



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

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΟΜΕΑ Α' ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2015-2016

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
του Γεωργίου Κωνσταντίνου Κεφαλά
Α.Μ.: 1354

«Ζητήματα αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης έναντι
των επενδυτών

Επιβλέποντες:

Α. Καραμπατζός
Α. Χιωτέλλης
Γ. Λέκκας

Αθήνα, 2017

Copyright © [Γεώργιος Κεφαλάς, 2017]

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.

I. ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Σε αντιδιαστολή προς άλλους επιστημονικούς κλάδους, ο νομικός καλείται να επιληφθεί μετά την εκδήλωση μίας χριζούσας ρύθμισης κατάστασης. Στην περίπτωση αυτή, ο νομοθέτης, ως «Επιμηθέας», έρχεται να θεσπίσει ρυθμίσεις, προς εξασφάλιση της ομαλής κοινωνικής λειτουργίας ή άμβλυνση τυχόν δυσμενών επιπτώσεων.

Αυτό συνέβη και αναφορικά με την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία ανέδειξε και σειρά αδυναμιών του υφιστάμενου έως την εκδήλωσή της θεσμικού πλαισίου. Αυτό αποδεικνύεται και από τα αναρίθμητα νομοθετήματα σε ενωσιακό επίπεδο που θεσπίστηκαν στον απόηχο της κρίσης με πρωταρχικό σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στόχος που έως τότε είχε παραμεληθεί χάριν της επίτασης του ανταγωνισμού στον ευαίσθητο τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ανταγωνισμός ο οποίος διόγκωνε και τα κέρδη των συμμετεχόντων στην σχετική αγορά.

Η προσοχή του ενωσιακού νομοθέτη εστιάστηκε πρωτίστως στο ενωσιακό τραπεζικό σύστημα, όπου διαμορφώθηκαν ενιαίοι κανόνες εποπτείας και εξυγίανσης των συστημικά σημαντικών πιστωτικών ιδρυμάτων σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης και λήφθηκαν νομοθετικά μέτρα για την αποφυγή φαινομένων φυγής καταθέσεων (bank – run), ιδίως διά της εγγύησης ενός ελάχιστου ποσού καταθέσεων ανά καταθέτη και ανά ίδρυμα, ώστε να εξασφαλιστεί στους καταθέτες η αναγκαία αίσθηση ασφάλειας.

Παράλληλα, ήδη πριν τη διαμόρφωση της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Ένωσης (European Banking Union, EBA), έγινε κοινή συνείδηση στον ευρωπαϊκό χώρο, ότι οργανισμοί που πιστοποιούσαν την πιστοληπτική ικανότητα εκδοτών χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης, δεν ήταν δυνατό να διατηρούν το ανεύθυνο για τις κρίσεις τους, κρίσεις οι οποίες έτειναν να προσλάβουν οιονεί ρυθμιστική λειτουργία στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου προ της εκδηλώσεως της κρίσης. Οι φορείς αυτοί, οι μεγαλύτεροι εκ των οποίων δραστηριοποιούνταν στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, παρείχαν εμπιστοσύνη στο επενδυτικό κοινό και προσέδιδαν αξιοπιστία στα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία οι επενδυτές τοποθέτησαν τα κεφάλαιά τους. Μετά την απώλεια των εν λόγω κεφαλαίων, αναζητήθηκαν οι ευθύνες και των ως άνω οργανισμών, ιδίως πέραν του Ατλαντικού και σε μικρότερο βαθμό στη Γερμανία και σε άλλα κράτη ανά τον κόσμο.

Όταν οι επενδυτές, αδυνατώντας να ικανοποιηθούν από τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου, αναζήτησαν ευθύνες των Οίκων Αξιολόγησης, στην πιστοποίηση τωνοποιών είχαν βασισθεί πριν προβούν στην αγορά του τίτλου, βρέθηκαν αντιμέτωποι με ένα μάλλον ελλιπές σύστημα ευθύνης¹ των μη συμβαλλόμενων αυτών τρίτων μερών.

Η θεμελίωση της ευθύνης των εχόντων ιδιόμορφη λειτουργία στις διεθνείς αγορές αυτών οργανισμών με τους παραδοσιακούς θεσμούς του ελληνικού αστικού δικαίου αποτελεί το αντικείμενο της παρούσας μελέτης, συνυφαίνοντας τη σύγχρονη χρηματοπιστωτική πραγματικότητα με το παραδοσιακό αστικό δίκαιο, αναδεικνύοντας τις δυνατές λύσεις που είναι σε θέση να προσφέρουν οι διατάξεις του και την προσαρμοστικότητά του στις μεταβαλλόμενες συνθήκες.

¹*Coffee*, Ratings Reform: The Good, the Bad and the Ugly, 1 Harv. Bus. L. Rev. 231, 242 (2011), όπου κάνει λόγους για «φαινομενική ασυλία (των Οίκων Αξιολόγησης) από την ευθύνη».

II. ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

I. ΠΡΟΛΟΓΟΣ	3
II. ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	5
III. ΚΕΙΜΕΝΟ	7
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
2. ΚΥΡΙΟ ΤΜΗΜΑ	15
A. Η εμφάνιση και λειτουργία των φορέων πιστοληπτικής αξιολόγησης προς τον σκοπό άρσης της εμφανισθείσας πληροφοριακής ασυμμετρίας και οι εγγενείς κίνδυνοι από τη λειτουργία τους	15
1. Ιστορικό πλαίσιο εμφάνισης των υπηρεσιών αξιολόγησης	15
2. Η έννοια της ασυμμέτρου πληροφόρησης.....	17
3. Επίταση της ανάγκης για παροχή υπηρεσιών αξιολόγησης υπό τις σύγχρονες οικονομικές συνθήκες	19
4. Οι οίκοι αξιολόγησης και οι εγγενείς από τη λειτουργία τους κίνδυνοι.....	20
5. Το αντικείμενο της υπηρεσίας αξιολόγησης: Η εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου	23
B. Η αστική ευθύνη των οίκων αξιολόγησης.....	27
1. Εισαγωγικά	27
2. Το είδος της ευθύνης.....	29
3. Οι δυνατές νομικές βάσεις	31
I. Ανάλυση απευθείας συμβατικής υποχρέωσης εκπλήρωσης του Οίκου Αξιολόγησης έναντι των επενδυτών	31
II. Η σύμβαση υπέρ τρίτου	34

III.	Η σύμβαση με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου	37
IV.	Η ύπαρξη σχέσης αντιπροσώπευσης ανάμεσα στον αξιολογούμενο και τον επενδυτή 42	
V.	Η προσυμβατική ευθύνη κατά τις διατάξεις των άρθρων 197, 198 του ΑΚ	45
4.	Το προβλεπόμενο κατά τον CRAIII καθεστώς αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΟΑΙΠ).....	52
3.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	56
VI.	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	59

III. ΚΕΙΜΕΝΟ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Την επαύριο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, που εκδηλώθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής περί τα τέλη του 2007, κατέστη κοινή γνώση ότι οι όροι του «οικονομικού παιχνιδιού» κατά τις τελευταίες δεκαετίες είχαν σε σημαντικό βαθμό μεταβληθεί. Καινοφανείς θεσμοί κατά τις τελευταίες δεκαετίες, όπως η τιτλοποίηση των απαιτήσεων² και τα σύνθετα δομημένα ομόλογα, πρακτικές, η πραγματική διάσταση και οι συνέπειες της μαζικής χρήσης των οποίων αποκαλύφθηκαν μόνον μετά την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, συνετέλεσαν σε σημαντικό βαθμό στην εκδήλωσή της.

Η αλόγιστη χρηματοπιστωτική επέκταση που ξεκίνησε κατά τις τελευταίες δεκαετίες του περασμένου αιώνα σε παγκόσμια κλίμακα, συνεχίστηκε εντεινόμενη και κατά τις αρχές του τρέχοντος αιώνα. Η άνευ κριτηρίων χορήγηση³ στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης⁴ στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με την τιτλοποίηση των απαιτήσεων από τα δάνεια αυτά και την εκτεταμένη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων θεωρούνται ως τα πλέον βασικά αίτια της εκδήλωσης της κρίσης.

Η μέθοδος της τιτλοποίησης χρησιμοποιήθηκε σε μεγάλο βαθμό από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ως τεχνική περιορισμού της έκθεσης των στον πιστωτικό κίνδυνο. Στο πλαίσιο της μεθόδου αυτής, μία τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα μεταβιβάζει μία ομάδα ομοειδών δανείων σε μία εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle, SPV). Η SPV κατόπιν εξέδιδε τίτλους που βασίζονταν στα μεταβιβασθέντα δάνεια (Asset Backed Securities, ABSs). Από την πώληση και διάθεση των εν λόγω τίτλων στο επενδυτικό κοινό, η SPV ελάμβανε χρηματοδότηση και μπορούσε στη συνέχεια να καταβάλει στην τράπεζα ή το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που της

² Στην χώρα μας ο θεσμός της τιτλοποίησης των απαιτήσεων εισήχθη με τον ν. 3156/2003. Σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 10 του εν λόγω νομοθετήματος «τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους και μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων».

³ Βλ. Palmer, *Why Did So Many Subprime Borrowers Default During The Crisis: Loose Creditor Plummeting Prices?*, http://web.mit.edu/cjpalmer/www/CPalmer_JMP.pdf, ο οποίος αναφέρει ότι τα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης κατά τα έτη 2006-2008 αποτελούσαν το 13% των συνολικών χορηγήσεων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ. Το ποσοστό δε αδυναμίας εξόφλησης τέτοιων δανείων αυξήθηκε από περίπου 6% το 2005, στο 17% το 2009, για να αγγίξει το 20% το 2013 αναφορικά με στεγαστικά δάνεια που είχαν χορηγηθεί ήδη από το 1995.

⁴ Πάντως, η χορήγηση δανείων χαμηλής εξασφάλισης που ανασχέθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο μετά την εκδήλωση της κρίσης, αυξήθηκε σημαντικά μετά το έτος 2013. Βλ. «Νέα απειλή η αύξηση δανείων χαμηλής εξασφάλισης», Η Καθημερινή, 25.3.2014.

μεταβίβασε τις απαιτήσεις το τίμημα για τη μεταβίβασή τους. Με τη μέθοδο αυτή αυξανόταν η ρευστότητα των μεταβιβαζόντων οργανισμών.

Οι εν λόγω τίτλοι, λόγω της εγγενούς επικινδυνότητάς τους, απέφεραν υψηλότερες αποδόσεις στους κατόχους των. Στην πορεία, η χρήση της μεθόδου της τιτλοποίησης εντάθηκε ακόμη περισσότερο με τη δημιουργία των δομημένων επενδυτικών εργαλείων (StructuredCreditInstruments), μεταξύ των οποίων τα πλέον χαρακτηριστικά υπήρξαν οι καλούμενοι Τίτλοι Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων ή Δομημένα Ομόλογα (CollateralizedDebtObligations, CDOs). Το εν λόγω προϊόν αποτελείτο από ποικίλα στοιχεία με διαφορετική έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο. Έτσι, κάθε τίτλος ήταν δυνατό να πωληθεί σε περισσότερους επενδυτές, έκαστος των οποίων αναλάμβανε διαφορετικό βαθμό κινδύνου. Οι επενδυτές των τελευταίων στη σειρά έκδοσης τίτλων αναλάμβαναν και τον μεγαλύτερο κίνδυνο και παράλληλα απολάμβαναν και τις υψηλότερες αποδόσεις.

Η απόφαση ενός επενδυτή αποτελεί συνάρτηση δύο βασικά παραγόντων, ήτοι του κινδύνου που αναλαμβάνει και της απόδοσης που αναμένεται να του αποφέρει η τοποθέτηση των κεφαλαίων του, η οποία εκφράζεται επί ομολογιών στο λαμβανόμενα ανά τακτά χρονικά διαστήματα τοκομερίδιο. Η υψηλή απόδοση, κατά τα ανωτέρω, ήταν δεδομένη. Ο δε κίνδυνος, ήταν μεν υπαρκτός – αποτελεί άλλωστε εγγενές στοιχείο της έννοιας της επένδυσης – ωστόσο, εμφανιζόταν μειωμένος λόγω της θετικής αξιολόγησης που ελάμβαναν προ της εκδήλωσης της κρίσης τα σχετικά επενδυτικά προϊόντα από τους Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (CreditRatingAgencies, CRAs). Υπό τα δεδομένα αυτά, τα εν λόγω προϊόντα όχι μόνον προσέφεραν υψηλές αποδόσεις, αλλά παράλληλα θεωρούντο και αξιόπιστα, εφόσον την αξιοπιστία τους βεβαίωναν οι πλέον «αρμόδιοι» προς τούτο φορείς. Έτσι, ουδεμία ανησυχία εδημιουργείτο στους υποψήφιους επενδυτές. Μία θετική αξιολόγηση από έναν διεθνούς βεληνεκούς και αίγλης Οίκο Αξιολόγησης εξασφάλιζε, κατά συνέπεια, την εμπορευσιμότητα των εν λόγω προϊόντων.

Κατά τα χρόνια πριν την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι επενδυτές έδειχναν τυφλή εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις, ιδίως των τριών μεγάλων Οίκων Αξιολόγησης, Moody's, Standard&Poor's και Fitch. Μετά την εκδήλωση της κρίσης, πάντως, ασκήθηκε έντονη κριτική στους Οίκους Αξιολόγησης τόσο αναφορικά με την ικανότητά τους να προβούν σε ορθή αξιολόγηση και να προσαρμόσουν την μεθοδολογία τους στα ως άνω καινοφανή και σύνθετα επενδυτικά προϊόντα όσο και αναφορικά με τις αναφερόμενες συγκρούσεις

συμφερόντων κατά την παροχή των υπηρεσιών τους, αφού συνήθως ήταν οι ίδιοι φορείς που είχαν συμπράξει στην δόμηση των εν λόγω προϊόντων, που καλούνταν τώρα να αξιολογήσουν.

Αυτή δεν ήταν η πρώτη φορά που ασκήθηκε κριτική στους Οίκους Αξιολόγησης για τον τρόπο επιτέλεσης του έργου τους. Πράγματι, λίγα χρόνια νωρίτερα μετά την κατάρρευση της Enron και την ανακάλυψη ότι η Moody's και η S&P εξακολουθούσαν να αξιολογούν τις ομολογίες της Enron ως «επενδυτικού βαθμού» ακόμη και λίγες ημέρες πριν την χρεωκοπία της εταιρείας, είχε ομοίως προκληθεί παρόμοια αναστάτωση ιδίως αναφορικά με την ανάγκη εποπτείας των εν λόγω οργανισμών.

Παράλληλα με την ευρεία χρήση της μεθόδου της τιτλοποίησης και την εμφάνιση των ως άνω νέων επενδυτικών προϊόντων, η κρίση αποδίδεται και στην ύπαρξη στην αμερικανική αγορά μίας ιδιαίτερης κατηγορίας στεγαστικών δανείων, των καλούμενων δανείων μειωμένης εξασφάλισης (Sub-prime Loans ή subprimes). Τα δάνεια αυτά προσέλαβαν αυτή την ονομασία, διότι χορηγούνταν σε δανειολήπτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα και στην πράξη χωρίς να εξασφαλίζονται με κάποια μορφή εγγύηση (πέραν της εγγραφής εμπράγματος βάρους επί του ίδιου του αποκτώμενου διά του δανείου ακινήτου). Τα εν λόγω δάνεια αντιστοιχούσαν σε σημαντικό ποσοστό των χορηγούμενων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ κατά τα έτη πριν την εκδήλωση της κρίσης. Ήταν εύλογο ότι, ιδίως μετά την αύξηση των επιτοκίων από την Fed, τα επιτόκια των δανείων αυτών αυξήθηκαν σημαντικά και οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους⁵. Αναφορικά με τις εν λόγω χορηγήσεις, οι δανειοδοτούσες τράπεζες δεν είχαν προβεί, ως όφειλαν, σε έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας του εκάστοτε δανειολήπτη, διαδικασία που πλέον θεωρείται από το -ενωσιακό τουλάχιστον - κανονιστικό πλαίσιο εκ των ων ουκ άνευ για τη χορήγηση οποιασδήποτε πίστωσης.

Ωστόσο, η μη αποπληρωμή των εν λόγω δανείων, τα οποία είχαν τιτλοποιηθεί και δομηθεί κατά ομάδες δανείων σε επενδυτικούς τίτλους, οι οποίοι είχαν με τη σειρά τους μεταβιβασθεί στο επενδυτικό κοινό, οδήγησε και στην μη αποπληρωμή των εν λόγω τίτλων, που εδράζονταν στις απαιτήσεις αυτές. Πρώτα επλήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που διατηρούσαν στους ισολογισμούς τους (ή στα εκτός ισολογισμού στοιχεία κατά την προσφιλή τους τακτική) τέτοιους τίτλους. Αλλά και τα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επλήγησαν στη συνέχεια αντανάκλαστικά,

⁵ Βλ. Coffee, *οπ. παρ.*, 237, όπου αναφέρεται στις διάφορες κατηγορίες δανείων που δίνονταν στις ασθενέστερες οικονομικά τάξεις, τα οποία αποκαλεί "lowdocumentloans" ή "liar'sloans". Μεταξύ αυτών, την πλειονότητα αποτελούσαν τα καλούμενα "teaserloans", δηλαδή δάνεια τα οποία κατά τα πρώτα χρόνια εξυπηρέτησής τους επιβαρύνονταν με χαμηλό επιτόκιο το οποίο σταδιακά αυξανόταν, και τα «interest – only loans», δάνεια όπου ο δανειολήπτης καλούταν να καταβάλει μόνο τοκοδόσεις.

λόγω της προκληθείσας δυσπιστίας στη διατραπεζική αγορά. Πράγματι, πιστωτικά ιδρύματα που δεν διακρατούσαν τα «τοξικά» - όπως αποκλήθηκαν στη συνέχεια - ομόλογα, δίσταζαν να δανείσουν άλλα πιστωτικά ιδρύματα στη διατραπεζική αγορά με συνέπεια και την αύξηση των επιτοκίων δανεισμού.

Οι τρεις σημαντικότεροι Οίκοι Αξιολόγησης, έχοντας διαδραματίσει πρωτεύοντα ρόλο τόσο στη δόμηση όσο και στην εκτίμηση και πιστοποίηση των εν λόγω προϊόντων, βρέθηκαν, όπως ήταν εύλογο, στο επίκεντρο της κριτικής. Σύμφωνα με μία εκτίμηση, περίπου το 36% των CDOs που βασιζόνταν σε τίτλους εξασφαλισμένους με ενυπόθηκα δάνεια είχαν ήδη περιέλθει σε καθεστώς αθέτησης ήδη από τον Ιούλιο του 2008, με τη ζημία να ανέρχεται σε ονομαστική αξία της τάξης των 200 με 220 δις δολαρίων⁶.

Η κριτική αυτή δεν εστιάσθηκε μόνον στην ανεπάρκεια της χρησιμοποιούμενης από τους Οίκους Αξιολόγησης Μεθοδολογίας⁷, αλλά ιδίως στις αναφύμενες κατά τη λειτουργία τους συγκρούσεις συμφερόντων, αλλά και στην ολιγοπωλιακή οργάνωση τόσο της αγοράς παροχής υπηρεσιών αξιολόγησης, όσο και της αγοράς των δομημένων ομολόγων. Η αξιολόγηση των εν λόγω προϊόντων αποτελούσε στις αρχές του τρέχοντος αιώνα την πλέον επικερδή δραστηριότητα των Οίκων Αξιολόγησης. Ωστόσο, στον χώρο των δομημένων ομολόγων δραστηριοποιούνταν μόνον ολιγάριθμες επενδυτικές τράπεζες, εγκατεστημένες οι περισσότερες εξ αυτών στις ΗΠΑ. Είναι χαρακτηριστικό, ότι κατά τα χρόνια πριν την εκδήλωση της κρίσης το 50% των εν λόγω δραστηριοτήτων είχε συγκεντρωθεί σε μόλις έξι επενδυτικές τράπεζες⁸. Είναι σαφές ότι, υπό τις προϋποθέσεις αυτές, η LehmanBrothers λ.χ. που κατείχε περίπου το 11% της σχετικής αγοράς μπορούσε να ασκήσει πίεση στον Οίκο Αξιολόγησης για την κατάρτιση μίας θετικής αξιολόγησης των προϊόντων της, απειλώντας ότι σε διαφορετική περίπτωση θα προσέτρεχε σε άλλον φορέα για την αξιολόγηση των τίτλων της⁹¹⁰, προκειμένου να εξασφαλίσει την πολυπόθητη θετική αξιολόγηση και κατ' επέκταση την ευχερή διάθεση των τίτλων της στο επενδυτικό κοινό.

⁶Hunt, Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: the Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform and a Proposal for Improvement, 2009 COLUM. BUS. L. REV. 109, 123: “Although the official reports present few specific figures, the evidence suggests that default rates on structured credit products, especially RMBS-backed CDOs, have indeed been very high: In July 2008, analysts reported that CDO defaults since October 2007 totaled 2000 with \$220 billion nominal value, or 36% of all CDOs with that were based on United States asset-backed securities”

⁷ In Re Bear Stearns Mortgage Pass-Through Certificates Litigation, 2012 WL 1076216*2.

⁸Coffee, οπ. παρ., 238.

⁹Βλ. Ohio Police & Fire Pension Fund v. Standard & Poor’s Fin. Serves, 2011 WL 4448847*2: “The issuer pays model cultivated a market driven system whereby issuers and underwriters could essentially shop around a desired rating; If an issuer was dissatisfied with an agency’s proposed rating, the issuer could simply turn to another agency that could provide the desired rating. Given that the rating agencies did not receive their full fees for a deal unless the deal was

Τα ανωτέρω είχαν ως αποτέλεσμα οι εκδιδόμενοι από τις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες – που κατείχαν σημαντικό μερίδιο της αγοράς – τίτλοι να λαμβάνουν αξιολογήσεις που δεν αποτύπωναν την πραγματική κατάσταση, ήταν δηλαδή πιο «αισιόδοξες». Αυτό, σε συνδυασμό, με την δυναμική άνοδο ενός τρίτου Οίκου Αξιολόγησης στη σχετική αγορά, του Οίκου Fitch, κατά τις αρχές του τρέχοντος αιώνα, κατέστησε πιο χαλαρά τα κριτήρια πρόσδοσης ενός επενδυτικού βαθμού στα αξιολογούμενα προϊόντα.

Υπό τις συνθήκες αυτές, ήδη από τις αρχές του 2007 ήταν διάχυτη μία έντονη φημολογία αναφορικά με τη στεγαστική αγορά των ΗΠΑ και, κατ' επέκταση, τις δυνατότητες εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων και των βασισμένων σε αυτά τίτλων. Ως αποτέλεσμα της αύξησης των επιτοκίων της Fed, αυξήθηκαν και τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, ενώ πολλοί δανειολήπτες αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τα δάνεια τους όταν είχαν συμφωνήσει στη δανειακή τους σύμβαση προοδευτική αύξηση του επιτοκίου με το πέρας των ετών εξυπηρέτησης του δανείου τους.

Το καλοκαίρι του 2007 σημειώθηκε το πρώτο ατύχημα. Η BearStreams, η δεύτερη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα που δραστηριοποιείτο στην αγορά των δομημένων ομολόγων, υποχρεώθηκε να ρευστοποιήσει περιουσιακά της στοιχεία για να αποπληρώσει πιστωτές της, κατόχους CDOs, που δεν αποπληρώθηκαν κατά τη λήξη τους. Μόνον μετά από το περιστατικό αυτό, προχώρησαν οι Οίκοι Αξιολόγησης σε μείωση του βαθμού της πιστοληπτικής ικανότητας των εν λόγω προϊόντων.

Ωστόσο, είχε ήδη προκληθεί μεγάλη ζημία. Το επενδυτικό κοινό μετά το ατύχημα της BearStreams και την, συνεπεία αυτού, υποβάθμιση των εν λόγω προϊόντων απώλεσε την εμπιστοσύνη του, με αποτέλεσμα, αφενός, να μειωθεί η εμπορευσιμότητα των εν λόγω τίτλων και, αφετέρου, να ενταθεί το φαινόμενο της πρόωρης ρευστοποίησης αυτών. Επειδή δε ήταν άγνωστη η έκθεση του εκάστοτε πιστωτικού ιδρύματος στα εν λόγω προϊόντα, η δυσπιστία του επενδυτικού κοινού, γρήγορα διαδόθηκε και στη διατραπεζική αγορά σε παγκόσμιο επίπεδο, περιορίζοντας και καθιστώντας σημαντικά ακριβότερο τον διατραπεζικό δανεισμό.

Το φαινόμενο αυτό, σε συνδυασμό με την αδυναμία πολλών δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους, τις μαζικές κατασχέσεις που ακολούθησαν, την έλλειψη

completed and the requested rating was provides, they had an acute financial interest to relax their stated standards of “integrity” and “objectivity” to placate their clients. While the potential for such a conflict of interest had always been inherent in the issuer pays model, recent revelations have shown that the rating agencies in fact succumbed to the conflict and degraded their rating standards”.

¹⁰ Ο Coffee αποκαλεί την πρακτική αυτή ως “ratingsshopping”. Coffee, οπ. παρ., 239.

ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων και τα φαινόμενα φυγής καταθέσεων από πανικόβλητους καταθέτες που έσπευδαν να αναλάβουν τα χρήματά τους, επέτειναν την κατάσταση. Οι περισσότεροι κάτοχοι CDOs, μεταξύ των οποίων και πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, ήταν πλέον εκτεθειμένοι σε μεγάλο κίνδυνο.

Η κρίση, στο πλαίσιο της παγκοσμιοποιημένης και έντονα ανταγωνιστικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, διαχύθηκε ταχύτατα και στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού με αντίστοιχα φαινόμενα να σημειώνονται με βρετανικές¹¹ και γερμανικές τράπεζες, που είχαν μεγάλη έκθεση στα CDOs και τα ABS της αμερικανικής χρηματαγοράς.

