



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

## ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ  
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2023-2024

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
του Σταύρου Χρήστου Ιωάννη Παπακυριαζή  
Α.Μ.: 7340122302016

## Η ΕΝΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΠΡΑΣΙΝΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΝΝΟΜΗ ΤΑΞΗ

### **Επιβλέποντες:**

Όνοματεπώνυμα επιβλεπόντων

- α) Αναπληρώτρια Καθηγήτρια Χριστίνα Λιβαδά
- β) Αναπληρωτής Καθηγητής Νικόλαος Βερβεσός
- γ) Αναπληρωτής Καθηγητής Ιάκωβος Βενιέρης

Αθήνα, 2024

Copyright © [Σταύρος Χρήστος Παπακυριαζής, 2024]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

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

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

## Περιεχόμενα

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>4</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ</b>	
Η έννοια των πράσινων ομολόγων και η σημασία τους σε διεθνές και ενωσιακό επίπεδο.....	9
1. Έννοια και χαρακτηριστικά των κοινών ομολόγων.....	10
2. Έννοια και ιδιαιτερότητες των πράσινων ομολόγων.....	12
2.1. Ορισμός και ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των πράσινων ομολόγων.....	13
2.2. Κατηγορίες πράσινων ομολόγων.....	16
2.3. Αρχές βιώσιμης χρηματοδότησης.....	18
2.4. Αρχές Πράσινων Ομολόγων.....	20
2.5. Τα πλεονεκτήματα συμμετοχής στην αγορά πράσινων ομολόγων.....	24
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ</b>	
Το ενωσιακό δίκαιο βιώσιμης χρηματοδότησης.....	29
1. Το καθεστώς γνωστοποιήσεων στην ΕΕ.....	30
1.1. Οι εκθέσεις βιωσιμότητας.....	30
1.1.1. Δημοσίευση μη χρηματοοικονομικών καταστάσεων.....	31
1.1.2. Εξελίξεις που επέφερε η πρόβλεψη δημοσίευσης εκθέσεων βιωσιμότητας.....	35
1.2. Οι απαιτήσεις διαφάνειας για τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους.....	38
1.3. Η πρόβλεψη για τους ενωσιακούς δείκτες αναφοράς.....	41
2. Το σύστημα ταξινόμιας στην ΕΕ.....	45
2.1. Απαιτήσεις ταξινόμιας.....	48
2.2. Οι κατ' εξουσιοδότηση πράξεις της Επιτροπής.....	50
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ</b>	
Το Ευρωπαϊκό Πρότυπο Πράσινων Ομολόγων.....	53
1. Το πεδίο εφαρμογής και οι προϋποθέσεις κτήσης του προτύπου.....	54
2. Η διαδικασία διάθεσης του ομολόγου στην Ελληνική κεφαλαιαγορά.....	58
3. Η χρήση των εσόδων.....	61
4. Το καθεστώς διαφάνειας.....	67
5. Το σύστημα εξωτερικής αξιολόγησης.....	69
6. Η πρόβλεψη προαιρετικών γνωστοποιήσεων για άλλες κατηγορίες ομολόγων.....	72
7. Εξουσίες ελέγχου των Κρατών Μελών και της ΕΑΚΑΑ.....	73
7.1. Εποπτεία και έρευνα του εκδότη.....	74
7.2. Έλεγχος του εξωτερικού αξιολογητή.....	76
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ</b>	
Ο κατασταλτικός έλεγχος και η χρήση του Ευρωπαϊκού Προτύπου Πράσινων Ομολόγων ως εργαλείο βιώσιμης ανάπτυξης.....	77
1. Η προβολή ψευδοοικολογικής ταυτότητας.....	77
2. Καθεστώς ευθύνης για τους εξωτερικούς αξιολογητές και τους εκδότες.....	79
2.1. Διοικητικές κυρώσεις.....	79
2.2. Ποινικές κυρώσεις.....	83
2.3. Αστικές κυρώσεις.....	86
3. Τα ομόλογα τιτλοποίησης.....	92

4. Η θέση του σήματος στην ευρωπαϊκή και στην εθνική στρατηγική για την χρηματοδότηση της βιώσιμης ανάπτυξης.....	98
5. Η σχέση του σήματος με την εταιρική κοινωνική ευθύνη.....	101
<b>ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΕΣ ΣΚΕΨΕΙΣ.....</b>	<b>104</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>106</b>

## Συνομογραφίες

ΑΕ	Ανώνυμη Εταιρεία
ΑΠ	Άρειος Πάγος
ΓΣ	Γενική Συνέλευση
ΔΕΕ	Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
δισ.	Δισεκατομμύρια
ΔΣ	Διοικητικό Συμβούλιο
εδ.	Εδάφιο
ΕΔΔΑ	Ευρωπαϊκό Δικαστήριο Δικαιωμάτων του Ανθρώπου
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
κλπ	Και λοιπά
ΟΗΕ	Οργανισμός Ηνωμένων Εθνών
ό.π.	Όπως παραπάνω
παρ.	Παράγραφος
ΣΕΕ	Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης
σελ.	Σελίδες
ΣΛΕΕ	Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΣτΕ	Συμβούλιο της Επικρατείας

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι αλλαγές που επήλθαν στον κόσμο με την βιομηχανική επανάσταση οδήγησαν σε πρωτόγνωρους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Η ταχεία ανάπτυξη όμως της παγκόσμιας οικονομίας, μαζί με την αύξηση του ανθρώπινου πληθυσμού και την επέκταση των αστικών κέντρων, οδήγησε σε δραματικές περιβαλλοντικές αλλαγές, οι οποίες εκτείνονται στον παγκόσμιο χάρτη. Η απελευθέρωση αερίων του θερμοκηπίου από ανθρώπινες δραστηριότητες οδήγησε στην

αύξηση της παγκόσμιας θερμοκρασίας, το οποίο αποτέλεσε καταλύτη στην εξάπλωση πυρκαγιών σαν αυτές που βιώνουμε κάθε χρόνο στην Ελλάδα αλλά και σε άλλα σημεία του πλανήτη, όπως στον Αμαζόνιο, στις ΗΠΑ, στην Ρωσία, στην Αυστραλία. Η Διακυβερνητική Επιτροπή για την Αλλαγή του Κλίματος σε έκθεση του 2021 ανακοίνωσε πως το φαινόμενο του θερμοκηπίου ευθύνεται για την αύξηση της μέσης θερμοκρασίας κατά 1,1 βαθμό Κελσίου σε σχέση με την περίοδο 1850-1900. Ένα από τα καταληκτικά της συμπεράσματα μάλιστα ήταν πως οι πιθανότητες είναι η μέση θερμοκρασία να αυξηθεί περαιτέρω στα επόμενα 20 χρόνια φτάνοντας σε 1,5 βαθμό Κελσίου πάνω από τα προβιομηχανικά επίπεδα και χωρίς άμεση παγκόσμια αντίδραση και μείωση των ανθρακούχων εκπομπών που απελευθερώνονται στην ατμόσφαιρα, η κατά 2 βαθμούς Κελσίου αύξηση της θερμοκρασίας είναι αναπόφευκτη<sup>1</sup>.

Πέραν των ανθρακούχων εκπομπών, σε ετήσια βάση συρρικνώνονται όλο και περισσότερο η γλωρίδα και η πανίδα του πλανήτη, ενώ η ρύπανση εξαπλώνεται στο έδαφος, στο πόσιμο και αλμυρό νερό αλλά και στην ατμόσφαιρα. Όλες αυτές εξελίξεις έχουν εμφανή αποτελέσματα όχι μόνο στην διαβίωση αλλά και στην ίδια την επιβίωση των ανθρώπων. Η λιμοκτονία, η λειψυδρία, η φτώχεια, τα ακραία καιρικά φαινόμενα και οι συγκρούσεις μπορούν να χρεωθούν σε περιβαλλοντικά αίτια. Αυτή η κατάσταση φέρνει την γενιά μας αντιμέτωπη με την εξής παραδοχή. Πως ο κόσμος είναι πεπερασμένος, το ίδιο και οι πόροι του. Η συνειδητοποίηση αυτή είναι που οδήγησε την διεθνή κοινότητα την τελευταία δεκαετία σε ανεπανάληπτη ρυθμιστική κινητοποίηση ως προς το οικολογικό ζήτημα.

Τον Σεπτέμβριο του 2015, στη Σύνοδο Κορυφής του ΟΗΕ για την Βιώσιμη Ανάπτυξη στην Νέα Υόρκη υιοθετήθηκε το Θεματολόγιο 2030 για τη Βιώσιμη Ανάπτυξη, μετά από συμφωνία 193 κρατών μελών σε αυτήν και στους 17 Στόχους Βιώσιμης Ανάπτυξης που περιλαμβάνει. Οι στόχοι αυτοί καλύπτουν ζητήματα φτώχειας, ισότητας, εταιρικής διακυβέρνησης, καταπολέμησης της κλιματικής κρίσης και δημιουργίας βιώσιμων πόλεων και κοινοτήτων. Το Θεματολόγιο αναγνώρισε την ανάγκη συλλογικής και όχι μεμονωμένης προσέγγισης του κοινωνικού αποκλεισμού, της οικονομικής ανάπτυξης και της κλιματικής αλλαγής. Λίγους μήνες μετά, τον Δεκέμβριο του 2015 η Διάσκεψη του ΟΗΕ για την κλιματική αλλαγή οδήγησε στην παραγωγή της Συμφωνίας του Παρισιού.

Δαιδαλώδεις διαπραγματεύσεις οδήγησαν στο τελικό συμφωνηθέν από 196 κράτη κείμενο της, στο οποίο εμπεριέχεται ο στόχος περιορισμού της αύξησης της μέσης θερμοκρασίας του πλανήτη σε 2 βαθμούς Κελσίου συγκριτικά με τα προβιομηχανικά επίπεδα, εντείνοντας παράλληλα τις προσπάθειες για διατήρηση της αύξησης στους 1,5 βαθμούς Κελσίου σε σχέση με τα προβιομηχανικά επίπεδα. Η Συμφωνία του Παρισιού αποτέλεσε την πρώτη παγκόσμια, νομικά δεσμευτική συμφωνία για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής. Η ΕΕ επικύρωσε την συμφωνία στις 5 Οκτωβρίου 2016, θέτοντας την σε ισχύ στις 4 Νοεμβρίου 2016<sup>2</sup>. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αμέσως μετά σύστησε μια Ομάδα Εμπειρογνομώνων Υψηλού Επιπέδου για την

---

<sup>1</sup> Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), “Climate Change 2021: The Physical Science Basis”, διαθέσιμο στο [https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC\\_AR6\\_WGI\\_FullReport\\_small.pdf](https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_FullReport_small.pdf), 9 Αυγούστου 2021, σελ. V.

<sup>2</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.4, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

Βιώσιμη Ανάπτυξη προκείμενου να σχεδιάσουν μια περιεκτική και αποτελεσματική ενωσιακή στρατηγική για την βιώσιμη ανάπτυξη.

Στο σημείο αυτό κρίνεται αναγκαία η επεξήγηση της έννοιας της βιώσιμης ανάπτυξης, πριν την εμφάνιση στην ενωσιακή στρατηγική, λόγω της κομβικής σημασίας της για την ανάλυση αυτή. Η βιωσιμότητα αποτελεί έναν όρο που εντοπίζεται με όλο και μεγαλύτερη συχνότητα στα διεθνή, ενωσιακά και εθνικά κείμενα. Έχει αποκτήσει την σημασία του ευκαταίου είτε μιλάμε για ανάπτυξη είτε για οικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες<sup>3</sup>. Η βιωσιμότητα αναφέρεται στην ικανότητα ενός αντικείμενου, περιβάλλοντος, οντότητας ή θεσμού να διατηρείται στο πέρασμα του χρόνου<sup>4</sup>. Συνεπώς, πολιτικές, τρόποι ανάπτυξης και τεχνολογίες που εξασφαλίζουν το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα χωρίς να υπονομεύουν παράλληλα την μελλοντική ικανότητα για εξέλιξη και ανάπτυξη πληρούν το κριτήριο βιωσιμότητας.

Ο πιο διαδεδομένος ορισμός βιώσιμης ανάπτυξης δόθηκε από την έκθεση Brundtland του 1987 της Παγκόσμιας Επιτροπής του ΟΗΕ για το Περιβάλλον και την Ανάπτυξη, η οποία όρισε ως βιώσιμη ανάπτυξη «την ανάπτυξη που ικανοποιεί τις ανάγκες του παρόντος χωρίς να θέτει σε κίνδυνο την ικανότητα των μελλοντικών γενεών να ικανοποιήσουν τις δικές τους ανάγκες»<sup>5</sup>. Η αποδοχή του ορισμού αυτού εδράζεται στην γενικότητα του που έχει επιτρέψει την διείσδυση του σε διαφορετικά επιστημονικά πεδία, μεταξύ των οποίων και στο πεδίο της νομικής επιστήμης. Στο δίκαιο της ΕΕ, η αρχή της αειφορίας ή βιώσιμης ανάπτυξης κατοχυρώνεται στα άρθρα 2, 6 και 191 παρ. 1 ΣΛΕΕ και ορίζει πως κάθε ανθρώπινη επέμβαση στο περιβάλλον θα πρέπει να γίνεται με τέτοιο τρόπο, ώστε να διασφαλίζεται ισόρροπη σχέση μεταξύ της εκμετάλλευσης φυσικών πόρων και της εξέλιξης οικοσυστημάτων χάριν και των επόμενων γενεών<sup>6</sup>. Αποτελεί ένα μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης που θα εξασφαλίζει την οικολογική ισορροπία στο διηνεκές. Μάλιστα, και στο άρθρο 24 του ελληνικού Συντάγματος που κατοχυρώνεται η αρχή της βιώσιμης ανάπτυξης, αναγνωρίζεται η μοναδικότητα του δικαιώματος λόγω της διαγενεακής του φύσης, θεωρώντας ως φορείς του και τις μέλλουσες γενιές.

Ερχόμενοι πίσω στην Ομάδα Εμπειρογνομόνων Υψηλού Επιπέδου για την Βιώσιμη Ανάπτυξη, αυτή κατέθεσε την τελική έκθεση τον Ιανουάριο του 2018, μέσω της οποίας πρότεινε ένα οικονομικό σύστημα που υποστηρίζει βιώσιμες επενδύσεις και τρόπους για την εγκαθίδρυση του. Λίγους μήνες μετά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πάνω σε αυτήν την έκθεση δημοσίευσε το Σχέδιο Δράσης για την Χρηματοδότηση της Βιώσιμης Ανάπτυξης<sup>7</sup>. Μέσα από αυτό το Σχέδιο αναγνωρίστηκε το πόσο πολύτιμος είναι ο χρηματοοικονομικός τομέας στην επίτευξη βιώσιμων στόχων και τέθηκε η ανάγκη περαιτέρω σύνδεσης της οικονομίας με την βιωσιμότητα. Οι τρεις βασικοί στόχοι του Σχεδίου ήταν η ανακατεύθυνση κεφαλαίων σε βιώσιμες επενδύσεις για την επίτευξη βιώσιμης και ενταξιακής ανάπτυξης, η διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων που επιφέρουν η κλιματική αλλαγή και η περιβαλλοντική επιδείνωση και τέλος η διαφάνεια στις επενδυτικές και οικονομικές δραστηριότητες.

<sup>3</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.4.

<sup>4</sup> ό.π., σελ. 5.

<sup>5</sup> Brundtland Commission, “Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future”, διαθέσιμο στο <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>, (1987).

<sup>6</sup> Παυλάκη, Σ. “Το δικαίωμα στο περιβάλλον” σε Θεμελιώδη Δικαιώματα, (2017), σελ.203.

<sup>7</sup> Ανακοίνωση της Επιτροπής, “Σχέδιο Δράσης: Χρηματοδότηση της Αειφόρου Ανάπτυξης”, διαθέσιμο στο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>, (8 Μαρτίου 2018).

Για την επίτευξη των στόχων αυτών, το Σχέδιο Δράσης έθεσε τα θεμέλια στα οποία βασίστηκαν στην συνέχεια οι ρυθμίσεις που ενσάρκωσαν το δίκαιο βιώσιμης χρηματοδότησης της ΕΕ<sup>8</sup>. Πρώτο θεμέλιο ήταν η απόκτηση μιας ενωσιακής Ταξινόμιας, η οποία θα θέτει ένα κοινό σύστημα κατάταξης οικονομικών δραστηριοτήτων που συμβάλλουν σημαντικά σε περιβαλλοντικούς στόχους βάσει επιστημονικά τεκμηριωμένων κριτηρίων. Δεύτερο θεμέλιο ήταν η υιοθέτηση ενός ολοκληρωμένου καθεστώτος διαφάνειας, τόσο για τις χρηματοοικονομικές όσο και για τις μη χρηματοοικονομικές οντότητες, έτσι ώστε οι επενδυτές να λαμβάνουν πρώτα αναγκαία πληροφόρηση και μετά σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις βάσει αυτής. Η υλοποίηση του θεμελίου αυτού θα κατέρριπτε την πληροφοριακή ασυμμετρία που επικρατεί στον επενδυτικό κόσμο. Τελευταίο θεμέλιο ήταν η προσφορά ενός πακέτου επενδυτικών εργαλείων στους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές και στις εταιρείες εν γένει για την καταπολέμηση των φραγμών της βιώσιμης χρηματοδότησης. Ανάμεσα στα επενδυτικά εργαλεία αυτά ήταν δείκτες αναφοράς και πρότυπα, σαν το Ευρωπαϊκό Πρότυπο Πράσινων Ομολόγων, το οποίο αποτελεί και το κεντρικό θέμα της ανάλυσης αυτής.

Τον Δεκέμβριο του 2019, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε την Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία<sup>9</sup>, μια φιλόδοξη αναπτυξιακή στρατηγική που περιλαμβάνει δράσεις ενταξιακής μετάβασης, προκειμένου να καταστεί η ενωσιακή οικονομία βιώσιμη. Έτσι, η ΕΕ θα εκπληρώσει τόσο τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από την Συμφωνία του Παρισιού όσο και τον ενωσιακό στόχο της πρώτης κλιματικά ουδέτερης ηπείρου μέχρι το 2050, με σταθμό την μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου μέχρι το 2030 κατά 50% σε σχέση με το 1990. Μια από τις δράσεις στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας είναι η παροχή προτύπου πράσινων ομολόγων και μέσω αυτού η διευκόλυνση των επενδυτών και των επιχειρήσεων ως προς τον εντοπισμό βιώσιμων επενδύσεων με διασφαλισμένη αξιοπιστία.

Η φιλοδοξία υλοποίησης της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας οδήγησε την Επιτροπή στις 6 Ιουλίου 2021 σε Ανακοίνωση σχετικά με την Στρατηγική για την Χρηματοδότηση της Μετάβασης σε μια Βιώσιμη Οικονομία<sup>10</sup> και σε υποβολή πρότασης Κανονισμού για τα Ευρωπαϊκά Πράσινα Ομόλογα (ΕΠΟ). Στο πλαίσιο αυτό της ευθυγράμμισης με την Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε τη νομοθεσία της ΕΕ για το κλίμα, αυξάνοντας τις δεσμεύσεις της για μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου από 50% σε 55% μέχρι το 2030<sup>11</sup>. Αυτή η πληθώρα νομοθετικών πράξεων υποδηλώνει την επιθυμία της ΕΕ για ανάληψη ηγετικού ρόλου σε παγκόσμιο επίπεδο στην μάχη κατά της κλιματικής κρίσης. Περαιτέρω απόδειξη προς αυτή την θέση αποτελεί το γεγονός πως το 2022, σημειώθηκαν 487 δισ. δολάρια στην αγορά πράσινων ομολόγων και από αυτά τα 229 δισ. προήλθαν από πράσινα ομόλογα εκδοθέντα από δημόσιους και ιδιωτικούς φορείς εντός της ΕΕ. Παράλληλα, την ίδια χρονιά το 49% των πράσινων ομολόγων

---

<sup>8</sup> Βουλγαράκης, Κ. “Το νέο ενωσιακό δίκαιο της βιώσιμης χρηματοδότησης (sustainable finance): μια πρώτη παρουσίαση”, σε ΕφημΔΔ 1/2022, σελ. 108.

<sup>9</sup> Ανακοίνωση της Επιτροπής, “Η Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία”, διαθέσιμο στο [https://ketlib.lib.unipi.gr/xmlui/bitstream/handle/ket/3590/cellar%20b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0001.02\\_DOC\\_1\(1\).pdf?sequence=1](https://ketlib.lib.unipi.gr/xmlui/bitstream/handle/ket/3590/cellar%20b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0001.02_DOC_1(1).pdf?sequence=1), (11 Δεκεμβρίου 2019).

<sup>10</sup> Η Ανακοίνωση αυτή εστίαζε, μεταξύ άλλων, στην επίτευξη ενός περισσότερο ενταξιακού χρηματοοικονομικού πλαισίου και στην μείωση των επιπτώσεων που επιφέρουν οι οικονομικές δραστηριότητες στην βιωσιμότητα με ταυτόχρονη θωράκιση των δραστηριοτήτων αυτών από τους κινδύνους βιωσιμότητας βάσει της προσέγγισης της διπλής σημαντικότητας.

<sup>11</sup> Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, Συμβούλιο της ΕΕ “Κλιματική αλλαγή: Η δράση της ΕΕ”, διαθέσιμο στο <https://www.consilium.europa.eu/el/policies/climate-change/>, (27 Ιανουαρίου 2024), σελ.9, τελευταία πρόσβαση στις 11 Σεπτεμβρίου 2024.

παγκοσμίως εκδόθηκε σε ευρώ, καθιστώντας αυτό το πιο δημοφιλές νόμισμα για την αγορά πράσινων ομολόγων<sup>12</sup>.

Η προσφυγή στο εργαλείο των πράσινων ομολόγων καθίσταται αναγκαία, καθώς για την υλοποίηση των φιλόδοξων στόχων της ΕΕ μόνο για το 2030 και μόνο για το κλίμα και την ενέργεια, κρίθηκε από την Επιτροπή το 2021 πως θα απαιτηθούν επενδύσεις ύψους 336 δισ. ευρώ ετησίως στο ενεργειακό σύστημα. Και αυτή η κρίση επιβάρυνε πριν τον Ρωσοουκρανικό πόλεμο και τις προκλήσεις που επέφερε στην ενεργειακή αγορά της ΕΕ. Συνεπώς, υπάρχει ένα επενδυτικό χάσμα που θα πρέπει να καλυφθεί με ιδιωτική χρηματοδότηση μέσω αναπροσανατολισμού των ροών ιδιωτικών κεφαλαίων σε περιβαλλοντικά βιώσιμες επενδύσεις. Τα πράσινα ομόλογα εξυπηρετούν αυτόν τον στόχο ακριβώς και για αυτό συμπεριλήφθηκαν στην ενωσιακή στρατηγική, καθιστώντας απαραίτητη την κανονιστική τους ρύθμιση.

Γενικά, η άφιξη των πράσινων ομολόγων αποτέλεσε ένα από τα πιο ευρηματικά σημεία τομής στον χώρο της βιώσιμης χρηματοδότησης. Το εύρος αποδοχής τους οφείλεται σε πληθώρα παραγόντων, από την υποστηριζόμενη καλύτερη τιμολόγηση τους και την εμπλοκή επιχειρήσεων σε τομείς όπου οι περιβαλλοντικοί παράγοντες είναι οικονομικά σημαντικοί μέχρι την χρήση τους για την δημόσια προβολή περιβαλλοντικών δεσμεύσεων και την ικανοποίηση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Η σημασία τους μπορεί να διαγνωστεί όχι μόνο στην βιώσιμη ανάπτυξη αλλά και στην πράσινη ανάκαμψη από οικονομικά πλήγματα, όπως αυτό που προξένησε η πανδημία του covid-19. Μέσα από την ανάλυση που θα ακολουθήσει θα παρουσιαστούν, στον καλύτερο προσωπικά δυνατό βαθμό, οι λόγοι για τους οποίους η αγορά πράσινων ομολόγων έχει σημειώσει τέτοια επέκταση παγκοσμίως, αλλά και που εδράζεται η προστιθέμενη αξία που προσδίδει στα πράσινα ομόλογα η χρήση του προτύπου.

Η παρούσα διπλωματική απαρτίζεται από τέσσερα μέρη. Στο πρώτο μέρος παρουσιάζονται το κοινό ομόλογο του Ν. 4548/2018 και το πράσινο ομόλογο όπως έχει διαμορφωθεί από τις πρακτικές της αγοράς, προκειμένου να εντοπιστούν οι ιδιαιτερότητες του τελευταίου μέσα από αυτήν την συγκριτική επισκόπηση τους. Έπειτα, εξετάζονται τα πλεονεκτήματα τόσο της έκδοσης όσο και της επένδυσης σε πράσινα ομόλογα αλλά και οι προκλήσεις που εδράζονται σε αυτήν την αγορά σε ενωσιακό επίπεδο αλλά και πέραν αυτού. Στο δεύτερο μέρος, δίνεται μια εικόνα στο δίκαιο βιώσιμης χρηματοδότησης της ΕΕ, καθώς οι ρυθμίσεις του και ειδικά του Κανονισμού Ταξινόμησης είναι αλληλένδετες με τις ρυθμίσεις του νεότερου Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Ο τελευταίος αναλύεται στο τρίτο μέρος, εμβαθύνοντας στο αντικειμενικό και υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής του, στις προϋποθέσεις κτήσης του σχετικού προτύπου, στις απαιτήσεις διαφάνειας και στον ρόλο του εξωτερικού αξιολογητή. Παράλληλα εξηγούνται οι άλλες κατηγορίες ομολόγων για τις οποίες ο Κανονισμός προβλέπει δυνατότητα προαιρετικής δημοσιοποίησης τους. Στο τελευταίο μέρος, εξειδικεύονται η θέση του προτύπου στην υφιστάμενη αγορά πράσινων ομολόγων, η συμβολή του στην καταπολέμηση του φαινομένου προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας «greenwashing», ζητήματα κυρώσεων σε περίπτωση τέτοιας προβολής και περιπτώσεις πιο σύνθετης εφαρμογής του μέσω ομολόγων τιτλοποίησης. Τέλος, αναπτύσσονται ζητήματα από την ένταξη του όχι μόνο στο πλαίσιο της ενωσιακής στρατηγικής αλλά και ειδικότερα στο ελληνικό νομοθετικό κατεστημένο.

---

<sup>12</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.9, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

### Η έννοια των πράσινων ομολόγων και η σημασία τους σε διεθνές και ενωσιακό επίπεδο

Η πρώτη έκδοση πράσινου ομολόγου συντελέστηκε το 2007, όταν αρκετά συνταξιοδοτικά ταμεία στην Σουηδία ήθελαν να λάβουν περιβαλλοντικά φιλικές επενδυτικές πρωτοβουλίες αλλά δεν μπορούσαν να εντοπίσουν με ασφάλεια κατάλληλες επενδύσεις για τον σκοπό αυτό. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έδωσε την λύση μέσα από την έκδοση του ομολόγου κλιματικής ευαισθητοποίησης, τα έσοδα του οποίου διοχετεύτηκαν σε οικονομικές δραστηριότητες σχετικές με την ανανεώσιμη ενέργεια και την ενεργειακή αποδοτικότητα<sup>13</sup>. Στα πρώτα της βήματα η αξία της αγοράς πράσινων ομολόγων ήταν μικρότερη του ενός δισ. δολαρίων αλλά μέσα σε μια δεκαετία σημείωσε ποσοτική και γεωγραφική εξάπλωση φτάνοντας τα 143 δισ. δολάρια<sup>14</sup> και το 4,4% της παγκόσμιας αγοράς ομολόγων κατά το τελευταίο τετράμηνο του 2018<sup>15</sup>. Οι επαγγελματίες της αγοράς αναφέρονται συχνά σε αυτό το φαινόμενο ως «έκρηξη πράσινων ομολόγων» (green bond boom)<sup>16</sup>.

Αυτή η αντικειμενικά κολοσσιαία αύξηση στον αριθμό και στην αξία των πράσινων ομολόγων παγκοσμίως σημειώθηκε κοντά στο 2015, την χρονιά υπογραφής της Συμφωνίας του Παρισιού<sup>17</sup>. Τα πράσινα ομόλογα ως εργαλείο πράσινης χρηματοδότησης αξιοποιούνται από τον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα για την επίτευξη των στόχων της Συμφωνίας του Παρισιού. Στην περίπτωση του ιδιωτικού τομέα βέβαια που δεν δεσμεύεται άμεσα από την ίδια την Συμφωνία, η στροφή του στην πράσινη χρηματοδότηση υποκινείται περισσότερο από κριτήρια οικονομικής χροιάς. Κατά την προσέγγιση της διπλής σημαντικότητας, όπως αυτή καθιερώνεται και στην ελληνική έννομη τάξη μέσω του άρθρου 151 παρ. 1 Ν. 4548/2018, κομβικός για τις επενδυτικές και τις οικονομικές αποφάσεις μιας εταιρείας δεν είναι μόνο ο αντίκτυπος που αυτές έχουν στο περιβάλλον αλλά και οι επιπτώσεις που η ίδια η κλιματική αλλαγή έχει στην «εξέλιξη, τις επιδόσεις, τη θέση» της επιχείρησης. Αυτό αποτελεί το χρηματοοικονομικά σημαντικό σκέλος μιας δραστηριότητας και ενδιαφέρει συνήθως περισσότερο τους επενδυτές από το περιβαλλοντικά σημαντικό σκέλος της δραστηριότητας, δηλαδή τις περιβαλλοντικές επιπτώσεις της<sup>18</sup>.

Λαμβάνοντας υπόψη τους φυσικούς κινδύνους της κλιματικής αλλαγής, τόσο τους οξείς όπως ακραίες καιρικές συνθήκες όσο και τους χρόνιους που προέρχονται από μακροπρόθεσμες αλλαγές του κλίματος όπως οι μεταβολές της παραγωγικότητας της γης, η κλιματική κρίση πλέον

---

<sup>13</sup> Dwivedy, D. and Sharma, M. "Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy", *Journal of Law and Sustainable Development*, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), σελ. 95, τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>14</sup> ό.π., σελ.99.

<sup>15</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) "Report on EU Green Bond Standard", διαθέσιμο στο: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf), (Ιούνιος 2019), σελ. 19.

<sup>16</sup> Dwivedy, D. and Sharma, M. "Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy", *Journal of Law and Sustainable Development*, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), σελ. 95, τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>17</sup> Alamgir, M. and Cheng, M. "Do Green Bonds Play a Role in Achieving Sustainability?", *MDPI*, Vol.15 No.13, διαθέσιμο στο: <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/13/10177>, (27 Ιουνίου 2023), σελ. 4, τελευταία πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>18</sup> Μούζουλας, "Σ. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II: Ανακοίνωση της Επιτροπής αριθμ. 2019/C 209/01. Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών: Συμπλήρωμα σχετικά με την υποβολή πληροφοριών που αφορούν το κλίμα" σε Μούζουλας, Σ./ Αντωνόπουλος, Β. Ανώνυμες εταιρίες, τόμ. 2, 2023, (2023), σ. 1261-1262.

αναγνωρίζεται ως συστημικός κίνδυνος<sup>19</sup>. Η πράσινη χρηματοδότηση, ως παρακλάδι της βιώσιμης χρηματοδότησης, λειτουργεί ως απάντηση στις περιβαλλοντικές προκλήσεις, δημιουργώντας παράλληλα οικονομικές ευκαιρίες. Βέβαια, παρά την πληθώρα πλεονεκτημάτων των επενδυτικών εργαλείων πράσινης χρηματοδότησης, η χρήση τους είναι συνυφασμένη και με μια σειρά από προκλήσεις, όπως πρόσθετα κόστη που μειώνουν την οικονομική τους ελκυστικότητα και αντιφατικές πολιτικές κατευθύνσεις που εγείρουν ρυθμιστική αβεβαιότητα. Το μεγαλύτερο πρόβλημα όμως εδράζεται στον κατακερματισμό της αγοράς πράσινων ομολόγων λόγω της έλλειψης σε οικουμενικά αποδεκτές ταξινομίες, πρότυπα απαιτήσεων και πλαίσια γνωστοποιήσεων. Η ένταξη μιας κοινής γλώσσας στην αγορά ήταν αναγκαία σε ενωσιακό επίπεδο, όπως ισάξια αναγκαία είναι και η επέκταση της στον υπόλοιπο κόσμο, έτσι ώστε να καταστεί πραγματικά αποτελεσματική η επιστράτευση του χρηματοοικονομικού τομέα για την επίτευξη περιβαλλοντικών στόχων.

### **1. Έννοια και χαρακτηριστικά των κοινών ομολόγων**

Η προσφυγή στις διεθνείς και εθνικές αγορές ομολόγων υποκινείται κυρίως από τον στόχο άντλησης εξωτερικής χρηματοδότησης για γενικούς εταιρικούς σκοπούς ή σκοπούς δημοσίου συμφέροντος. Η επιλογή του εκδότη ομολόγων βασίζεται στην πιστοληπτική του ικανότητα και στο κέρδος που θα αντλήσει ο επενδυτής από αυτόν υπό την μορφή επιτοκίου. Ο τρόπος χρήσης των εσόδων από την πώληση ομολόγων δεν είναι εξίσου σημαντικός παράγοντας στην αγορά παραδοσιακών ομολόγων<sup>20</sup>. Τα ομόλογα λειτουργούν κυρίως ως εργαλεία αναχρηματοδότησης καθώς εξασφαλίζουν την άντληση κεφαλαίων με βάση τον ισολογισμό του εκδότη και το ύψιστο επίπεδο χρέους που μπορεί να στηρίξει. Οι παγκόσμιες αγορές ομολόγων γενικά εκδηλώνουν την προτίμησή τους για εκδόσεις υψηλού κατώτατου επιπέδου, με το όριο να κυμαίνεται μεταξύ των 300 και 500 εκατομμυρίων ευρώ<sup>21</sup>.

Τα ομόλογα εκδίδονται από την εταιρεία κατά την σύναψη ομολογιακού δανείου. Αποτελούν τρόπο εξωτερικής χρηματοδότησης με την άντληση κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές, δηλαδή από δανειστές που καθίστανται ομολογιούχοι. Αυτή η μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων είναι στο άλλο άκρο από την εσωτερική χρηματοδότηση, στην οποία τα κεφάλαια προκύπτουν από τα ίδια τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, δηλαδή από αποθεματικά και παρακράτηση κερδών για κεφαλαιοποίηση τους<sup>22</sup>. Η δυνατότητα έκδοσης ομολόγων στην ελληνική έννομη τάξη εδράζεται στο άρθρο 33 του Ν. 4548/2018 για τις ανώνυμες εταιρείες. Στο άρθρο αυτό καθιερώνεται ο εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης της με προσφυγή στο ευρύ κοινό, χωρίς την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και την έκδοση νέων μετοχών.

---

<sup>19</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 12.

<sup>20</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) “Report on EU Green Bond Standard”, διαθέσιμο στο: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf), (Ιούνιος 2019), σελ. 19.

<sup>21</sup> ό.π., σελ. 18.

<sup>22</sup> Τουντόπουλος, Β. “Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα” σε Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας, 18<sup>ο</sup> Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, (2009), σελ. 9-10.

Το ομόλογο μπορεί να υφίσταται σε έγχαρτη μορφή<sup>23</sup>, αποτελώντας μια έντοκη απαίτηση κατά της εκδότριας που ενσωματώνεται σε χρεόγραφο. Το συνολικό ποσό του ομολογιακού δανείου ισούται με το άθροισμα της ονομαστικής αξίας των ομολόγων στα οποία διαιρείται. Τα ομόλογα επομένως αποτελούν ίσα τμήματα του δανείου και ρυθμίζονται διεξοδικά από τις διατάξεις 59-74 του Ν. 4548/2018. Ο νόμος αυτός, ανάμεσα στις αλλαγές που επέφερε στην νομική ρύθμιση των ομολογιακών δανείων, διευκόλυνε διαδικαστικά την έκδοσή τους, ορίζοντας ως αρμόδιο όργανο το ΔΣ κατά το άρθρο 59 παρ.2<sup>24</sup>. Το ομόλογο μπορεί να εκδίδεται και σε λογιστική μορφή κατά το άρθρο 59 παρ. 5 και 6 ή να αποκτάει τέτοια μορφή μετά την αποϋλοποίηση ή ακινητοποίηση του συνόλου ή μέρους των ομολογιών ενός ομολογιακού δανείου από τον εκδότη ή τον ομολογιούχο δανειστή, σύμφωνα με τον Ν. 4569/2018.

Ως προς την ίδια την νομική του φύση, το ομόλογο αποτελεί ένα χρηματοπιστωτικό μέσο, δηλαδή ένα αντικείμενο συναλλαγών στην κεφαλαιαγορά και μάλιστα ανεξάρτητα από το αν οι συναλλαγές καταρτίζονται σε ρυθμιζόμενη αγορά ή όχι. Καθοριστικό για τον νομοθέτη ήταν η διεύρυνση του όρου έτσι ώστε να συμπεριλάβει όλα τα προϊόντα που εμπεριέχουν επενδυτικό κίνδυνο<sup>25</sup>. Ο Ν. 4514/2018 συγκαταλέγει στο τμήμα Γ' του παραρτήματος Ι τις κινητές αξίες στα χρηματοπιστωτικά μέσα, στις οποίες εντάσσει με το άρθρο 4 στοιχείο 44 τα ομόλογα ως μορφή τιτλοποιημένου χρέους. Οι κινητές αξίες αποτελούν την πιο διαδεδομένη κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων και είναι προϊόντα δεκτικά διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, με την ρητή νομοθετική εξαίρεση των μέσων πληρωμής. Εννοιολογικό τους γνώρισμα είναι η εμπορευσιμότητα τους, τόσο σε ρυθμιζόμενη αγορά, πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης ή μηχανισμό οργανωμένης διαπραγμάτευσης, κατά το άρθρο 59 παρ. 3 του Ν. 4548/2018, όσο και σε κάθε άλλο τόπο που καταρτίζονται συναλλαγές με συγκεκριμένους κανόνες κατά τρόπο μαζικό και ανώνυμο<sup>26</sup>.

Στο ομόλογο δεν ενσωματώνονται δικαιώματα διοικήσεως αλλά μια έντοκη απαίτηση, στην οποία αντιστοιχεί ισόποσο τμήμα του χρέους του δανειολήπτη. Οι ομολογιούχοι αποτελούν μια ειδική κατηγορία εταιρικών δανειστών, η οποία μπορεί να οργανωθεί σε ομάδα κατά του δανειολήπτη του ομολογιακού δανείου, σχηματίζοντας την συνέλευση των ομολογιούχων<sup>27</sup>. Η κάλυψη του ομολογιακού δανείου μπορεί να γίνει είτε ατομικά από συγκεκριμένα πρόσωπα είτε μέσω δημόσιας προσφοράς κατά τον Ν. 4706/2020.

Κατά το άρθρο 60 Ν. 4548/2018, ο εκδότης μπορεί να καθορίσει ελεύθερα τους όρους του ομολογιακού δανείου, τους οποίους περιλαμβάνει στο πρόγραμμα του δανείου. Στο άρθρο αυτό αναφέρονται τα βασικά χαρακτηριστικά του ομολόγου, τα οποία ο εκδότης διαμορφώνει κατά την κρίση του κατά την κατασκευή του ομολόγου. Η ονομαστική αξία αποτελεί το ποσό του δανείου που χορηγήθηκε για την αγορά του ομολόγου, το αρχικό ποσό που αναγράφεται σε αυτό και το οποίο επιστρέφεται στον επενδυτή κατά την λήξη της σύμβασης<sup>28</sup>. Πέραν του ποσού αυτού, ο επενδυτής λαμβάνει και ένα κέρδος στην μορφή επιτοκίου. Ανάλογα με τον τρόπο προσδιορισμού του, αυτό μπορεί να συμφωνηθεί είτε ως σταθερό κατά την διάρκεια του ομολογιακού δανείου

<sup>23</sup> Άρθρο 60 παρ. 4 εδ. β Ν. 4548/2018 «Αν το πρόγραμμα δεν περιέχει σχετική πρόβλεψη, σε περίπτωση ενσώματων ομολογιών απαιτείται η προσκόμιση των τίτλων...».

<sup>24</sup> Μεταλληνός, Αλ. "Ομόλογα και ομολογίες" σε Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου, (2018-2019), σελ.203.

<sup>25</sup> Τουντόπουλος, Β. "Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς", (2021), σελ. 49.

<sup>26</sup> ό.π., σελ. 50.

<sup>27</sup> Η συγκρότηση των ομολογιούχων σε ομάδα είναι υποχρεωτική όταν το δάνειο με διάρκεια ανώτερη του έτους, εισάγεται σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, όταν αποτελεί προϊόν τιτλοποίησης απαιτήσεων είτε όταν εξασφαλίζεται με εμπράγματα ασφάλειες κατά το άρθρο 63 Ν. 4548/2018.

<sup>28</sup> Ρεπούσης, Σ. "Χρηματοοικονομική διοίκηση και διεθνής τραπεζική", (2006), σελ. 100.

είτε ως κυμαινόμενο που σημαίνει ότι το οφειλόμενο ποσό του κάθε τόκου θα είναι συνυφασμένο με έναν προσυμφωνημένο επιτοκιακό δείκτη, που εγείρει την πιθανότητα μεταβολής του επιτοκίου κατά την διάρκεια του ομολογιακού δανείου ανάλογα με τις διακυμάνσεις της αγοράς<sup>29</sup>.

Η ημερομηνία λήξης ή ωρίμανσης του ομολόγου είναι η ημερομηνία οριστικής αποπληρωμής του ποσού από τον εκδότη πίσω στον κάτοχο των ομολόγων και η έκταση της διαμορφώνεται από την συμβατική ελευθερία των αντισυμβαλλομένων<sup>30</sup>. Υπάρχει μια πληθώρα επιλογών γύρω από την ημερομηνία λήξης του ομολόγου, αλλά τα περισσότερα εκδίδονται με μια καθορισμένη ημερομηνία. Όσο πιο μακριά βρίσκεται η λήξη του ομολόγου στο βάθος του χρόνου τόσο μακροβιότερο είναι και άρα τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο συσσωρεύει, καθώς υπάρχει μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για την επέλευση διακύμανσης που θα επηρεάσει αρνητικά τον εκδότη. Μια ειδική κατηγορία με βάση το χαρακτηριστικό της λήξης είναι τα αιώνια ή αόριστης διάρκειας ομόλογα, τα οποία δεν παρέχουν στον κομιστή το χαρακτηριστικό δικαίωμα να ζητήσει από τον εκδότη την επιστροφή του δανειακού ποσού σε κάποιο μεταγενέστερο χρονικό σημείο λήξης<sup>31</sup>. Ο εκδότης διατηρεί το δικαίωμα της μονομερούς ανάκλησης του ομολόγου κατά την διακριτική του ευχέρεια. Αυτός είναι ο λόγος που ο επενδυτής αποκτάει μαζί με τους τίτλους δικαίωμα απόληψης τόκων σε υψηλά συνήθως επίπεδα.

Σχετικά με την απόδοση του ομολόγου, αυτή αντιπροσωπεύει το ποσό, για την ακρίβεια το καθαρό κέρδος, που ο επενδυτής αναμένει να λάβει από τους τόκους σε σχέση με την τρέχουσα τιμή του ομολόγου<sup>32</sup>. Αυτό σημαίνει πως η απόδοση των ομολόγων είναι αντιστρόφως ανάλογη της τιμής τους. Για παράδειγμα, ένα ομόλογο που εκδόθηκε με σταθερό επιτόκιο διατηρεί το ποσό του προσφερόμενου τόκου στον επενδυτή παρά τις διακυμάνσεις στην αγορά. Αυτό σημαίνει ότι σε περίπτωση που συντελεστεί ένα γεγονός, το οποίο οδηγεί σε πτώση των επιτοκίων σε νεότερα ομόλογα, αυτό συντελεί παράλληλα στο να γίνει το αρχικό ομόλογο πιο προσοδοφόρο και άρα πολύτιμο στην δευτερογενή αγορά λόγω του αναλλοίωτου υψηλότερου επιτοκίου του. Αυτό σημαίνει πως η τιμή του θα ανέβει και αυτή η νέα τιμή συνεπάγεται επιπλέον κόστος για τον νέο επενδυτή, καθώς καθιστά το ομόλογο πιο ακριβό και κατά συνέπεια την απόδοση στην οποία αποβλέπει ο επενδυτής χαμηλότερη<sup>33</sup>.

## 2. Έννοια και ιδιαιτερότητες των πράσινων ομολόγων

Τα πράσινα ομόλογα συνιστούν μια ειδική κατηγορία ομολόγων με ορισμένα ιδιαίτερα γνωρίσματα που τα διακρίνουν σε σχέση με τα παραδοσιακά ομόλογα. Κύρια διαφορά τους αποτελεί το εννοιολογικό γνώρισμα της χρήσης των εσόδων από την πώληση τους για συγκεκριμένους περιβαλλοντικούς στόχους. Επιπροσθέτως, τόσο ο έλεγχος της χρήσης αυτής μέσω λεπτομερούς αναφοράς από τον εκδότη ως προς τον επιμερισμό των εσόδων και τον περιβαλλοντικό αντίκτυπο της επένδυσης όσο και η αξιολόγηση της αναφοράς αυτής από

<sup>29</sup> ΜΠρΑθ 16717/2020.

<sup>30</sup> Climate Bonds Initiative (CIB) “Bonds overview”, διαθέσιμο στο: <https://www.climatebonds.net/resources/understanding/bonds-overview>, (2024).

<sup>31</sup> ΑΠ 536/2019.

<sup>32</sup> FINRA “Understanding Bond Yield and Return”, διαθέσιμο στο: <https://www.finra.org/investors/insights/bond-yield-return>, (11 Αυγούστου 2022), τελευταία πρόσβαση 7 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>33</sup> Reserve Bank of Australia “Bonds and the Yield Curve”, διαθέσιμο στο: <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/bonds-and-the-yield-curve.html>, (2024), τελευταία πρόσβαση 7 Σεπτεμβρίου 2024.

εξωτερικά μέρη διαφοροποιούν ακόμα περισσότερο τα πράσινα ομόλογα από το βασικό πρότυπο ομολόγων<sup>34</sup>.

Τα πράσινα ομόλογα εκδίδονται από επιχειρήσεις, κυβερνήσεις, οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης<sup>35</sup>, διεθνείς και περιφερειακούς οργανισμούς. Τα εταιρικά πράσινα ομόλογα εκδίδονται κυρίως από εταιρείες που συμμετέχουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές και εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε τομείς, σαν τον ενεργειακό τομέα, όπου το φυσικό περιβάλλον είναι χρηματοοικονομικά σημαντικό. Επιπλέον, τα εταιρικά πράσινα ομόλογα συνιστούν περισσότερα από τα μισά πράσινα ομόλογα που εκδίδονται στον παγκόσμιο χάρτη με τα περισσότερα να προέρχονται από συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές ή επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας<sup>3637</sup>. Μάλιστα, το 75% των ομολόγων που εκδόθηκαν κατά την περίοδο 2007-2019, που αντιστοιχούσε το 80% των πόρων που συγκεντρώθηκαν, κατευθύνθηκε στον στόχο μετριασμού της κλιματικής αλλαγής, είτε αποκλειστικά είτε συνδυαστικά με άλλον πράσινο στόχο. Η προσθήκη ηθικών κινήτρων, που γίνονται όλο και σημαντικότερα με την συνεχώς αυξανόμενη επενδυτική ευαισθητοποίηση, με την παροχή αυξημένων κερδών και αξιοπιστίας, αποτελεί την βάση της σύγχρονης ευρείας αποδοχής των πράσινων ομολόγων.

### *2.1. Ορισμός και ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των πράσινων ομολόγων*

Το πράσινο ομόλογο ορίζεται από τις Αρχές Πράσινων Ομολόγων<sup>38</sup> ως «κάθε τύπος ομολογιακού τίτλου όπου τα έσοδα ή ισοδύναμο ποσό θα χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά για τη χρηματοδότηση ή την αναχρηματοδότηση, εν μέρει ή εξ ολοκλήρου, νέων ή/και υφιστάμενων επιλέξιμων πράσινων έργων και τα οποία είναι ευθυγραμμισμένα με τις τέσσερις συνιστώσες των Αρχών Πράσινων Ομολόγων»<sup>39</sup>. Όπως θα εξηγηθεί ενδελεχώς και στην συνέχεια, η καθοριστική διαφορά του Ευρωπαϊκού Πράσινου Ομολόγου έγκειται στο γεγονός ότι εδράζεται στο πρότυπο που θέτει ο ενωσιακός Κανονισμός 2023/2631 και η ευθυγράμμιση του είναι αλληλένδετη με την ταξινόμια της ΕΕ. Το ρυθμιστικό κενό στην παγκόσμια αγορά πράσινων ομολόγων<sup>40</sup> δίνει μεγάλο περιθώριο διαμόρφωσης στις πρακτικές της αγοράς, αφήνοντας τον καθορισμό του πλαισίου τους στους συμμετέχοντες στην αγορά.

