνεπάγεται για τον ανάδοχο η επιβολή του καθήκοντος και της ευθύνης αποκλειστικά σε αυτόν. Με δεδομένο ότι η σχετική πρόταση συνεπάγεται τη διεύρυνση του πεδίου δραστηριότητας του αναδόχου κατά τούτο γεννά την ανάγκη είτε δημιουργίας νέων οργανωτικών δομών εντός της επιχείρησής του είτε την ανάπτυξη συνεργασίας με τρίτους επαγγελματίες, η αύξηση των εξόδων του είναι προφανής. Αν το κόστος αυτό υπερβαίνει ένα επίπεδο που θα επέτρεπε στον ανάδοχο τη βιώσιμη και επικερδή ανάπτυξη της δράσης του, υπάρχουν βάσιμοι φόβοι ότι τούτο θα οδηγήσει σε έξοδο από τη σχετική αγορά αναδόχων, σε έμμεση επιβολή περιορισμών εισόδου σ' αυτήν και στη μείωση του επιπέδου ανταγωνισμού.

¹⁸¹³ Tuch, *The Limits...*, ό.π., 639.

Τελικές παρατηρήσεις

1. Η θεωρία των πυλωρών γεννά ακόμα μία σχέση αντιπροσώπευσης

Όπως ήδη αναφέρθηκε, η ανάγκη εποπτείας της διοίκησης (ή της πλειοψηφίας) της εισηγμένης εταιρίας προς αντιμετώπιση των ζητημάτων που ανακύπτουν κατά τη λειτουργία της σχέσης αντιπροσώπευσης μεταξύ αυτής και των μετόχων (ή της μειοψηφίας αντίστοιχα) οδήγησε στην ανάδειξη της τεχνικής της επιβολής στους πυλωρούς σχετικών καθηκόντων. Η εποπτεία στη συγκεκριμένη περίπτωση λαμβάνει διττή μορφή: είναι αφενός ουσιαστική αφετέρου διαδικαστική. Δηλαδή από τη μία πλευρά εξυπηρετεί την ανάγκη του ελέγχου του αντιπροσώπου και της παροχής πληροφόρησης σχετικά με την ουσία της διαχείρισης των ανατεθειμένων υποθέσεων της εταιρίας και την τήρηση της νομοθεσίας αφετέρου σε επίπεδο διαδικασίας απονέμει στους πυλωρούς ρόλο συμμετόχου στο σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης. Επί της ουσίας με τον τρόπο αυτό οι τελευταίοι καθίστανται ενεργοί παράγοντες του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης.

Η ως άνω σχέση αντιπροσώπευσης γεννά τελικά άλλη μία σχέση αντιπροσώπευσης¹⁸¹⁴. Πρόκειται για τη σχέση μεταξύ επενδυτή και πυλωρού. Ενδεχομένως ένας τέτοιος χαρακτηρισμός να θεωρηθεί ως μη συνάδων με τις παραδοχές και προϋποθέσεις της θεωρίας της αντιπροσώπευσης. Ωστόσο, η επίκληση του εν λόγω σχήματος γίνεται προκειμένου να τονισθεί ο τρόπος εφαρμογής της θεωρίας περί πυλωρών στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσώπευσης. Η επίλυση των προβλημάτων της σχέσης αντιπροσώπευσης επιχειρείται με τη δημιουργία μίας έτερης, ξεχωριστής από την πρώτη, σχέσης αντιπροσώπευσης. Με δεδομένο το γεγονός ότι ο όρος της αντιπροσώπευσης χρησιμοποιείται με την οικονομική έννοιά του και με δεδομένη ομοίως την ευρύτητα των περιπτώσεων στις οποίες έχει χρησιμοποιηθεί¹⁸¹⁵, κρίνεται εύλογη και συγγνωστή η χρήση του και στο πλαίσιο της θεωρίας περί πυλωρών.

Τα στοιχεία της θεωρίας της αντιπροσώπευσης - πρέπει να θεωρηθεί ότι - πληρούνται και στην περίπτωση της σχέσης πυλωρού και επενδυτή¹⁸¹⁶. Από νομική άποψη βεβαίως δεν υφίσταται συμβατική σχέση μεταξύ τους. Από οικονομική άποψη, όμως, υπάρχει και εδώ μια ανατεθειμένη στον πυλωρό υπόθεση του επενδυτή, αυτής της εποπτείας, της παροχής πληροφόρησης και της άρνησης της εισόδου προς τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου. Επίσης, ο πυλωρός δεν υπόκειται στις υποδείξεις του επενδυτή για τις ενέργειες στις οποίες πρέπει να προβεί ή για τον καθορισμό του επιδιωκόμενου αποτελέσματος. Το γεγονός ότι η ανάθεση της υπόθεσης δε γίνεται ούτε σιωπηρώς ούτε ρητώς από τον επενδυτή, αλλά από τον ίδιο τον νομοθέτη αποτελεί μία ιδιαιτερότητα, η οποία διαφοροποιεί τυπικά τη σχέση αυτή από το πρότυπο της σχέσης αντιπροσώπευσης και αποτελεί συνέπεια της εφαρμογής της θεωρίας των πυλωρών. Η δεύτερη ιδιαιτερότητα συνίσταται στην καταβολή της αμοιβής: Με δεδομένη την ύπαρξη σύμβασης εκδότη και πυλωρού ο πρώτος (κατά το κρατούν μοντέλο) προβαίνει στην πληρωμή της.

Δεν είναι, όμως, απαραίτητως πάντοτε ο νομοθέτης εκείνος που επιβάλλει σχετικά καθήκοντα στον πυλωρό. Βεβαίως αυτό είναι το σύνθημα και συμβαίνει σε περιπτώσεις όπως αυτές των ελεγκτών και των οίκων αξιολόγησης - σε κάθε περίπτωση η παρέμβαση του νομοθέτη διενεργείται με βάση τη διαμόρφωση των οικονομικών και κοινωνικών συνθηκών.

¹⁸¹⁴ Πρβλ. Abbott, Genschel, Snidal, Zangl, Two Logics of Indirect Governance: Delegation and Orchestration, B.J.Pol.S. 2015, 1-2· Partnoy, Barbarians..., ό.π., 500.

¹⁸¹⁵ Αθανασίου, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία, ό.π., 32· Βερβεσός, Η Αρχή..., ό.π., 135.

¹⁸¹⁶ Βλ. έτσι και Coffee Jr, Why Do Auditors Fail?, ό.π., 547-548, 555· Καραγκουνίδης, ό.π., 206-208.

Ωστόσο, υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες, παρότι δεν υφίσταται σχετικός νόμος που προβλέπει συγκεκριμένες υποχρεώσεις, γεννάται η ανάγκη αναγνώρισής τους από το δίκαιο. Στις περιπτώσεις αυτές ο εφαρμοστής του δικαίου καλείται να καταλήξει στην κατάλληλη λύση κατόπιν εφαρμογής των γενικών διατάξεων του ιδιωτικού δικαίου (ενδεχομένως και των διατάξεων του δημόσιου και του ποινικού δικαίου). Με βάση όσα έχουν ήδη εκτεθεί, πρόκειται για τις περιπτώσεις δημοσίευσης κάποιας έκθεσης ειδικού προς το κοινό για τις οποίες δεν υφίσταται στο ελληνικό δίκαιο σχετική ρύθμιση¹⁸¹⁷.

Στις περιπτώσεις εφαρμογής των γενικών διατάξεων του ιδιωτικού δικαίου, ομοίως δημιουργείται σχέση αντιπροσώπευσης μεταξύ του πωλωρού και του επενδυτή. Το γεγονός ότι δεν υφίστανται σχετικές ειδικές διατάξεις οι οποίες να ρυθμίζουν τις σχετικές υποχρεώσεις δεν αναιρεί τη δημιουργία της αντίστοιχης σχέσης. Εκείνο που διαφοροποιείται δεν είναι η ποιότητα της σχέσης, αλλά το επίπεδο της διαγνωσιμότητας του ακριβούς περιεχομένου των σχετικών υποχρεώσεων. Εφόσον δεν υφίσταται ειδική ρύθμιση, το συμπέρασμα για το περιεχόμενό τους είναι αποτέλεσμα ερμηνείας των γενικών διατάξεων, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται και οι σχετικές με την αρχή της καλής πίστης, σε συνδυασμό με τυχόν ισχύοντες κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας. Και σε αυτήν την περίπτωση πάντως, η ύπαρξη διατάξεων για την αστική ευθύνη των φυσικών ή νομικών προσώπων έναντι τρίτων είναι κομβική για τον εξοπλισμό των σχετικών υποχρεώσεων με μηχανισμούς εξαναγκασμού.

Η διαφορά μεταξύ της σχέσης αντιπροσώπευσης του ζεύγους διοίκηση - μέτοχοι και της αντίστοιχης πωλωρού - επενδυτή συνίσταται κυρίως στον τρόπο δημιουργίας τους. Η πρώτη εγκαθιδρύεται στο πλαίσιο της εταιρικής οργάνωσης στο πλαίσιο της ιδιωτικής αυτονομίας, ενώ η δεύτερη με την παρεμβολή των ειδικών επαγγελματικών κανόνων και των γενικών και ειδικών ρυθμίσεων του νόμου. Η πρώτη γεννάται στο πλαίσιο μίας διμερούς σχέσης, ενώ η δεύτερη εντάσσεται στο πλαίσιο μίας τριγωνικής σχέσης. Η τελευταία έχει την ιδιαιτερότητα ότι έχει ως προϋπόθεση ενεργοποίησής της τη σύναψη σύμβασης μεταξύ εταιρίας και πωλωρού. Χωρίς αυτήν δεν μπορεί να εφαρμοσθεί η θεωρία περί πωλωρών. Άλλωστε, η τελευταία (θεωρία) αποβλέπει ακριβώς σ' αυτήν τη σύμβαση προκειμένου να τεθεί ο πωλωρός σε σχέση εγγύτητας προς την εταιρία.

Όπως σε κάθε σχέση αντιπροσώπευσης έτσι και σ' αυτήν μεταξύ επενδυτή και πωλωρού γεννώνται τα αντίστοιχα προβλήματα. Αφενός δεν παρατηρείται ταύτιση των συμφερόντων τους αφετέρου ο επενδυτής δεν είναι σε θέση να ελέγχει τον τρόπο, την ποιότητα, τη νομιμότητα και την αποτελεσματικότητα της δράσης του πωλωρού. Από τη μία πλευρά έχει καταδειχθεί ότι οι «gatekeepers» ενδέχεται να υποκύψουν σε πιθανές πιέσεις του αντισυμβαλλομένου τους λαμβανομένου υπ' όψιν του τρόπου καταβολής της αμοιβής του συνεκτιμώμενης και της πιθανότητας αποκάλυψης της παραβίασης των υποχρεώσεών τους. Έτσι, είναι πιθανόν η συμβολή τους σε παράνομες συμπεριφορές της εταιρίας να κρίνονται από τους ίδιους πιο επικερδείς σε σχέση με την άρνηση της συνεργασίας τους σ' αυτές και την πιστή τήρηση των καθηκόντων τους. Από την άλλη πλευρά οι επενδυτές ούτε είναι σε θέση ούτε έχουν τα μέσα προκειμένου να ελέγξουν αν οι πωλωροί αντεπεξέρχονται στις υποχρεώσεις τους. Αυτό συνεπάγεται την αύξηση του ηθικού κινδύνου. Τελικά, ενώ με την επιστράτευση των πωλωρών επιχειρείται η απάλυνση των προβλημάτων που προκύπτουν στη σχέση μετόχων-διοίκησης (ή μειοψηφίας-πλειοψηφίας), στην πράξη δημιουργούνται νέα προβλήματα αντιπροσώπευσης, αυτή τη φορά στη νέα σχέση.

¹⁸¹⁷ Όπου υφίσταται, είναι εφαρμοστέα αυτή.

Το ερώτημα που τίθεται αφορά στην καταλληλότητα των στρατηγικών που χρησιμοποιούνται στο πλαίσιο της άμβλυνσης των συγκρούσεων μεταξύ διοικητικού συμβουλίου και μετόχων προς αντιμετώπιση των αντίστοιχων ζητημάτων που προκύπτουν στη σχέση μεταξύ επενδυτών και πωλωρών. Κριτήριο για το εφαρμόσιμο των σχετικών μέτρων σε επίπεδο πωλωρών είναι το ίδιο το σκεπτικό το οποίο αποτελεί τη βάση της θεωρίας περί θυροφυλάκων: Με αυτήν αναζητούνται εκείνα τα πρόσωπα που βρίσκονται εγγύς της εταιρίας, ώστε να έχουν πρόσβαση σε κρίσιμες για το επενδυτικό κοινό πληροφορίες και τα οποία είναι σχετικώς ανεξάρτητα. Η ανεξαρτησία βεβαίως είναι σχετική, διότι (συνήθως) οι πωλωροί αμείβονται από τον αντισυμβαλλόμενο τους. Συνδέεται με την έλλειψη σύμβασης εργασίας.

Η στρατηγική της καθιέρωσης δικαιωμάτων που συνδέονται με την είσοδο ή την έξοδο από την εταιρία δεν μπορεί να εφαρμοσθεί στην περίπτωση των πωλωρών. Από τη μία πλευρά, δεν έχουν όλοι οι πωλωροί τη νομική μορφή του νομικού προσώπου. Από την άλλη πλευρά, ακόμη και αν ο πωλωρός είναι νομικό πρόσωπο είναι προφανές και αυτονόητο ότι ο επενδυτής δεν είναι μέλος του. Ακόμη δε κι αν ήταν τέτοιος, η είσοδος ή η έξοδος από το νομικό πρόσωπο του πωλωρού δε θα επιτελούσε λειτουργία αντίστοιχη με αυτήν που επιτελούν τα αντίστοιχα δικαιώματα στην ανώνυμη εταιρία κατά την απόπειρα αντιμετώπισης των ζητημάτων αντιπροσώπευσης.

Η παροχή οικονομικών κινήτρων κατά πάσα πιθανότητα δε θα μπορούσε να υποστηριχθεί επαρκώς στο ερευνώμενο πλαίσιο χωρίς να προκύψουν αντινομίες. Η παροχή κινήτρων προφανώς έχει ως στόχο τη σύγκλιση των συμφερόντων πωλωρών και επενδυτών. Για να επιτευχθεί αυτός έχει προταθεί η χορήγηση «stock options» στους πωλωρούς. Με τον τρόπο αυτό θεωρείται ότι ο πωλωρός έρχεται στην ίδια θέση με τον επενδυτή - μέτοχο και έτσι ωθείται στην καλύτερη άσκηση εποπτείας επί της αντισυμβαλλόμενης εταιρίας. Ωστόσο, η απόκτηση μετοχικής ιδιότητας ή έστω η προσδοκία της συνεπάγονται αυτομάτως την απώλεια της αντικειμενικότητας του πωλωρού. Η τελευταία, όμως, αποτελεί βασική προϋπόθεση λειτουργίας του συστήματος της θεωρίας των «gatekeepers».

Η επιστράτευση άλλων ομάδων ιδιωτών ως ελεγκτών των πωλωρών συνδέεται με πολλαπλά προβλήματα. Αίνιγμα θα αποτελούσε η ιδιότητα των πωλωρών των πωλωρών, δηλαδή μίας νέας κατηγορίας πωλωρών. Η προσθήκη νέων παραγόντων στη σχετική αλυσίδα θα δημιουργούσε πρόσθετες δαπάνες για κάθε παράγοντα της κεφαλαιαγοράς. Περαιτέρω, η διαμόρφωση μίας νέας ομάδας πωλωρών θα γεννούσε ζήτημα εποπτείας τους από άλλους παράγοντες. Υφίσταται κατά τούτο κίνδυνος δημιουργίας μίας ατέρμονης αλυσίδας. Ενδεχομένως αυτό σημαίνει ότι ο τελευταίος συνδετικός κρίκος της πρέπει να καταλήγει σε κρατική εποπτική αρχή. Ωστόσο, και σ' αυτήν την περίπτωση επανέρχεται το ζήτημα της αποτελεσματικότητας του κρατικού μηχανισμού, που οδήγησε στη σύλληψη της έννοιας του «gatekeeper».

Η θέσπιση δικαιωμάτων διορισμού ή ανάκλησης, αν επιλεγόταν, θα δημιουργούσε ζητήματα νομιμοποίησης. Ιδίως σε σχέση με επενδυτές οι οποίοι δεν έχουν καταστεί ακόμη μέτοχοι της εισηγμένης ανώνυμης εταιρίας, η έλλειψη νομιμοποίησης είναι προφανής. Σε ενδοεταιρικό επίπεδο η θέσπιση τέτοιων δικαιωμάτων θα δημιουργούσε σχέσεις εξάρτησης του πωλωρού από τους έχοντες τα σχετικά δικαιώματα (ανεξαρτήτως του ζητήματος της ταυτότητας του δικαιούχου και των όρων προσδιορισμού της και άσκησης των δικαιωμάτων). Καθίσταται φανερό ότι η παρέμβαση επί της διαδικασίας μπορεί να ανατρέψει τους συσχετισμούς με τον κίνδυνο δημιουργίας πιέσεων με αντίστροφη προέλευση. Η θέσπιση τέτοιων δικαιωμάτων ίσως αποτελούσε αντίβαρο στην καταβολή της αμοιβής του πωλωρού εκ μέρους της εισηγμένης εταιρίας. Ωστόσο, η λύση δε θα ήταν ικανοποιητική, διότι θα αποτελούσε απλή μεταφορά των

ενδοεταιρικών αντιπαραθέσεων σε εξωτερικό επίπεδο και αντικατοπτρισμό τους στη λειτουργία του πυλωρού με άμεσους κινδύνους αυτούς της απροθυμίας για τη σύναψη σύμβασης με την εταιρία, των συχνών παραιτήσεων των πυλωρών, την παράλυση της λειτουργίας τους ή και τη συντηρητική προσέγγιση κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους.

Κλασικός τρόπος αντιμετώπισης των προβλημάτων ελέγχου είναι αυτός της θέσπισης κανόνων ευθύνης. Η πρόβλεψη συστήματος αστικής ευθύνης είναι στην περίπτωση των πυλωρών επιβεβλημένη. Ιδίως ενόψει της ύπαρξης ηθικού κινδύνου (οφειλόμενου στην άγνοια των επενδυτών σχετικά με τον τρόπο άσκησης των καθηκόντων τους) η αστική ευθύνη αποτελεί παράγοντα αποτρεπτικό για την τέλεση παράνομων πράξεων. Αποτελεί αναγκαίο σύστοιχο της εξουσίας. Όποιος έχει την εξουσία πρέπει να ευθύνεται. Ασφαλώς η εξουσία για την οποία γίνεται λόγος δεν είναι η εξουσία (διαχείρισης και διοίκησης) που ασκεί το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας¹⁸¹⁸. Όμως, ευρισκόμενη σε περιφερειακό της διοίκησης επίπεδο είναι εξίσου κομβική για τα συμφέροντα της εταιρίας, των μετόχων, των επενδυτών και των δανειστών, καθώςον αποτελεί το τελευταίο στάδιο πριν από την ανάπτυξη των αποτελεσμάτων της επί των τελευταίων (με μία πιο αφηρημένη έννοια, αυτή της φύλαξης της πύλης).

2. Το κατάλληλο πρότυπο επενδυτή

Η καθιέρωση προτύπων συμπεριφοράς είναι συνυφασμένη με το δίκαιο¹⁸¹⁹. Η θέσπιση πρωτευόντων επιτακτικών ή απαγορευτικών κανόνων δικαίου έχει ακριβώς αυτόν τον στόχο. Οι δευτερεύοντες κανόνες, στους οποίους εμπεριέχονται σιωπηρώς οι πρώτοι¹⁸²⁰, αποσκοπούν στη διασφάλιση της εφαρμογής των τελευταίων σε προληπτικό ή κατασταλακτικό επίπεδο. Στο πλαίσιο αυτό κυρίαρχο είναι στο δίκαιο το πρότυπο του συνετού ανθρώπου. Ενδεικτικώς¹⁸²¹ αναφέρονται ο «μέσος συνετός και ευσυνείδητος άνθρωπος του οικείου τομέα κοινωνικής δραστηριότητας»¹⁸²² στα εξ αμελείας τελούμενα και τιμωρούμενα εγκλήματα και ο «μέσος συνετός και ευσυνείδητος άνθρωπος του ίδιου τομέα επαγγελματικής δραστηριότητας» ως πρότυπο για την κρίση σχετικά με την επίδειξη της δέουσας επιμέλειας στο πλαίσιο της εφαρμογής του άρθρου 914 ΑΚ¹⁸²³. Ομοίως ως μέτρο κρίσης της επιμέλειας των μελών του ΔΣ ανώνυμης εταιρίας τίθεται το πρότυπο του «συνετού επιχειρηματία που δραστηριοποιείται σε

¹⁸¹⁸ Για την ευθύνη των μελών του ΔΣ της ΑΕ έναντι τρίτων βλ. ιδίως Ρόκα, Οι ευθύνες των εταιρικών διοικήσεων προς τρίτους, ΝοΒ 2016, 1596επ..

¹⁸¹⁹ Σταθόπουλος στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 1 αρ. 211.

¹⁸²⁰ Σταθόπουλος στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 1 αρ. 212.

¹⁸²¹ Παράδειγμα μπορεί να ληφθεί και από το ενωσιακό δίκαιο. Προκειμένου να αξιολογήσουν κατά πόσο συγκεκριμένες συναλλαγές δημόσιων οργανισμών συνιστούν κρατικές ενισχύσεις τα δικαστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης εφαρμόζουν την αρχή του ιδιώτη επενδυτή εξετάζοντας κατά πόσο ένας ιδιώτης επενδυτής θα είχε προβεί στην αντίστοιχη συναλλαγή και με τους ίδιους όρους. Βλ. την παρ. 74 της Ανακοίνωσης της Επιτροπής σχετικά με την έννοια της κρατικής ενίσχυσης όπως αναφέρεται στο άρθρο 107 παράγραφος 1 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2016/C 262/01), στην οποία γίνεται παραπομπή σε σχετικές αποφάσεις. Ενδεικτικώς αναφέρονται η απόφαση του Δικαστηρίου της 21ης Μαρτίου 1990, Βέλγιο κατά Επιτροπής («Tubemeuse»), C-142/87, ECLI:EU:C:1990:125, σκέψη 29, η απόφαση του Δικαστηρίου της 21ης Μαρτίου 1991, Ιταλία κατά Επιτροπής («Alfa Romeo»), C-305/89, ECLI:EU:C:1991:142, η απόφαση του Δικαστηρίου της 22ας Νοεμβρίου 2007, Ισπανία κατά Επιτροπής, C-525/04 P, ECLI:EU:C:2007:698, η απόφαση του Δικαστηρίου της 24ης Ιανουαρίου 2013, Frucona κατά Επιτροπής, C-73/11 P, ECLI:EU:C:2013:32 και η απόφαση του Γενικού Δικαστηρίου της 28ης Φεβρουαρίου 2012, Land Burgenland και Αυστρία κατά Επιτροπής, συνεκδικασθείσες υποθέσεις T-268/08 και T-281/08, ECLI:EU:T:2012:90.

¹⁸²² ΑΠ 82/2016 (Ποιν), ΝΟΜΟΣ.

¹⁸²³ ΑΠ 322/2018 (Πολ), ΝΟΜΟΣ.

παρόμοιες συνθήκες»¹⁸²⁴. Στο δε άρθρο 9γ παρ. 2 του ν. 2251/1994 γίνεται αναφορά σε μέσο καταναλωτή.

Αντίστοιχο πρότυπο διαπλάσσεται και στον χώρο της κεφαλαιαγοράς. Πρόκειται για τον συνετό επενδυτή. Το πρότυπο αυτό χρησιμοποιείται με διττό τρόπο. Από τη μία πλευρά χρησιμεύει προκειμένου να προσδιορισθεί κατά πόσο μία πληροφορία πρέπει να δημοσιευθεί. Από την άλλη πλευρά η συμπεριφορά του υποθετικού συνετού επενδυτή αποτελεί μέτρο για τη διάγνωση του εύλογου ή μη χαρακτήρα της εμπιστοσύνης που επέδειξε συγκεκριμένος επενδυτής κατά τη λήψη της επενδυτικής απόφασης¹⁸²⁵. Το ίδιο πρότυπο δηλαδή λειτουργεί ως σημείο ισορροπίας μεταξύ των παρόχων των πληροφοριών και των επενδυτών. Κατά τη μία λειτουργία του καθορίζει το περιεχόμενο της συμπεριφοράς των προσώπων που δημοσιεύουν τις πληροφορίες, ενώ κατά την άλλη οριοθετεί το πεδίο της συμπεριφοράς των επενδυτών κατά την επεξεργασία τους και κατά τη λήψη της επενδυτικής απόφασης.

Η χρήση μίας αόριστης έννοιας στο χρησιμοποιούμενο πρότυπο δημιουργεί προβλήματα στον ενιαίο και καθολικά αποδεκτό προσδιορισμό του ακριβούς περιεχομένου του¹⁸²⁶. Ως συνετός συνήθως νοείται ο επενδυτής εκείνος ο οποίος είναι επαρκώς ενημερωμένος κατά τον χρόνο λήψης της επενδυτικής απόφασής του. Οι επιλογές του συνήθως χαρακτηρίζονται με τον αγγλικό όρο «reasonable». Αυτός μπορεί να αποδοθεί είτε ως δικαιολογημένος είτε ως εύλογος. Συνήθως επιλέγεται η δεύτερη λύση, η οποία εμπεριέχει τον λόγο, δηλαδή τη λογική, και φέρει το σχετικό πρότυπο πιο κοντά προς αυτό του ορθολογικού επενδυτή, δηλαδή αυτού ο οποίος πράττει με βάση τη λογική¹⁸²⁷. Η αοριστία της έννοιας αυτής δημιουργεί αβεβαιότητα, καθόσον δημιουργεί πολλές πιθανές διαβαθμίσεις της σύνεσης και της ορθολογικότητας σε πρακτικό επίπεδο. Η κρίση σχετικά με τον τρόπο κατά τον οποίο οφείλει να υλοποιείται στον εξωτερικό κόσμο η σύνεση ή η ορθολογικότητα μπορεί να διαφοροποιείται τόσο ανάλογα με τον πρόσωπο του κρίνοντος όσο και με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε κατηγορίας επενδυτών (επαγγελματιών και μη).

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει καταδείξει τις αποκλίσεις της συμπεριφοράς των επενδυτών από το πρότυπο του ορθολογικού επενδυτή. Οι διάφορες κατηγορίες σφαλμάτων στις οποίες συχνά υποπίπτουν οι επενδυτές κατά την πρόσληψη και επεξεργασία των πληροφοριών και κατά τη λήψη της επενδυτικής απόφασής τους θα μπορούσαν να προκαλέσουν αμφιβολίες σχετικά με το κατά πόσο είναι ενδεδειγμένο το πρότυπο του ορθολογικού επενδυτή. Αν ο μέσος επενδυτής υποπίπτει σε σφάλματα αποκλίνοντας από τις αρχές της λογικής, τότε πράγματι δημιουργείται η σκέψη μήπως το πρότυπο πρέπει να περιλαμβάνει τη συμπεριφορά ενός λιγότερο ορθολογικού επενδυτή. Περαιτέρω, θα μπορούσε κάποιος να αναρωτηθεί μήπως απαιτώντας από τον επενδυτή την επίδειξη ορθολογικής συμπεριφοράς, θεωρία και νομολογία ζητούν από αυτόν τα αδύνατα¹⁸²⁸.

¹⁸²⁴ Άρθρο 102 παρ. 2 του ν. 4548/2018.

¹⁸²⁵ Μάλιστα, η έννοια του «συνετού επενδυτή» χρησιμοποιείται από την αμερικανική νομολογία προκειμένου να επιτευχθούν δίκαιες λύσεις για μικρούς και άπειρους επενδυτές κατά την εφαρμογή της (οικονομικής) θεωρίας «fraud on the market». Βλ. Duffy, “Fraud on the market”: Judicial approaches to causation and loss from securities nondisclosure in the United States, Canada and Australia, M.U.L.R. 2005, 638.

¹⁸²⁶ Horsch, Civil liability of credit rating companies – Qualitative aspects of damage assessment from an economic viewpoint, ICCLJ 2015, 128-129. Κατά την Rose, ό.π., 110, η χρήση της έννοιας «συνετός επενδυτής» έχει ως αποτέλεσμα το δικαστήριο να εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την κατάσταση ειδικών για την εξειδίκευση του περιεχομένου της και την έκδοση απόφασης.

¹⁸²⁷ Black Barbara, Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets, Loy. U. Chi. L.J. 2013, 1495.

¹⁸²⁸ Πρβλ. Black Barbara, Behavioral Economics..., ό.π. 1505επ..