Συνεπεία της κατάστασης αυτής, η εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις των τριών Οίκων Αξιολόγησης επλήγη σημαντικά. Το πλήγμα αυτό εντάθηκε ακόμη περισσότερο μετά την πτώχευση της LehmanBrotherston Σεπτέμβριο του 2008, οπότε και συνειδητοποιήθηκε παγκοσμίως πλέον η έκταση και η ένταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Είναι χαρακτηριστικό ότι προϊόντα της LehmanBrothers είχαν φτάσει ακόμη και στη χώρα μας, έχουν δε απασχολήσει την ελληνική νομολογία αξιώσεις αποζημίωσης ιδιωτών επενδυτών κατά αναδόχων ελληνικών τραπεζών που διέθεταν τα εν λόγω προϊόντα στην ελληνική αγορά, λόγω πλημμελούς πληροφόρησής τους από τους αρμόδιους υπαλλήλους¹².

Ακολούθησε στις ΗΠΑ κύμα κρατικοποιήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων που αποδεικνύονταν αφερέγγυα, ενώ στην Ευρώπη τα κράτη μέλη, αγνοώντας τις διατάξεις της ενωσιακής έννομης τάξης, προέβησαν σε πλήθος κρατικών ενισχύσεων¹³ προς τα καταρρέοντα ευρωπαϊκά πιστωτικά ιδρύματα, με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υπό το φόβο γενίκευσης της κρίσης, να «κάνει τα στραβά μάτια».

¹¹ *Bruni-Llewellyn, The Failure of Northern Rock: A Multi Dimensional Case Study, 7 at https://www.suerf.org/docx/s_5d6646aad9bcc0be55b2c82f69750387_2141_suerf.pdf: "In August 2007 the United Kingdom experienced its first bank run in over 140 years. Although Northern Rock was not a particularly large bank (it was at the time ranked 7th in terms of assets) it was nevertheless a significant retail bank and a substantial mortgage lender" [...], 13: "In August 2007, the UK experienced its first bank-run since Overend and Gurney in 1866. In three days around £3 billion of deposits were withdrawn (around 11 percent of the bank's total retail deposits) from a medium sized bank – Northern Rock".*

¹² Βλ. ενδεικτικά τα πραγματικά περιστατικά της Εφαθ 787/2013, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ. Αναφορικά με την προβληματική της ευθύνης της αναδόχου τράπεζας για πλημμελή πληροφόρηση του επενδυτή δυνάμει των διατάξεων του ν. 3606/2007, της ΑΚ 914, 330 και 8 του ν. 2251/1994 βλ. *Αλεξανδρίδου*, Τα επενδυτικά προϊόντα της LehmanBrothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, 132 επ.

¹³ *Ρηγάκου*, Κρατικές Ενισχύσεις για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, σελ. 28 σε υποσ. 60: «Μέχρι τις 31 Μαρτίου 2010, ο συνολικός όγκος των εγκριθέντων καθεστώτων ανακεφαλαιοποίησης από το φθινόπωρο του 2008 ανέρχονταν σε 338,2 δισεκατ. EUR, ενώ μέχρι τα τέλη του 2009 το ποσό ήταν 229 δισεκατ. EUR. Από αυτό το ποσό των 338,2 δισεκατ. EUR, που αντιπροσωπεύει το 2,7% του ΑΕΠ της ΕΕ, χρησιμοποιήθηκαν πραγματικά περίπου 92,3 δισεκατ. EUR. Συγχρόνως, τα εγκριθέντα μέτρα ad hoc ανήλθαν σε 164,9 δισεκατ. EUR, εκ των οποίων χρησιμοποιήθηκαν 149,2 δισεκατ. EUR».

Μετά τα γεγονότα αυτά σημειώθηκαν πολυάριθμες και σημαντικές αλλαγές στο νομοθετικό πλαίσιο στις ΗΠΑ και την Ευρωπαϊκή Ένωση με στόχο την διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την εντατικότερη εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων, αλλά και των φορέων που παρέχουν υπηρεσίες αξιολόγησης προς αποφυγή παρόμοιων φαινομένων στο μέλλον.

Παράλληλα, πλήθος επενδυτών που είχαν απολέσει τα κεφάλαιά τους προσέφευγαν στα δικαστήρια εγείροντας αξιώσεις κατά των εμπλεκόμενων στην εκάστοτε συναλλαγή φορέων. Ωστόσο, εν προκειμένω το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι συνήθως η επιχείρηση που εξέδιδε τα εν λόγω προϊόντα και, συνεπώς, συνδεόταν συμβατικά με τον εκάστοτε επενδυτή είτε θα είχε χρεοκοπήσει είτε θα βρισκόταν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Συνεπώς, η ικανοποίηση του πιστωτή από τον εκδότη εμφανιζόταν ως ένα εγγχείρημα αδύνατο ή πάντως εξαιρετικά δυσχερές, προϋπέθετε δε σε πολλές περιπτώσεις υψηλά έξοδα από τον επενδυτή, προκειμένου να επιτύχει, στο πλέον ιδεατό σενάριο, μερική μόνον ικανοποίηση της απαίτησής του. Την εμπειρία αυτή βίωσαν πιστωτές της LehmanBrothers που είχαν ζημιωθεί από τίτλους εκδόσεώς της και συμμετείχαν στις πτωχευτικές διαδικασίες του άλλοτε επενδυτικού κολοσσού, προκειμένου να ικανοποιηθούν έστω και μερικώς.

Πέραν όμως από τον εκδότη, υπήρχε και ακόμη ένα μέρος που, παρά το γεγονός ότι δεν συνδεόταν συμβατικά με τον μεμονωμένο επενδυτή – πολλές φορές ούτε καν με τον αξιολογούμενο εκδότη – είχε «συμπράξει» υπό μία έννοια στην ως άνω συναλλαγή, διότι είχε δημιουργήσει εμπιστοσύνη στον επενδυτή για το χρηματοπιστωτικό μέσο του εκδότη στο οποίο είχε τοποθετήσει τα κεφάλαιά του. Επρόκειτο για τους Οίκους Αξιολόγησης, στις αξιολογήσεις των οποίων, έως τις απαρχές της χρηματοπιστωτικής κρίσης, το επενδυτικό κοινό απέδιδε τυφλή εμπιστοσύνη. Μία θετική αξιολόγηση από έναν από τους τρεις φημισμένους Οίκους (τους καλούμενους και “BigThree”) αποτελούσε «εγγύηση αξιοπιστίας» για το αξιολογούμενο χρηματοπιστωτικό μέσο και τον εκδότη του.

Πράγματι, οι Οίκοι Αξιολόγησης εντάσσονται σε μία ευρύτερη κατηγορία επαγγελματιών, όπως και οι ελεγκτές, που δραστηριοποιούνται ως περιφερειακοί παίκτες στον χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης ή ως πληροφοριακοί μεσάζοντες στην κεφαλαιαγορά και με τις κρίσεις τους παρέχουν πραγματικό εμπιστοσύνης προς τρίτους μη συμβαλλομένους¹⁴. Το αντικείμενο της παρούσας μελέτης εστιάζεται στο κατά πόσον αυτή η «βάση εμπιστοσύνης» που δημιουργούν οι εν

¹⁴Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων και Χρηματοπιστωτικών Μέσων, σελ. 5.

λόγω οργανισμοί είναι νομικά σημαντική, με την έννοια ότι μπορεί να καταστήσει τον Οίκο Αξιολόγησης οιονεί συμβαλλόμενο μέρος στην καταρτιζόμενη ανάμεσα στον εκδότη και τον επενδυτή σύμβαση, κατά τρόπο ώστε σε περίπτωση μη εκπλήρωσης της ενοχής από μέρους του εκδότη, να παρέχεται μία επιπλέον προστασία στον επενδυτή, ο οποίος εμπιστευόμενος την κρίση του Οίκου Αξιολόγησης, προέβη στη συγκεκριμένη επένδυση, ήτοι να δύναται αυτός να στραφεί κατά του – κατά κανόνα φερέγγυου – Οίκου Αξιολόγησης αιτούμενος αποζημίωση.

2. ΚΥΡΙΟ ΤΜΗΜΑ

A. Η εμφάνιση και λειτουργία των φορέων πιστοληπτικής αξιολόγησης προς τον σκοπό άρσης της εμφανισθείσας πληροφοριακής ασυμμετρίας και οι εγγενείς κίνδυνοι από τη λειτουργία τους

1. Ιστορικό πλαίσιο εμφάνισης των υπηρεσιών αξιολόγησης

Η πρώτη ιστορικά εμφάνιση των υπηρεσιών αξιολόγησης ανατρέχει στις αρχές του 20^{ου} αιώνα. Ο John Moody, ιδρυτής του Οίκου Moody's, θεωρείται ως εκείνος ο οποίος σχεδίασε τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ήδη από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα. Συγκεκριμένα, το 1909 ο Moody δραστηριοποιήθηκε για πρώτη φορά επιχειρηματικά στην ανάλυση μετοχών και ομολογιών του αμερικανικού σιδηροδρόμου. Το σύστημα αξιολόγησης που εισήγαγε ήταν το πρώτο που περιελάμβανε βαθμούς με αλφαβητικά και όχι αριθμητικά σύμβολα σε αποκλίνουσα ιεραρχία της πιστοληπτικής ικανότητας. Πριν την εισαγωγή του εν λόγω συστήματος αξιολόγησης από τον Moody, η H.V. & H.W. Poor Co. το 1968, η John Moody & Co το 1900, η Standard Statistics Bureau το 1906 και η Fitch το 1913 δημοσίευαν και επικαιροποιούσαν οικονομικές πληροφορίες για την αμερικανική βιομηχανία σιδηροδρόμων. Η Poor's Publishing και η Standard Statistics συγχωνεύτηκαν το 1941 για να δημιουργήσουν την S&P το 1941, η οποία απορροφήθηκε από την McGraw-Hill Co. το 1966. Παρά το γεγονός ότι στον ρου της ιστορίας εμφανίστηκαν και άλλοι φορείς πιστοληπτικής αξιολόγησης, όπως, μεταξύ άλλων, οι οργανισμοί Duff & Phelps και Thomson Bank Watch¹⁵, συγχωνεύτηκαν εν συνεχεία με τους τρεις βασικούς, ήτοι τους: Moody's, S&P και Fitch, τους τρεις φορείς πιστοληπτικής αξιολόγησης που αναγνωρίστηκαν από την SEC ως ένας εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής αξιολόγησης (NRSRO) το 1975¹⁶. Σταδιακά οι υπηρεσίες αξιολόγησης των Οίκων Αξιολόγησης επεκτάθηκαν στην Ευρώπη και σε άλλες χώρες ανά την υφήλιο¹⁷.

Τις τελευταίες δεκαετίες, η βιομηχανία αξιολόγησης έχει γνωρίσει εκθετική αύξηση και οι φορείς πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν καθιερωθεί ως «πυλωροί» στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Ένας από τους λόγους που συνέβαλε στην ως άνω ραγδαία ανάπτυξη αποτελεί το αδιαμφισβήτητο κεφάλαιο φήμης που έχουν συρρεύσει μέσα στον περίπου έναν αιώνα δραστηριοποίησής τους. Το αλάθητο των φορέων αξιολόγησης κατά τα έτη πριν την εκδήλωση της

¹⁵ Απορροφήθηκαν το 2000 από τον Οίκο Fitch, ενέργεια η οποία είχε ως συνέπεια την σημαντική αύξηση του μεριδίου αγοράς από τον εν λόγω Οίκο Αξιολόγησης.

¹⁶ Παρά το γεγονός ότι υφίστανται και άλλοι οργανισμοί που παρέχουν υπηρεσίες αξιολόγησης, οι τρεις αυτοί γνωστοί Οίκοι Αξιολόγησης κυριαρχούν στην αγορά των υπηρεσιών αξιολόγησης βλ. *Sack/Juris*, Rating Agencies: Civil Liability Past and Future, NYL, Nov 5, 2007.

¹⁷ Babu, Rating agencies: https://www.iimcal.ac.in/sites/all/files/pdfs/wps_746_0.pdf

παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης είχε δημιουργήσει τυφλή εμπιστοσύνη στους πελάτες¹⁸ και τους επενδυτές στις αξιολογήσεις τους κατά την λήψη επενδυτικών αποφάσεων¹⁹.

Ωστόσο, η μεγάλη επιτυχία των Οίκων Πιστοληπτικής Αξιολόγησης πρέπει να αποδοθεί ιδίως στην ολιγοπωλιακή φύση της σχετικής αγοράς²⁰, η οποία, τουλάχιστον, έως την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης παρέμενε αρρυθμιστή. Παράλληλα, είχε προσδοθεί στις αξιολογήσεις των τριών Οίκων Αξιολόγησης ρυθμιστική λειτουργία – ιδίως στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής -, καθώς τα εθνικά εποπτικά όργανα παραδοσιακά στηρίζονταν στις αξιολογήσεις των τριών μεγάλων Οίκων για τη μέτρηση της έκθεσης σε κίνδυνο και της κεφαλαιακής επάρκειας, ιδίως των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και των φορέων που παρείχαν επενδυτικές υπηρεσίες²¹.

Να σημειωθεί, πάντως, ότι, διαχρονικά, ανεξαρτήτως του αντικειμένου της αξιολόγησης, οι οικονομικές συνθήκες που οδηγούν στην ανάγκη προσφυγής σε υπηρεσίες αξιολόγησης παραμένουν οι ίδιες. Έτσι, η ανάγκη προσφυγής σε τέτοιου είδους υπηρεσίες επιτείνεται σε συνθήκες ύπαρξης έντονης πληροφοριακής ασυμμετρίας και ιδίως όταν οι ελλείπουσες

¹⁸ Σε αυτό το δημιουργούμενο «πραγματικό εμπιστοσύνης» που δημιουργούν οι Οίκοι Αξιολόγησης στο επενδυτικό κοινό θα αναζητηθεί στην συνέχεια της παρούσας η θεμελίωση ενδοσυμβατικής ευθύνης των πρώτων.

¹⁹ Ενδεικτική του κλίματος εμπιστοσύνης που επικρατούσε πριν την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι η έκθεση της Εθνικής Επιτροπής Των Η.Π.Α. για την Οικονομική Κρίση, όπου αναφέρεται: “thefailuresofcreditratingagencieswereessentialcogsinthewheeloffinancialdestruction. The three credit rating agencies were key enablers of the financial meltdown.. The mortgage –related securities at the heart of the crisis could not have been marketed and sold without their seal of approval. Investors relied on them, often blindly. In some cases, they were obligated to use them, or regulatory capital standards were hinged on them. The crisis could not have happened without the rating agencies. Their ratings helped the market soar and their downgrades through 2007 and 2008 wreaked havoc across markets and firms”, US, The Financial Crisis Enquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, The Financial Crisis Inquiry Commission Pursuant to Public Law 111-21, January 2011, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.

²⁰ Ωστόσο υπάρχουν και φωνές που υποστηρίζουν ότι τυχόν επίταση του ανταγωνισμού στην αγορά των υπηρεσιών παροχής αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας θα είχε αρνητική επίδραση στην φερεγγυότητα των αξιολογήσεων, διότι θα επέτεινε το φαινόμενο του “ratingshopping”. Ως παράδειγμα επικαλούνται τη δραματική αύξηση των αξιολογήσεων ως επενδυτικού βαθμού χρηματοπιστωτικών μέσων μετά την απόκτηση σημαντικού μεριδίου της αγοράς από τον Οίκο Fitch στις αρχές του 2000. Βλ. *Becker/Milbourn, How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*: http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-051_13e0275c-a3a4-48bd-a86a-2324d5d70b57.pdf

²¹ Αξίζει να σημειωθεί ότι στο πλαίσιο της ενωσιακής έννομης τάξης με τον Κανονισμό (ΕΕ) 1060/2009 και τους τροποποιητικούς αυτού επιχειρείται η ρυθμιστική απαξίωση από τις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Ειδικότερα, στον CRAIII περιλαμβάνεται πλήθος διατάξεων προς επίτευξη του εν λόγω σκοπού. Μεταξύ άλλων προβλέπεται ότι τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν πλέον την υποχρέωση να πραγματοποιούν δικές τους αξιολογήσεις, μη βασισόμενα αποκλειστικά και μηχανιστικά σε εξωτερικές αξιολογήσεις, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (EAKAA) οφείλει να μην κάνει στις κατευθυντήριες γραμμές, στις συστάσεις και στα σχέδια τεχνικών προτύπων της, αναφορά σε αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης, οι εκδότες δομημένων ομολόγων πρέπει να δημοσιοποιούν συγκεκριμένα στοιχεία σχετικά με τους τίτλους αυτούς και, τέλος, οι εκδότες των εν λόγω τίτλων πρέπει να αναθέτουν την αξιολόγηση των προϊόντων αυτών σε τουλάχιστον δύο Οίκους Αξιολόγησης.

πληροφορίες έχουν εξειδικευμένο χαρακτήρα και, συνεπώς, είναι δυσχερώς ερμηνεύσιμες και αξιοποιήσιμες από τον εκάστοτε ενδιαφερόμενο²².

2. Η έννοια της ασυμμέτρου πληροφόρησης

Ο όρος ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information) αναφέρεται σε καταστάσεις, στις οποίες ο ένας εκ των συμβαλλομένων διαθέτει πληρέστερη και επαρκέστερη πληροφόρηση έναντι του άλλου. Η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι συνήθης κατάσταση όχι μόνον στον χώρο των οικονομικών και δη των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών, αλλά απαντάται σε όλο το φάσμα της καθημερινής ζωής του ανθρώπου, μπορεί δε να έχει εξαιρετικά σημαντικές επιπτώσεις για τον μη διαθέτοντα επαρκή πληροφόρηση.

Περιοριζόμενοι στο πλαίσιο των χρηματοδοτικών συμφωνιών, καλύτερη πληροφόρηση σημαίνει ορθότερες επενδυτικές αποφάσεις και υψηλότερες αποδόσεις. Σε συνθήκες πληροφοριακής «συμμετρίας» η δανειζόμενη επιχείρηση θα δανεισθεί με ένα επιτόκιο που θα αποτυπώνει τον πραγματικό κίνδυνο της χρηματοδότησής της και ο χρηματοδότης θα λάβει επίσης απόδοση αντίστοιχη του εν λόγω κινδύνου. Έτσι, ο δανειζόμενος θα έχει πάντοτε συμφέρον να εκμεταλλευτεί την εγγενή πληροφοριακή ασυμμετρία και να παρουσιάσει εαυτόν ως χαμηλού κινδύνου δανειζόμενο, ώστε να επιτύχει φθηνότερη χρηματοδότηση της επιχείρησής του²³.

Ο επενδυτής καλούμενος να τοποθετήσει τα κεφάλαια του στους εκδιδόμενους από μία εταιρεία τίτλους, δεν γνωρίζει παρά ελάχιστα σχετικά με την οικονομική πορεία και τις προοπτικές της αιτούμενης χρηματοδότηση εταιρείας. Αδυναμία άρσης αυτής της πληροφοριακής ασυμμετρίας θα μπορούσε να οδηγήσει – σε ένα ακραίο σενάριο - ακόμη και σε κλείσιμο των αγορών, διότι ακόμη και εταιρείες με εξαιρετικές προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης θα δυσκολεύονταν να ανεύρουν χρηματοδότηση, διότι οι επενδυτές και εν γένει οι χρηματοδότες θα ήταν εξαιρετικά επιφυλακτικοί στον δανεισμό των κεφαλαίων τους.

Για τον λόγο αυτόν και επιβάλλεται νομοθετικά η περιοδική δημοσιοποίηση αξιόπιστων πληροφοριών – οικονομικών στοιχείων των εταιρειών, προς άρση ή έστω περιορισμό του προβλήματος της πληροφοριακής ασυμμετρίας. Έτσι, το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας καθιερώνει

²² Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων & Χρηματοπιστωτικών Μέσων, σελ. 12.

²³ Στην κλασική περίπτωση όπου ο χρηματοδότης είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα, προβαίνει προ της χορήγησης πιστώσεων στο καλούμενο “screening”, ήτοι διαχωρίζει τους υψηλού κινδύνου δανειζομένους από τους χαμηλού κινδύνου δανειζομένους.

την υποχρεωτική δημοσιότητα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων²⁴. Η υποχρέωση αυτή επιβάλλεται τόσο στις εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά ανώνυμες εταιρείες όσο και στις μη εισηγμένες. Με τον τρόπο αυτόν θεωρείται ότι λαμβάνουν την αναγκαία ενημέρωση για τα τεκταινόμενα στην επιχείρηση το σύνολο των πιθανών ενδιαφερομένων προσώπων, ήτοι μέτοχοι, πιστωτές, πελάτες, προμηθευτές και επενδυτές. Για όλα αυτά τα πρόσωπα, η δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας επιτελούν και έναν ρόλο προστασίας των κεφαλαίων τους. Τυχόν παραποίηση των οικονομικών στοιχείων όχι μόνον δεν επιτελεί τον σκοπό της άρσης της πληροφοριακής ασυμμετρίας, αλλά αντίθετα δύναται να τον εντείνει.

Στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς οι απαιτήσεις πληροφόρησης του κοινού αυξάνονται. Έτσι, καταρχάς, προβλέπεται η υποχρεωτική έκδοση ενημερωτικού δελτίου, σε περίπτωση διάθεσης τίτλων στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά, κατά τις διατάξεις του ν. 3401/2005. Μέσω του ενημερωτικού δελτίου ο εκδότης παρέχει στο επενδυτικό κοινό το σύνολο των απαραίτητων πληροφοριών, βάσει των οποίων δύναται οι τελευταίοι να λάβουν μία ορθή επενδυτική απόφαση²⁵.

Στη δευτερογενή δε κεφαλαιαγορά οι απαιτήσεις διαρκούς πληροφόρησης του κοινού κλιμακώνονται έτι περαιτέρω. Το πλαίσιο της πληροφόρησης καταστρώνεται στον ν. 3556/2007 και περιλαμβάνει τακτική, μέσω της ετήσιας και της εξάμηνης οικονομικής έκθεσης, αλλά και των τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων, και έκτακτη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Όσο εντείνονται, λοιπόν, οι κίνδυνοι από την υφιστάμενη πληροφοριακή ασυμμετρία, τόσο αυστηρότερη γίνεται και η υποχρέωση ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού από τον εκδότη.

Αν δε η πληροφοριακή ασυμμετρία είναι ζήτημα που διαπνέει το σύνολό των συναλλακτικών σχέσεων, είναι πολύ εντονότερο στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών προϊόντων λόγω της ίδιας της φύσης των. Διότι τα προϊόντα αυτά δεν έχουν υπόσταση, αλλά απλώς υπόσχονται κάποιες χρηματορροές ή οφέλη στο μέλλον. Έτσι, όπως ο αγοραστής ενός μεταχειρισμένου αυτοκινήτου θα επιθυμεί να προβεί μέσω ενός μηχανικού σε έλεγχο της ποιότητας του αυτοκινήτου που προτίθεται να αγοράσει, αντίστοιχα και ένας επενδυτής χρηματοπιστωτικού τίτλου έχει την ίδια ακριβώς ανάγκη και επιθυμία, να γνωρίζει δηλαδή την ποιότητα του προϊόντος που σκοπεύει να αποκτήσει. Ωστόσο, στην τελευταία αυτή περίπτωση ο εν λόγω έλεγχος είναι κατά πολύ δυσχερέστερος.

²⁴ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, σελ. 428.

²⁵ Προβλέπεται δε ειδική αστική ευθύνη σε περίπτωση έκδοσης αναληθούς ή ανακριβούς ενημερωτικού δελτίου κατά τη διάταξη του άρθρου 25 του ν. 3401/2005.

3. Επίταση της ανάγκης για παροχή υπηρεσιών αξιολόγησης υπό τις σύγχρονες οικονομικές συνθήκες

Τις τελευταίες δεκαετίες εμφανίζεται εντεινόμενη η ανάγκη για προσφυγή σε υπηρεσίες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας εμπόρων και χρηματοπιστωτικών μέσων. Αυτό οφείλεται, ιδίως, στην τροποποίηση του προτύπου της επιχειρηματικής χρηματοδότησης που έλαβε χώρα κατά την ίδια περίοδο παγκοσμίως. Πράγματι, ιδίως οι μεγάλες επιχειρήσεις, εγκαταλείπουν την χρηματοδότηση από πιστωτικά ιδρύματα, μέσω παραδοσιακών συμβάσεων δανείου του άρθρου ΑΚ 806, και αναζητούν πλέον χρηματοδότηση μέσω της Κεφαλαιαγοράς διά της έκδοσης χρηματοπιστωτικών μέσων σταθερού εισοδήματος²⁶.

Συνέπεια της ως άνω αλλαγής στον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι η επίταση του πληροφοριακού χάσματος²⁷ που υφίσταται ανάμεσα σε χρηματοδότη και χρηματοδοτούμενο. Έτσι, στη θέση του πιστωτικού ιδρύματος ως χρηματοδότη, υπεισέρχεται πλέον το επενδυτικό κοινό, ο δεσμός του οποίου με τον χρηματοδοτούμενο – νομικός και οικονομικός - είναι σαφώς χαλαρότερος έναντι του αντίστοιχου που δημιουργείται διά της καταρτίσεως μίας σύμβασης δανείου ανάμεσα στο πιστωτικό ίδρυμα και τον εκάστοτε δανειολήπτη στο πλαίσιο χορήγησης ενός επιχειρηματικού δανείου²⁸. Το επενδυτικό κοινό δεν δύναται να προβεί ούτε σε εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας του χρηματοδοτούμενου, όπως συμβαίνει στην περίπτωση χορήγησης τραπεζικού δανείου, ούτε δύναται να προσχωρήσει ο εκάστοτε επενδυτής σε ατομικές διαπραγματεύσεις με τον χρηματοδοτούμενο. Από την άλλη πλευρά, το χρηματοδοτούν πιστωτικό ίδρυμα θα προβεί με κάθε δυνατό μέσο σε πλήρη έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας²⁹ της

²⁶ Ενδεικτικά της τάσης αυτής είναι όσα αναφέρονται στην εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003 «Ομολογιακά δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις»: «1. Στην έντονα ανταγωνιστική αγορά του ευρωπαϊκού χώρου η δυσκολία χρηματοδότησης των φερέγγυων ελληνικών επιχειρήσεων με έκδοση ομολογιακών δανείων λόγω του υφιστάμενου νομοθετικού πλαισίου, ενείχε τον κίνδυνο να οδηγηθούν οι επιχειρήσεις στην αναζήτηση κεφαλαίων και σε επενδύσεις εκτός ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Στο πλαίσιο αυτό ήταν απαραίτητη η θέσπιση στην Ελλάδα ενός σύγχρονου, πλήρους, αλλά και συμβατού με την οικογένεια δικαίων στην οποία ανήκει το ελληνικό δίκαιο πλέγματος διατάξεων, που θα διασφαλίσουν τη δημιουργία τόσο της χρηματοπιστωτικής όσο και της εξωχρηματοπιστωτικής αγοράς ομολόγων που εκδίδονται στα πλαίσια ομολογιακών δανείων ιδιωτικών επιχειρήσεων, καθώς επίσης και η θέσπιση διατάξεων που να επιτρέπουν την τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα (securitization). Με τον τρόπο αυτόν, η Ελληνική Κεφαλαιαγορά θα αποκτήσει πληρότητα προς όφελος των επιχειρήσεων και της εθνικής οικονομίας».