---

<sup>34</sup> Tang, D. and Zhang, Y. “Do Shareholders Benefit from Green Bonds?”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), σελ.6 τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>35</sup> Στις ΗΠΑ, η έκδοση πράσινων δημοτικών ομολόγων αυξήθηκε από 0,6 δισ. δολάρια το 2010 στα 4,3 δισ. δολάρια το 2018, με τις πολιτείες της Νέας Υόρκης, της Καλιφόρνιας και της Μασαχουσέτης ως τους βασικούς εκδότες.

<sup>36</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.9, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>37</sup> Ενώ τα υπόλοιπα πράσινα ομόλογα προέρχονται κατά 22% από κυβερνήσεις, κατά 10% από ομόλογα τιτλοποίησης, δηλαδή τίτλους εξασφαλισμένους με περιουσιακά στοιχεία «asset-backed securities», κατά 9% από υπερεθνικούς φορείς και κατά 5% από οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης.

<sup>38</sup> Εθελοντικές κατευθυντήριες οδηγίες για την έκδοση πράσινων ομολόγων, οι οποίες θα αναλυθούν στο Κεφάλαιο I, 2.5.

<sup>39</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.10, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>40</sup> Giraldez, J. and Fontana, S. “Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier”, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3829946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3829946), (28 Απριλίου 2021), σελ.4, τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024.

Κάθε εκδότης επιλέγει το είδος πράσινων επενδύσεων που θέλει να χρηματοδοτήσει με πράσινα ομόλογα, θέτοντας και την σχετική διαδικασία. Η Παγκόσμια Τράπεζα για παράδειγμα<sup>41</sup> όταν λειτουργεί ως εκδότης προσδιορίζει ως επιλέξιμες τις οικονομικές δραστηριότητες που υποστηρίζουν την μετάβαση σε οικονομία χαμηλών ανθρακούχων εκπομπών και κλιματικής προσαρμογής<sup>42</sup>. Έχει θέσει κριτήρια επιλεξιμότητας, τα οποία ελέγχονται από εξωτερικούς εμπειρογνώμονες για να επιβεβαιώσουν στους επενδυτές πως πληρούν γενικά αποδεκτές τεχνικές προδιαγραφές<sup>43</sup>. Στην συνέχεια αξιοποιεί αυτά τα κριτήρια για την επιλογή και έγκριση κατάλληλων επενδύσεων μέσω μιας διαδικασίας ελέγχου, ταυτοποίησης και διαχείρισης του ενδεχόμενου περιβαλλοντικού αντικτύπου τους. Σε μετέπειτα στάδιο, ο εκδότης κοινοποιεί τον περιοδικό επιμερισμό των εσόδων από την πώληση πράσινων ομολόγων, τα οποία πιστώνει πρώτα σε ειδικό λογαριασμό και έπειτα χρησιμοποιεί σταδιακά σε επιλέξιμες επενδύσεις μέχρι την πλήρη διοχέτευση τους σε αυτές. Μετά την έκδοση, ο έλεγχος της χρήσης των εσόδων και η κοινοποίηση σχετικών εκθέσεων και βασικών δεικτών επίδοσης στον διαδικτυακό ιστότοπο της Παγκόσμιας Τράπεζας αποτελεί το τελευταίο στάδιο της διαδικασίας έκδοσης πράσινων ομολόγων.

Το μετρό του Χονγκ Κονγκ, που είναι μια δημόσια επιχείρηση<sup>44</sup>, ακολουθεί διαφορετική διαδικασία έκδοσης πράσινων ομολόγων, εκδηλώνοντας κοινά σημεία αλλά και ιδιαιτερότητες στο στάδιο εξωτερικής αξιολόγησης. Αρχικά, τμήματα της επιχείρησης, μεταξύ των οποίων και το τμήμα εταιρικής ευθύνης, εξετάζουν επιλογές χρηματοδότησης, περνώντας από στάδια εσωτερικού ελέγχου. Στην συνέχεια επιλέγουν ανάδοχο χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και επενδυτικούς οίκους, για την διάθεση των πράσινων ομολόγων και προβαίνουν στην επιλογή του επενδυτικού προγράμματος, στον σχεδιασμό του πράσινου ομολόγου και στην κατάρτιση των απαιτούμενων εγγράφων, στην οποία μπορεί να συνδράμει και ο ανάδοχος ανάλογα με την σύμβαση ανάμεσα τους.

Επόμενο στάδιο είναι η εισαγωγή του πράσινου ομολόγου στην πρωτογενή αγορά μέσω της έγκρισης, μεταξύ άλλων προϋποθέσεων, του ενημερωτικού δελτίου από τις αρμόδιες αρχές. Παράλληλα κοινοποιείται το πληροφοριακό πλαίσιο του πράσινου ομολόγου μαζί με την πιστοληπτική διαβάθμιση που έλαβε από οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, όπως η εταιρεία Moody ή η S&P Global Ratings. Η επιτυχής διεκπεραίωση αυτής της διαδικασίας οδηγεί στην έκδοση του πράσινου ομολόγου, η οποία ακολουθείται από συνεχείς διατυπώσεις διαφάνειας μέχρι την τελική εξόφληση του<sup>46</sup>.

Η παρουσίαση των ανωτέρω ξεχωριστών διαδικασιών υποδηλώνει μια παθογένεια στην αγορά πράσινων ομολόγων, η οποία είναι ο κατακερματισμός της. Οι διαφορετικές διαδικασίες, κριτήρια

---

<sup>41</sup> Η διαδικασία αυτή ακολουθείται από τους περισσότερους εκδότες πράσινων ομολόγων παγκοσμίως.

<sup>42</sup> The World Bank and Public-Private Infrastructure Advisory Facility (PPIAF) “What are Green Bonds?”, διαθέσιμο στο <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/400251468187810398/what-are-green-bonds>, (1 Δεκεμβρίου 2015).

<sup>43</sup> Τα κριτήρια πράσινων ομολόγων της Παγκόσμιας Τράπεζας αξιολογήθηκαν από το Κέντρο Διεθνούς Κλιματικής και Περιβαλλοντικής Έρευνας CICERO.

<sup>44</sup> Στην Ελλάδα κατά τον Ν. 3429/2005 ως δημόσια επιχείρηση ορίζεται κάθε ανώνυμη εταιρεία, στην οποία το ελληνικό δημόσιο δύναται να ασκεί άμεσα ή έμμεσα αποφασιστική επιρροή, λόγω της συμμετοχής του στο μετοχικό της κεφάλαιο ή της χρηματοοικονομικής συμμετοχής του ή των κανόνων που την διέπουν.

<sup>45</sup> Mass Transit Railway (MTR) “Share Information: Stock Quote (Prices are in Hong Kong Dollars)”, διαθέσιμο στο <https://www.mtr.com.hk/en/corporate/investor/shareservices.html>, (2024), τελευταία πρόσβαση στις 12 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>46</sup> Tang, D. and Zhang, Y. “Do Shareholders Benefit from Green Bonds?”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), σελ.25 τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024.

και πρότυπα επιφέρουν πρόσθετα κόστη στην έκδοση πράσινων ομολόγων, καθιστώντας λιγότερο θελκτική την επιλογή τους, ενώ δυσχεραίνουν αρκετά την εύρεση αξιόπιστου πράσινου ομολόγου για την επίτευξη πράσινης χρηματοδότησης από τους επενδυτές. Ειδικά, στο πλαίσιο της ΕΕ, ο κατακερματισμός αυτός αποτελεί απειλή για την εγκαθίδρυση εσωτερικής αγοράς που αποτελεί έναν από τους βασικούς στόχους της Ένωσης κατά το άρθρο 3 παρ. 3 ΣΕΕ. Η κατάσταση αυτή αποτέλεσε ένα από τα κύρια κίνητρα παραγωγής του Κανονισμού για τα ΕΠΟ, όπως παρατίθεται στις σκέψεις (6) και (7) του Κανονισμού.

Ως προς την διάρκεια τους, η μέση ημερομηνία λήξης πράσινων ομολόγων κυμαίνεται ανάμεσα στα επτά<sup>47</sup> με οχτώ χρόνια<sup>48</sup>. Σχετική συγκριτική μελέτη που συγκέντρωσε δεδομένα από 1.472.199 ομόλογα που εκδόθηκαν κατά την περίοδο αναφοράς, εκ των οποίων 1.855 ήταν πράσινα ομόλογα, κατέληξε στις ακόλουθες στατιστικές θέσεις. Τα πράσινα ομόλογα ήταν μεγαλύτερα με μέση ονομαστική αξία τα 264 εκατομμύρια δολάρια κατά την έκδοση και μακροβιότερα με ημερομηνία ωρίμανσης τα 6,9 χρόνια σε σχέση με την μέση ονομαστική αξία των 242 εκατομμυρίων δολαρίων και την μέση διάρκεια των 3,4 χρόνων των κοινών ομολόγων<sup>49</sup>. Αυτή η διαφορά είναι συναφής με την φύση των πράσινων ομολόγων που χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση ενεργειακών και εν γένει περιβαλλοντικών οικονομικών δραστηριοτήτων, που χαρακτηρίζονται από μεγάλη έκταση και διάρκεια. Η απόδοση κατά μέσο όρο των πράσινων ομολόγων στο 3,3% είναι μικρότερη της 3,5% απόδοσης των κοινών ομολόγων με ίδια χαρακτηριστικά. Αυτό πιθανότατα οφείλεται στην επενδυτική βάση των πράσινων ομολόγων που αποδέχεται χαμηλότερη απόδοση και άρα επιστροφή κεφαλαίου, λόγω της υποκίνησης της και από οικολογικά κίνητρα<sup>50</sup>. Από την άλλη όμως τα πράσινα ομόλογα κρίνονται ως ασφαλέστερα επενδυτικά εργαλεία λαμβάνοντας καλύτερες πιστοληπτικές διαβαθμίσεις από τα κοινά ομόλογα, χωρίς κανένα πράσινο ομόλογο στην βαθμίδα Δ και το 30,3% των πράσινων ομολόγων στην βαθμίδα AAA εν συγκρίσει με το 8,5% των κοινών ομολόγων στην βαθμίδα αυτή.

Πάρα την αδιαμφισβήτητη εξάπλωση των πράσινων ομολόγων σαν επενδυτικό εργαλείο, συνεχίζει να επικρατεί, ειδικά στον ιδιωτικό τομέα, μια δυσκολία ως προς την κατανόηση αυτού του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού μέσου<sup>51</sup>. Η χρηματοδότηση μέσω πράσινων ομολόγων μπορεί να είναι λιγότερο δελεαστική από την επιλογή των παραδοσιακών ομολόγων, ακριβώς επειδή τα τελευταία δεν είναι καταρχήν συνυφασμένα με την δέσμευση των εσόδων τους σε συγκεκριμένες δραστηριότητες και την υποβολή περιορισμών στην επενδυτική ελευθερία των εταιρειών. Επιπλέον, τα οικονομικά οφέλη που ένας εκδότης μπορεί να αποκομίσει από την έκδοση πράσινων ομολόγων συνήθως εδράζονται στην αξιολόγηση ή πιστοποίηση τους από εξωτερικούς

---

<sup>47</sup> Dwivedy, D. and Sharma, M. "Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy", Journal of Law and Sustainable Development, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), σελ. 101, τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>48</sup> Tang, D. and Zhang, Y. "Do Shareholders Benefit from Green Bonds?", διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), σελ.12 τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>49</sup> Dwivedy, D. and Sharma, M. "Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy", Journal of Law and Sustainable Development, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), σελ. 101, τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>50</sup> Αν και η μελέτη τονίζει πως η ακριβής ερμηνεία αυτής της διαφοράς είναι δυσερμήνευτη, λόγω της πληθώρας παραγόντων που επηρεάζουν την επιστροφή κεφαλαίου στα πράσινα ομόλογα.

<sup>51</sup> Alamgir, M. and Cheng, M. "Do Green Bonds Play a Role in Achieving Sustainability?", MDPI, Vol.15 No.13, διαθέσιμο στο: <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/13/10177>, (27 Ιουνίου 2023), σελ.3, τελευταία πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2024.

αξιολογητές<sup>52</sup>. Αυτό όμως συνεπάγεται πρόσθετα διοικητικά κόστη και δαπάνες συμμόρφωσης για τους εκδότες, τα οποία διογκώνονται από την πληθώρα διαδικασιών και κριτηρίων. Καθώς το γεγονός ότι το ομόλογο έχει εκδοθεί και πιστοποιηθεί ως πράσινο στην κεφαλαιαγορά της Κίνας δεν σημαίνει *ipso facto* πως αναγνωρίζεται ως τέτοιο και από τους επενδυτές των ΗΠΑ. Αυτό μεταφράζεται σε διπλασιασμό κόστους, προκειμένου ο εκδότης να συναντήσει τα επικρατέστερα κριτήρια στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ, αν θέλει να επεκταθεί και σε αυτό το επενδυτικό κοινό. Το ρυθμιστικό κενό διογκώνει το ζήτημα αυτό.

## 2.2. Κατηγορίες πράσινων ομολόγων

Αρχικά, ανάλογα με τον στόχο χρηματοδότησης τα ομολογιακά εργαλεία χρηματοδότησης διακρίνονται σε πράσινα ομόλογα που χρηματοδοτούν περιβαλλοντικά φιλικές οικονομικές δραστηριότητες, σε κοινωνικά ομόλογα που χρηματοδοτούν κοινωνικά προγράμματα και σε βιώσιμα ομόλογα που συμβάλλουν στην άντληση κεφαλαίων για την επίτευξη τόσο περιβαλλοντικών όσο και κοινωνικών στόχων<sup>53</sup>. Μια ειδική κατηγορία αποτελούν τα συνδεδεμένα με την βιωσιμότητα ομόλογα, στα οποία να μην υφίσταται δέσμευση στην χρήση των εσόδων αλλά αν ο σχετικός στόχος βιωσιμότητας δεν επιτευχθεί εντός συγκεκριμένης περιόδου αυτό θα οδηγήσει σε αύξηση του ομολογιακού επιτοκίου<sup>54</sup>.

Τα πράσινα ομόλογα κατηγοριοποιούνται με βάση τον εκδότη και τον ομολογιακό τύπο. Ανάλογα με τον εκδότη, τα πράσινα ομόλογα διακρίνονται στα εταιρικά πράσινα ομόλογα που προέρχονται όχι μόνο από χρηματοπιστωτικές αλλά και από μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες<sup>55</sup> και στα δημόσια πράσινα ομόλογα που προέρχονται από κυβερνήσεις<sup>56</sup>, οργανισμούς τοπικής αυτοδιοίκησης και υπερεθνικούς οργανισμούς. Τα δημόσια πράσινα ομόλογα κερδίζουν συνεχώς αυξανόμενη προσοχή λόγω των διεθνών δεσμεύσεων των Κρατών από την Συμφωνία του Παρισιού και τους Στόχους Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών<sup>57</sup>. Τα ομόλογα αυτά χαρακτηρίζονται από σταθερό επιτόκιο και ημερομηνία λήξης και εκδηλώνουν την προοπτική χρήσης επενδυτικών

---

<sup>52</sup> Dorfleitner, G., Utz, S. and Zhang, R. “The Pricing of Green Bonds: External Reviews and the Shades of Green”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594114), (25 Φεβρουαρίου 2021), σελ.798, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>53</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).

<sup>54</sup> Giraldez, J. and Fontana, S. “Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier”, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3829946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3829946), (28 Απριλίου 2021), σελ.6, τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>55</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.9, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>56</sup> Αν και δεν υπάρχει επίσημος ορισμός για τα κρατικά πράσινα ομόλογα αυτά μπορούν να προσδιοριστούν ως χρεωστικοί τίτλοι που εκδίδονται από μια κυβέρνηση για να αντλήσει κεφάλαια από επενδυτές με την υπόσχεση να χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια αυτά σε περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες.

<sup>57</sup> Το Μεξικό προχώρησε το 2020 στην έκδοση ομολόγου το οποίο συνέδεσε με τους Στόχους Βιώσιμης Ανάπτυξης των Ηνωμένων Εθνών, χρησιμοποιώντας τα έσοδα του για επενδύσεις στο σύστημα υγείας, στην εκπαίδευση, στις βιώσιμες υποδομές και στην αστική ανάπτυξη. Η Ινδονησία έγινε η πρώτη χώρα παγκοσμίως που εξέδωσε ομόλογο πανδημίας τον Απρίλιο του 2020 για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων του Covid-19. Βλ. αναλυτικά σε Giraldez, J. and Fontana, S. “Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier”, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3829946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3829946), (28 Απριλίου 2021), σελ.5, τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024.



εργαλείων για την αντιμετώπιση τόσο οικονομικών όσο και οικολογικών προκλήσεων<sup>58</sup>. Βέβαια, η ασφάλεια που παρέχει ο δανεισμός στο Δημόσιο δύναται να ισοσταθμιστεί από τα προβλήματα που μπορεί να προκαλέσουν στην διαχείριση του δημόσιου χρέους οι περιορισμοί στην χρήση των εσόδων<sup>59</sup>.

Ένα άλλο ζήτημα που εγείρεται από την διοχέτευση των εσόδων από δημόσια πράσινα ομόλογα σε περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες στην Ελλάδα είναι οι φραγμοί που θέτει το ενωσιακό δίκαιο κρατικών ενισχύσεων<sup>60</sup>. Οι ενωσιακοί κανόνες κρατικών ενισχύσεων πηγάζουν από τα άρθρα 107-109 ΣΛΕΕ και συνεπώς αποτελούν πρωτογενές ενωσιακό δίκαιο. Σύμφωνα με τη νομολογία του ΔΕΕ, είναι ασύμβατες με την εσωτερική αγορά οι κρατικές ενισχύσεις που αντιτίθενται σε ενωσιακούς κανόνες για το περιβάλλον υποδηλώνοντας την σταδιακή ενσωμάτωση περιβαλλοντικών παραγόντων στους κανόνες κρατικών ενισχύσεων<sup>61</sup>. Από την άλλη πλευρά εξεταστέο είναι το ζήτημα κατά πόσο είναι σύμφυτες με την εσωτερική αγορά κρατικές ενισχύσεις που δεν αντιβαίνουν αλλά αποσκοπούν στην περιβαλλοντική προστασία.

Κρατική ενίσχυση συνιστά ένα εθνικό μέτρο που χορηγεί επιλεκτικό πλεονέκτημα σε επιχειρήσεις, κατά τρόπο που χρησιμοποιεί κρατικούς πόρους, είναι καταλογιστό σε Κράτος Μέλος και απειλεί να προκαλέσει στρέβλωση του ανταγωνισμού και επηρεασμό του διακρατικού εμπορίου. Εφόσον ένα μέτρο πληροί αυτές τις προδιαγραφές δεν μπορεί να τεθεί σε ισχύ από το Κράτος Μέλος αλλά πρέπει να υποβληθεί πρώτα για έγκριση στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σύμφωνα με το άρθρο 108 ΣΛΕΕ. Μια εκ των δυο εξαιρέσεων στον κανόνα της έγκρισης από την Επιτροπή είναι η συμπερίληψη της σχετικής ενίσχυσης σε κάποια από τις κατηγορίες του Γενικού Κανονισμού Απαλλαγής κατά Κατηγορία<sup>62</sup>. Βάσει του άρθρου 1 στοιχείο γ του Κανονισμού, οι ενισχύσεις για την προστασία του περιβάλλοντος υπάγονται στις εξαιρέσεις του, καθώς όπως εξηγείται στο προοίμιο του, η βιώσιμη ανάπτυξη αποτελεί έναν στόχο της ΕΕ που απαιτεί την παροχή κινήτρων στις επιχειρήσεις της εσωτερικής αγοράς προκειμένου να προβούν σε αύξηση των δαπανών για μετάβαση σε δραστηριότητες πιο φιλικές για το περιβάλλον. Συνεπώς τα έσοδα από την έκδοση δημόσιου πράσινου ομολόγου μπορούν να χορηγηθούν ως επένδυση σε επιχειρήσεις για την ευθυγράμμιση τους με την ενωσιακή ταξινόμια<sup>63</sup>.

Η τελευταία κατηγοριοποίηση γίνεται από τις Αρχές Πράσινων Ομολόγων με βάση τα ιδιαίτερα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά του ευθυγραμμισμένου με τις Αρχές πράσινου ομολόγου<sup>64</sup>. Το πρότυπο πράσινο ως προς την χρήση των εσόδων ομολόγο (Standard Green Use of Proceeds

---

<sup>58</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 16-17.

<sup>59</sup> Αυτός είναι ο λόγος που ο δημόσιος τομέας έχει αρχίσει να εξετάζει την εναλλακτική των συνδεδεμένων με την βιωσιμότητα ομολόγων.

<sup>60</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.123.

<sup>61</sup> Απόφαση C-594/18P, Austria v. Commission, EU:C:2020:742, σκέψεις 44-45 και 100.

<sup>62</sup> Ο Κανονισμός αυτός παραμένει σε ισχύ μέχρι τον Δεκέμβριο του 2026, εκτός αν συνταχθεί μεταγενέστερη τροποποίηση του.

<sup>63</sup> Στα άρθρα 36-49 του Κανονισμού προβλέπονται όλες οι περιπτώσεις ενισχύσεων για την περιβαλλοντική προστασία που εξαιρούνται από το άρθρο 108 ΣΛΕΕ. Όλες οι υπόλοιπες περιπτώσεις κρατικών ενισχύσεων για την περιβαλλοντική προστασία εξετάζονται από την Επιτροπή, η οποία θέτει κατευθυντήριες γραμμές για τις κρατικές ενισχύσεις στους τομείς του περιβάλλοντος και της ενέργειας.

<sup>64</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).

Bond) αποτελεί έναν ανασφάλιστο χρεωστικό τίτλο που στην λήξη του πρέπει να εξοφληθεί από τον εκδότη. Αυτός είναι ο βασικός τύπος αυτής της κατηγορίας. Το πράσινο ομόλογο εσόδων (Green Revenue Bond) δεν εξοφλείται από τον εκδότη αλλά από τις δεσμευμένες κεφαλαιακές ροές, όπως έσοδα, τέλη και φόροι που θα προκύψουν από τις χρηματοδοτούμενες πράσινες οικονομικές δραστηριότητες, οι οποίες μπορεί να είναι σχετικές μεταξύ τους ή διαφορετικές<sup>65</sup>. Το ομόλογο πράσινου προγράμματος (Green Project Bond) αποτελεί ένα ομόλογο για την χρηματοδότηση ενός ή περισσότερων οικονομικών δραστηριοτήτων για τις οποίες ο επενδυτής θα βασίζεται στην διεκπεραίωση τους, καθώς η περάτωση του προγράμματος προηγείται της εξόφλησης του. Βέβαια στο ομόλογο αυτό μπορεί να συμφωνηθεί προσφυγή υπό προϋποθέσεις στον εκδότη για την εξόφληση του ομολόγου.

Γενικά, όπως αναγνωρίζουν και οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων, αυτοί οι τύποι ομολόγων αποτελούν προϊόν συμφωνιών και τα χαρακτηριστικά τους μπορούν να διαφοροποιούνται με βάση την άσκηση της συμβατικής ελευθερίας των αντισυμβαλλομένων μερών. Ενημερώσεις των Αρχών θα ενσωματώσουν νέους τύπους που θα επέλθουν από την ανάπτυξη της αγοράς<sup>66</sup>. Ένας τελευταίος τύπος είναι αυτός των εξασφαλισμένων πράσινων ομολόγων (Secured Green Bond), όπου τα έσοδα θα διοχετευτούν για την χρηματοδότηση ή αναχρηματοδότηση είτε των πράσινων οικονομικών δραστηριοτήτων που ασφαλίζουν το σχετικό ομόλογο είτε των πράσινων οικονομικών δραστηριοτήτων της μεταβιβάζουσας οντότητας, ανεξάρτητα από το αν αυτές ασφαλίζουν όλο ή ένα μέρος του ομολόγου<sup>67</sup>. Στα εξασφαλισμένα πράσινα ομόλογα συγκαταλέγονται τα καλυπτόμενα με ασφάλειες ομόλογα, τα ομόλογα τιτλοποίησης και άλλες συναφείς κατασκευές.

### 2.3. Αρχές βιώσιμης χρηματοδότησης

Τα τελευταία χρόνια έγινε αντιληπτή η σημασία της χρηματοδότησης και του χρηματοπιστωτικού τομέα στην επίτευξη βιώσιμης ανάπτυξης. Η Ομάδα Μελέτης Βιώσιμης Χρηματοδότησης των G20 όρισε την βιώσιμη χρηματοδότηση «ως το σύνολο της χρηματοδότησης και των συναφών θεσμικών ρυθμίσεων και ρυθμίσεων της αγοράς που συμβάλλουν στην επίτευξη ισχυρής, βιώσιμης, ισόρροπης και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξης, υποστηρίζοντας άμεσα ή έμμεσα το πλαίσιο των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης<sup>68</sup>». Το χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να λειτουργήσει με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι αυτοί. Ένα παράδειγμα της θέσης αυτής είναι το ακόλουθο.

Αρχικά, οικολόγοι επενδυτές που επιλέγουν να προβούν σε επενδύσεις αντικτύπου (impact investing) επιζητούν πέρα από κέρδη και περιβαλλοντικά και κοινωνικά οφέλη. Η εταιρική κοινωνική ευθύνη μιας εταιρείας, την οποία αυτή προάγει μέσω της έκδοσης πράσινων ομολόγων και της δέσμευσης της για χρήση των επενδυτικών κεφαλαίων σε βιώσιμα προγράμματα, λειτουργεί ως πυξίδα για αυτούς τους επενδυτές για την επιλογή των επενδυτικών προγραμμάτων

<sup>65</sup> Η μια μπορεί να σχετίζεται με τις μεταφορές και η άλλη με την διαχείριση των αποβλήτων.

<sup>66</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).

<sup>67</sup> Ο σύνθετος μηχανισμός των ομολόγων τιτλοποίησης ρυθμίζεται από ειδικές διατάξεις του Κανονισμού (ΕΕ) 2023/2631 και θα εξεταστεί στο Κεφάλαιο IV,3.

<sup>68</sup> G20 Sustainable Finance Study Group “Sustainable Finance Synthesis Report”, διαθέσιμο στο: [https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2018/11/G20\\_Sustainable\\_Finance\\_Synthesis\\_Report\\_2018.pdf](https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2018/11/G20_Sustainable_Finance_Synthesis_Report_2018.pdf), (Ιούλιος 2018), τελευταία πρόσβαση στις 3 Σεπτεμβρίου 2024.

τους<sup>69</sup>. Με την επένδυση σε πράσινα ομόλογα όμως οι επενδυτές καθίστανται ομολογιούχοι της εταιρείας, το οποίο σημαίνει πως ναι μεν μπορούν να συστήσουν συνέλευση ομολογιούχων και μέσω της κοινής επιδίωξης των απαιτήσεων τους, να προάγουν τα συμφέροντα τους. Τα συμφέροντα αυτά όμως παραμένουν προϊόν δανειακών απαιτήσεων χωρίς παροχή δυνατότητας άμεσης επιρροής στο ΔΣ και στις επιλογές της εταιρείας, η οποία παραμένει στα χέρια των μετόχων μέσα από την ΓΣ.

Στο ελληνικό δίκαιο, το ΔΣ κατά την εκπροσώπηση της εταιρείας, μπορεί να δεσμεύσει την εταιρεία συμβατικά όμως οι επιλογές του λαμβάνονται με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον βάσει του άρθρου 102 παρ. 4 Ν. 4548/2018. Κατά την κρατούσα, στην ελληνική έννομη τάξη, μονιστική θεωρία (shareholder value) το εταιρικό συμφέρον γίνεται αντιληπτό ως το υπερατομικευμένο συμφέρον των μετόχων και η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρικής τους συμμετοχής<sup>70</sup>. Οπότε αφού οι εταιρείες κατευθύνονται προς την κατεύθυνση βελτίωσης των συμφερόντων των μετόχων, το αντεπιχείρημα εδώ έγκειται στο γιατί να επιλεχθούν τα πράσινα ομόλογα ως επενδυτικό εργαλείο έναντι της μετοχής, η οποία εξασφαλίζει την απαιτούμενη επιρροή προς τον επιθυμητό στόχο βιωσιμότητας.

Πρώτον, η ανάληψη και στην συνέχεια αθέτηση από το ΔΣ δανειακών υποχρεώσεων απέναντι στους πράσινους επενδυτές, θα οδηγήσει σε αποζημίωση τους από την εταιρεία και ενδεχομένως κατά συνέπεια σε ευθύνη τους απέναντι στην ίδια την εταιρεία για την σχετική ζημία. Συνεπώς, η αγορά πράσινων ομολόγων μπορεί να αποτελέσει σε πρώτο στάδιο παράγοντα έμμεσης επιρροής του ΔΣ στην τήρηση των αναληφθέντων υποχρεώσεων του από την έκδοση πράσινου ομολόγου για την πράσινη χρήση των εσόδων και την μετέπειτα αποπληρωμή του δανείου. Δεύτερον, οι οικολόγοι επενδυτές που επιλέγουν να αγοράσουν πράσινα ομόλογα, βλέπουν την εταιρεία όχι μόνο να εκπληρώνει τις βιώσιμες υποχρεώσεις της αλλά και να αυξάνει τον θετικό αντίκτυπο των δραστηριοτήτων της στο περιβάλλον. Μάλιστα, έχει διαγνωσθεί πως οι εταιρείες που εκδίδουν πράσινα ομόλογα βελτιώνουν όχι μόνο την χρηματοοικονομική τους επίδοση, αλλά και τις επιδόσεις εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και την περιβαλλοντική τους διαβάθμιση<sup>71</sup>. Αυτό το προφίλ δικαιολογεί την επιλογή των οικολόγων επενδυτών για μετάβαση σε πιο ενεργή συμμετοχή στην εταιρεία μέσω της απόκτησης μετοχών. Επιπροσθέτως, έχει στατιστικά παρατηρηθεί αύξηση της τιμής των μετοχών της εταιρείας εκδότη, κοντά στο διάστημα ανακοίνωσης έκδοσης πράσινων ομολόγων<sup>72</sup>. Συνεπώς, καθίσταται εμφανές πως υπάρχουν πλεονεκτήματα χρηματοοικονομικής φύσης στην αγορά πράσινων ομολόγων, τόσο από την σκοπιά του εκδότη όσο και από την πλευρά του επενδυτή. Η σημασία του χρηματοοικονομικού συστήματος σε αυτή την διασπορά πληροφόρησης για πράσινες πιθανές επενδύσεις, η ανακατανομή κεφαλαίων και η διαφοροποίηση της επενδυτικής βάσης εκδηλώνουν την σημασία του για την υλοποίηση του Θεματολογίου 2030.

Η ρυθμιστική κάλυψη του τομέα προς την κατεύθυνση αυτή μπορεί να οδηγήσει σε μεγέθυνση της αγοράς πράσινων ομολόγων και κατά συνέπεια σε επίταση των πλεονεκτημάτων της, μέσα

---

<sup>69</sup> Chen, J. “Impact Investing: Definition, Types and Examples”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/i/impact-investing.asp>, (20 Σεπτέμβριος 2024), τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>70</sup> Λιβαδά, Χ. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.2143.

<sup>71</sup> Alamgir, M. and Cheng, M. “Do Green Bonds Play a Role in Achieving Sustainability?”, MDPI, Vol.15 No.13, διαθέσιμο στο: <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/13/10177>, (27 Ιουνίου 2023), σελ. 15, τελευταία πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>72</sup> Tang, D. and Zhang, Y. “Do Shareholders Benefit from Green Bonds?”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), σελ.2, τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024.

από την εκτίμηση των αρχών βιώσιμης χρηματοδότησης και την καταπολέμηση των προκλήσεων της. Αναγνωρίζονται πέντε αρχές βιώσιμης χρηματοδότησης στην επιστήμη<sup>73</sup>. Η πληρότητα, δηλαδή η ολιστική προσέγγιση της βιώσιμης ανάπτυξης από χωροχρονική σκοπιά, με επέκταση σε φυσικά και οικιστικά περιβάλλοντα στο βάθος το χρόνου και σε όλες τις άκρες του κόσμου. Η συνδεσιμότητα, δηλαδή η αντίληψη των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης ως αλληλένδετων. Οι προκλήσεις βιωσιμότητας είναι συνδεδεμένες. Ένα παράδειγμα είναι οι επιπτώσεις των ακραίων καιρικών φαινομένων στην παραγωγή, στην αύξηση των δαπανών για την αναδόμηση εργοστασίων και υποδομών, στην πλήξη της οικονομίας και στην φτώχεια. Συνεπώς, τα μέτρα υλοποίησης της βιωσιμότητας πρέπει να είναι και αυτά συνδεδεμένα προκειμένου να είναι αποδοτικά. Η ισότητα στην δίκαιη κατανομή των πόρων εντός της γενιάς μας αλλά και ανάμεσα στην γενιά μας και στις επόμενες. Η σύνεση στην συντήρηση των αναγκαίων οικοσυστημάτων για την ανθρώπινη επιβίωση και διαβίωση, αλλά και στην δημιουργία κοινωνικοοικονομικών συστημάτων που εξασφαλίζουν τον έλεγχο του αντικτύπου των ανθρώπινων δραστηριοτήτων εντός της φέρουσας ικανότητας του πλανήτη. Τέλος, η ασφάλεια, καθώς η βιώσιμη ανάπτυξη στοχεύει στην επίτευξη μιας ασφαλούς, υγιούς και υψηλής ποιότητας ζωής σε διαγενεακό επίπεδο.

#### *2.4. Αρχές Πράσινων Ομολόγων*

Πάνω στο πνεύμα των αρχών βιώσιμης χρηματοδότησης, επήλθαν οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων. Τα πράσινα ομόλογα έδειξαν στις κεφαλαιαγορές πως η βιωσιμότητα και οι πράσινες τάσεις της δημόσιας πολιτικής μπορούν να αποτυπωθούν χρηματοοικονομικά σε επενδύσεις και οικονομικές δραστηριότητες<sup>74</sup>. Και σε αυτό βοήθησε σημαντικά η εισαγωγή προτύπων στην αγορά, όπως οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων που δημοσιεύτηκαν από μια ομάδα πιστωτικών ιδρυμάτων σε συνεργασία με την Διεθνή Ένωση Κεφαλαιαγορών και υιοθετήθηκαν από την πλειοψηφία των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το πρότυπο που έθεσαν οι Αρχές ήρθε σαν απάντηση από τις πρακτικές της αγοράς στην απουσία ενός παγκόσμια αποδεκτού συστήματος αναφοράς και κατάταξης και στο ρυθμιστικό κενό που επικρατούσε τον τομέα της βιώσιμης χρηματοδότησης<sup>75</sup>.

Οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων είναι το πιο γνωστό πρότυπο, είναι βασισμένο στις πρακτικές της παγκόσμιας αγοράς και είναι διαθέσιμο σε κάθε εκδότη πράσινων ομολόγων που επιθυμεί να υποβάλει το επενδυτικό του εργαλείο σε εκτίμηση, έτσι ώστε να το καταστήσει επιλέξιμο<sup>76</sup>. Αποτελούν ένα εθελοντικό πακέτο κατευθυντήριων οδηγιών βασισμένων στις επικρατούσες τάσεις της αγοράς που θέτουν γενικά κριτήρια επιλεξιμότητας, τα οποία αποτελούν κοινή γραμμή για τα περισσότερα συστήματα πιστοποίησης. Η υιοθέτηση τους οδήγησε στην τυποποίηση και

---

<sup>73</sup> Schoenmaker, D. and Schramade, W. “Principles of Sustainable Finance”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3282699](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282699), (28 Ιανουαρίου 2019).

<sup>74</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) “Report on EU Green Bond Standard”, διαθέσιμο στο: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf), (Ιούνιος 2019), σελ. 16.

<sup>75</sup> Giraldez, J. and Fontana, S. “Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier”, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3829946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3829946), (28 Απριλίου 2021), σελ.4, τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>76</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.10, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

κατά συνέπεια στην σημαντική επέκταση της αγοράς πράσινων ομολόγων. Η ευθυγράμμιση με τις Αρχές προϋποθέτει την σωρευτική εκπλήρωση τεσσάρων βασικών συστατικών στοιχείων<sup>77</sup>.

Πρώτο στοιχείο είναι η στοχευμένη χρήση των εσόδων του πράσινου ομολόγου για την εκπλήρωση συγκεκριμένων περιβαλλοντικών στόχων, όπως προκύπτει από τα νομιμοποιητικά του έγγραφα, έτσι ώστε να δικαιωθεί ο πράσινος χαρακτήρας του ομολόγου. Τα έσοδα θα πρέπει να κατευθυνθούν στην χρηματοδότηση ή αναχρηματοδότηση οικονομικών δραστηριοτήτων, μέσα από τις οποίες θα επιτευχθούν σαφή οικολογικά οφέλη. Τα οφέλη αυτά θα πρέπει να εκτιμηθούν και εφόσον είναι τεχνικά πρακτικό να ποσοτικοποιηθούν από τον εκδότη. Πληροφορίες, έτσι ώστε να είναι δυνατή η παρακολούθηση του επιμερισμού των εσόδων, θα πρέπει να χορηγούνται είτε σε μεμονωμένο επίπεδο σε σχέση με την συγκεκριμένη χρηματοδοτούμενη δραστηριότητα είτε σε επίπεδο ανά κατηγορία των περιουσιακών στοιχείων ή επενδύσεων που χρηματοδοτούνται. Οι Αρχές παρέχουν κατηγορίες επιλέξιμων επενδύσεων υψηλής ποιότητας που συνεισφέρουν σε πέντε κείριους περιβαλλοντικούς στόχους. Οι στόχοι αυτοί είναι ο μετριασμός της κλιματικής αλλαγής, η προσαρμογή σε αυτήν, η διατήρηση των φυσικών πόρων, η προστασία της βιοποικιλότητας και η πρόληψη και ο έλεγχος της ρύπανσης. Στο πνεύμα αυτό, οι Αρχές παρέχουν κατηγορίες επιλέξιμων οικονομικών δραστηριοτήτων σχετικών με την ανανεώσιμη ενέργεια, την ενεργειακή αποδοτικότητα, την πρόληψη της μόλυνσης και το καθαρό δίκτυο μεταφορών.

Η επικοινωνία του εκδότη με τον επενδυτή ως προς τον στόχο και την χρηματοδοτούμενη οικονομική δραστηριότητα με την οποία θα τον υλοποιήσει, επιτυγχάνεται μέσω του δεύτερου συστατικού στοιχείου των Αρχών, της διαδικασίας επιλογής και εκτίμησης της οικονομικής δραστηριότητας<sup>78</sup>. Αυτό το στοιχείο καλύπτει και τους σχετικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης μέσω των οποίων ο εκδότης εντοπίζει την επιθυμητή οικονομική δραστηριότητα, εξακριβώνει τον τρόπο ένταξης της στις επιλέξιμες πράσινες βάσει των Αρχών δραστηριότητες και τον τρόπο εύρεσης και διαχείρισης ενδεχόμενων περιβαλλοντικών και κοινωνικών κινδύνων που μπορεί να προκληθούν από αυτήν.

Κατά το ελληνικό πρότυπο εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων ΑΕ, η εταιρεία υιοθετεί σύστημα εσωτερικού ελέγχου, όπως καθορίζεται στο άρθρο 13 του Ν. 4706/2020. Σε αυτό συγκαταλέγονται σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης και σύστημα διαχείρισης κινδύνων. Το σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης θέτει υποχρέωση ελέγχου στα μέλη του ΔΣ για την αποφυγή ζημίας που μπορεί να προκύψει, μεταξύ άλλων, από την πραγμάτωση κινδύνου φήμης<sup>79</sup> στην περίπτωση που αποδειχτεί ότι οι ισχυρισμοί περί επιλεξιμότητας της δραστηριότητας, αποτελούν στην πραγματικότητα περίπτωση προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας. Το σύστημα διαχείρισης κινδύνων διασφαλίζει το πνεύμα της επιδίωξης του εταιρικού σκοπού μέσα από την μη υποτίμηση των μακροπρόθεσμων κινδύνων που μπορεί να προκληθούν από αυτήν<sup>80</sup>, έτσι ώστε η εταιρεία να εξετάζει τον πλήρη κοινωνικό και περιβαλλοντικό αντίκτυπο του έργου στο μέτρο του δυνατού και του επιστημονικά τεκμηριωμένου, αποφεύγοντας το ενδεχόμενο περιορισμού των παραγωγικών μονάδων της επιχείρησης στην εξέταση αποκλειστικά βραχυπρόθεσμων οφελών. Συνεπώς, μια ελληνική εισηγμένη ΑΕ, θα πρέπει να αξιοποιήσει αυτό το σύστημα με αυτό το

---

<sup>77</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).

<sup>78</sup> ό.π.

<sup>79</sup> Ψαρουδάκης, Γ. σε “Δίκαιο Εταιρικής Διακυβέρνησης: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4706/2020”, (2022), σελ.335.

<sup>80</sup> ό.π., σελ. 324

περιεχόμενο, προκειμένου να εκδώσει επιτυχώς πράσινα ομόλογα με βάση τις Αρχές Πράσινων Ομολόγων<sup>81</sup>.

Σε αυτό το δεύτερο συστατικό στοιχείο, προτείνεται και η δημοσίευση του βαθμού ευθυγράμμισης των έργων με επίσημες ή στηριζόμενες ταξινομίες από τις αγορές και η παροχή πληροφοριών για την υιοθέτηση πράσινων προτύπων ή πιστοποιήσεων<sup>8283</sup>. Το τρίτο συστατικό στοιχείο αφορά την διαχείριση των εσόδων κατά την διάρκεια εξόφλησης του ομολόγου, μέσω της υιοθέτησης μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου συνδεδεμένων με τις δανειακές και επενδυτικές δραστηριότητες του εκδότη σε σχέση με έργα βιωσιμότητας. Σε αντίθεση με το στοιχείο της χρήσης των εσόδων που εστιάζει στον προορισμό τους σε περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες και στην επίτευξη στόχων βιωσιμότητας, η διαχείριση των εσόδων αποτελεί το διαδικαστικό σκέλος των ενεργειών μέσω των οποίων τα έσοδα που προκύπτουν από την πώληση του πράσινου ομολόγου, διατηρούνται και στην συνέχεια περιοδικά χρησιμοποιούνται. Ο εκδότης μπορεί να επιλέξει είτε την διαχείριση των εσόδων του συγκεκριμένου πράσινου ομολόγου σε διακεκριμένο πλαίσιο από τα υπόλοιπα περιουσιακά του στοιχεία είτε την ένταξη των εσόδων σε χαρτοφυλάκιο πράσινων ομολόγων, σε περίπτωση που έχει εκδώσει περισσότερα πράσινα ομόλογα, τα οποία δεν έχει ακόμα εξοφλήσει<sup>84</sup>. Η διαχείριση μπορεί να εξεταστεί μέσα από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις του εκδότη, παρακολουθώντας την περιοδική μείωση των εσόδων από την πώληση πράσινων ομολόγων, η οποία πρέπει να είναι αντίστοιχη της αύξησης των τοποθετήσεων κεφαλαίου σε περιβαλλοντικά βιώσιμες πράσινες επενδύσεις, μέχρι την πλήρη εξόφληση του πράσινου ομολόγου.

Τελευταίο συστατικό στοιχείο είναι οι απαιτήσεις διαφάνειας, καθώς οι Αρχές συστήνουν την κατάρτιση και δημοσίευση ετήσιων εκθέσεων μέχρι τον πλήρη επιμερισμό των εσόδων των πράσινων ομολόγων. Στην αναφορά αυτή θα πρέπει να περιλαμβάνεται επισήμανση και περιγραφή των χρηματοδοτούμενων πράσινων οικονομικών δραστηριοτήτων, τα κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν και ο προσδοκώμενος περιβαλλοντικός τους αντίκτυπος. Ο αντίκτυπος συγκεκριμένα μπορεί να παρουσιάζεται μέσω της χρήσης ποιοτικών στοιχείων και δεικτών επίδοσης, ενώ ενθαρρύνεται, λόγω της ευχερέστερης καθοδήγησης την οποία εξασφαλίζουν, η χρήση ποσοτικών στοιχείων μαζί με τις βασικές μεθοδολογίες και τις υποθέσεις που έγιναν κατά την εφαρμογή της ποσοτικής μεθόδου<sup>85</sup>.

Πέρα από τα συστατικά στοιχεία, οι Αρχές περιλαμβάνουν και δύο συστάσεις για τους εκδότες πράσινων ομολόγων, προκειμένου να διασφαλιστεί ένα αξιόπιστο καθεστώς διαφάνειας. Η πρώτη σύσταση αφορά την εξήγηση για το πώς ευθυγραμμίζεται το πράσινο ομόλογο που εκδόθηκε με τα τέσσερα συστατικά στοιχεία των Αρχών μέσα από την κατάρτιση ενός πλαισίου πράσινων

---

<sup>81</sup> Φυσικά, οι Αρχές δεν καθιστούν νομοθετικά επιβεβλημένο ένα τέτοιο σύστημα, όμως η έλλειψη του αυξάνει την πιθανότηταπραγμάτωσης του σχετικού κινδύνου φήμης λόγω λήψης των εσόδων αλλά επιλογής χρήσης τους σε έργο με μακροπρόθεσμο αρνητικό οικολογικό αποτύπωμα, το οποίο αναμένεται να ζημιώσει την εταιρεία.

<sup>82</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).

<sup>83</sup> Σύσταση που λήφθηκε υπόψη από την ενωσιακή ταξινόμια, όπως καθίσταται εμφανές μεταξύ άλλων από το άρθρο 5 του Κανονισμού Ταξινόμιας και το άρθρο 9 του Κανονισμού περί γνωστοποιήσεων αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

<sup>84</sup> Η σταδιακή προσέγγιση και η προσέγγιση χαρτοφυλακίου, αντίστοιχα, του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>85</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).

ομολόγων ή αντίστοιχης σειράς νομιμοποιητικών εγγράφων<sup>86</sup>. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να συμπεριλαμβάνονται μια αναφορά στην ευρύτερη περιβαλλοντική στρατηγική του εκδότη και η προσέγγιση του ως προς τους πέντε περιβαλλοντικούς στόχους των Αρχών Πράσινων Ομολόγων. Η δεύτερη σύσταση έχει να κάνει με τον διορισμό ενός εξωτερικού αξιολογητή για να εξετάσει στο στάδιο πριν την έκδοση του πράσινου ομολόγου την ευθυγράμμιση του με τα συστατικά στοιχεία των Αρχών και στο στάδιο μετά την έκδοση την διαχείριση και την χρήση των εσόδων σε πράσινες επενδύσεις μέσα από την ακολουθία του επιμερισμού τους.

Πέρα από τις Αρχές Πράσινων Ομολόγων, ένα άλλο εθελοντικό πρότυπο εξίσου ευρείας παγκόσμιας αποδοχής είναι το Πρότυπο Κλιματικών Ομολόγων, το οποίο εμφανίσε στην παγκόσμια αγορά η Πρωτοβουλία Κλιματικών Ομολόγων<sup>87</sup> το 2011<sup>88</sup>. Μέσα από το Πρότυπο αυτό, οι επενδυτές και οι υπόλοιποι ενδιαφερόμενοι (stakeholders)<sup>89</sup> μπορούν να αποκτήσουν εύκολη πρόσβαση στις περιβαλλοντικές επιδόσεις και στις κλιματικές πιστοποιήσεις των πράσινων ομολόγων. Το Πρότυπο θέτει τις προϋποθέσεις τις οποίες πρέπει να πληροί το πράσινο ομολόγο όσο και ο ίδιος ο εκδότης προτείνοντας σωστές πολιτικές και διαδικασίες για την διαχείριση του πράσινου ομολόγου. Εφόσον, το Προεδρείο του Προτύπου Κλιματικών Ομολόγων διαπιστώσει, με την βοήθεια ένας εξωτερικού αξιολογητή, ότι αυτές οι προϋποθέσεις πληρούνται σωρευτικά, χορηγεί σχετική πιστοποίηση στον εκδότη για το σχετικό πράσινο ομολόγο.

Οι απαιτήσεις του Προτύπου προσομοιάζουν με τα συστατικά στοιχεία των Αρχών, αλλά ελέγχονται για την λήψη πιστοποίησης τόσο πριν όσο και μετά την έκδοση του ομολόγου, καθιστώντας αυτές αυστηρότερες από τις απαιτήσεις των Αρχών, καθώς στις τελευταίες η εξωτερική αξιολόγηση αποτελεί απλή σύσταση. Σε σχέση με την απαίτηση της διαφάνειας, ο εκδότης πρέπει να δημοσιεύσει ένα Πλαίσιο Πράσινων Ομολόγων<sup>90</sup> πριν ή κατά την διάρκεια έκδοσης του πράσινου ομολόγου. Μετά την έκδοση, ο εκδότης πρέπει να δημοσιεύει ετήσιες ενημερωμένες εκθέσεις σχετικά με τον επιμερισμό των κερδών, την επιλεξιμότητα των χρηματοδοτούμενων έργων ή περιουσιακών στοιχείων ως πράσινες επενδύσεις και τον προσδοκώμενο ή πραγματικό αντίκτυπο των έργων και στοιχείων αυτών. Χρησιμοποιώντας το

---

<sup>86</sup> Τον ρόλο αυτό επιτελεί το δελτίο πληροφοριών στην περίπτωση των ΕΠΟ.