Η διαπίστωση των περιπτώσεων αποκλίσεων από το πρότυπο του ορθολογικού επενδυτή δεν πρέπει να οδηγήσει σε αναθεώρησή του. Τα σφάλματα αυτά δεν μονοπωλούν τις αποφάσεις των επενδυτών. Οι τελευταίες βεβαίως δεν είναι απαλλαγμένες από αστοχίες, πλην όμως αυτό δε σημαίνει ότι δε λαμβάνεται καμία απόφαση σύμφωνα με τους κανόνες της λογικής. Ασφαλώς στην παρούσα μελέτη δεν είναι δυνατή η καταμέτρηση των δύο κατηγοριών. Ωστόσο, η πραγματικότητα είναι ότι η εφαρμογή του ορθού λόγου είναι εφικτή και πολλές φορές επιτυγχάνεται. Όπως έχει παρατηρηθεί «ακόμα και οι άπειροι και γνωστικώς δοκιμαζόμενοι επενδυτές είναι ικανοί να μάθουν»¹⁸²⁹. Κατά συνέπεια, η επιλογή του νομοθέτη να θέσει ως πρότυπο αυτό του συνετού επενδυτή δικαιολογείται επαρκώς, καθόσον αυτό είναι επιτεύξιμο. Δε συντρέχει εν προκειμένω η περίπτωση της αρχής «ουδείς υποχρεούται εις τα αδύνατα», καθόσον το πρότυπο του συνετού επενδυτή δεν είναι αδύνατο.

Η επιλογή του δικαίου να θέσει ως επιδιωκτέο πρότυπο αυτό του συνετού επενδυτή προάγει την υπευθυνότητα των παραγόντων της αγοράς και την αποτελεσματικότερη λειτουργία της τελευταίας. Η αποδοχή των αποκλίσεων που διαγιγνώσκει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική και η ανάδειξή τους σε πρότυπο θα είχε ως αποτέλεσμα τη στασιμότητα του τρόπου λειτουργίας της αγοράς. Ένα πρότυπο τέτοιου είδους επιβραβεύει την ήσσυα προσπάθεια, ενώ ταυτόχρονα μειώνει το επίπεδο της αξιούμενης τόσο από τους επενδυτές όσο και από τους υπόλοιπους παράγοντες της αγοράς (ιδίως εκδότες και διαμεσολαβητές) επιμέλειας¹⁸³⁰.

Το πρότυπο του συνετού συναλλασσομένου ανταποκρίνεται στις αντίστοιχες απαιτήσεις του δικαίου των αδικοπραξιών. Εκεί το αντίστοιχο πρότυπο του μέσου συνετού και εχέφρονος συναλλασσομένου λειτουργεί διαχρονικά χωρίς να έχει τεθεί υπό αμφισβήτηση. Με δεδομένο ότι οι διατάξεις περί αδικοπρακτικής ευθύνης είναι οι συχνότερα εφαρμοζόμενες σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς, ο μέσος συνετός συναλλασσόμενος είναι εντός αυτής ο μέσος συνετός επενδυτής. Η διαφοροποίηση του πλαισίου εντός του οποίου αναπτύσσεται το πρότυπο αυτό – λόγω της αυξημένης πολυπλοκότητας των συναλλαγών που λαμβάνουν χώρα εντός της κεφαλαιαγοράς σε συνδυασμό με τη μειωμένου βαθμού εξοικείωση των μη επαγγελματιών επενδυτών με τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς και διαμόρφωσης των τιμών – επιβάλλει την αυστηρότερη αντιμετώπιση των επαγγελματιών επενδυτών, αλλά συγχρόνως και τη λήψη εκ μέρους των μη επαγγελματιών επενδυτών μέτρων που περιορίζουν τον κίνδυνο που δημιουργεί η έλλειψη εμπειρίας.

Εκείνο που πρέπει να γίνει αντιληπτό κυρίως από τους καταθέτες είναι ότι, παρότι η κεφαλαιαγορά αποτελεί θελκτική εναλλακτική επιλογή τοποθέτησης των κεφαλαίων τους, αποτελεί έναν πολύπλοκο μηχανισμό ενέχοντα κινδύνους ιδίως για τους μη επαγγελματίες. Η συμμετοχή στην κεφαλαιαγορά απαιτεί την επίδειξη υπεύθυνης στάσης από τον επενδυτή. Ο μικροεπενδυτής πρέπει να ενεργεί έχοντας τη συνείδηση ότι λόγω της έλλειψης γνώσεων, ειδίκευσης και εμπειρίας σε σχέση με την κεφαλαιαγορά βρίσκεται σε κίνδυνο¹⁸³¹. Αυτή η διαπίστωση πρέπει να τον ωθεί στη λήψη κάθε μέτρου αυτοπροστασίας του. Μεταξύ αυτών το πλέον προφανές είναι η αναζήτηση συμβουλών από εξειδικευμένους επαγγελματίες¹⁸³². Η

¹⁸²⁹ Choi, Pritchard, Behavioral Economics and the SEC, Stan. L. Rev. 2003, 59.

¹⁸³⁰ Έτσι και οι Choi, Pritchard, ό.π., 50, 61.

¹⁸³¹ Βλ. Καραγκουνίδη, ό.π., 14, 16.

¹⁸³² Κατά τους Choi, Pritchard, ό.π., 54, μία τέτοια λύση θα μπορούσε να επιβάλλεται με ρύθμιση. Κατά τους ίδιους, ό.π., 65, ο νόμος θα μπορούσε να προβλέπει υποχρεωτική περίοδο περίσκεψης για τους επενδυτές προκειμένου να καθυστερεί χρονικά η λήψη της απόφασης με σκοπό την αποφυγή σφαλμάτων που οφείλονται στην ταχύτητα λήψης της. Οι ίδιοι αναγνωρίζουν ότι η επιλογή αυτής της λύσης πιθανόν να αποτρέψει επενδύσεις και να στρέψει τους επενδυτές σε εναλλακτικές μαύρες αγορές. Βλ. και τους Sangiorgi, Spatt, ό.π., 18, για τη σημασία της

πρώτη ενέργεια που πρέπει να αναμένει κανείς από έναν συνετό μη επαγγελματία επενδυτή που επιθυμεί να εισέλθει στην κεφαλαιαγορά είναι η πρόσληψη ειδικού συμβούλου¹⁸³³.

Σημαντικό ζήτημα είναι ο προσδιορισμός του ακριβούς τρόπου συμπεριφοράς του συνετού επενδυτή. Έχει προταθεί η νομοθετική παροχή ορισμού της έννοιας του συνετού επενδυτή¹⁸³⁴. Ωστόσο, αφενός η σχετική ρύθμιση δε θα μπορούσε να είναι εξαντλητική αφετέρου θα απαιτούσε και πάλι την ερμηνεία της. Αντί της μεθόδου του νομοθετικού ορισμού, προκρίτεα είναι η χρήση του υπάρχοντος νομοθετικού πλαισίου και η συστηματική ερμηνεία του για τον *ad hoc* προσδιορισμό των επιταγών του προτύπου του συνετού επενδυτή σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση από το αρμόδιο δικαστήριο. Μάλιστα, εύστοχα έχει παρατηρηθεί ότι η σχετική κρίση χαρακτηρίζεται από κυκλικότητα: Το δικαστήριο κρίνει σχετικά με το ουσιώδες μίας πληροφορίας με βάση τις αντιλήψεις του μέσου επενδυτή και οι επενδυτές με τη σειρά τους διαμορφώνουν τη συμπεριφορά τους αναλόγως με τη διαμορφούμενη σχετική νομολογία¹⁸³⁵. Σε επίπεδο ελληνικού δικαίου χρήσιμη είναι η νομοθετική διάκριση των επενδυτών σε επαγγελματίες και μη. Με βάση την κατηγοριοποίηση αυτή θα πρέπει να διαπласθεί το πρότυπο του συνετού επαγγελματία: η διαφοροποίηση των χαρακτηριστικών κάθε κατηγορίας γεννά διαφορετικά δικαιώματα και υποχρεώσεις για έκαστη εξ αυτών.

3. Η διαμόρφωση των νομοθετικών επιλογών σχετικά με την αστική ευθύνη των πωλών έναντι των επενδυτών

Η στάση του νομοθέτη έναντι των «gatekeepers» εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις επικρατούσες συνθήκες¹⁸³⁶. Συνήθως, η επιβολή εποπτικών καθηκόντων αποτελεί την απάντηση του κράτους έναντι της αλματώδους αύξησης της παρανομίας. Αυτή ακριβώς είναι η περίπτωση της θέσπισης της Sarbanes-Oxley Act: Ήταν η απάντηση του νομοθέτη έναντι του κύματος περιπτώσεων δημιουργικής λογιστικής που αποκαλύφθηκαν στις αρχές του 21^{ου} αιώνα. Οι σχετικές αποκαλύψεις αποτέλεσαν την αιτία και την αφορμή για την αναγνώριση της υποχρέωσης των δικηγόρων προς λήψη μέτρων αποτροπής ή και αποκάλυψη παράνομων πράξεων των εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά εταιριών. Ήταν κομβικό σημείο για την κάμψη των αντιδράσεων του δικηγορικού κλάδου στην επιβολή ευθύνης. Αντίστοιχη ήταν και η

επίδειξης επιμέλειας από τους επενδυτές. Βλ. όμως Παπανικολάου, *ό.π.*, 226· Αυγητίδη, *Η ευθύνη...*, *ό.π.*, 274-275 στο πλαίσιο του άρθρου 300 ΑΚ. Πρβλ. Μιχαλόπουλο, *Η πληροφόρηση*, *ό.π.*, 253, κατά τον οποίο η χρηματιστηριακή αγορά είναι ακριβή αγορά.

¹⁸³³ Βλ. Möllers, *Creating Standards in a Global Financial Market – The Sarbanes-Oxley Act and other Activities: What Europeans and Americans could and should learn from each other – ECFR 2007*, 180, κατά τον οποίο ο συνετός επενδυτής εμπιστεύεται τις εκθέσεις οικονομικών αναλυτών. Βλ. και Choi Stephen, *Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal*, *Cal. L. Rev.*, 2000, 26, κατά τον οποίο, αν ο επενδυτής δραστηριοποιείται σε μία αποτελεσματική αγορά, δεν έχει σημασία αν έχει γνώσεις, διότι μπορεί να εμπιστευθεί απλώς την τιμή της κινητής αξίας, στην οποία αντικατοπτρίζεται το σύνολο των πληροφοριών. Αν, όμως, η αγορά δεν είναι αποτελεσματική, ο επενδυτής που στερείται ειδικών γνώσεων αναγκάζεται να αγοράσει τη γνώση απευθυνόμενος σε ειδικό.

¹⁸³⁴ Για τις σχετικές απόψεις βλ. αναλυτικά Rose, *ό.π.*, 94-96.

¹⁸³⁵ Couture, *Materiality...*, *ό.π.*, 453επ..

¹⁸³⁶ Για παράδειγμα στην Ελλάδα από το 2006 μέχρι και το 2018 ο αριθμός των ενημερωτικών δελτίων που έχουν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανήλθε κατά μέσο όρο σε 17 περίπου. Με βάση την περιορισμένη έκταση της σχετικής δραστηριότητας είναι εύλογο το γεγονός ότι η προσφυγή στα πολιτικά δικαστήρια με άσκηση αγωγών αποζημίωσης για ανακρίβειες του ενημερωτικού δελτίου δεν είναι συχνή. Στο μέλλον βεβαίως μπορεί η εικόνα αυτή να μεταβληθεί αναλόγως με την εξέλιξη του επενδυτικού ενδιαφέροντος. Αξίζει να σημειωθεί ότι στη Γερμανία κατά το διάστημα 2006-2018 ο αριθμός των εγκεκριμένων ενημερωτικών δελτίων ανήλθε κατά μέσο όρο

περίπτωση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, μετά την οποία επανεξετάσθηκε ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης και θεσπίστηκαν κανόνες λειτουργίας και ευθύνης τους.

Ο εντοπισμός του τόπου της επέλευσης των συνεπειών μεγάλων οικονομικών σκανδάλων και των αιτίων τους επηρεάζει (πέραν του χρόνου και του τρόπου) και τον τόπο των σχετικών αλλαγών. Έτσι, η παρατεταμένη αποκάλυψη λογιστικών σκανδάλων κυρίως στις Η.Π.Α. στις αρχές του 21^{ου} αιώνα είχε ως αποτέλεσμα τη θεσμοθέτηση δραστικών μέτρων εντός της έννομης τάξης των Η.Π.Α.. Αντίθετα, η παγκοσμιοποίηση των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης του 2007 προκάλεσε διεθνώς συζήτηση για τη λήψη μέτρων σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Η ως άνω παρατήρηση έχει σημασία για τη μελέτη του τρόπου αντιμετώπισης έκαστης κατηγορίας πυλωρών από κάθε έννομη τάξη. Συγκεκριμένα, η αποκάλυψη πολλαπλών περιστατικών δημιουργικής λογιστικής επέσπευσε τις εξελίξεις σχετικά με την επιβολή εποπτικών καθηκόντων στους δικηγόρους. Αντίθετα, στην Ευρώπη σχετικά περιστατικά ήταν μεν υπαρκτά, αλλά μεμονωμένα, με αποτέλεσμα να μην κριθούν απαραίτητες αντίστοιχες αλλαγές σχετικά με το νομικό επάγγελμα. Αυτό βεβαίως δεν αποκλείει την πιθανότητα αλλαγής στάσης εκ μέρους των ευρωπαϊών νομοθετών σε περίπτωση αποκάλυψης αντίστοιχου μεγέθους απάτης. Πάντως, ακόμη και σ' αυτήν την περίπτωση θα διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στη θέσπιση ή μη σχετικών αλλαγών και η στάση του ίδιου του κλάδου των δικηγόρων ιδίως σε έννομες τάξεις στις οποίες παραδοσιακά εξαιρετικής ρύθμισης (όπως στην Ελλάδα – βλ. αγωγή κακοδικίας, μη χαρακτηρισμό της σύμβασης των έμμισθων δικηγόρων ως σύμβασης εργασίας).

Στο ανωτέρω πλαίσιο οι εξελίξεις που λαμβάνουν χώρα εντός της κεφαλαιαγοράς δύναται να επηρεάσουν το περιεχόμενο των νομοθετικών επιλογών. Ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στην ακεραιότητα της αγοράς που προκαλείται από την αποκάλυψη χρηματιστηριακών σκανδάλων μπορεί να οδηγήσει στην πρόβλεψη εξαιρέσεων από τον κανόνα της μη αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας (στις έννομες τάξεις στις οποίες αυτός υιοθετείται) ή να επιδράσει στην επιφυλακτικότητα του νομοθέτη έναντι της κάλυψης του συγκεκριμένου είδους ζημίας.

Ακόμη και στην περίπτωση κατά την οποία ο νομοθέτης επιλέγει την επιβολή εποπτικών καθηκόντων στους πυλωρούς και την καθιέρωση της αστικής ευθύνης τους έναντι των επενδυτών, οι σχετικές ρυθμίσεις συνήθως διαφοροποιούνται αναλόγως με την επαγγελματική κατηγορία. Στο πλαίσιο αυτό καθοριστικό ρόλο διαδραματίζουν ιδίως το είδος των παρεχόμενων υπηρεσιών, ο χαρακτήρας των σχετικών εκτιμήσεων ως αφορωσών παρελθοντικά, παροντικά ή μελλοντικά γεγονότα, η χρησιμοποιούμενη μεθοδολογία κατά την παροχή των υπηρεσιών, η σχέση εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου και πυλωρού (λ.χ. στην περίπτωση παροχής νομικών υπηρεσιών)¹⁸³⁷ και η ανάγκη διατήρησης του επαγγέλματος του πυλωρού λόγω της σπουδαιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών για την κεφαλαιαγορά.

σε 453 περίπου (με δραστική μείωση από 785 σε 303). Βλ. ESMA, Report. EEA prospectus activity in 2018, 31 October 2019, ESMA31-62-1360, 6^o Hill, ό.π., 415.

¹⁸³⁷ Η αναγνώριση της εκ μέρους των εξωτερικών ελεγκτών δημόσιας λειτουργίας αντιμετώπισε λιγότερα προσκόμματα (αν και όχι λίγα) σε σχέση με άλλες κατηγορίες «gatekeepers». Το Supreme Court των Η.Π.Α. ήδη το 1984 εντόπισε διαφορά μεταξύ των ελεγκτών και των δικηγόρων: ενώ θεωρήθηκε ότι οι τελευταίοι είναι πιστοί εκπρόσωποι του πελάτη τους με υποχρέωση παρουσίας της υπόθεσής του κατά τον πλέον γι' αυτόν ευνοϊκό τρόπο, οι ελεγκτές βεβαιώνοντας την ορθότητα των οικονομικών καταστάσεων του εκδότη αναλαμβάνουν έναντι του κοινού μία δημόσια ευθύνη. Βλ. United States v. Arthur Young & Co., 465 U.S. 805, 817 (1984).

4. Οι περιορισμοί της αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας

Η θεωρία περί «gatekeepers» είναι στενά συνδεδεμένη με το ζήτημα της αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας. Όπως ήδη διαπιστώθηκε, παρατηρείται παγκοσμίως (με εξαίρεση έννομες τάξεις όπως αυτή της Γαλλίας¹⁸³⁸) διστακτικότητα ως προς την αναγνώριση σχετικής αδιοπρακτικής βάσης ευθύνης. Εκείνο που μπορεί να παρατηρηθεί είναι ότι στην πράξη υφίστανται διάφοροι τρόποι με τους οποίους μπορεί να περιορισθεί ή να διευρυνθεί η σχετική δικαστική προστασία. Οι τρόποι αυτοί αφορούν είτε κάποιες νομοθετικές επιλογές σε ρυθμιστέα ζητήματα ουσιαστικής ή δικονομικής φύσης είτε τις ερμηνευτικές λύσεις τις οποίες προκρίνει ο αρμόδιος δικαστής.

4.1 Νομοθετικοί περιορισμοί

Εκείνο που πρέπει να τονισθεί είναι ότι οι νομοθετικές επιλογές κατά την κατάστροφη του σχετικού πλαισίου συνδέονται με τη θέση συγκεκριμένης στόχευσης λαμβανομένων υπ' όψιν και δεδομένων οικονομικού χαρακτήρα. Οι αναλύσεις σχετικά με τις επικρατούσες συνθήκες και τις οικονομικές επιπτώσεις κάθε επιλογής αποτελούν σημαντική βάση για την τελική απόφαση του νομοθέτη. Στο πλαίσιο αυτό, στο μέτρο που η σχετική διαδικασία καθορίζεται έντονα από σκέψεις τόσο νομοθετικής πολιτικής όσο και εκτιμήσεις σχετιζόμενες με τις οικονομικές επιστήμες, από την οπτική της νομικής επιστήμης κρίνεται σκοπιμότερη και δόκιμη η περιγραφή των σχετικών επιλογών που τίθενται στη διάθεση του νομοθέτη. Αυτό, άλλωστε, συμβαδίζει με την προσέγγιση του αρχικού εμπνευστή της θεωρίας των «gatekeepers»: προτιμήθηκε η περιγραφή του περιεχομένου των σχετικών εναλλακτικών στρατηγικών επιλογών¹⁸³⁹.

Η στόχευση του νομοθέτη αποτελεί οδηγό για το αρμόδιο δικαστήριο κατά την ερμηνεία και εφαρμογή της σχετικής νομοθεσίας. Η επιλογή του, όπως αυτή αποτυπώνεται στο κείμενο νομοθετικών ρυθμίσεων, σχετικά με την προστασία ή μη του επενδυτή και – σε θετική περίπτωση – την έκτασή της αποτελεί τη βάση για την εφαρμογή τους στο πλαίσιο της γραμματικής και τελολογικής ερμηνείας, ενώ ταυτόχρονα στο πλαίσιο της συστηματικής ερμηνείας μπορεί να προσδώσει κατευθυντήριες γραμμές για την εφαρμογή γενικών διατάξεων του Αστικού Κώδικα εντός του πλαισίου της κεφαλαιαγοράς.

Σε πρώτο επίπεδο η αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας του επενδυτή εξαρτάται από τον ίδιο τον νομοθέτη κατά την κατάστροφη των ρυθμίσεων ουσιαστικού δικαίου. Βεβαίως, πρέπει να σημειωθεί ότι δεν είναι πάντα ευχερής η κατηγοριοποίηση σε ουσιαστικές και δικονομικές ρυθμίσεις, καθόσον συχνά η ουσιαστική ρύθμιση έχει δικονομικό αποτύπωμα. Στο πλαίσιο αυτό μπορεί να γίνει λόγος σχετικά με τις ρυθμίσεις ειδικών διατάξεων περί αστικής ευθύνης του πωλωρού έναντι των επενδυτών με τις οποίες προσδιορίζονται οι όροι και η έκταση της αποκατάστασής της. Πάντως, πέραν των ρυθμίσεων που αφορούν αυτή καθεαυτή την αποκατάσταση της ζημίας, άλλες ρυθμίσεις μπορούν να επιφέρουν κατ' αποτέλεσμα περιορισμό της προστασίας του επενδυτή. Ως τέτοιο παράδειγμα αναφέρεται η σύσταση εκ μέρους των ελεγκτών εταιριών περιορισμένης ευθύνης στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο¹⁸⁴⁰.

¹⁸³⁸ Van Boom, ό.π., 12επ..

¹⁸³⁹ Κατά τον ίδιο τρόπο οι Gilson, Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, ό.π., 549επ., επέλεξαν να περιγράψουν τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς αντί να προβούν σε συγκεκριμένη πρόταση σχετικά με την αποτελεσματικότητά της.

¹⁸⁴⁰ Abdussamad, *Auditor Liability...*, ό.π., 314-315.

Ο νομοθέτης μπορεί να αποφασίσει τη θέσπιση σχετικού κανόνα που αναφέρεται στην αποκατάσταση της σχετικής ζημίας¹⁸⁴¹. Έτσι, στο ελληνικό δίκαιο ο νομοθέτης επιλέγει ρητά την αποκατάσταση της προκληθείσας εκ μέρους του ελεγκτή ζημίας σε τρίτους, μεταξύ των οποίων βρίσκονται οι επενδυτές. Αντιθέτως, το δίκαιο του Ηνωμένου Βασιλείου δεν προβλέπει αντίστοιχη ρύθμιση. Το δε γαλλικό δίκαιο θεωρείται ως προς το ζήτημα της καθαρώς οικονομικής ζημίας ως το πιο φιλελεύθερο δίκαιο – πάντως η αποκατάστασή της στην πράξη περιορίζεται κατά την εφαρμογή των σχετικών ρυθμίσεων από τα αρμόδια δικαστήρια κατά την εξέταση των ειδικότερων προϋποθέσεων τους¹⁸⁴².

Η επιφυλακτικότητα κατά την αναγνώριση αξίωσης αποκατάστασης της οικονομικής ζημίας είναι έκδηλη στη νομοθεσία και τη νομολογία των εξετασθεισών στην παρούσα μελέτη έννομων τάξεων. Απλώς εκδηλώνεται με διαφορετικούς τρόπους. Ένας εξ αυτών η πρόσδεση του νομοθέτη και του δικαστή στον συμβατικό δεσμό και η απομάκρυνσή τους από αυτόν μόνο υπό όλως εξαιρετικές συνθήκες (εγγύτητα, προβλεψιμότητα, δίκαιη και εύλογη η κάλυψη της αποζημίωσης (περίπτωση Ηνωμένου Βασιλείου). Σε άλλη έννομη τάξη παρατηρήθηκε η από μέρος της νομολογίας ερμηνεία του νομοθετικώς απαιτούμενου στοιχείου «scienter» κατά τρόπο, ώστε ειδικά για την περίπτωση των εξωτερικών ελεγκτών να απαιτείται πρόθεση μη αρκούσης της αμέλειας (βλ. ΗΠΑ). Διεθνώς υποστηρίζεται και θεσμοθετείται ποσοτικός περιορισμός της αστικής ευθύνης των εξωτερικών ελεγκτών έναντι τόσο των αντισυμβαλλομένων τους όσο και τρίτων.

Ειδικά σε σχέση με την αποκατάσταση της καθαρώς οικονομικής ζημίας που προκλήθηκε εξ αμελείας αξίζει να γίνει η εξής παρατήρηση αναφορικά με την ενδοσυμβατική και την αδικοπρακτική ευθύνη. Η βασική θεμελίωση του κανόνα της μη αποκατάστασης της εν λόγω ζημίας κατά το δίκαιο της αδικοπραξίας είναι ο κίνδυνος και ταυτόχρονα ο φόβος έκθεσης του εναγομένου (συνήθως του ελεγκτή) σε ευθύνη απροσδιόριστης έκτασης έναντι απροσδιόριστου αριθμού προσώπων για απροσδιόριστη έκταση ζημιών. Εκείνο που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι η γενικευμένη χρήση ενδοσυμβατικής βάσης ευθύνης με προσφυγή στην έννοια της σιωπηρής σύμβασης, αν γινόταν δεκτή, θα ενείχε ανάλογο κίνδυνο ίδιου περιεχομένου. Συγκεκριμένα, αν θεωρηθεί ότι έκαστος μη συμβαλλόμενος με τον ζημιώσαντα κάνοντας χρήση του προϊόντος της υπηρεσίας του, που έχει αποτελέσει αντικείμενο σύμβασης μεταξύ του ζημιώσαντος και άλλου προσώπου, έχει προβεί στη σύναψη μίας υπονοούμενης σύμβασης με τον ζημιώσαντα, τότε το αποτέλεσμα θα ήταν η αναγνώριση της ύπαρξης τόσων υπονοούμενων συμβάσεων με τον ζημιώσαντα όσοι είναι οι χρήστες της σχετικής υπηρεσίας.

Ακόμη, όμως, και στην περίπτωση κατά την οποία επιλέγεται νομοθετικά η αναγνώριση δικαιώματος αστικής αποκατάστασης της καθαρώς οικονομικής ζημίας, η έκταση της προστασίας του επενδυτή εξαρτάται από τη νομοθετική επιλογή του τρόπου κατάστροφης της σχετικής ευθύνης¹⁸⁴³. Αν επιλεγεί αντικειμενικό σύστημα, ο επενδυτής προστατεύεται ανεξαρτήτως της ύπαρξης υπαιτιότητας του πυλωρού. Στην περίπτωση της υποκειμενικής ευθύνης σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η επιλογή μεταξύ των διαφόρων διαβαθμίσεών της. Το επίπεδο προστασίας μεταβάλλεται ανάλογα με το αν τίθεται ως προϋπόθεση της ευθύνης η επίδειξη δόλου ή αν αρκεί βαριά ή ακόμη και ελαφριά αμέλεια.

¹⁸⁴¹ Βλ. Schäfer, Efficient Third Party Liability of Auditors in Tort Law and in Contract Law, German Working Papers in Law and Economics 2003, 21, ο οποίος προτείνει τη νομοθετική απαλλαγή του ελεγκτή από την ευθύνη για ελαφριά αμέλεια στην περίπτωση της δευτερογενούς αγοράς σε αντίθεση με την περίπτωση της πρωτογενούς.

¹⁸⁴² Van Boom, ό.π., 12επ..

¹⁸⁴³ Πρβλ. Αυγητίδη, Η ευθύνη..., ό.π., 254-255, σχετικά με την αποκατάσταση μόνο της θετικής ζημίας επί αστικής ευθύνης του αναδόχου με βάση τις ειδικές διατάξεις.

Στους νομοθετικούς περιορισμούς της έκτασης της αποκαταστατέας ζημίας περιλαμβάνονται οι σχετικοί με τον καθορισμό συγκεκριμένου ποσοτικού ή ποσοστιαίως προσδιοριζόμενου ορίου και με την καθιέρωση αναλογικής ευθύνης («proportionate liability»). Αμφότεροι έχουν απασχολήσει έντονα τον σχετικό με την αστική ευθύνη των ελεγκτών νομικό προβληματισμό, καθόσον συνδέονται με τη διασφάλιση της ασφαλισιμότητας του σχετικού κινδύνου. Ωστόσο, εφαρμογή μπορούν να βρουν γενικά σε περίπτωση ευθύνης κάθε κατηγορίας πυλωρών (και όχι μόνο). Πρόκειται για περιορισμούς οι οποίοι, όταν θεσπίζονται, τίθενται ευθέως προς όφελος των πυλωρών – προς εξασφάλιση της βιωσιμότητας της δραστηριότητάς τους και συντήρησης της σχετικής αγοράς υπηρεσιών – και εμμέσως υπέρ του συνόλου των παραγόντων της οικονομίας (ιδίως στην περίπτωση του υποχρεωτικού ελέγχου).