²⁷ Το πληροφοριακό χάσμα, η πληροφοριακή ασυμμετρία έχει την έννοια ότι η γνώση της επιχείρησης για τα οικονομικά της δεδομένα και τις προοπτικές της αναγκαία υπερέρχει της αντίστοιχης γνώσης του επενδυτή.

²⁸ Πρόκειται για το φαινόμενο της καλούμενης «αποδιαμεσολάβησης» στο πλαίσιο της παροχής χρηματοδοτήσεων, βλ. *Μαστρομανώλη*, οπ. παρ., σελ. 14.

²⁹ Μάλιστα, στο πλέον πρόσφατο νομοθετικό πλαίσιο της Ε.Ε. αναφορικά με την καταναλωτική και τη στεγαστική πίστη, ο έλεγχος της πιστοληπτικής ικανότητας διαμορφώνεται πλέον ρητά ως υποχρέωση και όχι απλώς δυνατότητα του χορηγούντος την πίστωση πιστωτικού ιδρύματος. Πράγματι, τόσο το άρθρο 8 της Οδηγίας 2008/48/ΕΚ για την καταναλωτική πίστη, όσο και το άρθρο 18 της Οδηγίας 2014/17/ΕΕ για τη στεγαστική πίστη προβλέπουν υποχρέωση

οντότητας που αιτείται χρηματοδότηση και θα μεριμνήσει, σε κάθε περίπτωση, να λάβει προσωπικές και εμπράγματος εξασφαλίσεις προς κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου και διασφάλιση των συμφερόντων του. Άλλωστε, τα πιστωτικά ιδρύματα είναι επιχειρήσεις με υψηλό βαθμό οργάνωσης και εξειδίκευσης των υπηρεσιών που παρέχουν στο κοινό.

Περαιτέρω παράγοντας που επιτείνει την ανάγκη πληροφόρησης στον χώρο της κεφαλαιαγοράς αποτελεί το γεγονός ότι οι τίτλοι της κεφαλαιαγοράς δεν μπορούν να δώσουν στους επενδυτές μία ασφαλή εικόνα αναφορικά με την ποιότητα των δικαιωμάτων που ενσωματώνουν κατά τα αναφερόμενα και ανωτέρω. Μόνον εφόσον ο επενδυτής διαθέτει επαρκή πληροφόρηση αναφορικά με τους τίτλους στους οποίους επιδιώκει να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του εξασφαλίζεται η ιδιωτική του αυτονομία, διότι μόνον τότε δύναται να λάβει μία ορθολογική απόφαση σύμφωνη με τις επιδιώξεις και τους επενδυτικούς του στόχους³⁰.

Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, το εξεταζόμενο πρόβλημα της πληροφοριακής ασυμμετρίας ανάμεσα σε χρηματοδότη και χρηματοδοτούμενο επέτεινε, όπως σημειώθηκε ήδη στην εισαγωγή της παρούσας, και η εκτεταμένη χρήση της μεθόδου της τιτλοποίησης των απαιτήσεων προς περιορισμό της έκθεσης, ιδίως των πιστωτικών ιδρυμάτων, στον πιστωτικό κίνδυνο, με συνέπεια την περαιτέρω περιπλοκή των σχέσεων χρηματοδοτών και χρηματοδοτουμένων.

4. Οι οίκοι αξιολόγησης και οι εγγενείς από τη λειτουργία τους κίνδυνοι

Το ως άνω δημιουργούμενο πληροφοριακό χάσμα κλήθηκαν τελικώς στην σύγχρονη οικονομική ζωή να καλύψουν οι φορείς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ήτοι, όπως έχει επικρατήσει να αποκαλούνται, οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (CreditRatingAgencies – CRAs, ΟΑΠΙ). Οι τελευταίοι αποτελούν φορείς που αναλαμβάνουν, έναντι αντιπαροχής, την αξιολόγηση εμπόρων και εκδοτών χρηματοπιστωτικών μέσων. Το κόστος λειτουργίας των φορέων αυτών δεν φέρει το κοινωνικό σύνολο, αλλά οι ενδιαφερόμενοι που προστρέχουν στις υπηρεσίες αξιολόγησης, ήτοι κατά κανόνα οι ίδιοι οι αξιολογούμενοι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων. Επειδή, λοιπόν, οι περισσότερες αξιολογήσεις είναι διαθέσιμες στο

των πιστωτικών ιδρυμάτων να προβούν σε έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειολήπτη πριν την χορήγηση της πίστωσης.

³⁰ Λιάπης, Αποζημίωση των επενδυτών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σελ. 26, κατά τον οποίο «η πληροφόρηση είναι ένα εργαλείο για την πραγμάτωση τόσο της θεσμικής προστασίας της αγοράς όσο και της ατομικής προστασίας του επενδυτή».

ευρύ κοινό άνευ οποιασδήποτε επιβαρύνσεώς του και διαχέονται χωρίς να μειώνεται η αξία τους, ένα «δημόσιο αγαθό» γεννιέται³¹.

Έτσι, οι Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης εκπληρώνουν μία σημαντική λειτουργία στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, καθώς «διαμεσολαβούν» ανάμεσα σε χρηματοδότες και χρηματοδοτούμενους, γεφυρώνοντας το πληροφοριακό χάσμα μεταξύ των³². Οι αξιολογήσεις τους αξιοποιούνται τόσο από επίδοξους επενδυτές και τους εκδότες, όσο και από εποπτικές αρχές. Αν δεν υφίσταντο οι Οίκοι Αξιολόγησης, κάθε επενδυτής ξεχωριστά θα έπρεπε να προβαίνει σε μία τέτοια αξιολόγηση, υποβαλλόμενος συνεπώς σε υψηλά κόστη, και, επομένως, η λειτουργία των εν λόγω φορέων δημιουργεί οφέλη ως προς την αποδοτικότητα. Συνεπώς, η λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης μειώνει το κόστος της πληροφόρησης, αυξάνει τον αριθμό των πιθανών δανειστών – επενδυτών και προάγει την ρευστότητα στις αγορές³³.

Αυτά τα οφέλη αυξάνονται έτι περαιτέρω από το γεγονός ότι οι εν λόγω φορείς έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες και διαθέτουν εμπειρία, τεχνογνωσία και εξειδικευμένες γνώσεις και μεθοδολογία, στοιχεία που δεν πρέπει να θεωρούνται δεδομένα για τον κάθε μεμονωμένο επενδυτή³⁴. Πράγματι, οι Οίκοι Αξιολόγησης διαθέτουν χαρακτηριστικά και προδιαγραφές που τους καθιστούν τους πλέον κατάλληλους φορείς να αναλάβουν την πλήρωση του πληροφοριακού κενού που δημιούργησαν οι σύγχρονες οικονομικές συνθήκες.

Καταρχάς, όπως θα αναφερθεί και κατωτέρω, αντικείμενο της αξιολόγησης αποτελεί η στάθμιση από τους εν λόγω φορείς του πιστωτικού κινδύνου ενός χρηματοπιστωτικού μέσου ή εταιρείας. Η εν λόγω διεργασία προϋποθέτει άριστα καταρτισμένο προσωπικό και εις βάθος εξειδίκευση και τεχνογνωσία. Η χρηματοπιστωτική αγορά αποτελεί ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο πεδίο δραστηριοποίησης και συνεπώς απαιτείται η συνεχής παρακολούθηση των εξελίξεων και η προσαρμοστικότητα της αξιολόγησης στις σύγχρονες τάσεις της αγοράς. Το δύσκολο αυτό

³¹ Schwarcz, Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis, 3 Utah L. Rev. 1109, 1120-1121 (2008).

³² Στο πλαίσιο της Κεφαλαιαγοράς εμφανίζονται περισσότεροι οργανισμοί που παρέχουν διαμεσολαβητικές υπηρεσίες, όπως πιστωτικά ιδρύματα, επενδυτικοί σύμβουλοι, διαχειριστές κεφαλαίων, ανάδοχοι, ορκωτοί ελεγκτές, οικονομικοί αναλυτές, οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και ο οικονομικός τύπος. Βλ. Λιάπης, Αποζημίωση των Επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, σελ. 27.

³³ Petit, "Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law" (2011) 7 (3) *European Competition Journal*, p. 588. L.J. White, "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis", paper presented at the *Conference on the Role of Credit Reporting Systems in the International Economy*, The World Bank, Washington D.C., 1-2 March 2001, p. 4.

³⁴ Matthias Lehman, Civil Liability of Rating Agencies, Draft version: <https://www.lse.ac.uk/collections/law/projects/lef/Rating%20Agencies%20Civil%20Liability%20-%20Part%201.pdf>

εγχείρημα μόνον από εταιρείες με υψηλό βαθμό οργάνωσης, εξειδίκευσης και εμπειρίας δύναται να επιτευχθεί.

Άλλωστε, προκειμένου να επιτευχθεί η αντικειμενικότητα και η αμεροληψία των αξιολογήσεων – πράγμα που είναι και το ζητούμενο – πρέπει να ακολουθείται από τον Οίκο Αξιολόγησης συγκεκριμένη μεθοδολογία, η οποία θα παραλλάσσει, μόνον όταν οι συνθήκες το δικαιολογούν. Στο πλαίσιο των διενεργούμενων από τον ίδιο Οίκο Αξιολόγησης αξιολογήσεων, μόνον εύλογες διαφοροποιήσεις μπορούν να δικαιολογήσουν απόκλιση από την καθιερωμένη μεθοδολογία και τα παγιωμένα κριτήρια αξιολόγησης. Ωστόσο, είναι γνωστό ότι δεν ακολουθεί το σύνολο των Οίκων Αξιολόγησης την αυτή μεθοδολογία, αλλά μεταξύ αυτών υφίστανται διαφορές, πράγμα που δημιουργεί και έναν υγιώς λειτουργούντα ανταγωνισμό μεταξύ των εν λόγω επιχειρήσεων σε ένα ολιγοπωλιακό, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, περιβάλλον.

Ωστόσο, σύμφυτος με τη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης είναι ο κίνδυνος της σύγκρουσης συμφερόντων³⁵. Πράγματι, από τη δεκαετία του 1970³⁶, οπότε και τέθηκε σε εφαρμογή η αρχή «ο εκδότης πληρώνει» (issuerpays), σύμφωνα με την οποία το κόστος της κατάρτισης της αξιολόγησής βαρύνεται ο ίδιος ο αξιολογούμενος, έχει ανακύψει μία σύγκρουση συμφερόντων από την πλευρά του Οίκου Αξιολόγησης. Κατά την αναζήτηση αξιολόγησης, έκαστος εκδότης επιδιώκει να λάβει τον υψηλότερο δυνατό βαθμό αξιολόγησης της πιστοληπτικής του ικανότητας³⁷, διότι αυτό θα μεταφράζεται και σε μείωση του κόστους χρηματοδότησής του³⁸. Πράγματι, όσο υψηλότερη αξιολόγηση λάβουν τα εκδιδόμενα από τον αξιολογούμενο χρηματοπιστωτικά μέσα, τόσο μικρότερο θα είναι το επιτόκιο δανεισμού, το οποίο αποτυπώνει το κόστος του χρήματος, ήτοι την τιμή για τη χρήση συγκεκριμένου κεφαλαίου για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και τόσο

³⁵ Για τις συγκρούσεις συμφερόντων που αναπτύσσονται ανάμεσα στον εκδότη των τίτλων και τον επενδυτή στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά βλ. *Λιάππης*, οπ. παρ., σελ. 30 επ.

³⁶ *Sack/Stephen*, οπ. παρ.: “Originally, the agencies were compensated by subscriptions paid by interested investors. By the 1970s, however, the agencies changed from an “investor pay” to an “issuers pay” model, in which the issuers themselves generally pay for ratings”.

³⁷ Βλ. Jody Shenn, Fitch blasts S&P grades on Credit Suisse mortgage debt, Mar. 30 2012, www.bloomberg.com. “Ratings being assigned by Standard & Poor’s in a \$730 million mortgage – bond deal by Credit Suisse Group AG (CGGN) are too high, according to Fitch Ratings. “While asked to provide feedback on the transaction, Fitch was ultimately not asked to rate the deal due to the agency’s more conservative credit stance”, the New York – based ratings firm said today in an e-mailed statement. The so-called credit enhancement, or protection for investors against defaults on the underlying loans, on top – rated classes totals 8 percent, compared with the 9.75 percent that Fitch would demand even when considering “high quality mortgage collateral”, the firm said. Other portions of the transaction are also getting inflated rankings, Fitch said. Rating companies have stepped up their public criticism of grades from competitors after investors and lawmakers accused them of lowering standards to win business as issuer practiced so-called ratings shopping during the credit bubble that began to burst in 2007, sparking a global financial crisis. A report by a Senate investigative panel last year described the industry as engaging in a “race to the bottom”.

³⁸ Βλ. *Möllers /Niedorf*, Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A more efficient European Law?, ECFR 2014, 336.

περισσότερο εμπορεύσιμα θα καταστούν³⁹. Όπως θα αναλυθεί ειδικότερα κατωτέρω, ακριβώς στο σημείο αυτό εντοπίζεται και μία διάσταση των συμφερόντων του αξιολογούμενου σε σχέση προς τον τρίτο επενδυτή από τις υπηρεσίες αξιολόγησης.

Πέραν, ωστόσο, του γεγονότος ότι ο Οίκος Αξιολόγησης αμείβεται από τον αξιολογούμενο για να προβεί στην αξιολόγησή του, συχνά οι φορείς αυτοί παρέχουν – πάντοτε έναντι αντιτίμου - στις εταιρείες συμβουλευτικές υπηρεσίες για τον τρόπο δόμησης ενός χρηματοπιστωτικού προϊόντος, το οποίο κατόπιν καλούνται να αξιολογήσουν. Ήδη στην εισαγωγή της παρούσας μελέτης έγινε αναφορά στην συμβολή των Οίκων Αξιολόγησης στη κατάστροψη των Δομημένων Ομολόγων (CDOs). Στις περιπτώσεις αυτές θα μπορούσε να λεχθεί ότι, υπό μία έννοια, ο Οίκος Αξιολόγησης λαμβάνει ταυτόχρονα τη θέση του αξιολογούντος και του αξιολογούμενου. Και είναι προφανές ότι ο Οίκος Αξιολόγησης θα αξιολογήσει με τον υψηλότερο δυνατό βαθμό ένα προϊόν στη δημιουργία του οποίου έχει ο ίδιος συμπράξει και έχει παράσχει την τεχνογνωσία του⁴⁰⁴¹, άλλως θα έθετε σε κίνδυνο την ίδια τη φήμη του.

Υπό τις συνθήκες αυτές, καθίσταται φανερό ότι η ύπαρξη του κινδύνου σύγκρουσης συμφερόντων είναι σύμφυτη με την παροχή των υπηρεσιών αξιολόγησης από τους φορείς πιστοληπτικής αξιολόγησης.

5. Το αντικείμενο της υπηρεσίας αξιολόγησης: Η εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου

Αντικείμενο της παρεχόμενης από τον Οίκο Αξιολόγησης υπηρεσίας αποτελεί η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου (creditrisk, risqué decredit), της πιστοληπτικής ικανότητας του

³⁹ Βλ. το εδ. γ' επ. της δέκατης σκέψης του Προοιμίου του Κανονισμού (ΕΕ) 462/2013: «Η επιλογή και η αμοιβή του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την αξιολογούμενη οντότητα (το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει») δημιουργεί εγγενείς συγκρούσεις συμφερόντων. Σύμφωνα με το πρότυπο αυτό, υπάρχουν κίνητρα που ενθαρρύνουν τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να εκδίδουν εφησυχαστικές αξιολογήσεις σχετικά με τον εκδότη, προκειμένου να εξασφαλίσουν μακροχρόνια επαγγελματική σχέση που θα τους εγγυάται έσοδα ή να εξασφαλίσουν πρόσθετες εργασίες και έσοδα [...] Επομένως, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται βάσει του προτύπου ο εκδότης πληρώνει μπορούν να γίνονται αντιληπτές ως αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εξυπηρετούν τον εκδότη μάλλον παρά ως αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που χρειάζεται ο επενδυτής».

⁴⁰ Ο κίνδυνος αυτός αναγνωρίζεται ρητά και στο ενωσιακό νομοθετικό πλαίσιο που ακολούθησε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Έτσι, η σκέψη 22 του προοιμίου του Κανονισμού (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 ορίζει: «Για την αποφυγή δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εστιάζουν την επαγγελματική δραστηριότητά τους στην έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Δεν θα πρέπει να επιτρέπεται σε έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες ή γνωμοδοτήσεις. Ειδικότερα, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει να διατυπώνουν προτάσεις ή συστάσεις σχετικά με το σχεδιασμό διαρθρωμένου χρηματοπιστωτικού μέσου».

⁴¹ Coffee, “The Mortgage Meltdown and Gatekeeper Failure”, NYLJ, Sept. 20, 2007: “Unlike the traditional rating process in which an enterprise can do little to change its risk characteristics in anticipation of an issuance, in structured finance, the rating agency is an active part of structuring the deal”.

αξιολογούμενου εκδότη ή χρηματοπιστωτικού μέσου⁴². Η έννοια του πιστωτικού κινδύνου δεν αποτελεί νομική έννοια. Αναφέρεται στον κίνδυνο μη εκπλήρωσης ή μη προσήκουσας εκπλήρωσης των συμβατικών υποχρεώσεων που έχει αναλάβει ένας εκδότης χρηματοπιστωτικών μέσων διά της διάθεσης αυτών στο επενδυτικό κοινό. Συγκεκριμένα, και κατά τους ορισμούς των ίδιων των Οίκων Αξιολόγησης, ο πιστωτικός κίνδυνος συνίσταται στην ικανότητα ή την βούληση ενός εκδότη, όπως μία εταιρεία ή μία κυβέρνηση κράτους ή πολιτείας, να ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις, στο σύνολό τους και εμπρόθεσμα⁴³.

Πράγματι, βασική παράμετρος για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου αποτελεί η «αθέτηση» συμβατικών υποχρεώσεων (default). Στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου, η αθέτηση συμβατικής υποχρέωσης καταλαμβάνει κάθε μορφής παθολογία της ενοχής, ήτοι τόσο την αδυναμία παροχής, όσο και την υπερημερία του οφειλέτη και την πλημμελή εκπλήρωση. Έτσι, για παράδειγμα, στην περίπτωση μίας σύμβασης ομολογιακού δανείου, αθέτηση μπορεί να συνιστά η μη εξόφληση από την χρηματοδοτούμενη εταιρεία του ποσού των τόκων ή του κεφαλαίου μίας ομολογίας, η υπαίτια καθυστέρηση εξόφλησής των ή η μερική εξόφληση αυτών.

Πέραν, ωστόσο, από τις ως άνω μορφές αθέτησης που προβλέπονται από το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο, συνηθέστατα οι ίδιες οι συμβατικές διατάξεις (της σύμβασης ανάμεσα στον εκδότη και τον επενδυτή) θα καθορίζουν τα γεγονότα που συνιστούν «αθέτηση»⁴⁴. Έτσι, μεταξύ άλλων, μπορεί να συμφωνηθεί ότι αθέτηση συνιστά η καθυστέρηση στην εξόφληση ομολογίας ή οποιασδήποτε άλλης οφειλής από την ομολογία, η λύση της εταιρείας του εκδότη ή η ανάκληση τυχόν διοικητικής πράξης που ενέκρινε τη σύστασή του, η συγχώνευση του εκδότη με άλλη επιχείρηση, η μεταβίβαση από μέρους του Εκδότη ουσιωδών περιουσιακών στοιχείων, η παύση πληρωμών, η πτώχευση, ή η θέση του Εκδότη σε αναγκαστική διαχείριση ή ειδική εκκαθάριση κλπ. Ιδίως δε στην περίπτωση δημόσιας προσφοράς χρηματοπιστωτικού μέσου, οι συμβατικοί όροι της αθέτησης αποτυπώνονται κατά κανόνα και στο ενημερωτικό δελτίο που καταρτίζεται από τον εκδότη του εν λόγω μέσου. Συχνά, πάντως, και οι ίδιοι οι Οίκοι Αξιολόγησης κατονομάζουν τις

⁴² Ορισμός της έννοιας της «αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» περιέχεται στο άρθρο 3 (α) του Κανονισμού (ΕΕ) 1060/2009, όπου αναφέρεται: «ως αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας νοείται γνώμη σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα μιας οντότητας, ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, προνομιούχων μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, ή του εκδότη ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, προνομιούχων μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία εκδίδεται μέσω καθιερωμένου και καθορισμένου συστήματος αξιολόγησης με κατηγορίες αξιολόγησης».

⁴³ Βλ. S&P, “Guide to Credit Rating Essentials”, https://www.spratings.com/documents/20184/760102/SPRS_Understanding-Ratings_GRE.pdf/298e606f-ce5b-4ece-9076-66810cd9b6aa

⁴⁴ Σχετικά με άλλα γεγονότα που μπορεί υπό συνθήκες να συνιστούν αθέτηση βλ. *Μαστρομανώλη*, οπ. παρ., σελ. 32-33.

περιπτώσεις που κατά την εφαρμοζόμενη από τους ίδιους μεθοδολογία μπορεί να συνιστούν «αθέτηση».

Οι Οίκοι Αξιολόγησης θεωρούν τις αξιολογήσεις τους ως απλές «γνώμες» αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο, οι οποίες «κοιτάζουν μπροστά», με την έννοια ότι «οι αξιολογήσεις βασίζονται σε τρέχουσες και ιστορικές πληροφορίες και εκτιμούν την πιθανή επίδραση προβλέψιμων μελλοντικών γεγονότων». Ωστόσο, επισημαίνουν ότι οι αξιολογήσεις, παρά το γεγονός ότι μπορούν να χρησιμοποιηθούν από επενδυτές και γενικά συμμετέχοντες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου που κάνουν βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, δεν αποτελούν εγγύηση ότι η επένδυση θα αποδώσει⁴⁵.

Μάλιστα, εναγόμενοι οι Οίκοι Αξιολόγησης στα δικαστήρια των ΗΠΑ, παραδοσιακά επικαλούνταν προς υπεράσπισή των την ελευθερία της γνώμης, που στα καθ' ης μας κατοχυρώνεται στο άρθρο 14 του Συντάγματος. Σύμφωνα με το επιχείρημα αυτό, η συνταγματική προστασία εμποδίζει την έγερση ιδιωτικών αξιώσεων έναντι των Οίκων Αξιολόγησης κατά τις περί αστικής ευθύνης διατάξεις.

Στο πλαίσιο της ελληνικής έννομης τάξης, το άρθρο 14 του Συντάγματος κατοχυρώνει το ατομικό δικαίωμα της ελεύθερης έκφρασης και διάδοσης ιδέας και γνώμης. Προστατεύεται, μάλιστα, ομοίως και ο καλούμενος «εμπορικός λόγος», ήτοι ιδέες και γνώμες που εκφέρονται στο πλαίσιο οικονομικής ή κερδοσκοπικής δραστηριότητας του εκφέροντος αυτές, υπό την προϋπόθεση ότι καθίσταται σαφές στους αποδέκτες ότι εν προκειμένω πρόκειται για τέτοιο λόγο. Συνεπώς, και η έκφραση εμπορικής γνώμης με αντικείμενο την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ενός εκδότη ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου φαίνεται, καταρχήν, να εμπίπτει στο βεληνεκές της προστασίας του άρθρου 14 του Συντάγματος⁴⁶.

Μία προσεκτικότερη ανάγνωση του της παρ. 1 του άρθρου 14, ωστόσο, χωρίς να αναιρεί το ως άνω συμπέρασμα, μας οδηγεί σε περαιτέρω επεξεργασία του ζητήματος. Πράγματι κατά τη διάταξη αυτή «Καθένας μπορεί να εκφράζει και να διαδίδει προφορικά, γραπτά και διά του τύπου

⁴⁵Βλ. S&P, “Guide to Credit Rating Essentials”: As part of its ratings analysis, Standard & Poor’s evaluates available current and historical information and assesses the potential impact of foreseeable events. For example, in rating a corporation as an issuer of debt, the agency may factor in anticipated ups and downs in the business cycle that may affect the corporation’s creditworthiness. While the forward looking opinions of rating agencies can be of use to investors and market participants who are making long- or short-term investment and business decisions, credit ratings are not a guarantee that an investment will pay out or that it will not default”: https://www.spratings.com/documents/20184/760102/SPRS_Understanding-Ratings_GRE.pdf/298e606f-ce5b-4ece-9076-66810cd9b6aa

⁴⁶Δαγτόγλου, Συνταγματικό Δίκαιο, Ατομικά Δικαιώματα, σελ. 412.

τους στοχασμούς του τηρώντας τους νόμους του κράτους». Επομένως, στην εν λόγω διάταξη έχει τεθεί από τον συνταγματικό νομοθέτη μία επιφύλαξη υπέρ του νόμου. Ως νόμος θα πρέπει να θεωρηθεί και το πλέγμα των διατάξεων που ακολουθούν στο επόμενο μέρος της παρούσας μελέτης περί της αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης.