<sup>87</sup> Η Πρωτοβουλία Κλιματικών Ομολόγων είναι μια μη κερδοσκοπική οργάνωση προσανατολισμένη στις διεθνείς επενδύσεις, η οποία προσπαθεί να ανακατευθύνει την αγορά ομολόγων στον αγώνα μετριασμού της κλιματικής αλλαγής. Βασικό της μέσο για την επίτευξη του στόχου αυτού, είναι η πτώση του κόστους κεφαλαίου για έργα υποδομών και κλιματικά προγράμματα μεγάλης κλίμακας, όπως και η στήριξη των κυβερνήσεων που επιζητούν αυξημένες επενδύσεις μέσα από την κεφαλαιαγορά για να πετύχουν τους κλιματικούς στόχους που έχουν θέσει. Βλ. Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 4.

<sup>88</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.12, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>89</sup> Ο όρος χρησιμοποιείται για αναφορά σε ένα άτομο ή μια ομάδα ατόμων που έχουν κάποιο συμφέρον, συνήθως οικονομικό, συναρτώμενο με την επιτυχία της επιχείρησης. Οι κύριοι stakeholders μιας επιχείρησης περιλαμβάνουν τους επενδυτές, τους εργαζόμενους, τους καταναλωτές και τους προμηθευτές, αν και με την όλο και αυξανόμενη σημασία της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, ο όρος επεκτάθηκε για να συμπεριλάβει κοινότητες, κυβερνήσεις και επαγγελματικές ενώσεις. Βλ. αναλυτικά σε Fernando, J. “What are Stakeholders? Definition, Types, and Examples”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>, (23 Ιουνίου 2024), τελευταία πρόσβαση στις 24 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>90</sup> Το περιεχόμενο του είναι όμοιο με το Πλαίσιο των Αρχών, καθώς περιλαμβάνει την ένταξη του ομολόγου στην ευρύτερη περιβαλλοντική στρατηγική και τον τρόπο χρήσης του για την επίτευξη περιβαλλοντικών στόχων.

Πρότυπο αυτό, η Πρωτοβουλία Κλιματικών Ομολόγων συγκεντρώνει δεδομένα και εμφανίζει τα ετήσια ποσοστά ευθυγραμμισμένων πράσινων ομολόγων.

Σύμφωνα με την βάση δεδομένων της<sup>91</sup>, μέσα στο 2023 συντελέστηκε σημαντική αύξηση των πράσινων ομολόγων παγκοσμίως, ενώ η Ευρώπη κυριάρχησε στην αγορά ως η ήπειρος καταγωγής περισσότερων από των μισών ευθυγραμμισμένων πράσινων ομολόγων παγκοσμίως. Η Κίνα αποτέλεσε την μεγαλύτερη πηγή ευθυγραμμισμένων πράσινων ομολόγων σε κρατικό επίπεδο, δηλαδή όχι σαν εκδότρια αλλά σαν χώρα καταγωγής τέτοιου είδους ομολόγων, προερχόμενων τόσο από τον ιδιωτικό όσο και από τον δημόσιο τομέα της χώρας. Μεγαλύτερος εκδότης ευθυγραμμισμένων πράσινων ομολόγων σε δημόσιο και ιδιωτικό τομέα ήταν το Ηνωμένο Βασίλειο που προχώρησε στην έκδοση ομολόγων συνολικής αξίας 22,5 δισ. δολαρίων Ηνωμένων Πολιτειών. Στην δεύτερη θέση ήταν η Γερμανία, στην τρίτη η Ιταλία, με την ΕΕ, την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, την Γερμανική Τράπεζα KfW, την Βιομηχανική και Εμπορική Τράπεζα της Κίνας και την Ειδική Διοικητική Περιοχή του Χονγκ Κονγκ να εξασφαλίζουν θέσεις στους δέκα πρώτους εκδότες. Τέλος, ευθυγραμμισμένα πράσινα ομόλογα προήλθαν για πρώτη φορά από την Αλβανία, την Κύπρο και το Μαυροβούνιο.

#### *2.5. Τα πλεονεκτήματα συμμετοχής στην αγορά πράσινων ομολόγων*

Έχοντας ήδη εξετάσει ορισμένα από τα οφέλη που προκύπτουν από την συμμετοχή στην αγορά πράσινων ομολόγων στο σημείο αυτό θα συντελεστεί μια πιο ειδική εστίαση στα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την σχετική αγορά για τους εκδότες και τους επενδυτές σε αυτήν. Τα πράσινα ομόλογα που έχουν λάβει αξιολόγηση ή πιστοποίηση για την κατεύθυνση τους στην χρηματοδότηση πράσινων δραστηριοτήτων, επιτρέπουν στον εκδότη να γνωστοποιήσει τους περιβαλλοντικά βιώσιμους στόχους του και τα μέσα για την υλοποίησή τους στις κεφαλαιαγορές, να εξαπλωθεί σε νέο κύκλο επενδυτών επεκτείνοντας την επενδυτική του βάση<sup>92</sup> και να εξασφαλίσει την έλξη περισσότερων κεφαλαίων<sup>93</sup>. Η ικανότητα του ομολόγου ως εργαλείου να εξασφαλίζει την συγκέντρωση κεφαλαίων με μειωμένο κόστος κεφαλαίου, το καθιστά ακόμα πιο ελκυστικό σαν μέσο χρηματοδότησης της επιχείρησης του εκδότη. Αυτό το εξασφαλίζει μέσα από την δυνατότητα καθορισμού πολλών διαφορετικών τρόπων πληρωμής μέσα από τους όρους του προγράμματος του ομολογιακού δανείου, τις μεθόδους ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη και την εναρμόνιση με χρονοδιαγράμματα μεγάλης διάρκειας εξαιτίας της σύνδεσης του με συγκεκριμένα έργα.

---

<sup>91</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 5-7.

<sup>92</sup>“Το αποτέλεσμα της ετικέτας”, δηλαδή ο καθορισμός ή ο επηρεασμός της συμπεριφοράς του ατόμου ή της λειτουργίας του προϊόντος με βάση τους όρους που χρησιμοποιούνται για την περιγραφή του. Βλ. αναλυτικά σε Tang, D. and Zhang, Y. “Do Shareholders Benefit from Green Bonds?”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), σελ.8, τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>93</sup> Dwivedy, D. and Sharma, M. “Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy”, Journal of Law and Sustainable Development, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), σελ. 4-5, τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024.



Μελέτες επαληθεύουν και την εφαρμογή της θεωρίας σηματοδότησης<sup>94</sup> στην έκδοση πράσινων ομολόγων<sup>95</sup>. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει την κρατούσα στην αγορά πληροφοριακή ασυμμετρία για την χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρείας ανάμεσα στο ΔΣ αυτής και στο ευρύτερο κοινό. Η αναγνώριση της κατοχής περισσότερων γνώσεων από την διοίκηση της εταιρείας λόγω της θέσης της συνεπάγεται την πληροφόρηση του κοινού για την κατάσταση αυτή μέσα από τις αποφάσεις που η διοίκηση λαμβάνει. Η εξαγορά μετοχών μπορεί να υποδηλώνει την προσδοκία της διοίκησης για μελλοντική αύξηση της αξίας της επιχείρησης, ενώ η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και η έκδοση μετοχών, όπως και η έκδοση ομολόγων μπορεί να υποδηλώνουν έλλειψη ρευστότητας που πρέπει να καλυφθεί με νέα χρηματοδότηση. Εφαρμόζοντας την θεωρία αυτή στα πράσινα ομόλογα, η έκδοση τους μπορεί να μην συνεπάγεται υφιστάμενη ή ενδεχόμενη αρνητική καθαρή θέση<sup>96</sup> της επιχείρησης, αλλά την προσήλωση σε περιβαλλοντικούς στόχους και την ανάγκη συσσώρευσης κεφαλαίου για την επίτευξη τους. Φυσικά ο ισχυρισμός για την στόχευση περιβαλλοντικών στόχων δεν ισούται και με την πραγματική απεικόνιση της κατάστασης, καθώς αρκετοί προβαίνουν σε προβολή ψευδοοικολογικής ταυτότητας προκειμένου να αποκομίσουν τα σχετικά οφέλη από την έκδοση πράσινων ομολόγων, αποφεύγοντας παράλληλα και τον περιορισμό χρήσης των εσόδων προς αυτή την κατεύθυνση ή σε τέτοια ένταση. Αυτό το φαινόμενο πράσινου ξεπλύματος (greenwashing)<sup>97</sup> αποτέλεσε ένα από τα βασικά ζητήματα που κλήθηκε να αντιμετωπίσει το Ευρωπαϊκό Πρότυπο Πράσινων Ομολόγων<sup>98</sup>.

Πέρα από την αύξηση των μακροπρόθεσμων και περιβαλλοντικά συνειδητοποιημένων επενδύτων, οι οποίοι αγοράζουν μετοχές της εταιρείας έκδοσης<sup>99</sup>, η αύξηση της τιμής των μετοχών<sup>100</sup> και της περιβαλλοντικής απόδοσης<sup>101</sup> του εκδότη αποτελούν οφέλη που μοιράζονται ο εκδότης και οι επενδυτές του πράσινου ομολόγου. Επιπροσθέτως, οι επενδυτές που συμμετέχουν στις ενωσιακές χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις διαφάνειας που τους επιβάλλονται μεταξύ άλλων από τον Κανονισμό Ταξινόμιας μαζί με τον Κανονισμό για τις γνωστοποιήσεις αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Αυτό το πετυχαίνουν, παρουσιάζοντας πως λαμβάνουν μέσω της αγοράς πράσινων ομολόγων πολιτικές δέουσας επιμέλειας για την διαχείριση των κύριων δυσμενών επιπτώσεων των επενδυτικών τους αποφάσεων στους παράγοντες αειφορίας<sup>102</sup> και πως διαθέτουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα που προωθούν περιβαλλοντικά χαρακτηριστικά<sup>103</sup>. Με τον τρόπο αυτό οι επενδυτές εκπληρώνουν τις

---

<sup>94</sup> Scott, G. “Signaling Approach: What it is, How it Works”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/s/signallingapproach.asp>, (29 Μαΐου 2022), τελευταία πρόσβαση στις 18 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>95</sup> Dwivedy, D. and Sharma, M. “Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy”, *Journal of Law and Sustainable Development*, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), σελ. 4-5, τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>96</sup> Η διαφορά μεταξύ περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων μιας οντότητας.

<sup>97</sup> Netto, S., Sobral, M., Ribeiro, A. and Soares, G. “Concepts and forms of greenwashing: a systematic review”, *Environmental Sciences Europe*, διαθέσιμο στο: <https://enveurope.springeropen.com/articles/10.1186/s12302-020-0300-3>, (11 Φεβρουαρίου 2020), σελ. 2, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>98</sup> Σκέψεις (6), (8) και (26) στο Προοίμιο του Κανονισμού (ΕΕ) 2023/2631.

<sup>99</sup> Dwivedy, D. and Sharma, M. “Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy”, *Journal of Law and Sustainable Development*, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), σελ. 4-5, τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>100</sup> Tang, D. and Zhang, Y. “Do Shareholders Benefit from Green Bonds?”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), σελ. 16-17, τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>101</sup> Προσήλωση παραγωγού στην μετάβαση σε τεχνολογίες με μειωμένο ανθρακικό αποτύπωμα και στην απόκτηση καλύτερης περιβαλλοντικής διαβάθμισης.

<sup>102</sup> Άρθρο 4 παρ. 1 στοιχείο α) του Κανονισμού (ΕΕ) 2019/2088.

<sup>103</sup> Άρθρο 8 παρ. 1 του Κανονισμού (ΕΕ) 2019/2088 και άρθρο 6 του Κανονισμού (ΕΕ) 2020/852.

υποχρεώσεις διαφάνειας που απορρέουν από την συμμετοχή τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, προωθώντας παράλληλα την βέλτιστη εικόνα της εταιρικής κοινωνικής τους ευθύνης, προσελκύοντας έτσι περισσότερους επενδυτές με πράσινους στόχους. Πληθώρα επενδυτών προτιμούν την αγορά πράσινων ομολόγων μέσα από τα ισχύοντα χαρτοφυλάκια τους έτσι ώστε να ανταποκριθούν στην ζήτηση για χαρτοφυλάκια στα οποία περιλαμβάνονται περιουσιακά στοιχεία που στηρίζουν περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες<sup>104</sup>.

Ένα τελευταίο σημαντικό πλεονέκτημα είναι τα οφέλη τιμολόγησης των πράσινων ομολόγων, τα οποία είναι γνωστά στην αγορά ως green premium ή greenium<sup>105</sup>. Αυτό αποτελεί ουσιαστικά την διαφορά της απόδοσης των πράσινων ομολόγων σε σχέση με κοινά ομόλογα που παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά<sup>106</sup>, το οποίο συνεπάγεται εξασφάλιση χρηματοδότησης με μειωμένο κόστος για τον εκδότη πράσινων ομολόγων. Έρευνες δικαιολογούν αυτό το μειωμένο κόστος, τουλάχιστον για τα πράσινα ομόλογα που έχουν αξιολογηθεί από εξωτερικό ελεγκτή, από το γεγονός ότι οι εκδότες μπορούν να πουλάνε πράσινα ομόλογα σε υψηλότερη τιμή από αυτή που αντιστοιχεί στα επιτόκια και κατά συνέπεια στις αποδόσεις που προσφέρουν<sup>107</sup>. Και η προσφορά αυτή δεν είναι αβάσιμη αλλά ανταποκρίνεται στην ζήτηση των πράσινων ομολόγων ακόμα και με τέτοιες τιμές από επενδυτές, οι οποίοι πέρα από τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά κίνητρα λειτουργούν και με βάση τις περιβαλλοντικές ωφέλειες στις οποίες θα οδηγήσει η επένδυση σε πράσινα ομόλογα. Επιπροσθέτως, τα χαμηλότερα επιτόκια δικαιολογούνται και από την υποχρεωτική χρήση των κεφαλαίων σε έργα που θα επιφέρουν, ως επενδύσεις, έσοδα στον εκδότη με τα οποία θα ενισχυθεί η φερεγγυότητα του και η ικανότητα αποπληρωμής των δανειακών του υποχρεώσεων. Βέβαια, αν και υπάρχουν στοιχεία που υποδεικνύουν την ύπαρξη του greenium, δεν επικρατεί ομοφωνία ως προς την αποδοχή του στην αγορά<sup>108</sup>.

Αυτό το greenium αντιτίθεται στις βασικές παραδοχές της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, η οποία υποστηρίζει πως η ορθολογικότητα των επενδυτών, η αποτελεσματικότητα της αγοράς και οι αναμενόμενες επιστροφές κεφαλαίου βρίσκονται σε συνάρτηση με τον κίνδυνο και όχι με άλλους επιπρόσθετους παράγοντες. Όμως, μεγάλο μέρος της επιστημονικής βιβλιογραφίας<sup>109</sup> για την τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων αποδέχεται την ύπαρξη του. Μάλιστα, υποστηρίζεται πως στις παραδοχές της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, πρέπει να προστεθούν και

---

<sup>104</sup> Björkholm, L and Lehner, O. “Nordic green bond issuers’ views on the upcoming EU Green Bond Standard”, ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, διαθέσιμο στο: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofrp101.pdf>, (9 Δεκεμβρίου 2021), σελ.228, τελευταία πρόσβαση 29 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>105</sup> Pietsch, A. and Salakhova, D. “Pricing of green bonds: drivers and dynamics of the greenium”, European Central Bank Working Paper Series, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4227559](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4227559), (23 Σεπτεμβρίου 2022), σελ.36, τελευταία πρόσβαση 12 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>106</sup> Dorfleitner, G., Utz, S. and Zhang, R. “The Pricing of Green Bonds: External Reviews and the Shades of Green”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594114), (25 Φεβρουαρίου 2021), σελ.798, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>107</sup> ό.π.

<sup>108</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) “Report on EU Green Bond Standard”, διαθέσιμο στο: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf), (Ιούνιος 2019), σελ. 22.

<sup>109</sup> Tang, D. and Zhang, Y. “Do Shareholders Benefit from Green Bonds?”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), σελ.16-17, τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024., 36, Björkholm, L and Lehner, O. “Nordic green bond issuers’ views on the upcoming EU Green Bond Standard”, ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, διαθέσιμο στο: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofrp101.pdf>, (9 Δεκεμβρίου 2021), σελ.231, τελευταία πρόσβαση 29 Σεπτεμβρίου 2024 και Pietsch, A. and Salakhova, D. “Pricing of green bonds: drivers and dynamics of the greenium”, European Central Bank Working Paper Series, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4227559](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4227559), (23 Σεπτεμβρίου 2022), σελ.36, τελευταία πρόσβαση 12 Σεπτεμβρίου 2024.

συμπληρωματικές ανωμαλίες που βοηθούν στην πρόβλεψη αυτής της τιμολόγησης, καθώς σύμφωνα με την συμπεριφορική οικονομία οι επενδυτές έχουν ορθολογικές ατέλειες και ισχυρές συναισθηματικές επιρροές. Η επιστήμη αυτή εξετάζει όχι το πως οι επενδυτές θα πρέπει να λειτουργούν αλλά το πως πραγματικά λειτουργούν<sup>110</sup>. Συνεπώς, οι επενδυτές πράσινου αντικτύπου μπορεί να στοχεύουν και να πετυχαίνουν ωφέλειες από την αγορά πράσινων ομολόγων, πέρα από τις όποιες ωφέλειες προκύπτουν από την χρηματοοικονομική απόδοση του ομολόγου. Παράλληλα, μπορεί να επωφεληθούν και αυτοί από το greenium, το οποίο διατηρείται και μετά την αγορά του<sup>111</sup>, μέσω της πώλησης του σε νέους επενδυτές στην δευτερογενή αγορά<sup>112</sup>. Αυτό θα δικαιολογεί την αύξηση της τιμής για τα πράσινα ομόλογα που με την σειρά του θα ωφελήσει τον εκδότη τους, υποδηλώνοντας την οικονομική σημασία που υποκρύπτεται στην βιωσιμότητα και η οποία αναγνωρίζεται και στο ενωσιακό δίκαιο. Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα σε αυτό, αποτελεί η Οδηγία για τις εκθέσεις βιωσιμότητας (CSRD)<sup>113</sup>, η οποία στην σκέψη (8) του Προοιμίου της αναγνωρίζει την οικονομική σημασία των στοιχείων βιωσιμότητας, αλλάζοντας την ονομασία των μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών σε πληροφορίες βιωσιμότητας.

Πέρα από την αναγνώριση της σημασίας των πράσινων ομολόγων στην ΕΕ ως αποτελεσματικό εργαλείο της βιώσιμης χρηματοδότησης, πληθώρα Κρατών παγκοσμίως έχει αποδεχτεί την σημασία τους για την επίτευξη των Στόχων Βιώσιμης Ανάπτυξης<sup>114</sup>. Οι κρατικές αρχές της Κίνας ανακοίνωσαν πως από το 2017 οι περιβαλλοντικοί στόχοι κάτω από το πλαίσιο του “οικολογικού πολιτισμού” θα υποσκελίζουν τους στόχους αμιγούς οικονομικής ανάπτυξης μεταβάλλοντας το παραδοσιακό οικονομικό μοντέλο της χώρας<sup>115</sup>. Η υλοποίηση των δηλώσεων αυτών είναι εμφανής μέσα από την αντικατάσταση της πρώτης θέσης που κατείχε η Κίνα ως πηγή εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου<sup>116</sup> με την πρώτη θέση ως πηγή πράσινων ομολόγων<sup>117</sup>. Τον Μάιο του 2024, δημοσιεύτηκε και η Ταξινομία του Χονγκ Κονγκ για την Βιώσιμη Χρηματοδότηση σε συνεργασία

---

<sup>110</sup> Dorfleitner, G., Utz, S. and Zhang, R. “The Pricing of Green Bonds: External Reviews and the Shades of Green”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594114), (25 Φεβρουαρίου 2021), σελ.798, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>111</sup> Μελέτες αναγνωρίζουν την διατήρηση του στην δευτερογενή αγορά ανάλογα με την διάρκεια για την οποία τα πράσινα ομόλογα κυκλοφορούν στην δευτερογενή αγορά και την κτήση εξωτερικής επαλήθευσης της υψηλής διαβάθμισης των πράσινων χαρακτηριστικών του από εξωτερικούς αξιολογητές.

<sup>112</sup> Dorfleitner, G., Utz, S. and Zhang, R. “The Pricing of Green Bonds: External Reviews and the Shades of Green”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594114), (25 Φεβρουαρίου 2021), σελ.806, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>113</sup> Οδηγία (ΕΕ) 2022/2464 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2022 για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) 537/2014, της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ, της Οδηγίας 2006/43/ΕΚ και της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ, όσον αφορά την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας από τις εταιρείες.

<sup>114</sup> Alamgir, M. and Cheng, M. “Do Green Bonds Play a Role in Achieving Sustainability?”, MDPI, Vol.15 No.13, διαθέσιμο στο: <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/13/10177>, (27 Ιουνίου 2023), σελ. 20, τελευταία πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>115</sup> Minas, S. “Financing climate justice in the European Union and China: common mechanisms, different perspectives”, Asia Europe Journal, διαθέσιμο στο: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10308-021-00644-0>, (12 Νοεμβρίου 2021), τελευταία πρόσβαση στις 13 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>116</sup> McGrath, M. “China’s per capita carbon emissions overtake EU’s”, BBC News, New York, διαθέσιμο στο: <https://www.bbc.com/news/science-environment-29239194>, (21 Σεπτεμβρίου 2014), τελευταία πρόσβαση στις 13 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>117</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 7.

με την Πρωτοβουλία Κλιματικών Ομολόγων<sup>118</sup>. Στην Ρωσία, ο Τομέας Βιωσιμότητας του Χρηματιστηρίου της Μόσχας καλωσόρισε το πρώτο πράσινο ομόλογο που εκδόθηκε από την Κεντρική Τράπεζα Επενδύσεων σε συμφωνία με τις Αρχές Πράσινων Ομολόγων<sup>119</sup>.

Οι αναπτυξιακές τράπεζες και οι δημόσιες αρχές κατέχουν σημαντική θέση στην εκκίνηση των αγορών πράσινων ομολόγων<sup>120</sup>. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνδυασμό και με την προσπάθεια επαναφοράς από την πανδημική κρίση που προξένησε ο covid-19, προχώρησε στην έκδοση του πρώτου πράσινου ομολόγου για την χρηματοδότηση της βιώσιμης ανάκαμψης, στο πλαίσιο του προγράμματος NextGenerationEU (NGEU)<sup>121</sup><sup>122</sup>. Το ομόλογο αυτό, διάρκειας 15 χρόνων, υπερκαλύφθηκε πάνω από 11 φορές, συγκεντρώνοντας μια μεγάλη ποικιλία επενδυτών και ξεπερνώντας τα 135 δισ. ευρώ στα βιβλία προσφορών. Τελικά, συγκέντρωσε 12 δισ. ευρώ για περιβαλλοντικές και εν γένει βιώσιμες επενδύσεις στην ΕΕ, αποτελώντας την μεγαλύτερη έκδοση πράσινου ομολόγου παγκοσμίως.

Η πληθώρα πλεονεκτημάτων υποδηλώνει την σημασία της σχετικής αγοράς στον βωμό της βιώσιμης ανάπτυξης, αν και ακόμα δεν έχει αξιοποιηθεί το πλήρες εύρος των δυνατοτήτων της. Από την προηγούμενη ανάλυση έγινε εμφανές πως τα περισσότερα πλεονεκτήματα που αναφέρθηκαν είναι συνυφασμένα με πράσινα ομόλογα, τα οποία έχουν λάβει εξωτερική αξιολόγηση. Η αξιολόγηση αυτή διασφαλίζει την γνησιότητα του πράσινου χαρακτήρα των τίτλων αυτών και μάλιστα σε πολλές περιπτώσεις την διαβάθμιση του πράσινου χαρακτήρα τους<sup>123</sup>. Η απουσία διεθνούς ρυθμιστικής προσέγγισης ως προς την εξωτερική αξιολόγηση των πράσινων ομολόγων αποτελεί μια από τις προκλήσεις που αντιμετωπίζουν τα σχετικά επενδυτικά εργαλεία<sup>124</sup>, αφήνοντας περιθώρια για εξάπλωση φαινομένων greenwashing από την μια πλευρά και για κατακερματισμό της αγοράς τους από την άλλη.

Περαιτέρω προκλήσεις αποτελούν η απουσία νομοθετικά προβλεπόμενων προτύπων για το τι είναι πράσινη χρηματοδότηση, η πληροφοριακή ασυμμετρία εκδότη και επενδυτή, η αξιολόγηση των σχετικών κινδύνων, η αβεβαιότητα της χρηματοοικονομικής απόδοσης αυτής της ιδιαίτερης κινητής αξίας και η ανησυχία πατερναλιστικής εμπλοκής των κρατικών αρχών λόγω της επιρροής των ομολόγων αυτών στην επίτευξη περιβαλλοντικών στόχων. Επιπροσθέτως, οι περιορισμοί στην χρήση των εσόδων σε περιβαλλοντικά βιώσιμα έργα που σε πολλές περιπτώσεις θα είναι

---

<sup>118</sup> Hong Kong Monetary Authority and Climate Bonds Initiative “Hong Kong Taxonomy for Sustainable Finance”, διαθέσιμο στο: <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2024/20240503e1.pdf>, (Μάιος 2024).

<sup>119</sup> Green Finance Platform “Green Bonds in Russia”, διαθέσιμο στο: <https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/green-bonds-russia>, (2020).

<sup>120</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.67.

<sup>121</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή – Δελτίο Τύπου “NextGenerationEU: η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει επιτυχώς το πρώτο πράσινο ομόλογο για τη χρηματοδότηση της βιώσιμης ανάκαμψης”, διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/el/IP\\_21\\_5207](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/el/IP_21_5207), (12 Οκτωβρίου 2021).

<sup>122</sup> Το πρόγραμμα NextGenerationEU είναι ένα προσωρινό εργαλείο ανάκαμψης ύψους 800 δισ. ευρώ, το οποίο ποσό θα συγκεντρώσει η ΕΕ με δάνεια από τις κεφαλαιαγορές μέχρι το τέλος του 2026, για τον σκοπό ανάκαμψης της Ευρώπης από το πλήγμα της πανδημίας, ώθησης των βιώσιμων χρηματοπιστωτικών αγορών και σύστασης μιας πιο πράσινης, ψηφιακής και ανθεκτικής ηπείρου.

<sup>123</sup> Dorfleitner, G., Utz, S. and Zhang, R. “The Pricing of Green Bonds: External Reviews and the Shades of Green”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594114), (25 Φεβρουαρίου 2021), σελ.799, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>124</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) “Report on EU Green Bond Standard”, διαθέσιμο στο: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf), (Ιούνιος 2019), σελ. 40 και Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 12-13.

συνυφασμένα με αλλαγή των επιχειρηματικών πρακτικών μιας εταιρείας για την μετάβαση<sup>125</sup> σε λειτουργίες χαμηλών ανθρακούχων εκπομπών μπορεί να συνεπάγεται κινδύνους μετάβασης, όχι μόνο για την ίδια την εταιρεία αλλά και για τους επενδυτές που περιλαμβάνουν στα χαρτοφυλάκια τους συμμετοχές σε αυτήν την εταιρεία. Η ρυθμιστική κινητοποίηση πολλών εννόμων τάξεων τα τελευταία χρόνια, με καθοριστικά σημαντικό το παράδειγμα της ενωσιακής έννομης τάξης, ήρθε ως επίλυση αυτών των ζητημάτων και απαλλαγή κατά συνέπεια της αγοράς πράσινων ομολόγων από τις παθογένειες της.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### Το ενωσιακό δίκαιο βιώσιμης χρηματοδότησης

Η ΕΕ μέσα από μια σειρά πράξεων του παράγωγου ενωσιακού της δικαίου εγκαθίδρυσε το ισχύον νομικό της πλαίσιο σχετικά με την βιώσιμη χρηματοδότηση. Σε πρώτο στάδιο, προκειμένου να πραγματοποιήσει το Σχέδιο Δράσης της για την χρηματοδότηση της αειφόρου ανάπτυξης προχώρησε στην παραγωγή τριών Κανονισμών, οι οποίοι αποτέλεσαν την αρχική νομοθετική της «τριλογία»<sup>126</sup>. Αυτή απαρτιζόταν από τον Κανονισμό (ΕΕ) 2019/2088 της 27<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2019 περί γνωστοποιήσεων αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (“Sustainable Finance Disclosure Regulation” ή “SFDR”), τον Κανονισμό (ΕΕ) 2019/2089 της 27<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2019 για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) 2016/1011 σχετικά με τους ενωσιακούς δείκτες αναφοράς για τη κλιματική μετάβαση και τους ευθυγραμμισμένους με τη Συμφωνία του Παρισιού ενωσιακούς δείκτες αναφοράς καθώς και τις γνωστοποιήσεις σχετικά με την αειφορία για τους ενωσιακούς δείκτες (“Low Carbon Benchmarks Regulation” ή “LCBR”) και τον Κανονισμό (ΕΕ) 2020/852 της 18<sup>ης</sup> Ιουνίου 2020 σχετικά με τη θέσπιση πλαισίου για τη διευκόλυνση των βιώσιμων επενδύσεων και για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) 2019/2088 (“Κανονισμός Ταξινομίας”). Σε αυτό το νομοθετικό κεκτημένο ήρθε να προστεθεί η Οδηγία (ΕΕ) 2022/2464 της 14<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2022 για την τροποποίηση μεταξύ άλλων της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ, όσον αφορά την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας από τις εταιρείες (“Corporate Sustainability Reporting Directive” ή “CSRD”).

Όλο το ενωσιακό δίκαιο βιώσιμης χρηματοδότησης εδράζεται στην διάταξη 114 ΣΛΕΕ του πρωτογενούς ενωσιακού δικαίου, που προβλέπει την εναρμόνιση των εθνικών νομοθεσιών έτσι ώστε να επιτευχθεί η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς της ΕΕ, η οποία ορίζεται στο άρθρο 26 παρ. 2 ΣΛΕΕ. Εδώ εντοπίζεται το πνεύμα αυτού του κλάδου δικαίου που στοχεύει να αντιμετωπίσει εθνικές ανομοιογένειες, ικανές να παρεμποδίσουν την λειτουργία της εσωτερικής αγοράς ή να προκαλέσουν σημαντικές στρεβλώσεις στον ανταγωνισμό<sup>127</sup>. Αυτές οι νομοθετικές πράξεις ήρθαν για να καλύψουν το ρυθμιστικό κενό που δημιουργούσε τα προαναφερθέντα προβλήματα στις βιώσιμες χρηματοπιστωτικές αγορές και προλείαναν το έδαφος για την μεταγενέστερη επέλευση του Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Λόγω της αλληλένδετης φύσης τους

<sup>125</sup> Το άρθρο 10 παρ. 2 του Κανονισμού Ταξινομίας προβλέπει πως οικονομικές δραστηριότητες που στηρίζουν την μετάβαση σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία συμβάλλουν σημαντικά στον περιβαλλοντικό στόχο του μετριασμού της κλιματικής αλλαγής.

<sup>126</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ. 163.

<sup>127</sup> Περιπτώσεις στις οποίες η νομολογία του ΔΕΕ έκρινε πως δικαιολογείται η επιλογή του άρθρου 114 ΣΛΕΕ ως νομική βάση. Βλ. ΔΕΕ, C-58/08, σκ. 32-33.

κρίνεται απαιτούμενη η παρουσίαση των σημαντικότερων ρυθμίσεων τους πριν αναπτυχθεί ο τελευταίος Κανονισμός.

## 1. Το καθεστώς γνωστοποιήσεων στην ΕΕ

Το πρώτο καίριο τμήμα του ενωσιακού δικαίου για τη βιώσιμη χρηματοδότηση συνιστά ένα καθεστώς υποχρεωτικών γνωστοποιήσεων που καταλαμβάνει τόσο τις χρηματοοικονομικές όσο και τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, έτσι ώστε να μειώνεται στο μέτρο του δυνατού η πληροφοριακή ασυμμετρία του επενδυτικού κοινού και κατά συνέπεια αυτό να λαμβάνει ενημερωμένες αποφάσεις για την επένδυση σε περιβαλλοντικά χρηματοπιστωτικά προϊόντα<sup>128</sup>. Το πλαίσιο αυτό θεμελιώνεται κυρίως στην CSRD, η οποία τροποποίησε την Οδηγία 2014/95/ΕΕ της 22<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2014 σχετικά με τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών για την πολυμορφία από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις και ομίλους (“Non-Financial Reporting Directive” ή “NFRD”). Όμως, το δίκαιο της ΕΕ επεκτείνει τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης για ορισμένες εταιρείες με βάση τα αντικείμενα των προϊόντων, των επενδύσεων και των συμβουλών, με τα οποία δραστηριοποιούνται. Αυτό το πετυχαίνει μέσω του SFDR σε συνδυασμό με τον Κανονισμό Ταξινόμησης, ο οποίος αν και στοχεύει κυρίως στην εγκαθίδρυση συστήματος ταξινόμησης, παράλληλα θέτει και υποχρεώσεις διαφάνειας σε συνεργασία με τις άλλες νομοθετικές πράξεις του κλάδου. Μάλιστα με το άρθρο 8 του Κανονισμού, θέτει επιπρόσθετες υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων για τις επιχειρήσεις που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της NFRD<sup>129</sup>. Ακόμα και ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θέτει απαιτήσεις διαφάνειας μέσω του συστήματος που προβλέπει.

### 1.1. Οι εκθέσεις βιωσιμότητας

Ξεκινώντας την εξέταση αυτού του πλαισίου διαφάνειας, πρώτο σημείο ανάλυσης αποτελούν οι εκθέσεις βιωσιμότητας, την δημοσίευση των οποίων επιβάλλει η CSRD. Πριν από την εστίαση στην καίρια αυτή Οδηγία, είναι απαιτούμενη η παρουσίαση του υφιστάμενου πλαισίου της Οδηγίας NFRD. Οι κύριοι λόγοι για αυτό είναι τόσο η ακολουθία των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων εντός της ΕΕ σχετικά με τις πληροφορίες βιωσιμότητας όσο και το γεγονός ότι η CSRD αν και υιοθετήθηκε τον Δεκέμβριο του 2022, αποτελεί Οδηγία και όχι Κανονισμό με άμεση εφαρμογή στο εθνικό δίκαιο. Αυτό σημαίνει ότι προβλέπει μεταβατικά στάδια για την ενσωμάτωση της στο εθνικό δίκαιο. Η Οδηγία αυτή θα αρχίσει να εφαρμόζεται με βάση τις νέες ισχύουσες εθνικές νομοθεσίες των Κρατών Μελών, τώρα το 2024, καθώς τόσο οι μεγάλες επιχειρήσεις, οι οποίες είναι οντότητες δημοσίου συμφέροντος<sup>130</sup>, και υπερβαίνουν κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού τους τον μέσο αριθμό των 500 εργαζομένων κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους, όσο και οι οντότητες δημοσίου συμφέροντος, οι οποίες είναι μητρικές επιχειρήσεις μεγάλου ομίλου και υπερβαίνουν κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού τους, σε ενοποιημένη βάση, τον μέσο αριθμό των 500 εργαζομένων κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους, θα πρέπει να προβούν σε κατάρτιση εκθέσεως βιωσιμότητας για το οικονομικό έτος του 2024 και για κάθε μεταγενέστερο. Όλες οι υπόλοιπες μεγάλες επιχειρήσεις

<sup>128</sup> Βουλγαράκης, Κ. “Το νέο ενωσιακό δίκαιο της βιώσιμης χρηματοδότησης (sustainable finance): μια πρώτη παρουσίαση, σε: ΕφημΔΔ 1/2022”, σελ. 110.

<sup>129</sup> Πλέον της CSRD.

<sup>130</sup> Βλ. αναλυτικά σε Κεφάλαιο II,1.1.1.

και μητρικές επιχειρήσεις μεγάλου ομίλου θα πρέπει να προβούν σε σχετική σύσταση πρώτη φορά για το οικονομικό έτος του 2025, ενώ οι μεσαίες και μικρές επιχειρήσεις, τα μικρά και μη πολύπλοκα ιδρύματα και οι εξαρτημένες ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις που πληρούν τις προδιαγραφές του νόμου θα πρέπει να καταρτίσουν σχετική έκθεση για πρώτη φορά για το οικονομικό έτος του 2026<sup>131</sup>.

#### *1.1.1. Δημοσίευση μη χρηματοοικονομικών καταστάσεων*

Η NFRD οδήγησε στην προσθήκη των άρθρων 19<sup>α</sup> και 29<sup>α</sup> στην Οδηγία 2013/34/ΕΕ, η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το Ν. 4308/2014. Βέβαια με το νόμο αυτό μεταφέρθηκαν στο ελληνικό δίκαιο μόνο οι λογιστικές διατάξεις της Οδηγίας, ενώ οι διατάξεις 19<sup>α</sup> και 29<sup>α</sup> ενσωματώθηκαν στο άρθρο 43<sup>α</sup> παρ. 6-9 του Ν. 2190/1920 μέσω της τροποποίησης του από το Ν. 4403/2016. Στο ισχύον εθνικό δίκαιο οι σχετικές ρυθμίσεις εντοπίζονται στα άρθρα 151 και 154 του Ν. 4548/2018 αντίστοιχα. Τα άρθρα αυτά προβλέπουν την υποχρέωση δημοσίευσης ατομικών και ενοποιημένων μη χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Αρχικά, το άρθρο 151 ορίζει πως όλες οι μεγάλες ΑΕ, οι οποίες αποτελούν οντότητες δημοσίου ενδιαφέροντος και οι οποίες κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού τους υπερβαίνουν τον μέσο αριθμό των 500 εργαζομένων κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους, περιλαμβάνουν στην έκθεση διαχείρισης τους μια μη χρηματοοικονομική κατάσταση που περιέχει πληροφορίες, στον βαθμό που απαιτείται για την κατανόηση της εξέλιξης, των επιδόσεων, της θέσης και του αντικτύπου των δραστηριοτήτων της, σε σχέση με τα περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εργασιακά θέματα, τον σεβασμό των δικαιωμάτων του ανθρώπου, την καταπολέμηση της διαφθοράς και θέματα σχετικά με την δωροδοκία.

Ως οντότητες δημοσίου ενδιαφέροντος αναγνωρίζονται στο Παράρτημα Α του Ν. 4308/2014 όλες οι οντότητες που είναι υποκείμενες στον Ελληνικό νόμο και είναι είτε εισηγμένες σε ενωσιακή ρυθμιζόμενη αγορά, είτε πιστωτικά ιδρύματα, είτε ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις είτε οντότητες που καθορίζονται από τη νομοθεσία ως δημοσίου ενδιαφέροντος οντότητες, με βάση την φύση της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας, το μέγεθος ή τον αριθμό των απασχολούμενων. Ως μεγάλες οντότητες ορίζονται στο άρθρο 2 παρ. 6 Ν. 4308/2014, όλες οι οντότητες που υπερβαίνουν κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού τους δύο εκ των ακόλουθων τριών κριτηρίων. Το συνολικό ενεργητικό τους υπερβαίνει τα 20.000.000 ευρώ, το καθαρό ύψος του κύκλου εργασιών τους υπερβαίνει τα 40.000.000 ευρώ και ο μέσος όρος των απασχολούμενων κατά την διάρκεια της περιόδου υπερβαίνει τα 250 άτομα. Ο περιορισμός των υποχρεώσεων διαφάνειας μόνο σε αυτές τις οντότητες, στηρίχτηκε στην σημασία αυτών των επιχειρήσεων για την οικονομία και στο γεγονός ότι δραστηριοποιούνται σε περισσότερα Κράτη Μέλη της ΕΕ<sup>132</sup>, οι οποίες παραδοχές δικαιολογούσαν τον σχετικό διοικητικό φόρτο που θα ήταν δυσανάλογος για τις μικρότερες επιχειρήσεις<sup>133</sup>.

<sup>131</sup> Άρθρο 5 παρ. 2 Οδηγίας CSRD.

<sup>132</sup> Σκέψεις (4) και (13) του Προοιμίου της NFRD.

<sup>133</sup> Μούζουλας, Σ. “ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αριθμ. 2017/C-215/01. Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (μεθοδολογία σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών)” σε: Μούζουλας, Σ./ Αντωνόπουλος, Β. Ανώνυμες Εταιρίες, τόμ. 2, 2023, σελ. 1225.

Οι υπόλοιπες επιχειρήσεις<sup>134</sup> υποχρεούνται να συμπεριλάβουν πιο συνοπτικές μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες στην ετήσια έκθεση διαχείρισης τους κατά το άρθρο 150 παρ. 2 στοιχείο γ, και άρα όχι με τη λεπτομέρεια και το περιεχόμενο της μη χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων που υπάγονται στο άρθρο 151. Συνεπώς, το εύρος και το περιεχόμενο της υποχρεωτικά παρεχόμενης μη χρηματοοικονομικής πληροφόρησης καθορίζεται από το μέγεθος της εκάστοτε οντότητας<sup>135</sup>. Επίσης, ΑΕ που είναι υπόχρεες για δημοσίευση μη χρηματοοικονομικής κατάστασης απαλλάσσονται κατά το άρθρο 151 παρ. 3 από την σχετική υποχρέωση εφόσον είναι θυγατρικές και τόσο αυτές όσο και οι θυγατρικές τους έχουν συμπεριληφθεί σε ενοποιημένη μη χρηματοοικονομική κατάσταση σύμφωνα με το άρθρο 154 ή σε χωριστή έκθεση άλλης εταιρείας<sup>136</sup>. Η υποχρέωση κατάρτισης και δημοσίευσης αυτής της κατάστασης βοηθάει στον εντοπισμό κινδύνων βιωσιμότητας της εκάστοτε εταιρείας και στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των καταναλωτών, καθώς επίσης και στην διευκόλυνση της βιώσιμης χρηματοδότησης μέσω του συνδυασμού της μακροπρόθεσμης κερδοφορίας με την κοινωνική δικαιοσύνη και την προστασία του περιβάλλοντος<sup>137</sup>. Η σωστή χρήση αυτής της κατάστασης μέσα από τον συνδυασμό της με την έκδοση ή την επένδυση σε πράσινα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορεί να βοηθήσει την εταιρεία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις διαφάνειας της, διευρύνοντας παράλληλα την επενδυτική της βάση σύμφωνα και με την θεωρία της σηματοδότησης.

Η μη χρηματοοικονομική πληροφόρηση που παρέχεται μέσω αυτής της κατάστασης καλύπτει μεταξύ άλλων τις περιβαλλοντικές, κοινωνικές και εργασιακές θεματικές πτυχές, τα επιμέρους στοιχεία για τις πτυχές αυτές και τα πλαίσια<sup>138</sup> τα οποία η εταιρεία αξιοποιεί για την παροχή των σχετικών πληροφοριών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προέβη στην έκδοση Ανακοίνωσης σχετικά με κατευθυντήριες οδηγίες για την ορθή κατάρτιση και δημοσίευση μη χρηματοοικονομικών καταστάσεων, η οποία διευκόλυνε την κατανόηση της ουσίας των υποχρεώσεων διαφάνειας των εταιρειών. Τα επιμέρους στοιχεία της κατάστασης περιλαμβάνουν<sup>139</sup> αναφορά στο επιχειρηματικό της μοντέλο, δηλαδή στην δημιουργία και διατήρηση αξίας μέσω των προϊόντων και των υπηρεσιών της μακροπρόθεσμα, μαζί με συμπερίληψη πληροφοριών για την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση και τον τρόπο με τον οποίο μετατρέπει τις εισροές σε εκροές μέσω

---

<sup>134</sup> Εξαιρούνται οι πολύ μικρές ανώνυμες, που δεν είναι οντότητες δημοσίου ενδιαφέροντος, κατά το άρθρο 150 παρ. 5 του Ν. 4548/2018.

<sup>135</sup> Λιβαδά, Χ. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.2136.

<sup>136</sup> Η αναφορά σε χωριστή έκθεση λαμβάνει υπόψη την 4<sup>η</sup> παράγραφο του άρθρου 19<sup>α</sup> της Οδηγίας που προβλέπει την δυνατότητα της υπόχρεης εταιρείας αντί να συμπεριλάβει την μη χρηματοοικονομική της κατάσταση στην έκθεση διαχείρισης της, να καταρτίσει ξεχωριστή έκθεση που θα συμπεριλαμβάνει όλες τις σχετικές μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Η εναλλακτική αυτή δεν πέρασε στο ελληνικό δίκαιο, συνεπώς οι ελληνικές ΑΕ μπορούν να καταρτίζουν μη χρηματοοικονομική κατάσταση μόνο ως τμήμα της έκθεσης διαχείρισης τους. Το ότι παρά το γεγονός αυτό, επιβίωσε η εξαίρεση «...ή στη χωριστή έκθεση άλλης εταιρείας» δεν αποτελεί παράβλεψη του Έλληνα νομοθέτη αλλά εύστοχη προσθήκη καθώς η θυγατρική που αξιοποιεί την δυνατότητα του 151 παρ. 3 μπορεί να είναι ελληνική αλλά η μη χρηματοοικονομική κατάσταση στην οποία έχει συμπεριληφθεί μπορεί να έχει καταρτιστεί σε χωριστή έκθεση εταιρείας άλλου Κράτους Μέλους, το οποίο ενσωμάτωσε στο εθνικό του δίκαιο την σχετική δυνατότητα.

<sup>137</sup> Σκέψη (3) του Προοιμίου της NFRD.

<sup>138</sup> Τέτοια πλαίσια μπορεί να είναι τόσο οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων, όσο και το Ευρωπαϊκό Πρότυπο Πράσινων Ομολόγων, καθώς υποδεικνύουν όλες τις σχετικές πληροφορίες που απαιτείται να συμπεριλαμβάνονται και τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να το κάνουν αυτό, έτσι ώστε να είναι δυνατή η ακολουθία των σχετικών ισχυρισμών για την πράσινη φύση των ομολόγων.

<sup>139</sup> Μούζουλας, Σ. “ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αριθμ. 2017/C-215/01. Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (μεθοδολογία σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών)” σε: Μούζουλας, Σ./ Αντωνόπουλος, Β. Ανώνυμες Εταιρίες, τόμ. 2, 2023, σελ. 1238.



των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων. Επίσης, αναφορά στις πολιτικές και στις διαδικασίες δέουσας επιμέλειας τις οποίες υιοθετεί<sup>140</sup>, στα αποτελέσματα των εν λόγω πολιτικών<sup>141</sup>, στους κυριότερους κινδύνους που τελούν σε συνάρτηση με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των επιχειρηματικών της σχέσεων, των προϊόντων και των υπηρεσιών της<sup>142</sup>, και τέλος στους μη χρηματοοικονομικούς βασικούς δείκτες επιδόσεων που σχετίζονται με τον συγκεκριμένο τομέα επιχειρήσεων<sup>143</sup>.

Ειδικά οι βασικοί δείκτες επιδόσεων βοηθάνε στην σύνδεση ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων, έτσι ώστε να δοθεί μια πιο περιεκτική εικόνα της επιχείρησης ενισχύοντας την συγκρισιμότητα ανάμεσα σε διαφορετικές επιχειρήσεις. Σχετικό παράδειγμα μη χρηματοοικονομικού βασικού δείκτη επιδόσεων είναι το ποσοστό πράσινων ομολόγων που εκδίδονται από μια επιχείρηση και συνδέονται με τους κλιματικούς στόχους του Κανονισμού Ταξινόμιας, εξασφαλίζοντας έτσι την χρήση του σήματος ΕΠΟ. Το ποσοστό προκύπτει μέσα από εμφάνιση του συνολικού ποσού ανεξόφλητων πράσινων ομολόγων στο τέλος του έτος δια του συνολικού ποσού ανεξόφλητων ομολόγων του εκδότη.