Η διαμόρφωση των σχετικών με την απόδειξη κανόνων δικαίου δύναται να επιδράσει εξίσου στο επίπεδο προστασίας του επενδυτή. Η κατανομή του βάρους απόδειξης, η θέσπιση τεκμηρίων απόδειξης και οι απαιτήσεις σχετικά με το ορισμένο της σχετικής αγωγής προσδιορίζουν τη δικονομική θέση εκάστου διαδίκου και το επίπεδο της αποδεικτικής προσπάθειας που απαιτείται να καταβάλει έκαστος εξ αυτών προκειμένου να υπερασπισθεί τα δικαιώματά του¹⁸⁴⁴. Τα ανωτέρω αποκτούν ακόμη μεγαλύτερη αξία σε περιπτώσεις κατά τις οποίες οι ειδικές ρυθμίσεις παρέχουν περιορισμένη προστασία στον επενδυτή (όπως όταν αποκλείεται η με την επίκλησή τους αποζημίωση για διαφυγόντα κέρδη). Σ' αυτές τις περιπτώσεις η διαμόρφωση του περιεχομένου των γενικών διατάξεων καθορίζει και τις πιθανότητες αποκατάστασης της εξαιρούμενης με βάση τις ειδικές διατάξεις ζημίας.

Εκ των σημαντικότερων στοιχείων των σχετικών με την αστική ευθύνη των πυλωρών κανόνων δικαίου είναι η κατανομή του βάρους απόδειξης και η εισαγωγή νόμιμων τεκμηρίων. Με δεδομένη τη δυσχέρεια που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές ως προς την απόδειξη της αιτιότητας συναλλαγής, καθώς και της αιτιότητας της ζημίας, οι σχετικοί δικονομικοί κανόνες επιδρούν σημαντικά στη δικονομική πορεία της δίκης. Στο πλαίσιο αυτό σε περίπτωση συρροής νόμιμων βάσεων της ίδιας αξίωσης είναι προτιμητέα για τον επενδυτή η βάση εκείνη με βάση την οποία αντιστρέφεται το βάρος απόδειξης με αποτέλεσμα να το επωμίζεται ο πυλωρός. Το ίδιο συμβαίνει στην περίπτωση κατά την οποία προβλέπεται τεκμήριο της αιτιότητας συναλλαγής. Ακόμη ευνοϊκότερη είναι για τον ενάγοντα η νομοθεσία έννομων τάξεων όπως της Νέας Ζηλανδίας, όπου δεν απαιτείται απόδειξη ούτε της αιτιότητας συναλλαγής ούτε της αιτιότητας της ζημίας.

Σε περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής έχει το βάρος απόδειξης των ισχυρισμών του κρίσιμο είναι το ζήτημα των στοιχείων που πρέπει να επικαλεσθεί και να αποδείξει. Πράγματι, η διάταξη της αμερικανικής PSLRA του 1995 κατά την οποία για την απόδειξη της υπαιτιότητας του εναγομένου απαιτείται η επίκληση και απόδειξη τέτοιων και τόσων πραγματικών περιστατικών που να οδηγούν σε ισχυρό συμπέρασμα ως προς τη συνδρομή του υποκειμενικού στοιχείου του «scienter» θεωρήθηκε και θεωρείται ως περιορίζουσα την έννομη προστασία του επενδυτή, καθόσον καθίσταται ιδιαίτερα απαιτητική γι' αυτόν η αποδεικτική διαδικασία. Αντίστοιχη είναι η κατάσταση με τη ρύθμιση της αστικής ευθύνης των οίκων αξιολόγησης κατά το νέο άρθρο 35α του σχετικού κανονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

¹⁸⁴⁴ Έτσι και οι Möllers, Niedorf, ό.π., 361· De Pascalis, Civil liability..., ό.π., 63-64. Βλ. και Φουντεδάκη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2018, ό.π., 29, για τις επιφυλάξεις σχετικά με την αποτελεσματικότητα και χρησιμότητα της γενικής ισχύος του τεκμηρίου παρανομίας και υπαιτιότητας σε βάρος του παρέχοντος υπηρεσίες κατά το άρθρο 8 του ν. 2251/1994.

4.2 Ο ρόλος της ερμηνείας και της εφαρμογής της νομοθεσίας

Η έκταση της προστασίας του επενδυτή δεν καθορίζεται μόνο από το περιεχόμενο των σχετικών κανόνων δικαίου, αλλά και από τον τρόπο εφαρμογής και ερμηνείας τους από τα αρμόδια δικαστήρια. Στο πλαίσιο αυτό ιδιαίτερη σημασία αποκτούν οι όροι υπό τους οποίους αναγνωρίζεται υποχρέωση πρόνοιας των πυλωρών έναντι των επενδυτών ως τρίτων (λ.χ. εγγύτητα, προβλεψιμότητα)¹⁸⁴⁵, η ερμηνεία των αόριστων νομικών εννοιών, η χρήση δικαστικών τεκμηρίων, οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες αναγνωρίζεται η επέλευση της ζημίας και ο τρόπος υπολογισμού αυτής.

Οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες θεμελιώνεται υποχρέωση πρόνοιας των «gatekeepers» έναντι των επενδυτών ως τρίτων έχουν άμεση συνέπεια στον προσδιορισμό της έκτασης του κύκλου των δικαιούχων προς αποκατάσταση της ζημίας τους. Έτσι, η απαίτηση συμβατικού δεσμού αποκλείει από την προστασία το σύνολο των επενδυτών. Η προστασία αυξάνεται, αν αρκεί ο πυλωρός να γνώριζε τον κύκλο των χρηστών της σχετικής έκθεσής του. Αυξάνεται ακόμη περισσότερο, αν εφαρμοσθεί το κριτήριο της προβλεψιμότητας του κύκλου, ενώ ένα ενδιάμεσο επίπεδο προστασίας επιτυγχάνεται σε περίπτωση κατά την οποία τίθεται ως προϋπόθεση σχετική πρόσκληση του πυλωρού προς το κοινό να δείξει εμπιστοσύνη στην έκθεσή του και όταν απαιτείται η σχετική στήριξη της επενδυτικής απόφασης να είναι εύλογη.

Η χρήση των αόριστων νομικών εννοιών δύναται να μεταβάλει το επίπεδο της παρεχόμενης προστασίας αναλόγως με το αποτέλεσμα της σχετικής ερμηνείας και εφαρμογής. Τέτοια αοριστία παρατηρείται ήδη στην αμερικανική απόφαση *Ultramares* σχετικά με τη σχέση εγγύτητας των διαδίκων. Ομοίως και στην αγγλική νομολογία που έχει ως βάση την υπόθεση *Caparo*. Αντίστοιχο πεδίο ερμηνείας δημιουργούν οι όροι «εύλογος» και «συνετός», οι οποίοι, όπως εκτέθηκε καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την κρίση σχετικά με τις αξιώσεις αποζημίωσης των επενδυτών σε βάρος των πυλωρών.

Πέραν των ανωτέρω επιμέρους ζητημάτων αντικείμενο ερμηνείας από τα αρμόδια δικαστήρια μπορεί να αποτελέσει ο σχετικός κανόνας δικαίου ή και ένα ευρύτερο σύνολο - σύστημα διατάξεων. Υπενθυμίζεται η περίπτωση της δικαστικής αναγνώρισης υπονοούμενης ατομικής αξίωσης στο πλαίσιο του Rule 10(b)-5. Δεν είναι, όμως, η μόνη. Έτσι έχει πράξει και το Ολλανδικό Ανώτατο Δικαστήριο επικαλούμενο την αρχή της αποτελεσματικής εφαρμογής του ενωσιακού δικαίου. Την ίδια αρχή έχει επικαλεσθεί το ΔΕΕ σε ζητήματα προστασίας κατά το δίκαιο του ανταγωνισμού¹⁸⁴⁶. Παρόμοια προσέγγιση έχει προταθεί στη θεωρία προκειμένου να αντιμετωπισθούν αποδεικτικές δυσχέρειες στο πλαίσιο του άρθρου 35α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 σχετικά με την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης¹⁸⁴⁷.

Στο επίκεντρο του σχετικού προβληματισμού βρίσκεται και το ζήτημα της αναγνώρισης και του υπολογισμού της έκτασης της ζημίας. Αναλόγως με την άποψη που θα ακολουθηθεί επηρεάζεται δραστικά η πορεία της αγωγής του επενδυτή. Έχουν ήδη διαπιστωθεί αποκλίσεις μεταξύ έννομων τάξεων σχετικά με τον χρόνο επέλευσης της ζημίας. Αυτό έχει ως συνέπεια τον

¹⁸⁴⁵ Abdussamad, *Auditor liability...*, ό.π., 155.

¹⁸⁴⁶ Υπόθεση *Courage* ΔΕΕ απ. της 20/9/2001 - υπόθεση C-453/99· υπόθεση *Manfredi* ΔΕΕ απ. της 13/7/2006 - υπόθεση C-295/04· παρατηρήσεις Σωτηρόπουλου επί της ΑΠ 976/2018, ΔΕΕ 2018, 746.

¹⁸⁴⁷ Κατά τον *Verständig*, ό.π., 106, εφόσον σκοπός του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013 ήταν η ενίσχυση της προστασίας του επενδυτή, η αυστηρή εφαρμογή της απαίτησης περί της συνδρομής αιτιώδους συνδέσμου θα εμπόδιζε την αποτελεσματική εφαρμογή του. Επίσης, κατά τον ίδιο, ό.π., 104-105, εφόσον οι οίκοι αξιολόγησης υποχρεούνται στην τήρηση αρχείου σχετικού με τις αξιολογήσεις τους, πρέπει να γίνει δεκτό ότι σε περίπτωση κατά την οποία ο εναγόμενος οίκος δεν τηρήσει αρχείο και συνεπώς δεν υφίστανται αποδεικτικά στοιχεία τεκμαίρεται ότι ο εναγόμενος προέβη σε παράβαση υποχρέωσης που περιέχεται στο Παράρτημα ΙΙΙ. Πρβλ. και το άρθρο 9θ του ν.

αντίστοιχο περιορισμό ή τη διεύρυνση του κύκλου των ενεργητικώς νομιμοποιούμενων προσώπων για την άσκηση της αντίστοιχης αγωγής. Έχει σημασία για την αντιμετώπιση του ζητήματος της ζημίας των μετόχων που αποφάσισαν να κρατήσουν τις μετοχές τους μετά την αποκάλυψη της αναλήθειας της σχετικής πληροφόρησης. Επίσης, η μετατόπιση του χρονικού σημείου επέλευσης της ζημίας επιδρά τόσο στο ύψος της σχετικής αποζημίωσης όσο και στη δημιουργία ανάγκης προβολής σχετικής ένστασης περιορισμού της.

Τέλος, η αποδοχή της θεωρίας της πλασματικής αγοράς και η υιοθέτησή της στο πλαίσιο σχετικού δικαστικού τεκμηρίου, αν γίνει δεκτή, διευκολύνει σε επίπεδο απόδειξης τον επενδυτή. Σε μία τέτοια περίπτωση ο τελευταίος απαλλάσσεται από το βάρος απόδειξης της αιτιότητας συναλλαγής σε επίπεδο δευτερογενούς αγοράς. Ταυτόχρονα, όμως, βαρύνεται με την απόδειξη της αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς. Μένει να φανεί στην πράξη αν στο μέλλον θα επικρατήσει η σχετική θεωρία σε επίπεδο ελληνικής νομολογίας, όπως έχει γίνει σε άλλες έννομες τάξεις όπως αυτή των Η.Π.Α ή όπως τείνει να συμβεί στην Αυστραλία.

5. Το νομικό πλαίσιο της αστικής ευθύνης των πυλωρών έναντι των επενδυτών στην ελληνική έννομη τάξη

Το ελληνικό δίκαιο διαθέτει ένα ευρύ φάσμα διατάξεων τις οποίες μπορεί να επικαλεσθεί ο επενδυτής επιδιώκοντας την αποκατάσταση της ζημίας του ασκώντας αγωγή σε βάρος κάποιου πυλωρού. Πράγματι, υφίστανται τόσο γενικές όσο και ειδικές ρυθμίσεις. Τα ερωτήματα που θα μπορούσαν να τεθούν αφορούν την αποτελεσματικότητα των σχετικών κανόνων, τη μεταξύ τους σχέση και την ύπαρξη ανάγκης θέσπισης και άλλων ειδικών ρυθμίσεων.

Το εφαρμοζόμενο στην Ελλάδα νομικό πλαίσιο περιλαμβάνει διατάξεις αστικής ευθύνης των πυλωρών βασιζόμενες σε υπαιτιότητά τους. Πρόκειται, δηλαδή, για πταισματική ευθύνη και όχι για αντικειμενική. Το κύριο στοιχείο η διαφοροποίηση του οποίου ανά ρύθμιση διαφοροποιεί τον βασικό χαρακτήρα της θεσπιζόμενης ευθύνης είναι το βάρος απόδειξης. Έτσι, η σχετική ευθύνη καθιερώνεται είτε ως υποκειμενική είτε ως νόθος αντικειμενική. Στην πρώτη περίπτωση ο ενάγων είναι εκείνος που πρέπει να αποδείξει την υπαιτιότητα του εναγομένου, ενώ στη δεύτερη ο τελευταίος φέρει το βάρος να αποδείξει ότι δεν ενήργησε με τον βαθμό υπαιτιότητας που ορίζει η εφαρμοστέα διάταξη. Τα συγκεκριμένα είδη ευθύνης κρίνονται αποτελεσματικά, καθόσον παρέχουν κίνητρο στον εναγόμενο πυλωρό προς λήψη των απαιτούμενων μέτρων στο πλαίσιο επίδειξης της οφειλόμενης επιμέλειας.

Εκτός από τις σχετικές ειδικές ρυθμίσεις, σε επίπεδο γενικών διατάξεων του αστικού δικαίου έχουν διερευνηθεί και υποστηριχθεί διαφορετικές βάσεις στις οποίες μπορεί να θεμελιωθεί το καθήκον επιμέλειας και πρόνοιας του πυλωρού κατά την άσκηση των ανειλημμένων έναντι του αντισυμβαλλομένου του καθηκόντων έναντι του τρίτου - μη συμβαλλόμενου επενδυτή. Οι επιχειρηθείσες προσεγγίσεις κατατάσσονται σε συμβατικού, οιονεί συμβατικού και αδικοπρακτικού χαρακτήρα, ενώ συνήθως αναφέρονται σε εφαρμογή συγκεκριμένων διατάξεων του Αστικού Κώδικα και κάποιες φορές αφορούν τη δημιουργία θεωρητικών κατασκευών. Εξ όλων των ανωτέρω, κρατούσα τόσο σε επίπεδο θεωρίας όσο και σε επίπεδο νομολογίας και πιο πλήρης είναι η βασιζόμενη στην αδικοπρακτική ευθύνη θεμελίωση.

2251/1994. Βλ. για το άρθρο αυτό Σκόντζο, ό.π., 1056· Δελούκα-Ιγγλέση, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 9,9α-9θ, 249-250.

Όσον αφορά τις γενικές διατάξεις η προστασία που προσφέρουν στον επενδυτή κρίνεται αποτελεσματική. Ανεξαρτήτως των όποιων επιφυλάξεων σχετικά με το κατά πόσον μπορούν να εφαρμοσθούν οι σχετικές με τη σύμβαση υπέρ τρίτου, τη σύμβαση με προστατευτική τριτενέργεια υπέρ τρίτου και την προσυμβατική ευθύνη προσεγγίσεις (όπως αυτές διατυπώθηκαν στην οικεία θέση), το νομικό πλαίσιο που θέτουν οι γενικές διατάξεις του ελληνικού δικαίου προστατεύει πλήρως τον επενδυτή, καθόσον οδηγεί στην πλήρη αποκατάσταση της ζημίας του.

Ειδικής μνείας χρήζει ο λευκός κανόνας του άρθρου 914 ΑΚ. Η σχέση «αλληλοτροφοδότησης» μεταξύ αυτού και των ποικίλων κανόνων ουσιαστικού δικαίου που έχουν θεσπισθεί προς προστασία των δικαιωμάτων του επενδυτή ή έστω προς προστασία και αυτών παρέχει στον μεν πρώτο μία εκ των προϋποθέσεων εφαρμογής του στους δε τελευταίους το μέσο αποκατάστασης της ζημίας που προκλήθηκε από την παράβασή τους. Στο πλαίσιο αυτό τέτοιοι κανόνες μπορεί να είναι λ.χ. κανόνες του ποινικού δικαίου, όπως οι σχετικές με την απάτη ή την νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές ενέργειες διατάξεις ή η διάταξη του άρθρου 178 του ν. 4548/2018 σχετικά με τις παραβάσεις ελεγκτών¹⁸⁴⁸. Περαιτέρω, μπορεί να πληρούται η έννοια του παρανόμου σε περίπτωση παραβίασης κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, όπως οι σχετικοί με το ενημερωτικό δελτίο¹⁸⁴⁹ και την κατάχρηση αγοράς¹⁸⁵⁰. Η απαρίθμηση είναι ενδεικτική.

Ιδιαίτερο προβληματισμό δημιουργεί διαχρονικά το εύρος προστασίας των σχετικών με την κατάχρηση αγοράς διατάξεων. Στην αιτιολογική έκθεση του ν. 4443/2016, με την οποία ενσωματώθηκε η Οδηγία 2014/57/ΕΕ περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση αγοράς, ρητώς αναφέρεται ότι η προστασία της ατομικής περιουσίας του επενδυτή δεν εμπίπτει στο πεδίο προστασίας των σχετικών ποινικών διατάξεων και του νόμου αυτού. Η σχετική αναφορά έχει άμεση σχέση με τη δυνατότητα εφαρμογής του άρθρου 914 ΑΚ για την αποκατάσταση της ζημίας του επενδυτή.

Το σχετικό ζήτημα λύνεται με εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 596/2014 και με σύμφωνη με την Οδηγία 2014/57/ΕΕ ερμηνεία. Σύμφωνα με το άρθρο 1 του Κανονισμού σκοπός του είναι η διασφάλιση της ακεραιότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ και η προστασία των επενδυτών και της εμπιστοσύνης τους στις αγορές. Ήδη αυτός ο σκοπός αρκεί από μόνος του για την αναγνώριση της ενεργητικής νομιμοποίησης του επενδυτή προς άσκηση αγωγής με αντικείμενο την αποζημίωσή του για ζημίες οφειλόμενες σε παραβάσεις του Κανονισμού. Ο ίδιος σκοπός επαναλαμβάνεται και στο άρθρο 1 της Οδηγίας. Έτσι, το σχετικό απόσπασμα της αιτιολογικής έκθεσης βρίσκεται σε αντίθεση τόσο με τον Κανονισμό όσο και με την Οδηγία.

Ακόμη κι αν ήθελε θεωρηθεί ότι η αναφορά του Κανονισμού και της Οδηγίας σε επενδυτές σχετίζεται με το επενδυτικό κοινό και όχι με τους κατ' ιδίαν επενδυτές, η σχετική λύση παρέχεται από τον Κανονισμό και την Οδηγία σε συνδυασμό με την αρχή της αποτελεσματικής εφαρμογής του ενωσιακού δικαίου. Έτσι, το ζήτημα που τίθεται είναι αν παρά την άρνηση αναγνώρισης δικαιώματος αποζημίωσης στον επενδυτή για τη ζημία που υπέστη εξαιτίας κατάχρησης της αγοράς εξασφαλίζεται αποτελεσματικά η προστασία του επενδυτή. Αυτό δε συμβαίνει, καθόσον η ύπαρξη μόνο διοικητικών και ποινικών κυρώσεων δεν

¹⁸⁴⁸ Πρόκειται περί λευκού ποινικού νόμου. Βλ. Σωτηρόπουλο, εις ΔΑΕ 2020, Άρθρο 178 αρ. 2. Το άρθρο αυτό καλύπτει το κενό του ν. 4449/2017 σχετικά με την πρόβλεψη ποινικών κυρώσεων. Βλ. Περάκη, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας..., ό.π., 87.

¹⁸⁴⁹ Βλ. την εισαγωγή της αιτιολογικής έκθεσης του ν. 3401/2005.

¹⁸⁵⁰ Βλ. Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 29.

εξασφαλίζει πλήρως τη θέση του επενδυτή, καθόσον δε συνεπάγεται την αποκατάσταση της ζημίας του¹⁸⁵¹. Ανάλογες σκέψεις έχει διατυπώσει και το ΔΕΚ σε σχέση με τις αστικές αξιώσεις αποζημίωσης ιδιωτών στο πλαίσιο παραβίασης κανόνων του δικαίου του δικαίου ανταγωνισμού¹⁸⁵².

Η ατομική προστασία του επενδυτή αποτελεί αναγκαίο σύστοιχο της προστασίας της αγοράς. Η λειτουργία της αγοράς συνδέεται άμεσα και επηρεάζεται από τη συμμετοχή του επενδυτή. Σε περίπτωση κλονισμού της εμπιστοσύνης του διαταράσσεται η λειτουργία της αγοράς. Όταν, επομένως, ο επενδυτής γνωρίζει ότι σε περίπτωση παραβίασης σχετικών με τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και των δραστηριοποιούμενων εντός αυτής παραγόντων κανόνων, ο ίδιος δε δικαιούται να αποκαταστήσει τη σχετική ζημία του, κλονίζεται η εμπιστοσύνη του στην αγορά και επηρεάζεται η συμμετοχή του σ' αυτήν¹⁸⁵³.

Η ειδική μνεία στις διατάξεις περί καταχρήσεως αγοράς γίνεται προς σύγκριση με τις αντίστοιχες διατάξεις του δικαίου των Η.Π.Α.. Από το 1995 τονίσθηκε η ανάγκη εφαρμογής του κανόνα 10b-5 για τη στοιχειοθέτηση ευθύνης των πυλωρών με επίκληση της ευθύνης του συμμετόχου. Μέχρι προσφάτως η δυνατότητα αυτή δε γινόταν δεκτή από το Supreme Court, το οποίο επιφυλάχθηκε μόνο για την αναγνώριση πρωτογενούς ευθύνης των πυλωρών. Σχετική δράση σε βάρος τους μπορούσε να αναλάβει κατά τις σχετικές διατάξεις μόνο η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (σε διοικητικό επίπεδο). Αντιθέτως, κατά το ελληνικό δίκαιο οι ρυθμίσεις του ως άνω Κανονισμού και της ως άνω Οδηγίας μπορούν να εφαρμοσθούν προκειμένου αναγνωρισθεί ευθύνη των πυλωρών τόσο ευθεία, δηλαδή λόγω παραβίασης των διατάξεων αυτών, όσο και παράγωγη, δηλαδή λόγω συμμετοχής σε τέτοια παραβίαση.

Η συρροή περισσότερων κανόνων δικαίου σχετικών με την αστική ευθύνη των πυλωρών δημιουργεί ζητήματα σχετικά με την εφαρμογή τους. Σε περίπτωση κατά την οποία για την αποκατάσταση της ίδιας ζημίας του επενδυτή προσφέρονται περισσότερες βάσεις, η προσέγγιση που πρέπει να ακολουθηθεί είναι να θεωρηθεί ότι υφίσταται μία αξίωση η οποία θεμελιώνεται σε περισσότερες νόμιμες βάσεις. Αυτή είναι η μία βάση στην οποία πρέπει να κινηθεί ο εφαρμοστής του δικαίου. Άλλες περιλαμβάνουν την αρχή της υπεροχής του ενωσιακού δικαίου και την αρχή της ειδικότητας.

Η αστική ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο με βάση το άρθρο 61 του ν. 4706/2020 είναι μεν ειδική, πλην όμως δεν αποκλείει την ευθύνη με βάση τις γενικές διατάξεις. Κατά την παράγραφο 5 η ευθύνη αυτήν δεν περιορίζεται ούτε αποκλείεται. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό στον βαθμό που με το άρθρο 61 δεν αποκαθίσταται το διαφυγόν κέρδος. Αυτό μπορεί να αναζητηθεί με τις γενικές διατάξεις (λ.χ. άρθρο 914 ΑΚ), γεγονός, όμως, που συνεπάγεται τη διαφορετική κατανομή του βάρους απόδειξης. Το ίδιο πρέπει να γίνει δεκτό και ως προς το άρθρο 8 του ν. 2251/1994 και το άρθρο 37 του ν. 4449/2017. Εξίσου σημαντική είναι η παράγραφος 5 του άρθρου 61 και για την περίπτωση που η ίδια ζημία καλύπτεται τόσο από το άρθρο 61 όσο και από τις γενικές διατάξεις. Και σ' αυτήν την περίπτωση ο επενδυτής μπορεί να αποζημιωθεί με βάση είτε τη μεν είτε κάποια από τις δε.

Ιδιαίτερη είναι η περίπτωση της συρροής του άρθρου 61 του ν. 4706/2020 και του νέου άρθρου 35α του σχετικού με τους οίκους αξιολόγησης Κανονισμού (ΕΚ)¹⁸⁵⁴. Ενόψει της σκέψης 33 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013, σύμφωνα με την οποία «Οι οργανισμοί

¹⁸⁵¹ Βλ. και παρατηρήσεις Σωτηρόπουλου επί της ΑΠ 976/2018, ΔΕΕ 2018, 746.

¹⁸⁵² Möllers, Niedorf, ό.π., 350.

¹⁸⁵³ Πρβλ. και Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.π., 371-372.

¹⁸⁵⁴ 1060/2009.

αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να είναι δυνατόν να καθίστανται υπεύθυνοι μόνο εάν αθετούν, εκ προθέσεως ή εκ βαρείας αμελείας, τις υποχρεώσεις που τους επιβάλλονται από τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009...», πρέπει να γίνει δεκτό ότι οίκος αξιολόγησης που βαρύνεται ελαφρά αμέλεια για τις ελλείψεις σχετικού τμήματος του ενημερωτικού δελτίου δεν ευθύνεται έναντι του επενδυτή¹⁸⁵⁵.

Όσον αφορά την αστική ευθύνη του ορκωτού ελεγκτή λογιστή ή της ελεγκτικής εταιρίας έναντι του επενδυτή πρέπει να γίνει δεκτό ότι το άρθρο 37 του ν. 4449/2017 δε θεσπίζει αυτοτελή λόγο ευθύνης. Ήδη στο οικείο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στη συγκεκριμένη άποψη και στα επιχειρήματα που την υποστηρίζουν. Ασφαλώς πρέπει να επισημανθεί ότι κρατούσα στη θεωρία είναι η αντίθετη γνώμη. Στο πλαίσιο της προκρινόμενης στην παρούσα μελέτη άποψης ο νομοθετικός περιορισμός της καθ' ύψος έκτασης της ευθύνης πρέπει να εφαρμοσθεί σε κάθε νόμιμη βάση ευθύνης ανεξαρτήτως του χαρακτήρα της ως συμβατικής, προσυμβατικής ή αδικοπρακτικής.

Η διάταξη του άρθρου 35α του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 πρέπει να νοηθεί ως περιέχουσα ειδικές διατάξεις αδικοπρακτικής ευθύνης. Κατά τη σκέψη 33 του Προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013 οι οίκοι «θα πρέπει να είναι δυνατόν να καθίστανται υπεύθυνοι μόνο εάν αθετούν, εκ προθέσεως ή εκ βαρείας αμελείας, τις υποχρεώσεις που τους επιβάλλονται από τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009». Κατά τη σκέψη 35 του Προοιμίου «όσον αφορά τα θέματα που αφορούν την αστική ευθύνη του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και δεν καλύπτονται ούτε ορίζονται από τον παρόντα κανονισμό, συμπεριλαμβανομένων της αιτιώδους συνάφειας και της έννοιας της βαρείας αμελείας, τα ζητήματα αυτά θα πρέπει να διέπονται από το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο που καθορίζεται από τους σχετικούς κανόνες του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου. Ειδικότερα, τα κράτη μέλη θα πρέπει να μπορούν να διατηρούν εθνικά καθεστώτα αστικής ευθύνης, τα οποία είναι ευνοϊκότερα για τους επενδυτές ή τους εκδότες ή τα οποία δεν βασίζονται σε παράβαση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009».

Από το άρθρο 35α σε συνδυασμό με τις ως άνω σκέψεις (33, 35), καθώς και με το άρθρο 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013, από το οποίο προκύπτει ότι μεταξύ των σκοπών του είναι η προστασία των επενδυτών και η διατήρηση της εσωτερικής αγοράς, προκύπτουν τα εξής: Όταν ο οίκος προβαίνει σε παραβίαση υποχρέωσης του Παραρτήματος III, τότε πρέπει να γίνει δεκτό ότι ευθύνεται μόνο για δόλο ή βαριά αμέλεια, ακόμη κι αν γίνεται επίκληση και εφαρμογή του άρθρου 914 ΑΚ. Το κράτος - μέλος μπορεί μεν να διατηρεί ευνοϊκότερο καθεστώς αστικής ευθύνης, αλλά όχι ως προς το ζήτημα της υπαιτιότητας¹⁸⁵⁶. Περαιτέρω, περιορίζεται μόνο στις περιπτώσεις παραβιάσεων που αναφέρονται στο άρθρο 35α. Όταν η παράβαση δεν καταλαμβάνεται από το άρθρο 35α, τότε ο οίκος μπορεί να ευθύνεται κατά το άρθρο 914 ΑΚ και για ελαφριά αμέλεια.