Άλλωστε, κατά την άποψη του γράφοντος, η εκφερόμενη από τους Οίκους Αξιολόγησης κρίση δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι ανταποκρίνεται στο πρότυπο του «στοχασμού» της παρ. 1 του άρθρου 14 του Συντάγματος. Διότι πρόκειται περί «στοχασμού», κρίσης, γνώμης που εν τοις πράγμασι, ιδίως προ της εκδήλωσης της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, είχε προσλάβει οιονεί ρυθμιστική λειτουργία και που, ακόμη και σήμερα, κατέχει ιδιαίζουσα θέση για τους συμμετέχοντες στον χώρο της κεφαλαιαγοράς. Η γνώμη ενός φορέα, στον οποίο το ίδιο το εποπτικό δίκαιο είχε περιβάλει με κύρος και αίγλη, δεν μπορεί να εξομοιωθεί με την οποιαδήποτε μη έχουσα ρυθμιστική λειτουργία γνώμη. Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να γίνει δεκτή μία έστω συρρίκνωση της συνταγματικής προστασίας στην προκειμένη περίπτωση. Γιατί η αξιολόγηση δεν παύει παρά να θεμελιώνεται σε ένα σταθερό γνωσιολογικό υπόβαθρο που επιτρέπει στον Οίκο Αξιολόγησης να πιθανολογήσει την πιστοληπτική ικανότητα εκδοτών και χρηματοπιστωτικών μέσων, γεγονός που τη διαφοροποιεί από την απλή υποκειμενική γνώμη. Ο ιστορικός νομοθέτης είναι βέβαιο ότι δεν ήθελε να συμπεριλάβει στο βεληνεκές της συνταγματικής προστασίας μία τόσο ιδιαίζουσα περίπτωση «γνώμης», χαρακτηριζόμενη τελικώς ως τέτοια μόνον από τους ίδιους τους εκφέροντες αυτήν.

B. Η αστική ευθύνη των οίκων αξιολόγησης

1. Εισαγωγικά

Από την ανάλυση που προηγήθηκε αναφορικά με τη θέση των Οίκων Αξιολόγησης στο σύγχρονο οικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον και τις λειτουργίες που επιτελούν, προκύπτει ότι αποτελούν επαγγελματίες που παρέχουν μία «βάση εμπιστοσύνης» στο επενδυτικό κοινό. Πράγματι, το επενδυτικό κοινό λαμβάνει πολύ σοβαρά υπόψη, κατά την επιλογή της επένδυσης στην οποία προβαίνει, τις αξιολογήσεις των εν λόγω φορέων, όπως αναδείχθηκε κατά τα έτη προ της εκδήλωσης της κρίσης.

Το ζήτημα της αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης αναφέρεται στην αποκατάσταση, με τη μορφή της χρηματικής αποζημίωσης, της ζημίας που προκαλείται στους αποδέκτες των υπηρεσιών αξιολόγησης, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις του θεμελιωτικού της ευθύνης κανόνα δικαίου, ήτοι κατά κανόνα υπαιτιότητα του αξιολογούντος, παρανομία ή αθέτηση συμβατικής υποχρέωσης (ανάλογα με το είδος της ευθύνης) και αιτιώδης σύνδεσμος ανάμεσα στον νόμιμο λόγο ευθύνης και τη ζημία του αποδέκτη της υπηρεσίας. Ωστόσο, ως αναφέρθηκε και ανωτέρω, οι αποδέκτες της πληροφόρησης που παρέχουν οι φορείς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και, ως εκ τούτου, οι πιθανοί δανειστές της αξίωσης αποζημίωσης, είναι περισσότεροι, πολλές φορές απροσδιόριστου αριθμού, τιθεμένης έτσι της ανάγκης για κάποιον περιορισμό της ευθύνης των.

Έτσι, μεταξύ των πιθανών αποδεκτών μπορεί να συγκαταλέγονται, καταρχάς, ο ίδιος ο αξιολογούμενος – εταιρεία ή εκδότης χρηματοπιστωτικού μέσου - και, μάλιστα, ανεξάρτητα εάν αυτός ανέθεσε την αξιολόγηση της πιστοληπτικής του ικανότητας σε έναν Οίκο Αξιολόγησης ή εάν ο τελευταίος αυτοβούλως προέβη στην εν λόγω αξιολόγηση. Επίσης, επενδυτές που απέκτησαν χρηματοπιστωτικά μέσα στην πρωτογενή αγορά, εμπιστευόμενοι τις περιεχόμενες στο ενημερωτικό δελτίο των τίτλων πληροφορίες, μεταξύ των οποίων και κάποια αξιολόγηση Οίκου Αξιολόγησης⁴⁷. Τέλος, επενδυτές που απέκτησαν χρηματοπιστωτικά μέσα στη δευτερογενή αγορά, εμπιστευόμενοι ομοίως τον βαθμό αξιολογικής κατάταξης που προσέδωσε σε αυτά κάποιος Οίκος Αξιολόγησης.

⁴⁷ Λιάπης, οπ. παρ., σελ. 27: «Οι διαμεσολαβητικές επιχειρήσεις μπορούν να εκπέμψουν προς τους επενδυτές με τη συμμετοχή τους σε μια έκδοση επενδυτικών τίτλων ή με την αξιολόγηση της εκ μέρους τους ένα μήνυμα υπέρ της ποιότητας μιας επένδυσης». Βλ. επίσης Μαστρομανώλη, οπ. παρ., σελ. 272 επ.

Αναλόγως, πάντως, αν πρόκειται για ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης έναντι του αξιολογούμενου ή έναντι του επενδυτικού κοινού – στην πρωτογενή ή δευτερογενή αγορά⁴⁸ – διαφοροποιούνται, λόγω και της διαφορετικής σχέσης που συνδέει τα δύο μέρη αλλά και του διάφορου βαθμού εγγύτητας, και οι νομικές βάσεις και οι προϋποθέσεις, υπό τις οποίες θα μπορούσε να καταφαθεί ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης. Αντικείμενο της παρούσας μελέτης αποτελεί η δυνατότητα θεμελίωσης αστικής ευθύνης έναντι των επενδυτών, συνεπώς, η ανάλυση που ακολουθεί εστιάζει στην σχέση μεταξύ Οίκου Αξιολόγησης και επενδυτή. Ενδιαφέρον βέβαια παρουσιάζει και το ζήτημα της αστικής ευθύνης του Οίκου Αξιολόγησης έναντι του αξιολογούμενου από πλημμελή εκπλήρωση των υποχρεώσεων του πρώτου, με τις ειδικότερες διακρίσεις του, ήτοι αν πρόκειται για παροχή υπηρεσίας αξιολόγησης βάσει καταρτισθείσας μεταξύ των σύμβασης ή αν ο Οίκος Αξιολόγησης αυτοβούλως αναλαμβάνει την πρωτοβουλία αξιολόγησης ενός εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου. Στην περίπτωση αυτή, η συνήθης μορφή ζημίας του εκδότη θα έγκειται στην αύξηση του κόστους χρηματοδότησής του ή ακόμη και στην αδυναμία χρηματοδότησής του, σε περίπτωση που, λόγω πλημμελούς εκπλήρωσης της παροχής του αξιολογούντος, λάβει μία αξιολόγηση δυσμενέστερη της πραγματικής πιστοληπτικής του ικανότητας.

Ένα σύστημα αστικής ευθύνης των φορέων αξιολόγησης είναι απαραίτητο προς τον σκοπό της προάσπισης των ιδιωτικών συμφερόντων αξιολογούμενων και επενδυτών. Άλλωστε, η κατασταλτική δύναμη και μόνον της προοπτικής να ενεργοποιηθεί στο μέλλον ένα σύστημα αστικής ευθύνης, με απροσδιόριστο μάλιστα αριθμό αιτούντων έννομης προστασίας, είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη της απλής επιβολής διοικητικών κυρώσεων, το κόστος των οποίων άλλωστε ο παραβιάζων μπορεί πάντοτε να προϋπολογίσει. Από την άλλη πλευρά, πρέπει να τεθούν περιορισμοί σε ενδεχόμενη ευθύνη των φορέων αξιολόγησης έναντι των τρίτων επενδυτών, δεδομένου ότι σε αντίθετη περίπτωση διακυβεύεται η ίδια η υπόσταση των εν λόγω οργανισμών σε περίπτωση εσφαλμένης ή ανακριβούς αξιολόγησης. Να σημειωθεί εξ αρχής ότι το εν λόγω ζήτημα δεν έχει απασχολήσει ακόμη την ελληνική νομολογία και δεν υφίστανται σχετικές αποφάσεις ελληνικών δικαστηρίων.

Όπως παρουσιάστηκε ανωτέρω, η σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα στα τρία μέρη, ήτοι αξιολογούμενο, Οίκο Αξιολόγησης και επενδυτή, έχει ως εξής: ο Οίκος Αξιολόγησης συνδέεται συμβατικά - αν και όχι απαραίτητως στις περιπτώσεις που αναλαμβάνει αυτοβούλως την εκπόνηση

⁴⁸ Για την έννοια της πρωτογενούς και της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς βλ. *Λιάπης*, *οπ. παρ.*, σελ. 19 επ.

της αξιολόγησης - με τον αξιολογούμενο, ο δε αξιολογούμενος συνδέεται συμβατικά με τον επενδυτή, στο πλαίσιο μίας σύμβασης χρηματοδότησης. Αντίθετα, ανάμεσα στον Οίκο Αξιολόγησης και τον επενδυτή δεν υφίσταται συμβατικός δεσμός. Ο Οίκος Αξιολόγησης είναι τρίτος στη σχέση εκδότη και επενδυτή, όπως τρίτος είναι και ο επενδυτής στη σχέση ανάμεσα στον εκδότη και τον Οίκο Αξιολόγησης. Ωστόσο, παρά την έλλειψη οποιασδήποτε συμβατικής σχέσης ανάμεσα στους δύο τελευταίους, τόσο ο Οίκος Αξιολόγησης γνωρίζει ότι τα αξιολογούμενα χρηματοπιστωτικά μέσα πρόκειται να απευθυνθούν σε συγκεκριμένους επενδυτές, όσο και οι επενδυτές λαμβάνουν – σοβαρά μάλιστα – υπόψη τους την εκπονηθείσα από τον Οίκο Αξιολόγησης αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη ενόψει πραγματοποίησης της επένδυσής τους.

Ο Οίκος Αξιολόγησης, επειδή συγκεντρώνει τις ιδιότητες που αναφέρθηκαν ανωτέρω, παρά το γεγονός ότι είναι τρίτος ως προς τη σχέση μεταξύ αξιολογούμενου και επενδυτή, επηρεάζει – σε σημαντικό βαθμό - με τις πληροφορίες και τις κρίσεις του τον σχηματισμό της δικαιοπρακτικής βούλησης του επενδυτή. Εάν οι πληροφορίες που εμπεριέχονται στην αξιολόγηση αυτή δεν είναι ακριβείς, είναι πιθανό ο επενδυτής να αχθεί στη σύναψη μίας σύμβασης, η οποία θα αποβεί επαχθέστερη ή λιγότερο επωφελής από ό,τι φαινόταν με βάση τις πληροφορίες του Οίκου Αξιολόγησης, ο οποίος πάντως δεν έχει αναλάβει συμβατικές δεσμεύσεις έναντι των επενδυτών, οι οποίοι ενδεχομένως στήριζαν τη δικαιοπρακτική τους βούληση, μεταξύ άλλων, και στην αξιολόγηση.

2. Το είδος της ευθύνης

Η αρχή της υπαιτιότητας αποτελεί βασική αρχή που διέπει το ελληνικό δίκαιο της αστικής ευθύνης. Έτσι για να καταφαθεί ευθύνη ενός προσώπου προς αποζημίωση πρέπει, κατά κανόνα, να συντρέχει και η προϋπόθεση της υπαιτιότητας. Με άλλα λόγια, για να υπάρχει ευθύνη πρέπει να υπάρχει και υπαιτιότητα. Η αρχή της υπαιτιότητας συνάγεται από τις διατάξεις των άρθρων 330 ΑΚ και 914 ΑΚ, αναφορικά με τις δύο ευρύτερες κατηγορίες ευθύνης που προβλέπονται στον ΑΚ, ήτοι την ενδοσυμβατική και την αδικοπρακτική, αντίστοιχα.

Εξαιρετικής σημασίας είναι, εν προκειμένω, ιδίως η διάταξη του άρθρου 330 ΑΚ, διότι, αφενός, καθιερώνει γενικά για κάθε περίπτωση ευθύνης από προϋφιστάμενη ενοχή την αρχή της υπαιτιότητας, αφετέρου, αποτυπώνει τους δύο βαθμούς υπαιτιότητας που αναγνωρίζει ο νόμος –

δόλο και αμέλεια – και προσδιορίζει την έννοια της αμέλειας. Είναι, λοιπόν, σαφές ότι η εν λόγω διάταξη έχει ευρύτερη σημασία για το σύστημα ευθύνης του ΑΚ⁴⁹.

Να σημειωθεί ότι μπορεί να προβλέπονται εξαιρέσεις από την αρχή της υπαιτιότητας είτε από τον ίδιο τον νόμο είτε με συμφωνία των μερών (πρόκειται για τις καλούμενες ρήτρες απαλλαγής ή περιορισμού της ευθύνης). Αναλόγως εάν ακολουθείται η αρχή της υπαιτιότητας ή όχι, η ευθύνη διακρίνεται σε υποκειμενική (ή πταισματική) και αντικειμενική. Στην περίπτωση της υποκειμενικής ευθύνης απαιτείται η συνδρομή της προϋπόθεσης της υπαιτιότητας, ενώ, αντίθετα, στις περιπτώσεις αντικειμενικής ευθύνης – που είναι εξαιρετικές – ο δράστης ευθύνεται και χωρίς να είναι υπαίτιος. Μία ενδιάμεση κατηγορία ευθύνης – που στην ουσία είναι υποκατηγορία της υποκειμενικής ευθύνης – συνιστά η νόθος αντικειμενική ή νόθος υποκειμενική ευθύνη. Στις περιπτώσεις αυτές, η ευθύνη είναι μεν υποκειμενική, αλλά το πταίσμα του οφειλέτη τεκμαίρεται (μαχητός) ότι συντρέχει και εναπόκειται στον τελευταίο να αποδείξει την μη συνδρομή εν προκειμένω της προϋπόθεσης της υπαιτιότητας. Η εν λόγω κατασκευή αποτελεί εκδήλωση της αρχής της εύνοιας προς τον δανειστή, εφόσον καθιερώνει – κατ' απόκλιση από τους ισχύοντες δικονομικούς κανόνες - αντιστροφή του βάρους αποδείξεως.

Λόγοι που δικαιολογούν την απόκλιση από την αρχή της υπαιτιότητας είναι, μεταξύ άλλων, η επιείκεια προς τον ζημιωθέντα, η προστασία της εμπιστοσύνης που έχει δείξει ο ζημιωθείς σε δηλώσεις του ζημιώσαντος, το γεγονός ότι ο ζημιώσας αντλεί οφέλη από τη ζημιογόνα δραστηριότητά του⁵⁰, το γεγονός ότι η δραστηριότητα του ζημιώσαντος αποτελεί πηγή κινδύνων για τους τρίτους και, συνεπώς, τους κινδύνους αυτούς πρέπει να επωμίζονται τα πρόσωπα που τους δημιουργούν κλπ.

Στην εξεταζόμενη περίπτωση, ίσως θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η συμπεριφορά του Οίκου Αξιολόγησης που δημιουργεί εμπιστοσύνη στους επενδυτές μπορεί να θεωρηθεί ότι αποτελεί πηγή κινδύνων, εφόσον η αξιολόγηση διεξήχθη πλημμελώς και κατά παράβαση των οικείων κανόνων. Ωστόσο, τυχόν εξαίρεση από την αρχή της υπαιτιότητας πρέπει να γίνεται δεκτή με εξαιρετική προσοχή και φειδώ. Πράγματι, εν προκειμένω τυχόν αποδοχή αντικειμενικής ευθύνης των φορέων αξιολόγησης θα ήταν υπερβολικά επαχθής για τους οργανισμούς αυτούς, δυνάμενη να

⁴⁹ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, σελ.

⁵⁰ Αυτός π.χ. είναι ο λόγος της καθιέρωσης αντικειμενικής ευθύνης του πλοιοκτήτη σε περίπτωση που προκληθεί ζημία από ρύπανση στη θάλασσα. Ο πλοιοκτήτης, είτε εκμεταλλεύεται ο ίδιος το πλοίο είτε όχι, αντλεί οφέλη από τη ζημιογόνο αυτή δραστηριότητα και, συνεπώς, πρέπει να βαρύνεται και με την αντίστοιχη ευθύνη. Ωστόσο και στην περίπτωση της ευθύνης του πλοιοκτήτη για ζημία που προκαλείται από ρύπανση στη θάλασσα, η ευθύνη του είναι μεν αντικειμενική, πλην όμως περιορισμένη.

πλήξει την ίδια την υπόστασή τους, σε περίπτωση αδυναμίας εξασφάλισης της αναγκαίας ασφαλιστικής κάλυψης. Σε κάθε περίπτωση, θα αποτυπωνόταν σε άνοδο των αμοιβών για την παροχή των υπηρεσιών αξιολόγησης, δεδομένου ότι ο κίνδυνος αυτός θα μετακυλύοταν στους αντισυμβαλλομένους των φορέων αυτών.

Κατά την άποψη του γράφοντος, η λύση πρέπει να αναζητηθεί στην μεσότητα και να προκριθεί η νόθος αντικειμενική ευθύνη των εν λόγω οργανισμών. Πράγματι, σε περίπτωση αμιγούς υποκειμενικής ευθύνης, ο στρεφόμενος κατά του Οίκου Αξιολόγησης, επενδυτής ή εκδότης, θα βρισκόταν ενόψει τεράστιας δυσχέρειας να αποδείξει, δεδομένης της εξαιρετικά τεχνικής φύσης της παρεχόμενης υπηρεσίας και του υψηλού βαθμού εξειδίκευσης που απαιτεί, την αμέλεια του Οίκου Αξιολόγησης στην κατάρτιση συγκεκριμένης αξιολόγησης. Παράλληλα, σε περίπτωση υιοθέτησης συστήματος νόθου αντικειμενικής ευθύνης, ο Οίκος Αξιολόγησης θα είχε τη δυνατότητα ενώπιον του Δικαστηρίου να αποδείξει, πράγμα ευχερές σε αυτόν, ότι τηρήθηκαν όλοι οι κανόνες επιμελείας κατά την κατάρτιση της αξιολόγησης και, κατ' αυτόν τον τρόπο, να απαλλαγεί από οιαδήποτε ευθύνη του προς αποζημίωση.

3. Οι δυνατές νομικές βάσεις

I. Ανάλυση απευθείας συμβατικής υποχρέωσης εκπλήρωσης του Οίκου Αξιολόγησης έναντι των επενδυτών

Συμβατική ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης έναντι συγκεκριμένου επενδυτή γεννάται αναμφίβολα στην περίπτωση που η υποχρέωση κατάρτισης ορθής και πλήρους αξιολόγησης αναφορικά με κάποιο χρηματοπιστωτικό μέσο ή εκδότη από πλευράς του Οίκου Αξιολόγησης αποτέλεσε αντικείμενο σύμβασης ανάμεσα στον Οίκο Αξιολόγησης και τον επενδυτή.

Στην περίπτωση αυτή πράγματι υφίσταται προσωπικός δεσμός ανάμεσα στον δανειστή-επενδυτή και στον οφειλέτη-Οίκο Αξιολόγησης. Επενδυτής και Οίκος Αξιολόγησης εν προκειμένω απαρτίζουν τα μέρη της συμβατικής σχέσης. Τα πρόσωπα αμφοτέρων των συμβαλλομένων είναι εξ αρχής ορισμένα. Έτσι, ο επενδυτής έχει δικαίωμα να απαιτήσει την εκπλήρωση της παροχής από τον Οίκο Αξιολόγησης, σε περίπτωση δε μη εκπλήρωσης ή μη προσήκουσας εκπλήρωσης της παροχής από τον Οίκο Αξιολόγησης, γεννάται δευτερογενής αξίωση του επενδυτή προς αποζημίωση, υπό τις γενικές προϋποθέσεις της ενδοσυμβατικής ευθύνης όπως καταστρώνονται στον ΑΚ.

Στις περιπτώσεις αυτές, εφαρμογής θα τύχει και η διάταξη του άρθρου 729 του ΑΚ, όπου καθιερώνεται ευθύνη εκείνου που έδωσε συμβουλή ή σύσταση για τη ζημία που προκλήθηκε από αυτήν, μόνο σε περίπτωση συμβατικής ανάληψης της ευθύνης αυτής ή σε περίπτωση που ενήργησε με δόλο. Δηλαδή καθιερώνεται καταρχήν το ανεύθυνο εκείνου που δίνει τη συμβουλή ή τη σύσταση και, μόνον κατ' εξαίρεση, ευθύνεται ο τελευταίος εάν με τη σύμβαση ανέλαβε την ευθύνη για την ορθότητα και την ακρίβεια της συμβουλής, της σύστασης ή της πληροφορίας ή εάν αυτός έδωσε δολίως επιβλαβή για τον άλλον συμβουλή ή του παρείχε εν γνώσει αναληθή πληροφορία, προκειμένου να τον ζημιώσει⁵¹.

Ωστόσο, στη συναλλακτική πρακτική δεν συνηθίζεται η απευθείας ανάληψη υποχρέωσης εκπλήρωσης του Οίκου Αξιολόγησης έναντι μεμονωμένου επενδυτή. Αντιθέτως, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, ο Οίκος Αξιολόγησης επιλαμβάνεται στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων, είτε κατόπιν αιτήματος του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου, ο οποίος αναζητά με τον τρόπο αυτό «φθηνότερη» χρηματοδότηση της επιχείρησής του, είτε αυτοβούλως. Στις περιπτώσεις αυτές δεν καταρτίζεται σύμβαση ανάμεσα στον Οίκο Αξιολόγησης και στον επενδυτή, παρά μόνον – στην πρώτη εξ αυτών – μεταξύ Οίκου Αξιολόγησης και αξιολογούμενου. Για τους επενδυτές, ωστόσο, η σύμβαση αυτή είναι «υπόθεση επιχειρηθείσα μεταξύ άλλων» (resinteralliosacta).

Ερευνητέο εν συνεχεία κατά πόσον μπορεί να θεωρηθεί ότι ανάμεσα στον Οίκο Αξιολόγησης και τον μεμονωμένο επενδυτή καταρτίζεται σιωπηρώς σύμβαση με αντικείμενο την παροχή πληροφοριών από τον πρώτο στον δεύτερο. Πράγματι, η δήλωση βουλήσεως προς κατάρτιση συμβάσεως μπορεί να συνάγεται έμμεσα και συμπερασματικά από την όλη συμπεριφορά του δηλούντος⁵².

Ωστόσο, εν προκειμένω, δεν είναι δυνατό να διαγνωσθεί στη συμπεριφορά του επενδυτή και του Οίκου Αξιολόγησης βούληση με αντικείμενο την κατάρτιση συμβάσεως παροχής πληροφοριών ή συμβουλών. Άλλωστε, η σύναψη μίας σύμβασης προϋποθέτει κατά τις γενικές αρχές του αστικού δικαίου πρόταση και αποδοχή αυτής. Οι δηλώσεις αυτές βουλήσεως, κατά κανόνα δύο προσώπων, καταλήγουν στην κατάρτιση της σύμβασης όταν συμπέσουν στο έννομο αποτέλεσμα που επιδιώκουν να επιφέρουν⁵³. Η σύμπτωση αυτή πραγματώνεται και διαπιστώνεται με την αποδοχή από το ένα μέρος της πρότασης στην οποία προέβη το άλλο. Εν προκειμένω, ελλειπούσης οποιασδήποτε συναλλακτικής επαφής ανάμεσα στον φορέα αξιολόγησης και τον επενδυτή δεν

⁵¹ Γεωργιάδης, Ενοχικό Δίκαιο Ειδικό Μέρος, Τόμος II, σελ. 65.

⁵² Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, σελ. 290.

⁵³ Παπαντωνίου, Γενικές αρχές του αστικού δικαίου, σελ. 301.

μπορεί να διαγνωσθεί ούτε πρόταση προς κατάρτιση σύμβασης με το ανωτέρω περιεχόμενο ούτε αποδοχή αυτής. Πράγματι, θα αποτελούσε νομική ακροβασία να γίνει δεκτό ότι εν προκειμένω ο Οίκος Αξιολόγησης συμβάλλεται, έστω και σιωπηρώς με τον επενδυτή, παρά την εν γένει γνώση του πρώτου ότι οι αξιολογήσεις του θα συνεκτιμηθούν κατά τη διαμόρφωση της επενδυτικής απόφασης του τελευταίου. Αυτή η γενική γνώση άνευ υπάρξεως σύμπτωσης των δηλώσεων βουλήσεως διά προτάσεως και αποδοχής, δεν αρκεί.

Στις περιπτώσεις, λοιπόν, αυτές αποκλείεται από την ίδια την αρχή της σχετικότητας των ενοχών η έγερση αξίωσης από μέρος του επενδυτή σε βάρος του Οίκου Αξιολόγησης βάσει των διατάξεων της ενδοσυμβατικής ευθύνης. Η αρχή της σχετικότητας των ενοχών οράται θετικά και αρνητικά. Θετικά σημαίνει τη δέσμευση της βούλησης του ενός συμβαλλομένου απέναντι στον άλλον. Αρνητικά σημαίνει ότι τρίτα πρόσωπα δεν μπορούν να αποκτήσουν δικαιώματα ή υποχρεώσεις από την μεταξύ άλλων προσώπων ενοχική σχέση⁵⁴. Και εάν στην ανωτέρω περίπτωση, ήτοι την περίπτωση της απευθείας ανάληψης συμβατικής υποχρέωσης του Οίκου Αξιολόγησης έναντι του επενδυτή ενδιέφερε η θετική όψη της αρχής της σχετικότητας των ενοχών, κρίσιμη εν προκειμένω είναι η αρνητική όψη αυτής. Εφόσον, λοιπόν, μεταξύ επενδυτή και Οίκου Αξιολόγησης δεν υφίσταται συμβατικός δεσμός, μόνη λύση για τους ζημιώθεντες επενδυτές φαίνεται καταρχήν η προσφυγή στις διατάξεις για τις αδικοπραξίες. Ωστόσο, ενδεχόμενη προσφυγή του ζημιωθέντος επενδυτή στις διατάξεις για τις αδικοπραξίες προς έγερση αξίσεων αποζημίωσης έναντι του Οίκου Αξιολόγησης, συνεπάγεται αποδεικτικές δυσχέρειες – συνήθως ανυπέρβλητες – για τον ζημιωθέντα, καθώς στην περίπτωση της αδικοπρακτικής ευθύνης το βάρος απόδειξης όλων των πραγματικών περιστατικών που στοιχειοθετούν τις προϋποθέσεις της αξίωσης, επομένως και την υπαιτιότητα, φέρει ο ζημιωθείς, σύμφωνα με τον γενικό δικονομικό κανόνα⁵⁵, ότι με την απόδειξη βαρύνεται ο ενάγων⁵⁶. Το γεγονός αυτό, ενόψει και της τεχνογνωσίας και των εξειδικευμένων γνώσεων που προϋποθέτει η κατάρτιση μίας αξιολόγησης χρηματοπιστωτικού μέσου, καθιστά υπέρμετρα δυσχερή για το μεμονωμένο επενδυτή την πρόσδοση έστω και αμέλειας στην κατάρτιση της επίμαχης αξιολόγησης. Πράγματι, σε ζητήματα τόσο εξειδικευμένα, όπως λ.χ. η αξιολόγηση ενός δομημένου ομολόγου, θα είναι πολύ δύσκολο για έναν επενδυτή να αποδείξει την αμελή συμπεριφορά του Οίκου Αξιολόγησης που οδήγησε σε μη ανταποκρινόμενο στην πραγματικότητα

⁵⁴ Σταθόπουλος, Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, σελ. 64.