Όλες αυτές οι πληροφορίες θα πρέπει να παρέχονται μόνο εφόσον πληρούν το κριτήριο σημαντικότητας ή ουσιαστικότητας που διαπνέει το λογιστικό δίκαιο<sup>144</sup>, όπως προκύπτει από το γράμμα «..μια μη χρηματοοικονομική κατάσταση που περιέχει πληροφορίες, στον βαθμό που απαιτείται για την κατανόηση της εξέλιξης, των επιδόσεων, της θέσης και του αντικτύπου των δραστηριοτήτων της» της παραγράφου 1 του εξεταζόμενου άρθρου 151. Κατά το άρθρο 2 σημείο 16 της λογιστικής Οδηγίας 2013/34/ΕΕ ως σημαντικές εκλαμβάνονται οι πληροφορίες «όταν η παράλειψη ή η ανακριβής παράθεση τους θα μπορούσε ευλόγως να επηρεάσει τις αποφάσεις που λαμβάνουν οι χρήστες βάσει των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης. Η βαρύτητα κάθε στοιχείου εκτιμάται στο πλαίσιο άλλων παρόμοιων στοιχείων». Από αυτό συνάγεται πως οι σημαντικές πληροφορίες θα πρέπει να αξιολογούνται εντός συγκεκριμένου πλαισίου, καθώς πληροφορίες που εκλαμβάνονται ως σημαντικές σε ένα δεδομένο πλαίσιο είναι πιθανό να μην θεωρούνται σημαντικές σε κάποιο άλλο<sup>145</sup>. Για παράδειγμα, εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ενεργειακό τομέα που χαρακτηρίζεται από υψηλή εξάρτηση στην χρήση ορυκτών καυσίμων αντιμετωπίζουν τις ίδιες προκλήσεις μετάβασης σε σχέση με το περιβάλλον, οπότε αναγνωρίζουν τα ίδια ζητήματα ως σημαντικά, έτσι ώστε να τα συμπεριλάβουν στις μη χρηματοοικονομικές καταστάσεις τους.

Επιπροσθέτως, το γράμμα της NFRD υποδηλώνει την υιοθέτηση των δυο προσεγγίσεων της έννοιας της σημαντικότητας καθώς η αναφορά στην «εξέλιξη, τις επιδόσεις, τη θέση της επιχείρησης» αφορά την χρηματοοικονομική σημαντικότητα, με την ευρεία έννοια της επίδρασης

<sup>140</sup> Για παράδειγμα σχετικές πτυχές εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η εποπτεία του ΔΣ ή η υπεργολαβική ανάθεση μέρους του τεχνικού ελέγχου του έργου σε εμπειρογνώμονα πάνω σε ζητήματα περιβαλλοντικής βιωσιμότητας.

<sup>141</sup> Επίτευξη μείωσης των ανθρακούχων εκπομπών ή επισήμανση των τρωτών σημείων της σχετικής πολιτικής.

<sup>142</sup> Η σχετική αναφορά θα πρέπει να καλύπτει τους κυριότερους βραχυπρόθεσμους, μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους κινδύνους από την επιχειρηματική δράση της εταιρείας που προκύπτουν άμεσα από την ίδια ή από τις αλυσίδες εφοδιασμού και τις σχέσεις υπεργολαβικής ανάθεσης της και τον τρόπο με τον οποίο διαχειρίζεται τις απορρέουσες δυνητικές αρνητικές επιπτώσεις.

<sup>143</sup> Δηλαδή περιγραφικά στοιχεία και δείκτες, που μπορεί να είναι γενικοί, καλύπτοντας μεγαλύτερο φάσμα εταιρειών, ή τομεακοί, οι οποίοι σχετίζονται με συγκεκριμένο τομέα επιχειρηματικής δράσης (λχ. τομέας μεταφορών).

<sup>144</sup> Λιβαδά, Χ. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.2140.

<sup>145</sup> Μούζουλας, Σ. “ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αριθμ. 2017/C-215/01. Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών (μεθοδολογία σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών)” σε: Μούζουλας, Σ./ Αντωνόπουλος, Β. Ανώνυμες Εταιρείες, τόμ. 2, 2023, σελ. 1230-1231.

των παραγόντων βιωσιμότητας στην αξία της επιχείρησης, ενώ η αναφορά στις «επιπτώσεις των δραστηριοτήτων» αφορά την περιβαλλοντική σημαντικότητα, με την έννοια των εξωτερικών επιπτώσεων της επιχειρηματικής δράσης στο περιβάλλον<sup>146</sup>. Καίριο ζήτημα για την κατανόηση αυτής της ανάλυσης είναι πως οι δυο αυτές προσεγγίσεις αλληλεπικαλύπτονται όλο και περισσότερο μεταξύ τους. Από την στιγμή που οι αγορές και οι δημόσιες πολιτικές εξελίσσονται προκειμένου να ανταποκριθούν στην κλιματική αλλαγή, οι θετικές και/ή οι αρνητικές επιπτώσεις μιας επιχείρησης στο κλίμα θα μεταφράζονται όλο και περισσότερο σε επιχειρηματικές ευκαιρίες και/ή επιχειρηματικούς κινδύνους με ουσιώδη οικονομική σημασία.

Το άρθρο 151 παρ. 1 στοιχείο ε δίνει περιθώριο εξαίρεσης πληροφοριών από την μη χρηματοοικονομική κατάσταση ενώ πληρούν τις προϋποθέσεις για την ένταξη τους σε αυτή. Αυτές οι πληροφορίες θα είναι σχετικές με επικείμενες εξελίξεις ή θέματα υπό διαπραγμάτευση και η παράλειψη τους θα συνοδεύεται από δεόντως αιτιολογημένη γνώμη των μελών του ΔΣ που ενεργούν εντός των αρμοδιοτήτων τους και που υπέχουν σχετική συλλογική ευθύνη για την γνώμη αυτή με βάση την οποία η δημοσίευση των πληροφοριών αυτών θα έβλαπτε σοβαρά την εμπορική θέση της εταιρείας. Επιπλέον, η παράλειψη αυτή δεν εμποδίζει την ορθή και ισορροπημένη κατανόηση της εξέλιξης, των επιδόσεων, της θέσης και του αντικτύπου των δραστηριοτήτων της ΑΕ.

Το άρθρο 154 του ίδιου νόμου επεκτείνει το υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής και στις οντότητες δημοσίου ενδιαφέροντος, που είναι μητρικές ΑΕ μεγάλου ομίλου, ο οποίος κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού του σε ενοποιημένη βάση, υπερβαίνει τον μέσο αριθμό των 500 εργαζομένων κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους. Οι οντότητες αυτές θα πρέπει να προβούν σε κατάρτιση και δημοσίευση ενοποιημένης μη χρηματοοικονομικής κατάστασης που περιέχει σε επίπεδο ομίλου παρόμοιες πληροφορίες με την ατομική κατάσταση. Η ρητή αναφορά στην υπέρβαση του ορίου των 500 εργαζομένων κατά μέσο όρο και στα δυο άρθρα στην αρχή μπορεί να προκαλέσει την εντύπωση αντίφασης, καθώς ως μεγάλες οντότητες μπορούν να θεωρούνται, οι οντότητες οι οποίες υπερβαίνουν τα 250 άτομα σε μέσο όρο απασχολούμενων κατά τη διάρκεια της περιόδου, όχι τα 500. Μάλιστα, είναι νομοθετικά δυνατό μια επιχείρηση να θεωρείται ως μεγάλη ακόμα και αν δεν υπερβαίνει το όριο αυτό, σε περίπτωση που πληροί τα άλλα δυο κριτήρια για το συνολικό ενεργητικό και το καθαρό ύψος κύκλου εργασιών. Ο ενωσιακός νομοθέτης βασισμένος στην ίδια σκέψη, δεν λειτούργησε αντιφατικά αλλά στοχευμένα περιορίζοντας το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας σε «ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις», οι οποίες πληρούν σωρευτικά και το κριτήριο της υπέρβασης των 250 ατόμων σε μέσο όρο απασχολούμενων κατά τη διάρκεια της περιόδου, αυξημένο στα 500 άτομα.

Τα άρθρα αυτά παρέχουν την δυνατότητα στις υπόχρεες εταιρείες να αποφύγουν την δημοσίευση πληροφοριών βιωσιμότητας μέσα από την εφαρμογή της αρχής εταιρικής διακυβέρνησης «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» (“comply or explain”). Στην περίπτωση αυτή η μη χρηματοοικονομική κατάσταση θα πρέπει να συμπεριλάβει σαφή και αιτιολογημένη εξήγηση για την απουσία των εν λόγω πολιτικών. Η εξαίρεση αυτή εδράζεται στο γεγονός ότι η προώθηση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης είναι συνυφασμένη με την αρχή της αυτοδέσμευσης, επιτρέποντας στις εταιρείες την ανάληψη πρακτικών δέσμευσης συγκεκριμένης έκτασης με βάση την δική τους

---

<sup>146</sup> Μούζουλας, “Σ. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Π: Ανακοίνωση της Επιτροπής αριθμ. 2019/C 209/01. Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την υποβολή εκθέσεων μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών: Συμπλήρωμα σχετικά με την υποβολή πληροφοριών που αφορούν το κλίμα” σε Μούζουλας, Σ./ Αντωνόπουλος, Β. Ανώνυμες εταιρίες, τόμ. 2, 2023, (2023), σ. 1262.

προτίμηση<sup>147</sup>. Όμως, η ενσωμάτωση της σχετικής αρχής στην υποχρέωση δημοσίευσης μη χρηματοοικονομικής κατάστασης ίσως απογυμνώνει την ρύθμιση από την ουσιαστική πίεση στις μεγάλες εταιρείες να δημοσιεύσουν και ακόμα περισσότερο να στραφούν σε περιβαλλοντικά βιώσιμες πολιτικές. Παρά την συμπερίληψη της αρχής *comply or explain*, η ratio της NFRD εντοπίζεται στην αρχή της διαφάνειας. Η μη χρηματοοικονομική κατάσταση παραμένει μέσο έμμεσης πίεσης στις επιχειρήσεις για την απόκτηση ουσιαστικής εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, καθώς η νομοθετική πρόβλεψη της υποχρέωσης δημοσίευσης οδήγησε τις υπόχρεες εταιρείες στο δίλημμα ανάμεσα στην υιοθέτηση και δημοσίευση σχετικών επιλογών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης ή στην παροχή σαφών και αιτιολογημένων εξηγήσεων για την παράλειψη λήψης σχετικών μέτρων. Η δεύτερη επιλογή μπορεί να ερμηνευτεί από τους φορείς της αγοράς ως μη χρηστή εταιρική συμπεριφορά. Σε μια αγορά όπου έχει επικρατήσει ο ανταγωνισμός των επιχειρήσεων σε περιβαλλοντικά ζητήματα με όλο και μεγαλύτερη οικονομική σημασία, μια τέτοια εξέλιξη μπορεί να προξενήσει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στην εταιρεία. Για αυτό υποστηρίζεται η θέση στην επιστήμη<sup>148</sup> ότι ο εξαναγκασμός των επιχειρήσεων στην υιοθέτηση πολιτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, σε δείκτες μέτρησης νομικής δεσμευτικότητας, βρίσκεται ανάμεσα στην νομοθετική επιταγή και στην οικειοθελή συμμόρφωση.

### *1.1.2. Εξελίξεις που επέφερε η πρόβλεψη δημοσίευσης εκθέσεων βιωσιμότητας*

Η NFRD αποτέλεσε ένα πρώτο καθοριστικό βήμα στην στροφή των υπόχρεων εταιρειών σε πολιτικές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, όμως δεν έδωσε απάντηση σε πολλά ζητήματα τα οποία συνέχισαν να εμποδίζουν την πλήρη κυκλοφορία αξιόπιστων πληροφοριών βιωσιμότητας στις ενωσιακές αγορές. Πέρα από τον περιορισμένο αριθμό υπόχρεων εταιρειών με βάση την αρχή «Προτεραιότητα στις μικρές επιχειρήσεις» (“Think small first”)<sup>149</sup>, οι ρυθμίσεις της Οδηγίας και οι κατευθυντήριες διευκρινίσεις της Επιτροπής δεν μπόρεσαν να καταστείλουν τα ζητήματα συνοχής και συγκρισιμότητας που εδράζονται στην ευρεία διακριτική ευχέρεια των υπόχρεων εταιρειών για την επιλογή των στοιχείων που θα δημοσιεύσουν, τους δείκτες με τους οποίους θα τα παρουσιάσουν και τα πλαίσια στα οποία θα τα εντάξουν<sup>150</sup>. Αυτή η κατάσταση απειλεί με σύγχυση όχι μόνο τις υπόχρεες εταιρείες αλλά και τους αποδέκτες της πληροφόρησης, οι οποίοι δεν θα μπορούν να αξιολογήσουν τις σχετικές πληροφορίες, αναπτύσσοντας ακόμα περισσότερη δυσπιστία απέναντι στις υπόχρεες εταιρείες και στην ίδια την αγορά εν γένει.

Τα ζητήματα αυτά ήρθε να αντιμετωπίσει η CSRD τροποποιώντας την NFRD. Η Οδηγία αυτή εισήγαγε μια σειρά από αλλαγές στο ενωσιακό καθεστώς διαφάνειας. Αρχικά, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο σημείο<sup>151</sup>, άλλαξε την ορολογία των μη χρηματοοικονομικών καταστάσεων σε εκθέσεις βιωσιμότητας, αναγνωρίζοντας την οικονομική σημασία των στοιχείων βιωσιμότητας<sup>152</sup>. Επιπλέον, οι υπόχρεες εταιρείες προς κατάρτιση και δημοσίευση εκθέσεως βιωσιμότητας αυξάνονται σημαντικά, καθώς εντάσσονται σε αυτές όλες οι μεγάλες εταιρείες ανεξάρτητα από το αν είναι οντότητες δημοσίου συμφέροντος και ανεξάρτητα από τον αριθμό των

<sup>147</sup> Λιβαδά, Χ. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.2141-2142.

<sup>148</sup> Σωτηρόπουλος, Γ. “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, Περιεχόμενο, ισχύον δίκαιο και προοπτικές, σε: ΕΕμπΔ 1/2019”, (2019), σελ. 41.

<sup>149</sup> Σκέψη (13) του Προοιμίου της NFRD.

<sup>150</sup> Λιβαδά, Χ. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.2140.

<sup>151</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο I, 2.5.

<sup>152</sup> Σκέψη (8) του Προοιμίου της CSRD.

εργαζομένων τους. Επίσης, όλες οι μεσαίες και μικρές εταιρείες που είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά Κράτους Μέλους της ΕΕ θα έχουν σχετική υποχρέωση.

Πέραν από τις εταιρείες εντός της ΕΕ, οι επιχειρήσεις τρίτων χωρών με σημαντική δραστηριότητα στην ΕΕ, θα πρέπει να καταρτίσουν σχετική έκθεση βιωσιμότητας. Η κατοχή καθαρού κύκλου εργασιών στην ΕΕ άνω των 150 εκατομμυρίων ευρώ και είτε μεγάλης ή εισηγμένης σε ενωσιακή ρυθμιζόμενη αγορά θυγατρικής<sup>153</sup> είτε υποκαταστήματος στην ΕΕ με καθαρό κύκλο εργασιών άνω των 40 εκατομμυρίων ευρώ από τις επιχειρήσεις εκτός ΕΕ αναγνωρίζεται από την CSRD ως σημαντική δραστηριότητα στην ΕΕ. Η επέκταση μάλιστα του πεδίου εφαρμογής και σε εταιρείες με έδρα εκτός της ΕΕ δείχνει την επιθυμία για σταδιακή ρύθμιση του αντικειμένου της βιώσιμης χρηματοδότησης και πέραν του ενωσιακού χάρτη. Η σχετική μητρική εταιρεία της τρίτης χώρας υπό τις προαναφερθείσες προϋποθέσεις θα πρέπει να τηρήσει τις υποχρεώσεις διαφάνειας της CSRD σε επίπεδο ομίλου ή στην περίπτωση που η σημαντική δραστηριότητα στην ΕΕ μετουσιώνεται στην μορφή του υποκαταστήματος, τότε οι υποχρεώσεις αυτές θα πρέπει να τηρηθούν σε ατομικό επίπεδο από την επιχείρηση της τρίτης χώρας.

Η εξωεδαφική εφαρμογή της CSRD προσπαθεί να αντιμετωπίσει την πληροφοριακή ασυμμετρία ανάμεσα σε ενωσιακούς συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και στις επιχειρήσεις από τρίτες χώρες με ουσιώδη δραστηριότητα όμως εντός της ΕΕ, οι οποίες εκδίδουν και εισάγουν τις κινητές αξίες τους στις ενωσιακές ρυθμιζόμενες αγορές εγείροντας την ίδια δικαιολογητική βάση με τους εκδότες εντός της ΕΕ για δημοσιοποίηση πληροφοριών σχετικά με θέματα βιωσιμότητας<sup>154</sup>. Έτσι οι επενδυτές πράσινων ομολόγων εντός της ΕΕ, τα οποία προέρχονται από μια εταιρεία με χώρα καταγωγής τις ΗΠΑ ή την Κίνα, ικανοποιούν τις ανάγκες πληροφόρησης τους για τον συγκεκριμένο εκδότη και προβαίνουν σε καλύτερη εκτίμηση των κινδύνων και των επιπτώσεων των επενδύσεων τους. Παράλληλα, συμμορφώνονται και με τις δικές τους απαιτήσεις γνωστοποιήσεων βιωσιμότητας βάσει του SFDR.

Είναι εμφανές το πόσο άρτια έχει δομηθεί το ενωσιακό δίκτυο για την χρηματοδότηση της αειφόρου ανάπτυξης. Αλλά ακόμα και αν η σημαντική δραστηριότητα των επιχειρήσεων τρίτων χωρών εντός της ΕΕ δεν συνδεόταν με εισαγωγή σε ενωσιακή ρυθμιζόμενη αγορά, η ανάγκη αποφυγής στρέβλωσης του ανταγωνισμού και η ύπαρξη ίσων όρων ανταγωνισμού για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην εσωτερική αγορά της ΕΕ χορηγεί την δικαιολογητική βάση για την επέκταση της σχετικής υποχρέωσης και σε αυτές<sup>155</sup>. Στην περίπτωση που η μητρική επιχείρηση τρίτης χώρας δεν πληροί τις προϋποθέσεις για να καταστεί υπόχρεη εταιρεία κάτω από την CSRD, το πιθανότερο είναι να παραμένει η σχετική απαίτηση διαφάνειας για την θυγατρική που δραστηριοποιείται εντός της ΕΕ. Η τελευταία θα πρέπει να καταρτίσει και να δημοσιεύσει έκθεση βιωσιμότητας με τις σχετικές πληροφορίες σε επίπεδο ομίλου, ζητώντας από την μητρική να της χορηγήσει όσες πληροφορίες είναι αναγκαίες αλλά μη διαθέσιμες. Αν η μητρική δεν ικανοποιεί το σχετικό αίτημα, η θυγατρική θα εκπληρώνει την υποχρέωση της με όσες πληροφορίες έχει διαθέσιμες μαζί με σχετική δήλωση για μη παροχή πληροφοριών από την μητρική του ομίλου της για τα ενδεχόμενα κενά στην έκθεση της.

---

<sup>153</sup> Εκτός αν η σχετική εισηγμένη θυγατρική είναι πολύ μικρή με βάση τον Ν. 4308/2014.

<sup>154</sup> Σκέψη (19) του Προοιμίου της CSRD.

<sup>155</sup> Σκέψη (20) του Προοιμίου της CSRD.

Οι ρυθμίσεις αυτές επεκτείνουν τον αριθμό των υπόχρεων εταιρειών για δημοσιοποίηση πληροφοριών βιωσιμότητας από τις 11.700 στις 50.000<sup>156</sup>. Πέρα από το υποκειμενικό πεδίο εφαρμογής, τροποποιείται τόσο το περιεχόμενο των εκθέσεων βιωσιμότητας όσο και ο τύπος τους μέσω των προβλεπόμενων προτύπων υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας του Κεφαλαίου 6<sup>α</sup>. Η CSRD περιλαμβάνει και πρόβλεψη για την θέσπιση αυτών των προτύπων από κατ' εξουσιοδότηση πράξεις της Επιτροπής, μετά από αρωγή της από την Συμβουλευτική Ομάδα για θέματα χρηματοοικονομικής αναφοράς στην ΕΕ (European Financial Reporting Advisory Group/EFrag). Η σχετική πράξη επήλθε στις 31 Ιουλίου 2023 στην μορφή του αρκετά λεπτομερούς κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2023/2772 της Επιτροπής για την συμπλήρωση της λογιστικής Οδηγίας όσον αφορά τα πρότυπα υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας. Ως προς το περιεχόμενο των πληροφοριών, αυτό προσδιορίζεται μέσα από τα προαναφερθέντα πρότυπα και επικεντρώνεται στις θεματικές πτυχές του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης. Ειδικά ως προς το περιβάλλον είναι εμφανές πως η CSRD εκδόθηκε μέσα στη νέα πράσινη τάξη πραγμάτων της ΕΕ και σε μια Ευρώπη που έχει αποκτήσει την δική της πράσινη ταξινόμια, καθώς οι σχετικές πληροφορίες περιβαλλοντικής βιωσιμότητας συνοψίζονται στους έξι περιβαλλοντικούς στόχους του Κανονισμού Ταξινόμιας.

Η CSRD πέρα από τα μεταβατικά στάδια που δίνει για την εφαρμογή της ανάλογα με το μέγεθος και την φύση της υπόχρεης εταιρείας, αναγνωρίζει και ένα περαιτέρω περιθώριο μετάβασης για τις μικρές και μεσαίες εταιρείες που είναι οντότητες δημοσίου ενδιαφέροντος, καθώς για τα οικονομικά έτη που αρχίζουν πριν την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2028, μπορούν να μην συμπεριλάβουν στην έκθεση διαχείρισης τους πληροφορίες βιωσιμότητας. Όμως σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να εξηγήσουν συνοπτικά γιατί δεν συμπεριέλαβαν έκθεση βιωσιμότητας στην έκθεση διαχείρισης τους κατά το άρθρο 19<sup>α</sup> παρ. 7. Μια τελευταία αλλά καθοριστική αλλαγή που επέφερε η CSRD ήταν η υποχρέωση υποβολής των εκθέσεων βιωσιμότητας, μετά την κατάρτιση τους, σε νόμιμους ελεγκτές ή ελεγκτικά γραφεία, έτσι ώστε να διατυπώσουν σχετική γνώμη βάσει δέσμευσης παροχής περιορισμένης, και όχι εύλογης<sup>157</sup>, διασφάλισης ως προς την έκθεση αυτή. Συγκεκριμένα, η γνώμη διασφάλισης θα αφορά την συμμόρφωση της έκθεσης βιωσιμότητας με τις απαιτήσεις της CSRD, ιδίως με τα πρότυπα υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας, τη διαδικασία που εφαρμόζει η επιχείρηση για τον προσδιορισμό των υποβαλλόμενων πληροφοριών και την τήρηση των απαιτήσεων διαφάνειας του άρθρου 8 του Κανονισμού Ταξινόμιας.

Η CSRD παρέχει το έδαφος για την δημοσιοποίηση σχετικών, συγκρίσιμων και αξιόπιστων πληροφοριών βιωσιμότητας σε ενωσιακό επίπεδο, έτσι ώστε να επέλθει η απαιτούμενη διαφάνεια

---

<sup>156</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “A user guide to navigate the EU Taxonomy for sustainable activities”, διαθέσιμο στο: <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/assets/documents/Taxonomy%20User%20Guide.pdf>, (Ιούνιος 2023), σελ.7.

<sup>157</sup> Κατά την Σκέψη (60) της CSRD, στο επάγγελμα της διασφάλισης γίνεται διάκριση μεταξύ των εντολών παροχής περιορισμένης διασφάλισης και των εντολών παροχής εύλογης διασφάλισης. Η παροχή περιορισμένης διασφάλισης συνδέεται συνήθως, μέσα από λιγότερες δοκιμασίες της έκθεσης, με την χρήση αρνητικών εκφράσεων και με τη δήλωση ότι ο επαγγελματίας δεν έχει εντοπίσει κάποιο θέμα που θα οδηγήσει στο συμπέρασμα για το ότι η έκθεση περιέχει ουσιώδεις ανακρίβειες. Η παροχή εύλογης διασφάλισης περιλαμβάνει μεγαλύτερο όγκο πληροφοριών, την εξέταση των εσωτερικών ελέγχων της επιχείρησης και την διενέργεια ελέγχου επαλήθευσης, ενώ τα συμπεράσματα εκφράζονται συνήθως με θετική διατύπωση και την παροχή γνώμης σχετικά με την συγκριτική εξέταση του αντικειμένου έναντι προκαθορισμένων κριτηρίων. Η επιλογή της δέσμευσης παροχής περιορισμένης διασφάλισης εδράζεται στην επιθυμία σταδιακής μετάβασης της ΕΕ στο ενισχυμένο επίπεδο διασφάλισης για τις πληροφορίες βιωσιμότητας, καθώς η απευθείας επιλογή της εύλογης διασφάλισης θα δημιουργούσε τον κίνδυνο διαφορετικής κατανόησης και διαφορετικών προσδοκιών ως προς το περιεχόμενο της έκθεσης βιωσιμότητας λόγω της απουσίας κοινώς συμφωνηθέντος προτύπου για την διασφάλιση της υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας, το οποίο είναι απαιτούμενο για την συγκρισιμότητα των θετικών διατυπώσεων.

για την ασφαλή ροή των ιδιωτικών κεφαλαίων προς την χρηματοδότηση της επίτευξης βιώσιμης ανάπτυξης, με συνέχεια στον χρόνο και χωρίς αποκλεισμούς, αλλά και την αποτελεσματική θωράκιση από τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που απορρέουν από την κλιματική αλλαγή με παράλληλη κάρπωση των σχετικών ευκαιριών<sup>158</sup>. Το νέο εύρος των υποκειμένων αλλά και του αντικειμένου των πληροφοριών βιωσιμότητας με παράλληλο έλεγχο της αξιοπιστίας τους, από το νόμιμο ελεγκτή που ελέγχει τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ή από ανεξάρτητο πάροχο υπηρεσιών διασφάλισης κατά την διακριτική ευχέρεια των Κρατών Μελών, βοηθάει στην αντιμετώπιση πληθώρας παθογενειών στην αγορά πράσινων χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Βέβαια, η συσσώρευση τέτοιου όγκου πληροφοριών, μέρος του οποίου μπορεί να προέρχεται και από τρίτες χώρες, θα επιφέρει νέα κόστη και βάρη στις υπόχρεες εταιρείες, όμως η σταδιακή εφαρμογή της μέσω της προβλεπόμενης μεταβατικής περιόδου θα δείξει το εύρος πρακτικής εφαρμογής της Οδηγίας από τις εταιρείες. Οι κυριότερες ανησυχίες εδράζονται στο ενδεχόμενο μη παροχής στοιχείων από τις εταιρείες τρίτων χωρών, τις περιορισμένες δυνατότητες ελέγχου τους και το ζήτημα της ευθύνης των μελών του ΔΣ των θυγατρικών τους εντός ΕΕ για τις παρεχόμενες πληροφορίες αυτές. Παρόμοια ζητήματα ερμηνείας της ευθύνης του ΔΣ προκύπτουν για τις παρεχόμενες πληροφορίες σε σχέση με τις επιχειρηματικές δραστηριότητες και σχέσεις κατά μήκος της αλυσίδας αξίας της ίδιας της επιχείρησης. Πάντως, συνολικά η CSRD αποτελεί το απαραίτητο συμπλήρωμα στις απαιτήσεις διαφάνειας του Κανονισμού Ταξινόμησης, προκειμένου να εξασφαλιστεί η καλύτερη δυνατή κυκλοφορία των πράσινων ομολόγων εντός της ΕΕ.

### *1.2. Οι απαιτήσεις διαφάνειας για τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους*

Ο SFDR θέτει κάποιες επιπρόσθετες απαιτήσεις διαφάνειας για όσες επιχειρήσεις συμμετέχουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ<sup>159</sup> ή παρέχουν χρηματοοικονομικές συμβουλές μέσα σε αυτές<sup>160</sup>. Ο Κανονισμός στοχεύει στην σύγκριση διαφορετικών πράσινων χρηματοπιστωτικών προϊόντων σε διαφορετικά Κράτη Μέλη και στην επικράτηση ίσων όρων ανταγωνισμού μεταξύ τους<sup>161</sup>. Εξασφαλίζει τον περιορισμό της πληροφοριακής ασυμμετρίας όχι μόνο ανάμεσα στον εκδότη και στον επενδυτή αλλά και ανάμεσα στον εντολέα και στον εντολοδόχο ως προς μια σειρά ζητημάτων. Τα ζητήματα αυτά είναι η ενσωμάτωση κινδύνων βιωσιμότητας, η λήψη υπόψη των δυσμενών επιπτώσεων στη βιωσιμότητα, η προώθηση περιβαλλοντικών ή κοινωνικών χαρακτηριστικών, καθώς και οι αιεφόρες επενδύσεις εν γένει από τους συμμετέχοντες στις

<sup>158</sup> Λιβαδά, Χ. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.2150.

<sup>159</sup> Ως συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές ορίζονται οι επιχειρήσεις επενδύσεων ή τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που διαθέτουν επενδυτικά προϊόντα βασισμένα σε ασφάλιση (IBIP), τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, οι κατασκευαστές συνταξιοδοτικών προϊόντων, οι διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, οι πάροχοι πανευρωπαϊκών ατομικών συνταξιοδοτικών προϊόντων, οι διαχειριστές εταιρείας επιχειρηματικού κεφαλαίου που πληρούν τις προϋποθέσεις, οι οποίοι έχουν καταχωριστεί σύμφωνα με το άρθρο 14 του Κανονισμού (ΕΕ) 345/2013, οι διαχειριστές ταμείου κοινωνικής επιχειρηματικότητας, που πληρούν τις προϋποθέσεις, οι οποίοι έχουν καταχωριστεί σύμφωνα με το άρθρο 15 του Κανονισμού (ΕΕ) 346/2013 και οι εταιρείες διαχείρισης ενός οργανισμού συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ).

<sup>160</sup> Ως χρηματοοικονομικός σύμβουλος ορίζεται ο ασφαλιστικός διαμεσολαβητής που παρέχει ασφαλιστικές συμβουλές όσον αφορά IBIP, η ασφαλιστική επιχείρηση που παρέχει ασφαλιστικές συμβουλές όσον αφορά IBIP, το πιστωτικό ίδρυμα ή η επιχείρηση επενδύσεων που παρέχει επενδυτικές συμβουλές, η εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ ή ο διαχειριστής οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων που παρέχει επενδυτικές συμβουλές.

<sup>161</sup> Σκέψη (9) του Προοιμίου του SFDR.

χρηματοπιστωτικές αγορές και τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους, τα οποία βάσει του SFDR γνωστοποιούνται στους εντολείς τους, δηλαδή στους τελικούς επενδυτές<sup>162</sup>.

Οι υπόχρεοι σε γνωστοποιήσεις πρέπει να εκπληρώνουν ορισμένες απαιτήσεις γνωστοποίησης βιωσιμότητας στις ιστοσελίδες τους, στις περιοδικές εκθέσεις τους και σε προσυμβατικό στάδιο στους επενδυτές με τους οποίους συναλλάσσονται. Οι υποχρεώσεις αυτές διαφάνειας μπορεί να αφορούν την γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με την ενσωμάτωση χρηματοοικονομικά σημαντικών κινδύνων βιωσιμότητας και την εξέταση περιβαλλοντικά και κοινωνικά σημαντικών επιπτώσεων στους παράγοντες αιφορίας τόσο σε επίπεδο οντότητας όσο και σε σχέση με το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό προϊόν. Τα άρθρα 3-4 ορίζουν πως οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές δημοσιεύουν στους ιστότοπους τους πως ενσωματώνουν τις προαναφερθείσες σημαντικές<sup>163</sup> πληροφορίες στην διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων, ενώ οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι προβαίνουν σε αντίστοιχες δημοσιεύσεις στον ιστότοπο τους σε σχέση με τις επενδυτικές ή ασφαλιστικές τους συμβουλές. Το άρθρο 4 βέβαια δίνει την δυνατότητα στους συμμετέχοντες που δεν υπερβαίνουν κατά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού τους το κριτήριο του μέσου αριθμού των 500 εργαζομένων κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους, σε ατομική ή ενοποιημένη<sup>164</sup> βάση, να επιλέξουν αν θα λάβουν υπόψη τις κύριες δυσμενείς επιπτώσεις των επενδυτικών αποφάσεων στους παράγοντες αιφορίας και άρα να δημοσιεύσουν μια δήλωση σχετικά με τις πολιτικές δέουσας επιμέλειας σε σχέση με αυτές τις επιπτώσεις. Αν δεν τις λάβουν υπόψη θα πρέπει να δώσουν σαφή και αιτιολογημένη εξήγηση για τον λόγο που δεν το κάνουν όπως και πληροφορίες με το εάν και πότε θα τις λάβουν υπόψη. Παρόμοια επιλογή θέτει το άρθρο για τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους σχετικά με την λήψη υπόψη στις επενδυτικές ή ασφαλιστικές συμβουλές τους των κύριων δυσμενών επιπτώσεων των χρηματοπιστωτικών προϊόντων, για τα οποία παρέχουν συμβουλές, στους παράγοντες αιφορίας.

Ενώ το άρθρο 5 προβλέπει πως οι εταιρείες που υπάγονται στον SFDR έχουν την υποχρέωση να συμπεριλάβουν στον ιστότοπο τους πληροφορίες για τον τρόπο με τον οποίο οι πολιτικές αμοιβών τους ενσωματώνουν τους κινδύνους βιωσιμότητας. Τέλος, το άρθρο 6 επιβάλλει σε περίπτωση που οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές προβούν σε συναλλαγή με επενδυτή, την υποχρέωση να του γνωστοποιήσουν προσυμβατικά πως ενσωματώνουν τους κινδύνους βιωσιμότητας στις επενδυτικές τους αποφάσεις, αλλά και τα αποτελέσματα από την αξιολόγηση των πιθανών επιπτώσεων των κινδύνων βιωσιμότητας στις αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που διαθέτουν. Αντίστοιχες υποχρεώσεις θέτει το άρθρο και για τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους όταν πρόκειται να χορηγήσουν σχετικές επενδυτικές ή ασφαλιστικές συμβουλές.

Περνώντας στις υποχρεώσεις διαφάνειας που θέτει ο SFDR σε επίπεδο χρηματοπιστωτικού προϊόντος παρατηρείται αλληλένδετη εφαρμογή του με τον Κανονισμό Ταξινόμιας. Το άρθρο 7 του SFDR αρχικά ορίζει πως ο συμμετέχων στις χρηματοπιστωτικές αγορές που προβαίνει προαιρετικά ή υποχρεωτικά, βάσει του άρθρου 4, σε δημοσίευση των κύριων δυσμενών επιπτώσεων των επενδυτικών αποφάσεων στους παράγοντες αιφορίας, πρέπει επιπροσθέτως να γνωστοποιήσει προσυμβατικά στον αντισυμβαλλόμενο επενδυτή του εάν και πως το

<sup>162</sup> Σκέψη (10) του Προοιμίου του SFDR.

<sup>163</sup> Με βάση τις δυο προσεγγίσεις της σημαντικότητας που αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 2, 1.1.1.

<sup>164</sup> Στην οποία περίπτωση οι συμμετέχοντες που είναι μητρικές επιχειρήσεις μεγάλου ομίλου δεν υπερβαίνουν το σχετικό κριτήριο.

χρηματοπιστωτικό προϊόν συγκεκριμένα λαμβάνει υπόψη τις κύριες δυσμενείς επιπτώσεις στους παράγοντες αειφορίας. Άλλες υποχρεώσεις γνωστοποίησης<sup>165</sup> σε σχέση με το χρηματοπιστωτικό προϊόν τίθενται συνδυαστικά στο άρθρο 8 του SFDR και άρθρο 6 του Κανονισμού Ταξινόμιας και στο άρθρο 9 του SFDR και άρθρο 5 του Κανονισμού Ταξινόμιας.

Εδώ γίνεται ξεκάθαρη και η συνεκτική σχέση των νομοθετικών πράξεων του ενωσιακού δικαίου βιώσιμης χρηματοδότησης. Η ανάλυση τους θα γίνει πιο ξεκάθαρη μέσα από την παρουσίαση του ακόλουθου παραδείγματος. Όταν εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών αγοράζει πράσινα ομόλογα από τον εκδότη τους προκειμένου να τα εντάξει στο χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται κατόπιν εντολής του πελάτη της<sup>166</sup>, θα λάβει σχετική πληροφόρηση μέσα από τις εκθέσεις βιωσιμότητας που επιβάλλει στον εκδότη η CSRD, σε σχέση με την θέση του πράσινου ομολόγου στα χρηματοδοτικά και επενδυτικά του σχέδια για την επίτευξη του στόχου μετριασμού της κλιματικής αλλαγής. Μετά την ένταξη του στο χαρτοφυλάκιο, η εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών θα πρέπει να συμπεριλάβει, κατά τα άρθρα 9 παρ. 3 του SFDR και 5 παρ. 1 του Κανονισμού Ταξινόμιας, τόσο στις περιοδικές της εκθέσεις όσο και στις προσυμβατικές της γνωστοποιήσεις σε ενδιαφερόμενο αγοραστή στην δευτερογενή αγορά κάποιες πληροφορίες. Αυτές δύναται να αφορούν την συμβολή της υποκείμενης επένδυσης του πράσινου ομολόγου στον στόχο για επίτευξη χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα και την μετέπειτα επίτευξη των μακροπρόθεσμων στόχων ανατροπής της υπερθέρμανσης του πλανήτη, βάσει της Συμφωνίας του Παρισιού.

Επιπλέον, θα πρέπει να περιγράφει τον τρόπο και τον βαθμό που η επένδυση που χρηματοδοτήθηκε από την αγορά πράσινου ομολόγου αποτελεί περιβαλλοντικά βιώσιμη οικονομική δραστηριότητα κατά τον Κανονισμό Ταξινόμιας. Επιπλέον, το γεγονός ότι το πράσινο ομόλογο στοχεύει στην εκπλήρωση μιας από τις απαιτήσεις ταξινόμιας το καθιστά ικανό για την κτήση του προτύπου των ΕΠΟ<sup>167</sup>. Τέλος, το άρθρο 9 του SFDR προβλέπει πως οι σχετικές πληροφορίες για την επιδίωξη του σχετικού κλιματικού στόχου πρέπει να συνοδεύονται από πληροφορίες για τον καθορισμένο δείκτη αειφορίας που εξυπηρετεί την διευκόλυνση κατανόησης των παρεχόμενων πληροφοριών. Ο σχετικός ευθυγραμμισμένος με τη Συμφωνία του Παρισιού δείκτης αειφορίας παρέχεται από τον LCBR και τις κατ' εξουσιοδότηση πράξεις του.

Η περίπτωση αυτή υποδεικνύει το οικοσύστημα που έχουν δημιουργήσει οι ρυθμιστικές πρωτοβουλίες της ΕΕ στον κλάδο της βιώσιμης χρηματοδότησης. Στο ίδιο πνεύμα, όταν ένα πράσινο ομόλογο δεν στοχεύει σε μια περιβαλλοντικά βιώσιμη επένδυση όπως ορίζεται στον Κανονισμό Ταξινόμιας<sup>168</sup> μπορεί άραυτα να προωθεί περιβαλλοντικά χαρακτηριστικά. Στην περίπτωση αυτή, ο συμμετέχων πρέπει να ικανοποιήσει απαιτήσεις διαφάνειας ως προς τα εν λόγω περιβαλλοντικά χαρακτηριστικά με βάση το άρθρο 8 του SFDR και το άρθρο 6 του Κανονισμού Ταξινόμιας στις προσυμβατικές γνωστοποιήσεις και στις περιοδικές του εκθέσεις. Η Επιτροπή προχώρησε στην έκδοση του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2022/1288 στις 6 Απριλίου 2022, ο οποίος τροποποιήθηκε με τον κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό (ΕΕ) 2023/363. Με αυτές τις κατ' εξουσιοδότηση πράξεις η Επιτροπή ενέκρινε τα αναγκαία ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα

<sup>165</sup> Τόσο στις περιοδικές εκθέσεις όσο και σε προσυμβατικό επίπεδο.

<sup>166</sup> Ο οποίος είναι και ο τελικός επενδυτής, που αποτελεί παράλληλα και επενδυτή περιβαλλοντικού αντικτύπου.

<sup>167</sup> Εφόσον πληρούνται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις, οι οποίες θα αναλυθούν ενδελεχώς στο Κεφάλαιο III.

<sup>168</sup> Η επένδυση δεν μπορεί να οριστεί ως περιβαλλοντικά βιώσιμη με βάση τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2021/2139 της Επιτροπής για το κλίμα που συμπληρώνει τον Κανονισμό Ταξινόμιας.



(Regulatory Technical Standards - RTS) για την εφαρμογή του SFDR από τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά την γνωστοποίηση πληροφοριών βιωσιμότητας.

Μέσα από αυτούς τους κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμούς επήλθαν, μεταξύ άλλων, συνδεδεμένοι με την βιωσιμότητα βασικοί δείκτες επιδόσεως για τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, όπως ο Δείκτης Πράσινου Ενεργητικού (Green Asset Ratio/GAR) για τα πιστωτικά ιδρύματα<sup>169</sup>. Ο δείκτης αυτός εμφανίζει το ποσοστό ενεργητικού του πιστωτικού ιδρύματος που επενδύεται σε ευθυγραμμισμένες δραστηριότητες με την ταξινόμια της ΕΕ σε σχέση με το συνολικό καλυπτόμενο ενεργητικό του πιστωτικού ιδρύματος. Οι κατ' εξουσιοδότηση πράξεις αυτές ενίσχυσαν τα επίπεδα ποιότητας και συγκρισιμότητας των παρεχόμενων πληροφοριών. Η συμμόρφωση με τις ισχύουσες απαιτήσεις διαφάνειας θα συνεισφέρει στην αυξημένη προστασία του επενδυτικού κοινού, καταστέλλοντας παράλληλα σε μεγάλο βαθμό φαινόμενα πράσινου ξεπλύματος και συντελώντας στην επιτάχυνση της μετάβασης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο πεδίο της βιώσιμης οικονομίας<sup>170</sup>.

### *1.3. Η πρόβλεψη για τους ενωσιακούς δείκτες αναφοράς*

Οι δείκτες αναφοράς εξυπηρετούν τις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς λειτουργούν όχι μόνο ως σημεία αναφοράς για τις τιμές χρηματοπιστωτικών προϊόντων και συναλλαγών αλλά και ως εργαλεία μέτρησης της απόδοσης των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και καθορισμού των υποχρεώσεων που εγείρονται από χρηματοπιστωτικές συμβάσεις<sup>171</sup>. Η παραποίηση δεικτών αναφοράς, όπως ο EURIBOR<sup>172</sup> και ο LIBOR<sup>173</sup>, δημιούργησε ανάγκη για την διασφάλιση της ακρίβειας, της ακεραιότητας και της καλής διακυβέρνησης των εν λόγω δεικτών<sup>174</sup>. Ως απάντηση στην ανάγκη αυτή επήλθε ο Κανονισμός (ΕΕ) 2016/1011 για να συμπληρώσει υπάρχοντες κανόνες σχετικά με την διαχείριση των δεικτών αναφοράς και να ρυθμίσει την εφαρμογή δεικτών που χρησιμοποιούνται ως δείκτες αναφοράς σε χρηματοπιστωτικά μέσα και σε χρηματοπιστωτικές συμβάσεις ή για την μέτρηση απόδοσης επενδυτικών κεφαλαίων.

Ο Κανονισμός αυτός προβλέπει μια σειρά απαιτήσεων όχι μόνο για τους διαχειριστές που ελέγχουν την παροχή ενός δείκτη αναφοράς, όσο και για τους συνεισφέροντες που παρέχουν

---

<sup>169</sup> Brühl, V. “Green Finance in Europe – Strategy, Regulation and Instruments”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3934042](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3934042), Center for Financial Studies (CFS) Working Paper Series, No. 657, (1 Οκτωβρίου 2021), σελ. 7.

<sup>170</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.181.

<sup>171</sup> Brühl, V. “Green Finance in Europe – Strategy, Regulation and Instruments”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3934042](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3934042), Center for Financial Studies (CFS) Working Paper Series, No. 657, (1 Οκτωβρίου 2021), σελ. 9.

<sup>172</sup> Το EURIBOR αποτελεί ένα διατραπεζικό επιτόκιο σε ευρώ (Euro Interbank Offered Rate) που βασίζεται στα μέσα επιτόκια με τα οποία μια μεγάλη ομάδα ευρωπαϊκών τραπεζών δανείζεται κεφάλαια η μια από την άλλη, με ημερομηνία λήξης από μια βδομάδα μέχρι ένα έτος. Αποτελεί ένα επιτόκιο αναφοράς που δημοσιεύεται καθημερινά από το Ευρωπαϊκό Ινστιτούτο Χρηματοπιστωτικών Αγορών, έτσι ώστε να εμφανίσει το κατά μέσο όρο επιτόκιο το οποίο προσφέρουν οι τράπεζες της Ευρωζώνης ως κόστος για την δανειοδότηση άλλων τραπεζών. Θεωρείται ο πιο σημαντικός δείκτης αναφοράς στις ενωσιακές χρηματαγορές. Βλ. Euribor rates.eu “Euribor”, διαθέσιμο στο: <https://www.euribor-rates.eu/en/>, (2024), τελευταία πρόσβαση 19 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>173</sup> Το LIBOR αποτελούσε μέχρι το 2023 ένα διατραπεζικό επιτόκιο του Λονδίνου που δημοσιευόταν και αυτό σε καθημερινή βάση από τον Διαχειριστή Δεικτών Αναφοράς ICE (Intercontinental) και εμφάνιζε το αντάλλαγμα για τον δανεισμό άλλων τραπεζών χωρίς παροχή εξασφαλίσεων, στα διάφορα νομίσματα. Βλ. Kagan, J. “LIBOR: What was the London Interbank Offered Rate, and how was it used?”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/l/libor.asp>, (21 Ιουνίου 2024), τελευταία πρόσβαση 19 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>174</sup> Σκέψη (1) του Προομίου του Κανονισμού 2016/1011.

δεδομένα εισόδου<sup>175176</sup>. Οι υποχρεώσεις αυτές αφορούν μεταξύ άλλων την διακυβέρνηση και την ρύθμιση της σύγκρουσης συμφερόντων, την εποπτεία των πτυχών της παροχής των δεικτών αναφοράς, τη θέσπιση πλαισίου ελέγχου και λογοδοσίας, την τήρηση αρχείων, την μεθοδολογία για τον προσδιορισμό του δείκτη αναφοράς, την κατάρτιση κώδικα δεοντολογίας από τον διαχειριστή για κάθε δείκτη αναφοράς για τον ορισμό των αρμοδιοτήτων των συνεισφερόντων σε σχέση με την συνεισφορά των δεδομένων εισόδου. Επίσης, περιλαμβάνει πρόβλεψη για διοικητικές κυρώσεις από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές σε περίπτωση παραβίασης των διατάξεων του.

Οι δείκτες αναφοράς προκειμένου να είναι αξιόπιστοι και αποδοτικοί απαιτούν ένα υψηλό επίπεδο διαφάνειας και ποιότητας ως προς τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται και τα δεδομένα εισόδου που συγκεντρώνονται για την κατάρτιση τους<sup>177</sup>. Ο Κανονισμός 2016/1011 συντέλεσε στον στόχο αυτό και στην πορεία εξασφάλισε και δείκτες αναφοράς για ζητήματα αειφορίας, μέσω της τροποποίησης του από τον LCBR. Οι προσθήκες που επέφερε ο τελευταίος αφορούν την εισαγωγή του ενωσιακού δείκτη αναφοράς για την κλιματική μετάβαση, του ευθυγραμμισμένου με τη Συμφωνία του Παρισίου ενωσιακού δείκτη αναφοράς και την επιβολή επιπρόσθετων απαιτήσεων διαφάνειας στους διαχειριστές για την επίτευξη επαρκούς βαθμού αξιοπιστίας για τους δείκτες αυτούς.