Όσον αφορά τη συρροή της ευθύνης του οίκου αξιολόγησης με βάση το άρθρο 35α και της ενδοσυμβατικής ευθύνης, ο Κανονισμός (ΕΕ) 462/2013 έχει περιλάβει ρητή πρόβλεψη. Κατά τη σκέψη 31 του Προοιμίου στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει τη νομική βάση της αξίωσής του¹⁸⁵⁷. Η συγκεκριμένη σκέψη δε συνεπάγεται για τον ενάγοντα

¹⁸⁵⁵ Αντίθετος ο Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 262.

¹⁸⁵⁶ Έτσι μάλλον και ο Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων..., ό.π., 261. Αντίθετη η Nästegård, Does Member State Law..., ό.π., 90, η οποία φαίνεται να δέχεται ότι το εθνικό δίκαιο μπορεί να προβλέπει ευθύνη για ελαφριά αμέλεια και τονίζει ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο ίσως οδηγήσει τους οίκους αξιολόγησης εκτός αγοράς.

¹⁸⁵⁷ Σκέψη 32 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013.

υποχρέωση επιλογής. Δεν πρόκειται για υποχρεωτική διάζευξη. Αντιθέτως, έχει την έννοια ότι η μία βάση δεν αποκλείει την άλλη. Είναι επιτρεπτή η σώρευση των δύο βάσεων¹⁸⁵⁸.

Σε περίπτωση συρροής νόμιμων βάσεων της ίδιας αξίωσης πρέπει να γίνει η εξής διάκριση. Σε περίπτωση κατά την οποία υπάρχει στη μία βάση ρητή επιφύλαξη υπέρ άλλης με τη μορφή του μη αποκλεισμού ή περιορισμού της εφαρμογής της (όπως στα άρθρα 61 παρ. 5 του ν. 4706/2020 και 25 παρ. 5 του ν. 3401/2005), πρέπει να γίνει δεκτό ότι ενδεχομένη διαφορά στον χρόνο διάρκειας και στην έναρξη της παραγραφής διατηρείται¹⁸⁵⁹. Αν, όμως, δεν υπάρχει τέτοια επιφύλαξη, τότε πρέπει να ερευνάται *ad hoc* κατά πόσο οι λόγοι θέσπισης βραχύτερου χρόνου παραγραφής ή του συγκεκριμένου σημείου έναρξής της (λ.χ. ταχεία εκκαθάριση υποθέσεων εντός της κεφαλαιαγοράς). Αν αυτοί οι λόγοι αυτοί το επιβάλλουν, πρέπει οι σχετικές ρυθμίσεις να εφαρμοσθούν και στην περίπτωση της συρρέουσας βάσης¹⁸⁶⁰.

Ενόψει των ανωτέρω, προτείνεται *de lege ferenda* η ενιαία κατά το δυνατό ρύθμιση του χρόνου και του σημείου έναρξης της παραγραφής όλων των αξιώσεων των επενδυτών έναντι των πωλών και των εκδοτών των χρηματοπιστωτικών μέσων – ανεξαρτήτως βάσης - που γεννώνται στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς. Αυτό επιβάλλει η ανάγκη ασφάλειας δικαίου, απλούστευσης της νομοθεσίας και των διαδικασιών και ενίσχυσης της εμπιστοσύνης στην αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Το ζήτημα της παραγραφής αποτελεί ένα ελάχιστο στοιχείο δεκτικό εναρμόνισης με δεδομένο ότι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε κατηγορίας των ως άνω ευθυνομένων προσώπων και των περιπτώσεων ευθύνης δεν επιτρέπουν μία γενικευμένη ομοιομορφοποίηση των κανόνων αστικής ευθύνης.

Ενόψει των ανωτέρω, το νομικό πλαίσιο κρίνεται επαρκές, μόνο όμως για τις «παραδοσιακές» πλέον περιπτώσεις ευθύνης. Το περιεχόμενο του όρου «παραδοσιακές» περιλαμβάνει τις ήδη ρυθμισμένες με τις σχετικές διατάξεις περιπτώσεις, αντιδιαστέλλεται δε από τις νεοφανείς περιπτώσεις ευθύνης και συγκεκριμένα για τις περιπτώσεις ευθύνης ενδεχόμενων πωλών της πληθοχρηματοδότησης («crowdfunding») και των δημόσιων προσφορών που αφορούν κρυπτονόμισμα («ICO»). Πρόκειται για περιπτώσεις που παραμένουν αρρύθμιστες. Ωστόσο, η εξέλιξη αυτών των μορφών συναλλαγών επιβάλλει την ειδική ρύθμισή τους, καθόσον η προσπάθεια εφαρμογής των ισχυουσών διατάξεων ενδεχομένως θα δημιουργήσει ανασφάλεια δικαίου.

Η αντιμετώπιση του προβλήματος της εποπτείας των εταιριών με μετοχές ή άλλους τίτλους εισηγμένους σε οργανωμένη αγορά (ή ΠΜΔ ή ΜΟΔ) πρέπει να γίνεται μέσω ολιστικής (συνολικής) προσέγγισης. Έκαστος πωλός δεν είναι μόνος του στην κεφαλαιαγορά, αλλά αποτελεί μέρος ενός ευρύτερου συστήματος στο οποίο αναπτύσσονται πλέγματα σχέσεων αλληλεπίδρασης και αλληλεξάρτησης τόσο ενδοεταιρικών όσο και εξωεταιρικών παραγόντων. Αυτή η πραγματικότητα αποτυπώνεται στο ειδικότερο περιεχόμενο της αστικής ευθύνης περισσότερων πωλών που ευθύνονται ή ενάγονται ως ευθυνόμενοι για την ίδια ζημία.

Σε επίπεδο λειτουργίας του ως άνω συστήματος κομβικό ρόλο διαδραματίζει η συνεργασία των περισσότερων εμπλεκόμενων παραγόντων. Έτσι, σημαντικός είναι ο τρόπος αλληλεπίδρασης της εισηγμένης εταιρίας, των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ, της επιτροπής ελέγχου και οποιασδήποτε άλλης επιτροπής της εταιρίας, των εσωτερικών ελεγκτών, των πωλών και των εποπτικών αρχών. Πέραν των ανωτέρω, όμως, απαιτείται η συνεργασία και των εργαζομένων της εταιρίας και η ανάδειξή τους σε μάρτυρες δημοσίου

¹⁸⁵⁸ Βλ. και άρθρο 218 ΚΠολΔ.

¹⁸⁵⁹ Σχετικά με τη «διεθνή τάση αποκλιμάκωσης του μακρού χρόνου της κοινής παραγραφής» βλ. Μιχαλόπουλο, Η «φθοροποιός δύναμις του χρόνου» σε περιοχές του εμπορικού δικαίου, ΔΕΕ 2015, 485επ..

¹⁸⁶⁰ Πρβλ. και Ρόκα, Ζητήματα αστικής ευθύνης, ό.π., 481επ..

συμφέροντος («whistleblowers»). Στο πλαίσιο αυτό σε επίπεδο ελληνικού δικαίου προτείνεται η ενίσχυση της συνεργασίας όλων των ανωτέρω παραγόντων, η αναγνώριση ειδικού καθεστώτος προστασίας για τους μάρτυρες δημόσιου συμφέροντος με τη θέσπιση διατάξεων σχετικών με την ανταμοιβή τους και την προστασία τους από ενέργειες αντεκδίκησης¹⁸⁶¹, η ενίσχυση της εφαρμογής της σχετικής νομοθεσίας και της εφαρμογής των Διεθνών Προτύπων Ελέγχου και των Διεθνών Προτύπων Εσωτερικού Ελέγχου και η θέσπιση ειδικών κανόνων δεοντολογίας και κατευθυντήριων οδηγιών από τις σχετικές επαγγελματικές ενώσεις κάθε κατηγορίας πυλωρών¹⁸⁶².

6. Θέσπιση νέων δικονομικών διατάξεων κατά το πρότυπο του δικαίου του ελεύθερου ανταγωνισμού

Παρά το γεγονός ότι δεν είναι δυνατή η διαμόρφωση ενιαίων κανόνων ουσιαστικού δικαίου σχετικά με την αστική ευθύνη των πυλωρών έναντι των επενδυτών, η επίτευξη ομοιομορφίας είναι δυνατή σε επίπεδο κανόνων δικονομικού δικαίου. Μία τέτοια εξέλιξη θα συνέβαλε στην ενίσχυση των δικαιωμάτων των επενδυτών και της εμπιστοσύνης τους στην κεφαλαιαγορά, στην πληρέστερη προστασία τους, στην ασφάλεια δικαίου και στην ταχύτητα της απονομής της δικαιοσύνης. Στο πλαίσιο αυτό χρήσιμο οδηγό αποτελεί η σχετική νομοθεσία περί των ορισμένων κανόνων που αφορούν αγωγές αποζημιώσεις για παραβάσεις των κανόνων του δικαίου ανταγωνισμού των κρατών - μελών και της Ευρωπαϊκής Ένωσης¹⁸⁶³. Συγκεκριμένα, συγκεκριμένες ρυθμίσεις του ν. 4529/2018 μπορούν να αποτελέσουν περιεχόμενο νομοθετικής ρύθμισης με αντικείμενο τις αγωγές αποζημίωσης των επενδυτών σε βάρος των πυλωρών.

Υπό το ισχύον δικονομικό πλαίσιο η τακτική διαδικασία (η ονομαζόμενη νέα τακτική διαδικασία») είναι κατάλληλη για την εκδίκαση των σχετικών αγωγών. Οι διατάξεις της, όπως έχουν θεσπισθεί με τον ν. 4335/2015, συμβάλλουν στην επιτάχυνση της απονομής δικαστικής προστασίας. Ο κατά κύριο λόγο έγγραφος χαρακτήρας της διαδικασίας, η πρόβλεψη σύντομων προθεσμιών και η μη πρόβλεψη δικαιώματος αναβολής έχουν συμβάλει σ' αυτό. Παράλληλα οι όποιες επιφυλάξεις συνδέονται με τη χρήση των ένορκων βεβαιώσεων απαλύνονται με τη δυνατότητα έκδοσης διάταξης για την εξέταση μαρτύρων. Από την αιτιολογική έκθεση του ν. 4529/2018 επιβεβαιώνεται η εφαρμογή της νέας τακτικής διαδικασίας στις αγωγές αποζημίωσης στο πλαίσιο του δικαίου του ανταγωνισμού. Η εφαρμογή των σχετικών διατάξεων εξυπηρετεί την ταχεία εκκαθάριση των σχετικών διαφορών σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς και επομένως είναι κατάλληλη και για τις αγωγές επενδυτών σε βάρος των πυλωρών¹⁸⁶⁴.

¹⁸⁶¹ Πρβλ. και άρθρο 39 του ν. 4443/2016.

¹⁸⁶² Ως προς το τελευταίο βλ. και Coffee Jr, Gatekeeper Failure and Reform, ό.π., 363-364.

¹⁸⁶³ Ν. 4529/2018 (ΦΕΚ Α' 56/23-3-2018) «Ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας 2014/104/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 26ης Νοεμβρίου 2014, σχετικά με ορισμένους κανόνες που διέπουν τις αγωγές αποζημίωσης βάσει του εθνικού δικαίου για παραβάσεις των διατάξεων του δικαίου ανταγωνισμού των κρατών - μελών και της Ευρωπαϊκής Ένωσης και άλλες διατάξεις».

¹⁸⁶⁴ Πρβλ. παρατηρήσεις Σωτηρόπουλου επί της ΑΠ 976/2018, ΔΕΕ 2018, 730επ.. Βεβαίως σε περίπτωση θέσπισης σχετικών ρυθμίσεων αυτές πρέπει να καταλαμβάνουν και την ευθύνη του αντουργού, του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου και των μελών του ΔΣ, καθόσον σε διαφορετική περίπτωση θα προκαλούνταν το οξύμωρο αποτέλεσμα να περιέρχεται ο έλεγχος σε δυσχερέστερη θέση σε σχέση με τον εποπτευόμενο. Εξάλλου, ζήτημα θα προκύπτει σε περίπτωση εφαρμογής των διατάξεων περί μικροδιαφορών λόγω του ύψους της αξίωσης του επενδυτή.

Ειδική διάταξη θα μπορούσε να εισαχθεί ως προς το δικαίωμα επίδειξης εγγράφων αντίστοιχη προς αυτές των άρθρων 4¹⁸⁶⁵ και 5¹⁸⁶⁶ του ν. 4529/2018. Στο πλαίσιο αυτής κάθε διάδικος θα μπορεί να ζητήσει την προσκόμιση αποδεικτικών στοιχείων που βρίσκονται που βρίσκονται υπό τον έλεγχο του αντιδίκου ή τρίτου¹⁸⁶⁷. Το σχετικό αίτημα, όταν υποβάλλεται από τον επενδυτή, θα πρέπει να συνοδεύεται από προσκόμιση ευλόγως διαθέσιμων στοιχείων πρόσφορων για την απόδειξη των ισχυρισμών του. Για την αποδοχή του αιτήματος θα λαμβάνονται υπ' όψιν τα έννομα συμφέροντα των εμπλεκόμενων μερών¹⁸⁶⁸. Η επίδειξη θα γίνεται προς το δικαστήριο και θα λαμβάνεται μέριμνα για την προστασία εμπιστευτικών πληροφοριών¹⁸⁶⁹. Χρήσιμη είναι και η θέσπιση τεκμηρίου ομολογίας σε περίπτωση που εκείνος που διατάσσεται να προσκομίσει έγγραφα δε συμμορφωθεί στη σχετική διάταξη ή απόφαση ή τα έχει καταστρέψει^{1870 1871}.

¹⁸⁶⁵ Κατά το άρθρο 4 του ν. 4529/2018 «1. Ύστερα από αίτηση του φερόμενου ως ζημιωθέντος, που έχει προσκομίσει ευλόγως διαθέσιμα αποδεικτικά στοιχεία, πρόσφορα προς στήριξη των ισχυρισμών του, τα οποία θεμελιώνουν αίτημα αποζημίωσης, ενώ παράλληλα επικαλείται αποδεικτικά στοιχεία που βρίσκονται υπό τον έλεγχο του αντιδίκου ή τρίτου, το δικαστήριο μπορεί να διατάξει την προσκόμιση των αποδεικτικών αυτών στοιχείων από τον αντίδικο ή τον τρίτο. Το δικαστήριο μπορεί, ύστερα από αίτημα του φερόμενου ως παραβάτη, να διατάξει τον αντίδικο ή τον τρίτο να προσκομίσει τα σχετικά αποδεικτικά στοιχεία. 2. Το δικαστήριο μπορεί να διατάξει την προσκόμιση συγκεκριμένων αποδεικτικών στοιχείων ή σχετικών κατηγοριών αποδεικτικών στοιχείων, που προσδιορίζονται με όσο το δυνατόν πιο σαφή και συγκεκριμένο τρόπο, σύμφωνα με τα ευλόγως διαθέσιμα αποδεικτικά στοιχεία που επικαλείται ο αιτών κατά τη στήριξη των ισχυρισμών του. 3. Το δικαστήριο διατάσσει την κοινοποίηση των αποδεικτικών στοιχείων, σύμφωνα με την παράγραφο 1 τηρώντας την αρχή της αναλογικότητας. Προς τούτο λαμβάνει υπόψη τα έννομα συμφέροντα όλων των εμπλεκόμενων διαδίκων και τρίτων, και ειδικότερα: α) το βαθμό στον οποίο το αίτημα κοινοποίησης υποστηρίζεται από τα διαθέσιμα στοιχεία για πραγματικά περιστατικά και αποδεικτικά στοιχεία που δικαιολογούν το αίτημα κοινοποίησης, β) την έκταση και το κόστος της κοινοποίησης, ιδίως για τυχόν εμπλεκόμενα τρίτα μέρη, προκειμένου επίσης να αποφευχθεί η μη προσδιορισμένη αναζήτηση (αλίευση) πληροφοριών, η οποία είναι απίθανο να είναι σημαντική για τα διάδικα μέρη, γ) κατά πόσον τα αποδεικτικά στοιχεία, των οποίων ζητείται η κοινοποίηση, περιέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες που αφορούν ιδίως τυχόν τρίτους, καθώς και τις λεπτομέρειες για την προστασία των εν λόγω εμπιστευτικών πληροφοριών. 4. Το συμφέρον των επιχειρήσεων να αποφεύγουν αγωγές αποζημίωσης λόγω παράβασης του δικαίου του ανταγωνισμού δεν συνιστά συμφέρον άξιο προστασίας. 5. Ο διάδικος που διατάχθηκε να κοινοποιήσει, σύμφωνα με την παράγραφο 1 τα ανωτέρω αποδεικτικά στοιχεία, προσκομίζει αυτά στο δικαστήριο, το οποίο λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα, ώστε να διασφαλίσει την προστασία αυτών των εμπιστευτικών πληροφοριών. Σε αυτά περιλαμβάνεται ιδίως ο διορισμός πραγματογνωμόνων κατά τα άρθρα 368 επ. ΚΠολΔ, οι οποίοι θα καταρτίσουν περίληψη των πληροφοριών σε συγκεντρωτική ή άλλης μορφής μη εμπιστευτική έκδοχή, στην περίπτωση δε αυτή δεν επιτρέπεται ο διορισμός τεχνικών συμβούλων από τους διαδίκους, σύμφωνα με το άρθρο 391 ΚΠολΔ. 6. Το δικαστήριο, όταν διατάσσει την κοινοποίηση των αποδεικτικών στοιχείων, μεριμνά για την πλήρη εφαρμογή του δικηγορικού απορρήτου που ισχύει, σύμφωνα με το ενωσιακό ή το εθνικό δίκαιο».

¹⁸⁶⁶ Κατά το άρθρο 5 του ν. 4529/2018 «1. Αν ο διάδικος: α) κληθεί και δεν προσκομίσει τα αιτούμενα αποδεικτικά στοιχεία, σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 4 ή β) ματαιώσει την προσκόμιση των αιτούμενων αποδεικτικών στοιχείων, επειδή τα είχε καταστρέψει, τότε οι αντίστοιχοι προς απόδειξη ισχυρισμοί του διαδίκου που ζήτησε την κοινοποίηση των αποδεικτικών στοιχείων, θεωρούνται ομολογημένοι. 2. Ο διάδικος ή τρίτος που αδικαιολόγητα δεν προσκόμισε τα αποδεικτικά στοιχεία ή κατέστρεψε αυτά ή δεν συμμορφώθηκε με διάταξη δικαστικής απόφασης για την προστασία των εμπιστευτικών πληροφοριών, καταδικάζεται και σε χρηματική ποινή ύψους πενήντα χιλιάδων (50.000) έως εκατό χιλιάδων (100.000) ευρώ. 3. Το ποσό της χρηματικής ποινής της παραγράφου 2 μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Ανάπτυξης και Οικονομικών».

¹⁸⁶⁷ Η έννοια του ελέγχου είναι ευρύτερη της κατοχής. Βλ. το άρθρο 450 παρ. 2 ΚΠολΔ, το οποίο αναφέρεται στην επίδειξη εγγράφων που βρίσκονται στην κατοχή διαδίκου ή τρίτου. Βλ. και την αιολογική έκθεση του ν. 4529/2018, σύμφωνα με την οποία οι θεσπισθείσες με τον νόμο αυτό διατάξεις περί επίδειξης εγγράφων δεν είναι τόσο αυστηρές όσο αυτές των άρθρων 450-452 ΚΠολΔ (οι οποίες πάντως εφαρμόζονται συμπληρωματικώς).

¹⁸⁶⁸ Βλ. Τρούλη, Αγωγές αποζημίωσης για παραβιάσεις της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας-Η Οδηγία 2014/104/ΕΕ και αναμενόμενα, από την εφαρμογή της, αποτελέσματα, ΔΕΕ 2016, 383-384.

¹⁸⁶⁹ Ασημακοπούλου, Αγωγές αποζημίωσης λόγω παραβάσεων του δικαίου του ελεύθερου ανταγωνισμού - Ν. 4529/2018 - Ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας 2014/104/ΕΕ, ΔΕΕ 2018, 1280.

¹⁸⁷⁰ Σε αντίθεση με τη ρύθμιση του άρθρου 232 ΚΠολΔ, κατά την οποία η άρνηση προς επίδειξη εκτιμάται ελεύθερα από το δικαστήριο.

¹⁸⁷¹ Ασημακοπούλου, ό.π., 1281.

Η θέσπιση ειδικών κανόνων σχετικά με την επίδειξη εγγράφων στις δίκες μεταξύ πωλωρών και επενδυτών θα αφορά τους ισχυρισμούς για την απόδειξη των οποίων βαρύνεται ο αιτούμενος την επίδειξη. Θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι η θέσπιση τεκμηρίων ή η αντιστροφή του βάρους απόδειξης σε σχετικές ρυθμίσεις της ευθύνης των πωλωρών έχει ως αποτέλεσμα ότι ενδεχόμενη καθιέρωση τέτοιου δικαιώματος επίδειξης – υπό ευνοϊκότερους όρους σε σχέση με τον ΑΚ και τον ΚΠολΔ¹⁸⁷² - ανατρέπει την ισορροπία και προσβάλλει την αρχή της ισότητας μεταξύ των διαδίκων. Ένας τέτοιος ισχυρισμός, όμως, δεν είναι βάσιμος, καθόσον στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς οι επενδυτές στερούνται της ευρείας βάσης πληροφοριών των οποίων είναι γνώστες οι πωλωροί. Σε κάθε περίπτωση, τίθενται δικλείδες ασφαλείας κατά την εξέταση του σχετικού αιτήματος, όπως η προσκόμιση ευλόγως διαθέσιμων στοιχείων, η προσφορότητά τους για την απόδειξη ισχυρισμών, η κρίση της προσφορότητας των ζητούμενων στοιχείων, η έκτασή τους και το σχετικό κόστος που συνεπάγεται η προσκόμισή τους. Τελικώς, στο αρμόδιο δικαστήριο εναπόκειται η ορθή, δίκαιη, ανάλογη και αποτελεσματική εξέταση του σχετικού αιτήματος και η αποτροπή καταχρήσεων.

Η θέσπιση τεκμηρίου ζημίας κατά το πρότυπο του άρθρου 14 παρ. 3 του ν. 4529/2018 θα συνέβαλε στην παροχή μεγαλύτερης δικονομικής προστασίας στον επενδυτή, πλην όμως πρόκειται για περιορισμένη προστασία. Κατά το άρθρο 14 παρ. 3 τεκμαίρεται μαχητά ότι οι παραβάσεις από οριζόντιες συμπράξεις προκαλούν ζημία. Η θέσπιση σχετικού τεκμηρίου σχετικά με την παράβαση των υποχρεώσεων των πωλωρών εκτείνεται μόνο στην αιτιότητα της ζημίας, όχι όμως και στον υπολογισμό της έκτασης της τελευταίας¹⁸⁷³. Επομένως, ακόμη και με τους όρους αυτούς το αποδεικτικό έργο του επενδυτή είναι δυσχερές¹⁸⁷⁴.

Ιδιαίτερα σημαντική είναι η παρεχόμενη με το άρθρο 14 παρ. 1-2 του ν. 4529/2018 εξουσία προς το δικαστήριο να αρκестθεί σε πιθανολόγηση για τον υπολογισμό της ζημίας¹⁸⁷⁵. Η λύση αυτή μπορεί να δοθεί και στις αγωγές των επενδυτών κατά πωλωρών με δεδομένες τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι πρώτοι όσον αφορά την πρόσβαση στα αποδεικτικά μέσα και το κόστος υπολογισμού της ακριβούς ζημίας τους¹⁸⁷⁶. Ως προϋπόθεση πρέπει να τίθεται η διαπίστωση από το δικαστήριο ότι «είναι πρακτικά αδύνατο ή υπερβολικά δυσχερές να προσδιορισθεί επακριβώς το ύψος της προκληθείσας ζημίας από τον ενάγοντα σύμφωνα με τα διαθέσιμα αποδεικτικά στοιχεία»¹⁸⁷⁷.

Η χρήση μίας τέτοιας ρύθμισης μείωσης του μέτρου απόδειξης πρέπει να γίνεται με αυστηρούς περιορισμούς και με φειδώ. Ήδη η θέσπιση τέτοιας μείωσης αποτελεί εύνοια για τον φέροντα το βάρος απόδειξης και επί της ουσίας απαλλάσσει μερικώς από το βάρος αυτό. Για τον λόγο αυτό πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν από το δικαστήριο «ιδίως το είδος και η έκταση της παράβασης και η δέουσα επιμέλεια που επέδειξε ο ενάγων στη συγκέντρωση και αξιοποίηση των αποδεικτικών στοιχείων σύμφωνα με τον παρόντα»¹⁸⁷⁸. Ιδίως πρέπει να τονισθεί το γεγονός ότι ο επενδυτής οφείλει να εξαντλήσει κάθε πιθανότητα άντλησης του σχετικού αποδεικτικού υλικού, λ.χ. ακόμη και με την υποβολή αιτήσεων επίδειξης εγγράφων. Σε κάθε περίπτωση κατά

¹⁸⁷² Βλ. αιτιολογική έκθεση του ν. 4529/2018.

¹⁸⁷³ Μαρίνος, Η ζημία σε δίκες με αντικείμενο αποζημίωση λόγω παραβάσεως κανόνων ανταγωνισμού – Ειδικά το τεκμήριο προκλήσεως της ζημίας (άρθρο 17 παρ. 2 Οδηγίας 2014/104, άρθρο 14 παρ. 3 Ν. 4529/2018), ΧρΙΔ 2019, 241 επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

¹⁸⁷⁴ Πρβλ. και τις εκθέσεις γεγονότων («event studies»).

¹⁸⁷⁵ Ασημακοπούλου, ό.π., 1283.

¹⁸⁷⁶ Βλ. και σκέψη 45 της Οδηγίας 2014/104/ΕΕ.

¹⁸⁷⁷ Άρθρο 14 παρ. 1 του ν. 4529/2018.

¹⁸⁷⁸ Άρθρο 14 παρ. 2 του ν. 4529/2018.

την ποσοτικοποίηση της ζημίας το αρμόδιο δικαστήριο οφείλει να αντιμετωπίζει ενδεχόμενη ρύθμιση τέτοιου περιεχομένου (μείωσης του αποδεικτικού μέτρου) ως εξαίρεση.

Σημαντική είναι η θέσπιση δυνατότητας επικοινωνίας του αρμόδιου δικαστηρίου με την αρμόδια εποπτική αρχή. Κατά το άρθρο 6 παρ. 11 και το άρθρο 14 παρ. 4 του ν. 4529/2018 το δικαστήριο μπορεί να καλεί την αρμόδια αρχή να διατυπώσει γνώμη σχετικά με ζητήματα που αφορούν την απόδειξη και την ποσοτικοποίηση της ζημίας, εφόσον αυτή το κρίνει σκόπιμο. Αντίστοιχη δυνατότητα θα μπορούσε να προβλεφθεί και στο πλαίσιο αγωγών αποζημίωσης επενδυτή κατά πυλωρού. Μάλιστα, με τον τρόπο αυτό επέρχεται διεύρυνση του πλαισίου συνεργασίας και επικοινωνίας για το οποίο έγινε λόγος στην οικεία θέση και αφορά τους πυλωρούς, τους εσωτερικούς ελεγκτές, την επιτροπή ελέγχου και τις εποπτικές αρχές.

Εξίσου χρήσιμη θα ήταν η θέσπιση ρυθμίσεων σχετικών με την παροχή εγγράφων που βρίσκονται στον φάκελο της υπόθεσης που έχει σχηματισθεί από την εποπτική αρχή¹⁸⁷⁹. Οι σχετικές διατάξεις θα πρέπει να ρυθμίζουν τη σχετική διαδικασία και τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες το αρμόδιο δικαστήριο διατάσσει την αρμόδια εποπτική αρχή να κοινοποιήσει σχετικά έγγραφα. Σχετικά κριτήρια είναι η ειδική αιτιολογία του αιτήματος, η υποβολή του στο πλαίσιο αγωγής αποζημίωσης, το στάδιο στο οποίο βρίσκεται η διαδικασία ενώπιον της εποπτικής αρχής και η φύση των ζητούμενων εγγράφων¹⁸⁸⁰.

Άξια προσοχής είναι και η προσπάθεια του ενωσιακού και συνακόλουθα του Έλληνα νομοθέτη να προωθήσει σε επίπεδο δικαίου του ανταγωνισμού τη συναινετική επίλυση διαφορών. Έτσι, εισάγεται απόκλιση από τα ισχύοντα στην εις ολόκληρον ευθύνη (η οποία κατ' αρχήν εφαρμόζεται και στον ν. 4529/2018) σε περίπτωση κατά την οποία ένας εκ των παραβατών συνάψει συμβιβασμό με τον ζημιωθέντα¹⁸⁸¹. Σ' αυτήν την περίπτωση και υπό την προϋπόθεση της καταβολής του ποσού του διακανονισμού στον ζημιωθέντα οι υπόλοιποι παραβάτες ευθύνονται εις ολόκληρον έναντι αυτού για το υπόλοιπο ποσό της ζημίας αφαιρουμένου όχι μόνο του ποσού του διακανονισμού, αλλά όλου του ποσού που αντιστοιχεί στη συμβολή του παραβάτη που συμμετείχε στον διακανονισμό στη ζημία¹⁸⁸². Αντίστοιχη ρύθμιση θα ήταν κατάλληλη για την παροχή κινήτρων για συναινετική επίλυση των διαφορών στην περίπτωση ευθύνης περισσότερων πυλωρών έναντι του επενδυτή.

7. Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ενώπιον της πρόκλησης των νέων τεχνολογιών

Οι αγορές, οι παράγοντες που δραστηριοποιούνται εντός αυτών, ο νομοθέτης και οι ρυθμιστικές αρχές βρίσκονται ενώπιον μίας νέας πρόκλησης. Η πρόκληση αυτή σχετίζεται με τη χρήση, ενσωμάτωση και κάρπωση των ωφελειών της τεχνολογίας στο πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα και με τη θέσπιση σχετικού ρυθμιστικού πλαισίου. Ο όρος που χρησιμοποιείται για να αποδώσει το αντικείμενο των εξελίξεων είναι «χρηματοοικονομική τεχνολογία» («financial technology» - «FinTech»). Ως τέτοια νοείται η «τεχνολογική καινοτομία στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες»¹⁸⁸³. Όροι όπως «τεχνητή νοημοσύνη», «ανάλυση μεγάλων

¹⁸⁷⁹ Τρούλη, ό.π., 385. Βλ. Ασημακοπούλου, ό.π., 1281-1282, σχετικά με τις ονομαζόμενες «λευκή λίστα», «γκρι λίστα» και «μαύρη λίστα».

¹⁸⁸⁰ Πρβλ. άρθρα 6 και 7 του ν. 4529/2018.

¹⁸⁸¹ Τρούλη, ό.π.394.

¹⁸⁸² Άρθρο 15 του ν. 4529/2018. Κίνητρο παρέχεται ομοίως με τη θέσπιση αναστολής της παραγραφής κατά τη διάρκεια της απόπειρας συναινετικής επίλυσης της διαφοράς (για χρονικό διάστημα μέχρι δύο ετών).

¹⁸⁸³ Βλ. την εισαγωγή της Ανακοίνωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Σχέδιο δράσης για την χρηματοοικονομική τεχνολογία: Για έναν πιο ανταγωνιστικό και καινοτόμο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα/FMT, COM(2018) 109

δεδομένων» και «πλατφόρμες» είναι μερικοί μόνο από τους σχετικούς τεχνολογικούς όρους οι οποίοι κάνουν σταδιακά ολοένα και εντονότερα αισθητή την παρουσία τους και υπενθυμίζουν τις δυνατότητες που παρέχει η τεχνολογία στη σύγχρονη κοινωνία για την περαιτέρω εξέλιξη των οικονομικών συναλλαγών μεταξύ άλλων μέσω της επίτευξης ταχέων διαδικασιών διεκπεραίωσής τους και παροχής και αναλυτικής επεξεργασίας πληθώρας πληροφοριών.

Η ψηφιακή τεχνολογία συμβάλλει πολλαπλώς στην ενίσχυση (μεταξύ άλλων) της κεφαλαιαγοράς. Διευκολύνει την πρόσβαση αφενός των επενδυτών σε χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αφετέρου των εταιριών και επιχειρήσεων σε πηγές χρηματοδότησης. Παράλληλα, διευρύνει το φάσμα των διαθέσιμων διαύλων επικοινωνίας και τον κύκλο των διαθέσιμων συναλλαγών και θέτει τις προϋποθέσεις για την εκτέλεση νέων ειδών συναλλαγών (όπως στην περίπτωση της συμμετοχικής πληθοχρηματοδότησης). Αυξάνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της αγοράς, ενώ ταυτόχρονα παρέχει λύσεις σχετικά με τον τρόπο επεξεργασίας μεγάλου αριθμού και όγκου πολύπλοκων δεδομένων. Στο ίδιο πλαίσιο επικουρεί τόσο τις εποπτικές αρχές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους όσο και τις εποπτευόμενες οντότητες κατά τη συμμόρφωση στην κείμενη νομοθεσία. Περαιτέρω, η καινοτομία δημιουργεί νέα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι τα εικονικά νομίσματα. Σε γενικές γραμμές πέραν της εξυπηρέτησης των συναλλαγών και της εποπτείας τους η ψηφιακή τεχνολογία συμβάλλει στη διεύρυνση των αγορών και προσφέρει περισσότερες εναλλακτικές μορφές συναλλαγών¹⁸⁸⁴.

Βασικό επίτευγμα της ψηφιακής τεχνολογίας, ιδιαίτερα δημοφιλές τα τελευταία χρόνια στις συζητήσεις περί ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού τομέα, είναι η ανάπτυξη της ονομαζόμενης «τεχνολογίας κατανεμημένου καθολικού» («Distributed Ledger Technology» - «DLT») και η ειδικότερα έκφασή της που ακούει στο όνομα «αλυσίδα συστοιχίων» («blockchain»)¹⁸⁸⁵. Η «DLT» αποτελεί έννοια γένους σε σχέση με το «blockchain». Αποτελεί εφαρμογή αλγορίθμου. Το κατανεμημένο καθολικό αποτελεί μία αποκεντρωμένη βάση δεδομένων που χρησιμεύει για την καταγραφή κυριότητας στοιχείων, όπως το χρήμα ή ακίνητα, και για την παρακολούθηση των σχετικών συναλλαγών¹⁸⁸⁶. Σε αντίθεση με τα συνηθισμένα κεντρικά μοντέλα σύμφωνα με τα οποία τα σχετικά δεδομένα συγκεντρώνονται σε μία κεντρική βάση υπό τη διεύθυνση ενός κεντρικού διαχειριστή, στη «DLT» δεν υφίσταται κεντρική βάση, αλλά τα σχετικά δεδομένα κατανέμονται σε ένα δίκτυο πολλών υπολογιστών¹⁸⁸⁷. Η «DLT» και το «blockchain» διαφέρουν κατά το ότι στην πρώτη σε αντίθεση με το δεύτερο τα μέλη του δικτύου δεν μπορούν να δουν όλες τις σχετικές συναλλαγές¹⁸⁸⁸ και ότι στο δεύτερο πρόκειται για

final (8 Μαρτίου 2018). Πρβλ. και την ετήσια έκθεση του κόμβου καινοτομίας FinTech της Τράπεζας της Ελλάδος 2019, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/epopteia/komvos-kainotomias-fintech>. Tuch, The Rise of Fintech – Foreword, Journal of Law & Policy 2020, 1επ.. Για την αξιοποίηση της τεχνολογίας στο πλαίσιο λειτουργίας της ανώνυμης εταιρίας βλ. Περάκη, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας..., ό.π., 16-17.

¹⁸⁸⁴ Σχετικά με όλα τα αναφερόμενα στην παράγραφο αυτή, βλ. την εισαγωγή της Ανακοίνωσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Σχέδιο δράσης για την χρηματοοικονομική τεχνολογία...

¹⁸⁸⁵ Για τη μετάφραση του όρου «blockchain» βλ. Θεοδωράκη, Καλογεράκη, Blockchain: εφαρμογές, προοπτικές και προκλήσεις για το ελληνικό νομικό σύστημα – Ιδίως, οι εφαρμογές του στις έννομες σχέσεις ιδιωτικού δικαίου, ΔιΜΕΕ 2019, 5. Επίσης, βλ. Κανέλλο, ό.π., 198επ..

¹⁸⁸⁶ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Πώς μπορεί η νέα τεχνολογία να μεταμορφώσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές; 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.bankofgreece.gr/enimerosi/epexsigiseis/pos-borei-i-neatechnologia-na-metamorfosei-tis-xrimatopistotikes-agores>.

¹⁸⁸⁷ Θεοδωράκη, Καλογεράκη, ό.π., 7.

¹⁸⁸⁸ Βενέτη, DLT και Blockchain – Πόσο κοντά είμαστε από την θεωρία στην πράξη; 16/11/2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.liberal.gr/economy/HLT-kai-Blockchain-poso-konta-eimaste-apo-ti-theoria-stin-praxi/274478>.

μία ακολουθία συστοιχιών με αποτέλεσμα για την εγγραφή κάθε δεδομένου να απαιτείται η επιβεβαίωση και η κρυπτογράφηση του¹⁸⁸⁹.

Η τεχνολογία καταμετρημένου καθολικού διακρίνεται από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Από τη μία πλευρά, η αποκέντρωση των δεδομένων καθιστά εξαιρετικά δυσχερή και οικονομικά ασύμφορη την αλλοίωσή τους¹⁸⁹⁰. Πέραν της ασφάλειας που παρέχει η «DLT» προσφέρει ανωνυμία στους χρήστες του δικτύου, θεωρείται ότι καθιστά περιττή τη δραστηριοποίηση διαμεσολαβητών και μειώνει το κόστος των συναλλαγών^{1891 1892}. Ωστόσο, κατά την εφαρμογή της σχετικής τεχνολογίας εγείρονται ζητήματα σχετικά με την προστασία των προσωπικών δεδομένων¹⁸⁹³. Συγχρόνως, η ανωνυμία ενδέχεται να ευνοεί τη διάπραξη παράνομων ενεργειών¹⁸⁹⁴. Επίσης, παρότι έχει υποστηριχθεί ότι η κυβερνοεπίθεση δεν είναι πιθανή ή δυνατή, το ίδιο στοιχείο που αποτελεί το πλεονέκτημα της «DLT», η αποκέντρωση, μπορεί να αποδειχθεί μειονέκτημα σε περίπτωση επίθεσης: Σ' αυτήν την περίπτωση η διαχείρισή της απαιτεί την ύπαρξη κεντρικού διαχειριστή¹⁸⁹⁵.

Η τεχνολογία καταμετρημένου καθολικού μπορεί να επιφέρει θετικά αποτελέσματα σε σχέση με τον έλεγχο της λειτουργίας των εισηγμένων ανεξαρτήτως αν αυτός είναι εσωτερικός ή εξωτερικός¹⁸⁹⁶. Η διαφάνεια, η ακρίβεια των εγγραφών, η οποία οφείλεται είτε στην ανάγκη επιβεβαίωσης (στην περίπτωση του «blockchain») είτε στην αδυναμία παραποίησης ή ακύρωσης της εγγραφής¹⁸⁹⁷, η ταχύτητα και η αποκέντρωση διευκολύνουν το έργο όλων των παραγόντων ελέγχου. Ιδίως σχετικά με το έργο των πυλωρών πρέπει να τονισθεί ότι η χρήση της τεχνολογίας αυτής αυτοματοποιεί τον λογιστικό και τον νομικό έλεγχο¹⁸⁹⁸, ενώ παρέχει στον πυλωρό πρόσβαση στο σύνολο όλων των εγγραφών των σχετικών συναλλαγών σε σύντομο χρόνο μετά τη διενέργειά τους¹⁸⁹⁹. Ειδικά όσον αφορά τον υποχρεωτικό έλεγχο με την «DLT» αυτός γίνεται πραγματικά συνεχής¹⁹⁰⁰. Περαιτέρω, η χρήση ενός τέτοιου δικτύου από τους πυλωρούς (ενδεχομένως με διαμόρφωσή του ως ιδιωτικού) θα μπορούσε να ενισχύσει και να συστηματοποιήσει τη μεταξύ τους συνεργασία.

¹⁸⁸⁹ Belin Oliver, The Difference Between Blockchain and Distributed Ledger Technology, ανακτηθέν την 30^η/5/2020 από την ηλεκτρονική διεύθυνση <https://tradeix.com/distributed-ledger-technology/>.

¹⁸⁹⁰ Θεοδωράκη, Καλογεράκη, ό.π., 8, 11.

¹⁸⁹¹ Θεοδωράκη, Καλογεράκη, ό.π., 7, 12, 14.

¹⁸⁹² Για τις πρακτικές εφαρμογές της σχετικής τεχνολογίας βλ. Λογαρά, Η τεχνολογία Blockchain, οι εφαρμογές της και οι νομικές πτυχές της, 21/6/2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://m.naftemporiki.gr/story/1363055>. Θεοδωράκη, Καλογεράκη, ό.π., 5επ..

¹⁸⁹³ Θεοδωράκη, Καλογεράκη, ό.π., 21-22.

¹⁸⁹⁴ Θεοδωράκη, Καλογεράκη, ό.π., 22.

¹⁸⁹⁵ Psaila, Blockchain: A game changer for audit processes, ανακτηθέν την 30^η/5/2020 από την ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www2.deloitte.com/mt/en/pages/audit/articles/mt-blockchain-a-game-changer-for-audit.html>. Βλ. Yermack, Corporate Governance and Blockchains, Review of Finance 2017, 28, που αναφέρεται σε σχετικό περιστατικό που έλαβε χώρα το 2016. Πρβλ. Κανέλλο, ό.π., 214επ., σχετικά με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της αλυσίδας συστοιχιών.

¹⁸⁹⁶ Ο τελευταίος είτε με τη μορφή του ελέγχου από τους πυλωρούς είτε με τη μορφή της άσκησης ελέγχου από τις εποπτικές αρχές.

¹⁸⁹⁷ Μόνο νέα αντιλογιστική εγγραφή είναι δυνατή. Βλ. Θεοδωράκη, Καλογεράκη, ό.π., 18.

¹⁸⁹⁸ Βλ. Λογαρά, ό.π..

¹⁸⁹⁹ Psaila, ό.π.. Όπως τονίζει ο Κανέλλος, ό.π., 199, «στο προσεχές μέλλον, τα δεδομένα μοντέλων μηχανικής μάθησης που συλλέγονται από διάφορες συσκευές του διαδικτύου των πραγμάτων (laptops, smartphones, διασυνδεδεμένες συσκευές, αυτόνομα οχήματα) θα μπορούν να αποθηκεύονται σε ψηφιακές πλατφόρμες blockchain, χάριν διαφάνειας και ελέγχου των διαδικασιών λήψης των αποφάσεων από τις Εποπτικές Αρχές».

¹⁹⁰⁰ Ατταου (μετάφρ. Τυροβολά Μαρία), Ο αντίκτυπος της ψηφιακής τεχνολογίας στις υπηρεσίες ελέγχου, ανακτηθέν την 30^η/5/2020 από την ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.accountancygreece.gr/o-antiktypos-tis-psifiakis-technologias-stis-ypiresies-elegchou-philippe-arraou-bdo-gallias/>. Manita, Elommal, Baudier, Hikkerova, The digital transformation of external audit and its impact on corporate governance, Technol. Forecast. Soc. Change 2020, 6.

Η πρόκληση της σύγχρονης εποχής συνίσταται στην εκμετάλλευση της τεχνολογίας τόσο σε επίπεδο συναλλαγών όσο και σε επίπεδο κανονιστικής συμμόρφωσης. Για το πρώτο έγινε ήδη λόγος. Το δεύτερο αναφέρεται ως «RegTech» («regulatory technology»), δηλαδή κανονιστική τεχνολογία. Πρόκειται για τη χρήση της τεχνολογίας στο πλαίσιο ελέγχου τήρησης της νομοθεσίας και επιβολής του νόμου¹⁹⁰¹. Επειδή, όμως, η συμμόρφωση στους νόμους αφορά πρωτίστως και τους ελεγχόμενους, η σχετική διαδικασία περιλαμβάνει και την παροχή κινήτρων προς αυτούς προκειμένου να χρησιμοποιήσουν τις νέες τεχνολογίες ως μέσο που θα τους διευκολύνει κατά την τήρηση της νομοθεσίας¹⁹⁰².

Η ψηφιακή τεχνολογία είναι χρήσιμη για τη διαχείριση, επεξεργασία και ανάλυση των λεγόμενων «μεγάλων δεδομένων» («big data»)¹⁹⁰³. Πρόκειται για συλλογές δεδομένων η επεξεργασία και κατανόηση των οποίων είναι εξαιρετικά δυσχερές (έως και αδύνατη) με τα παραδοσιακά μέσα λόγω του εξαιρετικά μεγάλου όγκου τους, ενδεχομένως και της πολυπλοκότητάς τους¹⁹⁰⁴. Η ανάλυση των δεδομένων σε συνδυασμό με τον εκσυγχρονισμό του τρόπου αποθήκευσης των δεδομένων, τη χρήση νευρωνικών δικτύων (τα οποία μιμούνται τη λειτουργία του ανθρώπινου εγκεφάλου), τη χρήση δέντρων απόφασης (δομών διαμορφωμένων με μορφή δέντρου στις οποίες αποτυπώνονται σύνολα αποφάσεων) και τη μηχανική μάθηση («machine learning»), κατά την οποία το εφαρμοζόμενο πρόγραμμα μαθαίνει να δημιουργεί αντί να προγραμματίζεται, παρέχει συγκριτικό πλεονέκτημα σε όσους καταφεύγουν στη σχετική τεχνολογία¹⁹⁰⁵.

Η ανάλυση των μεγάλων δεδομένων θα βοηθήσει όλους τους μετέχοντες στην κεφαλαιαγορά στη λήψη ορθότερων και πάντως πιο ενημερωμένων αποφάσεων. Είναι χαρακτηριστικό ότι παρά την υποχρεωτική δημοσιότητα πληροφοριών, όπως διαπιστώθηκε κατά την παγκόσμια οικονομική κρίση, ιδίως από την πλευρά των επενδυτών ήταν αδύνατη η επεξεργασία και κατανόησή τους λόγω του όγκου τους. Το ίδιο, όμως, ισχύει και για τους υπόλοιπους παράγοντες της κεφαλαιαγοράς. Με δεδομένες τις πεπερασμένες ικανότητες του ανθρώπινου νου και λαμβανομένων υπ' όψιν των περιορισμένων αποτελεσμάτων ακόμη και της συνεργασίας περισσότερων στο πλαίσιο ομάδας εργασίας, η ανάλυση με τη χρήση της τεχνητής νοημοσύνης δύναται να υπερβεί τα ανθρώπινα όρια σε επίπεδο επεξεργασίας των μεγάλων δεδομένων¹⁹⁰⁶.

Η χρήση των «big data» συνδέεται σε επίπεδο χρηματοπιστωτικού συστήματος με πολλαπλά οφέλη. Αυτά συνίστανται στη βελτίωση της παρεχόμενης προς τους πελάτες και το επενδυτικό κοινό υπηρεσίας, την απλοποίηση και συστηματοποίηση των διαδικασιών, τη μείωση των σφαλμάτων και τη μείωση του κόστους των συναλλαγών. Εξίσου σημαντική είναι η συμβολή των μεγάλων δεδομένων στην «ανίχνευση απάτης», στη «διαχείριση των κινδύνων», στην «ανάλυση της αγοράς» και στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της εποπτείας της αγοράς¹⁹⁰⁷.

¹⁹⁰¹ Yang, Tsang, Regtech and the New Era of Financial Regulators: Envisaging More Public-Private-Partnership Models of Financial Regulators, U. Pa. J. Bus. L. 2018, 354επ..

¹⁹⁰² Yang, Tsang, ό.π., 403-404.

¹⁹⁰³ Σχετικά με τα οποία βλ. Κανέλλο, ό.π., 11.

¹⁹⁰⁴ Σταύρου, Η δυναμική της νέας πρόκλησης των Big Data, 5/1/2020, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://simerini.sigmalive.com/article/2020/1/5/e-dunamike-tes-neas-prokleses-ton-big-data/>.

¹⁹⁰⁵ Στουρνάρας, Ο ρόλος της τεχνητής νοημοσύνης στον χρηματοπιστωτικό τομέα και την οικονομία, 21/2/2020, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.bankwars.gr/g-stoynaras-o-rolis-tis-technitis-noim/>. Omoteso, The application of artificial intelligence in auditing: Looking back to the future, Expert Syst. Appl. 2012, 8493.

¹⁹⁰⁶ Βλ. Κανέλλο, ό.π., 198επ., σχετικά με τη μελλοντική σύγκλιση μεταξύ τεχνητής νοημοσύνης και «blockchain».

¹⁹⁰⁷ Στουρνάρας, ό.π..

Η υιοθέτηση της τεχνητής νοημοσύνης προκαλεί παράλληλα νέους προβληματισμούς¹⁹⁰⁸. Η έλλειψη διαφάνειας σε σχέση με τον τηρούμενο αλγόριθμο και η έλλειψη σχετικών γνώσεων ή εξοικείωσης εκ μέρους της οντότητας, των πυλωρών και των εποπτικών αρχών καθιστούν τον έλεγχο του εξαγόμενου αποτελέσματος δυσχερώς ελεγκτό ή κατανοητό¹⁹⁰⁹. Ταυτόχρονα οι εξειδικευμένες γνώσεις που απαιτούνται για τη λειτουργία και κατανόηση των αλγορίθμων ενδεχομένως οδηγήσουν σε εξάρτηση της αγοράς από τους παρόχους των τεχνολογικών υπηρεσιών¹⁹¹⁰. Ίσως μάλιστα οι ειδικοί αυτοί αναδειχθούν σε πυλωρούς¹⁹¹¹. Τέλος, ελλοχεύει ο κίνδυνος εσφαλμένου σχεδιασμού του αλγορίθμου¹⁹¹².

Η τεχνητή νοημοσύνη μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά χρήσιμη και αποδοτική για τους πυλωρούς. Ήδη μάλιστα έχει αρχίσει να υιοθετείται από μερικούς εξ αυτών¹⁹¹³. Δεν μπορεί να υποδειχθεί κάποια κατηγορία «gatekeepers» που δε θα ωφεληθεί από τη σχετική τεχνολογία. Με δεδομένο ότι όλοι οι θυροφύλακες ασχολούνται με την επεξεργασία δεδομένων, η ανάλυση των μεγάλων δεδομένων ανταποκρίνεται στις ανάγκες ταχύτητας, ακρίβειας, ασφάλειας και αποτελεσματικότητας. Χαρακτηριστικές (μεν ενδεικτικές δε) είναι οι περιπτώσεις των λογιστών, των ελεγκτών και των οικονομικών αναλυτών. Οι προβληματισμοί που αναφέρθηκαν γενικώς ανωτέρω ισχύουν και για τους πυλωρούς¹⁹¹⁴.

Παράλληλα η τεχνολογία προσφέρει σε επενδυτές και χρηματοδοτούμενους νέους τρόπους συναλλαγής και νέες μορφές χρηματοδότησης. Η πληθοχρηματοδότηση και η αρχική προσφορά εικονικών νομισμάτων αποτελούν μορφές της προωθούμενης αποδιαμεσολάβησης. Η προώθηση της απευθείας συνάντησης προσφοράς και ζήτησης χωρίς την παρεμβολή διαμεσολαβητών συμβάλλει στη μείωση του κόστους συναλλαγών και στη διεύρυνση των πηγών χρηματοδότησης για το σύνολο των επιχειρήσεων (ιδιαίτερα δε των μικρομεσαίων).

Ο συνδεδόμενος με την πληθοχρηματοδότηση και την αρχική προσφορά εικονικών νομισμάτων απογαλακτισμός της κεφαλαιαγοράς από τους διαμεσολαβητές δεν είναι απόλυτος. Στο πλαίσιο της πληθοχρηματοδότησης η παροχή σχετικών με τα επενδυτικά σχέδια πληροφοριών γεννά την ανάγκη επιβεβαίωσης και πιστοποίησης της ορθότητάς τους από τρίτα πρόσωπα. Έτσι, ο σχετικός διάλογος καταλήγει στην αναζήτηση της ταυτότητας και των χαρακτηριστικών των προσώπων που πρέπει να καθίστανται υπεύθυνα από τον νομοθέτη. Αντίστοιχη ανάγκη φαίνεται να προκύπτει και ως προς την αρχική προσφορά κρυπτονομισμάτων λαμβανομένης υπ' όψιν της αντιστοιχίας της διαδικασίας αυτής με την αρχική προσφορά κινητών αξιών.

Η ανάδειξη των νέων μορφών συναλλαγών που στηρίζονται στην ψηφιακή τεχνολογία φέρει αντιμέτωπες δύο τάσεις, της διαμεσολάβησης και της αποδιαμεσολάβησης. Η τελευταία συνδέεται με την ανάδειξη της ανάγκης διενέργειας απευθείας συναλλαγών, διεύρυνσης της

¹⁹⁰⁸ Βλ. σχετικά με τον τομέα του λογιστικού ελέγχου Chan Shu Wah Shelton, Ip Sunny, Wan Chun Fai Chris, Yiu Ho Fung Davis, How would the emerging technology affect the future of auditing, Outstanding Academic Papers by Students (OAPS), City University of Hong Kong, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://dspace.cityu.edu.hk/handle/2031/9133>, 6επ..

¹⁹⁰⁹ Urs, Almeida, A Layered Model for AI Governance, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:34390353>, 1επ..

¹⁹¹⁰ Βλ. Κανέλλο, ό.π., 317, ο οποίος αναφέρεται σε έλεγχο «ασφάλειας και αξιοπιστίας, τόσο από εσωτερικούς όσο και από εξωτερικούς ελεγκτές».

¹⁹¹¹ Βλ. Collao, Winship, ό.π., 749επ..

¹⁹¹² Για όλα τα ανωτέρω βλ. Στουρνάρα, ό.π.. Για τους κινδύνους που εμπεριέχει η εκχώρηση των αποφάσεων σε μηχανές βλ. Grove, Lockhart, Evolution of corporate governance towards intrinsic value, Corporate Law & Governance Review 2019, 12-13.

¹⁹¹³ Omoteso, ό.π., 8490, Manita, Elommal, Baudier, Hikkerova, ό.π., 3.

¹⁹¹⁴ Βλ. Omoteso, ό.π., 8492 σχετικά με την περίπτωση κατά την οποία ο χρήστης της τεχνολογικής βοήθειας είναι αρχάριος και το πρόγραμμα είναι πιο εξειδικευμένο απ' αυτόν.

βάσης τόσο των χρηματοδοτούμενων όσο και των χρηματοδοτών, τη δημοκρατικοποίηση και αυτοματοποίηση των επενδυτικών συναλλαγών και τη μείωση του κόστους¹⁹¹⁵. Ωστόσο, κατά την εφαρμογή της παρουσιάζονται προβλήματα η διαχείριση των οποίων οδηγεί στην αναγνώριση της αξίας της κεντρικής διαχείρισης σε επίπεδο λήψης αποφάσεων και αντιμετώπισης κρίσεων¹⁹¹⁶. Ταυτόχρονα κατά τη λειτουργία αποκεντρωμένων συστημάτων πληροφόρησης συχνά ανακύπτει η ανάγκη αναζήτησης υπευθύνων για την ακρίβεια των πληροφοριών¹⁹¹⁷. Έτσι, στην περίπτωση της αλυσίδας συστοιχιών τονίζεται ότι οι λεγόμενοι «μεταλλωρύχοι», δηλαδή οι χρήστες οι οποίοι εγκρίνουν την προσθήκη δεδομένων στην αλυσίδα, δεν προβαίνουν στην πιστοποίηση της αλήθειας και κατά συνέπεια δεν ευθύνονται έναντι των μελών του δικτύου γι' αυτήν¹⁹¹⁸.

Συχνά διατυπώνεται η άποψη ότι η ψηφιακή τεχνολογία θα καταστήσει περιττή την ύπαρξη των διαμεσολαβητών¹⁹¹⁹. Ωστόσο, στην πραγματικότητα δε θα ωθήσει εκτός αγοράς τους διαμεσολαβητές, αλλά θα οδηγήσει σε μετασχηματισμό του ρόλου και του τρόπου δραστηριοποίησής τους. Χαρακτηριστικά τονίζεται σχετικά με τους ορκωτούς ελεγκτές λογιστές ότι η χρήση της τεχνολογίας του κατανεμημένου καθολικού δεν εξαλείφει την ανάγκη επαλήθευσης της ορθότητας των σχετικών συναλλαγών¹⁹²⁰. Οι ελεγκτές θα εξακολουθήσουν να έχουν ενεργό ρόλο κατά τη διενέργεια του υποχρεωτικού ελέγχου επικουρούμενοι από την τεχνολογία με αποτέλεσμα να έχουν στη διάθεσή τους άμεση ενημέρωση για τη διενέργεια κάθε συναλλαγής και ένα μέσο επιβεβαίωσης της πραγματοποίησής της¹⁹²¹. Ασφαλώς θα απαιτηθεί η εκπαίδευση και η εξοικείωσή τους με τη σχετική τεχνολογία και κατά πάσα πιθανότητα θα μετασχηματισθεί και το περιεχόμενο του σχετικού ελέγχου προκειμένου να περιλαμβάνει έλεγχο της ασφάλειας του τηρούμενου αλγορίθμου¹⁹²². Στο πλαίσιο αυτό προτείνεται η θέσπιση σχετικών ελεγκτικών προτύπων με αντικείμενο την εφαρμογή της ψηφιακής τεχνολογίας κατά τη διενέργεια του ελέγχου¹⁹²³.