⁵⁵ Βλ. τη διάταξη της παρ. 1 του άρθρου 338 του ΚΠολΔ: «1. Κάθε διάδικος οφείλει να αποδείξει τα πραγματικά γεγονότα που είναι αναγκαία για να υποστηρίξει την αυτοτελή αίτηση ή ανταίτησή του».

⁵⁶ Σταθόπουλος, οπ. παρ., σελ. 295.

βαθμό πιστοληπτικής αξιολόγησης, προκαλώντας του ζημιά, επειδή εμπιστευόμενος τον υψηλό αυτό βαθμό επένδυσε στο εν λόγω ομόλογο.

Το ζητούμενο από τον επενδυτή – και αντικείμενο της παρούσας μελέτης – είναι οι δυνατότητες κάμψης της αρχής της σχετικότητας των ενοχών στην ως άνω περιγραφείσα περίπτωση, ώστε να μπορέσει ο επενδυτής να επωφεληθεί ιδίως του ισχύοντος στην περίπτωση της ενδοσυμβατικής ευθύνης τεκμηρίου υπαιτιότητας του οφειλέτη, απαλλασσόμενος έτσι από το βάρος αποδείξεως της υπαιτιότητας του Οίκου Αξιολόγησης κατά την κατάρτιση της αξιολόγησης που του προκάλεσε τη ζημιά και της θεμελίωσης του παρανόμου.

Να σημειωθεί ότι, ελλείψει της αρχής της σχετικότητας των ενοχών, ο οφειλέτης θα διέτρεχε τον κίνδυνο να βρεθεί αντιμέτωπος με πολλούς και άσχετους προς αυτόν τρίτους, οι οποίοι ωστόσο υφίστανται δυσμενείς οικονομικές συνέπειες, σε περίπτωση παράβασης των συμβατικών υποχρεώσεων του οφειλέτη⁵⁷. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο εν προκειμένω, όπου ο Οίκος Αξιολόγησης, σε περίπτωση που γίνει δεκτή μία κάμψη της αρχής της σχετικότητας των ενοχών κατά τα κατωτέρω αναφερόμενα, θα βρεθεί αντιμέτωπος με αξιώσεις πλήθους επενδυτών, απροσδιορίστου αριθμού, με τους οποίους ουδεμία συμβατική σχέση τον συνέδεε.

Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις, η αυστηρή τήρηση της αρχής της σχετικότητας των ενοχών καταλήγει άδικη, δικαιολογώντας ορισμένες παρεκκλίσεις από την αυστηρή εφαρμογή της. Προς το σκοπό αυτό διερευνώνται στη συνέχεια της παρούσας οι ενδεχόμενες νομικές βάσεις που προσφέρει το ελληνικό αστικό δίκαιο, δυνάμει των οποίων θα μπορούσαν να διαμορφωθούν οι σχέσεις των τριών εμπλεκόμενων μερών – Οίκου Αξιολόγησης, αξιολογούμενου, επενδυτή – και εξετάζονται οι πιθανότητες ευδοκίμησης της επίκλησής των.

II. Η σύμβαση υπέρ τρίτου

Κατά τη θεωρία του γενικού ενοχικού δικαίου, ενοχή είναι η σχέση, με την οποία ένα πρόσωπο έχει υποχρέωση έναντι ενός άλλου σε παροχή, ήτοι σε πράξη ή παράλειψη. Δεν αποκλείεται, ωστόσο, η παροχή του οφειλέτη να συνίσταται και σε πράξη την οποία ο οφειλέτης αναλαμβάνει να τελέσει απέναντι όχι στον αντισυμβαλλόμενο του, αλλά σε κάποιον τρίτο, π.χ. καταβολή αντικειμένου από τον οφειλέτη προς τρίτον. Στην περίπτωση αυτή, ενοχικός δεσμός υφίσταται μεταξύ των δύο συμβαλλομένων και όχι ανάμεσα στον οφειλέτη και στον τρίτον.

⁵⁷ Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, σελ. 166.

Εφόσον ο τρίτος δεν έχει άμεσο ενοχικό δικαίωμα κατά του οφειλέτη να ζητήσει ο ίδιος την παροχή, δεν υπάρχει απόκλιση από την αρχή της σχετικότητας των ενοχών. Ωστόσο, όταν ο τρίτος έχει απαίτηση κατά του οφειλέτη προς εκπλήρωση της παροχής, πρόκειται για παρέκκλιση από την αρχή της σχετικότητας των ενοχών, η οποία εισάγεται νομοθετικά με τη διάταξη του άρθρου 411 του ΑΚ⁵⁸.

Στην τελευταία αυτή περίπτωση, γίνεται λόγος για γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου, οπότε την παροχή μπορεί να ζητήσει από τον οφειλέτη, όχι μόνον ο αντισυμβαλλόμενος δανειστής, αλλά και ο τρίτος, που στην εν λόγω περίπτωση γίνεται και αυτός δανειστής. Την απαίτηση κατά του υποσχεθέντος – οφειλέτη αποκτά ο τρίτος, στην περίπτωση της γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου, απευθείας από την υπάρχουσα μεταξύ των δύο άλλων μερών, ήτοι του υποσχεθέντος και του δέκτη της υπόσχεσης, άνευ οποιασδήποτε δικής του σύμπραξης. Κάθε δε υποσχετική σύμβαση, ετεροβαρής ή αμφοτεροβαρής, μπορεί να καταρτισθεί ως σύμβαση υπέρ τρίτου.

Σύμφωνα πάντως με τον ερμηνευτικό κανόνα της ΑΚ 411, σε περίπτωση αμφιβολίας, γίνεται δεκτό ότι η καταρτισθείσα σύμβαση υπέρ του τρίτου είναι μη γνήσια, ήτοι μόνον ο αντισυμβαλλόμενος δανειστής δύναται να απαιτήσει εκπλήρωση της παροχής του οφειλέτη. Πράγματι, όπως ορίζει η ως άνω διάταξη, για να έχει ο τρίτος άμεσο δικαίωμα κατά του οφειλέτη, πρέπει αυτό να συνάγεται από τη θέληση των συμβληθέντων ή από τη φύση και τον σκοπό της σύμβασης.

Σε κάθε πάντως περίπτωση, ο δέκτης της υπόσχεσης συνάπτει τη σύμβαση υπέρ τρίτου στο όνομά του και όχι στο όνομα του τρίτου. Δεν ενεργεί δηλαδή ο δέκτης της υπόσχεσης ως άμεσος αντιπρόσωπος του τρίτου. Αν συνέβαινε το αντίστροφο, δεν θα γινόταν λόγος για σύμβαση υπέρ τρίτου, αλλά για απλή ενοχική σύμβαση ανάμεσα στον «υποσχεθέντα» και στον αντιπροσωπευόμενο, διότι η δήλωση βουλήσεως του αντιπροσώπου ενεργεί, κατά τη διάταξη του άρθρου ΑΚ 211, υπέρ και κατά του αντιπροσωπευομένου.

Ερευνητέο, συνεπώς, κατά πόσον η σύμβαση που καταρτίζεται ανάμεσα στον Οίκο Αξιολόγησης και τον αξιολογούμενο, μπορεί να θεωρηθεί ότι συγκεντρώνει τα χαρακτηριστικά, καταρχάς, της γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου. Στο πλέγμα των σχέσεων που αναπτύσσονται στις υπηρεσίες αξιολόγησης, ο αξιολογούμενος θα ήταν ο δέκτης της υπόσχεσης, ο Οίκος Αξιολόγησης

⁵⁸ Εξαιρέση από την αρχή της σχετικότητας των ενοχών προβλέπονται και στις διατάξεις των άρθρων 599 παρ. 2 (δυνατότητα του εκμισθωτή κατά τη λήξη της μίσθωσης να απαιτήσει την απόδοση του μισθίου απευθείας από τον υπομισθωτή) και 614 του ΑΚ (δικαιώματα του νέου κτήτορα έναντι του μισθωτή σε περίπτωση εκποίησης του μισθίου)

ο υποσχεθείς και ο επενδυτής θα λάμβανε τη θέση του τρίτου. Τυχόν παραδοχή της ύπαρξης γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου θα σήμαινε ότι ο επενδυτής διατηρεί αξίωση κατά του Οίκου Αξιολόγησης και παράλληλα ότι ο τελευταίος ανέλαβε έναντι του αξιολογούμενου συμβατική υποχρέωση να εκπληρώσει την κύρια παροχή και προς τον τρίτο. Σε περίπτωση δε, μη εκπλήρωσης ή μη προσήκουσας εκπλήρωσης της πρωτογενούς υποχρέωσης προς παροχή από τον Οίκο Αξιολόγησης, θα γεννιόνταν στο πρόσωπο του επενδυτή δευτερογενείς αξιώσεις προς αποζημίωση έναντι του υποσχεθέντος Οίκου Αξιολόγησης.

Ωστόσο, όπως αναλύθηκε ανωτέρω στην παρούσα μελέτη το πλαίσιο των συναλλακτικών σχέσεων ανάμεσα στα τρία μέρη, δεν φαίνεται να συντρέχουν εν προκειμένω οι προϋποθέσεις κατάφασης της ύπαρξης γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου, ούτε καν δε εκείνες της μη γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου. Πράγματι, κατά το συνήθως συμβαίνουν, ο αξιολογούμενος είναι εκείνος που προσφεύγει στον φορέα αξιολόγησης και αιτείται την αξιολόγηση των εκδιδόμενων από εκείνον μέσων χρηματοδότησης, προς τον σκοπό, μέσω της επίτευξης ενός υψηλού βαθμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής του ικανότητας, να επιτύχει μείωση του κόστους χρηματοδότησής του. Από τις σχετικές συμβάσεις ανάμεσα σε αξιολογούντα και αξιολογούμενο δεν προκύπτει θέληση των μερών για παραχώρηση στον επενδυτή δικαιώματος εκπλήρωσης της υποχρέωσης του Οίκου Αξιολόγησης, ούτε συνάγεται κάτι αντίστοιχο από τη φύση και τον σκοπό της σύμβασης. Πράγματι, ο εκάστοτε επενδυτής ουδόλως δύναται να θεωρηθεί ότι έχει ευθεία αξίωση κατά του οφειλέτη Οίκου Αξιολόγησης προς εκπλήρωση της υποχρέωσης που ο τελευταίος έχει αναλάβει έναντι της αξιολογούμενης εταιρείας – εκδότη, ήτοι εμπρόθεσμης και προσήκουσας κατάρτισης αξιολόγησης της πιστοληπτικής της ικανότητας. Αξίωση εκπλήρωσης κατά του Οίκου Αξιολόγησης διατηρεί μόνον ο αξιολογούμενος, ενώ παράλληλα φέρει και τον πλήρη έλεγχο της χρήσης της αξιολόγησης προς όφελος του, ήτοι προς μείωση του κόστους χρηματοδότησης της επιχείρησής του.

Είναι άτοπο να θεωρήσει κανείς ότι ο οποιοσδήποτε επενδυτής λ.χ. της LehmanBrothers μπορούσε να απαιτήσει από τον Οίκο Αξιολόγησης, Moody's, S&P, Fitch εκπλήρωση προς αυτόν της υποχρέωσης που είχε αναλάβει ο Οίκος έναντι της εταιρείας προς κατάρτιση αξιολόγησης, ώστε να γεννώνται και αξιώσεις αποζημίωσης αυτού του τρίτου σε περίπτωση εσφαλμένης αξιολόγησης. Αυτό δε πολύ περισσότερο, καθώς αναφέρθηκε ανωτέρω ότι στην πράξη οι αξιολογούμενοι προέβαιναν στο καλούμενο και ως “ratings shopping”, αδιαφορώντας προφανώς πλήρως για τα συμφέροντα των υποψήφιων επενδυτών.

Με τις ίδιες σκέψεις πρέπει να αποκλεισθεί και η περίπτωση συνδρομής εν προκειμένω μη γνήσιας σύμβασης υπέρ τρίτου, διότι δεν πρόκειται στην εξεταζόμενη περίπτωση για υπόσχεση παροχής υπέρ τρίτου, αλλά η αξιολόγηση συνιστά παροχή προς τον ίδιον τον αξιολογούμενο εκδότη, τουλάχιστον στην τυπική περίπτωση παροχής υπηρεσιών αξιολόγησης.

III. Η σύμβαση με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου

Η κατασκευή της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου δεν έχει ακόμη τύχει εφαρμογής από τα ελληνικά δικαστήρια, παρά το γεγονός ότι υποστηρίζεται στην ελληνική θεωρία. Ο θεσμός της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου⁵⁹ διαπλάστηκε από τη γερμανική θεωρία και νομολογία, συνιστά δε πλέον θεσμό αναμφισβήτητο στο γερμανικό δίκαιο. Έχει την έννοια ότι, ορισμένες παρεπόμενες υποχρεώσεις που απορρέουν από τη σύμβαση θεωρούνται σαν να έχουν συμφωνηθεί και υπέρ ορισμένων άλλων προσώπων, τα οποία δεν μετέχουν στον ενοχικό δεσμό, συνδέονται όμως στενά με το πρόσωπο του δανειστή⁶⁰.

Κατά την παραδοσιακή διδασκαλία, όπως διαμορφώθηκε από τη γερμανική νομολογία, σύμβαση με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου υφίσταται όταν ο οφειλέτης βαρύνεται με καθήκοντα επιμέλειας και προστασίας όχι μόνον έναντι του αντισυμβαλλόμενου του δανειστή, αλλά και έναντι ορισμένων περεταίρω – στενά συνδεομένων πάντως με τον δανειστή - προσώπων. Σε περίπτωση μη προσήκουσας εκπλήρωσης της υποχρέωσης από μέρος του οφειλέτη, η οποία συνεπάγεται για τα τρίτα αυτά πρόσωπα βλάβη, τα τελευταία έχουν απευθείας αξίωση αποζημίωσης κατά του οφειλέτη, κατά τις ισχύουσες για την ενδοσυμβατική ευθύνη διατάξεις⁶¹.

Η κατάφαση δε σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου προϋποθέτει τη συνδρομή τριών προϋποθέσεων. Ειδικότερα, πρέπει, καταρχάς, να υφίσταται εγγύτητα στην παροχή (Leistungsnähe), ο τρίτος δηλαδή πρέπει να έρχεται σε επαφή με την παροχή του οφειλέτη. Κατά δεύτερον, πρέπει να υφίσταται έννομη σχέση πρόνοιας (Fürsorgeverhältnis) ανάμεσα στον τρίτο και τον αρχικό δανειστή της παροχής. Αυτό θα συμβαίνει στις περιπτώσεις, όπου ο ίδιος ο αρχικός δανειστής της παροχής έχει αυξημένες υποχρεώσεις πρόνοιας και προστασίας έναντι του τρίτου. Πεδίο ύπαρξης τέτοιων καταστάσεων αποτελούν ιδίως οι εργασιακές και οικογενειακές σχέσεις.

⁵⁹ Στη θεωρία συναντάται και ο όρος «Ένοχη με προστατευτική τριτενέργεια».

⁶⁰ Γεωργιάδης, σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρ. 410-415 αρ. 19.

⁶¹ Βλ. ΓΕΡΜΑΝΙΚΟΥ ΑΚΥΡΩΤΙΚΟΥ (BGH) Απόφασις της 15 Μάϊου 1959, ΝοΒ 1963, 287, όπου επρόκειτο για σύμβαση πώλησεως αντιοξειδωτικού υλικού σε εργοστασιάρχη, από την ανάφλεξη του οποίου προκλήθηκε βλάβη σε εργάτρια στο εργοστάσιο, διότι ο πωλητής παρέλειψε να επιστήσει την προσοχή του εργοστασιάρχη στο ότι το εν λόγω προϊόν ήταν αναφλέξιμο. Η ζημωθείσα εργάτρια άσκησε αγωγή απευθείας κατά του πωλητή, αιτούμενη αποκατάσταση της προκληθείσας σε αυτή ζημίας.

Τέλος απαιτείται διαγνωσιμότητα (Erkennbarkeit), με την έννοια ότι ο οφειλέτης πρέπει να είναι σε θέση να κατανοήσει ότι ο αντισυμβαλλόμενός του συμβάλλεται μαζί του αποβλέποντας στην ασφάλεια τόσο του ιδίου όσο και των εμπλεκόμενων τρίτων προσώπων.

Οι ως άνω προϋποθέσεις δεν φαίνεται να έχουν στην γερμανική νομολογία όλες την ίδια βαρύτητα. Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται ιδίως στη δεύτερη εξ αυτών, ήτοι στην ύπαρξη σχέσης πρόνοιας και προστασίας ανάμεσα στον δανειστή της παροχής και τον τρίτο, διά της οποίας προϋπόθεσης επέρχεται και ο περιορισμός των δυναμένων να εγείρουν αξιώσεις αποζημίωσης κατά του οφειλέτη προσώπων.

Να σημειωθεί ότι, στις περιπτώσεις αυτές δεν πρόκειται για σύμβαση υπέρ τρίτου (γνήσια ή μη γνήσια), διότι ο οφειλέτης δεν υποχρεούται σύμφωνα με τη σύμβαση σε παροχή προς τον τρίτο, αλλά απλώς απαιτείται από τον οφειλέτη η επίδειξη συμπεριφοράς που να λαμβάνει υπόψη την ανάγκη προστασίας και επιμέλειας τρίτων – πέραν του δανειστή – προσώπων, τα οποία σε περίπτωση ελαττωματικής παροχής ή παράληψης προφυλακτικών μέτρων από μέρους του οφειλέτη – είναι δυνατόν να υποστούν βλάβη.

Έτσι, δεν είναι δυνατό οποιοσδήποτε τρίτος που ζημιώνεται από την προσβολή από μέρους του οφειλέτη της οφειλόμενης από τη σύμβαση επιμέλειας να εγείρει αξίωση αποζημίωσης κατ' αυτού ερειδόμενος στη σύμβαση, στην οποία δεν μετέχει. Αντίθετα, ο οφειλέτης έχει υποχρέωση προστασίας και επιμέλειας μόνο απέναντι σε τρίτα πρόσωπα τα οποία μέσω του δανειστή έρχονται σε επαφή με την παροχή του αντισυμβαλλόμενου του και των οποίων η βλάβη θίγει τελικώς τον ίδιο τον δανειστή, διότι ο τελευταίος έχει υποχρέωση προστασίας και πρόνοιας έναντι των τρίτων – ως προς τη σύμβαση – αυτών προσώπων⁶².

Μία τέτοια επέκταση της εκ της συμβάσεως ευθύνης του οφειλέτη δικαιολογείται, πάντως, μόνον στις περιπτώσεις που αυτός μπορούσε αντικειμενικά να διαγνώσει ότι ο αντισυμβαλλόμενός του δανειστής βασίστηκε στην ασφάλεια τόσο του ιδίου όσο και των ως άνω στενότερα συνδεομένων με αυτόν προσώπων και παράλληλα μόνον υπό την προϋπόθεση ότι πρόκειται για περιορισμένο κύκλο προσώπων που επωφελούνται από την εν λόγω προστασία, ενώ ο οφειλέτης ήταν δυνατόν να λάβει υπόψη του την ύπαρξη τους (προϋπόθεση της διαγνωσιμότητας). Πράγματι,

⁶² «ως είναι ο πατήρ έναντι των ανηκόντων εις την οικογένειάν του και ο εργοδότης έναντι των παρεχόντων αυτό την εργασίαν των. Δεδομένου όθεν ότι είναι ούτοι συνυπεύθυνοι διά το καλόν και το κακόν των προσώπων τούτων, έχουν ούτοι συμφέρον όπως τα εις την προστασίαν αυτών εμπεισιτευμένα πρόσωπα μη βλάπτονται διά παραβάσεων της οφειλόμενης επιμέλειας υπό του αντισυμβαλλόμενου των», NoB 1963, 288.

στις περιπτώσεις των ανηκόντων στην οικογένεια του δανειστή προσώπων και των συνδεομένων με αυτόν με σύμβαση εξαρτημένης εργασίας, οι ως άνω προϋποθέσεις φαίνεται να πληρούνται.

Ως νομική βάση της ενοχής με προστατευτική τριτενέργεια προκρίνεται από τη γερμανική νομολογία η συμπληρωτική κατά την καλή πίστη ερμηνεία της σύμβασης που έχει συναφθεί ανάμεσα στον δανειστή και τον οφειλέτη⁶³. Δεδομένης δηλαδή της ύπαρξης σχέσης προστασίας ανάμεσα στον δανειστή της παροχής και τον τρίτο, τα συμφέροντα του τελευταίου πρέπει να ληφθούν υπόψη από τον ερμηνευτή της, ανάμεσα στους δύο πρώτους, καταρτισθείσας σύμβασης. Δεν απαιτείται να έχει συνομολογηθεί ρητά ή σιωπηρά η τριτενέργεια στη σύμβαση. Η κατά την καλή πίστη ερμηνεία της συμβάσεως επιβάλλει στον οφειλέτη να λαμβάνει υπόψη και το συμφέρον ασφάλειας και προστασίας των στενότερα συνδεομένων με τον δανειστή προσώπων, οπότε σε περίπτωση βλάβης των λόγω παραβίασης επίδειξης επιμελούς συμπεριφοράς από τον οφειλέτη, ο τελευταίος ευθύνεται και έναντι των προσώπων αυτών.

Η παραδοσιακή αυτή διδασκαλία αναφορικά με την ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια έχει υποστεί μεταβολές κατά τον ρου της ιστορίας. Αναφορικά με το εξεταζόμενο στην παρούσα μελέτη ζήτημα ενδιαφέρον παρουσιάζει η μετατόπιση του κέντρου βάρους από την ύπαρξη σχέσης πρόνοιας και προστασίας ανάμεσα στον δανειστή και τον τρίτο, ήτοι το ενδιαφέρον του δανειστή για τον τρίτον, προς την ύπαρξη εγγύτητας του τρίτου σε σχέση με την παροχή του οφειλέτη, καθισταμένου του ενδιαφέροντος του δανειστή για τον τρίτο δευτερεύουσας σημασίας. Η εγγύτητα συνίσταται στο κατά πόσον η παροχή του οφειλέτη είναι προορισμένη να ωφελήσει τον τρίτον ή εάν πιθανές αποκλίσεις από την προσήκουσα εκπλήρωση προδιαγράφεται να βλάψουν αυτόν κατά πρώτο λόγο.

Ο θεσμός της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου αναφέρεται αποκλειστικά στις παρεπόμενες υποχρεώσεις του οφειλέτη της παροχής, κατά τούτο δε διακρίνεται από το θεσμό της σύμβασης υπέρ τρίτου. Οι τρίτοι δεν μπορούν να απαιτήσουν την κύρια παροχή ούτε να ζητήσουν αποζημίωση σε περίπτωση μη εκπλήρωσής της. Βέβαια, καταρχάς, και οι παρεπόμενες υποχρεώσεις υπάρχουν έναντι του δανειστή, ωστόσο, η παράβασή τους μπορεί να επιφέρει ζημία, όχι μόνον σε αυτόν, αλλά και σε τρίτους, για τους οποίους επίσης, κατά τον σκοπό της σύμβασης, είναι προορισμένη η παροχή. Η ελληνική θεωρία στηρίζει τον θεσμό της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου, καταρχήν, στην διάταξη του άρθρου 288 ΑΚ και μόνο δευτερευόντως στη συμπληρωτική ερμηνεία της σύμβασης κατ' άρθρο 200 ΑΚ. Η καλή πίστη,

⁶³ «κατά τας αρχάς της καλής πίστης και τον σκοπό της συμβάσεως» κατά τη διατύπωση της ως άνω απόφασης του BGH.

δηλαδή, επιβάλλει σε τέτοιες περιπτώσεις να αναπτύξουν οι παρεπόμενες υποχρεώσεις ενέργεια και απέναντι σε τρίτα πρόσωπα, εφόσον σύμφωνα με τον σκοπό της σύμβασης προβλεπόταν να κάνουν χρήση της παροχής. Δεν αποκλείεται όμως οι πρόσθετες αυτές υποχρεώσεις προς τον τρίτο να προβλέπονται από τη σύμβαση, είτε ρητώς είτε στο πλαίσιο συμπληρωτικής, κατ' άρθρο 200 ΑΚ, ερμηνείας.

Σε κάθε περίπτωση πάντως, θα πρέπει να αποφεύγεται η υπέρμετρη διεύρυνση της ευθύνης του οφειλέτη, σκοπός που κατά τη γερμανική νομολογία επιτυγχάνεται μέσω των προϋποθέσεων της ύπαρξης σχέσης πρόνοιας ανάμεσα σε δανειστή και τρίτο και της διαγνωσιμότητας. Έτσι, και κατά την ελληνική θεωρία, προστατευτέα πρέπει να θεωρούνται εκείνα μόνον τα πρόσωπα που έχουν κάποιον στενό δεσμό με την ενοχή, ήτοι εκείνα τα πρόσωπα που κατά τον σκοπό και τη φύση της συγκεκριμένης σύμβασης προορίζονται να μετάσχουν σε αυτήν, κάνοντας για παράδειγμα χρήση αυτής. Επίσης, τίθεται ένας ακόμη περιορισμός, με την έννοια ότι ο οφειλέτης πρέπει να γνώριζε ή να μπορούσε αντικειμενικά να διαγνώσει, κατά την ανάληψη της ενοχικής υποχρέωσης, αυτή τη «συμμετοχή» των τρίτων⁶⁴.