Ως ενωσιακός δείκτης αναφοράς για την κλιματική μετάβαση, ορίζεται κάθε αριθμητικό δεδομένο που για την λειτουργία του ως δείκτης αναφοράς προσδιορίζεται τακτικά με βάση την αξία ενός ή περισσότερων υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων ή τις τιμές, συμπεριλαμβανομένων των εκτιμώμενων τιμών, τα πραγματικά ή εκτιμώμενα επιτόκια, προσφορές και δεσμευτικές προσφορές, ή άλλες αξίες ή έρευνες, ενώ τα σχετικά υποκείμενα στοιχεία του ενεργητικού για τον προσδιορισμό του επιλέγονται, σταθμίζονται ή εξαιρούνται κατά τρόπο έτσι ώστε το χαρτοφυλάκιο αναφοράς που προκύπτει να βρίσκεται σε τροχιά απαλλαγής από ανθρακούχες εκπομπές. Ως ευθυγραμμισμένος με την Συμφωνία του Παρισίου ενωσιακός δείκτης αναφοράς ορίζεται ο δείκτης αναφοράς για τον οποίο τα σχετικά υποκείμενα στοιχεία του ενεργητικού από την μια επιλέγονται, σταθμίζονται ή εξαιρούνται κατά τρόπο ώστε οι ανθρακούχες εκπομπές του χαρτοφυλακίου αναφοράς να ευθυγραμμίζονται με τους στόχους της Συμφωνίας του Παρισίου και από την άλλη δεν είναι συνδεδεμένα με δραστηριότητες που θίγουν σημαντικά άλλους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς ή σχετικούς με την διακυβέρνηση στόχους (Environment, Social & Governance – ESG). Παράλληλα προκειμένου να επισημαίνεται ένας δείκτης αναφοράς ορθά ως ένας από τους ανωτέρω θα πρέπει να συναντά επιπροσθέτως και τα ελάχιστα τεχνικά πρότυπα του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2020/1818. Πέραν από τον Κανονισμό 2020/1818, η Επιτροπή προχώρησε στην έκδοση των κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμών (ΕΕ) 2020/1816 και 2020/1817 με τους οποίους όχι μόνο καθορίστηκαν τα σχετικά κριτήρια επιλογής, στάθμισης και αποκλεισμού για τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού, αλλά και προσδιορίστηκε η τροχιά απαλλαγής από ανθρακούχες εκπομπές για τον πρώτο ενωσιακό δείκτη.

<sup>175</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 458-459.

<sup>176</sup> Τα δεδομένα εισόδου κατά το άρθρο 11 του Κανονισμού 2016/1011 είναι δεδομένα συναλλαγών, αν υπάρχουν και είναι κατάλληλα. Αν τα δεδομένα συναλλαγών δεν επαρκούν ή δεν είναι κατάλληλα για την ακριβή και αξιόπιστη απεικόνιση της αγοράς ή της οικονομικής πραγματικότητας για τη μέτρηση της οποίας προορίζεται ο δείκτης αναφοράς, μπορούν να χρησιμοποιηθούν δεδομένα εισόδου που δεν αφορούν συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένων των εκτιμώμενων τιμών, ενδεικτικών προσφορών και δεσμευτικών προσφορών τιμής ή άλλων αξιών.

<sup>177</sup> Brühl, V. “Green Finance in Europe – Strategy, Regulation and Instruments”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3934042](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3934042), Center for Financial Studies (CFS) Working Paper Series, No. 657, (1 Οκτωβρίου 2021), σελ. 9.

Ο LCBR αποτελεί ένα σημαντικό ρυθμιστικό εφόδιο στην ενωσιακή αγορά πράσινων ομολόγων, καθώς διευκολύνει την ιδιωτική χρηματοδότηση για δαπάνες σχετικές με το κλίμα και το περιβάλλον, ιδίως μέσα από την χορήγηση κινήτρων και μεθόδων στις επιχειρήσεις έτσι ώστε αυτές να μπορούν να μετρήσουν το περιβαλλοντικό κόστος των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων και των κερδών από την χρήση περιβαλλοντικών υπηρεσιών. Όλο και περισσότεροι επενδυτές καταφεύγουν στην αξιοποίηση δεικτών αναφοράς χαμηλών ανθρακούχων εκπομπών για να μετρήσουν την απόδοση των χαρτοφυλακίων επενδύσεων. Ο LCBR αναγνωρίζοντας την κατάσταση αυτή προσέφερε τους δυο νέους δείκτες αναφοράς, προκειμένου οι στόχοι μειωμένων ανθρακούχων εκπομπών να ευθυγραμμιστούν με τους καθορισμένους στόχους της ΕΕ<sup>178</sup>, να ενισχυθούν τα επίπεδα διαφάνειας και να καταπολεμηθεί το φαινόμενο προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας από τους διαχειριστές δεικτών αναφοράς, αλλά και από τους χρήστες των δεικτών αυτών στα χρηματοπιστωτικά μέσα πάνω στα οποία συναλλάσσονται<sup>179</sup>.

Ο διαχειριστής δεικτών αναφοράς θα πρέπει, πέρα από τις υπόλοιπες απαιτήσεις διαφάνειας που του επιβάλλει ο Κανονισμός 2016/1011, να εξηγεί και τον τρόπο με τον οποίο τα βασικά στοιχεία της μεθοδολογίας για κάθε δείκτη αναφοράς ή οικογένεια δεικτών αναφοράς αντικατοπτρίζουν ESG παράγοντες. Μάλιστα, οι προαναφερθέντες κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμοί ρυθμίζουν την εξήγηση αυτή και το ελάχιστο περιεχόμενο της. Επιπλέον, οι διαχειριστές ενωσιακών δεικτών αναφοράς συγκεντρώνουν μια σειρά στοιχείων από τις εταιρείες που ακολουθούν πορεία απαλλαγής από ανθρακούχες εκπομπές<sup>180</sup> για την μετέπειτα δημοσίευση του σχετικού δείκτη. Τα στοιχεία αυτά περιλαμβάνουν τους μετρήσιμους και χρονικά προσδιορισμένους στόχους μείωσης των ανθρακούχων εκπομπών τους, την μείωση των ανθρακούχων εκπομπών που έχουν πετύχει μέχρι τώρα και η οποία αναλύεται σε επίπεδο σχετικών θυγατρικών επιχειρήσεων, την πρόοδο ως προς τους στόχους αυτούς σε ετήσια βάση και τέλος, διαβεβαίωση πως οι δραστηριότητες σχετικά με τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού που θα καλύπτονται από τον ενωσιακό δείκτη δεν θίγουν σημαντικά άλλους ESG στόχους.

Άρα, ο εκδότης πράσινων ομολόγων γνωστοποιώντας στον διαχειριστή, μεταξύ άλλων, όλα τα στοιχεία σχετικά με το στάδιο μετάβασης του σε αιολική ενέργεια, για την στήριξη της παραγωγικής του διαδικασίας, μέσω της χρήσης των εσόδων από τα εκδοθέντα πράσινα ομόλογα, μπορεί να εξασφαλίσει την λήψη και χρήση του ενωσιακού δείκτη αναφοράς για την κλιματική μετάβαση, έτσι ώστε να προσελκύσει νέους επενδυτές. Ο LCBR ορίζει επιπροσθέτως, πως οι διαχειριστές που βρίσκονται εντός της ΕΕ και παρέχουν σημαντικούς δείκτες αναφοράς, όπως αυτοί ορίζονται στο άρθρο 24 του Κανονισμού 2016/1011, οι οποίοι προσδιορίζονται βάσει της

---

<sup>178</sup> Και να ελαττωθεί ο κατακερματισμός της εσωτερικής αγοράς λόγω διαφορετικών κατηγοριών χαμηλών ανθρακούχων εκπομπών με διαφορετικού βαθμού φιλοδοξίες.

<sup>179</sup> Κυριαζής, Δ. "Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο", (2022), σελ.189.

<sup>180</sup> Ως τροχιά απαλλαγής από ανθρακούχες εκπομπές ορίζεται η μετρήσιμη, επιστημονικά τεκμηριωμένη και χρονικά προσδιορισμένη τροχιά με στόχο την ευθυγράμμιση με τους στόχους της Συμφωνίας του Παρισιού μέσω μείωσης των ανθρακούχων εκπομπών: α) του πεδίου εφαρμογής 1, δηλαδή εκπομπές παραγόμενες από πηγές υπό τον έλεγχο της εταιρείας που εκδίδει τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού, β) του πεδίου εφαρμογής 2, δηλαδή εκπομπές από την κατανάλωση αγορασμένης ηλεκτρικής ενέργειας, ατμού ή άλλων πηγών ενέργειας που παράγονται σε προηγούμενο στάδιο από την εταιρεία που εκδίδει τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού και γ) του πεδίου εφαρμογής 3, δηλαδή όλες οι έμμεσες εκπομπές που δεν καλύπτονται από τα άλλα δυο πεδία εφαρμογής και οι οποίες προκύπτουν στην αξιακή αλυσίδα της εταιρείας παροχής στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων τόσο των εκπομπών που παράγονται σε προηγούμενο όσο και σε επόμενο στάδιο, ιδίως για τομείς με υψηλό αντίκτυπο στην κλιματική αλλαγή και στον μετριασμό της.

αξίας ενός ή περισσότερων υποκείμενων στοιχείων ενεργητικού ή τιμών, πρέπει να επιδιώκουν την παροχή ενός ή περισσότερων ενωσιακών δεικτών αναφοράς για την κλιματική μετάβαση.

Ο LCBR εμπλουτίζει το σύστημα των πληροφοριών στις οποίες απαιτείται να στηριχθεί η βιώσιμη χρηματοδότηση στην ΕΕ, προκειμένου να επιτύχει τους νομοθετικά ορισμένους στόχους βιώσιμης ανάπτυξης. Η ενσωμάτωση στις τιμές των προϊόντων των κινδύνων και των ευκαιριών βιωσιμότητας, μέσα από την χρήση αυτών των δεικτών αειφορίας, είναι προαπαιτούμενο του αναπροσανατολισμού κεφαλαίων προς βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες, της συστολής τόσο του κινδύνου αιφνίδιας αναπροσαρμογής της τιμής των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που εκτίθενται στην κλιματική αλλαγή και στις απορρέουσες ρυθμιστικές παρεμβάσεις για την αντιμετώπιση της, όσο και του κινδύνου εσφαλμένης εκτίμησης περιουσιακών στοιχείων ως πράσινων και την αποτίμηση τους βάσει της εκτίμησης αυτής<sup>181</sup>. Το όλο και πιο ολοκληρωμένο κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ βοηθάει στην συμφωνία της με τις προβλέψεις του άρθρου 2 (1) (γ) της Συμφωνίας του Παρισίου για τον μετασχηματισμό των χρηματοδοτικών ροών.

Οι δυο ενωσιακοί δείκτες του LCBR αξιοποιούνται για την επίτευξη των στόχων αυτών, αν και διαφοροποιούνται ως προς το επίπεδο φιλοδοξίας τους. Ενώ για την χρήση του ενωσιακού δείκτη αναφοράς για την κλιματική μετάβαση απαιτείται μείωση των ανθρακούχων εκπομπών της εταιρείας κατά 30%, κατά την ημερομηνία εφαρμογής, σε σύγκριση με την ένταση των αερίων του θερμοκηπίου του επενδύσιμου σύμπαντος<sup>182</sup>, το ποσοστό μείωσης αυτό πρέπει να αυξηθεί στο 50%, προκειμένου να επιτραπεί η χρήση του ευθυγραμμισμένου με την Συμφωνία του Παρισίου ενωσιακού δείκτη αναφοράς<sup>183</sup>. Επιπλέον, ενώ και οι δυο δείκτες περιλαμβάνουν κριτήρια απαλλαγής από τις ανθρακούχες εκπομπές κατά 7% σε ετήσια βάση και οι εκπομπές εντάσσονται σταδιακά σε χρονικό περιθώριο μέχρι και τέσσερα έτη, ο δείκτης για την κλιματική μετάβαση παρέχει περισσότερη ευελιξία ως προς την μεθοδολογία και την επιλογή των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων, σε αντίθεση με τον άλλο δείκτη, στον οποίο τα στοιχεία αυτά καθορίζονται με βάση την ευθυγράμμιση με τη Συμφωνία του Παρισίου.

Ο LCBR αυξάνει τις ρυθμίσεις κυκλοφορίας πληροφοριών βιωσιμότητας αλλά δεν διασφαλίζει την επαλήθευση τους. Σε αυτό ανταποκρίνεται ως ένα βαθμό όμως, η πρόβλεψη προτύπων υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας και δέσμευσης παροχής περιορισμένης διασφάλισης από διαπιστευμένους επαγγελματίες βάσει της CSRD. Έτσι, διευκολύνεται η κυκλοφορία πληροφοριών που είναι ακριβείς και επαληθεύσιμες για την διευκόλυνση και την ποιοτική ανέλιξη του έργου των διαχειριστών δεικτών αειφορίας και κατά συνέπεια την αυξημένη κατανόηση και εμπιστοσύνη των επενδυτών ως προς αυτούς. Οι δείκτες αειφορίας του LCBR βοηθάνε στον μετριασμό της πληροφοριακής ασυμμετρίας που επικρατεί ειδικά στις ρυθμιζόμενες αγορές, αντισταθμίζοντας το πληροφοριακό μειονέκτημα των επενδυτών και εξασφαλίζοντας πως οι πληροφορίες αυτές τιμολογούνται ορθά<sup>184</sup>.

Στο πεδίο αυτό έρχεται στην συνέχεια και το πρότυπο των ΕΠΟ παρέχοντας αξιόπιστη πληροφόρηση για αυτά τα πράσινα χρηματοπιστωτικά προϊόντα μέσω της σηματοδότησης. Αυτό επιτυγχάνεται χωρίς πατερναλιστική παρέμβαση από την πλευρά των κρατικών αρχών που θα απειλούσε την εσωτερική αγορά με στρέβλωση του ανταγωνισμού. Η επιλογή αντιμετώπισης του

<sup>181</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.197.

<sup>182</sup> Ως επενδύσιμο σύμπαν ορίζεται το σύνολο όλων των επενδύσιμων μέσων σε μια συγκεκριμένη κατηγορία στοιχείων ενεργητικού ή σε μια συγκεκριμένη ομάδα κατηγοριών στοιχείων ενεργητικού.

<sup>183</sup> Όπως ορίζει ο κατ’ εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2020/1818 της Επιτροπής.

<sup>184</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.199.

ζητήματος της στάθμισης της ανάγκης περιβαλλοντικής προστασίας και επίτευξης όλων των στόχων βιωσιμότητας από την μια πλευρά και του σεβασμού της επενδυτικής και επιχειρηματικής ελευθερίας από την άλλη, μέσω των απαιτήσεων διαφάνειας σχετικά με τις περιβαλλοντικά επωφελείς και επιβλαβείς συμπεριφορές δεν είναι απλά αποτελεσματική λύση. Είναι ηπιότερη και εν γένει πιο αναλογική, από την επιβολή περιορισμών και την απαγόρευση των περιβαλλοντικά μη βιώσιμων προϊόντων και υπηρεσιών, αφήνοντας στους εκδότες και στο επενδυτικό κοινό την ρύθμιση των πτυχών προσφοράς και ζήτησης βιώσιμων χρηματοπιστωτικών προϊόντων με βάση τις δημοσιευμένες πληροφορίες βιωσιμότητας.

## 2. Το σύστημα ταξινόμιας στην ΕΕ

Ο Κανονισμός Ταξινόμιας πέρα από τον εμπλουτισμό του καθεστώτος διαφάνειας στο πεδίο της βιώσιμης χρηματοδότησης εντός της ΕΕ, παρέχει ένα τεχνικά εύρωστο σύστημα ταξινόμησης σε ενωσιακό επίπεδο, έτσι ώστε να καθίσταται σαφές ποιες δραστηριότητες θεωρούνται πράσινες ή βιώσιμες<sup>185</sup>. Η διάθεση χρηματοπιστωτικών προϊόντων που επιδιώκουν περιβαλλοντικά βιώσιμους στόχους, όπως τα πράσινα ομόλογα, για τον αναπροσανατολισμό των ιδιωτικών επενδύσεων σε βιώσιμες δραστηριότητες, απαιτεί ένα σύνολο κοινά αποδεκτών ομοιόμορφων κριτηρίων ως προς το ποια προϊόντα είναι περιβαλλοντικά βιώσιμα. Η προσπάθεια επίτευξης αυτού του στόχου οδήγησε αρκετά κράτη στην θέσπιση εθνικών συστημάτων κατάταξης, τα οποία όμως χρησιμοποιούν διαφορετικά κριτήρια για τον ορισμό του περιβαλλοντικά βιώσιμου. Έτσι όμως αποθαρρύνουν τις διασυνοριακές επενδύσεις, λόγω δυσχέρειας σύγκρισης των διαφορετικών επενδυτικών ευκαιριών και κινδύνων, αλλά και πιθανότητας αυξημένου κόστους, προκειμένου ένας οικονομικός φορέας να συναντήσει πέρα από τις απαιτήσεις επισήμανσης του κράτους καταγωγής του και τις διαφορετικές απαιτήσεις επισήμανσης του άλλου κράτους, προκειμένου να επεκταθεί και στην δική του κεφαλαιαγορά<sup>186</sup>.

Φυσικά, παραμένει το πρόβλημα προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας, όμως η εθνική προσέγγιση του ζητήματος αυτού, απειλώντας την εσωτερική αγορά με κατακερματισμό, συνεπάγεται περισσότερα κόστη από όποιο όφελος μπορέσει να προσφέρει. Για αυτό κρίθηκε σωστά από την ΕΕ πως η ιδανικότερη προσέγγιση στα ζητήματα αυτά είναι η θέσπιση ενωσιακού συστήματος ταξινόμιας, μέσω του Κανονισμού Ταξινόμιας, έτσι ώστε να εναρμονίζονται σε ενωσιακό επίπεδο τα κριτήρια και οι ορισμοί βάσει των οποίων προσδιορίζεται ο βαθμός κατά τον οποίο μια οικονομική δραστηριότητα είναι περιβαλλοντικά βιώσιμη. Η ενωσιακή ταξινόμια εξυπηρετεί τους επενδυτές στο να ενημερώνονται από τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές για το πως τα έργα, στα οποία επενδύουν, εξυπηρετούν περιβαλλοντικούς στόχους, μέσα από την χρήση κοινής εννοιολογίας.

Πέρα από τους φορείς που είναι υποχρεωμένοι να προβούν σε δημοσίευση των στοιχείων, με βάση τα οποία οι οικονομικές δραστηριότητες τους είναι περιβαλλοντικά βιώσιμες, ο Κανονισμός δίνει την δυνατότητα και σε άλλους φορείς να κάνουν χρήση των κριτηρίων του οικειοθελώς, όχι μόνο για την ενημέρωσή τους αλλά και για την παρουσίαση δικών τους δραστηριοτήτων ως περιβαλλοντικά βιώσιμων. Συνεπώς, όχι μόνο οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές αλλά και οι εκδότες χρηματοπιστωτικών προϊόντων που επιθυμούν να επεκτείνουν την επενδυτική τους βάση και να αντλήσουν κεφάλαια από την αγορά μπορούν να αξιοποιήσουν το σύστημα

<sup>185</sup> Σκέψη (5) του Προοιμίου του Κανονισμού Ταξινόμιας.

<sup>186</sup> Σκέψη (11) του Προοιμίου του Κανονισμού Ταξινόμιας.

ταξινομίας της ΕΕ. Η ταξινόμηση αυτή άνοιξε τον δρόμο για την έκδοση του Κανονισμού για τα ΕΠΟ<sup>187</sup>, τα οποία αποτελούν πράσινα ομόλογα που λαμβάνουν το σχετικό ενωσιακό σήμα, εφόσον πληρούν τις απαιτήσεις ταξινομίας της ΕΕ<sup>188</sup>. Επιπροσθέτως, θέτει απαιτήσεις γνωστοποίησης βιωσιμότητας, οι οποίες όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως<sup>189</sup>, συμπληρώνουν τις αντίστοιχες απαιτήσεις του SFDR. Έτσι εξασφαλίζεται πως οι τελικοί επενδυτές μπορούν να ακολουθήσουν το ποσοστό των επενδύσεων τους, με το οποίο οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές χρηματοδοτούν περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες. Η περιβαλλοντικά βιώσιμη επένδυση, ως επένδυση που κατά τον Κανονισμό Ταξινομίας χρηματοδοτεί περιβαλλοντικά βιώσιμη οικονομική δραστηριότητα, αποτελεί περίπτωση αειφόρου επένδυσης, όπως ορίζεται στον SFDR<sup>190</sup>, εφόσον δεν βλάπτει σοβαρά και κάποιον από τους περιβαλλοντικούς ή κοινωνικούς στόχους που συμπεριλαμβάνονται στον σχετικό ορισμό και η εταιρεία αποδέκτης της ακολουθεί ορθές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα εφόδια της ενωσιακής ταξινομίας δεν περιορίζονται μάλιστα εντός της ΕΕ. Η Διεθνής Πλατφόρμα για τη βιώσιμη χρηματοδότηση εγκαθιδρύθηκε τον Οκτώβριο του 2019 με τον στόχο να αποτελέσει ένα πλαίσιο συζητήσεων και διαπραγματεύσεων υπερεθνικών και εθνικών δημόσιων φορέων, προκειμένου να προωθήσουν τις καλύτερες πρακτικές, να συγκρίνουν και να συγκλίνουν τις προσεγγίσεις τους ως προς το ζήτημα της βιώσιμης χρηματοδότησης<sup>191</sup>. Μια από τις πιο ουσιώδεις προσφορές της Διεθνούς Πλατφόρμας είναι η Ταξινομία Κοινού Εδάφους, το προϊόν συγκρίσεων των στόχων, των δεικτών επίδοσης και των κριτηρίων των διαφορετικών ταξινομιών. Το Νοέμβριο του 2021, η Διεθνής Πλατφόρμα προχώρησε στην δημοσίευση της πρώτης Έκθεσης για την Ταξινομία Κοινού Εδάφους, η οποία καθιέρωσε μια αξιόπιστη μεθοδολογία για την σύγκριση ταξινομιών, ενώ στηρίχτηκε σε μια περιεκτική σύγκριση της ενωσιακής ταξινομίας με την κινεζική, ως προς τον στόχο μετριασμού της κλιματικής αλλαγής. Οι εργασίες Ταξινομίας Κοινού Εδάφους θα συνεχιστούν από την Διεθνή Πλατφόρμα, προκειμένου να εξασφαλίσει παγκόσμια σύγκλιση των ξεχωριστών ταξινομιών, έτσι ώστε να μειώσει τα διασυννοριακά κόστη πράσινων επενδύσεων και να εξασφαλίσει την παγκόσμια κυκλοφορία τους.

Η ενωσιακή ταξινομία, όπως και το Ευρωπαϊκό Πρότυπο Πράσινων Ομολόγων, επήλθαν μέσα από τις εργασίες της Ομάδας Τεχνικών Εμπειρογνομών στην βιώσιμη χρηματοδότηση<sup>192</sup>. Η Ομάδα αυτή προχώρησε στην χορήγηση συστάσεων ως προς τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου που

---

<sup>187</sup> Σκέψη (16) του Προοιμίου του Κανονισμού Ταξινομίας.

<sup>188</sup> Περισσότερα για την σύνδεση των δυο νομοθετικών πράξεων θα ειπωθούν στο Κεφάλαιο III.

<sup>189</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο II, 1.2.

<sup>190</sup> Ως αειφόρος επένδυση ορίζεται κάθε επένδυση σε οικονομική δραστηριότητα που συμβάλλει στην επίτευξη περιβαλλοντικού στόχου, η οποία μετράται με βασικούς δείκτες αποδοτικότητας των πόρων ως προς τη χρήση ενέργειας, ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, πρώτων υλών, υδάτων και γης, ως προς την παραγωγή αποβλήτων και τις εκπομπές αερίων θερμοκηπίου, καθώς και ως προς τις επιπτώσεις στη βιοποικιλότητα και την κυκλική οικονομία, ή επένδυση σε οικονομική δραστηριότητα η οποία συμβάλλει σε επίτευξη κοινωνικού στόχου, όπως η αντιμετώπιση της ανισότητας, που προωθεί την κοινωνική συνοχή, την κοινωνική ένταξη και τις εργασιακές σχέσεις, ή επένδυση σε ανθρώπινο κεφάλαιο ή σε οικονομικά ή κοινωνικά μειονεκτούσες κοινότητες, εφόσον δεν βλάπτουν σοβαρά κανέναν από αυτούς τους στόχους, ενώ οι εταιρείες – αποδέκτες των επενδύσεων ακολουθούν ορθές πρακτικές διακυβέρνησης, ιδίως ως προς τις ορθές δομές διαχείρισης, τις εργασιακές σχέσεις, την αμοιβή του προσωπικού και τη φορολογική συμμόρφωση.

<sup>191</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “A user guide to navigate the EU Taxonomy for sustainable activities”, διαθέσιμο στο: <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/assets/documents/Taxonomy%20User%20Guide.pdf>, (Ιούνιος 2023), σελ.8.

<sup>192</sup> ό.π., σελ.10.

προβλέπονται στο άρθρο 19 του Κανονισμού Ταξινομίας, τις οποίες συστάσεις η Επιτροπή έλαβε υπόψη κατά την έκδοση των σχετικών κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμών που προβλέπει ο εν λόγω Κανονισμός. Τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου συνεισφέρουν στην καθοδήγηση ως προς την εφαρμογή του σχετικού Κανονισμού, εξηγώντας λεπτομερώς μεταξύ άλλων πότε συγκεκριμένες οικονομικές δραστηριότητες συμβάλλουν σημαντικά στην επίτευξη κάθε περιβαλλοντικού στόχου. Επιπλέον, στο άρθρο 20 του Κανονισμού Ταξινομίας προβλέπεται η συγκρότηση Πλατφόρμας για τη βιώσιμη χρηματοδότηση, η οποία απαρτίζεται από μια πληθώρα εμπειρογνομώνων, για τον συνεχή εκσυγχρονισμό της ενωσιακής ταξινομίας, την ενίσχυση της εφαρμογής της και την πιθανή επέκτασή της και σε κοινωνικούς στόχους. Τον Μάρτιο και τον Νοέμβριο του 2022, η Πλατφόρμα έδωσε τις πρώτες εκθέσεις της με προτάσεις για τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου για δραστηριότητες με σημαντική συμβολή στους έξι περιβαλλοντικούς στόχους.

Αξιοσημείωτο είναι επίσης πως πέρα από κοινό πεδίο εφαρμογής με τον SFDR, ο Κανονισμός Ταξινομίας στο άρθρο 8 θέτει επιπρόσθετες υποχρεώσεις διαφάνειας για τις επιχειρήσεις που υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής της CSRD<sup>193</sup>. Βάσει του άρθρου αυτού, οι υπόχρεες εταιρείες θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν στις εκθέσεις βιωσιμότητας τους και πληροφορίες για τον τρόπο και τον βαθμό στον οποίο οι δραστηριότητες της επιχείρησης συνδέονται με οικονομικές δραστηριότητες που χαρακτηρίζονται ως περιβαλλοντικά βιώσιμες με βάση τον Κανονισμό Ταξινομίας. Μάλιστα, η υποχρέωση αυτή εξειδικεύεται στην παράγραφο 2 του άρθρου αυτού, καθώς οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα πρέπει να ενσωματώνουν στις εκθέσεις βιωσιμότητας τους, το ποσοστό του κύκλου εργασιών τους από προϊόντα ή υπηρεσίες που συνδέονται με οικονομικές δραστηριότητες που χαρακτηρίζονται ως περιβαλλοντικά βιώσιμες, όπως και το ποσοστό των κεφαλαιουχικών τους δαπανών και την αναλογία των λειτουργικών τους δαπανών που σχετίζονται με περιουσιακά στοιχεία ή διαδικασίες που συνδέονται με περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες. Η χορήγηση βασικών δεικτών επιδόσεων, όπως ο κύκλος εργασιών, οι δείκτες CapEx και OpEx, εξασφαλίζει την παροχή σαφών και συγκρίσιμων στοιχείων στους επενδυτές και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που θα τους διευκολύνουν στις επενδυτικές και στις χρηματοδοτικές τους αποφάσεις.

Στις 24 Απριλίου 2024, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε την Πράξη της ΕΕ περί Εισαγωγής στο χρηματιστήριο<sup>194</sup>. Μεταξύ άλλων αλλαγών, η Πράξη αυτή θα επιφέρει αλλαγές στον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129 για το ενημερωτικό δελτίο. Μια από αυτές τις αλλαγές είναι η υποχρέωση του υπαγόμενου στο άρθρο 8 του Κανονισμού Ταξινομίας εκδότη κινητών αξιών να συμπεριλάβει στο σχετικό ενημερωτικό δελτίο δήλωση για το κατά πόσο οι δραστηριότητες του μπορούν να αναγνωριστούν ως περιβαλλοντικά βιώσιμες βάσει του Κανονισμού Ταξινομίας, προκειμένου να εισάγει τις κινητές αξίες του σε ευρωπαϊκό χρηματιστήριο. Επιπροσθέτως, αναγνωρίζει την εξουσία στην Επιτροπή να προβεί στην έκδοση κατ' εξουσιοδότηση πράξεων για την θέσπιση προτύπων, προκειμένου να εξειδικευτούν οι πληροφορίες βιωσιμότητας που θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία για τις μη μετοχικές κινητές αξίες που διατίθενται στην αγορά ως βιώσιμες.

---

<sup>193</sup> Το γράμμα του Κανονισμού μιλάει για την NFRD, το οποίο δικαιολογείται από το γεγονός ότι η CSRD είναι μεταγενέστερη του Κανονισμού Ταξινομίας και το αυξημένο πεδίο εφαρμογής της θα καταλαμβάνεται από τις διατάξεις του άρθρου 8 του Κανονισμού.

<sup>194</sup> Loyens & Loeff “The Listing Act – Easier Access to EU Capital Markets”, διαθέσιμο στο: <https://www.mondaq.com/securities/1471304/the-listing-act-easier-access-to-eu-capital-markets>, (28 Μαΐου 2024).

## 2.1. Οι απαιτήσεις ταξινόμησης

Η εκπλήρωση των απαιτήσεων ταξινόμησης καθιστά μια οικονομική δραστηριότητα, και κατά συνέπεια την επένδυση σε αυτήν, ως περιβαλλοντικά βιώσιμες. Οι απαιτήσεις αυτές περιλαμβάνονται στο άρθρο 3 του Κανονισμού Ταξινόμιας. Αυτό ορίζει πως η οικονομική δραστηριότητα θα πρέπει να συμβάλλει σημαντικά στην επίτευξη ενός ή περισσότερων από τους περιβαλλοντικούς στόχους του Κανονισμού Ταξινόμιας<sup>195</sup>, να μην επιβαρύνει σημαντικά κανέναν από τους περιβαλλοντικούς στόχους αυτούς, να τηρεί τις ελάχιστες διασφαλίσεις του άρθρου 18 και να συμμορφώνεται με τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου που θεσπίζει η Επιτροπή με τις κατ' εξουσιοδότηση πράξεις της, σύμφωνα με τις αντίστοιχες διατάξεις του Κανονισμού Ταξινόμιας.

Κατά το άρθρο 9, οι έξι περιβαλλοντικοί στόχοι του Κανονισμού είναι ο μετριασμός της κλιματικής αλλαγής, η προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή, η βιώσιμη χρήση και η προστασία των υδάτινων και των θαλάσσιων πόρων, η μετάβαση σε μια κυκλική οικονομία, η πρόληψη και ο έλεγχος της ρύπανσης και τέλος η προστασία και η αποκατάσταση της βιοποικιλότητας και των οικοσυστημάτων. Η οικονομική δραστηριότητα θα πρέπει να συμβάλλει σημαντικά στην επίτευξη έστω ενός από τους ανωτέρω στόχους. Αρχικά, ως συμβάλλουσα σημαντικά στον μετριασμό της κλιματικής αλλαγής κρίνεται μια οικονομική δραστηριότητα που διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην σταθεροποίηση των συγκεντρώσεων αερίων του θερμοκηπίου στην ατμόσφαιρα, σύμφωνα με τον μακροπρόθεσμο στόχο της Συμφωνίας του Παρισιού σχετικά με τη θερμοκρασία, μέσω της αποφυγής ή της μείωσης των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου ή της αύξησης της απορρόφησης των αερίων του θερμοκηπίου, μεταξύ άλλων, μέσω καινοτομιών στις διαδικασίες ή στα προϊόντα που σχετίζονται με την οικονομική δραστηριότητα αυτή. Ο Κανονισμός θέτει σχετικά παραδείγματα για την επίτευξη του στόχου αυτού, όπως την διανομή, αποθήκευση ή χρήση ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές ή την βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης<sup>196</sup>.

Η ιδιαιτερότητα αυτού του περιβαλλοντικού στόχου σε αντίθεση με τους υπόλοιπους έγκειται στην πρόβλεψη από τον Κανονισμό ενός πεδίου, στο οποίο υπό προϋποθέσεις μια οικονομική δραστηριότητα μπορεί να θεωρηθεί ως συμβάλλουσα σημαντικά σε αυτόν ακόμα και αν σχετίζεται με υψηλές ανθρακούχες εκπομπές και με τη χρήση στερεών ορυκτών καυσίμων. Συγκεκριμένα, στο άρθρο 10 παρ. 2 προβλέπονται οι μεταβατικές δραστηριότητες, για τις οποίες δεν υπάρχουν ακόμα διαθέσιμες τεχνολογικά και οικονομικά εφικτές εναλλακτικές λύσεις για χαμηλές ανθρακούχες εκπομπές, όμως αυτές είναι καθοριστικά σημαντικές για την υποστήριξη άμεσης μετάβασης σε μια κλιματικά ουδέτερη οικονομία μέσα από το στάδιο περιορισμού της αύξησης της θερμοκρασίας σε 1,5 βαθμό κελσίου πάνω από τα προβιομηχανικά επίπεδα, συμπεριλαμβανομένης της σταδιακής εξάλειψης των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου. Οι μεταβατικές δραστηριότητες αποτελούν μια υποκατηγορία των οικονομικών δραστηριοτήτων που συμβάλλουν σημαντικά στον στόχο μετριασμού της κλιματικής αλλαγής<sup>197</sup>, εφόσον διαθέτουν επίπεδα εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου που αντιστοιχούν στις καλύτερες επιδόσεις του τομέα ή του κλάδου, δεν παρεμποδίζουν την εξέλιξη και την ανάπτυξη εναλλακτικών λύσεων χαμηλών εκπομπών άνθρακα και δεν οδηγούν σε εγκλωβισμό περιουσιακών στοιχείων υψηλής έντασης άνθρακα, σύμφωνα και με την οικονομική ζωή των στοιχείων αυτών.

<sup>195</sup> Το άρθρο 9 του Κανονισμού Ταξινόμιας προβλέπει έξι περιβαλλοντικούς στόχους, οι οποίοι εξειδικεύονται στα επόμενα άρθρα 10-16.

<sup>196</sup> Ο Κανονισμός εξαιρεί ρητά από τον ορισμό των περιβαλλοντικά βιώσιμων τις οικονομικές δραστηριότητες παραγωγής ενέργειας που χρησιμοποιούν στερεά ορυκτά καύσιμα.

<sup>197</sup> Συνεπώς, μπορούν να αναγνωριστούν ως ευθυγραμμισμένες με την ταξινόμια της ΕΕ.



Ο δεύτερος στόχος της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή σχετίζεται με την χρηματοοικονομική σημαντικότητα της κλιματικής αλλαγής αλλά και με τις ευρύτερες επιπτώσεις που αυτή επιφέρει στην ανθρώπινη ζωή. Η οικονομική δραστηριότητα συμβάλλει σημαντικά στον στόχο αυτόν όταν προσφέρει λύσεις προσαρμογής που είτε μειώνουν σημαντικά τον κίνδυνο του αρνητικού αντικτύπου των υφιστάμενων και αναμενόμενων μελλοντικών κλιματικών συνθηκών στην ίδια την οικονομική δραστηριότητα είτε μειώνουν σημαντικά τον εν λόγω αρνητικό αντίκτυπο στην περίπτωση πραγμάτωσης του κινδύνου. Η λύση αυτή δεν θα πρέπει όμως να αυξάνει τον κίνδυνο αρνητικού αντικτύπου σε ανθρώπους, φυσικούς πόρους ή περιουσιακά στοιχεία. Διαζευκτικά, η οικονομική δραστηριότητα θα πρέπει να δώσει λύσεις προσαρμογής οι οποίες, επιπλέον της ικανοποίησης των όρων που ορίζονται στο άρθρο 16<sup>198</sup>, συμβάλλουν σημαντικά στην πρόληψη ή στην μείωση του κινδύνου αρνητικού αντικτύπου των υφιστάμενων και αναμενόμενων μελλοντικών κλιματικών συνθηκών σε ανθρώπους, φυσικούς πόρους ή περιουσιακά στοιχεία, χωρίς να αυξάνεται ο κίνδυνος αρνητικού αντικτύπου σε ανθρώπους, φυσικούς πόρους ή περιουσιακά στοιχεία. Οι λύσεις προσαρμογής αυτές αξιολογούνται και ιεραρχούνται με βάση τις βέλτιστες διαθέσιμες προβλέψεις για το κλίμα και έχουν ως ελάχιστο όριο την αποτροπή ή τον περιορισμό είτε του αρνητικού αντικτύπου της κλιματικής αλλαγής στην οικονομική δραστηριότητα για μια έστω συγκεκριμένη τοποθεσία και ένα συγκεκριμένο πλαίσιο είτε του πιθανού<sup>199</sup> αρνητικού αντικτύπου της κλιματικής αλλαγής στο περιβάλλον στο πλαίσιο του οποίου ασκείται η οικονομική δραστηριότητα. Ο στόχος προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή μαζί με τον προηγούμενο στόχο μετριασμού αυτής, αποτελούν τους δύο κλιματικούς στόχους του Κανονισμού Ταξινόμιας.

Η οικονομική δραστηριότητα προκειμένου να αναγνωριστεί ως συμβάλλουσα σημαντικά στον τρίτο περιβαλλοντικό στόχο της βιώσιμης χρήσης και της προστασίας των υδάτων και των θαλάσσιων πόρων, θα πρέπει να προωθεί την καλή κατάσταση ή την πρόληψη επιδείνωσης των υδατικών συστημάτων ή των θαλάσσιων υδάτων που τελούν ήδη σε καλή κατάσταση. Σημαντική συμβολή στον τέταρτο στόχο της μετάβασης προς κυκλική οικονομία συνεπάγεται η πρόληψη δημιουργίας αποβλήτων, η προώθηση της επαναχρησιμοποίησης και της ανακύκλωσης τους. Ως προς τον πέμπτο περιβαλλοντικό στόχο της πρόληψης και ελέγχου της ρύπανσης, κρίσιμες είναι οι οικονομικές δραστηριότητες που συμβάλλουν σημαντικά στην προστασία του περιβάλλοντος από ρύπανση<sup>200</sup>. Τέλος, οι οικονομικές δραστηριότητες που συντελούν στην προστασία, στη διατήρηση ή στην αποκατάσταση της βιοποικιλότητας ή στην επίτευξη της καλής κατάστασης των οικοσυστημάτων ή στην προστασία των οικοσυστημάτων που βρίσκονται ήδη σε καλή κατάσταση εκπληρώνουν την πρώτη απαίτηση ταξινόμιας μέσω σημαντική συμβολής στον έκτο περιβαλλοντικό στόχο του Κανονισμού.

Σύμφωνα με το άρθρο 16, τίθεται μια ακόμα υποκατηγορία στις συμβάλλουσες σημαντικά οικονομικές δραστηριότητες σε έναν ή περισσότερους από τους προαναφερθέντες περιβαλλοντικούς στόχους. Αυτή είναι η υποκατηγορία των ευνοϊκών δραστηριοτήτων, η οποία

<sup>198</sup> Το άρθρο αυτό περιέχει την πρόβλεψη για τις ευνοϊκές δραστηριότητες.

<sup>199</sup> Ακριβώς επειδή στην δεύτερη περίπτωση, η λύση προσαρμογής αποβλέπει στην θωράκιση του περιβάλλοντος στο πλαίσιο του οποίου ασκείται η οικονομική δραστηριότητα και όχι στην ίδια την οικονομική δραστηριότητα, αυτή θα πρέπει να διασφαλίζει κατ' ελάχιστον την αποτροπή ή τον περιορισμό όχι μόνο του υφιστάμενου αλλά και του ενδεχόμενου αρνητικού αντικτύπου, προκειμένου να εξετάζεται η οικονομική δραστηριότητα που την συμπεριλαμβάνει ως συμβάλλουσα σημαντικά στον σχετικό περιβαλλοντικό στόχο.

<sup>200</sup> Εκπλήρωση αυτού του στόχου εξασφαλίζεται και με μέτρα που αποτρέπουν ή, εφόσον αυτό δεν είναι δυνατό, μειώνουν τις εκπομπές ρύπων στην ατμόσφαιρα, άλλων από τα αέρια του θερμοκηπίου, η διαχείριση των οποίων βάσει του Κανονισμού εξυπηρετεί τον στόχο μετριασμού της κλιματικής αλλαγής.

δεν συμβάλλει η ίδια σημαντικά σε έναν από τους στόχους, όμως διαμορφώνει με άμεσο τρόπο ευνοϊκές συνθήκες ώστε άλλες δραστηριότητες να μπορέσουν να συμβάλλουν σημαντικά σε έναν ή περισσότερους από τους περιβαλλοντικούς στόχους. Επιπροσθέτως, η δραστηριότητα για να κριθεί ως ευνοϊκή θα πρέπει να μην οδηγεί σε εγκλωβισμό περιουσιακών στοιχείων που υπονομεύουν μακροπρόθεσμους περιβαλλοντικούς στόχους, λαμβάνοντας υπόψη την οικονομική ζωή των στοιχείων αυτών, και έχει σημαντικό θετικό περιβαλλοντικό αντίκτυπο, βάσει εκτιμήσεων αναφορικά με τον κύκλο ζωής. Ένα παράδειγμα ευνοϊκής δραστηριότητας είναι η εγκατάσταση ενεργειακά αποδοτικών παραθύρων, τα οποία μπορούν να βελτιώσουν την ενεργειακή αποδοτικότητα του υπάρχοντος κτηρίου.

Η σημαντική συμβολή σε έναν ή περισσότερους περιβαλλοντικούς στόχους δεν επαρκεί αλλά η οικονομική δραστηριότητα θα πρέπει να πληροί και την αρνητική προϋπόθεση της μη πρόκλησης σημαντικής επιβάρυνσης στους περιβαλλοντικούς στόχους. Στο άρθρο 17 επεξηγείται πότε μια οικονομική δραστηριότητα θεωρείται σημαντικά επιβαρυντική για τους περιβαλλοντικούς στόχους. Εξετάζονται για τον σκοπό αυτό όχι μόνο οι περιβαλλοντικές επιπτώσεις της ίδιας της δραστηριότητας, αλλά και οι περιβαλλοντικές επιπτώσεις των προϊόντων και υπηρεσιών που προκύπτουν από την δραστηριότητα αυτή για ολόκληρο τον κύκλο ζωής τους, συμπεριλαμβάνοντας τα στάδια παραγωγής, χρήσης και τέλους του κύκλου ζωής των προϊόντων και των υπηρεσιών αυτών.

Στο άρθρο 18 τίθεται η τρίτη προϋπόθεση των ελάχιστων διασφαλίσεων που πρέπει να τηρούνται από την επιχείρηση που ασκεί την σχετική οικονομική δραστηριότητα, μέσα από διαδικασίες που θέτει η επιχείρηση. Αυτές οι διαδικασίες διασφαλίζουν την ευθυγράμμιση της οικονομικής δραστηριότητας με τις κατευθυντήριες γραμμές του ΟΟΣΑ για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις και τις κατευθυντήριες αρχές των Ηνωμένων Εθνών για τις επιχειρήσεις και τα ανθρώπινα δικαιώματα, συμπεριλαμβανομένων των αρχών και των δικαιωμάτων που καθορίζονται στις οχτώ θεμελιώδεις συμβάσεις που προσδιορίζονται στη διακήρυξη της Διεθνούς Οργάνωσης Εργασίας για τις θεμελιώδεις αρχές και τα δικαιώματα εργασίας και στον Διεθνή Χάρτη των Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων. Μέσα από την ρύθμιση αυτή, ο Κανονισμός συνδέει το αυστηρό δίκαιο με το ήπιο δίκαιο του ΟΟΣΑ και του ΟΗΕ, εξασφαλίζοντας αυστηρότερη χροιά για το τελευταίο και δίνοντας ισχυρά κίνητρα για την συμμόρφωση με αυτό<sup>201202</sup>.

## 2.2. Οι κατ' εξουσιοδότηση πράξεις της Επιτροπής

Τελευταία απαίτηση για την ευθυγράμμιση της οικονομικής δραστηριότητας με την ενωσιακή ταξινόμια είναι η συμμόρφωση με τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου που θεσπίζει η Επιτροπή μέσα από τις κατ' εξουσιοδότηση πράξεις που εκδίδει, κατά εφαρμογή της εξουσίας που της χορηγείται από τον Κανονισμό Ταξινόμιας. Ο Κανονισμός ταξινόμιας αρκείται στην θέσπιση των ελάχιστων απαιτήσεων για τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου μέσω του άρθρου 19. Τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου θα πρέπει, μεταξύ άλλων, να έχουν ποσοτική φύση και να προβλέπουν κατώτατα όρια, εφόσον

<sup>201</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.215.

<sup>202</sup> Στην παρ. 2 του άρθρου 18 τίθεται ως πρόσθετη ελάχιστη διασφάλιση, η τήρηση της απαίτησης «εφόσον δεν βλέπουν σοβαρά» που θέτει ο SFDR στον ορισμό των αιφόρων επενδύσεων. Συνεπώς, προκειμένου να αναγνωριστεί μια οικονομική δραστηριότητα ως περιβαλλοντικά βιώσιμη βάσει του Κανονισμού Ταξινόμιας θα πρέπει μεταξύ άλλων να πληροί και την επιπρόσθετη αρνητική υποχρέωση ως προς τους περιβαλλοντικούς και κοινωνικούς στόχους που θέτει ο SFDR στον σχετικό ορισμό, αποδεικνύοντας έτσι πως η περιβαλλοντικά βιώσιμη οικονομική δραστηριότητα αποτελεί περίπτωση αιφόρου επένδυσης.

αυτό είναι δυνατό. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να στηρίζονται σε αδιάσειστα επιστημονικά στοιχεία και στην αρχή της προφύλαξης του άρθρου 191 ΣΛΕΕ, να είναι εύχρηστα και ορισμένα κατά τρόπο που καθιστά εύκολο τον έλεγχο συμμόρφωσης με αυτά.

Όπως τονίστηκε και σε προηγούμενο σημείο<sup>203</sup>, το άρθρο 19 παρ. 3 του Κανονισμού αποκλείει την αναγνώριση οικονομικών δραστηριοτήτων ως περιβαλλοντικά βιώσιμων, εφόσον αποτελούν δραστηριότητες παραγωγής ενέργειας που χρησιμοποιούν στερεά ορυκτά καύσιμα. Στο σημείο αυτό, ο ενωσιακός νομοθέτης θέτει έναν περιορισμό στην διακριτική ευχέρεια της Επιτροπής, έτσι ώστε να αποφύγει “regulatory capture”, δηλαδή επιρροή της Επιτροπής από συμμετέχοντες στην αγορά ενέργειας στερεών ορυκτών καυσίμων<sup>204</sup>. Παράλληλα, η διάταξη αυτή λειτουργεί ως ρυθμιστικός συμβολισμός, καθώς εμφανίζει την επιφυλακτική στάση που ο ενωσιακός νομοθέτης τηρεί απέναντι στα στερεά ορυκτά καύσιμα.

Επιπροσθέτως, το άρθρο 19 περιλαμβάνει επιταγή στην Επιτροπή για την αναγκαιότητα τακτικής επανεξέτασης και εκσυγχρονισμού των τεχνικών κριτηρίων ελέγχου, μέσα από την τροποποίηση των κατ’ εξουσιοδότηση πράξεων, έτσι ώστε να καθίστανται επίκαιρα και σύμφωνα με τις τελευταίες επιστημονικές και τεχνολογικές εξελίξεις. Η επανεξέταση αυτή της Επιτροπής συμπεριλαμβάνει επιστημονικά δεδομένα, απόψεις εμπειρογνομόνων και τα πορίσματα από την εφαρμογή των κριτηρίων ταξινόμησης από τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές που υπάγονται στον Κανονισμό Ταξινόμησης και τον αντίκτυπο των κριτηρίων αυτών στις κεφαλαιαγορές. Αυτό προδίδει το πνεύμα των τεχνικών κριτηρίων ελέγχου, τα οποία προκύπτουν μέσα από στάθμιση του οικονομικά εφικτού και του περιβαλλοντικά ωφέλιμου.