Ο μετασχηματισμός του περιεχομένου του ελέγχου ενδέχεται στο μέλλον να συνεπάγεται και μεταβολή των όρων της αστικής ευθύνης. Στο πλαίσιο αυτό το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο με ψήφισμά του έχει ζητήσει από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να του υποβάλει πρόταση κανονισμού για τη λειτουργία συστημάτων τεχνητής νοημοσύνης¹⁹²⁴. Ειδικότερα, συνιστάται η πρόβλεψη αντικειμενικής ευθύνης για τους χειριστές συστημάτων τεχνητής νοημοσύνης υψηλού κινδύνου¹⁹²⁵ και η θέσπιση υποκειμενικής ευθύνης για τα υπόλοιπα συστήματα. Στη δεύτερη περίπτωση ο εναγόμενος απαλλάσσεται από την αστική ευθύνη εάν μπορεί να αποδείξει ότι η

¹⁹¹⁵ Tapscott, Tapscott, How Blockchain is Changing Finance, Harvard Business Review 2017, 5επ..

¹⁹¹⁶ Yermack, ό.π., 10.

¹⁹¹⁷ Collao, Winship, ό.π., 733.

¹⁹¹⁸ Θεοδωράκης, Καλογεράκης, ό.π., 19.

¹⁹¹⁹ Βλ. σε Collao, Winship, ό.π., 732.

¹⁹²⁰ Arrau, ό.π..

¹⁹²¹ Liu, Wu, Jie Xu, How Will Blockchain Technology Impact Auditing and Accounting: Permissionless versus Permissioned Blockchain, Current Issues in Auditing 2019, Α25. Βλ. όμως και Yermack, ό.π., 24, που κάνει λόγο για απεξάρτηση των επενδυτών από τις εκθέσεις των ελεγκτών.

¹⁹²² Brender, Gauthier, Impacts of Blockchain on the Auditing Profession, ISACA Journal 2019, 31· Yermack, ό.π., 25.

¹⁹²³ Bonyuet, Overview and Impact of Blockchain on Auditing, IJDAR 2020, 39.

¹⁹²⁴ Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 20ής Οκτωβρίου 2020 με συστάσεις προς την Επιτροπή όσον αφορά το καθεστώς αστικής ευθύνης για την τεχνητή νοημοσύνη (2020/2014(INΛ)).

¹⁹²⁵ Άρθρο 4 του Παραρτήματος του Ψηφίσματος. Κατά το άρθρο 3 ως σύστημα υψηλού κινδύνου θεωρείται το αυτόνομο σύστημα που είναι σε θέση « να προκαλέσει βλάβη ή ζημία σε ένα ή περισσότερα πρόσωπα κατά τρόπο τυχαίο ο οποίος υπερβαίνει όσα μπορεί ευλόγως να αναμένει κάποιος». Βλ. Κανέλλο, ό.π., 321-322.

βλάβη ή η ζημία προκλήθηκε χωρίς δική του υπαιτιότητα¹⁹²⁶. Καθίσταται αντιληπτό ότι με την καθιέρωση υποκειμενικής ευθύνης με τους συγκεκριμένους όρους ο εναγόμενος ωθείται στην αποκάλυψη στοιχείων σχετικών με το περιεχόμενο και τη λειτουργία του αλγόριθμου.

Η συμπεριφορά των χειριστών συστημάτων τεχνητής νοημοσύνης μπορεί να ελεγχθεί και με τη θέσπιση σχετικής υποχρέωσης διαφάνειας έναντι των εποπτικών αρχών. Έτσι, σύμφωνα με σχετικό ψήφισμα του το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ζήτησε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να υποβάλει πρόταση κανονισμού σχετικά με τις δεοντολογικές αρχές για την ανάπτυξη, την εφαρμογή και τη χρήση της τεχνητής νοημοσύνης, της ρομποτικής και των συναφών τεχνολογιών. Μεταξύ άλλων πρότεινε «να απαιτείται από τους φορείς ανάπτυξης και εφαρμογής των τεχνολογιών υψηλού κινδύνου να παρέχουν στις δημόσιες αρχές, εφόσον το υποδεικνύει μια εκτίμηση κινδύνου, τη σχετική τεκμηρίωση όσον αφορά τη χρήση, τον σχεδιασμό και τις οδηγίες ασφάλειας, συμπεριλαμβανομένων του πηγαίου κώδικα, των εργαλείων ανάπτυξης και των δεδομένων που χρησιμοποιούνται από το σύστημα, όπου αυτό είναι απολύτως αναγκαίο και με πλήρη σεβασμό της ενωσιακής νομοθεσίας για την προστασία των δεδομένων, της ιδιωτικής ζωής, των δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας και του εμπορικού απορρήτου»¹⁹²⁷.

Τελικά η αμοιβαία τροφοδότηση των δύο συστημάτων είναι αναγκαία. Ο διαρκής διάλογος για την επίτευξη του καλύτερου δυνατού μείγματος μεταξύ χρήσης της ψηφιακής τεχνολογίας και του συστήματος των διαμεσολαβητών θα καταστήσει δυνατή την αύξηση της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς. Άλλωστε, ένα είδος διαμεσολάβησης επί της ουσίας υφίσταται ακόμη και κατά το πρότυπο της αποδιαμεσολάβησης. Απλώς τη θέση του διαμεσολαβητή παίρνει ο πάροχος τεχνολογικών υπηρεσιών (όπως ο πάροχος του λογισμικού ή η ψηφιακή πλατφόρμα). Στο σημείο αυτό υπενθυμίζεται η αρχική θέση κατά τον προσδιορισμό της έννοιας του «gatekeeper», σύμφωνα με την οποία ως τέτοιος δεν μπορεί να νοηθεί ο πάροχος λογισμικού και η οποία φαίνεται ενόψει των εξελίξεων να σχετικοποιείται.

Η χρήση των νέων τεχνολογιών και οι «gatekeepers» συμπορεύονται. Η τάση αποδιαμεσολάβησης πρέπει να νοηθεί ως απάντηση στην ανάγκη ύπαρξης εναλλακτικών τρόπων συναλλαγής παράλληλα προς εκείνες που συνδέονται με τη συνεργασία διαμεσολαβητών. Συγχρόνως πρέπει να γίνει αντιληπτή ως έμπρακτη κριτική των δυσλειτουργιών του συστήματος της διαμεσολάβησης και να αποτελέσει αφορμή για τη αποτελεσματική αντιμετώπιση των τελευταίων. Από την πλευρά της η κεντρική διαχείριση των πληροφοριών έρχεται να υπενθυμίσει στους υποστηρικτές της αποκέντρωσης τα μειονεκτήματα της τελευταίας σε επίπεδο διαχείρισης κρίσεων. Οι εξελίξεις στο μέλλον θα καταδείξουν το σημείο συνάντησης των δύο τάσεων.

¹⁹²⁶ Άρθρο 8 του Παραρτήματος του Ψηφίσματος. Η διάκριση μεταξύ συστημάτων υψηλού και χαμηλού κινδύνου και η διαφορετική ρύθμιση της αστικής ευθύνης επιβεβαιώνει όσα έχουν ήδη εκτεθεί στην παρούσα μελέτη σχετικά με τον περιορισμό της ευθύνης. Συγκεκριμένα, προβλέπεται ποσοτικός περιορισμός της αστικής ευθύνης στην περίπτωση των συστημάτων υψηλού κινδύνου και υποχρέωση ασφάλισής της, ενώ αυτό δε συμβαίνει στην περίπτωση των άλλων συστημάτων.

¹⁹²⁷ Σημείο 18 του Παραρτήματος του Ψηφίσματος του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 20ής Οκτωβρίου 2020 που περιέχει συστάσεις προς την Επιτροπή σχετικά με ένα πλαίσιο για τις δεοντολογικές πτυχές της τεχνητής νοημοσύνης, της ρομποτικής και των συναφών τεχνολογιών (2020/2012(INL)).

Βιβλιογραφία

Α. Ελληνική βιβλιογραφία

Αθανασίου Λία, Έργο και ευθύνη των νηογνομόνων, Συλλογή μελετών ελληνικού και διεθνούς ναυτικού δικαίου II, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα Αθήνα-Κομοτηνή, 1999.

Αθανασίου Λία, Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία: Η ενεργός ανάμειξη των μετόχων στις εταιρικές αποφάσεις ως μέσο άσκησης εποπτείας στη διοίκηση της α.ε.», Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2010.

Αθανασόπουλος Ευάγγελος, Ο ρόλος του «απροβλέπτου ζημιωθέντος» («unforeseeable plaintiff») στην στοιχειοθέτηση της εξ αμελείας αδικοπρακτικής ευθύνης και η “Palsgraf v. Long Island Railroad Co.” (1928), ΕλλΔνη 2019, 1542επ..

Αλεξανδρίδου Ελίζα, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Προσωπικές & Κεφαλαιουχικές Εταιρίες, 2^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016.

Αλεξανδροπούλου Αντιγόνη, Νέα πρόταση Οδηγίας για την ενίσχυση της θέσης του μετόχου, τις αμοιβές μελών ΔΣ και τη διαφάνεια του ρόλου των πληρεξούσιων συμβούλων και των διαμεσολαβητών, ΔΕΕ 2014, 940επ..

Απαλαγάκη Χαρούλα, Ερμηνευτικά ζητήματα από τον κανονισμό αναδοχών, εις: Δικαιοσύνη & Νομοθεσίας της Κεφαλαιαγοράς, 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς (16-18/11/2007), Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ, Ένωση Δικαστών και Εισαγγελέων, Ένωση Εισαγγελέων Ελλάδος, Εκδόσεις Ευρασία, 2008, 242επ..

Ασημακοπούλου Έλλη, Αγωγές αποζημίωσης λόγω παραβάσεων του δικαίου του ελεύθερου ανταγωνισμού - Ν. 4529/2018 - Ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας 2014/104/ΕΕ, ΔΕΕ 2018, 1275επ..

Ασκητής Αριστείδης, Whistleblowers και ελευθερία της έκφρασης - Οι νομολογιακές τάσεις του ΕΔΔΑ σε αντιπαραβολή με το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ και η προβληματική των υπηρετούντων σε υπηρεσίες πληροφοριών, ΔιΜΕΕ 2019, 161επ..

Αυγητίδης Δημήτριος, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2005.

Αυγητίδης Δημήτριος, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ. Αλεξανδρίδου), Προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή, 3^η έκδοση, 2018, 877επ..

Αυγητίδης Δημήτρης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2^η Έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2019.

Αυγητίδης Δημήτρης, Το ενημερωτικό δελτίο και η ευθύνη του αναδόχου, σε 2^η ετήσια εσπερίδα Ελληνικής Εταιρίας Τραπεζικού Δικαίου και Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς με θέμα: Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, 1 Δεκεμβρίου 2006.

Αυγουλέας Αιμιλιανός, «Θυροφύλακες» ante portas: Τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα και η αδικοπρακτική ευθύνη των ελεγκτών, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 233επ..

Αυγουλέας Αιμιλιανός, Τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα και η προστασία των επενδυτών: “Θυροφύλακες” ante portas, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.research.manchester.ac.uk/portal/files/31440474/FULL_TEXT.PDF

Βαλτούδης Αναστάσιος εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 6, 1επ..

Βενέτη Μαρία, DLT και Blockchain – Πόσο κοντά είμαστε από την θεωρία στην πράξη; 16/11/2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.liberal.gr/economy/DLT-kai-Blockchain-poso-konta-eimaste-apo-ti-theoria-stin-praxi/274478>

Βερβεσός Νικόλαος, Παρατηρήσεις επί της ΑΠ 1093/2008, ΕΕμπΔ 2009, 378επ..

Βερβεσός Νικόλαος, Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016.

Βερβεσός Νικόλαος, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 87.

Βερβεσός Νικόλαος, εις ΔΑΕ 2020, άρθρ. 102.

Βίτσα Πολυξένη, Αιτιότητα και πιθανότητα, Ο ρόλος της πιθανότητας για τη συναγωγή εννόμων συνεπειών στο ιδιωτικό δίκαιο, Διδακτορική διατριβή, Τμήμα Νομικής της Σχολής Ν.Ο.Π.Ε. του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2012.

Γαλιάτσος Κώστας, Βασικές γνώσεις επενδυτικής τραπεζικής - Λήψη, διαβίβαση και εκτέλεση εντολών, Προσάρτημα επικαιροποιημένη τέταρτης έκδοσης, Ελληνική Ένωση Τραπεζών/Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, 2012.

Γεωργιάδης Γεώργιος σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 919.

Γεωργιάδης Γεώργιος σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 926.

Γιαννόπουλος Παναγιώτης, Η δικηγορική αμοιβή κατά το νέο Κώδικα Δικηγόρων (Ν. 4194/2013) και η δικονομική προστασία της, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016.

Γκόρτσος Χρήστος, «Βασιλεία III»: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, 2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα www.hba.gr

Γκόρτσος Χρήστος στο Ρόκας Νικόλαος/Γκόρτσος Χρήστος/Μικρουλέα Αλεξάνδρα/Λιβαδά Χριστίνα, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 3^η αναθεωρημένη έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016.

Γκόρτσος Χρήστος, Τερζή Μαριαλένα, Ο ενωσιακός Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 για το ενημερωτικό δελτίο, ΔΕΕ 2019, 1392επ..

Γκούμα Ολυμπία, Ο έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων από ορκωτούς ελεγκτές με έμφαση στην υπόθεση της συνέχισης της δραστηριότητας (going concern): Ανάπτυξη και Εξέταση μοντέλου διαβάθμισης του κινδύνου πτώχευσης, Διδακτορική διατριβή, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης του Πάντειου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Αθήνα, 2016, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική σελίδα του Ελληνικού Κέντρου Τεκμηρίωσης.

Γκότσης Χαράλαμπος, MiFID II/MiFIR, Νέα δεδομένα στη λειτουργία των Κεφαλαιαγορών, Ομιλία στην ημερίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα «MiFID II/MiFIR: Αναγκαίες προσαρμογές στο νέο περιβάλλον (23.10.2017)», διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/elib/view?auid=454e

Γκουτζίνης Απόστολος, Χειμώνα Αγγελική, Κανονιστική συμμόρφωση και διεθνείς αγορές κεφαλαίου: εισαγωγική επισκόπηση, στο Οικονόμου Αργύρης (επιμ.), Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 7επ..

Γραμματικάκη-Αλεξίου Αναστασία στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 26.

Γραμματικάκη-Αλεξίου Αναστασία στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Ο Κανονισμός (ΕΚ) 864/2007 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 11.7.2007 για το εφαρμοστέο δίκαιο στις εξωσυμβατικές ενοχές (Ρώμη II).

Γρηγοροπούλου Μαρία, Το μοντέλο του ορθολογικού επενδυτή στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Αθήνα, 2019.

Γρηγοροπούλου Μαρία, Εισαγωγή στο ρυθμιστικό πλαίσιο των κρυπτοπεριουσιακών στοιχείων, ΕπΟιΔ 2019, 6επ..

Δαγτόγλου Πρόδρομος, Συνταγματικό Δίκαιο, Ατομικά Δικαιώματα, 4^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσ/νίκη, 2012.

Δεληγιάννη-Δημητράκου Χριστίνα, Εισαγωγή στο Συγκριτικό Δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 1997.

Δέλλιος Γεώργιος, Η νέα έννοια του «καταναλωτή» και ο ανακαθορισμός του υποκειμενικού πεδίου προστασίας, 2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <http://nomikaxronika.gr/>

Δελούκα-Ιγγλέση Κορνηλία εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 9,9α-9θ, 1επ..

Δεσποτίδου Άννα σε Ανώνυμες εταιρίες, τόμος II, άρθρα 18 - 40α, 42ε παρ. 5 : ερμηνεία άρθρων Κ.Ν. 2190/1920 : οι αμοιβές στις εισηγμένες εταιρίες και στις επιχειρήσεις του

χρηματοπιστωτικού τομέα, Β. Γ. Αντωνόπουλος, Σπ. Μούζουλας, Αθήνα, Θεσσαλονίκη : Σάκκουλας, 2013, 761επ..

Δρίτσας Σταμάτης/Λιβαδά Χριστίνα, Ο τακτικός έλεγχος των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, Κεφάλαιο 9 εις: Περάκης Ευάγγελος, Σωτηρόπουλος Γεώργιος, Λιβαδά Χριστίνα, Δρίτσας Σταμάτης, Το δίκαιο της λογιστικής, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2017, 291επ..

Δρίτσας Σταμάτης, Επιτροπές ελέγχου οντοτήτων δημόσιου συμφέροντος – Ο ρόλος τους στο πλαίσιο ενός ελέγχου οικονομικών καταστάσεων, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ 2017, 948επ..

Δρίτσας Σταμάτης, Δίκαιο Λογιστικής - Το νομικό πλαίσιο της σύνταξης και του ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων στην Ελλάδα, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ 2018, 928επ..

Δρίτσας Σταμάτης, Ν 4706/2020: Το νέο νομικό πλαίσιο για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Ειδικά θέματα εφαρμογής, ΔΕΕ 2020, 930επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>.

Ετήσια έκθεση του κόμβου καινοτομίας FinTech της Τράπεζας της Ελλάδος 2019, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.bankofgreece.gr/kiries-leitourgies/epopteia/komvos-kainotomias-fintech>.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Πώς μπορεί η νέα τεχνολογία να μεταμορφώσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές; 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.bankofgreece.gr/enimerosi/epexsigiseis/pos-borei-i-nea-texnologia-na-metamorfosei-tis-xrimatopistotikes-agores>.

Ζέπος & Γιαννόπουλος, Ο Έμμισθος Δικηγόρος, Μάιος 2014.

Θεοδωράκης Νικόλαος, Καλογεράκης Γεώργιος, Blockchain: εφαρμογές, προοπτικές και προκλήσεις για το ελληνικό νομικό σύστημα – Ιδίως, οι εφαρμογές του στις έννομες σχέσεις ιδιωτικού δικαίου, ΔιΜΕΕ 2019, 5επ..

Θεοδοροπούλου - Δένδια Βιργινία, Ο χαλαρός δεσμός του σύγχρονου μετόχου με την «εταιρία» του, ΔΕΕ 2015, 811επ..

Jougleux Philippe, Στοιχεία Κυπριακού Ενοχικού Δικαίου, 2^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα - Θεσσαλονίκη, 2020.

Κανέλλος Λεωνίδας, Εφαρμογές Τεχνητής Νοημοσύνης στο δίκαιο & στη δικαστική πρακτική, Νομική Βιβλιοθήκη, 2021.

Καραγιάννης Κωνσταντίνος, Η χορήγηση «μπλοκ» επιταγών από πιστωτικό ίδρυμα σε «αναξιόπιστο - αναξιόχρεο» πρόσωπο ως δημιουργία πηγής κινδύνου» που θεμελιώνει αδικοπρακτική ευθύνη;, ΕφΑΔΠολΔ 2014, 443επ..

Καραγκουνίδης Απόστολος, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2007.

Καράκωστας Ιωάννης, Καραμπατζός Αντώνιος, Ευθύνη του νηογνώμονος έναντι του αγοραστή πλοίου ένεκα ανακριβών πιστοποιητικών με βάση το άρθρο 8 του Ν 2251/1994 περί ευθύνης του παρέχοντος υπηρεσίες (γνωμ.), ΔΕΕ 2011, 391επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>.

Καραμπατζός Αντώνης, σχόλιο σε ΑΠ 930/2009, ΔΕΕ 2010, 477επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>.

Καραμπατζός Αντώνης, Αποκατάσταση ζημίας τρίτου – Ελευθερία και δικαιοσύνη στη μεθόριο μεταξύ ενδοσυμβατικής και αδιοπρακτικής ευθύνης, σε 12^ο Πανελλήνιο Συνέδριο της Ένωσης Αστικολόγων, Αποζημίωση στη σύμβαση και στην αδιοπραξία: Πράξη και Θεωρία, 29-30 Σεπτεμβρίου 2017, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2018, 37επ..

Καράσης Μαριάνος στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρα 197-198 αρ. 41.

Κατσάς Θεόδωρος, Η δογματική της συγκρούσεως συμφερόντων στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

Κατσάς Θεόδωρος, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. Π§28: Προστασία των επενδυτών ως καταναλωτών, 1333επ..

Κιτσαράς Λάμπρος σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 411.

Κοκκίνης Λουκάς, εις ΔικΑΕ 2010, 37.

Κορνηλάκης Πάνος, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, τ. Ι, 2^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012.

Κοτζάμπαση Αθηνά, Οι απαλλακτικές ρήτρες στους γενικούς όρους συναλλαγών, Αποκλεισμός και περιορισμός της ευθύνης με συμφωνίες και μονομερείς δηλώσεις, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2001.

Κουλορίδας Αθανάσιος, Εξελίζεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της ελεγκτικής, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 193επ..

Κουλορίδας Αθανάσιος, Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης μέσω Διαδικτύου – Η συμμετοχική χρηματοδότηση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.

Κουτσολέλος Κώστας, Το καθήκον εχεμύθειας δικηγόρου, ΝοΒ 2004, 1982επ..

Κρητικός Αθανάσιος στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 69.

Λιάππης Δημήτριος, στο Δούβλης/Μπώλος (επιμ.), ΔικΠρΚατ, 2008, τ. Π§27: Πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών, 1239επ..

Λιάππης Δημήτρης, Η ευθύνη τρίτου από διαπραγματεύσεις – Εσφαλμένη πληροφόρηση, ίδιο συμφέρον και εμπιστοσύνη ως κριτήρια αστικής ευθύνης, ΝοΒ 2003, 422επ..

Λιάππης Δημήτριος, Ενημερωτικό δελτίο - Οι αξιώσεις αποζημίωσης των επενδυτών, εις: Δικαιοσύνη & Νομοθεσίας της Κεφαλαιαγοράς, 4^ο Τριήμερο Συνέδριο για Δικαστικούς Λειτουργούς (16-18/11/2007), Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, ΣΕΒ, Ένωση Δικαστών και Εισαγγελέων, Ένωση Εισαγγελέων Ελλάδος, Εκδόσεις Ευρασία, 2008, 254επ..

Λιάππης Δημήτρης, Η αιτιώδης συνάφεια στην ευθύνη από ενημερωτικό δελτίο. Συμβολή στις έννοιες της θεμελιωτικής, πληρωτικής και τυποποιημένης αιτιότητας, ΔΕΕ 2003, 138επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>

Λιάππης Δημήτρης, Αποζημίωση των Επενδυτών & Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς – Μία συμβολή στην προστασία από βασικούς κινδύνους της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012.

Λιάππης Δημήτρης, Η εξωτερική ευθύνη των εταιρικών διοικητών κατ' ΑΚ 71 εδ. β' στο μεταίχμιο αστικού και εταιρικού δικαίου, εις: Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικολόγων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 227επ..

Λιβαδά Χριστίνα, Η συνδυασμένη εξέλιξη λογιστικού και εταιρικού δικαίου, εις: Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικολόγων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 357επ..

Λιβαδά Χριστίνα, Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης, Η επίδραση του θετικού δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2016.

Λιβαδά Χριστίνα, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, V. Εταιρική Διακυβέρνηση.

Λιβαδά Χριστίνα, εις ΔΑΕ 2020, άρθρο 150.

Λιβαδά Χριστίνα, εις ΔΑΕ 2020, άρθρο 152.

Λιβαδά Χριστίνα στο Ρόκας Νικόλαος/Γκόρτσος Χρήστος/Μικρουλέα Αλεξάνδρα/Λιβαδά Χριστίνα, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, 686επ..

Λιναρίτης Ιωάννης, εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή, III, Εισηγμένη ΑΕ.

Λιναρίτης Ιωάννης, Χειραγώγηση της αγοράς μέσω συναλλαγών: Νομολογιακές εξελίξεις και σύγχρονες προκλήσεις, ΧρηΔικ 2013, 44επ..

Λογαράς Κωνσταντίνος, Η τεχνολογία Blockchain, οι εφαρμογές της και οι νομικές πτυχές της, 21/6/2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://m.naftemporiki.gr/story/1363055>

Μάνθος Απόστολος, Η απώλεια ευκαιρίας στο δίκαιο της αποζημίωσης, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014.

Μάνθος Απόστολος, Η σύμβαση υπέρ τρίτου στο ελληνικό και το αγγλικό δίκαιο Contracts (Rights of Third Parties) Act 1999, 2011.

Μαργαρίτης Μιχαήλ, Μαργαρίτη Άντα, Ερμηνεία Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας, Θεωρία-Νομολογία, τόμος Ι, 2^η έκδοση, εκδόσεις Π.Ν. Σάκκουλας, 2018.

Μαργαρίτης Μιχαήλ, Μαργαρίτη Άντα, Επίτομη Ερμηνεία Αστικού Κώδικα και ΕισΝΑΚ, εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016.

Μαρίνος Μιχαήλ-Θεόδωρος, Πρακτικά ζητήματα συγκρούσεως συμφερόντων μελών διοικητικού συμβούλιου, ΔΕΕ 2017, 1161επ..

Μαρίνος Μιχαήλ - Θεόδωρος, Η ζημία σε δίκες με αντικείμενο αποζημίωση λόγω παραβάσεως κανόνων ανταγωνισμού – Ειδικά το τεκμήριο προκλήσεως της ζημίας (άρθρο 17 παρ. 2 Οδηγίας 2014/104, άρθρο 14 παρ. 3 Ν. 4529/2018), ΧρΙΔ 2019, 241επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

Μάρκου Ιωάννης, Σκέψεις επί του νομικού καθεστώτος των τακτικών ελεγκτών, Αρμ 1999, 1157επ..

Μάρκου Ιωάννης, Τριτενέργεια της ενοχικής σχέσης των τακτικών ελεγκτών με το νομικό πρόσωπο, ΔΕΕ 2000, 251επ..

Μάρκου Ιωάννης, Η νέα αναμόρφωση του νόμου περί ανωνύμων εταιριών – Μία πρώτη αποτίμηση των βασικών θέσεων του ν. 4548/2018, ΧρΙΔ 2019, 14επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

Μαστρομανώλης Εμμανουήλ, Αιτιώδης συνάφεια και επενδυτική ζημία στη δευτερογενή αγορά. Σκέψεις με αφορμή τις αμερικανικές αποφάσεις Halliburton και Amgen, ΔΕΕ 2015, 953επ..

Μαστρομανώλης Εμμανουήλ, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων & Χρηματοπιστωτικών Μέσων – Αποστολή, Ρύθμιση, Αστική Ευθύνη, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013.

Μαστρομανώλης Εμμανουήλ, Οίκοι Αξιολόγησης Ιδιωτικού Χρέους: Οικονομική λειτουργία & πρόσφατη ρύθμιση στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ΧρηΔικ 2013, 23επ..

Μαστρομανώλης Εμμανουήλ, Πρόσφατες εξελίξεις και προτάσεις στο ζήτημα της αστικής ευθύνης των ελεγκτών έναντι τρίτων, ιδίως μετά τη θέση σε εφαρμογή των νόμων 4308/2014 και 4336/2015, ΕπισκεΔ 2016, 1επ..

Μεντής Γεώργιος, Ευθύνη των διοικητικών οργάνων της εταιρίας για ζημιές του επενδυτή, εις: Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικολόγων, 2002, 105επ..

Μικρουλέα Αλεξάνδρα, Ζητήματα ευθύνης εταιρικών διοικητών, εις: Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου 2018-2019, 28^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικολόγων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, 249επ..

Μικρουλέα Αλεξάνδρα, Ζητήματα ευθύνης εταιρικών διοικητών, στο Οικονόμου Αργύρης (επιμ.), Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 399επ..

Μικρουλέα Αλεξάνδρα, Τάσεις ποινικοποίησης παραβάσεων στο δίκαιο του ελεύθερου ανταγωνισμού, ΔΕΕ 2009, 529επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>

Μιχαλόπουλος Γεώργιος, Η «φθοροποιός δύναμις του χρόνου» σε περιοχές του εμπορικού δικαίου, ΔΕΕ 2015, 485επ..

Μιχαλόπουλος Γεώργιος, Η πληροφόρηση των επενδυτών, εις Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικολόγων, 2002, 251επ..

Μολίνου Αλεξάνδρα, Εσωτερικό σύστημα καταγγελίας δυσλειτουργιών (Whistleblowing) στο Οικονόμου Αργύρης (επιμ.), Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 193επ...

Μούζουλας Σπήλιος, Κριτική αξιολόγηση της ρύθμισης της συμμετοχικής επένδυσης (crowd-investing) από τον Ν 4416/2016, ΔΕΕ 2017, 473επ.

Μούζουλας Σπήλιος, Πρακτικά ζητήματα εταιρικού δικαίου από τη συμμετοχική επένδυση (Crowd-Investing), ΧρΙΔ 2016, 715επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

Μπαλτάς Σωτήρης, Δικαιώματα και υποχρεώσεις του δικηγόρου κατά την άσκηση του λειτουργήματός του, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016

Müllbert Peter, Η ανώνυμος εταιρία και η κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή – Γενική εισήγηση, εις: Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικολόγων, 2002, 1επ..