Στην περίπτωση της παροχής υπηρεσιών αξιολόγησης οι προϋποθέσεις της ενοχής με προστατευτική τριτενέργεια δεν φαίνεται, κατά τη γνώμη του γράφοντος, να συντρέχουν. Πράγματι, καταρχάς, στην εξεταζόμενη περίπτωση αμφισβητείται κατά πόσον υπάρχει σχέση πρόνοιας και προστασίας ανάμεσα στον αξιολογούμενο και τον επενδυτή. Τα συμφέροντα των δύο αυτών μερών δεν ταυτίζονται αναγκαία⁶⁵. Όπως επανειλημμένως έχει αναφερθεί ανωτέρω, ο αξιολογούμενος έχει συμφέρον να λάβει μία ευνοϊκή αξιολόγηση, πολλές φορές ακόμη και εάν αυτή δεν ανταποκρίνεται

⁶⁴ Σταθόπουλος, οπ. παρ., σελ. 172 επ.

⁶⁵ Παπαδημητρόπουλος, Ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια (ΕΠΤ) Η νεώτερη εξέλιξη του θεσμού στη Γερμανία και προοπτικές για το Ελληνικό Δίκαιο, ΧρΙΔ 2005, 347 επ. όπου και το συναφές με την εξεταζόμενη προβληματική παράδειγμα με τον πραγματογνώμονα: «Αντίστοιχα ισχύουν και στις περιπτώσεις όπου ο πραγματογνώμονας Z, σε εκπλήρωση σχετικής σύμβασης με τον A, συντάσσει μια πραγματογνωμοσύνη, λ.χ. σχετικά με την αξία ενός ακινήτου του A, την οποία ο A σκοπεύει να υποβάλει στον T προκειμένου ο τελευταίος, πεπεισμένος για την ακρίβεια της πραγματογνωμοσύνης, να προβεί στη σύναψη της επιδιωκόμενης από τον A σύμβασης (π.χ. αγορά του εν λόγω ακινήτου ή δανειοδότηση του A με υποθήκη το ακίνητο). Η νομολογία, η οποία δέχεται την προστατευτική τριτενέργεια και συνεπώς την αξίωση αποζημίωσης του T έναντι του Z για λάθη της πραγματογνωμοσύνης, καταφάσκει το ενδιαφέρον του A για την προστασία του T με την αιτιολογία ότι, όποιος βασιζόμενος στις ειδικές γνώσεις κάποιου προσώπου παραγγέλλει μια πραγματογνωμοσύνη για να τη χρησιμοποιήσει ενώπιον τρίτων, ενδιαφέρεται κατά κανόνα να διαθέτει η μελέτη την αντίστοιχη αποδεικτική δύναμη· αυτή ωστόσο διασφαλίζεται μόνο εφόσον ο πραγματογνώμονας (Z) συντάσσει μια κατά το δυνατόν ορθή μελέτη και ευθύνεται για αυτό και έναντι τρίτων αποδεκτών της. Ανεξάρτητα από την πειστικότητα της θεμελίωσης, πόρρω απέχει η επιχειρούμενη σύνδεση των συμφερόντων του A και του T, ως προς την ένταση και την υφή, από τη σύνδεση που πιστοποιείται από μια έννομη σχέση πρόνοιας κατά την έννοια του παραδοσιακού σχήματος. Διότι η πραγματική βούληση του A κατευθύνεται κατά κανόνα στη διασφάλιση των δικών του συμφερόντων, μέσω μιας αισιόδοξης για τον ίδιο πραγματογνωμοσύνης, και συγκεκριμένα στην επωφελή σύναψη της σκοπούμενης σύμβασης με τον T (λ.χ. επίτευξη ευνοϊκών δανειοληπτικών όρων ή υψηλού τιμήματος πώλησης), ανεξάρτητα ακόμη και από πιθανή ζημία του T. Αυτή την κατά τυπικό τρόπο εμφανιζόμενη αντίθεση συμφερόντων μεταξύ A και T δέχεται άλλωστε και η ίδια η γερμανική νομολογία, χωρίς ωστόσο να θεωρεί ότι αποκλείεται για το λόγο αυτό η συμβατική τριτενέργεια».

στην πραγματικότητα αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο των εκδιδόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων, με στόχο να μειωθεί το κόστος της χρηματοδότησης του, ήτοι το επιτόκιο δανεισμού του. Αντίθετα, ο επενδυτής έχει πάντοτε συμφέρον να λάβει μία έγκυρη και ορθή αξιολόγηση, ακόμη και δυσμενή, που αποτυπώνει πλήρως και με ορθότητα τον ενσωματούμενο στο εκάστοτε χρηματοπιστωτικό μέσο πιστωτικό κίνδυνο, ώστε, βάσει της αξιολόγησης αυτής, να γνωρίζει πώς θα τοποθετήσει επικερδώς τα κεφάλαιά του. Στην περίπτωση του επενδυτή, συνεπώς, τυχόν ευνοϊκή αξιολόγηση που έλαβε ο αξιολογούμενος, μη ανταποκρινόμενη όμως στην πραγματική κατάσταση, μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένη απόφαση τοποθέτησης των κεφαλαίων του και, ενδεχομένως, σε περιουσιακές ζημίες του από τη μεταγενέστερη υποβάθμιση και μείωση της αξίας των εν λόγω χρηματοπιστωτικών μέσων, στα οποία επένδυσε εμπιστευόμενος την αξιολόγηση του Οίκου Αξιολόγησης. Αντίθετα, αν η αξιολόγηση είχε αποτυπώσει την πραγματική κατάσταση αναφορικά με το αξιολογούμενο χρηματοπιστωτικό μέσο ή τον εκδότη αυτού, αυτό θα λειτουργούσε αποτρεπτικά για τον επενδυτή, ο οποίος οφείλει στην περίπτωση αυτή να αποδείξει ότι σε περίπτωση που η αξιολόγηση δεν ήταν εσφαλμένη, δεν θα είχε τοποθετήσει τα κεφάλαιά του στο εν λόγω χρηματοπιστωτικό μέσο.

Η ως άνω περιγραφείσα κατάσταση δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι έστω ομοιάζει με την αντίστοιχη του πατέρα σε σχέση με τα ανήκοντα στην οικογένειά του μέλη ή του εργοδότη σε σχέση με το προσωπικό που του παρέχει την εργασία του. Πράγματι, δεν μπορεί κατά τα προεκτεθέντα να θεωρηθεί ότι υφίσταται σχέση πρόνοιας και προστασίας ανάμεσα στον εκδότη και τον επενδυτή. Αλλά ούτε και το κριτήριο της διαγνωσιμότητας μπορεί να θεωρηθεί ότι συντρέχει στην προκειμένη περίπτωση, δεδομένου του απεριόριστου αριθμού των δυναμένων να επενδύσουν στα εκδιδόμενα από συγκεκριμένο εκδότη χρηματοπιστωτικά μέσα⁶⁶. Μέσω του θεσμού του ομολογιακού δανείου επιδιώκεται και επιτυγχάνεται, μεταξύ άλλων, και η διασπορά του κινδύνου, με την απόκτηση ομολογιών από περισσότερους επενδυτές. Ο κύκλος των επενδυτών δεν είναι

⁶⁶ Διαφοριστικά είναι τα κριτήρια που χρησιμοποιεί η αμερικανική νομολογία, προκειμένου να δεχθεί εξομίωση της (ομοιάζουσας με τη σχέση Οίκου Αξιολόγησης και τρίτου) σχέσης ελεγκτή και τρίτου, μεταξύ των οποίων: α) η επιλογή του ελεγκτή από τον απώτερο αποδέκτη και μετέπειτα χρήστη της ελεγκτικής κρίσης, ήτοι από τον τρίτο, β) ρητή ανάληψη από μέρος του ελεγκτή έναντι του ελεγχόμενου, ήτοι με τη μεταξύ τους σύμβαση, ότι ο έλεγχος θα διεξαχθεί και τα πορίσματά του θα προσανατολισθούν στον τρίτο ή σε συγκεκριμένους τρίτους, γ) ρητή επιβεβαίωση από τον ελεγκτή της ταυτότητας των τρίτων και δ) καταβολή της ελεγκτικής αμοιβής από τα πρόσωπα αυτά, τους τρίτους. Βλ. *Μαστρομανώλη*, οπ. παρ., σελ. 208. Από τα ως άνω κριτήρια που χρησιμοποιεί η αμερικανική νομολογία για να δεχθεί ότι η σύμβαση ανάμεσα σε ελεγκτή και ελεγχόμενη αναπτύσσει προστατευτική ενέργεια υπέρ του τρίτου απώτερου αποδέκτη της υπηρεσίας ελέγχου, ούτε ένα δεν φαίνεται να πληρούται στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση, όπου οι δεσμοί ανάμεσα σε επενδυτή και Οίκο Αξιολόγησης εμφανίζονται αισθητά πιο χαλαροί και απρόσωποι, υπό την έννοια ότι ο Οίκος Αξιολόγησης δεν έρχεται σε ουδεμία επαφή με τους επενδυτές ούτε αμείβεται από τους τελευταίους.

δυνατόν να ληφθεί υπόψη από τον Οίκο Αξιολόγησης, κατά την στιγμή που ο τελευταίος καλείται να προβεί στην αξιολόγηση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου της αξιολογούμενης εταιρείας.

Άλλωστε, αν το τελευταίο γινόταν δεκτό, ο Οίκος Αξιολόγησης θα εκτίθετο σε αξιώσεις ενός δυνητικά εξαιρετικά μεγάλου αριθμού θιγομένων προσώπων, σε περίπτωση πλημμελούς εκπλήρωσης της υποχρέωσης του, ήτοι ιδίως σε περίπτωση εσφαλμένης ή αναληθούς αξιολόγησης. Το διακύβευμα μίας αλόγιστης επέκτασης του κύκλου των προσώπων τα οποία δύνανται να στραφούν κατά ενός Οίκου Αξιολόγησης εγείροντας αξιώσεις αποζημίωσης θα ήταν εξαιρετικά σημαντικό. Στην περίπτωση αυτή, οι Οίκοι Αξιολόγησης θα μπορούσαν να υποχρεωθούν στην καταβολή τεράστιων αποζημιώσεων, ιδίως αν ληφθεί υπόψη η φύση των συναλλαγών αναφορικά με τις οποίες καλούνται να παράσχουν υπηρεσίες αξιολόγησης. Και μόνο ο κίνδυνος να βρεθούν αντιμέτωποι με σημαντικό ύψους αξιώσεις αποζημίωσης δυσαρεστημένων επενδυτών θα οδηγούσε σε υψηλότερες αμοιβές για την παροχή των εν λόγω υπηρεσιών ή και σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, σε περίπτωση αδυναμίας των να ανεύρουν ικανή ασφαλιστική κάλυψη για τον ως άνω κίνδυνο.

Όπως δε αναφέρθηκε ανωτέρω, πρέπει να αποφεύγεται η υπέρμετρη διεύρυνση της ευθύνης του οφειλέτη, συνεπώς, πρέπει να γίνονται σεβαστές και οι προϋποθέσεις του θεσμού της σύμβασης με προστατευτική ενέργεια υπέρ τρίτου. Τυχόν αποδοχή ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης έναντι του εκάστοτε μεμονωμένου επενδυτή που βασίστηκε στο βαθμό πιστοληπτικής αξιολόγησης συγκεκριμένου τίτλου και προέβη σε επένδυση, θα αποτελούσε πλήρη αλλοίωση του ως άνω θεσμού. Συνεπώς, κατά την άποψη του γράφοντος δεν πρέπει να γίνει δεκτή η βάση του θεσμού της σύμβασης με προστατευτική τριτενέργεια ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης έναντι των επενδυτών σε περίπτωση πλημμελούς εκπλήρωσης της παροχής του έναντι του οφειλέτη, από την οποία πλημμέλεια προέκυψε ζημία στους ως άνω επενδυτές που εμπιστεύτηκαν την πλημμελή αξιολόγηση.

IV. Η ύπαρξη σχέσης αντιπροσώπευσης ανάμεσα στον αξιολογούμενο και τον επενδυτή

Μία ακόμη δυνατότητα για τη θεμελίωση αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης, που έχει επίσης υποστηριχθεί σποραδικά στη γερμανική και την αμερικανική νομολογία, είναι η θεώρηση της σχέσης ανάμεσα στον εκδότη – αξιολογούμενο και τον επενδυτή ως σχέση αντιπροσώπευσης, όπου αντιπρόσωπος τυγχάνει ο αξιολογούμενος και αντιπροσωπευόμενος ο επενδυτής.

Καταρχάς, μέσω του θεσμού της αντιπροσώπευσης, που διαρθρώνεται στα άρθρα 211 επ. του ΑΚ, επιτυγχάνεται τα αποτελέσματα των δικαιπραξιών να επέρχονται όχι στο πρόσωπο του δικαιπρακτούντος – εν προκειμένω της εταιρείας ή εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου που συμβάλλεται με τον Οίκο Αξιολόγησης – αλλά ευθέως και αμέσως στο πρόσωπο ενός άλλου ενδιαφερομένου⁶⁷ – του επενδυτή, ο οποίος υπό τη θεώρηση αυτή παύει πλέον να είναι τρίτος και θεωρείται ως συμβαλλόμενος μέσω του αντιπροσώπου του – εκδότη με τον φορέα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Η δήλωση βούλησης δηλαδή του αντιπροσώπου ενεργεί αμέσως υπέρ και κατά του αντιπροσωπευομένου, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι γίνεται στο όνομα αυτού και εντός των ορίων της αντιπροσωπευτικής εξουσίας.

Ο θεσμός της αντιπροσώπευσης είναι ιδιαίτερα σημαντικός σε μία εξελιγμένη κοινωνία, όπου πολλές φορές ο κύριος των υποθέσεων δεν θα είναι εκ των πραγμάτων σε θέση για νομικούς ή πραγματικούς λόγους να προχωρήσει ο ίδιος σε ορισμένη δήλωση βουλήσεως και στην κατάρτιση της οικείας δικαιπραξίας. Ερευνητέο, συνεπώς, κατά πόσον δύναται στην εξεταζόμενη περίπτωση να θεωρηθεί ότι υφίσταται ανάμεσα στον επενδυτή και τον αξιολογούμενο σχέση αντιπροσώπευσης, το οποίο θα σήμαινε περαιτέρω ότι ο αξιολογούμενος συμβάλλεται με τον αξιολογούντα και από την εν λόγω σύμβαση ωφελείται και δεσμεύεται όχι ίδιος, αλλά ο επενδυτής.

Να σημειωθεί ότι σε περίπτωση που γινόταν δεκτή η ύπαρξη σχέσης αντιπροσωπεύσεως ανάμεσα στον εκδότη των χρηματοπιστωτικών μέσων και τον επενδυτή, ουσιαστικά βρισκόμαστε στην πρώτη περίπτωση θεμελίωσης της αστικής ευθύνης του Οίκου Αξιολόγησης, που εξετάσαμε ανωτέρω, διότι στην περίπτωση αυτή η σύμβαση καταρτίζεται, επί άμεσης αντιπροσώπευσης, στο όνομα και για λογαριασμό του αντιπροσωπευομένου, ήτοι του επενδυτή. Η ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης, θα θεμελιωνόταν τότε στην ίδια τη σύμβαση αξιολόγησης ανάμεσα σε αυτόν και τον επενδυτή, ο οποίος απλά συμβάλλεται μέσω αντιπροσώπου.

Ωστόσο, υπό το αναλυθέν ανωτέρω πλέγμα σχέσεων των τριών εμπλεκόμενων στην εξεταζόμενη περίπτωση μερών, δεν δύναται να γίνει δεκτή σχέση αντιπροσώπευσης ανάμεσα στον αξιολογούμενο και τον επενδυτή. Ο αξιολογούμενος καταρτίζοντας σύμβαση με τον Οίκο Αξιολόγησης με αντικείμενο την παροχή υπηρεσιών αξιολόγησης εξυπηρετεί, όπως σημειώθηκε και ανωτέρω, δικά του συμφέροντα, ιδίως τη μείωση του κόστους χρηματοδότησής του δια μίας επιτυχούς διάθεσης των εκδιδόμενων από αυτόν τίτλων στην αγορά. Ο υψηλός βαθμός πιστοληπτικής αξιολόγησης μεταφράζεται, υπό τους όρους της αγοράς, σε υψηλότερη τιμή

⁶⁷ Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, σελ.586.

διάθεσης του τίτλου και στην υποχρέωση καταβολής μικρότερου ποσού τόκων από μέρους του εκδότη προς τον επενδυτή. Το συμφέρον του επενδυτή προς κατάρτιση μίας έγκυρης, ορθής και αντικειμενικής αξιολόγησης που θα αποτελέσει οδηγό για την ασφαλή και επικερδή τοποθέτηση των χρημάτων του, δεν φαίνεται να λαμβάνεται υπόψη στο σημείο αυτό από τον αξιολογούμενο ή τον ενδιαφέρει μόνον δευτερευόντως προς διατήρηση της καλής του φήμης και της φερεγγυότητάς του σε μεταγενέστερο στάδιο.

Η ύπαρξη σχέσης αντιπροσώπευσης ανάμεσα στον αξιολογούμενο και τον επενδυτή δεν μπορεί να γίνει δεκτή για έναν ακόμη λόγο· σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 216 ΑΚ, η εξουσία αντιπροσώπευσης παρέχεται με σχετική δικαιοπραξία, η οποία καλείται πληρεξουσιότητα. Η πληρεξουσιότητα δίνεται με δήλωση προς τον εξουσιοδοτούμενο (εσωτερική) ή προς τον αντισυμβαλλόμενο (εξωτερική), υποβάλλεται δε στον τύπο που απαιτείται για την κατάρτιση της κύριας δικαιοπραξίας, ήτοι της δικαιοπραξίας για την οποία δίνεται η πληρεξουσιότητα.

Εν προκειμένω, η τήρηση κάποιου τύπου δεν προβληματίζει, διότι ούτε η σύμβαση παροχής υπηρεσιών αξιολόγησης – η οποία αναλόγως θα μπορούσε κατά το ελληνικό δίκαιο να συνιστά είτε σύμβαση παροχής ανεξαρτήτων υπηρεσιών είτε σύμβαση έργου, είτε μικτή σύμβαση συγκεντρώνουσα στοιχεία από τους ως άνω δύο τύπους συμβάσεων – απαιτείται να υποβληθεί σε κάποιον τύπο. Στην πράξη, θα καταρτίζεται εγγράφως, χωρίς ωστόσο το έγγραφο να αποτελεί συστατικό τύπο.

Όμως για την κατάφαση της εδώ εξεταζόμενης σχέσης θα ήταν απαραίτητη κατά το ελληνικό δίκαιο η προηγούμενη χορήγηση από τον εκάστοτε επενδυτή πληρεξουσιότητας προς τον αξιολογούμενο για την σύναψη σύμβασης με αντικείμενο την ανάθεση της υπηρεσίας αξιολόγησης στον αντισυμβαλλόμενο Οίκο Αξιολόγησης. Στην πράξη, ωστόσο, η σύμβαση με την οποία ανατίθεται το έργο κατάρτισης της αξιολόγησης προηγείται χρονικά της οποιασδήποτε συναλλακτικής επαφής ανάμεσα στον εκδότη και τον επενδυτή. Για παράδειγμα στην περίπτωση της διάθεσης των τίτλων στην πρωτογενή αγορά, ο βαθμός πιστοληπτικής αξιολόγησης που έχουν λάβει οι διατιθέμενοι τίτλοι ενσωματώνεται στο ενημερωτικό δελτίο, έχει δηλαδή προηγηθεί η διενέργεια της αξιολόγησης της διάθεσης των τίτλων στο επενδυτικό κοινό. Άλλωστε, στην όχι σπάνια περίπτωση, όπου ο φορέας αξιολόγησης επιλαμβάνεται και προβαίνει αυτοβούλως σε αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη, δεν υφίσταται καν σύμβαση, οπότε ούτε λόγος για αντιπροσώπευση μπορεί να γίνει εν προκειμένω.

V. Η προσυμβατική ευθύνη κατά τις διατάξεις των άρθρων 197, 198 του ΑΚ

Όπως αναλύθηκε και ανωτέρω, ο Οίκος Αξιολόγησης – τρίτος ως προς τη σχέση αξιολογούμενου και επενδυτή – επηρεάζει, μέσω της εκπονούμενης από αυτόν αξιολόγησης, αποφασιστικά το σχηματισμό της βούλησης των επενδυτών να συμβληθούν με κάποιον εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου. Η εν λόγω αξιολόγηση θα χρησιμοποιηθεί από τον υποψήφιο επενδυτή κατά κανόνα στο στάδιο προ της συνάψεως της σύμβασης με τον εκδότη – αξιολογούμενο και, σε σημαντικό βαθμό, θα επηρεάσει την απόφαση του επενδυτή για την κατάρτιση της σύμβασης. Τυχόν δε εσφαλμένη ή αναληθής αξιολόγηση ενδέχεται να προκαλέσει περιουσιακή ζημία στον επενδυτή, ο οποίος έλαβε εσφαλμένη πληροφόρηση και ουσιαστικά «παρασύρθηκε» στην κατάρτιση μίας σύμβασης που υπό διαφορετικές συνθήκες, ήτοι αν γνώριζε την πραγματική εικόνα, ενδεχομένως δεν θα είχε συνάψει.

Δεδομένης της ως άνω διαμόρφωσης των σχέσεων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, ερευνητέο κατά πόσον μπορούν να τύχουν εφαρμογής οι διατάξεις των άρθρων 197 και 198 του ΑΚ, οι οποίες αναφέρονται στην ευθύνη των μερών κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων για κακόπιστη και αντισυναλλακτική υπαίτια συμπεριφορά, η οποία αιτιωδώς προκάλεσε ζημία στο άλλο μέρος. Προς αποφυγή μακρυγορίας αναφορικά με τις προϋποθέσεις της θεμελίωσης ευθύνης από διαπραγματεύσεις, η ανάλυση των οποίων εκφεύγει των στόχων της παρούσης μελέτης, θα εστιασθεί η ανάλυση στην οριοθέτηση της προσυμβατικής ευθύνης, ιδίως ως προς τα υποκειμενικά όρια αυτής.

Καταρχάς, πρέπει να λεχθεί ότι τα άρθρα 197 και 198 του ΑΚ δεν μπορούν να τύχουν ευθείας εφαρμογής στην εξεταζόμενη εδώ περίπτωση. Πράγματι, κατά τη σαφή διατύπωση της διάταξης του άρθρου 197 ΑΚ, κατά τις διαπραγματεύσεις για την κατάρτιση της σύμβασης τα μέρη οφείλουν να συμπεριφέρονται καλόπιστα και σύμφωνα με τα συναλλακτικά ήθη. Η υποχρέωση, συνεπώς, καλόπιστης και σύμφωνης με τα συναλλακτικά ήθη διενέργειας των διαπραγματεύσεων επιβάλλεται στα «μέρη» της σύμβασης, ήτοι στους αντισυμβαλλόμενους. Το γεγονός ότι στο αμέσως επόμενο άρθρο ως οφειλέτης της αποζημίωσης ορίζεται «όποιος κατά τις διαπραγματεύσεις για τη σύναψη της σύμβασης προκαλέσει στον άλλον ζημία» δεν πρέπει να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι το πλέγμα αυτών των διατάξεων μπορεί να τύχει ευθείας εφαρμογής και σε περιπτώσεις τρίτων, πέραν των μερών, που διαδραματίζουν ρόλο στις διαπραγματεύσεις. Αντιθέτως, η λέξη «όποιος» στη διάταξη του άρθρου 198 ΑΚ έχει ως σημείο αναφοράς τα μέρη, ήτοι τα δύο υποκείμενα της μέλλουσας να καταρτισθεί συμβάσεως. Εννοείται δηλαδή «όποιος από

τα μέρη». Άλλωστε, τόσο η έννοια της συμβάσεως παραπέμπει στην ύπαρξη δύο μερών, όσο και η λέξη «αμοιβαία» που απαντάται στη διάταξη του άρθρου 197 προϋποθέτει την ύπαρξη δύο προσώπων.

Στο πλαίσιο της νομικής ερμηνευτικής γίνεται δεκτό ότι το γράμμα του νόμου αποτελεί την αφετηρία, αλλά και το απώτατο όριο κάθε ερμηνευτικής προσέγγισης. Έτσι γίνεται λόγος για μία διπλή αποστολή, την οποία επιτελεί το γράμμα του νόμου. Αποτελεί την αφετηρία κάθε ερμηνευτικής προσπάθειας, αλλά χαράσσει συγχρόνως και τα απώτατα όρια, εντός των οποίων μπορεί να κινηθεί ο εφαρμοστής του δικαίου στο πλαίσιο της *strictosensu*ερμηνείας⁶⁸. Υπό την έννοια αυτή, οι ως άνω διατάξεις φαίνεται να αφήνουν κάποια περιθώρια, στο πλαίσιο τελεολογικών σταθμίσεων, για την ένταξη και του τρίτου στον συγκεκριμένο θεσμό αστικής ευθύνης. Ο τρίτος μπορεί, με άλλα λόγια, να θεωρηθεί μέρος κατά τον σκοπό του άρθρου 197 ΑΚ και να υπόκειται στις υποχρεώσεις καλόπιστης συμπεριφοράς στο προσυμβατικό στάδιο, οπότε θα δημιουργείται ευθύνη του κατ' άρθρο 198 ΑΚ, με τη συνδρομή ωστόσο κάποιων πρόσθετων προϋποθέσεων⁶⁹. Συγκεκριμένα, θα μπορούσε ενδεχομένως να γίνει δεκτή η ευθύνη ενός τρίτου, εφόσον η θέση και ο ρόλος του στη διαπραγμάτευση της αλλότριας σύμβασης προσομοιάζει – σχεδόν ταυτίζεται - από την κρίσιμη αξιολογική σκοπιά με αυτή των διαπραγματευόμενων μερών⁷⁰.

Μεταξύ των κριτηρίων που έχουν προταθεί στο πλαίσιο μίας διασταλτικής ερμηνείας, ώστε να ενταχθεί ο τρίτος στο πλέγμα των ρυθμίσεων των άρθρων 197 και 198, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα κριτήρια του ίδιου οικονομικού συμφέροντος του τρίτου στην αλλότρια σύμβαση και της δεσπόζουσας γνωστικής θέσης του τρίτου, λόγω της οποίας δημιουργείται στο πρόσωπό του ιδιαίτερη εμπιστοσύνη εξ ενός εκ των συμβαλλομένων.