Συνεπώς τα ειδικά καθορισμένα τεχνικά κριτήρια ελέγχου παρέχουν τον κατάλογο των περιβαλλοντικά βιώσιμων δραστηριοτήτων για κάθε περιβαλλοντικό στόχο, καθιστώντας την προσφυγή σε αυτά απαραίτητη για την κτήση πράσινης ετικέτας<sup>205</sup>. Η αναφορά μιας οικονομικής δραστηριότητας στις κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις την καθιστά επιλέξιμη για ευθυγράμμιση με την ταξινόμηση της ΕΕ<sup>206</sup>. Εφόσον, η επιλέξιμη οικονομική δραστηριότητα κριθεί πως πληροί τις απαιτήσεις ταξινόμησης, ειδικά μέσα από συμμόρφωση με τα ισχύοντα τεχνικά κριτήρια ελέγχου, καθίσταται και ευθυγραμμισμένη με την ενωσιακή ταξινόμηση. Οι κατ’ εξουσιοδότηση πράξεις είναι ο κατ’ εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2021/2178 για τις γνωστοποιήσεις (Disclosures Delegated Act) που δημοσιεύθηκε στις 10 Δεκεμβρίου 2021, ο κατ’ εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2021/2139 για τον μετριασμό της κλιματικής αλλαγής και την προσαρμογή σε αυτήν (Climate Delegated Act) που δημοσιεύθηκε στις 9 Δεκεμβρίου 2021, ο συμπληρωματικός του κατ’ εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2022/1214 για το κλίμα (Complementary Climate Delegated Act) που δημοσιεύθηκε στις 15 Ιουλίου 2022 και ο κατ’ εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2023/2486 για το περιβάλλον (Environmental Delegated Act) που δημοσιεύθηκε στις 27 Ιουνίου του 2023.

Η Disclosures Delegated Act προσδιορίζει το περιεχόμενο, την μεθοδολογία και την παρουσίαση των πληροφοριών που πρέπει να δημοσιοποιούνται από χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις σχετικά με το μερίδιο των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων, των επενδύσεων ή των δανειοδοτικών τους δραστηριοτήτων που ευθυγραμμίζονται με την ταξινόμηση της ΕΕ. Η τελολογία της εδράζεται στην ενίσχυση της

<sup>203</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο II, 2.1.

<sup>204</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.215.

<sup>205</sup> ό.π., σελ.224.

<sup>206</sup> Άρθρο 1 της Disclosures Delegated Act.

διαφάνειας στην ενωσιακή αγορά και στον περιορισμό του κινδύνου greenwashing. Πιο ειδικά, οι υπόχρεες εταιρείες εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης τους μεταφράζοντας τις περιβαλλοντικές τους επιδόσεις σε χρηματοοικονομικές μεταβλητές με την χρήση βασικών δεικτών επιδόσεων, όπως ο GAR για τα πιστωτικά ιδρύματα που αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα<sup>207</sup>. Τόσο οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις όσο και οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα πρέπει να χρησιμοποιούν βασικούς δείκτες επιδόσεων για να εκπληρώσουν τις απαιτήσεις διαφάνειας τους.

Η Climate Delegated Act έθεσε τεχνικά κριτήρια ελέγχου για την σημαντική συμβολή στους δυο κλιματικούς στόχους του Κανονισμού Ταξινόμιας και την μη πρόκληση σημαντικής βλάβης σε οποιονδήποτε άλλο περιβαλλοντικό στόχο. Η Environmental Delegated Act έχει αντίστοιχο περιεχόμενο με την διαφορά της θέσπισης τεχνικών κριτηρίων ελέγχου για την σημαντική συμβολή στην υπόλοιπη τετράδα περιβαλλοντικών στόχων του Κανονισμού. Τέλος, η Complementary Climate Delegated Act προσέθεσε ορισμένες διατάξεις στην Climate Delegated Act. Αύξησε τις οικονομικές δραστηριότητες που συμβάλλουν σημαντικά στους κλιματικούς στόχους, συμπεριλαμβάνοντας οικονομικές δραστηριότητες από τον ενεργειακό τομέα και συγκεκριμένα πυρηνικές δραστηριότητες και δραστηριότητες φυσικού αερίου. Αυτές μπορούν να προστεθούν ως μεταβατικές δραστηριότητες σε δραστηριότητες που προβλέπονται στην Climate Delegated Act και άρα όχι μόνο για τον στόχο του μετριασμού της κλιματικής αλλαγής αλλά και για τον στόχο της προσαρμογής σε αυτήν.

Θα πρέπει όμως να πληρούν κάποιες επιπρόσθετες προϋποθέσεις πέραν των γενικών απαιτήσεων που προβλέπονται στο άρθρο 10 παρ. 2 του Κανονισμού Ταξινόμιας για τις μεταβατικές δραστηριότητες. Αυτές οι δραστηριότητες θα πρέπει να συμβάλλουν στην μετάβαση στην κλιματική ουδετερότητα. Συγκεκριμένα, οι πυρηνικές δραστηριότητες θα πρέπει να πληρούν τις απαιτήσεις πυρηνικής και περιβαλλοντικής ασφάλειας, ενώ οι δραστηριότητες για το φυσικό αέριο θα πρέπει να συμβάλλουν στην μετάβαση από τον άνθρακα στις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. Μάλιστα, η Complementary Climate Delegated Act προσέθεσε αλλαγές και στην Disclosures Delegated Act, έτσι ώστε να μπορούν να εκπληρωθούν οι ειδικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης που επέβαλε στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αυτούς τους τομείς ενέργειας. Έτσι, οι επενδυτές θα μπορούν να διακρίνουν τις δραστηριότητες πάνω στους σχετικούς τομείς ενέργειας, τις ενδεχόμενες επενδυτικές ευκαιρίες και κινδύνους που συνδέονται με αυτές και να προβούν σε τεκμηριωμένες επιλογές.

Ολοκληρωτικά ο Κανονισμός Ταξινόμιας λόγω της ήπιας αλλά εκτενής ρυθμιστικής εμβέλειας του, μέσω των κατ' εξουσιοδότηση πράξεων του, κατέστησε την ενωσιακή ταξινόμια την πιο πολυσυζητημένη ταξινόμια στην διεθνή χρηματοπιστωτική κοινότητα<sup>208</sup>. Τον Ιανουάριο του 2021, το Περιβαλλοντικό Πρόγραμμα του ΟΗΕ και η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ομοσπονδία δημοσίευσαν μια έκθεση με συστάσεις τους για την πρακτική εφαρμογή της ενωσιακής ταξινόμιας σε βασικά τραπεζικά προϊόντα για σκοπούς επισήμανσης ή γνωστοποίησης. Παρά το γεγονός ότι ο Κανονισμός Ταξινόμιας ρυθμίζει πρωτίστως τις γνωστοποιήσεις στις οποίες πρέπει να προβαίνουν συγκεκριμένες εταιρείες και δεν εφαρμόζεται άμεσα σε επενδυτικές και δανειοδοτικές δραστηριότητες, αυτό δεν αναιρεί την φύση του ως πολύτιμο νομικό εργαλείο για την μετέπειτα

<sup>207</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο II, 1.2.

<sup>208</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.217.

κάλυψη του ρυθμιστικού κενού που επικρατούσε μέχρι πρόσφατα στις αγορές ως προς τα πράσινα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως φυσικά τα πράσινα ομόλογα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΠΡΟΤΥΠΟ ΠΡΑΣΙΝΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Τα κριτήρια και οι ορισμοί που προσέφερε ο Κανονισμός Ταξινόμιας, αξιοποιήθηκαν από τον Κανονισμό (ΕΕ) 2023/2631 της 22<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2023 σχετικά με τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα και τις προαιρετικές δημοσιοποιήσεις για τα ομόλογα που διατίθενται στην αγορά ως περιβαλλοντικά βιώσιμα και για τα συνδεδεμένα με τη βιωσιμότητα ομόλογα. Όπως αναλύθηκε και σε προηγούμενο σημείο<sup>209</sup>, η αγορά πράσινων ομολόγων χαρακτηριζόταν από ρυθμιστικό κενό, το οποίο ως ένα βαθμό κάλυπταν πρακτικές τις αγορές, όπως οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων. Παρά τα πολλά πλεονεκτήματα αυτής της ιδιωτικής πρωτοβουλίας, αυτές περιορίζονται στην παροχή μιας ενδεικτικής λίστας πράσινων δραστηριοτήτων που μπορούν να χρηματοδοτηθούν μέσα από τα έσοδα πράσινων ομολόγων<sup>210</sup>. Δεν παρέχουν όμως ένα ολοκληρωμένο σύστημα κατάταξης, η συμφωνία των επενδυτικών προϊόντων με το οποίο να αξιολογείται υποχρεωτικά από τρίτους ελεγκτές. Το Πρότυπο Κλιματικών Ομολόγων αντιμετωπίζει ως ένα βαθμό αυτά τα ζητήματα αλλά περιορίζεται κυρίως σε κλιματικούς στόχους και παραμένει ιδιωτική πρωτοβουλία. Η εντυπωσιακή αύξηση της αγοράς των πράσινων ομολόγων δεν αναιρεί το γεγονός ότι αυτή παραμένει ένα μικρό ποσοστό της συνολικής αγοράς ομολόγων. Στην ΕΕ η έκδοση πράσινων ομολόγων αντιπροσωπεύει μόλις το 3% της συνολικής έκδοσης κοινών ομολόγων<sup>211</sup>.

Αυτό δεν οφείλεται στην ζήτηση πράσινων ομολόγων, η οποία είναι μεγάλη<sup>212</sup>, αλλά στην περιορισμένη προσφορά τους λόγω της έλλειψης κοινά αναγνωρισμένων ορισμών και κριτηρίων για τα πράσινα περιουσιακά στοιχεία και τις πράσινες οικονομικές δραστηριότητες, τις απαιτήσεις διαφάνειας και τον έλεγχο από εξωτερικούς αξιολογητές. Οι κατευθυντήριες που παρέχονται από τα ιδιωτικά εθελοντικά πρότυπα προσφέρουν κάποιο βαθμό τυποποίησης των σχετικών πρακτικών της αγοράς, όμως δεν καταλύουν πλήρως την δυσαρμονία που επικρατεί διεθνώς. Αυτή η δυσαρμονία εμποδίζει τις εταιρείες να προχωρήσουν σε έκδοση πράσινων ομολόγων, όχι μόνο λόγω της πιθανότητας πολλαπλασιασμού του κόστους κεφαλαίου λόγω της ανάγκης συμμόρφωσης του ομολόγου με πολλά διαφορετικά κριτήρια επιλεξιμότητας σε διαφορετικές αγορές, αλλά και λόγω του κινδύνου φήμης λόγω διάπραξης greenwashing. Αυτός ο κίνδυνος στηρίζεται στο γεγονός πως οι ισχυρισμοί ενός εκδότη για το ποια οικονομική δραστηριότητα είναι πράσινη, οι οποίοι στηρίζονται σε αβέβαια κριτήρια, μπορεί να μην επαληθεύονται στην πράξη με βάση τα ισχύοντα επιστημονικά δεδομένα<sup>213</sup>.

---

<sup>209</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο 1, 2.5.

<sup>210</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).

<sup>211</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.12, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>212</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο I, 2.5.

<sup>213</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο

Ο κίνδυνος αυτός υφίσταται όχι μόνο πριν την έκδοση αλλά και σε μεταγενέστερο στάδιο είτε λόγω παράλειψης δημοσίευσης των απαιτούμενων πληροφοριών για τον επιμερισμό των κερδών ή τον περιβαλλοντικό αντίκτυπο των σχετικών οικονομικών δραστηριοτήτων είτε λόγω αρνητικής αξιολόγησης από τους εξωτερικούς ελεγκτές. Παράλληλα, αυτό μπορεί ολοκληρωτικά να ζημιώσει και την ίδια την ζήτηση, λόγω μείωσης της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στην αγορά και αύξησης της αβεβαιότητας τους για την πραγματική προσήλωση του εκδότη σε περιβαλλοντικούς στόχους. Η απουσία κοινά αποδεκτών αξιόπιστων, συγκρίσιμων και επαληθεύσιμων πληροφοριών βασισμένων σε τυποποιημένη μεθοδολογία αποτελεί έναν από τους κύριους φραγμούς στην απελευθέρωση της σχετικής αγοράς<sup>214</sup>.

Η ΕΕ ανταποκρίθηκε σε αυτά τα ζητήματα με την έκδοση του Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Κατά τον Κανονισμό αυτόν, η συμμόρφωση με μια σειρά προϋποθέσεων μπορεί να εξασφαλίσει την κτήση της πράσινης ετικέτας “ΕΠΟ” ή “European Union Green Bond - EuGB”. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ αξιολογεί τα εφόδια του Κανονισμού Ταξινόμιας και παρέχει μια σειρά από ενιαίες απαιτήσεις για τους εκδότες πράσινων ομολόγων που επιθυμούν να κάνουν χρήση αυτού του εθελοντικού προτύπου για τα πράσινα ομόλογα που σκοπεύουν να θέσουν στην διάθεση των επενδυτών στην ΕΕ. Η σύνδεση ανάμεσα στους Κανονισμούς προκύπτει και από μια σειρά διατάξεων στα κείμενα και των δυο νομοθετικών πράξεων. Το άρθρο 1 παρ. 2 στοιχείο α) του Κανονισμού Ταξινόμιας προβλέπει την εφαρμογή του και για χρηματοπιστωτικά προϊόντα ή εταιρικά ομόλογα που θα διατίθενται ως περιβαλλοντικά βιώσιμα, ενώ το άρθρο 4 του εν λόγω Κανονισμού προβλέπει την δυνατότητα χρήσης των κριτηρίων ταξινόμιας για τους σκοπούς οποιωνδήποτε μέτρων προβλέπουν απαιτήσεις μεταξύ άλλων για τους εκδότες των προϊόντων ή των ομολόγων αυτών. Το άρθρο 4 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ ορίζει πως τα έσοδα ενός ΕΠΟ πρέπει να διατίθενται εξολοκλήρου σύμφωνα με τις απαιτήσεις ταξινόμησης. Η αλληλένδετη εφαρμογή των δυο Κανονισμών για την κτήση του σχετικού πράσινου προτύπου είναι συνεπώς εμφανής. Επιπλέον, ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θεσπίζει ένα σύστημα καταχώρισης και εποπτείας για τους εξωτερικούς αξιολογητές των ΕΠΟ, ενώ προσφέρει και δυνατότητες προαιρετικής δημοσιοποίησης για μια σειρά ομολόγων που πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις, οι οποίες όμως δεν επαρκούν για την κτήση του τίτλου ΕΠΟ.

## **1. Το πεδίο εφαρμογής και οι προϋποθέσεις κτήσης του προτύπου**

Τα ΕΠΟ μπορούν να εκδοθούν από χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, δημόσιους φορείς<sup>215</sup> και εκδότες καλυμμένων ομολόγων και τίτλων τόσο εντός όσο και εκτός της

---

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.12, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>214</sup> Όπως αναγνωρίζεται στην υποενότητα 2.1.3. της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας.

<sup>215</sup> Δημόσιοι φορείς που μπορούν να προβούν στην έκδοση ΕΠΟ είναι κράτη, περιφερειακές ή τοπικές αρχές κρατών, διεθνείς δημόσιοι οργανισμοί, η ΕΚΤ και οι κεντρικές τράπεζες κρατών. Αξιοπροσοχής είναι πως ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ παραπέμπει στον ορισμό των κρατικών οντοτήτων που δίνεται στο άρθρο 1 παράγραφος 2) στοιχείο β) του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129. Όμως ο ορισμός αυτός περιορίζει το πεδίο αποκλειστικά στα Κράτη Μέλη της ΕΕ. Αυτό όμως όχι μόνο δημιουργεί άνιση μεταχείριση ανάμεσα σε ιδιωτικούς και δημόσιους φορείς τρίτων χωρών, καθώς ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ είναι ανοιχτός για την χρήση της ετικέτας από κάθε οντότητα που εκδίδει ομόλογα, πληροί τις προϋποθέσεις του και διαθέτει τα ομόλογα αυτά σε επενδυτές στην ΕΕ, αλλά ερμηνεία ως προς την δυνατότητα κτήσης του ομολόγου μόνο από δημόσιους φορείς της ΕΕ θα ερχόταν σε αντίφαση με την τελολογία του Κανονισμού για την εξάπλωση της χρήσης του προτύπου, προκειμένου να καταπολεμηθεί ο κατακερματισμός της αγοράς που προκαλούν τα αποκλίνοντα πρότυπα και οι πρακτικές της αγοράς. Η θέση αυτή υποστηρίζεται από την Σκέψη (15) του Προοιμίου του Κανονισμού που συγκαταλέγει στις κρατικές οντότητες που μπορούν να εκδίδουν ΕΠΟ, τόσο αυτές της ΕΕ όσο και αυτές των τρίτων χωρών.

ΕΕ<sup>216</sup>. Βασική προϋπόθεση είναι η διάθεση σε επενδυτές στην ΕΕ μέσω της δημόσιας προσφοράς<sup>217</sup> εντός της ΕΕ ή της εισαγωγής των ομολόγων προς διαπραγμάτευση σε τόπο διαπραγμάτευσης<sup>218</sup> που βρίσκεται στην ΕΕ. Μετά από συζητήσεις για την φύση του ομολόγου, επικράτησε ο προαιρετικός χαρακτήρας του, επειδή ένα πρότυπο προαιρετικής εφαρμογής θα προσελκύσει εκδότες πράσινων ομολόγων υψηλής ποιότητας, χωρίς να ζημιώσει τις υφιστάμενες αγορές πράσινων ομολόγων, οι οποίες θα διατηρήσουν την δυνατότητα να λειτουργούν ελεύθερα. Έτσι χωρίς να χαθεί το υφιστάμενο ομολογιακό κεκτημένο σε πράσινες επενδύσεις, θα τεθούν οι βάσεις για την δημιουργία ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στην ενωσιακή αγορά και την προώθηση μελλοντικών εκδόσεων ΕΠΟ με κριτήριο την επενδυτική ζήτηση και όχι τις κανονιστικές απαιτήσεις<sup>219</sup>.

Επιπλέον, το ΕΠΟ είναι πλήρως ευθυγραμμισμένο με την ενωσιακή ταξινόμια, καθώς απαιτεί από τους εκδότες να διαθέτουν το συνολικό κεφάλαιο που άντλησαν από το ομόλογο τους σε οικονομικές δραστηριότητες που πληρούν τις απαιτήσεις ταξινόμησης της ΕΕ μέχρι την ημερομηνία ωρίμανσης του ομολόγου. Βέβαια, παρέχεται ένα περιθώριο ευελιξίας για ένα μέρος του κεφαλαίου μέσα από το άρθρο 5 του Κανονισμού<sup>220</sup>. Τα ΕΠΟ πληρούν τις απαιτήσεις ταξινόμιας όχι μόνο από την χρήση των εσόδων σε συμβάλλουσες σημαντικά οικονομικές δραστηριότητες<sup>221</sup> που είναι ευθυγραμμισμένες με την ενωσιακή ταξινόμια, αλλά και από την χρήση των εσόδων σε επιλέξιμες και όχι ακόμα ευθυγραμμισμένες οικονομικές δραστηριότητες που δεν πληρούν κατά την έκδοση αλλά «θα πληρούν» τις απαιτήσεις ταξινόμησης<sup>222</sup>. Μια ακόμα πρόβλεψη που παραχωρεί ο Κανονισμός στους εκδότες, προκειμένου να διευκολύνει την μετάβαση τους, εντοπίζεται στο άρθρο 4 παρ. 1 στοιχείο δ) στο οποίο προβλέπεται η δυνατότητα χρήσης των εσόδων σε μη υφιστάμενα κατά την έκδοση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία θα δημιουργηθούν το αργότερο πέντε έτη από την έκδοση του ΕΠΟ, εφόσον το ΕΠΟ δεν έχει λήξει στο μεταξύ εντός της πενταετίας αυτής.

Επιστρέφοντας στην δυνατότητα έκδοσης ΕΠΟ, τα έσοδα του οποίου δεν διοχετεύονται σε ευθυγραμμισμένες με την ενωσιακή ταξινόμια οικονομικές δραστηριότητες, αλλά δραστηριότητες που είναι επιλέξιμες για ευθυγράμμιση, ο Κανονισμός θέτει μεταξύ άλλων προϋποθέσεων<sup>223</sup> και ένα χρονικό πλαίσιο για την ευθυγράμμιση της οικονομικής δραστηριότητας με τις απαιτήσεις ταξινόμησης. Αρχικά, τα έσοδα από το ΕΠΟ θα πρέπει να διατεθούν πλήρως πριν την λήξη του σε κεφαλαιουχικές δαπάνες, στην οποία περίπτωση ο εκδότης θα πρέπει να καταρτίσει σχέδιο

---

<sup>216</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Ερωτήσεις και απαντήσεις: Κανονισμός για τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα”, διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda\\_21\\_3406/QANDA\\_21\\_3406\\_EL.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda_21_3406/QANDA_21_3406_EL.pdf), (6 Ιουλίου 2021).

<sup>217</sup> Ως δημόσια προσφορά κινητών αξιών ορίζεται κατά το άρθρο 2 στοιχείο δ) του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129, η ανακοίνωση, υπό οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται σε πρόσωπα και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της προσφοράς και τις προσφερόμενες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή για την αγορά των εν λόγω κινητών αξιών. Ο ορισμός αυτός εφαρμόζεται επίσης στην τοποθέτηση κινητών αξιών μέσω χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών.

<sup>218</sup> Ως τόπος διαπραγμάτευσης ορίζεται κατά το άρθρο 4 παρ. 1 σημείο 24) της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ μια ρυθμιζόμενη αγορά, ένας Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης ή ένας Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης, η έννοια των οποίων θα αναπτυχθεί στην ενότητα 2 αυτού του Κεφαλαίου.

<sup>219</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Πρόταση: Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα”, (6 Ιουλίου 2021), σελ. 11.

<sup>220</sup> Βλ. ανάλυση στην ενότητα 4 του Κεφαλαίου αυτού.

<sup>221</sup> Συμπεριλαμβάνοντας τις υποκατηγορίες των μεταβατικών και των ευνοϊκών δραστηριοτήτων, όπως τονίζεται και στην Σκέψη (10) του Προοιμίου του εν λόγω Κανονισμού.

<sup>222</sup> Το άρθρο 7 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ αναγνωρίζει τέτοια δυνατότητα υπό προϋποθέσεις στην περίπτωση των κεφαλαιουχικών και λειτουργικών δαπανών.

<sup>223</sup> Βλ. αναλυτικά στην ενότητα 4 αυτού του Κεφαλαίου.

κεφαλαιουχικών δαπανών κατά το άρθρο 7 του Κανονισμού. Στο σχέδιο αυτό θα προσδιορίζεται η προθεσμία, η οποία προηγείται της λήξης του ΕΠΟ και μέχρι την οποία οι κεφαλαιουχικές και λειτουργικές δαπάνες που χρηματοδοτούνται από το ΕΠΟ πρέπει να ευθυγραμμιστούν με την ενωσιακή ταξινόμια. Η προθεσμία αυτή για την μετατροπή του περιουσιακού στοιχείου που αποτελεί το αντικείμενο των κεφαλαιουχικών ή λειτουργικών δαπανών, έτσι ώστε αυτές να ευθυγραμμιστούν με τις απαιτήσεις ταξινόμησης, θα πρέπει να συμμορφώνεται με τα χρονικά πλαίσια που προσδιορίζονται στην Disclosures Delegated Act<sup>224225</sup>. Σύμφωνα με την τελευταία, το σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών μπορεί να αποσκοπεί στην αναβάθμιση των επιλέξιμων για την ταξινόμια οικονομικών δραστηριοτήτων ώστε να καταστούν ευθυγραμμισμένες εντός περιόδου πέντε ετών<sup>226</sup>. Αναγνωρίζεται δυνατότητα επέκτασης του ορίου στα δέκα έτη, εφόσον η μεγαλύτερη περίοδος αιτιολογείται αντικειμενικά από τα ειδικά χαρακτηριστικά της οικονομικής δραστηριότητας και της σχετικής αναβάθμισης.

Προκειμένου να επιτευχθεί η συμφωνία της χρήσης των εσόδων του ΕΠΟ με τις απαιτήσεις ταξινόμησης, πρέπει να εξασφαλίζεται η συμμόρφωση τους με τα εκάστοτε ισχύοντα τεχνικά κριτήρια ελέγχου των κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμών του Κανονισμού Ταξινόμιας. Όμως, τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου αυτά, όπως τονίστηκε σε προηγούμενο σημείο<sup>227</sup>, επανεξετάζονται συνεχώς, με σκοπό την διατήρηση του δυναμικού χαρακτήρα τους και τον τακτικό εκσυγχρονισμό τους, σύμφωνα με τις σύγχρονες επιστημονικές και τεχνολογικές εξελίξεις. Αυτό σημαίνει ότι μια οικονομική δραστηριότητα που συμφωνεί με τις απαιτήσεις ταξινόμησης, με βάση τα ισχύοντα τεχνικά κριτήρια ελέγχου, μπορεί να απωλέσει αυτό το χαρακτηριστικό μετά από μια μεταγενέστερη τροποποίηση τους. Κατά συνέπεια, η χρήση των εσόδων του ΕΠΟ σε αυτή την οικονομική δραστηριότητα μπορεί να σταματήσει να είναι σύμφωνη με τις απαιτήσεις ταξινόμησης, στερώντας από τον εκδότη το δικαίωμα χρήσης της ονομασίας για το σχετικό πράσινο ομόλογο. Λόγω της ανασφάλειας δικαίου που θα προξενούσε η κατάσταση αυτή, αποφασίστηκε η πρόβλεψη ρήτρας κεκτημένων δικαιωμάτων (grandfathering)<sup>228</sup>.

Κατά το άρθρο 8 του εν λόγω Κανονισμού, τα έσοδα του ΕΠΟ διατίθενται σύμφωνα με τα τεχνικά κριτήρια που ισχύουν κατά την έκδοση του ΕΠΟ. Εφόσον τα τεχνικά κριτήρια αυτά τροποποιηθούν στην πορεία, τότε ο εκδότης πρέπει να συμμορφωθεί με τα τροποποιημένα τεχνικά κριτήρια αλλά έχει χρονικό περιθώριο επτά ετών από την τροποποίηση τους για να το πράξει αυτό. Ο ενωσιακός νομοθέτης δεν ακολούθησε τις συστάσεις της Ομάδας Τεχνικών Εμπειρογνομών για πλήρη προστασία των κεκτημένων δικαιωμάτων μέχρι την λήξη του ΕΠΟ<sup>229</sup>. Συνεπώς, έγινε αποδεκτή η ένταξη περιορισμένης χρονικά προστασίας κεκτημένων δικαιωμάτων στο σώμα του Κανονισμού ως προϊόν διαπραγματεύσεων ανάμεσα στην ανάγκη προστασίας κεκτημένων

<sup>224</sup> Σκέψη (18) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>225</sup> Η Disclosures Delegated Act τροποποιήθηκε από την Environmental Delegated Act έτσι ώστε οι προβλέψεις γνωστοποιήσεων της να επεκταθούν και στους υπόλοιπους περιβαλλοντικούς στόχους για τους οποίους θέτει τεχνικά κριτήρια ελέγχου η τελευταία.

<sup>226</sup> Σημείο 1.1.2.2. παρ. 2-3 Παραρτήματος I της Disclosures Delegated Act.

<sup>227</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο II, 2.2.

<sup>228</sup> Το grandfathering αποτελεί όρο που χρησιμοποιείται όταν επενδύσεις που έχουν συντελεστεί στην βάση κάποιων κανόνων, παραμένουν υποκείμενες σε αυτούς, παρά την τροποποίηση τους. Βλ. Björkholm, L and Lehner, O. "Nordic green bond issuers' views on the upcoming EU Green Bond Standard", ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, διαθέσιμο στο: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofirp101.pdf>, (9 Δεκεμβρίου 2021), σελ.233, τελευταία πρόσβαση 29 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>229</sup> Maragopoulos, N. "Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance", European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.16, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.



δικαιωμάτων των εκδοτών για λόγους ασφάλειας δικαίου και στην ανάγκη ακολουθίας των τελευταίων εξελίξεων για λόγους πιο αποτελεσματικής περιβαλλοντικής προστασίας. Μετά την παρέλευση αυτής της προθεσμίας ο εκδότης θα πρέπει να συμμορφωθεί με τα τροποποιημένα τεχνικά κριτήρια ελέγχου προκειμένου να διατηρήσει τον τίτλο του ΕΠΟ για τα ομόλογα του αλλά όχι για όλα τα έσοδα που έχει αντλήσει από αυτά. Η υποχρέωση θα καλύπτει μόνο τα έσοδα που δεν έχουν διατεθεί ακόμη και τα έσοδα που καλύπτονται από σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών και δεν πληρούν ακόμα τις απαιτήσεις ταξινόμησης, καθώς συνδέονται με επιλέξιμες αλλά όχι ευθυγραμμισμένες οικονομικές δραστηριότητες. Η ευθυγράμμιση με τα σχετικά τεχνικά κριτήρια ελέγχου αποδεικνύεται μέσα από την έκθεση επιμερισμού των κερδών που υποχρεούται να καταρτίσει ο εκδότης σύμφωνα με το άρθρο 11.

Στην περίπτωση που ο εκδότης επιλέξει την προσέγγιση χαρτοφυλακίου<sup>230</sup>, τότε μπορεί να συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιο του μόνο περιουσιακά στοιχεία των οποίων η υποκείμενη οικονομική δραστηριότητα ευθυγραμμίζεται με όποια σχετικά τεχνικά κριτήρια ελέγχου ίσχυαν ανά πάσα στιγμή κατά την διάρκεια των επτά ετών πριν από την ημερομηνία δημοσίευσης της έκθεσης σχετικά με τον επιμερισμό των κερδών. Συνεπώς, ακόμα και αν κατά την δημοσίευση της έκθεσης ισχύουν νέα τεχνικά κριτήρια ελέγχου, εφόσον η υποκείμενη οικονομική δραστηριότητα δεν ευθυγραμμίζεται με αυτά αλλά με προηγούμενη εκδοχή τους, η οποία ίσχυε σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο εντός της επταετίας πριν την σχετική δημοσίευση, διατηρεί την ευθυγράμμιση της με την ενωσιακή ταξινόμια.

Ο ενωσιακός νομοθέτης αναγνωρίζοντας περαιτέρω την δυσχέρεια σε περίπτωση σύγκλισης της μετάβασης μιας οικονομικής δραστηριότητας από το στάδιο επιλεξιμότητας στο στάδιο ευθυγράμμισης, με βάση ισχύοντα τεχνικά κριτήρια ελέγχου και της τροποποίησης των κριτηρίων αυτών κατά την διάρκεια της μετάβασης, έθεσε ένα επιπρόσθετο περιθώριο για τους εκδότες στο ενδεχόμενο αυτό. Κατά το άρθρο 8 παρ. 3 όταν υπάρχει κίνδυνος τα έσοδα ενός ανεξόφλητου ομολόγου, που καλύπτονται από σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών και δεν πληρούν ακόμα τις απαιτήσεις ταξινόμησης, να μην ευθυγραμμίζονται με τα τροποποιημένα τεχνικά κριτήρια ελέγχου μετά το πέρας της επταετίας, τότε ο εκδότης δύναται να καταρτίσει σχέδιο για την ευθυγράμμιση τους, το οποίο υποβάλλει σε εξωτερική αξιολόγηση από εξωτερικό αξιολογητή και έπειτα το δημοσιεύει. Το σχέδιο καλύπτει όχι μόνο την μελλοντική ευθυγράμμιση των εσόδων, στο μέτρο του δυνατού, με τα τροποποιημένα κριτήρια ελέγχου αλλά και τον μετριασμό, στο μέτρο του δυνατού, των αρνητικών συνεπειών της έλλειψης πλήρους ευθυγράμμισης με τα νέα κριτήρια. Η σχετική δημοσίευση πρέπει να συντελεστεί από τον εκδότη πριν την παρέλευση της επταετίας.

Το άρθρο 8 αναγνωρίζει την αναμενόμενη τεχνολογική πρόοδο στον τομέα της περιβαλλοντικής βιωσιμότητας, η οποία θα οδηγήσει κατά συνέπεια στην τροποποίηση των τεχνικών κριτηρίων ελέγχου<sup>231</sup>. Η αλλαγή αυτή όμως δεν μπορεί να διακυβεύει την ασφάλεια δικαίου, έτσι ώστε οι εκδότες και οι επενδυτές να μην επιλέγουν το σχετικό πρότυπο, λόγω αβεβαιότητας και αυξημένου κόστους για την άμεση συμμόρφωση με τις εκάστοτε ισχύουσες απαιτήσεις. Αυτό το είδος κανονιστικού κινδύνου, λόγω ενδεχόμενης αλλαγής του κανονιστικού πλαισίου μετά την έκδοση του ομολόγου, σύμφωνα με τις απαιτήσεις ταξινόμησης, θα είχε αρνητικό αντίκτυπο στην τιμή των ΕΠΟ. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ ανταποκρίθηκε σε αυτά τα ζητήματα δίνοντας περιθώρια μετάβασης, στο βάθος του χρόνου, στις επιστημονικές και τεχνολογικές εξελίξεις, χωρίς να

<sup>230</sup> Βλ. αναλυτικά σε ενότητα 3 του Κεφαλαίου αυτού.

<sup>231</sup> Σκέψη (17) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

αποκλείονται στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα περιουσιακά στοιχεία που δεν ευθυγραμμίζονται με τα τροποποιημένα κριτήρια ελέγχου από την ομάδα χρηματοδοτούμενων περιουσιακών στοιχείων μέσω του ΕΠΟ.

## 2. Η διαδικασία διάθεσης του ομολόγου στην Ελληνική κεφαλαιαγορά

Πριν αναλυθούν οι ιδιαιτερότητες που επιφέρει στο σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο, ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ προκειμένου να εκδοθεί με το σχετικό σήμα, θα παρουσιαστεί η διαδικασία την οποία ακολουθεί ένας εκδότης ομολόγου προκειμένου να το διαθέσει στην Ελληνική κεφαλαιαγορά. Όπως εκτέθηκε και σε προηγούμενο σημείο<sup>232</sup>, τα ομόλογα που καλύπτονται από αυτόν τον Κανονισμό είναι αυτά που διατίθενται σε επενδυτές στην ΕΕ είτε μέσω δημόσιας προσφοράς είτε μέσω εισαγωγής τους προς διαπραγμάτευση σε τόπο διαπραγμάτευσης. Ως τόπους διαπραγμάτευσης ο Ν. 4514/2018<sup>233</sup> αναγνωρίζει τις ρυθμιζόμενες αγορές, τους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και τους μηχανισμούς οργανωμένης διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ). Η διάκριση αυτή βασίζεται στον τρόπο οργάνωσης των αγορών<sup>234</sup>. Ενώ άμα λάβουμε ως κριτήριο διάκρισης το αντικείμενο διαπραγμάτευσης μπορούμε να διακρίνουμε την κεφαλαιαγορά, στην οποία οι κινητές αξίες, όπως τα ομόλογα, αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης από αγορές χρήματος στις οποίες συντελείται διαπραγμάτευση μέσω χρηματαγοράς<sup>235</sup>.

Κοινό χαρακτηριστικό των προαναφερθέντων τόπων διαπραγμάτευσης είναι η ύπαρξη πολυμερούς συστήματος, εντός του οποίου μπορούν να αλληλεπιδράσουν πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων. Ρυθμιζόμενη αγορά<sup>236237</sup> αποτελεί το πολυμερές σύστημα, το οποίο τελεί υπό τη διεύθυνση ή τη διαχείριση διαχειριστή αγοράς, επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση<sup>238</sup> χρηματοπιστωτικών μέσων, εντός του συστήματος<sup>239</sup> και σύμφωνα με τους κανόνες του, οι οποίοι δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια<sup>240</sup>, κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση, βάσει των κανόνων ή των συστημάτων του, και έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά, σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙΙ του Ν. 4514/2018 ή της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ. Κατά τα άρθρα 44-45 του Ν. 4514/2018 πρέπει να ληφθεί προηγούμενη άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ) τόσο για την λειτουργία της ρυθμιζόμενης αγοράς όσο και για τη λειτουργία του διαχειριστή

<sup>232</sup> Βλ. ανωτέρω υπό ενότητα 1 του Κεφαλαίου αυτού.

<sup>233</sup> Ο Νόμος αυτός ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο την Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II).

<sup>234</sup> Ρόκας, Ν., Γκόρτσος, Χ., Μικρούλεα, Α. και Λιβαδά, Χ. “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, (2016), σελ. 669-670.

<sup>235</sup> Όπως τα έντοκα γραμμάτια.

<sup>236</sup> Άρθρο 4 στοιχείο 21) του Ν. 4514/2018.

<sup>237</sup> Ο όρος ρυθμιζόμενη αγορά αντικατέστησε τον όρο οργανωμένη αγορά του προγενέστερου δικαίου.

<sup>238</sup> Κάθε εντολή, ζεύγος εντολών και κάθε άλλη εκδήλωση ενδιαφέροντος αναγνωρίζεται από τον Κανονισμό 600/2014 ως ενδιαφέρον για την αγορά και την πώληση.

<sup>239</sup> Ο Κανονισμός 600/2014 ορίζει ως σύστημα όλες τις αγορές που αποτελούνται από σύνολο κανόνων και από χώρο συναλλαγών, καθώς και από τις αγορές που λειτουργούν μόνο βάσει συνόλου κανόνων. Δεν υπάρχει υποχρέωση αντιστοίχισης των εντολών για τις ρυθμιζόμενες αγορές και τους ΠΜΔ, που πρέπει να είναι σε θέση να χρησιμοποιούν άλλα πρωτόκολλα διαπραγμάτευσης, συμπεριλαμβανομένων συστημάτων στα οποία οι χρήστες έχουν τη δυνατότητα να διαπραγματεύονται έναντι ζευγών εντολών τις οποίες ζητούν από πολλαπλούς παρόχους. Η Οδηγία 2014/65/ΕΕ ορίζει ως πολυμερές σύστημα οποιοδήποτε σύστημα ή μηχανισμό στο οποίο πλείονα ενδιαφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων μπορούν να αλληλεπιδρούν εντός αυτού.

<sup>240</sup> Ως κανόνες, οι οποίοι δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια, αναγνωρίζονται από τον Κανονισμό 600/2014 όλοι οι κανόνες που δεν αφήνουν στην επιχείρηση επενδύσεων που διαχειρίζεται την αγορά καμία διακριτική ευχέρεια ως προς τον τρόπο αλληλεπίδρασης των εν λόγω ενδιαφερόντων.

της ρυθμιζόμενης αγοράς. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο λειτουργούν 137 ρυθμιζόμενες αγορές, ενώ στην Ελλάδα υφίστανται η αγορά αξιών με διαχειριστή το Χρηματιστήριο Αθηνών, η αγορά παραγώγων με διαχειριστή το Χρηματιστήριο Αθηνών, η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων με διαχειριστή την Τράπεζα της Ελλάδας και η ενεργειακή χρηματοπιστωτική αγορά παραγώγων με διαχειριστή το Ελληνικό Χρηματιστήριο Ενέργειας ΑΕ<sup>241</sup>.

Ως ΠΜΔ<sup>242243</sup> ορίζεται το πολυμερές σύστημα το οποίο τελεί υπό την διαχείριση εταιρείας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή διαχειριστή της αγοράς και το οποίο επιτρέπει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια κατά τρόπο καταλήγοντα στην σύναψη σύμβασης, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στις διατάξεις του τίτλου ΙΙ του Ν. 4514/2018 ή της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ. Άδεια λειτουργίας ΠΜΔ μπορεί να χορηγηθεί και σε πιστωτικό ίδρυμα. Η οργάνωση και η λειτουργία ενός ΠΜΔ χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ευελιξία από τις αντίστοιχες της ρυθμιζόμενης αγοράς<sup>244</sup>. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτόν και οι εκδότες τους δεν πρέπει να συμμορφώνονται με συγκεκριμένες προϋποθέσεις του Ν. 4514/2018. Από την άλλη όμως τα μέλη του ΠΜΔ πρέπει να τηρούν συγκεκριμένες υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας απέναντι στους πελάτες τους κατά την εκτέλεση των εντολών τους. Παράλληλα, ο Ν. 4514/2018 ρυθμίζει τις υποχρεώσεις των μελών και των διαχειριστών του ΠΜΔ σχετικά με τις συναλλαγές που εκτελούνται εντός αυτού. Η δικαιολογητική βάση των υποχρεώσεων αυτών βρίσκεται στον αυξημένο κίνδυνο που έχει η κατάρτιση συναλλαγών σε αυτόν τον τόπο διαπραγμάτευσης για τους επενδυτές<sup>245</sup>, ο οποίος κίνδυνος δικαιολογεί περαιτέρω τη νομοθετική αναγνώριση της λειτουργίας ΠΜΔ ως επενδυτική υπηρεσία<sup>246</sup>. Στην ΕΕ λειτουργούν 222 ΠΜΔ, ενώ στην Ελλάδα λειτουργεί μόνο η Εναλλακτική Αγορά υπό την διαχείριση του Χρηματιστηρίου Αθηνών<sup>247</sup>.

Ο ΜΟΔ<sup>248</sup> αποτελεί πολυμερές σύστημα, που δεν είναι ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, και στο οποίο πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση αποκλειστικά ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παραγώγων μέσων δύνανται να αλληλεπιδρούν στο εσωτερικό του κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τον τίτλο ΙΙ του Ν. 4514/2018 ή την Οδηγία 2014/65/ΕΕ. Ο ΜΟΔ αποτελεί νεότερο τόπο διαπραγμάτευσης που επήλθε με την Οδηγία 2014/65/ΕΕ, προκειμένου να καλυφθεί το ρυθμιστικό κενό που υπήρχε μέχρι τότε ως προς την εποπτεία και τον έλεγχο μιας σειράς από συστήματα διαπραγμάτευσης και να διασφαλιστεί, μέσα από τις νέες νομοθετικές υποχρεώσεις της Οδηγίας, η αποτελεσματική και εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών εν γένει<sup>249</sup>. Στην ΕΕ λειτουργούν 73 ΜΟΔ, ενώ στην Ελλάδα δεν υπάρχει κανένας<sup>250</sup>. Ο ΜΟΔ διακρίνεται από τον ΠΜΔ όχι μόνο ως προς το αντικείμενο διαπραγμάτευσης αλλά και ως προς την αναγνώριση διακριτικής ευχέρειας ως προς τον τρόπο κατάρτισης συναλλαγών σε αυτόν. Για αυτό η ΕΚ πριν

<sup>241</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 71.

<sup>242</sup> Άρθρο 4 στοιχείο 22) του Ν. 4514/2018.

<sup>243</sup> Στον ΠΜΔ, όπως και στον ΜΟΔ, εφαρμόζεται ο Κανονισμός 596/2014 περί κατάχρησης αγοράς. Δεν εφαρμόζονται όμως σε αυτόν ο Ν. 3371/2005 σχετικά με τις προϋποθέσεις εισαγωγής, ο Ν. 3556/2007 σχετικά με την πληροφόρηση των επενδυτών καθώς και ο Ν. 4706/2020 περί εταιρικής διακυβέρνησης.

<sup>244</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 72.

<sup>245</sup> ό.π.

<sup>246</sup> Το ίδιο και η λειτουργία ΜΟΔ.

<sup>247</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 73.

<sup>248</sup> Άρθρο 4 στοιχείο 23) του Ν. 4514/2018.

<sup>249</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 73.

<sup>250</sup> ό.π., σελ. 74.

χορηγήσει άδεια σε διαχειριστή αγοράς ή σε εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, μπορεί να απαιτήσει, μεταξύ άλλων, παροχή των λόγων για τους οποίους το σύστημα δεν αντιστοιχεί και δεν μπορεί να λειτουργήσει ως ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο θα ασκεί την διακριτική του ευχέρεια.

Σε περίπτωση που ο εκδότης αποφασίσει να προχωρήσει σε εισαγωγή του ομολόγου σε μια από τις Ελληνικές ρυθμιζόμενες αγορές<sup>251</sup> θα πρέπει να συναντά τις υποχρεώσεις του Ν. 3371/2005 αλλά και του Κανονισμού λειτουργίας της εκάστοτε ρυθμιζόμενης αγοράς<sup>252</sup>. Γενικά, η έκδοση και η διάθεση των κινητών αξιών για πρώτη φορά είτε με δημόσια προσφορά είτε με ιδιωτική τοποθέτηση λαμβάνει χώρα στις πρωτογενείς αγορές. Η μετέπειτα διαπραγμάτευση των εκδοθέντων στην πρωτογενή αγορά κινητών αξιών διεξάγεται στην δευτερογενή αγορά<sup>253</sup>. Συνεπώς, ο εκδότης θα καταφύγει στην πρωτογενή αγορά για την άντληση δανειακών κεφαλαίων μέσω της έκδοσης ομολόγων, τα οποία κεφάλαια θα χρησιμοποιήσει μετά προς επίτευξη των στόχων που δήλωσε στους επενδυτές του<sup>254</sup>.

Η κύρια συναλλαγή στην πρωτογενή αγορά είναι η έκδοση και η διάθεση, δηλαδή η εισαγωγή της κινητής αξίας σε αυτήν. Εφόσον ο εκδότης συναντήσει την πλειάδα προϋποθέσεων που θέτει το ελληνικό δίκαιο κεφαλαιαγοράς μπορεί να εισάγει τα εκδοθέντα ομόλογα του σε μια εκ των ελληνικών ρυθμιζόμενων αγορών, που θα αποτελέσει την πρωτογενή αγορά. Ο εκδότης θα πρέπει να υποβάλλει αίτηση στο χρηματιστήριο για εισαγωγή του ομολόγου στην ρυθμιζόμενη αγορά που το τελευταίο διαχειρίζεται, ενώ παράλληλα θα πρέπει να καταρτίσει ενημερωτικό δελτίο και να το υποβάλλει προς έγκριση στην ΕΚ. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να αιτηθεί από την ΕΚ την χορήγηση άδειας για τη διενέργεια δημόσιας εγγραφής, εφόσον απαιτείται.

Εφόσον το χρηματιστήριο μετά από έλεγχο αναγνωρίσει την συνδρομή των προϋποθέσεων εισαγωγής κατά τον Ν. 3371/2005 και τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου<sup>255</sup>, προβαίνει σε σχετική ενημέρωση της ΕΚ, ώστε αυτή να προχωρήσει σε έλεγχο και έγκριση του ενημερωτικού δελτίου. Εφόσον εγκρίνει το ενημερωτικό δελτίο, κοινοποιεί την άδεια της για τη διενέργεια δημόσιας εγγραφής<sup>256</sup> του ομολόγου στο Χρηματιστήριο που λαμβάνει την τελική απόφαση για εισαγωγή. Ο Ν. 3371/2005 προβλέπει ειδικούς ελάχιστους όρους για την έκδοση ομολόγου σχετικούς τόσο με τον εκδότη όσο και με τις ίδιες τις ομολογίες στο άρθρο 6 ενώ στα άρθρα 7 και 8 θέτει ειδικές ρυθμίσεις για αλλοδαπούς εκδότες και κρατικές οντότητες εκδότες<sup>257</sup>. Αξιοσημείωτο είναι το άρθρο 6 παρ. 2 που απαιτεί την συμφωνία της νομικής κατάστασης των ομολογιών με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκεινται. Αυτό συνεπάγεται συμφωνία του ΕΠΟ, προκειμένου να εγκριθεί η εισαγωγή του σε ελληνική ρυθμιζόμενη αγορά, όχι μόνο με τις σχετικές διατάξεις του Ν. 4548/2018 αλλά και με τον Κανονισμό για ΕΠΟ.

Πέρα από την πρωτογενή αγορά, τα ΕΠΟ μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς από τους επενδυτές και στην δευτερογενή αγορά. Οι επενδυτές αυτοί στην ουσία είναι οι ομολογιούχοι δανειστές, οι οποίοι στην δευτερογενή αγορά έχουν την δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσής τους και άντλησης κεφαλαίων. Η ρευστοποίηση αυτή συντελείται

<sup>251</sup> Η εισαγωγή κινητών αξιών σε ΠΜΔ ρυθμίζεται από τον κανονισμό του ΠΜΔ.

<sup>252</sup> Άρθρο 47 παρ. 1 περίπτωση ζ) του Ν. 4514/2018.

<sup>253</sup> Ρόκας, Ν., Γκόρτσος, Χ., Μικρουλέα, Α. και Λιβαδά, Χ. “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, (2016), σελ. 669.

<sup>254</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 192.

<sup>255</sup> Κατά το άρθρο 10 παρ. 1 του Ν. 3371/2005 και το άρθρο 47 παρ. 1 περίπτωση ζ) του Ν. 4514/2018.

<sup>256</sup> Το άρθρο 1 παρ. 4 του Ν. 3371/2005 ορίζει πως η δημόσια εγγραφή κινητών αξιών καλύπτει και περιπτώσεις δημόσιας προσφοράς υφιστάμενων κινητών αξιών.

<sup>257</sup> Όπως ορίζονται με βάση τον Κανονισμό για ΕΠΟ.