Νικολόπουλος Γεώργιος, Το Δίκαιο της Αποδείξεως, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2005.

Παϊσίδου Νικολέττα, Τα δικαστικά τεκμήρια στην πολιτική δικονομία, Εκδόσεις Σάκκουλα/Θεσσαλονίκη, 1991.

Παμπούκης Κωνσταντίνος, Ο έλεγχος της Ανώνυμης Εταιρίας, 1996.

Παπαδημητρόπουλος Αντώνιος, Ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια (ΕΠΤ). Η νεώτερη εξέλιξη του θεσμού στη Γερμανία και προοπτικές για το ελληνικό δίκαιο, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου.

Παπαδημητρόπουλος Αντώνης, Πιθανοτική αιτιότητα και αναλογική αποζημίωση: θεμελίωση και έκταση της ευθύνης, ΕφΑΔΠολΔ 2011, 127επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>

Παπανικολάου Παναγιώτης, Η ευθύνη της τράπεζας ως αναδόχου εκδόσεως κινητών αξιών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, 1998.

Πασσιάς Ιωάννης, Το δίκαιον της ανωνύμου εταιρείας, τ. II, 1969.

Περάκης Ευάγγελος, Ο Τακτικός Έλεγχος της Ανώνυμης Εταιρίας, 1984.

Περάκης Ευάγγελος, Λιβαδά Χριστίνα εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2015, 1, 1επ..

Περάκης Ευάγγελος, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας – Ο νέος Ν. 4548/2018 με εισαγωγικές παρατηρήσεις, 5^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018.

Περάκης Ευάγγελος, Γενικό Μέρος του Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000.

Περάκης Ευάγγελος, Αριθμοδείκτες, Κεφάλαιο 7 εις: Περάκης Ευάγγελος, Σωτηρόπουλος Γεώργιος, Λιβαδά Χριστίνα, Δρίτσας Σταμάτης, Το δίκαιο της λογιστικής, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2017, 242επ..

Περάκης Ευάγγελος, Λιβαδά Χριστίνα εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 1α, 1επ..

Πολίτης Ευάγγελος, Οι προϋποθέσεις της ευθύνης του αναδόχου κατά το άρθρο 3α του ΠΔ 350/1985, ΔΕΕ 1997, 15επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>

Πολίτης Ευάγγελος, Ανάλυση, άρθρο που αναρτήθηκε στην ενότητα «Επιχειρήσεις» της ηλεκτρονικής ιστοσελίδας της εφημερίδας «Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ» την 31^η/12/2002.

Πολίτης Ευάγγελος, Η προστασία επενδυτών με το ενημερωτικό δελτίο, ΔΕΕ 2020, 182επ..

Ρήγας Κωνσταντίνος, «Κύρος των ρητρών αποκλεισμού και περιορισμού της ευθύνης κατά τον Αστικό Κώδικα και το Ν. 2251/1994 “για την προστασία των καταναλωτών”», Διδακτορική διατριβή, Τμήμα Νομικής της Σχολής Ν.Ο.Π.Ε. του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2011.

Ρόκας Νικόλαος, Οι ευθύνες των εταιρικών διοικήσεων προς τρίτους, ΝοΒ 2016, 1596επ..

Ρόκας Νικόλαος, Ζητήματα αστικής ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου ανώνυμης εταιρίας, ΧρΙΔ 2019, 481επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

Ρόκας Νικόλαος, Τα όρια της εξουσίας της πλειοψηφίας εις το δίκαιον των ανωνύμων εταιριών, 1971.

Σαϊτάκης Κίμων, Προσδιορισμός της ζημίας κατά χρόνο επί αδικοπρακτικής ευθύνης, Διδακτορική διατριβή, Νομική Σχολή του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2015.

Σαϊτάκης Κίμων, σχόλιο σε ΑΠ 209/2016, ΧρΙΔ 2016, 346επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

Σιγαλού Σωτηρία, Υποχρεωτικοί έλεγχοι χρηματοοικονομικών καταστάσεων και πεδίο εφαρμογής της διάταξης της παρ. 2 του άρθρου 37 Ν 4449/2017 για τον περιορισμό της ευθύνης του ορκωτού ελεγκτή λογιστή, ΔΕΕ 2020, 507επ..

Σκόντζος Αθανάσιος, Ζητήματα κατανομής του βάρους απόδειξης στο Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή (μετά και τον Ν. 4512/2018 και την πρόσφατη νομολογία), ΕφΑΔΠολΔ 2018, 1053επ..

Σπερδόκλη Έλλη, Ο αιτιώδης σύνδεσμος ως προϋπόθεση της αδικοπρακτικής ευθύνης, Διδακτορική διατριβή, Νομική Σχολή του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα, 2016.

Σταθόπουλος Μιχαήλ στον ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρο 1.

Σταθόπουλος Μιχαήλ, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, 5^η έκδοση, 2018.

Σταμέλος Χαράλαμπος, Χατζημανώλη Δέσποινα, Δακορόνια Ευγενία (επιστ. επιμ.), Αγγλο-ελληνικό, ελληνο-αγγλικό λεξικό νομικών όρων, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2^η έκδοση, 2011.

Σταύρου Μυρώ, Η δυναμική της νέας πρόκλησης των Big Data, 5/1/2020, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://simerini.sigmalive.com/article/2020/1/5/e-dunamike-tes-neas-prokleses-ton-big-data/>

Στουρνάρας Γιάννης, Ο ρόλος της τεχνητής νοημοσύνης στον χρηματοπιστωτικό τομέα και την οικονομία, 21/2/2020, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.bankwars.gr/g-stournaras-o-rollos-tis-technitis-noim/>.

Σωτηρόπουλος Γεώργιος, παρατηρήσεις επί της ΑΠ 976/2018, ΔΕΕ 2018, 730επ..

Σωτηρόπουλος Γεώργιος, εις ΔΑΕ 2020, Άρθρο 178.

Σωτηρόπουλος Γεώργιος, Οι ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις κατά τον Κ.Ν. 2190/1920 και τα ΔΛΠ, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 127επ..

Τουντόπουλος Βασίλειος σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ 713.

Τουντόπουλος Βασίλειος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015.

Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Η φενάκη του λογιστικού ελέγχου στην ΑΕ – Δυνατότητες δικαστικής προστασίας, ΧρΙΔ 2006, 673επ..

Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Δυνατότητες δικαστικής προστασίας σε ζητήματα λογιστικού κι ελεγκτικού δικαίου, εις: Σύγχρονες εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό δίκαιο, 15^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006, 77επ..

Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), ΔΕΕ 2008, 521επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.nbonline.gr/>

Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχή εσφαλμένων πληροφοριών, ΧρΙΔ 2001, 17επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα του περιοδικού «Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου».

Τρούλη Εμμανουέλα, Αγωγές αποζημίωσης για παραβιάσεις της αντιμονοπωλιακής νομοθεσίας- Η Οδηγία 2014/104/ΕΕ και αναμενόμενα, από την εφαρμογή της, αποτελέσματα, ΔΕΕ 2016, 378επ..

Τσεκρέκος Βαγγέλης, Μοιράγια Βασούλα, στο Οικονόμου Αργύρης (επιμ.), Compliance & Ethics, Κανονιστική & Δεοντολογική Συμμόρφωση Επιχειρήσεων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 475επ..

Τσολακίδης Βασίλειος, Η διεύρυνση της αδικοπρακτικής ευθύνης και η εμπορική επιχείρηση, ΕφΑΔΠολΔ 2019, 842επ..

Φουντεδάκη Κατερίνα, Η έννοια της «κοινής πράξης» περισσοτέρων στο άρθρο 926 ΑΚ, ΕφΑΔΠολΔ 2018, 481 επ..

Φουντεδάκη Αικατερίνη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 3^η έκδοση, 2018, 8, 1επ..

Φουντεδάκη Αικατερίνη εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμέλεια Ελ.Αλεξανδρίδου), 2015, 8, 1επ..

Φωτοπούλου Σύλδια, Ευθύνη από την παροχή επενδυτικών συμβουλών επί ομολόγων αόριστης διάρκειας, ΔΕΕ 2019, 1586επ..

Χασάπης Χρήστος, Η επιστολή προθέσεων (Letter of intent) - Μια μελέτη του δικαίου των προσυμβατικών συμφωνιών, εκδόσεις Π.Ν. Σάκκουλας, 2021.

Χατζής Αριστείδης, Η Αποτελεσματική Αθέτηση της Σύμβασης και το Παράδοξο της Αποζημίωσης, στον τιμητικό τόμο του Μιχαήλ Σταθόπουλου, 2010, 3201.

Χατζής Αριστείδης, Το Θεώρημα του Coase και η Οικονομική Ανάλυση του Δικαίου, 2012, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://www.eap.gr/images/stories/pdf/2012_deo10_dp_series_9.pdf

Χριστιανοπούλου Ελευθερία, Αστική ευθύνη των νόμιμων ελεγκτών έναντι του εντολέα τους και τρίτων, ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ 2016, 945επ..

Χρυσάνθης Χρήστος, Τα ελληνικά ελεγκτικά πρότυπα, εις: Ανώνυμη εταιρία και κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Ελλήνων Εμπορικολόγων, 2002, 133επ..

Χρυσόγονος Κώστας, Ατομικά και κοινωνικά δικαιώματα, 2^η έκδοση αναθεωρημένη & συμπληρωμένη, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2002.

Ψυχομάνης Σπυρίδων, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Δ' έκδοση (αναθεωρημένη με βάση ιδίως τους νόμους 4601/2019 και 4635/2019), Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα - Θεσσαλονίκη, 2020.

Ψυχομάνης Σπυρίδων, Ευθύνη τραπεζών και εποπτικών αρχών έναντι επενδυτών και καταθετών, ΝοΒ 2009, 2316επ..

B. Ξένη βιβλιογραφία

Abbott Kenneth, Levi-Faur David, Snidal Duncan, Enriching the RIT Framework, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα https://www.researchgate.net/publication/314983820_Enriching_the_RIT_framework.

Abbott Kenneth, Genschel Philipp, Snidal Duncan, Zangl Bernhard, Two Logics of Indirect Governance: Delegation and Orchestration, B.J.Pol.S. 2015, 1επ..

Abbott Kenneth, Levi-Faur David, Snidal Duncan, Introducing Regulatory Intermediaries, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://www.researchgate.net/profile/Kenneth_Abbott/publication/314978050_Introducing_Regulatory_Intermediaries/links/59d42b65a6fdcc181ad950e4/Introducing-Regulatory-Intermediaries.pdf.

Abdussamad Sulaiman, Auditor liability to third parties in Spain and the United States: a comparative study, Faculty of Law, Pablo Olavide University (PhD thesis), 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://rio.upo.es/xmlui/bitstream/handle/10433/2262/abdussamad-sulaiman-tesis15.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

Abdussamad Sulaiman, Unrestrained liability for pure economic loss in the United States and Spain: A shared concern, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2730393.

Akerlof George, Writing the “The Market for ‘Lemons’”: A Personal and Interpretive Essay, 2003, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα <https://pdfs.semanticscholar.org/d115/41eb7b514aeb84b3d27abe1c90d9e865fa91.pdf>.

Akerlof George, The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism, Quar. J. Econ. 1970, 488επ..

Alexander Kern, Tort Liability for Ratings of Structured Securities under English Law, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series No. 2015-06, 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.rwi.uzh.ch/dam/jcr:000000000-39e6-3af1-ffff-ffff83e521f0/Alexander_Liability_Ratings_Structured_Securities_English_Law.pdf.

Anidjar Leon Yehuda, Concentrated ownership structure around the World, Stan. L. & Pol’y Rev. 2019, 97επ..

Apostolou Nicholas, Crumbley Larry, Forensic Investing: Red Flags, 2000, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα www.bus.lsu.edu/accounting/faculty/napostolou/forensic.html.

Armour John, Hansmann Henry, Kraakman Reinier, Ch. 2, Agency Problems and Legal Strategies, σε Kraakman Reinier, Armour John, Davies Paul, Enriques Luca, Hansmann Henry, Hertig Gerard, Hopt Klaus, Kanda Hideki, Pargendler Mariana, Ringe Wolf-Georg, Rock

Edward, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, 3d ed., Oxford, 2017.

Armour John, Enriques Luca, The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts, MLR 2018, 51επ..

Armour John, McCahery Joseph, After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2006-07, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910205.

Arraou Philippe (μετάφρ. Τυροβολά Μαρία), Ο αντίκτυπος της ψηφιακής τεχνολογίας στις υπηρεσίες ελέγχου, ανακτηθέν την 30^η/5/2020 από την ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.accountancygreece.gr/o-antiktypos-tis-psifiakis-technologias-stis-ypiresies-elegchoy-philippe-arraou-bdo-gallias/>.

Baisch Rainer, Nudging: Information, Choice Architecture and Beyond, Theory and Applications in Financial Markets Law, σε K. Mathis, A. Tor (eds.), Nudging - Possibilities, Limitations and Applications in European Law and Economics, Economic Analysis of Law in European Legal Scholarship 3, 2016, 217επ..

Baker Richard, Prentice Deborah, The origins of auditor liability to third parties under United States common law, Account. Hist. 2008, 163επ..

Barker Kit, Negligent Misstatement in Australia – Resolving the Uncertain Legacy of Esanda, Ch 13 in Barker et al (eds), The Law of Misstatements (Oxford, Hart, 2015), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2723705.

Barr Michael, The Financial Crisis and the Path of Reform, Yale J. Regul. 2012, 91επ..

Baye Michael, Morgan John, Information Gatekeepers on the Internet and the Competitiveness of Homogeneous Product Markets, 2000, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://brousseau.info/pdf/cours/Baye-Morgan_gatekeepers.pdf.

Bebchuk Lucian, Ferrell Allen, Rethinking Basic, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2371304.

Becker Gary, Crime and Punishment: An Economic Approach, J. Political Econ., 1968, 169επ..
Beechey Meredith, Gruen David, Vickery James, The efficient market hypothesis: A survey, Research Discussion Paper 2000-01, Economic Research Department Reserve Bank of Australia, 2000, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.rba.gov.au/publications/rdp/2000/pdf/rdp2000-01.pdf>.

Belin Oliver, The Difference Between Blockchain and Distributed Ledger Technology, ανακτηθέν την 30^η/5/2020 από την ηλεκτρονική διεύθυνση <https://tradeix.com/distributed-ledger-technology/>.

Ben-Ishai, Stephanie, Corporate Gatekeeper Liability in Canada, Tex. Int'l L.J. 2007, 441επ..

Benson Peter, The Problem with Pure Economic Loss, S.C. L. Rev. 2009, 823επ..

Bernstein Anita, Keep It Simple: An Explanation of the Rule of No Recovery for Pure Economic Loss, Ariz. L. Rev. 2006, 773επ..

Black Barbara, Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets, Loy. U. Chi. L.J. 2013, 1493επ.

Black Julia, Paradoxes and Failures: New Governance Techniques and the Financial Crisis, Mod. Law Rev., 1037επ..

Black Julia, Proceduralisation and Polycentric Regulation, DIREITO GV L. Rev. 2005, 99επ..

Bongaerts, Dion, Alternatives for issuer-paid credit rating agencies, ECB Working Paper, No. 1703, European Central Bank (ECB), 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154136/1/ecbwp1703.pdf>.

Bonyuet Derrick, Overview and Impact of Blockchain on Auditing, IJDAR 2020, 31επ..

Bosse Douglas, Phillips Robert, Agency Theory and Bounded Self-interest, Acad. Manag. Rev. 2016, 276επ..

Boreiko Dmitri, Lombardo Stefano, Prospectus Liability and the Role of Gatekeepers as Informational Intermediaries: an Empirical Analysis of the Impact of the Statutory Provisions on Italian IPOs, ECGI Law working paper 359/2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα ecgi.global.

Bradford Steven, Shooting the messenger: The liability of crowdfunding intermediaries for the fraud of others, U. Cin. L. Rev. 2014, 371επ..

Bradshaw Gilbert, SEC Director: The Importance of Gatekeepers, January 28, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://bradshawlawgroup.com/sec-director-the-importance-of-gatekeepers/>.

Branson Douglas, Too Many Bells? Too Many Whistles? Corporate Governance in the Post Enron, Post Worldcom Era, διαθέσιμο στο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887176##.

Brender Nathalie, Gauthier Marion, Impacts of Blockchain on the Auditing Profession, ISACA Journal 2019, 27επ..

Calabresi Guido, Optimal Deterrence and Accidents, Yale L.J. 1975, 656επ..

Calabresi Guido, Hirschoff Jon, Toward a Test for Strict Liability in Torts, Yale L.J. 1972, 1055

Campbell, Jr Rutheford, Blue Sky Laws and the Congressional Preemption Failure, J. Corp. L. 1997, 175επ..

Campbell, Jr Rutheford, The Role of Blue Sky Laws After NSMIA and the JOBS Act, Duke L.J. 2016, 605επ..

Carr Andy, No “Market” for Truth: The Weaknesses of Free Speech-Based Defenses to Credit Rating Industry Liability, Hastings Const. L.Q. 2018, 245επ..

Chambers Valerie Ann, Do Disclosure Choices and Use of Specialists Reduce Perceptions of Auditor Liability?, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα repository.asu.edu.

Chan Shu Wah Shelton, Ip Sunny, Wan Chun Fai Chris, Yiu Ho Fung Davis, How would the emerging technology affect the future of auditing, Outstanding Academic Papers by Students (OAPS), City Unioversity of Hong Kong, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://dspace.cityu.edu.hk/handle/2031/9133>.

Choi Albert, Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value, Harv. Bus. L. Rev. 2018, 53επ..

Choi Stephen, Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal, Cal. L. Rev., 2000, 2επ..

Choi Stephen, Pritchard Adam, Behavioral Economics and the SEC, Stan. L. Rev. 2003, 1επ..

Chung Janne, Farrar Jonathan, Puri Poonam, Thorne Linda, Auditor liability to third parties after Sarbanes-Oxley: An international comparison of regulatory and legal reforms, J. Int. Account. Audit. Tax. 2010, 66επ..

Clifford Chance LLP, Initial Public Offers: A guide to the UK listing regime, 2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com/content/micro-facm/en/financial-markets-resources/resources-by-type/guides/a-guide-to-the-uk-listing-regime/_jcr_content/parsys/download/file.res.

Coester Michael, Markesinis Basil, Liability of Financial Experts in German and American Law: An Exercise in Comparative Methodology, AmJCompL 2003, 275επ..

Coffee Jr John, Understanding Enron: It’s About the Gatekeepers, Stupid, Working paper, Columbia Law School, 2002, διαθέσιμο στο <http://mba.tuck.dartmouth.edu/mdm/AlumniLearningLinks/CoffeeOnEnron.pdf>.

Coffee John, Ratings reform: The good, the bad and the ugly, Harv. Bus. L. Rev., 2011, 231επ..

Coffee Jr John, A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ, Oxford Rev. Econ. Policy 2005, 198επ..

Coffee Jr John, The attorney as a gatekeeper: An Agenda for the SEC, Colum. L. Rev. 2003, 1293επ..

Coffee Jr John, Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms, B.U. L. Rev. 2004, 301επ..

Coffee Jr John, Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law Working Paper No. 348, 2009, διαθέσιμο στο <http://ssrn.com/abstract=1372194>.

Coffee Jr John, What went wrong? A tragedy in three acts, U St Thomas LJ, 2009, 403επ..

Coffee Jr John, The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting. Columbia Law and Economics Working Papers. New York: Columbia University Law School, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270944.

Coffee Jr John, Why Do Auditors Fail? What Might Work? What Won't? Accounting and Business Research, 2019, 540επ..

Coffee Jr John, Gatekeepers, The Professions and Corporate Governance, 2006.

Coffee Jr John, Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms, B. U. L. Rev. 2004, 301επ..

Coffee Jr John, Conclusion, σε Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors (Fushita Yasuyuki, Litan Robert), The Brookings Institution, 2006, 177επ..

Collao Vanessa Villanueva, Winship Verity, The New ICO Intermediaries, The Italian Law Journal 2019, 731επ..

Courakis Nestor, The Protection of Whistleblowers in Greece following the Introduction of Law-Nr. 4254/2014. Some Critical Remarks, EUCPN Newsletter 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://eucpn.org/sites/default/files/content/download/files/gp_cy_the_protection_of_whistleblowers_in_greece.pdf.

Couture Wendy, Materiality and a theory of legal circularity, U. Pa. J. Bus. L. 2015, 453επ..

Couture Wendy Gerwick, The collision between the first amendment and securities fraud, Ala. L. Rev. 2014, 903επ..

Cox James, The Oligopolistic Gatekeeper: The U.S. Accounting Profession, 2006. Duke Law School Faculty Scholarship Series. Paper 58, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://lsr.nellco.org/duke_fs/58.

Cox James, “We’re cool” statements after Omnicare: Securities fraud suits for failures to comply with the law, SMU L. Rev. 2015, 715επ..

Cox Jeff, SEC urged to end the “issuer pay” bond ratings model once tied to the financial crisis, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.cnn.com/2019/11/05/sec-urged-to-end-the-issuer-pay-model-tied-to-the-financial-crisis.html>.

Cross Wendi, Matthieu Monica, Cerel Julie, Knox Kerry, Proximate Outcomes of Gatekeeper Training for Suicide Prevention in the Workplace, Suicide Life Threat Behav 2007, 659επ..

Cunningham Lawrence, Choosing gatekeepers: The financial statement insurance alternative to auditor liability, UCLA Law Review 2004, 413επ..

Cunningham Lawrence, Traditional versus economic analysis: Evidence from Cardozo and Posner torts opinions, Fla. L. Rev. 62, 2010, 1επ..

Cunningham Lawrence, Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers Minn. L. Rev. 2007, 323επ..

Darbellay Aline, Partnoy Frank, Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, University of San Diego, School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No12---083 (April 2012), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com.

Dari-Mattiacci Giuseppe, Schäfer Hans-Bernd, The core of pure economic loss, German Working Papers in Law and Economics, Paper 10, διαθέσιμο στο <http://ssrn.com/abstract=784984>.

Dari-Mattiacci Giuseppe, Schäfer Hans-Bernd, The core of pure economic loss, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 06-068/1, Tinbergen Institute, Amsterdam and Rotterdam, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα econstor.eu.

Dari-Mattiacci Giuseppe, The economics of pure economic loss and the internalisation of multiple externalities, 2003, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com.

Davies Paul, Enron and Corporate Governance Reform in the UK and the European Community, στο: After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US, Edited by Armour John and McCaher Joseph, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2006.

Davies Paul, Davies Review of Issuer Liability Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC, March 2007, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <https://www.treasury.org/>.

De Barondes Royce, Nyce Charles, Sanger Gary, Underwriters’ counsel as gatekeeper or turnstile: an empirical analysis of law firm prestige and performance in IPOs, Cap. Mark. Law J. 2007, 1επ..

De Bruyne Jan, Third-party certifiers. An Inquiry into their Obligations and Liability in Search of Legal Mechanisms to Increase the Accuracy and Reliability of Certification, (PhD thesis), Ghent University. Faculty of Law and Criminology, 2018.

De Bruyne Jan, A European Perspective on the Liability of Credit Rating Agencies, *Journal of International Business and Law* 2018, 233επ..

De Bruyne Jan, Liability of credit rating agencies: regulatory changes and tendencies in case law following the financial crisis, *International Company and Commercial Law Review* 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://biblio.ugent.be/publication/6931122/file/8550531>

De Bruyne Jan, A Conceptual and Comparative Analysis of the Obligations of Third-Party Certifiers, *Ohio N.U. L. Rev.* 2019, 203επ..

Dixon Olivia, Hill Jennifer, The Protection of Investors and the Compensation for their Losses: Australia, ECGI Law working paper No 421/2018, October 2018, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3264939.

De Bruyne Jan, Third-party certifiers. An Inquiry into their Obligations and Liability in Search of Legal Mechanisms to Increase the Accuracy and Reliability of Certification, 2018.

De Bruyne Jan, A European Perspective on the Liability of Credit Rating Agencies, *Journal of International Business and Law* 2018, 233επ..

De Jong Bas, Liability for Misrepresentation – European Lessons on Causation from the Netherlands, *ECFR* 2011, 352επ..

De Jong Bas, Liability for Misstatements – the Elements of Causation and Damages, 2010, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1688273.

Deipenbrock Gudula, The European Civil Liability Regime for Credit Rating Agencies from the Perspective of Private International Law – Opening Pandora’s Box? *ICCLJ* 2015, 3επ..

De Pascalis Francesco, Civil liability of credit rating agencies from a European perspective: development and contents of art 35(a) of regulation (EU) no 462/2013, *ICCLJ* 2015, 41επ..

De Poorter Ingrid, Auditor’s liability towards third parties within the EU: A comparative study between the United Kingdom, the Netherlands, Germany and Belgium, *JICTL* 3, 2008, 68επ..

Disney Michael, Third party reliance on your opinion letter, *Law Society of Upper Canada Continuing Professional Development 5th Annual Business Law Summit*, May 7, 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα www.dwpv.com.

Donelson Dain, Prentice Robert, Scienter Pleading and Rule 10b-5: Empirical Analysis and Behavioral Implications, *Case W. Res. L. Rev.* 2012, 441επ..

Doralt Walter, Hellgardt Alexander, Hopt Klaus, Leyens Patrick, Roth Markus, Zimmermann Reinhard, Auditors' liability and its impact on the european financial markets, CLJ, 2008, 62επ..

Drew Jacqueline, Drew Michael, Ponzimonium: Madoff and the Red Flags of Fraud, Griffith Business School Discussion Papers Finance, No. 2010 (7), διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.griffith.edu.au.

Duffy Michael, "Fraud on the market": Judicial approaches to causation and loss from securities nondisclosure in the United States, Canada and Australia, M.U.L.R. 2005, 621επ..

Eisenhardt Kathleen, Agency Theory: An Assessment and Review, Acad. Manag. Rev. 1989, 57επ..

Elzweig Brian, Lorenzo v. SEC: Blurring the Line Between Primary and Secondary Securities Fraud Liability, U. Cin. L. Rev. 2020, 1επ..

Enriques Luca, Hertig Gerard, Kraakaman Reinier, and Rock Edward, Corporate Law and Securities Markets, σε Armour John, Enriques Luca et al., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (3rd edn, Oxford University Press, 2017), 332επ..

Erickson Jessica, The gatekeepers of shareholder litigation, Okla. L. Rev. 2017, 237επ..

ESMA Discussion paper "An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options", δημοσιευθέν στις 22/3/2012 στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.esma.europa.eu/>.

ESMA Report on CRA Market Share Calculation, 29 November 2019, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα esma.europa.eu.

Estas Céline, The civil liability of Credit Rating Agencies, A comparative perspective within the European Union, 2015.

Fairchild Richard, Gwilliam David, Marnet Oliver, Audit Within the Corporate Governance Paradigm: A Cornerstone Built on Shifting Sand?, BJM 2019, 90επ..

Fama Eugene, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, JOF 1970, 383επ.

Fama Eugene, Random Walks in Stock Market Prices, Selected paper No 16, Gradual School of Business University of Chicago, 1965, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.chicagobooth.edu.

Fama Eugene, Efficient Capital Markets: II, JOF 1991, 1575επ.

Faure Michael, Calabresi and behavioral tort law and economics, Erasmus Law Review 2008, 75επ..

Feinman Jay, Liability of lawyers and accountants to non-clients: Negligence and negligent misrepresentation, Rutgers U. L. Rev. 2015, 127επ..

Feinman Jay, Liability of Accountants for Negligent Auditing: Doctrine Policy, and Ideology, Fla. St. U. L. Rev. 2003, 17επ..

Ferrarini Guido, Giudici Paolo, Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case, ECGI Law Working Paper N° 40/2005, διαθέσιμο στο <http://ssrn.com/abstract=730403>.

Ferrell Allen, Saha Atanu, The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 2007, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα <https://dash.harvard.edu/>.

Filler Ronald, Markham Jerry, Whistleblowers – A case study in the regulatory cycle for financial services, Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 2018, 311επ..

Finkelstein Jared, Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine Net Economic Loss, Fordham L. Rev. 1983, 838επ..

Fisch Jill, Gentile Caroline, The Qualified Legal Compliance Committee: Using the Attorney Conduct Rules to Restructure the Board of Directors, Duke L.J. 2003, 517επ..

Fisch Jill, Gelbach Jonah, Klick Jonathan, The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation, Tex. L. Rev. 2018, 553επ..

Fox Merritt, Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions, TBL 2005, 507επ..

Fox Merritt, Gatekeeper failures: Why important, what to do, Mich. L. Rev. 2008, 1089επ..

Freeman John, Opinion letters and professionalism, Duke L. J. 1973, 371επ..