Ως προς το πρώτο εκ των ως άνω κριτηρίων, ήτοι το ίδιο οικονομικό συμφέρον του τρίτου στην κατάρτιση της αλλότριας σύμβασης, αυτό θα μπορούσε να λειτουργήσει ως επαρκές κριτήριο ταύτισης της θέσης του τρίτου με εκείνη ενός των υπό διαπραγμάτευση μερών. Πράγματι, η σύμβαση ως εργαλείο αυτόνομης ρύθμισης των ιδιωτικών σχέσεων αποβλέπει στην εξυπηρέτηση

⁶⁸ Παπανικολάου, Μεθοδολογία του Ιδιωτικού Δικαίου και Ερμηνεία των Δικαιοπραξιών, σελ. 134.

⁶⁹ Καράσης σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, Άρθρα 197-198, σελ. 321: «*Ευθύνη του ίδιου του τρίτου προσωπικώς δυνατόν να στηρίζεται εις ΑΚ 914 ή έτι και εις ΑΚ 197-198, πάντως κατ' εξαίρεσιν, αν ο τρίτος, έχων προσωπικόν βασική επιρροήν εις τα των διαπραγματεύσεων (σύνθηδες επί νομίμου αντιπροσώπου ή όταν ο τρίτος διεξάγη τας διαπραγματεύσεις προς το ίδιον συμφέρον), προκάλεσεν την εις το πρόσωπόν του εμπιστοσύνην του ετέρου μέρους, η διάψευσις της οποίας αποτελεί εν τελευταία αναλύσει τον λόγον της προσυμβατικής ευθύνης. Πλην τοιούτων εξαιρέσεων την ευθύνην διά την τυχόν υπαίτιον αντισυναλλακτικήν συμπεριφοράν (κατ' ΑΚ 197-198) του χρησιμοποιουμένου τρίτου φέρει ο «κύριος της υποθέσεως» (μέλλον συμβαλλόμενος) και δη μάλλον κατ' ΑΚ 922 παρά κατ' ΑΚ 334».*

⁷⁰ Λιάπης, Η ευθύνη τρίτου από διαπραγματεύσεις, ΝοΒ 2003, 430.

των οικονομικών συμφερόντων των συμβαλλομένων και, συνεπώς, είναι εύλογο το ίδιο οικονομικό συμφέρον ενός τρίτου προς κατάρτιση σύμβασης μεταξύ δύο άλλων μερών, να προσεγγίζει τη θέση του εν λόγω τρίτου προς τη θέση που έχουν τα υπό διαπραγμάτευση μέρη. Βέβαια, στην συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων, μόνον τα δύο συμβαλλόμενα μέρη αντλούν οικονομικά οφέλη και εξυπηρετούν τα οικονομικά τους συμφέροντα από την καταρτισθείσα μεταξύ των σύμβαση, και όχι τρίτα μη συμβαλλόμενα μέρη⁷¹. Ωστόσο, για να μπορεί να γίνει δεκτή μία τέτοια διασταλτική ερμηνεία θα πρέπει το ίδιο οικονομικό συμφέρον του τρίτου να εμφανίζεται στην προκειμένη περίπτωση ιδιαίτερα έντονο. Απαιτείται δηλαδή το οικονομικό συμφέρον του τρίτου να εμφανίζεται της ίδιας περιόδου έντασης με το αντίστοιχο συμφέρον των ίδιων των συμβαλλόμενων στη σύμβαση μερών.

Ιδιαίτερα ισχυρός δεσμός του τρίτου με την αλλότρια σύμβαση θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι υφίσταται όταν ο τρίτος έχει άμεσο συμφέρον στην παροχή ή και την εκτέλεση της αλλότριας σύμβασης, καθώς επίσης και όταν βρίσκεται ιδιαίτερα κοντά στο αντικείμενο της διαπραγμάτευσης, επειδή τρέφει έντονο ενδιαφέρον ο ίδιος για τη σύναψη της σύμβασης, επιδιώκοντας παράλληλα ίδιο όφελος από τη σύναψή της⁷². Στις περιπτώσεις αυτές έμμεσης συμμετοχής του τρίτου στις διαπραγματεύσεις, είναι δυνατή η προσυμβατική ευθύνη του τρίτου⁷³.

Το δεύτερο επιλέξιμο κριτήριο που αναφέρθηκε ανωτέρω για την κατάφαση της ευθύνης του τρίτου κατά τις διατάξεις των άρθρων 197-198 ΑΚ, είναι η ιδιαίτερη εμπιστοσύνη που δημιουργεί ο τρίτος σε ένα εκ των συμβαλλόμενων μερών, λόγω της δεσπόζουσας γνωστικής θέσης που κατέχει.

Κατά τον δικαιοπολιτικό σκοπό της προσυμβατικής ευθύνης, αφ' ης στιγμής υφίσταται στάδιο διαπραγματεύσεων, ήτοι από την οποιαδήποτε συναλλακτική επαφή, οφείλουν να μέρη να

⁷¹ Βλ. όμως παραδείγματα περιπτώσεων όπου ο τρίτος έλκει ίδιο οικονομικό συμφέρον από μία καταρτισθείσα μεταξύ δύο άλλων μερών σύμβαση σε *Λιάπης*, οπ. παρ., 431: «Ο σύμβουλος του διαπραγματευόμενου τη σύναψη μιας σύμβασης έχει ίδιο οικονομικό όφελος από την έκβαση των διαπραγματεύσεων, όταν η αμοιβή του ή το μέγεθός της εξαρτάται από τη σύναψη της αλλότριας σύμβασης. Ίδιο οικονομικό συμφέρον από την έκβαση των σχετικών συζητήσεων έχει και ο έμπορος μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, όταν δεν έχει αγοράσει και αποκτήσει στο όνομά του το αυτοκίνητο, αλλά μεσολαβεί στην πώληση του από τον μέχρι τώρα κύριό του στον ενδιαφερόμενο αγοραστή».

⁷² *Λιάπης*, οπ. παρ., 430 με περαιτέρω παραπομπή σε D. Medicus, Schuldrecht I, Allgemeiner Teil, § 14, αρ. 110.

⁷³ *Καράσης* σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, σελ. 807, με παράθεση παραδειγμάτων: «Έστω ότι οικονομικός ελεγκτής συμμετέχει κατά ένα ποσοστό στο κεφάλαιο μιας εταιρίας. Αν κληθεί να δώσει πληροφορίες για την πορεία της εταιρίας σε κάποιον που διαπραγματεύεται μία επένδυση στην εταιρία, επηρεάζει την υπό διαπραγμάτευση σύμβαση ουσιαστικά ως μέλλον συμβαλλόμενος, αφού ουσιαστικά δίνει πληροφορίες για δική του υπόθεση. Και ένα άλλο παράδειγμα: Έστω ότι μία τράπεζα συμμετέχει στην εξυγίανση μιας επιχειρήσεως. Αν της ζητηθεί να γνωματεύσει για τις επιχειρηματικές προοπτικές της επιχειρήσεως και η αδικαιολόγητα ευνοϊκή έκθεσή της χρησιμοποιηθεί για την προσέλκυση υποψήφιων αγοραστών, η τράπεζα θα έχει ίδιο οικονομικό συμφέρον στην πώληση της επιχειρήσεως. Αν λοιπόν με τις πληροφορίες της συνέβαλε στην πραγματοποίηση της πωλήσεως, θα ευθύνεται έναντι του αγοραστή κατ' ΑΚ 197-198».

συμπεριφέρονται με υπευθυνότητα, εντιμότητα και ειλικρίνεια. Τούτο δε διότι με την έναρξη των διαπραγματεύσεων τα εμπλεκόμενα μέρη αποκτούν δυνατότητα αμοιβαίας επενέργειας επί των συμφερόντων του έτερου μέρους, διότι αναπτύσσεται εμπιστοσύνη μεταξύ των. Άλλωστε, κατά μία γνώμη που κρατούσε υπό το προϊσχύσαν γερμανικό δίκαιο, η ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις θεμελιωνόταν στην «οιονεί συμβατική σχέση εμπιστοσύνης» που δημιουργείται ανάμεσα στα μέρη⁷⁴. Η νομοθετικά προβλεπόμενη υποχρέωση αποζημίωσης σε περίπτωση επίδειξης κακόπιστης ή αντισυναλλακτικής συμπεριφοράς, ενεργεί αποτρεπτικά, προλαμβάνοντας την εκδήλωση τέτοιων φαινομένων.

Ωστόσο, και η συμπεριφορά ενός τρίτου είναι δυνατόν να επιδράσει στη βούληση των υπό διαπραγμάτευση μερών, είτε αμοιτέρων είτε μόνον του ενός, με αποτέλεσμα τη σύναψη της σύμβασης. Αυτό θα συμβεί, εάν τα μέρη προσδίδουν ιδιαίτερη εμπιστοσύνη στις πληροφορίες του τρίτου λόγω κάποιας ιδιάζουσας θέσης που αυτός κατέχει. Ο τρίτος δηλαδή αποτελεί εν προκειμένω φορέα εμπιστοσύνης, ήτοι δημιούργησε εμπιστοσύνη στο συμβαλλόμενο μέρος και εν συνεχεία το τελευταίο έδειξε εμπιστοσύνη προς τον τρίτο. Όπως και στην περίπτωση του ιδίου οικονομικού συμφέροντος του τρίτου, έτσι και εν προκειμένω δεν αρκεί η ανάπτυξη οποιασδήποτε εμπιστοσύνης, αλλά πρέπει η δημιουργούμενη εμπιστοσύνη να είναι ιδιαίτερης έντασης, ώστε να δημιουργήσει ευθύνη του τρίτου κατά τις διατάξεις της προσυμβατικής ευθύνης. Η δημιουργία δε εμπιστοσύνης τέτοιας έντασης προϋποθέτει ότι ο τρίτος διαθέτει εξειδικευμένες γνώσεις και τεχνογνωσία επί ορισμένου ζητήματος, το οποίο είναι πρωτεύουσας σημασίας για την υπό κατάρτιση σύμβαση. Υπό τις προϋποθέσεις αυτές, δύναται να ειπωθεί ότι η εξειδικευμένη γνώση του τρίτου αποτελεί καταλυτικό παράγοντα για τη σύναψη ή μη της διαπραγματευόμενης σύμβασης, κατά τρόπο ώστε τελικά η θέση του τρίτου να αναδεικνύεται θεμελιώδους σημασίας, αντίστοιχης με εκείνη των ίδιων των υπό διαπραγμάτευση μερών.

Πέραν, ωστόσο, της δημιουργίας εμπιστοσύνης λόγω της εξειδικευμένης γνώσης και της τεχνογνωσίας του τρίτου, θα πρέπει και ο συμβαλλόμενος να έχει αποδώσει στην συγκεκριμένη περίπτωση ιδιαίτερη εμπιστοσύνη στην κρίση του τρίτου, προκειμένου να δύναται να θεμελιωθεί προσυμβατική ευθύνη του τελευταίου. Απαιτείται δηλαδή η δημιουργία μίας σχέσης εμπιστοσύνης, ο τρίτος δε πρέπει να έχει επίγνωση ότι η ανάμειξή του στην υπό κατάρτιση σύμβαση δύναται να δημιουργήσει σε συμβαλλόμενο μέρος μίας τέτοιας έντασης ιδιαίτερη εμπιστοσύνη.

⁷⁴ Καράσης σε ΑΚ Γεωργιάδη/Σταθόπουλου, άρθρα 197-198, σελ. 319.

Κατά τις διατάξεις των άρθρων 197 και 198 ΑΚ επιβάλλονται στα συμβαλλόμενα – ή ορθότερα μέλλοντα να συμβληθούν – μέρη κυρίως δύο υποχρεώσεις: υποχρέωση διαφώτισης και υποχρέωση προστασίας. Η πρώτη εξ αυτών, αποσκοπώντας στη διαφύλαξη της δικαιοπρακτικής ελευθερίας της βούλησης των συμβαλλομένων, ήτοι τον μη επηρεασμό της βούλησής των κατά τη σύναψη και διαμόρφωση του περιεχομένου της σύμβασης λόγω της άγνοιας κρίσιμων για την εν λόγω σύμβαση περιστάσεων, συνίσταται στην παροχή στον αντισυμβαλλόμενο πληροφοριών και διευκρινήσεων αναφορικά με το περιεχόμενο της συμβάσεως και ιδίως αναφορικά με σημεία που δύνανται να επηρεάσουν την απόφαση του να συμβληθεί. Η υποχρέωση προστασίας, από την άλλη πλευρά, συνίσταται στη λήψη μέτρων προς περιφρούρηση τόσο απολύτων εννόμων αγαθών του άλλους μέρους όσο και της περιουσίας του.

Ο συνδυασμός των δύο ως άνω υποχρεώσεων, μεταφερομένων αυτών στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση, θα συνεπάγετο, αφενός, υποχρέωση του Οίκου Αξιολόγησης να διαφωτίσει τον επενδυτή αναφορικά με σημεία της συμβάσεως αξιολόγησης που είναι δυνατόν να επηρεάσουν την απόφαση του τελευταίου να προβεί στην επένδυση και, αφετέρου, να λάβει μέτρα προστασίας της περιουσίας του επενδυτή, ιδίως διά της επιμελούς εκπλήρωσης της υποχρέωσής του προς κατάρτιση μίας ορθής, ειλικρινούς και αδέκαστης αξιολόγησης επί του αξιολογούμενου χρηματοπιστωτικού μέσου ή εκδότη.

Σε περίπτωση δε επίδειξης κακόπιστης ή αντισυναλλακτικής συμπεριφοράς από μέρους του Οίκου Αξιολόγησης κατά τις διαπραγματεύσεις των μερών, ήτοι εκδότη και επενδυτή, για την κατάρτιση της σύμβασης - όπως αδιαμφισβήτητα θα συμβαίνει στις περιπτώσεις χαλάρωσης των κριτηρίων αξιολόγησης του Οίκου προς αποφυγή απώλειας πελατείας ή σε περίπτωση όπου το χρηματοπιστωτικό μέσο αξιολογείται με υψηλό βαθμό αποκλειστικά και μόνο λόγω της σύμπραξης του αξιολογούντος στη δόμησή του - , εφόσον γίνει δεκτή ευθύνη του τρίτου, ο τελευταίος θα υποχρεούται σε αποκατάσταση της ζημίας που υπέστη ο επενδυτής, λόγω της πλημμέλειας της αξιολόγησης. Έτσι, εφόσον η αντισυναλλακτική συμπεριφορά είχε ως αποτέλεσμα την έγκυρη σύναψη σύμβασης ανάμεσα σε αξιολογούμενο και επενδυτή, η οποία χωρίς τη ζημιόγONO συμπεριφορά του τρίτου δεν θα είχε συναφθεί, η αποζημίωση θα συνίσταται στο αρνητικό διαφέρον ή διαφέρον εμπιστοσύνης. Ο επενδυτής δηλαδή θα πρέπει να βρεθεί στη θέση που θα ήταν αν έλειπε το ζημιόγONO γεγονός, ήτοι η κακόπιστη συμπεριφορά του Οίκου Αξιολόγησης, ο οποίος αξιολόγησε με υψηλότερο βαθμό το χρηματοπιστωτικό μέσο του αξιολογούμενου, δημιουργώντας

εμπιστοσύνη στον επενδυτή για την αξιοπιστία του τίτλου, αν δεν είχε επιδείξει ο τρίτος της εν λόγω συμπεριφορά και δεν είχε καταρτισθεί η σύμβαση.

Πάντως, ως προς την απόδειξη της υπαιτιότητας θα ισχύσει και εν προκειμένω ο κανόνας της υποκειμενικής ευθύνης, ήτοι ο αξιών την αποκατάσταση της ζημίας του – ενάγων θα φέρει το βάρος αποδείξεως ότι ο Οίκος Αξιολόγησης βαρύνεται με δόλο ή αμέλεια. Η εξαιρετική ρύθμιση της αναστροφής του βάρους αποδείξεως της υπαιτιότητας, που ισχύει επί ενδοσυμβατικής ευθύνης και δικαιολογείται από το γεγονός ότι ο φέρων το βάρος αποδείξεως οφειλέτης συνδέεται ήδη συμβατικά με τον ζημιωθέντα δανειστή, δεν μπορεί να τύχει εφαρμογής στην περίπτωση των άρθρων 197 και 198 ΑΚ.

Εφαρμόζοντας το πρώτο εκ των ως άνω κριτηρίων, ήτοι εκείνο του ιδίου οικονομικού συμφέροντος, στην περίπτωση των διαπραγματεύσεων ανάμεσα στον εκδότη – αξιολογούμενο και τον επενδυτή δεν μπορεί να θεμελιωθεί, κατά την άποψη του γράφοντος, ευθύνη του τρίτου Οίκου Αξιολόγησης κατά τις διαπραγματεύσεις. Πράγματι, ο Οίκος Αξιολόγησης δεν αντλεί – άμεσα τουλάχιστον – οικονομικά οφέλη από την κατάρτιση της σύμβασης μεταξύ αξιολογούμενου και επενδυτή. Μόνον έμμεσα οικονομικά οφέλη μπορεί να θεωρηθεί ότι αντλεί ο Οίκος Αξιολόγησης από την αλλότρια σύμβαση, υπό την έννοια ότι έχει συμφέρον ο εκδότης – πελάτης του να συνάπτει συμβάσεις, ώστε να εξακολουθεί να του αναθέτει υπηρεσίες αξιολόγησης και λοιπές παρεμφερείς υπηρεσίες.

Ομοίως δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι ο Οίκος Αξιολόγησης αντλεί από την αλλότρια σύμβαση οικονομικά οφέλη της ίδιας έκτασης με τα ίδια τα υπό διαπραγμάτευση μέρη. Μόνον στην περίπτωση που το ύψος της αμοιβής του Οίκου Αξιολόγησης εξαρτάται από την επιτυχή διάθεση των αξιολογούμενων τίτλων στο επενδυτικό κοινό, μπορεί να θεωρηθεί ότι συντρέχει η προϋπόθεση αυτή. Στις λοιπές περιπτώσεις, ωστόσο, οπότε η αμοιβή του Οίκου Αξιολόγησης λαμβάνεται με μόνη την κατάρτιση της αξιολόγησης, ουδόλως το οικονομικό του συμφέρον προς κατάρτιση της αλλότριας σύμβασης είναι ιδιαίτερης έντασης.

Αντικείμενο της σύμβασης ανάμεσα στον εκδότη – αξιολογούμενο και τον επενδυτή είναι η χρηματοδότηση του πρώτου από τον δεύτερο και η υποχρέωση του να καταβάλει τον συμφωνηθέντα τόκο κατά τη διάρκεια της σύμβασης και την ονομαστική αξία του τίτλου κατά τη λήξη του. Άμεσο συμφέρον και ιδιαίτερο ενδιαφέρον προς σύναψη της εν λόγω σύμβασης ενδεχομένως μπορεί να θεωρηθεί ότι έχει ο Οίκος Αξιολόγησης μόνον στην ως άνω περίπτωσης,

όταν δηλαδή η αμοιβή του για την παροχή των υπηρεσιών του έχει εξαρτηθεί από την επιτυχή διάθεση των αξιολογούμενων τίτλων και όχι στις λοιπές περιπτώσεις.

Πιο πιθανή αναδεικνύεται η δυνατότητα θεμελίωσης προσυμβατικής ευθύνης του Οίκου Αξιολόγησης υπό τη συνδρομή του δεύτερου ως άνω κριτηρίου, ήτοι της δεσπόζουσας θέσης γνωστικής θέσης του τρίτου φορέα αξιολόγησης, λόγω της οποίας δημιουργείται σε υπό διαπραγμάτευση μέρος ιδιαίτερη εμπιστοσύνη στην κρίση του.

Πράγματι, στην εδώ εξεταζόμενη περίπτωση και ιδίως λαμβάνοντας υπόψη την πραγματική διαμόρφωση της κατάστασης, ο Οίκος Αξιολόγησης αποτέλεσε ανέκαθεν φορέα εμπιστοσύνης και μάλιστα ιδιαίτερης έντασης για τον υποψήφιο επενδυτή. Είναι χαρακτηριστικό ότι επί διάθεσης τίτλων εκ μέρους π.χ. διαδόχου πιστωτικού ιδρύματος γινόταν ιδιαίτερη μνεία στον βαθμό πιστοληπτικής αξιολόγησης που είχε λάβει από κάποιον αναγνωρισμένο Οίκο Αξιολόγησης το διατιθέμενο προϊόν. Παράλληλα, δεν δύνανται να αμφισβητηθεί ότι ο Οίκος Αξιολόγησης διαθέτει εξειδικευμένες γνώσεις, τεχνογνωσία και πολυετή εμπειρία στον οικείο χώρο συναλλαγών, χαρακτηριστικά επί των οποίων βασίσθηκαν και οι επενδυτές, εκτιμώντας ως αντικειμενικές, ορθές και ειλικρινείς τις εν λόγω αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Στηριζόμενος σε αυτές τις ιδιότητες και έχοντας την ως άνω πεποίθηση ο επενδυτής, πράγματι απέδιδε ιδιαίτερη εμπιστοσύνη στη κρίση του τρίτου φορέα παροχής υπηρεσιών αξιολόγησης, ιδίως εάν ήταν ένας εκ των τριών μεγάλων. Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή της παρούσας ναι μεν είχε ασκηθεί και πριν την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης κάποια κριτική στους Οίκους Αξιολόγησης, ιδίως μετά το σκάνδαλο της Enron, αλλά εν γένει αποτελούσαν οργανισμούς που διέθεταν καλή φήμη και φερεγγυότητα. Αμφισβητείται, βέβαια, εάν διατηρούν ακόμη και σήμερα τα χαρακτηριστικά αυτά, οπότε έχει γίνει κοινή συνείδηση η συμβολή τους στην πρόσφατη χρηματοπιστωτικής κρίση.

Τέλος, δεν μπορεί να αμφισβητηθεί ότι ο Οίκος Αξιολόγησης είχε επίγνωση ότι η ανάμειξή του είναι ικανή να δημιουργήσει εμπιστοσύνη στον επενδυτή. Άλλωστε, αντικείμενο της συναπτόμενης ανάμεσα σε αυτόν και τον αξιολογούμενο σύμβαση ήταν ακριβώς η περιβολή των εκδιδόμενων από τον τελευταίο χρηματοπιστωτικών μέσων με αξιοπιστία, με σκοπό την αύξηση της εμπορευσιμότητάς τους και τη μείωση του κόστους χρηματοδότησης. Συνεπώς, γνώριζε ο Οίκος Αξιολόγησης ότι η καταρτισθείσα από αυτόν αξιολόγηση θα χρησιμοποιηθεί ως μέσο, ως όχημα για την προσέλκυση επενδυτών και την επίτευξη χαμηλότερου κόστους δανεισμού.

Κατά την άποψη, συνεπώς, του γράφοντος δύναται να στοιχειοθετηθεί ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης κατά τις ΑΚ 197 και 198, λόγω της δεσπόζουσας γνωστικής θέσης αυτού, που δημιουργεί εμπιστοσύνη στον επενδυτή, ο δε τελευταίος εμπιστευόμενος τις ιδιάζουσες γνώσεις του φορέα αξιολόγησης, λαμβάνει την απόφαση να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του στο αξιολογηθέν και έχον λάβει έναν υψηλό βαθμό πιστοληπτικής κατάταξης προϊόν.

Ζήτημα, βέβαια, γεννάται σχετικά με τυχόν απαιτούμενο βαθμό εγγύτητας του τρίτου προς το διαπραγματευόμενο την κατάρτιση της σύμβασης μέρος. Σε κάθε περίπτωση, κατάφαση της ευθύνης του Οίκου Αξιολόγησης κατά τις διατάξεις των άρθρων 197 και 198 αφήνει άλυτο το πρόβλημα της αποδεικτικής δυσχέρειας με το οποίο βρίσκεται αντιμέτωπος ο ζημιωθείς επενδυτής. Βέβαια, εν αντιθέσει προς την αδικοπρακτική ευθύνη, εν προκειμένω ο επενδυτής θα χρειάζεται και θα αρκεί να αποδείξει την αντισυναλλακτική και κακόπιστη υπαίτια συμπεριφορά του Οίκου Αξιολόγησης, ωστόσο δεν θα βαρύνεται με την επίκληση και απόδειξη της προϋπόθεσης του παρανόμου. Υπό την έννοια αυτή αμβλύνονται σε ορισμένο βαθμό οι αποδεικτικές του δυσχέρειες.

4. Το προβλεπόμενο κατά τον CRAIII καθεστώς αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΟΑΠΙ)

Με τον δεύτερο τροποποιητικό – του αρχικού υπ’ αριθμ. 1060/2009 Κανονισμού της ΕΕ για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας – υπ’ αριθμ. 462/2013 Κανονισμό και υπό τον τίτλο ΙΙΑ αυτού «Αστική Ευθύνη των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας», εισήχθη ειδική ρύθμιση σε ενωσιακό επίπεδο αναφορικά με την αστική ευθύνη των Οίκων Αξιολόγησης έναντι των επενδυτών.

Ειδικότερα, σύμφωνα με την παρ. 1 του άρθρου 35^α του ως άνω Κανονισμού, ο επενδυτής ή ο εκδότης δύναται να αξιώσει αποζημίωση από τον Οίκο Αξιολόγησης, εφόσον αποδείξει ότι ο τελευταίος έχει με πρόθεση ή βαρεία αμέλεια διαπράξει μία εκ των παραβάσεων που εκτίθενται στο Παράρτημα ΙΙΙ του Κανονισμού, η οποία παράβαση έχει επιπτώσεις στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Προκειμένου, να θεμελιωθεί ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης έναντι του επενδυτή, πρέπει αυτός να αποδείξει ότι βασίσθηκε «ευλόγως ή με τη δέουσα επιμέλεια» στην αξιολόγηση για να λάβει την επενδυτική του απόφαση (δηλαδή είτε να επενδύσει είτε να να

διακρατήσει ή να εκποιήσει χρηματοοικονομικό μέσο που καλύπτεται από τη συγκεκριμένη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας)⁷⁵.