στην δευτερογενή αγορά μέσα από δύο διακριτά στάδια<sup>258</sup>. Πρώτα, ο επενδυτής θα προσφύγει σε ένα μέλος ή συμμετέχοντα της χρηματοπιστωτικής αγοράς<sup>259</sup> για την διενέργεια της διαπραγμάτευσης και της κατάρτισης της συναλλαγής στην δευτερογενή ρυθμιζόμενη αγορά<sup>260</sup>. Μετά την κατάρτιση της συναλλαγής, απαιτείται η εκκαθάριση και ο διακανονισμός της, προκειμένου να οριστικοποιηθεί. Η εκκαθάριση των συναλλαγών διενεργείται μετά το ημερήσιο πέρας των συναλλαγών και αποτελεί τον υπολογισμό σε χρήματα και αξίες των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων κάθε μέρους της συναλλαγής. Ο διακανονισμός αποτελεί τις υλικές ενέργειες της παράδοσης και παραλαβής των χρημάτων και των τίτλων<sup>261</sup>.

Μια τελική αξιοσημείωτη διάκριση ανάμεσα στην πρωτογενή αγορά και στην δευτερογενή αγορά εδράζεται σε υποχρεώσεις διαφάνειας ανάμεσα τους. Ο εκδότης στην δημόσια προσφορά στην πρωτογενή αγορά θα πρέπει να καταρτίσει και να υποβάλει προς έγκριση το ενημερωτικό δελτίο του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129<sup>262</sup>, προκειμένου να ενημερωθούν οι επενδυτές, να ενισχυθεί η προστασία τους και να διασφαλιστεί η εν γένει αποτελεσματικότητα της αγοράς<sup>263</sup>. Στην συνέχεια θα πρέπει να τηρεί τις υποχρεώσεις περιοδικής και διαρκούς πληροφόρησης στην δευτερογενή αγορά οι οποίες προβλέπονται κυρίως στον Ν. 3556/2007.

### 3. Η χρήση των εσόδων

Πέρα από τις προαναφερθείσες απαιτήσεις που θέτει το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ο εκδότης ΕΠΟ θα πρέπει να εκπληρώσει κάποιες επιπρόσθετες απαιτήσεις προκειμένου να εξασφαλίσει την διάθεση των ομολόγων αυτών στην Ελλάδα, σύμφωνα με τον Κανονισμό για ΕΠΟ. Οι απαιτήσεις αυτές αφορούν την χρήση των εσόδων, την συμπληρωματική διαφάνεια και την λήψη εξωτερικής αξιολόγησης. Αρχικά, τα ΕΠΟ θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με βάση είτε την σταδιακή προσέγγιση είτε την προσέγγιση χαρτοφυλακίου<sup>264</sup>, έτσι ώστε τα έσοδα τους να διοχετεύονται πλήρως, μέχρι την ημερομηνία λήξης των ομολόγων, σε οικονομικές δραστηριότητες, οι οποίες θεωρούνται ως περιβαλλοντικά βιώσιμες βάσει της ενωσιακής ταξινόμησης. Ξεκινώντας με την σταδιακή προσέγγιση (a bond by bond approach)<sup>265</sup>, αυτή αφορά την άντληση εσόδων από ένα ΕΠΟ και την διοχέτευση τους σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, σε κεφαλαιουχικές και λειτουργικές δαπάνες, σε περιουσιακά στοιχεία και δαπάνες νοικοκυριών και σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία.

Τα πάγια περιουσιακά στοιχεία που ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ διακρίνει ρητά από τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, ορίζονται από τον Ν. 4308/2014 ως τα περιουσιακά στοιχεία που προορίζονται να χρησιμοποιηθούν κατά τρόπο διαρκή για τους σκοπούς της οντότητας και αναμένεται να προσφέρουν οφέλη πέρα της μιας ετήσιας περιόδου. Ως

<sup>258</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 206.

<sup>259</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο II, 1.2.

<sup>260</sup> Στα πρόσωπα αυτά παρέχεται νομικό μονοπώλιο για την κατάρτιση συναλλαγών, εκτός από τις περιπτώσεις χορήγησης άμεσης ηλεκτρονικής πρόσβασης στην αγορά. Βλ. Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 207.

<sup>261</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 220.

<sup>262</sup> Ο Ν.4706/2020 ρυθμίζει ζητήματα εφαρμογής του Κανονισμού.

<sup>263</sup> Τόσο ο Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 όσο και ο Ν. 4706/2020 θέτουν εξαιρέσεις από την σχετική υποχρέωση με βάση το πρόσωπο του αποδέκτη της προσφοράς, την αξία της προσφοράς και το αντικείμενο της προσφοράς.

<sup>264</sup> Άρθρο 4 του Κανονισμού για ΕΠΟ.

<sup>265</sup> Björkholm, L and Lehner, O. “Nordic green bond issuers’ views on the upcoming EU Green Bond Standard”, ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, διαθέσιμο στο: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofrp101.pdf>, (9 Δεκεμβρίου 2021), σελ.233, τελευταία πρόσβαση 29 Σεπτεμβρίου 2024.

χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ αναγνωρίζει το χρέος και το μετοχικό κεφάλαιο<sup>266</sup>, τα οποία δημιουργήθηκαν το αργότερο πέντε έτη μετά την έκδοση του ΕΠΟ. Η διοχέτευση των εσόδων σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποτελεί τον έμμεσο τρόπο χρηματοδότησης των περιβαλλοντικά βιώσιμων έργων<sup>267</sup>. Ουσιαστικά ο εκδότης μετά την διάθεση του ΕΠΟ λαμβάνει κεφάλαια, τα οποία διοχετεύει σε αγορά μετοχών ή σε δανειοδοτικές δραστηριότητες, επιδιώκοντας το μεταγενέστερο κέρδος από αυτά<sup>268</sup>. Έπειτα, ο εκδότης μπορεί να επιλέξει να χρησιμοποιήσει τα έσοδα αυτά για να χρηματοδοτήσει είτε νέα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία είτε μια από τις άλλες επιλογές που θέτει το άρθρο 4 του Κανονισμού για ΕΠΟ. Εφόσον επιλέξει την χρηματοδότηση νέων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων υπάρχει μια σειρά προϋποθέσεων που πρέπει να τηρήσει.

Αρχικά, παραμένει ο χρονικός περιορισμός των πέντε χρόνων από την έκδοση του ΕΠΟ προκειμένου το χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο να είναι επιλέξιμο βάσει του εν λόγω Κανονισμού για χρηματοδότηση. Επιπροσθέτως, ο εκδότης δεν μπορεί να επαναλάβει αυτόν τον έμμεσο τρόπο χρηματοδότησης σε άλλα μεταγενέστερα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία περισσότερο από τρεις διαδοχικές φορές. Και τέλος, τα έσοδα που θα προκύψουν από τα χρηματοδοτούμενα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει ολοκληρωτικά να διοχετευτούν σε πάγια περιουσιακά στοιχεία ή δαπάνες<sup>269</sup>.

Εφόσον τώρα ο εκδότης επιλέξει αντί για χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, την χρήση του κεφαλαίου για την χρηματοδότηση κεφαλαιουχικών<sup>270</sup> ή λειτουργικών<sup>271</sup> δαπανών που είναι συναφείς και που δεν έχουν ευθυγραμμιστεί ακόμα με την ενωσιακή ταξινόμια, αλλά είναι σε σχετική πορεία, θα πρέπει να καταρτίσει το σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών του άρθρου 7<sup>272</sup>, το οποίο αναφέρθηκε και σε προηγούμενο σημείο<sup>273</sup>. Πέρα από την προθεσμία, η οποία προηγείται της λήξης του ΕΠΟ και εντός της οποίας ο εκδότης ορίζει πως οι συναφείς οικονομικές δραστηριότητες και άρα και οι δαπάνες θα ευθυγραμμιστούν με την ταξινόμια, αυτός πρέπει επιπλέον να λάβει αξιολόγηση από εξωτερικό αξιολογητή. Αυτή θα ληφθεί εντός 60 ημερών από την προθεσμία του σχεδίου και θα έχει ως αντικείμενο τον βαθμό ευθυγράμμισης των χρηματοδοτούμενων δαπανών με την ενωσιακή ταξινόμια. Γενικά ως κεφαλαιουχική δαπάνη αναγνωρίζεται το ετήσιο ακαθάριστο ποσό που καταβάλλεται για την απόκτηση και την εσωτερική ανάπτυξη πάγιων περιουσιακών στοιχείων<sup>274</sup>. Σε αυτές τις δαπάνες περιλαμβάνονται

---

<sup>266</sup> Ο Ν. 4308/2014 συμφωνεί ορίζοντας ως χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο κάθε στοιχείο, το οποίο είναι, μεταξύ άλλων, είτε συμβατικό δικαίωμα για λήψη μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου από μια άλλη οντότητα είτε συμμετοχικός τίτλος σε άλλη οντότητα.

<sup>267</sup> Σκέψη (11) του Προοιμίου του Κανονισμού για ΕΠΟ.

<sup>268</sup> Είτε στην μορφή μερίσματος είτε στην μορφή τόκου.

<sup>269</sup> Γεγονός που ο εκδότης πρέπει να διασφαλίζει ότι οι εξωτερικοί αξιολογητές μπορούν αποτελεσματικά να ελέγξουν, εντοπίζοντας την τελική διάθεση αυτή.

<sup>270</sup> Οι καλυπτόμενες από τον εν λόγω Κανονισμό κεφαλαιουχικές δαπάνες παρουσιάζονται συγκεντρωτικά στο Παράρτημα Ι σημείο 1.1.2.2. της Disclosures Delegated Act.

<sup>271</sup> Η Disclosures Delegated Act αναγνωρίζει στο Παράρτημα Ι σημείο 1.1.3.2. ως λειτουργικές δαπάνες, μεταξύ άλλων, κάθε μη κεφαλαιουχική δαπάνη σε στοιχεία ενεργητικού ή διαδικασίες που συνδέονται με ευθυγραμμισμένες με την ταξινόμια οικονομικές δραστηριότητες, σε έρευνα και ανάπτυξη, σε αγορά προϊόντων από ευθυγραμμισμένες με την ταξινόμια οικονομικές δραστηριότητες, σε επιμέρους μέτρα ανακαίνισης κτηρίων όπως προσδιορίζονται από τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου και υπό την προϋπόθεση εφαρμογής και θέσης σε ισχύ των μέτρων αυτών εντός 18 μηνών από την συντέλεση της δαπάνης.

<sup>272</sup> Το σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών δημοσιοποιείται σε συγκεντρωτικό επίπεδο και εγκρίνεται από το διοικητικό όργανο της επιχείρησης είτε άμεσα είτε μέσω ανάθεσης.

<sup>273</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο ΙΙΙ,1.

<sup>274</sup> Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) “Oslo Manual 2018”, διαθέσιμο στο: [https://www.oecd.org/en/publications/oslo-manual-2018\\_9789264304604-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/oslo-manual-2018_9789264304604-en.html), (22 Οκτωβρίου 2018).

οι ακαθάριστες δαπάνες για ακίνητη περιουσία, μηχανήματα, όργανα, εξοπλισμό μεταφορών, προϊόντα πνευματικής ιδιοκτησίας. Από την άλλη πλευρά, λειτουργικές είναι οι δαπάνες που δεν συνδέονται άμεσα με την δημιουργία ή την παραγωγή ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας αλλά με την ίδια την καθημερινή λειτουργία της επιχείρησης, όπως οι μισθοί, τα μισθώματα και οι φόροι ιδιοκτησίας ακινήτων<sup>275</sup>.

Οι κεφαλαιουχικές και οι λειτουργικές δαπάνες αναγνωρίστηκαν από τον ενωσιακό νομοθέτη ως ικανές να χρησιμοποιηθούν για την απόκτηση, την αναβάθμιση ή την διατήρηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων και έτσι εντάχθηκαν ως αποδεκτός τρόπος χρήσης των εσόδων για την ευθυγράμμιση οικονομικών δραστηριοτήτων με την ενωσιακή ταξινόμια ή για την επέκταση των ήδη ευθυγραμμισμένων οικονομικών δραστηριοτήτων με αυτήν. Αξιομνημόνευτο, είναι πως το άρθρο 7 του Κανονισμού για ΕΠΟ που ορίζει την υποχρέωση κατάρτισης σχεδίου κεφαλαιουχικών δαπανών για τις περιπτώσεις οικονομικών δραστηριοτήτων που δεν έχουν ευθυγραμμιστεί ακόμα με την ενωσιακή ταξινόμια, αναφέρεται στο σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών που προβλέπει η Disclosures Delegated Act. Ο κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμός αυτός εκδόθηκε βάσει του άρθρου 8 παρ. 4 του Κανονισμού Ταξινόμιας που ορίζει πως πρέπει να ληφθούν υπόψη, μεταξύ άλλων, οι ιδιαιτερότητες τόσο των χρηματοπιστωτικών όσο και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από την Disclosures Delegated Act. Συνεπώς αυτή θέτοντας τις απαιτήσεις γνωστοποίησης βιωσιμότητας των υπόχρεων επιχειρήσεων, ενώ συμπεριλαμβάνει ευθυγραμμισμένες και επιλέξιμες οικονομικές δραστηριότητες στους αριθμητές που θα δώσουν τους βασικούς δείκτες επιδόσεως των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων<sup>276</sup>, διατηρεί μόνο τις ευθυγραμμισμένες για τους αριθμητές των χρηματοπιστωτικών<sup>277</sup>. Αυτός είναι και ο λόγος που η Disclosures Delegated Act περιορίζει την πρόβλεψη για το σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών μόνο στις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, καθώς μόνο σε αυτές παραχωρεί περιθώριο αναγνώρισης μη ευθυγραμμισμένων οικονομικών δραστηριοτήτων ως τμήμα των πράσινων στοιχείων στις καταστάσεις τους.

Ένας άλλος προβλεπόμενος τρόπος χρήσης των εσόδων είναι η χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων και των δαπανών των νοικοκυριών, δεδομένου ότι και αυτά μπορεί να εκδηλώσουν θετικό περιβαλλοντικό αντίκτυπο. Η Disclosures Delegated Act δίνει παραδείγματα τέτοιας χρηματοδότησης μέσα από τα ανοίγματα λιανικής τραπεζικής<sup>278</sup>. Ως τέτοιες χρήσεις των εσόδων μπορούν να θεωρηθούν τα στεγαστικά δάνεια, τα δάνεια ανακαίνισης κατοικιών ή τα καταναλωτικά δάνεια για την αγορά μηχανοκίνητων οχημάτων. Ο ενωσιακός νομοθέτης αναγνωρίζοντας πως δεν ήταν αρκετό να μην αποθαρρύνει τους επίδοξους εκδότες με τον προαιρετικό χαρακτήρα του ΕΠΟ, αλλά θα χρειαζόταν επιπλέον να καταστήσει και ελκυστική την επιλογή του συγκεκριμένου ομολογιακού μέσου, ακόμα και για τις μικρές επιχειρήσεις<sup>279</sup>, έθεσε μια εξαίρεση ως προς την πλήρη χρήση των εσόδων σε περιβαλλοντικά βιώσιμες επενδύσεις. Οι εκδότες θα μπορούν να αφαιρέσουν το κόστος έκδοσης του ΕΠΟ από τα έσοδα που θα αντλήσουν από αυτό πριν την χρήση των εν λόγω εσόδων.

<sup>275</sup> Ross, S. "CapEx vs OpEx: What's the Difference?", διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/ask/answers/112814/whats-difference-between-capital-expenditures-capex-and-operational-expenditures-opex.asp>, (11 Ιουλίου 2024), τελευταία πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>276</sup> Βλ. Βασικούς Δείκτες Επιδόσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο Παράρτημα I σημείο 1.1.2.2. της Disclosures Delegated Act.

<sup>277</sup> Βλ. Βασικούς Δείκτες Επιδόσεων πιστωτικών ιδρυμάτων στο Παράρτημα V σημείο 1.2.1. της Disclosures Delegated Act.

<sup>278</sup> Παράρτημα V σημείο 1.2.1.3. της Disclosures Delegated Act.

<sup>279</sup> Σκέψη (14) του Κανονισμού για ΕΠΟ.

Η δυνατότητα αυτή εδράζεται στην θέση πως η απαίτηση διάθεσης των εσόδων από τα ΕΠΟ σε περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες θα πρέπει να ισχύσει μόνο για τα καθαρά έσοδα τέτοιων ομολόγων. Τα καθαρά έσοδα ισούνται με τη διαφορά ανάμεσα στα συνολικά έσοδα του ομολόγου και στο κόστος έκδοσης που είναι άμεσα συνδεδεμένο με την έκδοση του ΕΠΟ. Στο κόστος έκδοσης συμπεριλαμβάνεται το κόστος των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών που έχουν την ευθύνη της έκδοσης, το κόστος παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, το κόστος νομικής αρωγής, το κόστος διαβάθμισης και το κόστος που σχετίζεται με την εξωτερική αξιολόγηση. Θα αποτελεί ζήτημα επιχειρηματικής κρίσης του εκδότη κατά πόσο θα χρησιμοποιήσει τα καθαρά ή τα ακαθάριστα έσοδα για την χρηματοδότηση περιβαλλοντικά βιώσιμων οικονομικών δραστηριοτήτων.

Μια δεύτερη εξαίρεση στην χρήση των εσόδων των ΕΠΟ τίθεται στο άρθρο 5 που προβλέπει έναν βαθμό ευελιξίας ως προς την χρήση αυτή (flexibility rocket)<sup>280</sup>. Η πραγματικότητα ότι τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου δεν καλύπτουν, όπως είναι ανθρωπίνως λογικό, κάθε υπαρκτή οικονομική δραστηριότητα λήφθηκε υπόψη από τον ενωσιακό νομοθέτη στο μέτρο του δυνατού, έτσι ώστε να μην αποπροσανατολιστεί μεγάλο μέρος των κεφαλαίων από τις περιβαλλοντικά βιώσιμες επενδύσεις. Συνεπώς, το 15% των εσόδων ενός ΕΠΟ μπορεί να διατεθεί σε οικονομικές δραστηριότητες που συμμορφώνονται με όλες τις άλλες απαιτήσεις ταξινόμησης<sup>281</sup>, εκτός από τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου. Όμως αυτές οι οικονομικές δραστηριότητες θα αποτελούν επιπροσθέτως δραστηριότητες για τις οποίες δεν έχουν τεθεί σε ισχύ τεχνικά κριτήρια ελέγχου έως την ημερομηνία έκδοσης του ΕΠΟ ή δραστηριότητες στο πλαίσιο διεθνούς στήριξης, όπως αυτή ορίζεται στο άρθρο 5 παρ. 1 στοιχείο β) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ<sup>282</sup>. Ο εκδότης θα πρέπει να ενσωματώσει στο σχετικό ενημερωτικό δελτίο για τα ΕΠΟ περιγραφή αυτών των οικονομικών δραστηριοτήτων, όπως και το εκτιμώμενο ποσοστό των εσόδων που προορίζονται για τη χρηματοδότηση των εν λόγω δραστηριοτήτων ως σύνολο και επίσης ανά δραστηριότητα. Επιπλέον, θα πρέπει να προβεί σε πρόσθετες διασφαλίσεις ως προς την συμφωνία των οικονομικών δραστηριοτήτων αυτών με τα γενικά κριτήρια για τη «μη πρόκληση σημαντικής βλάβης» που καθορίζονται στην Climate Delegated Act. Με γνώμονα την παρούσα πορεία της ΕΕ, τους ρυθμούς με τους οποίους επεκτείνονται και εξελίσσονται τα τεχνικά κριτήρια ελέγχου<sup>283</sup> αλλά και με την προβλεπόμενη αύξηση του αριθμού πράσινων επενδύσεων<sup>284</sup> ο συγκεκριμένος βαθμός ευελιξίας ενδέχεται να επανεξεταστεί, προκειμένου να κριθεί η μείωση ή η πλήρης κατάργησή του.

---

<sup>280</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 32-33.

<sup>281</sup> Σημαντική συμβολή σε έναν ή περισσότερους περιβαλλοντικούς στόχους του Κανονισμού Ταξινόμησης, μη σημαντική επιβάρυνση τους και τήρηση των ελάχιστων διασφαλίσεων.

<sup>282</sup> Σε αυτή την περίπτωση αναγνωρίζεται βαθμός ευελιξίας, ενώ υπάρχουν σχετικά τεχνικά κριτήρια ελέγχου. Συνεπώς, η παράγραφος 4 ορίζει στον εκδότη να διασφαλίσει ότι οι εν λόγω οικονομικές δραστηριότητες πληρούν τα σχετικά τεχνικά κριτήρια ελέγχου στο μέτρο της μέγιστης δυνατής επιμέλειας.

<sup>283</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο III,1.

<sup>284</sup> Capital.gr “Eurobank: Σε διεθνείς επενδυτές το 85% της έκδοσης του πράσινου ομολόγου των 850 εκατ.”, διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3869486/eurobank-se-diethneis-ependutes-to-85-tis-ekdosis-tou-prasinou-omologou-ton-850-ekat/>, (18 Σεπτεμβρίου 2024) και Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 15.



Η εναλλακτική προσέγγιση που θέτει ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ είναι η προσέγγιση χαρτοφυλακίου (portfolio approach)<sup>285</sup>. Με βάση αυτήν τη προσέγγιση, ο εκδότης αντί να διοχετεύει άμεσα ή έμμεσα τα έσοδα του ομολόγου σε περιουσιακά στοιχεία ή δαπάνες, τα εντάσσει σε χαρτοφυλάκιο πάγιων ή χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Σε αυτήν την περίπτωση θα υπάρχουν δύο χαρτοφυλάκια, ένα με τα έσοδα από τα ανεξόφλητα ΕΠΟ και ένα με τα περιβαλλοντικά βιώσιμα περιουσιακά στοιχεία. Η κανονιστική απαίτηση για τον εκδότη εδώ θα είναι να αποδείξει στις εκθέσεις επιμερισμού των κερδών ότι η συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων του δεύτερου χαρτοφυλακίου υπερβαίνει την συνολική αξία του χαρτοφυλακίου με τα ανεξόφλητα ΕΠΟ. Αυτή η απαίτηση τίθεται για να διασφαλίζεται ότι όλα τα έσοδα από τα ΕΠΟ χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση περιβαλλοντικά βιώσιμων οικονομικών δραστηριοτήτων. Για αυτό ακριβώς και το γράμμα του Κανονισμού επιβάλλει η συνολική αξία του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων να υπερβαίνει την συνολική αξία του χαρτοφυλακίου των ανεξόφλητων ΕΠΟ, καθώς η σωστή χρήση των εσόδων βάσει του Κανονισμού πρέπει να καθιστά την σχέση των χαρτοφυλακίων ως προς την αξία τους αντιστρόφως ανάλογη. Κάθε μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου των ανεξόφλητων ΕΠΟ θα πρέπει να οδηγεί σε ισόποση αύξηση του άλλου χαρτοφυλακίου.

Και αυτό θα μπορεί να παρουσιαστεί από τον εκδότη όταν έρθει η στιγμή για να καταρτίσει και να δημοσιεύσει έκθεση επιμερισμού των κερδών κατά την διάρκεια ζωής του ομολόγου, εφόσον έχει κάνει χρήση των εσόδων σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Κανονισμού. Εύλογο απορίας είναι πως η πρόβλεψη του βαθμού ευελιξίας που προβλέπει το άρθρο 5 στην χρήση των εσόδων δεν αναιρεί αυτήν την ισορροπία ανάμεσα στα δύο χαρτοφυλάκια. Πέρα από τον ρητό περιορισμό εφαρμογής της ευελιξίας του 15% μόνο για την χρήση εσόδων μέσω της σταδιακής προσέγγισης, αυτό επαληθεύεται και από την σκέψη (16) του Προοιμίου που κάνει λόγο για «όλα τα έσοδα» και υποχρέωση των επιχειρήσεων που επιλέγουν την προσέγγιση χαρτοφυλακίου να παρουσιάζουν στις ετήσιες εκθέσεις επιμερισμού των κερδών ότι τα σχετικά περιουσιακά στοιχεία του χαρτοφυλακίου πληρούν τα εφαρμοστέα τεχνικά κριτήρια ελέγχου.

Αυτή η δυνατότητα παρέχεται στους εκδότες, επειδή αρκετές επιχειρήσεις μπορεί να έχουν εκδώσει και να διαθέτουν ένα ή περισσότερα ΕΠΟ στο παθητικό ισολογισμού τους, χωρίς να έχουν την άμεση ευχέρεια να προσδιορίσουν, για κάθε ξεχωριστή έκδοση ΕΠΟ, τα διακριτά περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό τους, στα οποία έχουν διατεθεί τα έσοδα του εν λόγω ομολόγου<sup>286</sup>. Αρα, μέσω της προσέγγισης χαρτοφυλακίου, ο εκδότης μπορεί να δημοσιοποιεί στον ισολογισμό του την χρήση του συνόλου των εσόδων του χαρτοφυλακίου των ΕΠΟ στο χαρτοφυλάκιο περιβαλλοντικά βιώσιμων περιουσιακών στοιχείων. Μάλιστα, η αξιοποίηση της προσέγγισης χαρτοφυλακίου δίνει το περιθώριο στον εκδότη να υπερβεί το χρονικό όριο που συνοδεύει την περίπτωση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και να διαθέσει έσοδα σε χαρτοφυλάκιο με χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που εκδόθηκαν ακόμα και μετά από πέντε έτη από την έκδοση του ΕΠΟ. Προκειμένου ο εκδότης να κάνει χρήση των πλεονεκτημάτων αυτής της προσέγγισης θα πρέπει βέβαια να τηρεί κάποιες πρόσθετες απαιτήσεις εξωτερικής αξιολόγησης<sup>287</sup>.

---

<sup>285</sup> Björkholm, L and Lehner, O. “Nordic green bond issuers’ views on the upcoming EU Green Bond Standard”, ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, διαθέσιμο στο: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofrp101.pdf>, (9 Δεκεμβρίου 2021), σελ.233, τελευταία πρόσβαση 29 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>286</sup> Σκέψη (16) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>287</sup> Βλ. αναλυτικά στο Κεφάλαιο III,5.

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θέτει κάποιες ειδικές ρυθμίσεις όταν ο εκδότης είναι κρατική οντότητα. Όταν ο εκδότης είναι κράτος, μέλος ομοσπονδίας, περιφερειακή ή δημοτική κοινότητα εντός ή εκτός της ΕΕ πέρα από τις προαναφερθείσες επιλογές, έχει την δυνατότητα να διοχετεύσει τα έσοδα σε φορολογικές ελαφρύνσεις, επιδοτήσεις, ενδιάμεση ανάλωση, τρέχουσες μεταβιβάσεις στο εσωτερικό της γενικής κυβέρνησης, τρέχουσα διεθνή συνεργασία ή άλλα είδη δημόσιων δαπανών, εφόσον η χρήση αυτή είναι σύμφωνη με τις απαιτήσεις ταξινόμησης. Έτσι καλύπτεται και η περίπτωση που δημόσιοι φορείς αποφασίσουν να προβούν στην έκδοση ΕΠΟ για τη χρηματοδότηση δημόσιων περιουσιακών στοιχείων ή δαπανών που είναι ευθυγραμμισμένες ή πρόκειται να ευθυγραμμιστούν εντός εύλογου χρονικού διαστήματος με τις απαιτήσεις ταξινόμησης<sup>288</sup>.

Η χρήση των εσόδων όμως από Κράτη Μέλη στην ΕΕ εγείρει τον προβληματισμό για τον βαθμό που αυτά τα έσοδα, με την μορφή για παράδειγμα περιβαλλοντικής ελάφρυνσης, αποτελούν κρατική ενίσχυση<sup>289</sup>. Η νομολογία του ΔΕΕ εφαρμόζει το τεστ της επιλεκτικότητας. Με βάση αυτό το τεστ εξετάζεται, στο πλαίσιο ενός συστήματος αναφοράς<sup>290</sup>, ο βαθμός που η σχετική φορολογική ελάφρυνση παρεκκλίνει από αυτό. Εφόσον το μέτρο αντιμετωπίζει ανόμοια οικονομικούς φορείς που τελούν σε συγκρίσιμη πραγματική και νομική κατάσταση με γνώμονα τους στόχους του συστήματος αναφοράς, τότε το μέτρο είναι επιλεκτικό και απομένει να εξεταστεί άμα είναι δικαιολογημένο με βάση τη φύση του συστήματος αναφοράς. Αν το επιλεκτικό μέτρο δεν δικαιολογείται τότε το μέτρο αποτελεί κρατική ενίσχυση, εφόσον πληρούνται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις του 107 ΣΛΕΕ. Συνεπώς, σε περίπτωση που ένα κράτος προβαίνει σε διαφορετική φορολογική μεταχείριση δύο οικονομικών φορέων, από τους οποίους ο ένας αναπτύσσει συνεχώς αυξανόμενη περιβαλλοντικά βιώσιμη οικονομική δράση και ο άλλος παραμένει σταθερός σε οικονομικές δραστηριότητες με υψηλά επίπεδα ανθρακούχων εκπομπών, η πράξη αυτή δεν είναι επιλεκτική και κατά συνέπεια δεν είναι κρατική ενίσχυση. Οι δύο οικονομικοί φορείς δεν βρίσκονται σε συγκρίσιμη πραγματική και νομική κατάσταση.

Στο άρθρο 9 τίθεται ένα κώλυμα, καθώς μια σειρά από κράτη δεν μπορούν να προχωρήσουν στην έκδοση ΕΠΟ. Η διάταξη ορίζει πως οι εκάστοτε εθνικές αρμόδιες αρχές, στην περίπτωση της Ελλάδας η ΕΚ, δεν θα εγκρίνουν το ενημερωτικό δελτίο που αναφέρεται σε ΕΠΟ όταν αυτό έχει εκδοθεί από περιοχή δικαιοδοσίας που απαριθμείται στο Παράρτημα Ι των συμπερασμάτων του Συμβουλίου σχετικά με τον αναθεωρημένο κατάλογο της ΕΕ μη συνεργάσιμων περιοχών φορολογικής δικαιοδοσίας ή από περιοχή υψηλού κινδύνου που απαριθμείται στο Παράρτημα του κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2016/1675 της Επιτροπής ή από εκδότες που είναι εγκατεστημένοι στις εν λόγω δικαιοδοσίες ή χώρες. Στον ενωσιακό κατάλογο μη συνεργάσιμων περιοχών φορολογικής δικαιοδοσίας εντάσσονται αυτήν τη στιγμή δώδεκα<sup>291</sup> χώρες που δεν έχουν εκπληρώσει ή έχουν αρνηθεί να εκπληρώσουν τις δεσμεύσεις τους σχετικά με τη συμμόρφωση με τα κριτήρια χρηστής φορολογικής διακυβέρνησης της ΕΕ<sup>292</sup>. Η Ρωσία, ο Παναμάς και τα Φίτζι είναι κάποιες από αυτές τις χώρες. Από την άλλη ως χώρες υψηλού κινδύνου αναγνωρίζονται

<sup>288</sup> Σκέψη (15) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>289</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ. 126.

<sup>290</sup> Το σύστημα αναφοράς στο πλαίσιο των περιβαλλοντικών φορολογικών μέτρων συνίσταται στον ίδιο τον φόρο που επιβάλλεται για να αποθαρρύνει ορισμένα προϊόντα και οικονομικές δραστηριότητες με απορρέουσες αρνητικές περιβαλλοντικές επιπτώσεις.

<sup>291</sup> Με βάση την τελευταία έγκριση του από το Συμβούλιο της ΕΕ, στις 20 Φεβρουαρίου 2024.

<sup>292</sup> Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, Συμβούλιο της ΕΕ “Ενωσιακός κατάλογος μη συνεργάσιμων περιοχών φορολογικής δικαιοδοσίας”, διαθέσιμο στο <https://www.consilium.europa.eu/el/policies/eu-list-of-non-cooperative-jurisdictions/>, (8 Ιανουαρίου 2024), τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024.

έντεκα χώρες με στρατηγικές ανεπάρκειες στα εθνικά τους πλαίσια κατά της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας. Ανάμεσα σε αυτές είναι η Συρία, το Ιράν, το Αφγανιστάν και η Βόρεια Κορέα.

#### 4. Το καθεστώς διαφάνειας

Οι εκδότες ΕΠΟ πέρα από τις απαιτήσεις διαφάνειας που έχουν εκτεθεί μέχρι το σημείο αυτό, τις οποίες θα πρέπει να τηρούν με βάση την ενωσιακή και εθνική νομοθεσία, θα πρέπει να συμμορφώνονται και με τις ειδικές απαιτήσεις γνωστοποιήσεων βιωσιμότητας του Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Οι σχετικές ρυθμίσεις του εν λόγω Κανονισμού δεν διασφαλίζουν μόνο την αύξηση της διαφάνειας και την ενίσχυση της επενδυτικής εμπιστοσύνης ως προς το συγκεκριμένο επενδυτικό εργαλείο αλλά θέτουν και μια κοινή μεθοδολογία για την υποβολή εκθέσεων από τους εκδότες<sup>293</sup>. Η μεθοδολογία αυτή διασφαλίζει την ακολουθία των πληροφοριών αυτών και την συγκρισιμότητα μεταξύ τους, ενώ ελαχιστοποιεί τις διοικητικές δυσκολίες και την αβεβαιότητα των επενδυτών, όχι μόνο ως προς την λήψη απόφασης για την επένδυση σε ΕΠΟ αλλά και ως προς την μετέπειτα τήρηση των δικών τους υποχρεώσεων διαφάνειας βάσει των SFDR και CSRD.

Ο Κανονισμός θέτει υποχρέωση για την κατάρτιση και την δημοσίευση μιας σειράς εκθέσεων καθ' όλη την διάρκεια του ΕΠΟ, από το στάδιο πριν την έκδοση μέχρι την ημερομηνία ωρίμανσης του, διασφαλίζοντας μάλιστα την συνέχεια των πληροφοριών ανάμεσα στις διαφορετικές εκθέσεις. Οι δημοσιεύσεις αυτές συντελούνται στον ιστότοπο του εκδότη, στις αρμόδιες κρατικές αρχές<sup>294</sup> και στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ/η “Αρχή”). Οι εκθέσεις διακρίνονται βάσει χρόνου ανάλογα με το αν εκδίδονται πριν την έκδοση, μετά από αυτήν ή μετά την πλήρη χρήση των εσόδων και βάσει περιεχομένου σε δελτίο πληροφοριών, εκθέσεις επιμερισμού των κερδών, εκθέσεις αντικτύπου και το ενημερωτικό δελτίο του Κανονισμού 2017/1129<sup>295</sup>. Το δελτίο πληροφοριών, η έκθεση επιμερισμού των κερδών και η έκθεση αντικτύπου μπορεί να περιλαμβάνουν περισσότερες από μια εκδόσεις ΕΠΟ<sup>296</sup>. Αυτή η δυνατότητα συνδέεται με την δυνατότητα της προσέγγισης χαρτοφυλακίου στο οποίο συμπεριλαμβάνονται περισσότερα του ενός ΕΠΟ και δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι εκδότες μπορεί να συναντούν δυσχέρεια στην προσπάθεια αντιστοίχισης των εσόδων κάθε ΕΠΟ με τα διακριτά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που χρηματοδοτούνται από το εν λόγω ομόλογο, ειδικά λόγω αναντιστοιχίας όσον αφορά την διάρκεια και τον όγκο της χρηματοδότησης μεταξύ των ΕΠΟ και των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων<sup>297</sup>. Με αυτή την νομοθετικά παρεχόμενη ευελιξία, ο εκδότης μπορεί να αναπτύξει μια ευρύτερη περιβαλλοντική στρατηγική, η χρηματοδότηση της οποίας θα απαρτίζεται από περισσότερα ΕΠΟ.

Πριν την έκδοση, ο εκδότης συμπληρώνει το δελτίο πληροφοριών για τα ΕΠΟ, το οποίο υποβάλλει σε αξιολόγηση από εξωτερικό αξιολογητή προκειμένου να λάβει θετική γνώμη από αυτόν, εφόσον το δελτίο πληροφοριών έχει συμπεριλάβει τις απαιτούμενες πληροφορίες, μεταξύ άλλων, αυτές

<sup>293</sup> Σκέψη (22) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>294</sup> Στην περίπτωση της Ελλάδας, στην ΕΚ.

<sup>295</sup> Το οποίο προβλέπεται στον Κανονισμό για τα ΕΠΟ, μέσω της υποχρέωσης ενσωμάτωσης σχετικής πληροφόρησης σε αυτό, εφόσον αφορά την έκδοση ΕΠΟ.

<sup>296</sup> Άρθρο 10 παρ. 2, Άρθρο 11 παρ. 3 και Άρθρο 12 παρ. 2 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>297</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.17, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

για την ορθή<sup>298</sup> χρήση των εσόδων. Επιπλέον, ο εκδότης πριν την έκδοση δημοσιεύει το ενημερωτικό δελτίο βάσει του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129<sup>299</sup>, στο οποίο τα ομόλογα χαρακτηρίζονται μόνο ως ΕΠΟ ή EuGB και στο οποίο γίνεται αναφορά, στο τμήμα του δελτίου που περιέχει τις πληροφορίες σχετικά με τη χρήση των εσόδων, της σύμφωνης με τον Κανονισμό για τα ΕΠΟ έκδοσης. Η συμφωνία του με το δελτίο πληροφοριών ως προς το περιεχόμενο στηρίζεται στην συνδυαστική εφαρμογή του άρθρου 14 παρ. 3 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ και του άρθρου 19 παρ. 1 στοιχείο γ) του Κανονισμού για το ενημερωτικό δελτίο, βάσει της οποίας είναι δυνατή η ενσωμάτωση πληροφοριών στο ενημερωτικό δελτίο μέσω παραπομπής. Απαραίτητη προϋπόθεση για αυτό είναι να έχουν δημοσιευθεί προηγουμένως ή ταυτοχρόνως οι σχετικές πληροφορίες σε ηλεκτρονική μορφή και να παρέχονται σε έστω ένα εκ των περιοριστικά αναφερόμενων στον Κανονισμό εγγράφων. Ένα από αυτά τα έγγραφα είναι και το δελτίο πληροφοριών, στο οποίο ο Κανονισμό για τα ΕΠΟ δίνει την έννοια των ρυθμιζόμενων πληροφοριών.

Το ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να περιλαμβάνει μεταξύ άλλων και συνοπτική παρουσίαση του ενδεχόμενου σχεδίου κεφαλαιουχικών δαπανών, με απαρίθμηση των σημαντικότερων οικονομικών δραστηριοτήτων που αναπτύσσει ο εκδότης ως ποσοστό των συνολικών κεφαλαιουχικών δαπανών που περιλαμβάνονται στο σχέδιο. Οι δραστηριότητες αυτές θα πρέπει πέρα από την ποσοστιαία παρουσίαση τους, να προσδιορίζονται και ως προς τον τομέα, το είδος, την τοποθεσία και το προσδοκώμενο έτος ολοκλήρωσης τους. Στο στάδιο μετά την έκδοση, ο εκδότης θα πρέπει για κάθε δωδεκάμηνη περίοδο έως την ημερομηνία πλήρους διάθεσης των εσόδων και, κατά περίπτωση, έως την ολοκλήρωση του σχεδίου κεφαλαιουχικών δαπανών, να καταρτίζει έκθεση επιμερισμού των κερδών από το ΕΠΟ. Η έκθεση αυτή καταρτίζεται με βάση τα υποδείγματα του Κανονισμού για τα ΕΠΟ και βοηθάει στην εξέταση του τρόπου χρήσης των εσόδων από τα ΕΠΟ. Οι εκθέσεις αυτές πρέπει να εξετάζονται παράλληλα με το σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών γιατί περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, πληροφορίες σχετικά με την πρόοδο που έχει σημειωθεί από την εφαρμογή του σχεδίου, όπως και τους λόγους ενδεχόμενης καθυστέρησης ή απόκλισης από αυτό.

Αντικείμενο εξωτερικής αξιολόγησης απαιτείται να είναι μόνο η τελική έκθεση επιμερισμού των κερδών μετά την πλήρη χρήση των εσόδων, εκτός αν εκδοθεί τροποποιημένη έκθεση επιμερισμού των κερδών μετά την δημοσίευση της έκθεσης που τροποποιήθηκε ή ο εκδότης επιλέξει την προσέγγιση χαρτοφυλακίου. Σε αυτή την τελευταία περίπτωση, η λήψη εξωτερικής αξιολόγησης εξαρτάται από τα χρηματοδοτούμενα περιουσιακά στοιχεία. Αν κατά την διάρκεια της περιόδου που καλύπτεται από την έκθεση δεν σημειώθηκε κάποια μεταβολή στο χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο, τότε μπορεί να παραλειφθεί η αξιολόγηση της έκθεσης. Αν προστεθούν περιουσιακά στοιχεία στο χαρτοφυλάκιο που δεν περιλαμβάνονταν σε αυτό στην προηγούμενη περίοδο, τότε η αξιολόγηση όχι μόνο είναι νομοθετικά υποχρεωτική αλλά και ο εξωτερικός αξιολογητής πρέπει να επιδείξει ιδιαίτερη προσοχή ως προς τα νέα αυτά περιουσιακά στοιχεία.

---

<sup>298</sup> Επαληθεύεται μέσα από αυτό ότι το ΕΠΟ πληροί ή αναμένεται να πληροί τις απαιτήσεις του Κανονισμού για τα ΕΠΟ όσον αφορά την χρήση των εσόδων.

<sup>299</sup> Το άρθρο 14 παρ. 2 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ αναγνωρίζει πως ο Κανονισμός για το ενημερωτικό δελτίο δεν εφαρμόζεται όταν κρατικές οντότητες είναι εκδότες της μη μετοχικής κινητής αξίας και συνεπώς για να μην έρθει σε σύγκρουση με τον τελευταίο, αναγνωρίζει σε αυτούς την δυνατότητα χρήσης του σήματος χωρίς την δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου.

Τέλος, ο εκδότης θα πρέπει να δημοσιεύσει δύο εκθέσεις περιβαλλοντικού αντικτύπου των ΕΠΟ μια κατά την διάρκεια ζωής του ΕΠΟ και μια μετά την πλήρη διάθεση των εσόδων του. Ο εξωτερικός αξιολογητής ελέγχει, μεταξύ άλλων, τον αναφερόμενο περιβαλλοντικό αντίκτυπο των εσόδων του ΕΠΟ και τον βαθμό ευθυγράμμισης του ΕΠΟ με την ευρύτερη περιβαλλοντική στρατηγική του εκδότη. Ο εκδότης θα πρέπει να παρουσιάζει με σαφήνεια τους δείκτες μέτρησης, τις μεθοδολογίες και τις παραδοχές που εφαρμόζει κατά την εκτίμηση του περιβαλλοντικού αντικτύπου<sup>300</sup>. Αξιοσημείωτο είναι πως οι εκδότες ΕΠΟ ή ενός εκ των άλλων ομολογιακών μέσων για το οποίο ο εν λόγω Κανονισμός προβλέπει προαιρετική δημοσιοποίηση, εφόσον υπάγονται στις υπόχρεες εταιρείες για δημοσίευση εκθέσεων βιωσιμότητας βάσει της CSRD, θα πρέπει να αναφέρουν τον τρόπο και τον βαθμό κατά τον οποίο ευθυγραμμίζουν την επιχειρηματική τους δράση σε επίπεδο οντότητας με την ενωσιακή ταξινόμια μέσω της έκδοσης ΕΠΟ βάσει του άρθρου 8 του Κανονισμού Ταξινόμιας<sup>301302</sup>.

Ως προς το Ευρωπαϊκό Πρότυπο Πράσινων Ομολόγων, προβλέπεται πως η Επιτροπή θα πρέπει να διασφαλίσει την συνέχεια ανάμεσα στις απαιτούμενες πληροφορίες του ενημερωτικού δελτίου και στις απαιτούμενες πληροφορίες για τα ΕΠΟ, χωρίς να υπονομεύσει την εθελοντική φύση του προτύπου<sup>303</sup>. Επίσης, ορίζεται τροποποίηση του άρθρου 13 του Κανονισμού για το ενημερωτικό δελτίο, σχετικά με τις ελάχιστες διασφαλίσεις και την μορφή του, έτσι ώστε να συμπεριληφθεί διάταξη ως προς τα ενημερωτικά δελτία για τα ΕΠΟ βάσει της οποίας θα πρέπει να συμπεριλαμβάνεται σε αυτά αναφορά των συναφών πληροφοριών που έχουν ενσωματωθεί στο δελτίο πληροφοριών του άρθρου 10 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Έτσι διασφαλίζεται η εναρμόνιση των δύο κανονιστικών πράξεων, καθώς ο τελευταίος Κανονισμός περιλαμβάνει ειδικές ρυθμίσεις για το ενημερωτικό δελτίο για τα ΕΠΟ.

## 5. Το σύστημα εξωτερικής αξιολόγησης

Η εκτενώς νομοθετικά προβλεπόμενη διαφάνεια που συρρέει με την έκδοση του ΕΠΟ δεν επαρκεί για την διασπορά αξιόπιστης πληροφόρησης στις αγορές και κατά συνέπεια για την ενίσχυση της επενδυτικής εμπιστοσύνης. Αυτός είναι ο λόγος που ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θέτει ένα περιεκτικά δομημένο σύστημα για την εξέταση των εκθέσεων και την λήψη αξιολόγησης από ανεξάρτητο εξωτερικό αξιολογητή που έχει καταχωρηθεί στο μητρώο της ΕΑΚΑΑ. Οι εξωτερικοί αξιολογητές θα πρέπει να εξετάζουν, από ποσοτική και ποιοτική πλευρά, τον βαθμό ευθυγράμμισης του εκδότη με την ενωσιακή ταξινόμια μέσω της έκδοσης ΕΠΟ<sup>304</sup>. Προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος εθνικών αποκλίσεων, να μειωθεί το κόστος συναλλαγών και εξωτερικής αξιολόγησης και να ενισχυθεί η ασφάλεια δικαίου στις αγορές, ο ενωσιακός νομοθέτης παραχώρησε στην ΕΑΚΑΑ την αρμοδιότητα για την καταχώριση και την εποπτεία των εξωτερικών αξιολογητών<sup>305</sup>. Ειδική μεταχείριση παρέχεται μόνο στους εκδότες που είναι κρατικές οντότητες, οι οποίοι λαμβάνουν αξιολόγηση μετά την έκδοση του ΕΠΟ και μπορούν να την

<sup>300</sup> Σκέψη (26) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>301</sup> Σκέψη (27) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>302</sup> Οι πληροφορίες αυτές μπορούν να παρουσιάζονται μέσα από την μορφή της ποσοστιαίας αύξησης των ευθυγραμμισμένων με την ενωσιακή ταξινόμια κεφαλαιουχικών δαπανών και ενσωματώνονται ως μέρος της έκθεσης επιμερισμού των κερδών, του ενημερωτικού δελτίου και των προαιρετικών δημοσιοποιήσεων του άρθρου 20 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>303</sup> Σκέψη (26) του κειμένου Πράξης που υιοθετήθηκε.

<sup>304</sup> Σκέψη (25) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>305</sup> Σκέψη (42) του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

αναθέσουν σε κρατικό ελεγκτή<sup>306</sup>. Στην περίπτωση αυτή όμως ο κρατικός ελεγκτής θα αξιολογήσει την χρήση των εσόδων του ΕΠΟ, αλλά η κρατική οντότητα θα πρέπει να προβεί παράλληλα και σε σύμβαση παροχής υπηρεσιών με ανεξάρτητο εξωτερικό αξιολογητή, ο οποίος θα εξακριβώσει κατά πόσο οι χρηματοδοτούμενες οικονομικές δραστηριότητες είναι πράγματι ευθυγραμμισμένες με την ενωσιακή ταξινόμια<sup>307</sup>.

Το σύστημα διαφάνειας σε συνδυασμό με τις ρυθμίσεις που θέτει ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ, καθιστά αυτό το πρότυπο τον «χρυσό κανόνα» για τα πράσινα ομόλογα<sup>308</sup>. Γενικά, οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων αναγνωρίζουν τέσσερις τύπους εξωτερικής αξιολόγησης<sup>309</sup>. Τις γνωμοδοτήσεις δεύτερου μέρους, τις αξιολογήσεις, τις πιστοποιήσεις και τις διαβαθμίσεις. Οι γνωμοδοτήσεις είναι το πιο δημοφιλές είδος εξωτερικής αξιολόγησης, χαρακτηρίζονται από την περιεκτική και λεπτομερή φύση τους και την χορήγηση τους από ερευνητικά κέντρα με περιβαλλοντική ειδίκευση. Συνήθως εμπεριέχουν απλά περιγραφή και κρίση του πλαισίου του πράσινου ομολόγου. Κάποιοι εξωτερικοί αξιολογητές παρέχουν και κατάταξη μαζί με την γνωμοδότηση τους. Το CICERO αναγνώρισε το πρόγραμμα πράσινου ομολόγου της κρατικής αναπτυξιακής τράπεζας KfW της Γερμανίας ως “σκουρό πράσινο”<sup>310</sup> λόγω της σαφούς και αποκλειστικής συγκέντρωσης του στις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας σε συνδυασμό με μια καλά δομημένη διαδικασία για την υλοποίηση των στοχευμένων έργων.