Freeman Lisbeth, Who's guarding the gate? Credit-rating agency liability as "control person" in the subprime credit crisis, Vt. L. Rev. 33, 2009, 585.

Friedman Milton, Capitalism and Freedom, 1962.

Fuerman Ross, Bernard Madoff and the Solo Auditor Red Flag, 2009, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1434097.

Gadinis Stavros, Mangels Colby, Collaborative Gatekeepers, Wash. & Lee L. Rev. 73, 2016, 797επ..

Gaillard Norbert, Waibel Michael, The Icarus Syndrome: How Credit Rating Agencies Lost Their Quasi Immunity, SMU L. Rev. 2018, 1077επ..

Gelter Martin, Gurrea-Martínez Aurelio, Addressing the Auditor Independence Puzzle: Regulatory Models and Proposal for Reform, ECGI Law Working Paper N° 479/2019, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3476683.

Gerhardt Holger, Semb Henrik, Pericytes: gatekeepers in tumour cell metastasis?, J Mol Med 2008, 135επ..

Gerner-Beuerle Carsten, The market for securities and its regulation through gatekeepers, 2009, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://www.researchgate.net/publication/48910791_The_market_for_securities_and_its_regulation_through_gatekeepers/link/00b7d532aa53b0fd31000000/download.

Gilson Ronald, Kraakman Reinier, The Mechanisms of Market Efficiency, Va. L. Rev. 1984, 549επ..

Gigerenzer Gerd, Gaissmaier Wolfgang, Heuristic Decision Making, 2011, 451επ..

Giudici Paolo, Auditors' Multi-Layered Liability Regime, EBOR 2012, 501επ..

Glinski Carola, Rott Peter, The role and liability of certification organisations in transnational value chains, Deakin LR 2018, 83επ.

Godfrey, The revised role of lawyers after Sarbanes-Oxley, Texas Bar Journal 2005, 932επ., ανακτηθέν από την ηλεκτρονική ιστοσελίδα <http://www.texasbarcle.com/>.

Goergen Marc, Mallin Christine, Mitleton - Kelly Eve, Al-Hawamdeh Ahmed, Hse-Yu Chiu Iris, Corporate Governance and Complexity Theory, Edward Elgar Publishing Limited, 2010.

Goldberg Stephen, Danko Dori, Kessler Lara, Ownership Structure, Fraud, and Corporate Governance, The Journal of Corporate Accounting & Finance 2016, 39επ..

Golding Greg, The Reform of Misstatement Liability in Australia's Prospectus Laws, SJD dissertation, University of Sydney, 2001, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://ses.library.usyd.edu.au/bitstream/2123/607/1/adt-NU20040206.16134402>.

Gray Anne, Jobseekers and gatekeepers: the role of the private employment agency in the placement of the unemployed, Work Employ. Soc. 2002, 655επ..

Grodz Dabrowka, The regulation of external audit in the UK and US and a proposal for a new audit model, Queen Mary, University of London Department of Law (PhD thesis), 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/bitstream/handle/123456789/42505/Grodz_D_PhD_final_140618.pdf?sequence=1.

Grossman Sanford, Stiglitz Joseph, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, Am. Econ. Rev. 1980, 393επ.

Grove Hugh, Lockhart James, Evolution of corporate governance towards intrinsic value, Corporate Law & Governance Review 2019, 8επ..

Gruber Johannes Peter, The Auditor Pays It All – the Austrian Way to Lure Investors, Int'l Bus. Law. 2003, 287επ..

Grundfest Joseph, Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper No 150, 2013, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://securities.stanford.edu/academic-articles/20131202-damages-and-reliance-under-section-10b-of-the-exchange-act.pdf>.

Gutter Emerich, Whistleblowers under the Dodd-Frank Act and their impact on gatekeepers, RBFL 2010-2011, 753επ..

Haar Brigitte, Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3– Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence, White Paper Series No. 1, Center of Excellence, SAFE Sustainable Architecture for Finance in Europe, 2013, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2198293.

Halfmeier Axel, Liability of Rating Agencies Under German and European Law σε Certification - Trust, Accountability, Liability (εκδ. Peter Rott), 2019.

Hamdani Assaf, Gatekeeper Liability, S. Cal. L. Rev. 2003, 53επ..

Hannes Sharon, Gatekeeper Incentive Compensation, Cal. L. Rev. 2010, 385επ..

Hannes Sharon, Reverse Monitoring: On the Hidden Role of Employee Stock Ownership Plans, Mich. L. Rev. 2007, 1421επ..

Hannes Sharon, Compensating for Executive Compensation: The Case for Gatekeeper Incentive Pay, Calif. Law Rev. 2010, 385επ..

Havinga Tetty, Verbruggen Paul, Understanding Complex Corporate Governance Relationships in Food Safety Regulation: The RIT Model as a Theoretical Lens, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951732.

Henning Peter, The new corporate gatekeeper, Wayne L. Rev. 2016, 29επ..

Hill Jennifer, Regulatory responses to global corporate scandals, Wis. Int'l L.J. 2005, 367επ..

Hopt Klaus, Comparative Company Law 2018, ECGI Law Working Paper N° 460/2019, 2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalhopt.pdf.

Horsch Andreas, Civil liability of credit rating companies – Qualitative aspects of damage assessment from an economic viewpoint, ICCLJ 2015, 107επ..

Horton Brent, Spotify's Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure?, SMU L. Rev. 2019, 177επ..

Hurt Christine, Counselor, Gatekeeper, Shareholder, Thief: Why Attorneys Who Invest in Their Clients in a Post-Enron World Are "Selling Out," Not "Buying In", Ohio St. L. J. 2003, 897επ..

Hutchinson Terry, Duncan Nigel James, Defining and Describing What We Do: Doctrinal Legal Research, Deakin Law Rev. 2012, 83επ..

Hutchinson Terry, The Doctrinal Method: Incorporating Interdisciplinary Methods in Reforming the Law, ELR 2015, 130 επ..

Ibrahim Darian, Crowdfunding without the crowd, N.C.L. Rev. 2017, 1491επ..

Ibrahim Darian, Underwriting crowdfunding, 2020, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3540296.

James Fleming, Jr, Limitations on Liability for Economic Loss Caused by Negligence: A Pragmatic Appraisal, Vand. L. Rev. 1972, 43επ..

Johnson Jennifer, Secondary liability for securities fraud: Gatekeepers in state court, Del. J. Corp. L. 2011, 463επ..

Jolls Christine, Sunstein Cass, Thaler Richard, A Behavioral Approach to Law and Economics, Stan. L. Rev. 1998, 1471επ.

Jovanovic Franck, Andreadakis Stelios, Schinckus Christophe, Efficient Market Hypothesis and Fraud on the Market Theory A New Perspective for Class Actions, 2016, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://www.researchgate.net/publication/301757281_Efficient_market_hypothesis_and_fraud_on_the_market_theory_a_new_perspective_for_class_actions.

Kahneman Daniel, Tversky Amos, Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science, New Series, 1974, 1124επ..

Kahneman Daniel, Tversky Amos, Choices, Values, and Frames, American Psychologist 1984, 341επ..

Kahneman Daniel, Tversky Amos, Prospect Theory: An analysis of decision under risk, Econometrica, 1979, 263επ.

Kahneman Daniel, Thinking, fast and slow, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.math.chalmers.se/~ulfp/Review/fastslow.pdf>.

Kandemir Hatice, The EU law on auditing and the role of auditors in the global financial crisis of 2008, *International Journal of Disclosure and Governance* 2013, 213επ..

Kecskés András, Halász Vendel, The role of prospectus documentation and prospectus liability, *Pravni Vjesnik God* 2015, 167επ..

Kessler Friedrich, Fine Edith, *Culpa in Contrahendo, Bargaining in Good Faith, and Freedom of Contract: A Comparative Study*, *Harv. L. Rev.* 1964, 401επ..

Khoury Lara, *The Liability of Auditors beyond Their Clients: A Comparative Study*, *McGill Law J.* 2001, 413επ..

Kim Sung Hui, Lawyer exceptionalism in the gatekeeping wars, *SMU L. Rev.* 2010, 73επ..

Kim Sung Hui, Naked Self-Interest? Why the Legal Profession Resists Gatekeeping, *Fla. L. Rev.* 2011, 129επ..

Kornet Nicole, Contracting in China: Comparative Observations on Freedom of Contract, Contract Formation, Battle of Forms and Standard Form Contracts, *EJCL* 14.1 (May 2010), διαθέσιμο στο <http://www.ejcl.org>.

Korobkin Russell, Ulen Thomas, Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, *Cal. L. Rev.* 2000, 1051επ.

Koziol Helmut, Recovery for economic loss in the European Union, *Ariz. L. Rev.* 2006, 871επ..

Kraakman Reinier, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, *J.L. Econ. & Org.* 1986, 53.

Kraakman Reinier, Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls, *Yale L.J.* 1983-1984, 857επ..

Kraakman Reinier, Armour John, Davies Paul, Enriques Luca, Hansmann Henry, Hertig Gerard, Hopt Klaus, Kanda Hideki, Pargendler Mariana, Ringe Wolf-Georg, Rock Edward, *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, 3d ed., Oxford 2017.

Kourula Arno, Pauku Markus, Peterman Andrew, Korja Mikko, Intermediary roles in regulatory programs: Toward a role-based framework, *Regulation & Governance* 2019, 141επ..

Laby Arthur, Differentiating gatekeepers, *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2006, 119επ..

LaCroix Kevin, Liability Exposures of Audit Committee Chairs, April 18, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.dandodiary.com/2014/04/articles/director-and-officer-liability/liability-exposures-of-audit-committee-chairs/>.

Laing Gregory, Hoy Simon, A Retrospective of Professional Liability of Auditors in Australia, Journal of New Business Ideas & Trends 2018, 44επ.

Langevoort Donald, Getting (Too) Comfortable: In-house Lawyers, Enterprise Risk and the Financial Crisis, Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper No. 11-135 Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 11-27, 2011, διαθέσιμο στο http://scholarship.law.georgetown.edu/fwps_papers/154.

Lawson Gary, Mattison Tamara, A Tale of Two Professions: The Third-Party Liability of Accountants and Attorneys for Negligent Misrepresentation, Ohio St. L.J. 1991, 1309επ..

Lee Ronald, The Measure of Damages Under Section 10(b) and Rule 10b-5, Md. L. Rev. 1987, 1266επ..

Leland Hayne, Pyle David, Informational asymmetries financial structure, and financial intermediation, JOF 1977, 371επ.

Le Mire Suzanne, Parker Christine, Lawyers as Whistleblowers: The Need for a Gatekeeper of Justice Whistleblowing Obligation/Exception, σε: New Directions for Law in Australia, Essays in Contemporary Law Reform, ed. Ron Levy, Molly O'Brien, Simon Rice, Pauline Ridge, Margaret Thornton, Australian National University Press, 2018, 106επ..

Leyens Patrick, Self-Commitments and the Binding Force of Self-Regulation with Respect to Third Parties in Germany, ECGI Law Working Paper, n. 379/2017, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalleyens.pdf.

Lin Yu-Chen, Competing Gatekeepers, The B.E. Journal of Theoretical Economics 2007, 1.

Liu Manlu, Wu Kean, Jie Xu Jennifer, How Will Blockchain Technology Impact Auditing and Accounting: Permissionless versus Permissioned Blockchain, Current Issues in Auditing 2019, A19επ..

Li Xiao-Yang, The Legal Status of Pre-Contractual Liability: Contrasting Responses from German and English Law, Nat'l Taiwan U.L.J. 2017, 127επ..

Lombard Sulette, Credit Rating Agencies as Gatekeepers: What Went Wrong?, 2008, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://clta.edu.au/>.

Mackinlay Archie, Event Studies in Economics and Finance, J. Econ. Lit. 1997, 13επ..

Malkiel Burton, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, J. Econ. Perspect. 2003, 59επ..

Manita Riadh, Elommal Najoua, Baudier Patricia, Hikkerova Lubica, The digital transformation of external audit and its impact on corporate governance, Technol. Forecast. Soc. Change 2020, 1επ..

Manning Gilbert Warren III, The Primary Liability of Securities Lawyers, 50 SMU L. Rev. 1997, 383επ..

Manns Jeffrey, Private monitoring of gatekeepers: The case of immigration enforcement, U. Ill. L. Rev. 2006, 887επ..

Markham Jerry, A financial history of modern USA corporate scandals. From Enron to reform, 2006.

Markowitz Harry, Portfolio Selection, The Journal of Finance 1952, 77επ..

Marshall Alfred, Principles of Economics, Palgrave Mcmillan, 8^η έκδοση, 2013.

Mastromanolis Emmanuel, Public enforcement focus and civil litigation obstacles in the Greek paradigm of minority investor protection, RHD1 1/2014, 479επ., διαθέσιμο στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων <http://www.sakkoulas-online.gr/>.

Mathis Jérôme, McAndrews James, Rochet Jean-Charles, Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?, 2008, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση citeseerx.ist.psu.edu/

McDonald Barbara, Proportionate Liability in Australia: the devil in the detail, Legal Studies Research Paper No. 06/25, The University of Sydney, Sydney Law School, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://ssrn.com/abstract=934993>.

Micklitz Hans-Wolfgang, On the Intellectual History of Freedom of Contract and Regulation, 4 Penn. St. J.L. & Int'l Aff. 2015, 1επ..

Miglionico Andrea, Recasting Credit Rating Agencies' Responsibility: Suggestions for Reform (Phd thesis), Centre for Commercial Law Studies Queen Mary, University of London, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://qmro.qmul.ac.uk/xmlui/bitstream/handle/123456789/12986/Miglionico_Andrea_PhD_Final_260216.pdf?sequence=1.

Miglionico Andrea, The Governance of Credit Rating Agencies, Regulatory Regimes and Liability Issues, 2019.

Minto Andrea, Enlisting Internal and External Financial Gatekeepers: Problems of Multiple Centres of Knowledge Construction, EJRR 2018, 283επ..

Möllers Thomas, Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook, 36 N.C. J. Int'l L. & Com. Reg. 2010, 57επ..

Möllers Thomas, Niedorf Charis, Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law? ECFR 2014, 337.

Narayanan V.G., An Analysis of Auditor Liability Rules, *Journal of Accounting Research* 1994, 39επ..

Nästegård Emil, Does Member State Law Make Article 35a of the EU Regulation on Credit Rating Agencies Redundant?, *ICCLJ* 2015, 71επ..

Nästegård Emil, The Regulation of Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry, *Nordic & European Company Law Working Paper* 2017, no. 16-18, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com.

Oh Peter, Gatekeeping, *J. Corp. L.* 2004, 735επ..

Ojo Marianne, The role of external auditors in corporate governance: agency problems and the management of risk, 2009, Center for European Law and Politics, University of Bremen, διαθέσιμο στο https://mpra.ub.uni-muenchen.de/47346/1/MPRA_paper_47346/.

Ojo Marianne, Proposals for a new audit liability regime in Europe, 2009, Center for European Law and Politics, University of Bremen, Oxford Brookes University, διαθέσιμο στο https://mpra.ub.uni-muenchen.de/19242/1/MPRA_paper_19242.pdf.

Omoteso Kamil, The application of artificial intelligence in auditing: Looking back to the future, *Expert Syst. Appl.* 2012, 8490επ..

Ortega Chelsea, Malack v. BDO Seidman, LLP: Gatekeepers Not So Conflicted in the Fraud-Created-the-Market Theory, *J. Bus. & Tech. L.* 7, 2012, 387επ..

Osovsky Adi, Puffery on the market: a behavioral economic analysis of the puffery defense in the securities arena, *Harv. Bus. Law Rev.* 2016, 333επ..

Pacini Carl, Martin Mary Jill, Hamilton Linda, At the interface of law and accounting: An examination of a trend towards a reduction in the scope of auditor liability to third parties in the common law countries, *Am. Bus. Law J.* 2000, 170επ..

Padfield Stefan, Who Should Do the Math? Materiality Issues in Disclosures that Require Investors to Calculate the Bottom Line, *Pepp.L. Rev.* 2007, 927επ..

Palmer Vernon Valentine, Bussani Mauro, Pure Economic Loss: The Ways to Recovery, vol. 11.3 *EJCL*, (December 2007).

Partnoy Frank, How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, 2006, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα <https://www.researchgate.net/>.

Partnoy Frank, Strict liability for gatekeepers: A reply to professor Coffee, *B.U. L. Rev.* 84, 2004, 365.

Partnoy Frank, What's (still) wrong with credit ratings?, *Wash. L. Rev.* 2017, 1407επ..

Partnoy Frank, Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime, Wash. U. L. Q. 2001, 491επ..

Partnoy Frank, The Paradox of Credit Ratings, University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper No. 20, 2001, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285162.

Partnoy Frank, Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee, B.U. L.Rev. 2004, 365επ..

Paul Helen, The "South Sea Bubble", 1720, 2015, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://ieg-ego.eu/en/threads/european-media/european-media-events/helen-j-paul-the-south-sea-bubble-1720>.

Peterson Paul, Myers Ryan, Will the Real Intended Third-Party Please Stand Up?, Defense Counsel Journal, 2013, 11επ..

Picciau Chiara, The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis, ECFR 2018, 339επ..

Polinsky Mitchell, Shavell Steven, The economic theory of public enforcement of law, J. Econ. Lit. 2000, 45επ..

Posner Richard, The Economic Approach to Law, Tex. L. Rev. 1975, 757επ..

Posner Richard, Common-Law Economic Torts: An Economic and Legal Analysis, Arizona Law Review 2006, 735επ..

Pritchard Adam, The irrational auditor and irrational liability, University of Michigan, John M. Olin Center for Law and Economics, Paper #05-015, 2005, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www.law.umich.edu/centersandprograms/lawandeconomics/abstracts/2005/Documents/05-015pritchard.pdf>.

Psaila Sandro, Blockchain: A game changer for audit processes, ανακτηθέν την 30^η/5/2020 από την ηλεκτρονική διεύθυνση <https://www2.deloitte.com/mt/en/pages/audit/articles/mt-blockchain-a-game-changer-for-audit.html>.

Quick Reiner, Schenk Niklas, Schmidt Florian, Towara Thilo, The impact of corporate governance on auditor choice: evidence from Germany, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://iranarze.ir/wp-content/uploads/2018/06/E7687-IranArze.pdf>.

Rapp Geoffrey, False Claims, Not Securities Fraud: Towards Corporate Governance by Whistleblowers, Nexus Journal of Law & Policy 2010, 101επ..

Rizzo Mario, A theory of economic loss in the law of torts, J. Legal Stud. 1982, 281 επ..

Redish Martin, Voils Kyle, False Commercial Speech and the First Amendment: Understanding the Implications of the Equivalency Principle, Wm. & Mary Bill Rts. J. 2017, 765επ..

Roiphe Rebecca, The Ethics of Willful Ignorance, Geo. J. Legal Ethics 2011, 187επ..

Rokas Alexandros, Reliance on Experts from a Corporate Law Perspective, Am. Univ. Bus. Law Rev. 2013, 323επ..

Rose Amanda, The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” & Suggested Reforms, J. Corp. L., 2017, 77επ..

Rothschild Michael, Stiglitz Joseph, Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information, Q. J. Econ. 1976, 629επ..

Row Bonie, Securities Laws Opinions (Chapter 6) in: Legal Opinion Letters, A Comprehensive Guide to Opinion Letter Practice (ed. Sterba Jr John), 3rd edition, Wolters Kluwer, New York, 2017.

Roychowdhury Sugata, Srinivasan Suraj, The Role of Gatekeepers in Capital Markets, J. Account. Res. 2019, 295επ..

Sale Hillary, Langevoort Donald, “We Believe”: Omnicare, Legal Risk Disclosure And Corporate Governance, Duke L.J. 2016, 762επ..

Sangiorgi Francesco, Spatt Chester, The Economics of Credit Rating Agencies, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3055889.

Schäfer Hans-Bernd, Efficient Third Party Liability of Auditors in Tort Law and in Contract Law, German Working Papers in Law and Economics 2003, 1επ..

Scherl Jodi, Evolution of auditor liability to noncontractual third parties: Balancing the equities and weighing the consequences, Am. U. L. Rev. 1994, 256επ..

Schilit Howard, Perler Jeremy, Financial shenanigans\$, How to detect accounting gimmicks fraud in financial reports, 3rd edition, 2010.

Schneider Sandra, Cobaugh Daniel, Leahey Neil, Gatekeepers: A Missed Opportunity for Safe Transport, Acad. Emerg. Med. 1998, 587επ..

Schwartz Andrew, The Gatekeepers of Crowdfunding, Wash. & Lee L. Rev. 2018, 885επ..

Schwarcz Steven, The role of lawyers in the global financial crisis, Australian Journal of Corporate Law 24, 2010, 1επ..

Schwarcz Steven, Compensating Market Value Losses: Rethinking the Theory of Damages in a Market Economy, Fla. L. Rev. 2011, 1053επ..

Schwarcz Steven, Financial Information Failure: Redrawing the Boundary Between Lawyer and Accountant Responsibility, Duke Law School Legal Studies Research Paper Series Research Paper No. 89 November 2005, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=845510.

SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, 2012, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση της SEC.

SEC Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, December 2018, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα sec.gov.

Sergakis Konstantinos, The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement, Palgrave Corporate & Financial Law, 2018.

Shapiro Susan, Agency Theory, *Annu. Rev. Sociol.* 2005, 263επ..

Shavell Steven, The Optimal Structure of Law Enforcement, *J.L. & Econ.* 1993, 275επ..

Shavell Steven, The Optimal Use of Nonmonetary Sanctions as a Deterrent, *Am. Econ. Rev.* 1987, 584επ..

Sheik Rami, Hadid Hashem, Tyco International - Corporate scandal, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.math.chalmers.se/Stat/Grundutb/CTH/mve220/1718/Hashem-Rami-Tyco%20International.pdf>.

Sher Noam, Underwriters' civil liability for IPOs: An economic analysis, *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 2006, 389επ..

Shi Wei, Connelly Brian, Hoskisson Robert, External Corporate Governance and Financial Fraud: Cognitive Evaluation Theory Insights on Agency Theory Prescriptions, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση scholarworks.iupui.edu/bitstream/handle/1805/14074/Shi_2016_external.pdf?sequence=1.

Shleifer Andrei, Inefficient markets: An introduction to behavioral finance, Oxford University Press, 2000.

Sibony Anne-Lise, Helleringer, Geneviève. European consumer protection through the behavioral lens, *Columbia J. Eur. Law*, 2017, 607επ..

Simmons Omari Scott, The corporate immune system: Governance from the inside out, *U. Ill. L. Rev.* 2013, 1131επ..

Simon Herbert, A Behavioral Model of Rational Choice, *Q. J. Econ.*, 1955, 99επ.

Singelton Tommy, Singelton Aaron, Fraud Auditing and Forensic Accounting. Hooboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2010.

Skipova Olga, Civil liability as an enforcement tool of securities underwriter gatekeeping duty (PhD thesis), 2012, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://core.ac.uk/download/pdf/11013984.pdf>.

Smits Jan, What is Legal Doctrine? On the Aims and Methods of Legal-Dogmatic Research. Maastricht European Private Law Institute, Working Paper No 2015/06, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2644088.

Solaiman S. M., Statutory civil liabilities of corporate gatekeepers for defective prospectuses in Australia, the United States, the United Kingdom and Canada: a comparison, 2014, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=2293&context=lhapapers>.

Spence Michael, Job market signaling, The Quarterly Journal of Economics 1973, 355επ..

Spence Ross Alexander, Corporate finance and the role of lawyers, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση openaccess.leidenuniv.nl/bitstream/handle/1887/70663/80395482.pdf?sequence=1.

Steinberg Marc, Ames James, From the Regulatory Abyss: The Weakened Gatekeeping Incentives under the Uniform Securities Act, Yale Law & Policy Review, 2016, 1επ..

Stiglitz Joseph, The Theory of “Screening”, Education, and Distribution of Income, Am. Econ. Rev. 1975, 283επ.

Stiglitz Joseph (μετ. Ρούσσος Νίκος), Το τίμημα της ανισότητας, 2014.

Stiglitz Joseph, Weiss Andrew, Sorting out the differences between signalling and screening models, Technical Working Paper No 93, NBER Working papers series, 1990, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική σελίδα https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=232085.

Summers David, Third Party Beneficiaries and the Restatement (Second) of Contracts, Cornell L. Rev. 1982, 880επ..

Tambuyzer Bart, Ponsaerts Peter, Nouwen Etienne, Microglia: gatekeepers of central nervous system immunology, Microglia: gatekeepers of central nervous system immunology, J. Leukoc. Biol. 2009, 352επ..

Tapscott Alex, Tapscott Don, How Blockchain is Changing Finance, Harvard Business Review 2017, 2επ..

Tarelli Elis, Basel II and the protection of creditors in company law, The Role of Banks as Financial Intermediaries in the Protection of Third Creditors of Debtor Companies (Phd thesis), 2015, διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση <https://ediss.sub.uni-hamburg.de/volltexte/2017/8374/pdf/Dissertation.pdf>.

Teubner Gunter, Expertise as Social Institution: Internalising Third Parties into the Contract, 2003, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση jura.uni-frankfurt.de/42852767/Generic_42852767.pdf.

Thaler Richard, Sunstein Cass, Behavioral Economics, Public Policy, and Paternalism, Libertarian Paternalism, AEA Papers and Proceedings, May 2003, 176επ.

Thaler Richard, Behavioral Economics: Past, Present, and Future, *Am. Econ. Rev.* 2016, 1577επ..

Thaler Richard, Sunstein Cass, Nudge - Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness, 2008.

The Law Commission, Consultation Paper No 121, Privity of Contract: Contracts for the Benefit of Third Parties, 1991.

Thüsing Gregor, Forst Gerrit, Whistleblowing Around The World-A Comparative Analysis of Whistleblowing in 23 Countries, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση www.iacel2014congress.com/fileadmin/user_upload/k_iacel2014congress/General_reports/140616_Vergleichsstudie_Whistleblowing.pdf.

Tibbets Daniel, Tarnished Reputations: Gatekeeper Liability After Janus, *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 2015, 745επ..

Torchio Frank, Proper Event Study Analysis in Securities Litigation, *J. Corp. L.* 2009, 159επ..

Tuch Andrew, The Rise of Fintech – Foreword, *Journal of Law & Policy* 2020, 1επ..

Tuch Andrew, The Limits of Gatekeeper Liability, *Wash. & Lee L. Rev. Online* 2017, 619επ..

Tuch Andrew, Multiple gatekeepers, *Va. L. Rev.* 2010, 1583επ..

Turk Matthew, Woody Karen, Justice Kavanaugh, *Lorenzo v. SEC*, and the Post-Kennedy Supreme Court, *Admin. L. Rev.* 2019, 193επ..

Tversky Amos, Kahneman Daniel, The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, *Science* 1981, 453επ.

Tversky Amos, Kahneman Daniel, Rational Choice and the Framing of Decisions, *J. Bus.* 1986, 251επ..

Ulen Thomas, Rational choice theory in Law and Economics, in B. Bouckaert and G. DeGeest (eds), *Encyclopedia of Law and Economics, Volume I. The History and Methodology of Law and Economics*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2000, 790επ..

Urs Gasser, Almeida Virgilio A.F., A Layered Model for AI Governance, 2017, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:34390353>.

Van Boom Willem, Pure Economic Loss A Comparative Perspective, 2004, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική ιστοσελίδα papers.ssrn.com.

Vandendriessche Elke, Investor Losses. A comparative legal analysis of causation and assessment of damages in investors litigation, Universiteit Gent, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 2013-2014.

Veitch Jenny, Clavisi Ornella, Owen Neville, Physical activity initiatives for male factory workers: gatekeepers' perceptions of potential motivators and barriers Aust N Z J Public Health 1999, 505επ..

Verständig Aron, The civil liability regime of the CRA-regulation and the requirement of causation, ICCLJ 2015, 91επ..

Wagner Gerhard, Gatekeeper Liability: A Response to the Financial Crisis, 2013, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2317213.

Wan Ke Steven, Gatekeeper Liability Versus Regulation of Wrongdoers, 2008, διαθέσιμο στο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1134111.

Willekens Marleen, Dekeyser Simon, Simac Ines, EU Statutory Audit Reform: Impact on Costs, Concentration and Competition, Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2019.

Yang Yueh-Ping (Alex), Tsang Cheng-Yun, Regtech and the New Era of Financial Regulators: Envisaging More Public-Private-Partnership Models of Financial Regulators, U. Pa. J. Bus. L. 2018, 354επ..

Yermack David, Corporate Governance and Blockchains, Review of Finance 2017, 7επ..

Zacharias Fred, Lawyers as Gatekeepers, San Diego L. Rev. 2004, 1387επ..

Zacharias Fred, Coercing Clients: Can Lawyer Gatekeeper Rules Work?, B.C. L. Rev. 2006, 455επ..

Zunzunegui Fernando, Systematic and conceptual framework for crowdfunding regulation, Revista de Derecho del Mercado Financiero Working paper 5/2019, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3444868.