Η σημασία⁷⁶ του εν λόγω άρθρου, παρά την κατά τα κατωτέρω αναφερόμενα περιορισμένη εμβέλειά του, είναι μεγάλη, για τον λόγο ότι για πρώτη φορά καθιερώνεται ρητώς με ειδική διάταξη νόμου ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης έναντι μη συμβαλλόμενων τρίτων. Πράγματι, προκύπτει από το ίδιο το άρθρο ότι η ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης δεν προϋποθέτει προϋφιστάμενη ενοχική σχέση ανάμεσα στον φορέα της αξιολόγησης και τον επενδυτή. Αρκεί απλώς η θεμελίωση της επενδυτικής απόφασης του σε παράνομη – κατά τη διατύπωση του άρθρου 35^α – αξιολόγηση⁷⁷. Μάλιστα, δυνάμει της ίδιας διάταξης μπορεί να θεμελιωθεί και η ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης έναντι του μη αντισυμβαλλομένου του αξιολογούμενου – εκδότη, στις περιπτώσεις που ο Οίκος αυτοβούλως αναλαμβάνει την κατάρτιση της αξιολόγησης, άνευ προηγούμενης ανάθεσης του έργου αυτού από τον εκδότη.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον, καθότι διαφέρει από την παραδοσιακή θεώρηση της ΑΚ 914 ως λευκού κανόνα δικαίου που παραπέμπει στο σύνολο της έννομης τάξης, παρουσιάζει η θεμελίωση του παρανόμου στο άρθρο 35^α του CRAIII. Συγκεκριμένα, το παράνομο κατά τον Κανονισμό εξειδικεύεται στις μορφές παραβατικής συμπεριφοράς που απαριθμούνται κατά τρόπο περιοριστικό στο Παράρτημα III του ίδιου του Κανονισμού. Ελλείψει αυτής της αρχιτεκτονικής, ο επενδυτής θα μπορούσε να προσφύγει στην έννοια της διευρυμένης έννοιας του παρανόμου υπότ η μορφή της παραβίασης της υποχρέωσης πρόνοιας, επιμέλειας και προστασίας που κάθε συναλλασσόμενος

⁷⁵ Πάντως ο Κανονισμός φαίνεται να λαμβάνει υπόψη την αποδεικτική δυσχέρεια με την οποία θα βρεθεί αντιμέτωπος ο επενδυτής στην προσπάθεια θεμελίωσης αστικής ευθύνης του Οίκου Αξιολόγησης. Έτσι, στην σκέψη υπ' αριθμ. 34 του προοιμίου αναφέρεται μεν ότι «Ο επενδυτής ή εκδότης που αξιώνει αποζημίωση για παράβαση του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1060/2009 θα πρέπει να προσκομίζει ακριβείς και λεπτομερείς πληροφορίες που υποδεικνύουν ότι ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διέπραξε τέτοια παράβαση του παρόντος Κανονισμού», ωστόσο στο αμέσως επόμενο εδάφιο ορίζεται ότι: «Αυτό θα πρέπει να κρίνεται από το αρμόδιο δικαστήριο, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο επενδυτής ή εκδότης ενδέχεται να μην έχει πρόσβαση σε πληροφορίες που εμπίπτουν καθαρά στο πεδίο του οργανισμού πιστοληπτικής ικανότητας». Σχεδόν με την ίδια διατύπωση επαναλαμβάνεται η ως άνω σκέψη του προοιμίου και στην παρ. 2 του άρθρου 35^α του Κανονισμού.

⁷⁶ Κατά τον Μαστρομανώλη, οπ. παρ., σελ. 262 «η αξία της εν λόγω διάταξης έγκειται στο ότι εγκαθιδρύει τον απαιτούμενο νομικό δεσμό που επιτρέπει την τροπή του οικονομικού συμφέροντος της αποκατάστασης της ζημίας σε έννομο». Ο ίδιος παρατηρεί ότι η εν λόγω διάταξη δεν αποκλείει άλλες μορφές εξειδικευμένης αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης έναντι του επενδυτή, επικαλούμενος ως χαρακτηριστικό παράδειγμα την ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης από την συμμετοχή του στην κατάρτιση του ενημερωτικού δελτίου στο πλαίσιο εφαρμογής του ν. 3401/2005. Ομοίως πρέπει να γίνει δεκτή και η συρροή της διάταξης του άρθρου 35^α του Κανονισμού με άλλες διατάξεις που δημιουργούν ένα συνολικό πραγματικό προστασίας του επενδυτή, όπως οι αναφερόμενες στην προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή.

⁷⁷ Βλ. άρθρο 35^α παρ. 1 εδ. β' του Κανονισμού: «...εφόσον αποδεικνύει ότι βασίστηκε ευλόγως, σύμφωνα με το άρθρο 5^ο παράγραφος 1 ή άλλως με τη δέουσα επιμέλεια, σε μία αξιολόγηση πιστοληπτικής αξιολόγησης για να λάβει απόφαση...».

οφείλει κατά την ΑΚ 288 να επιδεικνύει στις συναλλαγές⁷⁸. Η εν λόγω διαμόρφωση της προϋπόθεσης του παρανόμου από τη μία πλευρά διευκολύνει ζημιωθέντα επενδυτή, από την άλλη, ωστόσο, τον περιορίζει ως προς τις παραβιάσεις που μπορούν να θεμελιώσουν αστική ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης.

Στην συντριπτική τους πλειοψηφία οι μορφές συμπεριφοράς που χαρακτηρίζονται ως «παράνομες» κατά το Παράρτημα ΙΙΙ του Κανονισμού αφορούν κυρίως σε παραβιάσεις διαδικαστικές – οργανωτικού χαρακτήρα από μέρους του Οίκου Αξιολόγησης, σχετιζόμενες περισσότερο με την εύρυθμη και διαφανή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και λιγότερο με την προάσπιση των ατομικών συμφερόντων των επενδυτών⁷⁹. Σε τέτοιου είδους παραβάσεις προσιδιάζουν περισσότερο κυρώσεις διοικητικού χαρακτήρα, που ομοίως προβλέπονται από τον Κανονισμό.

Πάντως, συμπεριφορές που δεν εμπίπτουν στην απαρίθμηση του Παραρτήματος ΙΙΙ, πρέπει, εφόσον προκαλούν ζημία στον επενδυτή, να θεωρηθεί ότι δύναται να θεμελιώσουν αστική ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης κατά τις διατάξεις και υπό τις προϋποθέσεις του εφαρμοστέου εθνικού δικαίου⁸⁰. Υπό τις συνθήκες αυτές διατηρεί και τη σημασία της η προβληματική της δυνατότητας θεμελίωσης αστικής ευθύνης βάσει των κανόνων του παραδοσιακού αστικού δικαίου. Άξιο αναφοράς είναι εν προκειμένω το εδ. β΄ της σκέψης υπ' αριθμ. 35 του Προοιμίου του Κανονισμού, όπου ορίζεται ότι: «Ειδικότερα, τα κράτη μέλη θα πρέπει να μπορούν να διατηρούν εθνικά καθεστάτα αστικής ευθύνης, τα οποία είναι ευνοϊκότερα για τους επενδυτές ή τους εκδότες ή τα οποία δεν βασίζονται σε παράβαση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1060/2009». Από την εν λόγω σκέψη προκύπτει ότι ο Κανονισμός επιτρέπει τη διατήρηση ευνοϊκότερων για τον επενδυτή ή τον

⁷⁸ Σταθόπουλος, οπ. παρ., σελ. 798 επ.

⁷⁹ Οι δύο αυτές λειτουργίες πάντως γίνεται δεκτό από την νομολογία μας ότι διαπλέκονται. Βλ. ΕφαΘ 787/2013, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ: «Ωστόσο, ορθότερη είναι η άποψη που υποστηρίζει ότι η υποχρέωση των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων για βέλτιστη εκτέλεση κατά την παροχή των υπηρεσιών τους παράγει και έννομες συνέπειες ιδιωτικού δικαίου για τις σχέσεις μεταξύ φορέα επενδυτικών υπηρεσιών και πελάτη – επενδυτή. Κύριο επιχείρημα, που συντείνει προς την άποψη αυτή, είναι ότι η προστασία της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού και η ατομική προστασία του επενδυτή λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία, καθώς η μεν καλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς εμποδώνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, ενώ η ελλιπής ατομική προστασία των επενδυτών διαταράσσει την εμπιστοσύνη τους, γεγονός που είναι βέβαιον ότι αποβαίνει σε βάρος της καλής λειτουργίας της».

⁸⁰ Αναφορικά με το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο αυτό θα ανευρεθεί ανάλογα με τη νομική βάση που θα επικαλεσθεί ο αιτούμενος την αποζημίωση επενδυτής. Έτσι, αν επικαλεσθεί τις διατάξεις για την ενδοσυμβατική ευθύνη, εφαρμογής θα τύχει ο Κανονισμός (ΕΚ) 593/2008 για το εφαρμοστέο δίκαιο στις συμβατικές ενοχές (Ρώμη Ι), ενώ αν επικαλεσθεί τις διατάξεις για την αδικοπρακτική ευθύνη, το εφαρμοστέο δίκαιο θα προσδιορισθεί δυνάμει των κανόνων του Κανονισμού (ΕΚ) 864/2007 για το εφαρμοστέο δίκαιο στις εξωσυμβατικές ενοχές (Ρώμη ΙΙ). Ζήτημα θα ανακύπτει πάντως ως προς την εφαρμογή του Κανονισμού Ρώμη Ι σε περίπτωση έγερσης αξίωσης αποζημίωσης από πλευράς του επενδυτή, αφού μεταξύ αυτού και του Οίκου Αξιολόγησης δεν υφίσταται συμβατικός δεσμός.

εκδότη καθεστώτων προστασίας και αποσκοπεί να θέσει απλώς ένα ομοιόμορφο σε όλα τα κράτη μέλη της Ένωσης minimum προστασίας των προσώπων αυτών.

Αναφορικά με τον βαθμό υπαιτιότητας, η διάταξη του άρθρου 35^a του CRAIII προϋποθέτει ρητώς πρόθεση ή βαρεία αμέλεια του Οίκου Αξιολόγησης κατά την παροχή της υπηρεσίας αξιολόγησης. Οι έννοιες της πρόθεσης και της βαρείας αμέλειας, κατά τη ρητή επιταγή της παρ. 4 του ίδιου άρθρου του Κανονισμού, ερμηνεύονται κατά το υποδεικνυόμενο από τους κανόνες του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο⁸¹.

Ωστόσο, πέραν της περιοριστικής απαρίθμησης των περιπτώσεων θεμελίωσης του παραπόνου υπό τον παρόντα Κανονισμό, ο επενδυτής επικαλούμενος την εφαρμογή του θα βρεθεί αντιμέτωπος με αποδεικτικές δυσχέρειες. Έτσι, στο εν λόγω νομικό πλαίσιο, η επίκληση και απόδειξη των προϋποθέσεων θεμελίωσης της ευθύνης, ήτοι του παρανόμου – υπό την ως άνω έννοια -, της υπαιτιότητας, της ζημίας και του αιτιώδους συνδέσμου – η συνδρομή του οποίου θα κριθεί κατά το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο – ανάμεσα στον νόμιμο λόγο ευθύνης, ήτοι την παράνομη και υπαίτια συμπεριφορά του Οίκου Αξιολόγησης, και τη ζημία του επενδυτή, βαρύνει τον τελευταίο. Με τον τρόπο αυτό, η θέση του επενδυτή καθίσταται ιδιαίτερος δυσχερής, διότι απαιτεί συγκέντρωση και σύνθεση πληροφοριών που ήταν διαθέσιμες στον Οίκο Αξιολόγησης και σχετίζονται με εκτιμήσεις επί σύνθετων χρηματοπιστωτικών ζητημάτων και συναρτώνται με την ακολουθούμενη από τον Οίκο Αξιολόγησης μεθοδολογία.

⁸¹ Βλ. σχετικά και σκέψη υπ' αριθμ. 35 του Προοιμίου του CRAIII: «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 αμέλειας, τα ζητήματα αυτά θα πρέπει να διέπονται από το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο που καθορίζεται από τους σχετικούς κανόνες του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου».

3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Παρουσιάστηκε ανωτέρω το πλαίσιο λειτουργίας και δραστηριοποίηση των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΟΑΠΙ) και έγινε μία προσπάθεια να σκιαγραφηθεί το σύνολο των σχέσεων που αναπτύσσονται κατά την παροχή από μέρους τους υπηρεσιών αξιολόγησης. Η παρουσίαση εστιάσθηκε στο συνήθως συμβαίνον στην πράξη, όπου οι εν λόγω αξιολόγησες καταρτίζονται είτε κατόπιν αιτήματος του αξιολογούμενου είτε και άνευ τέτοιου τινός.

Ιδίως, αναδείχθηκαν τα συμφέροντα κάθε ενός από τα εμπλεκόμενα πρόσωπα, η διαπλοκή τους, καθώς και οι συγκρούσεις τους. Έτσι, προέκυψε ότι κάθε ένα εκ των προσώπων αυτών εξυπηρετεί καταρχήν ίδια συμφέροντα, τα οποία μόνον εμμέσως μπορεί να συμπίπτουν με τα συμφέροντα κάποιου άλλους μέρους της τριμερούς αυτής «σχέσης».

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε αδυναμίες του - υπάρχοντος ακόμη και σήμερα με την ίδια περίπου μορφή – συστήματος αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας. Κατόπιν, όσον αφορά τα καθ' ημάς, ο ενωσιακός νομοθέτης ανέλαβε ρυθμιστική δράση, με σκοπό όπως ιδίως υπαχθούν οι εν λόγω οργανισμοί σε ορισμένες προϋποθέσεις άσκησης της δραστηριότητάς του και κυρίως όπως απωλέσουν την οιονεί ρυθμιστική λειτουργία που είχαν αποκτήσει στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Μόνον προσφάτως προσετέθη στο οικείο κανονιστικό ενωσιακό πλαίσιο και πρόβλεψη περί της αστικής ευθύνης των οργανισμών αυτών ακόμη και στις πιο αμφισβητούμενες περιπτώσεις, ήτοι εκείνες όπου ζημιωθείς είναι ο τρίτος επενδυτής. Όπως και ο ίδιος ο Κανονισμός ορίζει, πρόκειται για ένα κατάφλι προστασίας των θιγόμενων από τις αξιολογήσεις προσώπων, το οποίο δεν αποκλείει σε καμία περίπτωση τα εθνικά συστήματα αστικής ευθύνης των κρατών μελών.

Η ως άνω ρύθμιση, παρά τις αυστηρές προϋποθέσεις θεμελίωσης της αστικής ευθύνης, έχει πάντως μεγάλη αξία για δύο ιδίους λόγους. Κατά πρώτον, διότι αναγνωρίζεται ρητώς ex lege ευθύνη του Οίκου Αξιολόγησης και έναντι του μη αντισυμβαλλομένου του τρίτου επενδυτή, ο οποίος βασιζόμενος στην αξιοπιστία του εν λόγω φορέα θεμελίωσε την επενδυτική του απόφαση στην καταρτισθείσα αξιολόγηση και εξαιτίας αυτής της πίστης που έδειξε υπέστη ζημία. Κατά δεύτερον, διότι από τον Κανονισμό προκύπτει ότι έχει γίνει αντιληπτή από τον ενωσιακό νομοθέτη η αποδεικτική δυσχέρεια ιδίως του επενδυτή και δευτερευόντως του εκδότη ως προς τις προϋποθέσεις θεμελίωσης της αστικής ευθύνης. Βέβαια, δεν υπάρχει κάποια πρόβλεψη προς άρση της εν λόγω δυσχέρειας αποδείξεως, παρά μόνον αυτή συνιστά διαπίστωση συνοδευόμενη από μία καθοδήγηση

προς τα δικαστήρια να λαμβάνουν υπόψη την εν λόγω δυσκολία απόδειξης. Διατυπωμένη όμως έτσι, δεν συνιστά κάτι περισσότερο από μία «ευχή», η οποία μένει να φανεί πώς θα εφαρμοστεί από τα δικαστήρια, όταν επιληφθούν σχετικής υπόθεσης.

Από την ανάλυση που προηγήθηκε προκύπτει ότι η εστίαση στο εξεταζόμενο στην παρούσα μελέτη ζήτημα κινείται γύρω από δύο κυρίως, διαπλεκόμενα μεταξύ τους, θέματα· την αρχή της σχετικότητας των ενοχών και τη μορφή της ευθύνης που θα αποδοθεί στους Οίκους Αξιολόγησης. Για κάθε μία από τις παρατεθείσες στο κύριο μέρος της παρούσας μελέτης δυνατές νομικές βάσεις, τα συμπεράσματα του γράφοντος, ως προς την ορθότητα και τις πιθανότητες ευδοκίμησής των, έχουν ήδη διατυπωθεί στην οικεία θέση.

Εν προκειμένω, πρέπει εκ νέου να τονισθεί, καταρχάς, η έννομη σημασία που έχει το γεγονός της δημιουργίας από μέρους του Οίκου Αξιολόγησης ενός πραγματικού εμπιστοσύνης στο επενδυτικό κοινό. Η εμπιστοσύνη αυτή οφείλεται ιδίως στην αίγλη, το κύρος και την καλή φήμη που διαθέτουν – ή διέθεταν έως πολύ πρόσφατα – οι συγκεκριμένοι οργανισμοί, αλλά ιδίως στο γεγονός της εξειδίκευσης των υπηρεσιών που παρέχουν, εμφανιζόμενοι ως οι πλέον καταρτισμένοι και εξοικειωμένοι στην αγορά για τις υπηρεσίες αξιολόγησης. Η δημιουργία εμπιστοσύνης στους τρίτους δεν είναι δυνατόν να παροραθεί από το αστικό δίκαιο, ακόμη και όπως εν προκειμένω δεν υφίσταται συμβατική δέσμευση του Οίκου έναντι του επενδυτή. Ο επενδυτής στη συνήθη περίπτωση, πριν προβεί στην επένδυση λαμβάνει γνώση της ύπαρξης της αξιολόγησης, του έχοντος καταρτίσει αυτήν και του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας που έλαβε η εταιρεία ή το χρηματοπιστωτικό προϊόν, επί των οποίων ενδιαφέρεται να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του και αποδίδει μεγάλη σημασία σε αυτά.

Παράλληλα, δεν μπορεί να παροραθεί το γεγονός ότι η επίρριψη του βάρους επίκλησης και απόδειξης του σφάλματος της αξιολόγησης στον εκάστοτε επενδυτή θα ισοδυναμεί στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων με ματαίωση της δυνατότητας δικαστικής τους προστασίας. Πράγματι, είναι αδύνατο ή τουλάχιστον εξαιρετικά δυσχερές για τον επενδυτή να επικαλεστεί και να αποδείξει σφάλμα και πταίσμα σε ένα θέμα τόσο εξειδικευμένο. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας προϋποθέτει, όπως σημειώθηκε στην οικεία θέση, όχι μόνον σύνθετες οικονομικές αναλύσεις και γνώση της αγοράς, αλλά και πρόσβαση σε πληροφορίες και εποπτεία της αγοράς ακόμη και σε βάθος χρόνου. Κάτι που ακόμη και για έναν εξειδικευμένο οργανισμό παροχής συναφών υπηρεσιών είναι πολλές φορές δύσκολο, δεν μπορεί να ανατεθεί στον μεμονωμένο επενδυτή.

Κατά την άποψη του γράφοντος, οι διατάξεις περί προσυμβατικής ευθύνης δύνανται να τύχουν εφαρμογής στη συγκεκριμένη περίπτωση, θεμελιώνοντας την ευθύνη του τρίτου Οίκου Αξιολόγησης, εφόσον βέβαια αποδεικνύεται ότι ο συγκεκριμένος επενδυτής πράγματι στηρίχθηκε στην εσφαλμένη ή αναληθή αξιολόγηση. Ο Οίκος Αξιολόγησης, κατά την κατάρτιση εκάστης αξιολόγησης, γνωρίζει ότι αυτή προορίζεται να χρησιμοποιηθεί για την προσέλκυση πιστωτών από τον αξιολογούμενο. Αναλαμβάνει, συνεπώς, μία οιονεί κινδυνώδη δραστηριότητα εν γνώσει του και δημιουργεί εμπιστοσύνη στο διαπραγματευόμενο τη σύμβαση χρηματοδότησης του αξιολογούμενου μέρος και, για τους λόγους αυτούς, δεν πρέπει να απαλλάσσεται της ευθύνης.

Στο πλαίσιο της προσυμβατικής ευθύνης δεν επιλύεται πάντως το ζήτημα της αποδεικτικής δυσχέρειας, εφόσον την υπαιτιότητα καλείται να επικαλεσθεί και να αποδείξει ο ζημιωθείς ενάγων. Στο πεδίο αυτό, αντικείμενο περαιτέρω μελέτης αποτελεί η δυνατότητα αναστροφής του βάρους της απόδειξης σε περιπτώσεις όπως η εξεταζόμενη, όπου το σύνολο του κρίσιμου αποδεικτικού υλικού βρίσκεται στα χέρια του ζημιώσαντος εναγομένου, είναι ο τελευταίος επιχείρηση με υψηλό βαθμό ειδίκευσης, οργάνωσης και τεχνογνωσίας, επιτελώντας μάλιστα οιονεί ρυθμιστική λειτουργία στην οικεία αγορά.

VI. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Babu, Rating agencies: https://www.iimcal.ac.in/sites/all/files/pdfs/wps_746_0.pdf
- Becker – Milbourn, How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?": http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-051_13e0275c-a3a4-48bd-a86a-2324d5d70b57.pdf
- Bruni/Llewellyn, The Failure of Northern Rock: A Multi Dimensional Case Study, 7 at https://www.suerf.org/docx/s_5d6646aad9bcc0be55b2c82f69750387_2141_suerf.pdf
- Coffee, Ratings Reform: The Good, the Bad and the Ugly, 1 Harv. Bus. L. Rev. 231, 242 (2011): <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2014/09/Ratings-Reform.pdf>
- Coffee, “The Mortgage Meltdown and Gatekeeper Failure”, NYLJ, Sept. 20, 2007
- Hunt, Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”: the Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform and a Proposal for Improvement, 2009 COLUM. BUS. L. REV. 109, 123:<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=080024092024096107123102108115093110032078062093055026025126013112114077070020096113098018058015020038053117003110081078081101054075021079031064098075112094067026052008016027095083091096073066120094083020002030121095064073082010070072121096113003112&EXT=pdf>
- Lehman, Civil Liability of Rating Agencies, Draft version: <https://www.lse.ac.uk/collections/law/projects/lef/Rating%20Agencies%20Civil%20Liability%20-%20Part%201.pdf>
- Möllers /Niedorf, Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A more efficient European Law?, ECFR 2014
- Palmer, Why Did So Many Subprime Borrowers Default During The Crisis: Loose Credit or Plummeting Prices?: http://web.mit.edu/cjpalmer/www/CPalmer_JMP.pdf
- Petit, “Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law” (2011) 7 (3) European Competition Journal
- Sack/Juris, Rating Agencies: Civil Liability Past and Future, NYL, Nov 5, 2007.
- Schwarcz, Disclosure’s Failure in the Subprime Mortgage Crisis, 3 Utah L. Rev. 1109, 1120-1121 (2008).

- White, “The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis”, paper presented at the Conference on the Role of Credit Reporting Systems in the International Economy, The World Bank, Washington D.C., 1-2 March 2001
- Αθανασίου, Έργο και Ευθύνη Νηογνομόνων, Συλλογή μελετών Ελληνικού και Διεθνούς Ναυτικού Δικαίου, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλας 1999, σελ. 210.
- Αλεξανδρίδου, Τα επενδυτικά προϊόντα της LehmanBrothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010.
- Βενιέρης, Τιτλοποίηση Απαιτήσεων σύμφωνα με τον Ν 3156/2003 υπό το Πρίσμα της Διεθνούς Πρακτικής, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα 2005.
- Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα 2002.
- Γεωργιάδης, Ενοχικό Δίκαιο Ειδικό Μέρος, Τόμος ΙΙ, Εκδόσεις Π.Ν. Σάκκουλας Δίκαιο και Οικονομία 2007.
- Γεωργιάδης/Σταθόπουλος, Αστικός Κώδικας κατ’ άρθρο Ερμηνεία, Εκδόσεις Π.Ν. Σάκκουλας Δίκαιο και Οικονομία 2016.
- Γεωργιάδης/Σταθόπουλος, Αστικός Κώδικας κατ’ άρθρο Ερμηνεία, Εκδοτικός Οίκος Αφοι Π. Σάκκουλα 1978.
- Δαγτόγλου, Συνταγματικό Δίκαιο, Ατομικά Δικαιώματα, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- Λιάπης, Αποζημίωση των επενδυτών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς (Μία συμβολή στην προστασία από βασικούς κινδύνους της κεφαλαιαγοράς), Νομική Βιβλιοθήκη 2012.
- Λιάπης, Η ευθύνη τρίτου από διαπραγματεύσεις, ΝοΒ 2003, σελ. 422 επ.
- Λιποβατς, Δικαίωμα αποζημίωσης τρίτου λόγω παραλείψεως οφειλόμενης επιμελείας εκ συμβάσεως μεταξύ των συμβαλλομένων, σχόλιο σε Γερμανικού Ακυρωτικού (BGH) Απόφασις της 15 Μαΐου 1959, ΝοΒ 1963, 287.
- Μαστρομανώλης, Οίκοι Αξιολόγησης Εμπόρων και Χρηματοπιστωτικών Μέσων, Νομική Βιβλιοθήκη 2013.
- Παπαδημητρόπουλος, Ενοχή με προστατευτική τριτενέργεια (ΕΠΤ) Η νεώτερη εξέλιξη του θεσμού στη Γερμανία και προοπτικές για το Ελληνικό Δίκαιο, ΧρΙΔ 2005.
- Παπανικολάου, Μεθοδολογία του Ιδιωτικού Δικαίου και Ερμηνεία των Δικαιοπραξιών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα 2000.

- Παπαντωνίου, Γενικές αρχές του αστικού δικαίου, Εκδοτικός Οίκος Αφοι Π. Σάκκουλα 1983.
- Ρηγάκου, Κρατικές Ενισχύσεις για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, Νομική Βιβλιοθήκη, 2011.
- Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, Νομική Βιβλιοθήκη 2012.
- Σταθόπουλος, Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη 2004.
- Σταθόπουλος, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη 2004.

Δημοσιεύματα

- Jody Shenn, Fitch blasts S&P grades on Credit Suisse mortgage debt, Mar. 30 2012, www.bloomberg.com.
- «Νέα απειλή η αύξηση δανείων χαμηλής εξασφάλισης», Η Καθημερινή, 25.3.2014.
- S&P, “Guide to Credit Rating Essentials
- US, The Financial Crisis Enquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, The Financial Crisis Inquiry Commission Pursuant to Public Law 111-21, January 2011, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.