Σε αντίθεση με τις γνωμοδοτήσεις, οι αξιολογήσεις, που αποτελούν και τον τύπο εξωτερικής αξιολόγησης που υιοθετείται από τον Κανονισμό για τα ΕΠΟ, είναι λιγότερο λεπτομερείς και χορηγούνται από ελεγκτικές εταιρείες, όπως η KPMG ή η PwC. Η αξιολόγηση εστιάζει στην συμμόρφωση της χρήσης των εσόδων με κάποιο πλαίσιο που τίθεται από μια ρυθμιστική αρχή, από τις πρακτικές της αγοράς ή αναλαμβάνεται ως δέσμευση από τον ίδιο τον εκδότη. Η πιστοποίηση λαμβάνεται μετά από έλεγχο του πράσινου ομολόγου από εγκεκριμένους αξιολογητές στην βάση της συμμόρφωσης με επιστημονικά τεκμηριωμένα κριτήρια. Παράδειγμα τέτοιας πιστοποίησης είναι η πιστοποίηση της Πρωτοβουλίας Κλιματικών Ομολόγων. Τέλος, η διαβάθμιση χορηγείται από οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, όπως η Moody’s και η S&P. Αυτός ο τύπος εξωτερικής αξιολόγησης διακρίνεται από την γνωμοδότηση γιατί οι βαθμολογίες που χορηγεί στα πράσινα ομόλογα στηρίζονται περισσότερο σε ποσοτικές μετρήσεις και σε δεδομένα περιβαλλοντικής απόδοσης.

---

<sup>306</sup> Ως κρατικοί ελεγκτές αναγνωρίζονται νομικές οντότητες με αρμοδιότητα και εμπειρογνώσια στην εποπτεία των δημόσιων δαπανών και διαθέτουν νομικά εγγυημένη ανεξαρτησία. Οι κρατικοί ελεγκτές στο πλαίσιο αυτό δεν καταχωρίζονται ούτε εποπτεύονται από την ΕΑΚΑΑ.

<sup>307</sup> Ο ενωσιακός νομοθέτης θέλησε να αποφύγει πιθανή φαλκίδευση του συστήματος βιώσιμης χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης ΕΠΟ, στην περίπτωση που επέτρεπε σε ένα κράτος να εκδίδει ΕΠΟ και να ελέγχεται ως προς αυτά από ελεγκτή του δημόσιου τομέα και της ίδιας δικαιοδοσίας. Συνεπώς, άφησε περιθώριο για την αξιολόγηση κρατικών οντοτήτων από κρατικούς ελεγκτές για τα εκδοθέντα ΕΠΟ τους. Όμως σε αυτήν την περίπτωση θα πρέπει να επαληθεύονται τα πορίσματα τους και από έναν εξωτερικό αξιολογητή που έχει καταχωριστεί στο μητρώο της ΕΑΚΑΑ και παραμένει υπεύθυνος για την αξιολόγηση που χορηγεί.

<sup>308</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Ερωτήσεις και απαντήσεις: Κανονισμός για τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα”, διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda\\_21\\_3406/QANDA\\_21\\_3406\\_EL.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda_21_3406/QANDA_21_3406_EL.pdf), (6 Ιουλίου 2021).

<sup>309</sup> Dorfleitner, G., Utz, S. and Zhang, R. “The Pricing of Green Bonds: External Reviews and the Shades of Green”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594114), (25 Φεβρουαρίου 2021), σελ.802-803, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>310</sup> Ενώ η σύνδεση με ορυκτά καύσιμα, ακόμα και σε πλαίσιο μετάβασης από αυτά σε καθαρή ενέργεια μπορεί να οδηγήσει στον χαρακτηρισμό του ομολόγου ως “medium green” ή “light green” από το CICERO. Ο αρνητικός οικολογικός αντίκτυπος του ομολόγου συνδέεται με την κτήση της “καφέ απόχρωσης”.

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ εγκαθίδρυσε ένα σύστημα εξωτερικής αξιολόγησης, στο οποίο οι εξωτερικοί αξιολογητές πρέπει να πληρούν μια πληθώρα προϋποθέσεων. Θα πρέπει να πληρούν τις προδιαγραφές της τεχνογνωσίας, της εμπειρίας, της καλής φήμης, αλλά και της ανεξαρτησίας που θα τους απαλλάσσει από ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων με την ελεγχόμενη οντότητα. Από την στιγμή της υποβολής αίτησης καταχώρισης στην ΕΑΚΑΑ αλλά και για ολόκληρη την διάρκεια δράσης τους ελέγχονται αποκλειστικά από αυτή την ενωσιακή αρχή. Αυτή η ενωσιακή ρύθμιση θωρακίζει την εσωτερική αγορά από κατακερματισμό και από φαινόμενα ρυθμιστικού αρμπιτράζ<sup>311</sup>, μειώνοντας το κόστος συμμόρφωσης του εξωτερικού αξιολογητή που θέλει να δραστηριοποιηθεί εντός του συστήματος και να θέσει ένα πεδίο ανταγωνισμού επί ίσοις όροις ανάμεσα τους<sup>312</sup>.

Ο ενωσιακός νομοθέτης θέτει μια σειρά από ρυθμίσεις για τις προϋποθέσεις αποδοχής της αίτησης καταχώρισης του εξωτερικού αξιολογητή από την ΕΑΚΑΑ, για τις οργανωτικές απαιτήσεις και για τις υπόλοιπες προδιαγραφές εταιρικής διακυβέρνησης που πρέπει να πληροί σε μόνιμη βάση για να παρέχει υπηρεσίες εξωτερικής αξιολόγησης στην ΕΕ βάσει του Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Αξιοσημείωτες είναι οι ρυθμίσεις που θέτει ο εν λόγω Κανονισμός στα άρθρα 39-43 για την παροχή υπηρεσιών από εξωτερικούς αξιολογητές τρίτων χωρών. Κατά τα άρθρα αυτά, μια τέτοια οντότητα μπορεί να παρέχει τις υπηρεσίες της σε εκδότες ΕΠΟ εντός της ΕΕ σε πλήρη εξομοίωση με τους ενωσιακούς εξωτερικούς αξιολογητές, εφόσον είναι εγγεγραμμένη στο μητρώο εξωτερικών αξιολογητών τρίτων χωρών της ΕΑΚΑΑ. Για να γίνει δεκτή τέτοια αίτηση καταχώρισης από την ΕΑΚΑΑ, η Επιτροπή θα πρέπει να έχει εκδώσει προηγουμένως απόφαση ισοδυναμίας ως προς τα νομικά και εποπτικά πλαίσια της χώρας καταγωγής του εξωτερικού αξιολογητή τρίτης χώρας. Επιπλέον, ο αξιολογητής θα πρέπει να είναι καταχωρισμένος ή να έχει λάβει άδεια για την παροχή τέτοιων υπηρεσιών στην χώρα καταγωγής και να υπόκειται σε αποτελεσματική εποπτεία και έλεγχο ως προς την πλήρη συμμόρφωση του με τις απαιτήσεις της χώρας αυτής. Τέλος, θα πρέπει να έχει συναφθεί, μετά την έκδοση απόφασης ισοδυναμίας της Επιτροπής, συμφωνία συνεργασίας ανάμεσα στην ΕΑΚΑΑ και στις αρμόδιες αρχές της χώρας καταγωγής.

Από το στάδιο υποβολής της αίτησης καταχώρισης μέχρι την έκδοση απόφασης της ΕΑΚΑΑ, ο αιτών μπορεί να παρέχει τις υπηρεσίες του εντός της ΕΕ, υπό την προϋπόθεση ότι έχει αναγνωριστεί από την ΕΑΚΑΑ. Σε αυτήν την περίπτωση, ο αιτών πέρα από την συμμόρφωση του με τις προϋποθέσεις παροχής εξωτερικής αξιολόγησης βάσει του Κανονισμού για τα ΕΠΟ, θα πρέπει να διαθέτει επιπροσθέτως νόμιμο εκπρόσωπο εγκατεστημένο στην ΕΕ, ο οποίος θα φέρει ευθύνη από κοινού με τον αιτούντα για την συμμόρφωση του τελευταίου με τις προϋποθέσεις που θέτει η ΕΕ για την παροχή τέτοιων υπηρεσιών στο ενωσιακό πεδίο. Ένας άλλος τρόπος πρόσβασης εξωτερικού αξιολογητή τρίτης χώρας στις ενωσιακές αγορές χωρίς μάλιστα η ΕΑΚΑΑ να έχει αποδεχτεί αιτήσεις καταχώρισης και αναγνώρισης του, είναι η αίτηση από έναν ήδη εγγεγραμμένο εξωτερικό αξιολογητή για έγκριση των υπηρεσιών που παρέχει εξωτερικός αξιολογητής τρίτης χώρας σε συνεχή βάση στην ΕΕ. Η ΕΑΚΑΑ θα χορηγήσει την σχετική έγκριση εφόσον ο

---

<sup>311</sup> Η εκμετάλλευση των διαφορετικών ρυθμιστικών πλαισίων μέσω της επιλογής του ευνοϊκότερου μέτρου ή μεταχείρισης, παραβιάζοντας όχι το γράμμα αλλά την ratio της νομοθεσίας.

<sup>312</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ. 21-22, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024 και Hayes, A. “Regulatory Arbitrage: what it means, examples”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/r/regulatory-arbitrage.asp>, (29 Ιουνίου 2021), τελευταία πρόσβαση στις 23 Σεπτεμβρίου 2024.

εξωτερικός αξιολογητής, όπως και στην περίπτωση της αναγνώρισης, κατέχει την απαιτούμενη εμπειρογνωσία ώστε να παρακολουθεί τον εξωτερικό αξιολογητή τρίτης χώρας και να διαχειρίζεται τους σχετικούς κινδύνους. Επίσης φέρει πλήρη ευθύνη για τις παρεχόμενες υπηρεσίες του τελευταίου, οι οποίες θεωρούνται ως παρεχόμενες από τον εγγεγραμμένο εξωτερικό αξιολογητή<sup>313</sup>.

## 6. Η πρόβλεψη προαιρετικών γνωστοποιήσεων για άλλες κατηγορίες ομολόγων

Ο ενωσιακός νομοθέτης δεν περιορίστηκε στην ρύθμιση των πράσινων ομολόγων που πληρούν τα κριτήρια για την λήψη του σήματος EuGB. Αναγνώρισε και δύο άλλες περιπτώσεις ομολογιακών μέσων, οι εκδότες των οποίων μπορούν να επωφεληθούν από το σύστημα προαιρετικής δημοσιοποίησης που θέτει ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ. Πρόκειται για τα ομόλογα που διατίθενται στην αγορά ως περιβαλλοντικά βιώσιμα και για τα συνδεδεμένα με τη βιωσιμότητα ομόλογα. Η παροχή υποδειγμάτων για την προαιρετική δημοσιοποίηση στοιχείων σχετικών με αυτές τις ιδιαίτερες κατηγορίες ομολόγων συνεισφέρει στην ενίσχυση της συγκρισιμότητας τους και την αντιμετώπιση του φαινομένου προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας<sup>314</sup>. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ ορίζει ως ομόλογο που διατίθεται στην αγορά ως περιβαλλοντικά βιώσιμο κάθε ομόλογο για το οποίο ο εκδότης παρέχει στους επενδυτές δέσμευση ή οποιαδήποτε άλλη μορφή προσυμβατικού ισχυρισμού ότι τα έσοδα του ομολόγου θα χρησιμοποιηθούν σε οικονομικές δραστηριότητες που συμβάλλουν σε περιβαλλοντικό στόχο.

Πιο ενδιαφέρουσα για την σχετική ανάλυση αποτελεί η κατηγορία των ομολόγων που είναι συνδεδεμένα με την βιωσιμότητα. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ τα ορίζει ως ομόλογα των οποίων τα χρηματοοικονομικά ή διαθρωτικά χαρακτηριστικά ποικίλλουν ανάλογα με την επίτευξη από τον εκδότη προκαθορισμένων περιβαλλοντικών στόχων. Η ιδιαιτερότητα τους από τα κοινά ομόλογα έγκειται στο γνώρισμα του καθορισμού ή της μεταβολής των χαρακτηριστικών τους από την επίτευξη στόχων περιβαλλοντικής, κοινωνικής ή συνδεδεμένης με την διακυβέρνηση βιωσιμότητας. Δηλαδή η διάρκεια τους ή το επιτόκιο τους καθορίζονται από την επίτευξη προκαθορισμένων στόχων βιωσιμότητας από τον εκδότη εντός προσυμφωνημένης χρονικής περιόδου<sup>315</sup>. Για αυτό τα ομόλογα αυτά αναγνωρίζονται και ως ομόλογα με βασικό δείκτη επιδόσεως. Εδώ εδράζεται και η βασική διαφορά τους από τα ΕΠΟ, και τα πράσινα ομόλογα εν γένει<sup>316</sup>, καθώς τα συνδεδεμένα με την βιωσιμότητα ομόλογα δεν περιορίζουν τον εκδότη ως προς την χρήση των εσόδων τους. Αντίθετα του παρέχουν πλήρη ευχέρεια ως προς την αξιοποίηση τους και την επιλογή του σχετικού έργου. Η αποτυχία όμως να συναντήσει τους προκαθορισμένους στόχους εντός της προθεσμίας, θα προκαλέσει αύξηση του επιτοκίου που θα οφείλει στους επενδυτές. Αυτές οι χρηματοοικονομικές ή διαρθρωτικές αλλαγές του ομολόγου, μαζί με τον

<sup>313</sup> Η έγκριση αυτή ζητείται για την αξιοποίηση είτε της εμπειρογνωσίας του εξωτερικού αξιολογητή τρίτης χώρας στην παροχή υπηρεσιών εξωτερικής αξιολόγησης ή σε συγκεκριμένες αγορές ή επενδύσεις είτε της εγγύτητας του με αγορές, εκδότες ή επενδυτές τρίτων χωρών. Επίσης μπορεί να βασίζεται στις ιδιαιτερότητες των υποκειμένων αγορών ή επενδύσεων. Το γεγονός ότι το ΕΠΟ αποτελεί ένα πρότυπο που είναι διαθέσιμο και σε εκδότες εκτός της ΕΕ αποτελεί την δικαιολογητική βάση αυτής της ρύθμισης.

<sup>314</sup> Σκέψη (8) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>315</sup> Giraldez, J. and Fontana, S. “Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier”, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3829946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3829946), (28 Απριλίου 2021), σελ.4, τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>316</sup> International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021).



κίνδυνο που η ανωτέρω αποτυχία αποτελεί για την φήμη και την αξιοπιστία του, παρέχουν το απαιτούμενο χρηματοοικονομικό κίνητρο στον εκδότη για να πετύχει τους στόχους με γνώμονα τους βασικούς δείκτες επιδόσεως. Αυτή η κατασκευή συνάδει περισσότερο και με την οικονομική σημασία που πλέον αναγνωρίζεται στα ζητήματα βιωσιμότητας<sup>317</sup>.

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ αν και αναγνωρίζει και ρυθμίζει τα συνδεδεμένα με την βιωσιμότητα ομόλογα, περιορίζει τις σχετικές ρυθμίσεις, μέσω του ορισμού αυτού του ομολογιακού μέσου, μόνο στα συνδεδεμένα με την περιβαλλοντική βιωσιμότητα ομόλογα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός της σύνδεσης του εν λόγω Κανονισμού με την ενωσιακή ταξινόμια και στον παρεπόμενο περιορισμό του αποκλειστικά στην πτυχή περιβαλλοντικής βιωσιμότητας<sup>318</sup>. Εφόσον ο εκδότης επιλέξει να προχωρήσει με την έκδοση ομολόγων που διατίθενται στην αγορά ως περιβαλλοντικά βιώσιμα ή συνδεδεμένων με την βιωσιμότητα ομολόγων<sup>319</sup> θα μπορεί να αξιοποιήσει τα υποδείγματα προαιρετικής δημοσιοποίησης που προβλέπονται στα άρθρα 20-21 του εν λόγω Κανονισμού σχετικά με τις γνωστοποιήσεις πριν την έκδοση τους και με τις περιοδικές εκθέσεις μετά από αυτήν. Για την καλύτερη εφαρμογή των διατάξεων αυτών, η Επιτροπή λαμβάνει εξουσιοδότηση από τον Κανονισμό για τα ΕΠΟ για την έκδοση κατ' εξουσιοδότηση πράξεων, μέχρι τις 21 Δεκεμβρίου 2024, με τις οποίες θα καθορίζει το περιεχόμενο, τις μεθοδολογίες και την παρουσίαση των πληροφοριών που θα περιλαμβάνονται στα σχετικά υποδείγματα<sup>320</sup>.

## 7. Εξουσίες ελέγχου των Κρατών Μελών και της ΕΑΚΑΑ

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θέτει ένα πλήρως ολοκληρωμένο σύστημα ελέγχου τόσο για τους εκδότες ΕΠΟ όσο και για τους εξωτερικούς αξιολογητές τους. Η αρμοδιότητα ελέγχου των εκδοτών ΕΠΟ ανήκει στις αρμόδιες εθνικές αρχές, ενώ η ΕΑΚΑΑ φέρει την εξουσία ελέγχου των εξωτερικών αξιολογητών. Στο σενάριο όπου ένας εκδότης, χωρίς να συναντά τις προϋποθέσεις του Κανονισμού για τα ΕΠΟ, κάνει πάραυτα χρήση του προτύπου στην βάση θετικών αξιολογήσεων μετά από συνεννόηση με τον εξωτερικό αξιολογητή, ενεργοποιείται ο ακόλουθος μηχανισμός αντιμετώπισης της κατάστασης αυτής. Η ΕΑΚΑΑ εφόσον διαπιστώσει κάποια παράβαση ή έλλειψη εκπλήρωσης προϋπόθεσης από την πλευρά του εξωτερικού αξιολογητή δύναται, μεταξύ άλλων μέτρων, να ανακαλέσει την αναγνώριση ή την καταχώριση του. Έπειτα, οι αρμόδιες αρχές μπορούν, μεταξύ άλλων μέτρων, να αναστείλουν ή να απαγορεύσουν την δημόσια προσφορά ή την εισαγωγή του ΕΠΟ προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, καθώς δεν θα συνοδεύεται από τις απαιτούμενες αξιολογήσεις κατά την διάρκεια ζωής του<sup>321</sup>. Βέβαια, ένα παράθυρο εντοπίζεται στην περίπτωση που η ανάκληση της καταχώρισης συντελεστεί μετά την έκδοση, γιατί στο στάδιο αυτό ο εκδότης οφείλει να λάβει αξιολόγηση μόνο στις περιπτώσεις κατάρτισης σχεδίου κεφαλαιουχικών δαπανών<sup>322</sup>, τροποποίησης ενδιάμεσης έκθεσης επιμερισμού

<sup>317</sup> Σκέψη (8) του Προοιμίου της CSRD.

<sup>318</sup> Σκέψη (9) του Προοιμίου της CSRD.

<sup>319</sup> Για χρηματοοικονομικούς λόγους ή πιθανότητα για να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις διαφάνειας του βάσει της CSRD και του άρθρου 8 του Κανονισμού Ταξινόμιας.

<sup>320</sup> Στο άρθρο 21 παρ. 4 εδάφιο γ του Κανονισμού για τα ΕΠΟ τίθεται αξιοσημείωτη επιταγή προς την Επιτροπή, ορίζοντας πως κατά την σχετική συμπλήρωση του εν λόγω Κανονισμού θα πρέπει να συνεκτιμήσει και τις ανάγκες πληροφόρησης των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές, προκειμένου αυτοί μετά να εκπληρώσουν τις δικές τους απαιτήσεις διαφάνειας βάσει του SFDR.

<sup>321</sup> Κατά την Σκέψη (36) του Προοιμίου του Κανονισμού Ταξινόμιας, οι εκδότες ΕΠΟ θα πρέπει να λαμβάνουν αξιολόγηση μόνο από εξωτερικούς αξιολογητές που εντάσσονται στο μητρώο της ΕΑΚΑΑ.

<sup>322</sup> Άρθρο 7 παρ. 3 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

των κερδών<sup>323</sup> και επιλογής της προσέγγισης χαρτοφυλακίου<sup>324</sup>. Εφόσον προχωρήσει στην χρήση των εσόδων αποφεύγοντας αυτές τις περιπτώσεις, τότε η επόμενη υποχρεωτική αξιολόγηση θα πρέπει να ληφθεί μετά την πλήρη διάθεση των εσόδων και πιθανότατα την εξόφληση του ΕΠΟ. Συνεπώς, στο στάδιο αυτό τα μέτρα αναστολής ή απαγόρευσης κυκλοφορίας του ΕΠΟ, τα οποία επιβάλλονται μόνο μέσα από την μη συμμόρφωση του εκδότη με τις υποχρεώσεις διαφάνειας του<sup>325326</sup>, καθίστανται ανίσχυρα να αποτρέψουν την αβάσιμη χρήση του σήματος<sup>327</sup>. Αξιοσημείωτο είναι πάντως πως ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ δεν υποχρεώνει τις αρμόδιες αρχές κατά την εκτέλεση των εποπτικών τους καθηκόντων να επαληθεύουν ούτε την αλήθεια ή την ακρίβεια των πληροφοριών που υποχρεούνται οι εκδότες να παρέχουν αλλά ούτε και αν οι εκδότες έχουν συμμορφωθεί με τις υποχρεώσεις όσον αφορά την προβλεπόμενη χρήση των εσόδων<sup>328</sup>.

### *7.1. Εποπτεία και έρευνα του εκδότη*

Στην περίπτωση που ένας εκδότης ΕΠΟ είναι εγκατεστημένος στην ΕΕ και έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα ή είναι εγκατεστημένος σε τρίτη χώρα και πρόκειται να αιτηθεί την δημόσια προσφορά ή την εισαγωγή του ΕΠΟ προς διαπραγμάτευση σε ελληνική ρυθμιζόμενη αγορά, τότε αρμόδια αρχή για τον έλεγχο του καθίσταται η ΕΚ<sup>329330</sup>. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ επεκτείνει αρκετά τις ειδικές εξουσίες της ΕΚ για τον έλεγχο του εκδότη ΕΠΟ που υπάγεται στην αρμοδιότητα της. Αρχικά, η ΕΚ<sup>331</sup> εποπτεύει τους εκδότες ΕΠΟ για την συμμόρφωση τους με τις υποχρεώσεις διαφάνειας και αξιολόγησης, αλλά και ειδικής διαχείρισης των ομολόγων τιτλοποίησης βάσει του άρθρου 18. Επίσης εποπτεύει τους εκδότες<sup>332</sup> που χρησιμοποιούν τα κοινά υποδείγματα για τις προαιρετικές δημοσιοποιήσεις που αναφέρθηκαν ανωτέρω<sup>333</sup>.

Η ΕΚ δύναται να απαιτεί την δημοσίευση των εκθέσεων και προαιρετικών δημοσιοποιήσεων που προβλέπει ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ με το συγκεκριμένο περιεχόμενο που ορίζει ο εν λόγω Κανονισμός. Στο ίδιο πλαίσιο μπορεί να απαιτήσει και την δημοσίευση των αξιολογήσεων και εκτιμήσεων που λαμβάνουν οι εκδότες ως προς αυτές τις εκθέσεις. Η εξουσία της δεν περιορίζεται μόνο στον εκδότη αλλά και στους ελεγκτές και στα ανώτερα διοικητικά στελέχη του εκδότη για την παροχή πληροφοριών και εγγράφων. Σε πιο δραστικό επίπεδο, εφόσον διαπιστώσει ή έχει βάσιμους λόγους να υποψιάζεται μη συμμόρφωση του εκδότη με τις διατάξεις βάσει των οποίων τον ελέγχει, μπορεί να αποφασίσει την αναστολή ή την απαγόρευση της προσφοράς ή της εισαγωγής των ΕΠΟ προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Επιπροσθέτως, πάνω στην ίδια

<sup>323</sup> Άρθρο 11 παρ. 5 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>324</sup> Άρθρο 11 παρ. 6 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Βέβαια στην περίπτωση αυτή επαναλαμβάνεται πως η αξιολόγηση είναι υποχρεωτική μόνο εφόσον έχει συντελεστεί κάποια μεταβολή στο χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων.

<sup>325</sup> Όπου και εξετάζεται το άμα συναντούσε τις προϋποθέσεις για την χρήση του προτύπου.

<sup>326</sup> Επιβάλλονται επίσης και λόγω μη συμμόρφωσης του εκδότη με τις ειδικές διατάξεις των άρθρων 18 και 19 για τα ομόλογα τιτλοποίησης.

<sup>327</sup> Οι αρμόδιες αρχές διατηρούν βέβαια και μια σειρά από άλλα μέτρα και διοικητικές κυρώσεις για τις περιπτώσεις αυτές.

<sup>328</sup> Σκέψη (53) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>329</sup> Η αρμόδια αρχή καθορίζεται από το κάθε Κράτος Μέλος με το άρθρο 31 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129, με γνώμονα το Κράτος Μέλος καταγωγής, όπως αυτό ορίζεται στο άρθρο 2 στοιχείο ιγ) του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1129.

<sup>330</sup> Στην συνέχεια, η ΕΚ θα χρησιμοποιείται σαν παράδειγμα για κάθε αναφορά σε αρμόδια αρχή.

<sup>331</sup> Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι ένα νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου που λειτουργεί προς εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος και απολαμβάνει λειτουργική ανεξαρτησία, περιουσιακή και διοικητική αυτοτέλεια βάσει του άρθρου 76<sup>α</sup> του Ν. 1969/1991.

<sup>332</sup> Οι οποίοι δεν είναι κρατικές οντότητες.

<sup>333</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο ΙΙΙ, 6.

δικαιολογητική βάση μπορεί να αναστείλει για μέγιστο χρονικό διάστημα δέκα εργάσιμων ημερών ή να απαγορεύσει οριστικά τις διαφημίσεις ή να απαιτήσει από τους εκδότες ΕΠΟ ή τους οικείους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές τους να προβούν στην σχετική αναστολή ή διακοπή.

Στα άλλα μέτρα που μπορεί να λάβει η ΕΚ στο πλαίσιο της εποπτικής αρμοδιότητας της, συγκαταλέγονται η δημοσιοποίηση της μη συμμόρφωσης του εκδότη ΕΠΟ με τις απαιτήσεις του Κανονισμού και η επιβολή στον εκδότη της υποχρέωσης δημοσίευσης και διατήρησης αυτής της πληροφορίας στον ιστότοπο του<sup>334</sup>. Από τα πιο σημαντικά διοικητικά μέτρα στο οπλοστάσιο της ΕΚ είναι η απαγόρευση έκδοσης πράσινων ομολόγων, η οποία μπορεί να διαρκέσει μέχρι και ένα έτος και η οποία θα επιβληθεί σε περίπτωση σοβαρών παραβάσεων κατ' εξακολούθηση από τον εκδότη. Η ΕΚ μπορεί να διενεργεί επιτόπιες επιθεωρήσεις ή έρευνες σε τοποθεσίες, με την ρητή εξαίρεση των ιδιωτικών κατοικιών φυσικών προσώπων. Επιπροσθέτως, μπορεί να έχει πρόσβαση σε έγγραφα και λοιπά δεδομένα υπό οποιαδήποτε μορφή, μέσω της εισόδου της σε εγκαταστάσεις, αν έχει εύλογες υπόνοιες ότι με τα σχετικά έγγραφα και τα λοιπά δεδομένα θα μπορέσει να διαπιστώσει και να αποδείξει την παράβαση του παρόντος Κανονισμού από τον εκδότη.

Η ΕΚ μπορεί να ασκεί τις εξουσίες αυτές άμεσα, σε συνεργασία με τις αρχές της δικαστικής εξουσίας ή με τις αρμόδιες αρχές άλλων Κρατών Μελών<sup>335</sup>. Πέρα από τις δικές της ενέργειες, η ΕΚ μπορεί να λάβει τις απαιτούμενες πληροφορίες και από τρίτους. Το άρθρο 45 παρ. 4 ορίζει πως η γνωστοποίηση πληροφοριών στην ΕΚ από κάποιο πρόσωπο βάσει του εν λόγω Κανονισμού δεν θεωρείται ως παραβίαση κάποιου συμβατικού, διοικητικού, κανονιστικού ή νομοθετικού περιορισμού ως προς την δημοσιοποίηση αυτών των πληροφοριών και συνεπώς δεν επιφέρει καμία νομική ευθύνη στο πρόσωπο αυτό. Η διάταξη αυτή προσομοιάζει με τις ρυθμίσεις της Οδηγίας (ΕΕ) 2019/1937 για τα πρόσωπα που αναφέρουν παραβάσεις του δικαίου της ΕΕ (whistleblowers)<sup>336</sup>, αλλά έχει ευρύτερο πεδίο εφαρμογής καθώς δεν περιορίζεται σε αναφέροντες που εργάζονται στον ιδιωτικό ή στον δημόσιο τομέα και έχουν αποκτήσει πληροφορίες σχετικά με τις παραβιάσεις σε εργασιακό πλαίσιο.

Ο παρών Κανονισμός προβλέπει μια διαδικασία για την λήψη προληπτικών μέτρων από το Κράτος Μέλος υποδοχής<sup>337</sup>. Η αρμόδια αρχή του Κράτους Μέλους αυτού που έχει σαφείς και αποδείξιμους λόγους για να θεωρεί πως ο εν λόγω εκδότης, από την Ελλάδα, που επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί στην αγορά του, παραβιάζει τον Κανονισμό για τα ΕΠΟ, μπορεί να ενημερώσει ως προς αυτό την ΕΚ και την ΕΑΚΑΑ. Στην περίπτωση που τα μέτρα που λάβει η ΕΚ δεν επαρκούν για την άρση της παράβασης, η αρμόδια αρχή του Κράτους Μέλους υποδοχής

---

<sup>334</sup> Εφόσον αποφασίσει την επιβολή του σχετικού μέτρου και ο εκδότης δεν συμμορφωθεί σε μεταγενέστερο στάδιο με τις απαιτήσεις του παρόντος Κανονισμού, μετά την παρέλευση τριμήνου η ΕΚ μπορεί να δημοσιοποιήσει το γεγονός πως ο εκδότης δεν συμμορφώνεται πια με τις απαιτήσεις του εν λόγω Κανονισμού σχετικά με την χρήση του σήματος ΕΠΟ, επιβάλλοντας στον εκδότη να προβεί σε σχετική δημοσίευση στον ιστότοπο του.

<sup>335</sup> Το άρθρο 46 ρυθμίζει λεπτομερώς το ζήτημα της συνεργασίας μεταξύ αρμόδιων αρχών διαφορετικών Κρατών Μελών στο πλαίσιο του παρόντος Κανονισμού, ενώ το άρθρο 47 διασφαλίζει ότι οι ανταλλασσόμενες πληροφορίες καλύπτονται από επαγγελματικό απόρρητο.

<sup>336</sup> Τα πρόσωπα αυτά αναγνωρίζονται από την Οδηγία (ΕΕ) 2019/1937 ως πληροφοριοδότες δημοσίου συμφέροντος, καθώς γνωστοποιούν παραβιάσεις του ενωσιακού δικαίου που είναι επιβλαβείς για το δημόσιο συμφέρον και ως εκ τούτου συμβάλλουν καθοριστικά στην αποκάλυψη και στην πρόληψη τέτοιων παραβάσεων, όπως και στη διασφάλιση της κοινωνικής ευημερίας.

<sup>337</sup> Ως τέτοιο ορίζεται από το άρθρο 2 παρ. 1 στοιχείο ιδ) του Κανονισμού για το ενημερωτικό δελτίο, το Κράτος Μέλος στο οποίο πραγματοποιείται δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή ζητείται η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, εφόσον το εν λόγω Κράτος είναι διαφορετικό από το Κράτος Μέλος καταγωγής.

δικαιούται να προχωρήσει στα δέοντα κατά την κρίση της προληπτικά μέτρα, ενημερώνοντας σχετικά την ΕΚ, την ΕΑΚΑΑ και την Επιτροπή.

## 7.2. Έλεγχος του εξωτερικού αξιολογητή

Η ΕΑΚΑΑ λαμβάνει τις απαιτούμενες πληροφορίες για την άσκηση της εποπτικής της εξουσίας μέσω απλής αίτησης ή απόφασης. Ενώ η αποδοχή της αίτησης είναι προαιρετική, η παροχή των πληροφοριών που ζητούνται από την απόφαση εντός της ταχθείσας ημερομηνίας είναι υποχρεωτική. Αν διαπιστωθούν ελλείψεις ή ανακρίβειες και παραπλανητικά στοιχεία στις πληροφορίες που χορηγήθηκαν κατόπιν απόφασης, η ΕΑΚΑΑ επιβάλλει περιοδικές χρηματικές ποινές ή πρόστιμο αντίστοιχα. Δέκτης αυτής της αίτησης ή απόφασης μπορεί να είναι πέρα από τον ίδιο τον εξωτερικό αξιολογητή, μέλη του ΔΣ ή του εποπτικού του οργάνου, κάθε άμεσα εμπλεκόμενο πρόσωπο στις δραστηριότητες αξιολόγησης, τα πρόσωπα που ουσιαστικά ασκούν την επιχειρηματική δραστηριότητα του εξωτερικού αξιολογητή, οι νόμιμοι εκπρόσωποι και οι εργαζόμενοι των οντοτήτων στις οποίες ο εξωτερικός αξιολογητής έχει αναθέσει εξουσίες αξιολόγησης, κάθε πρόσωπο που ενεργεί ως εξωτερικός αξιολογητής ή ισχυρίζεται ότι είναι εξωτερικός αξιολογητής χωρίς να έχει συντελεστεί σχετική καταχώριση στο μητρώο της ΕΑΚΑΑ και συνδεδεμένα μέρη με τον εξωτερικό αξιολογητή<sup>338</sup>.

Η ΕΑΚΑΑ δύναται να διεξάγει γενικές έρευνες σε αρχεία και δεδομένα οποιασδήποτε μορφής, να λαμβάνει γραπτές ή προφορικές εξηγήσεις από πρόσωπα σχετικά με το αντικείμενο ελέγχου της, να εκτελεί επιτόπιες επιθεωρήσεις στις επαγγελματικές εγκαταστάσεις, τα οικοπέδα ή τις ιδιοκτησίες των ελεγχόμενων νομικών προσώπων<sup>339</sup>. Μάλιστα, η επιτόπια επιθεώρηση μπορεί να διεξαχθεί και χωρίς προειδοποίηση, εφόσον αυτό απαιτείται για την ορθή και αποτελεσματική διεξαγωγή της. Επιπροσθέτως, η ΕΑΚΑΑ μπορεί να προβεί σε σφράγιση επαγγελματικών εγκαταστάσεων και ιδιοκτησιών για το διάστημα της επιθεώρησης και στο μέτρο του αναγκαίου. Συνεργάζεται στενά με τις αρμόδιες αρχές προκειμένου να εκτελέσει τα εποπτικά της καθήκοντα.

Στην περίπτωση που διαπιστώσει παραβίαση του παρόντος Κανονισμού, η ΕΑΚΑΑ μπορεί να απαγορεύσει προσωρινά στον εξωτερικό αξιολογητή να ασκεί τις υπηρεσίες του, να αναστείλει ή να ανακαλέσει την αναγνώριση ή την καταχώριση του και να εκδώσει σχετική δημόσια ανακοίνωση. Η ανάκληση ως αυστηρότερο μέτρο επιφυλάσσεται για τις περιπτώσεις που ο εξωτερικός αξιολογητής εξασφαλίζει την καταχώριση ή την αναγνώριση μέσω ψευδών δηλώσεων ή εν γένει αντικανονικών μέσων, σταματάει να πληροί τις προϋποθέσεις καταχώρισης ή αναγνώρισης, παραιτείται ρητά ή δεν έχει χρησιμοποιήσει την καταχώριση ή την αναγνώριση εντός 36 μηνών από την εξασφάλιση της. Επίσης λαμβάνονται υπόψη από την Αρχή, μεταξύ άλλων, ζητήματα υπαιτιότητας και οικονομικής ισχύος του παραβάτη, ο αντίκτυπος της παράβασης και η ενδεχόμενη σύνδεση του με οικονομικά εγκλήματα. Ο εξωτερικός αξιολογητής διατηρεί το δικαίωμα προσφυγής κατά της απόφασης της ΕΑΚΑΑ.

---

<sup>338</sup> Πρόσωπα που συνδέονται με στενό και ουσιαστικό αλλά διαφορετικό από τους προαναφερθέντες τρόπο με τη διαδικασία διαχείρισης του εξωτερικού αξιολογητή, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων που κατέχουν τουλάχιστον το 10% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου του εξωτερικού αξιολογητή ή εταιρείας που έχει την εξουσία να ασκεί έλεγχο ή κυριαρχική επιρροή στον εξωτερικό αξιολογητή.

<sup>339</sup> Πρόκειται για τα ίδια πρόσωπα που λαμβάνουν αίτηση ή απόφαση για χορήγηση πληροφοριών, αλλά ο παρών Κανονισμός περιορίζει την εξουσία επιτόπιας επιθεώρησης μόνο στις εγκαταστάσεις και στην ιδιοκτησία των νομικών προσώπων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

### Ο κατασταλτικός έλεγχος και η χρήση του Ευρωπαϊκού Προτύπου Πράσινων Ομολόγων ως εργαλείο βιώσιμης ανάπτυξης

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θέτει ένα κομβικό σύστημα για την κάλυψη του ρυθμιστικού κενού που επικρατούσε στην αγορά των πράσινων ομολόγων. Μέσω της χορήγησης ενός νομοθετικά προβλεπόμενου προτύπου αποτρέπει τον περαιτέρω κατακερματισμό της εσωτερικής αγοράς και περιορίζει τους κινδύνους προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας. Ρυθμίσεις εντός του εν λόγω Κανονισμού διασφαλίζουν την δημόσια επιβολή του μέσα από μια σειρά κυρώσεων που συμπληρώνουν τις προαναφερθείσες εποπτικές εξουσίες των αρμόδιων αρχών και της ΕΑΚΑΑ, τόσο απέναντι σε εκδότες ΕΠΟ όσο και στους εξωτερικούς αξιολογητές τους. Ως προς το αντικείμενο, ως ΕΠΟ μπορούν να εκδοθούν διάφορα είδη ομολόγων, συμπεριλαμβανομένων τίτλων προερχόμενων από τιτλοποίηση. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θέτει ειδικές ρυθμίσεις στα άρθρα 16-19 για την περίπτωση χρήσης του σήματος ΕΠΟ από ομόλογα τιτλοποίησης. Η λεπτομέρεια των προβλέψεων του τον καθιστά την απαιτούμενη προσθήκη στην ενωσιακή Στρατηγική για την Χρηματοδότηση της Μετάβασης σε μια Βιώσιμη Οικονομία.

#### 1. Η προβολή ψευδοοικολογικής ταυτότητας

Η αντιμετώπιση του φαινομένου προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας ή πράσινου ξεπλύματος αποτέλεσε την κύρια δικαιολογητική βάση της θέσπισης του Κανονισμού για τα ΕΠΟ, προκειμένου να μπορεί να διαγνωστεί ο γνήσιος περιβαλλοντικά βιώσιμος χαρακτήρας των ομολόγων<sup>340</sup>. Το φαινόμενο αυτό ακολούθησε την αύξηση της αγοράς των πράσινων ομολόγων, απειλώντας να προκαλέσει ρήγμα στην εμπιστοσύνη των επενδυτών στην σχετική αγορά. Ως πράσινο ξέπλυμα ορίζεται το σημείο τομής δύο εταιρικών συμπεριφορών, των φτωχών περιβαλλοντικών επιδόσεων και της θετικής επικοινωνίας ως προς τις περιβαλλοντικές επιδόσεις αυτές<sup>341</sup>. Βέβαια, η πληθώρα μορφών υπό τις οποίες μπορεί να εμφανιστεί αυτή η πρακτική επιλεκτικής ενημέρωσης δυσχεραίνει την εύρεση ενός πλήρους ορισμού. Αρκετές εταιρείες προβαίνουν σε προβολή των πράσινων δεσμεύσεων και έργων τους, το οποίο όμως δεν επαληθεύεται στην πραγματικότητα. Έρευνες του 2010 κατέδειξαν διαφορετικές μορφές πράσινου ξεπλύματος στο 95% των προϊόντων με υποτιθέμενο πράσινο χαρακτήρα που προέρχονταν από τις ΗΠΑ ή τον Καναδά.

Η πρώτη κατηγορία για πράσινο ξέπλυμα σημειώθηκε το 1986 από τον περιβαλλοντολόγο Τζέι Γουέστερβελντ, όταν ξενοδοχεία υιοθέτησαν πολιτική για την επαναχρησιμοποίηση πετσέτας, προκειμένου να υλοποιήσουν μια στρατηγική συντήρησης νερού από την επιχείρηση<sup>342</sup>. Στην πραγματικότητα, απλά επιδίωκαν οικονομικά οφέλη χωρίς να αναπτύσσουν πιο κομβικές περιβαλλοντικές δράσεις. Μια μελέτη παρουσίασε τα εφτά “αμαρτήματα” του πράσινου

<sup>340</sup> Σκέψη (6) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>341</sup> Netto, S., Sobral, M., Ribeiro, A. and Soares, G. “Concepts and forms of greenwashing: a systematic review”, *Environmental Sciences Europe*, διαθέσιμο στο: <https://enveurope.springeropen.com/articles/10.1186/s12302-020-0300-3>, (11 Φεβρουαρίου 2020), σελ. 2, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>342</sup> ό.π.

ξεπλύματος σε επίπεδο προϊόντος<sup>343</sup>. Παραθέτοντας ορισμένες από αυτές τις πρακτικές, πρώτη περίπτωση πράσινου ξεπλύματος είναι αυτή του κρυφού ανταλλάγματος, κατά την οποία ένα προϊόν παρουσιάζεται ως πράσινο βάσει περιορισμένων χαρακτηριστικών του χωρίς να παρέχεται η πλήρη εικόνα αυτού. Για παράδειγμα, ένα χαρτί μπορεί να προέρχεται από ένα δέντρο στο πλαίσιο βιώσιμης συγκομιδής αλλά ο τρόπος παραγωγής του χαρτιού δύναται να είναι συνδεδεμένος με αυξημένες ανθρακούχες εκπομπές. Δεύτερη περίπτωση είναι η πρακτική της μη απόδειξης, κατά την οποία συντελείται ένας περιβαλλοντικός ισχυρισμός που δεν μπορεί να στηριχθεί με ευχέρεια από προσβάσιμες πληροφορίες ή να πιστοποιηθεί από ένα έμπιστο τρίτο μέρος. Παραδείγματα αυτής της πρακτικής είναι τα χαρτομάντηλα που συνοδεύονται από ισχυρισμούς για συγκεκριμένα ποσοστά ανακυκλωμένου περιεχομένου μετά την κατανάλωση χωρίς όμως τις αντίστοιχες αποδείξεις ως προς τους ισχυρισμούς αυτούς.

Μια τρίτη πρακτική είναι αυτή της ασάφειας, κατά την οποία ένας περιβαλλοντικός ισχυρισμός είναι τόσο γενικός ή ανεπαρκώς ορισμένος, καθιστώντας βέβαιη την σύγχυση του επενδυτή ως προς την αληθινή σημασία του ισχυρισμού. Η χρήση του όρου “φιλικό προς το περιβάλλον” χωρίς συνοδευτική επεξήγηση αποτελεί ένα τέτοιο παράδειγμα. Η τέταρτη περίπτωση είναι αυτή της πίστης σε εσφαλμένα σήματα, μέσω της παραπλάνησης των επενδυτών με την χρήση εικόνων που προσομοιάζουν σε πιστοποιήσεις χωρίς να αποτελούν όμως επίσημη πράσινη πιστοποίηση που χορηγήθηκε στο πλαίσιο μιας νόμιμης διαδικασίας. Η πέμπτη πρακτική είναι αυτή της ασυνάφειας όταν παρέχονται περιβαλλοντικοί ισχυρισμοί που μπορεί να είναι αληθείς αλλά είναι άνευ σημασίας ή δεν σχετίζονται με το συγκεκριμένο προϊόν που εξετάζουν να αγοράσουν οι επενδυτές. Ένα παράδειγμα αυτής της πρακτικής είναι η συμπερίληψη στο προϊόν της ενημέρωσης για το ότι είναι ελεύθερο από χλωροφθοράνθρακες παρά το γεγονός ότι οι χλωροφθοράνθρακες είναι έτσι και αλλιώς νομοθετικά απαγορευμένοι<sup>344345</sup>.

Η προβολή ψευδοοικολογικής ταυτότητας μπορεί να συντελείται σε επίπεδο οντότητας ή σε επίπεδο προϊόντος παραπλανώντας το επενδυτικό κοινό για τις πράσινες πρακτικές της εταιρείας ή τα περιβαλλοντικά χαρακτηριστικά του προϊόντος αντίστοιχα<sup>346347</sup>. Παράδειγμα πράσινου ξεπλύματος σε επίπεδο οντότητας ήταν η εκστρατεία “Ecomagination” της General Electric, η οποία από την μια προωθούσε το πράσινο επιχειρηματικό της μοντέλο αλλά από την άλλη ασκούσε πιέσεις για την μη εφαρμογή των νέων απαιτήσεων καθαρού αέρα της Υπηρεσίας Περιβαλλοντικής Προστασίας των ΗΠΑ. Παράδειγμα πράσινου ξεπλύματος σε επίπεδο προϊόντος ήταν τα ψυγεία της LG που έλαβαν λανθασμένη πιστοποίηση Energy Star ως προς την ενεργειακή τους απόδοση, καθώς 10 μοντέλα ψυγείων αποδείχτηκε πως δεν ήταν ενεργειακά αποδοτικά για να πιστοποιηθούν. Είναι εμφανές συνεπώς το πόσες πολλές και διαφορετικές μορφές μπορεί να πάρει αυτό το φαινόμενο λόγω της γενικής φύσης του ως στοχευμένη εταιρική πράξη στην παραπλάνηση των επενδυτών και των υπόλοιπων ενδιαφερόμενων μερών μέσω της χρήσης

---

<sup>343</sup> Green Business Benchmark “The seven sins of greenwashing: Identifying false eco claims”, διαθέσιμο στο: <https://www.greenbusinessbenchmark.com/archive/7-sins-of-greenwashing>, (2024), τελευταία πρόσβαση στις 15 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>344</sup> ό.π.

<sup>345</sup> Μεταγενέστερες έρευνες κατέληξαν σε νέα “αμαρτήματα” προκειμένου να οριοθετήσουν εννοιολογικά το πράσινο ξέπλυμα.

<sup>346</sup> Netto, S., Sobral, M., Ribeiro, A. and Soares, G. “Concepts and forms of greenwashing: a systematic review”, Environmental Sciences Europe, διαθέσιμο στο: <https://enveurope.springeropen.com/articles/10.1186/s12302-020-0300-3>, (11 Φεβρουαρίου 2020), σελ. 7, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>347</sup> Η προβολή ψευδοοικολογικής ταυτότητας μπορεί να συντελεστεί τόσο μέσα από την διάδοση ανακριβών πληροφοριών όσο και με την απόκρυψη σημαντικών πληροφοριών για την κατανόηση των περιβαλλοντικών επιδόσεων της εταιρείας και των προϊόντων της.

ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών. Η εγκαθίδρυση ενός συστήματος σε ενωσιακό επίπεδο για την παροχή αυξημένων ευκαιριών στο επενδυτικό κοινό, διευρύνοντας την ευχέρεια εύρεσης βιώσιμων επενδύσεων και διασφαλίζοντας την αξιοπιστία τους, συντελεί στην μείωση των κινδύνων που οφείλονται στο φαινόμενο πράσινου ξεπλύματος.

## **2. Το καθεστώς ευθύνης για τους εξωτερικούς αξιολογητές και τους εκδότες**

Η ανάγκη καταστολής του κινδύνου προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας οδήγησε τον ενωσιακό νομοθέτη στην πρόβλεψη μιας σειράς από διοικητικές κυρώσεις που έχουν την εξουσία να επιβάλλουν οι αρμόδιες αρχές στους εκδότες ΕΠΟ και η ΕΑΚΑΑ στους εξωτερικούς αξιολογητές. Παράλληλα αναγνωρίζει την αρμοδιότητα των Κρατών Μελών να προβλέπουν και να επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις στους εκδότες βάσει του εθνικού τους δικαίου. Αξιοπρόσεκτο είναι πως ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ εστιάζει στην αξιοποίηση ενός συστήματος κρατικού ή διακρατικού καταναγκασμού για τους εκδότες ΕΠΟ και για τους εξωτερικούς αξιολογητές χωρίς να αξιοποιεί συμπληρωματικούς μηχανισμούς αστικής ευθύνης<sup>348</sup>. Η ειδική ρυθμιστική πρόβλεψη ενός τέτοιου συστήματος, κατά το παράδειγμα του Κανονισμού (ΕΕ) 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, θα οδηγούσε στην προσθήκη μιας αποκεντρωμένης προσέγγισης του ζητήματος, επιτρέποντας στους επενδυτές μέσα από την αξιοποίηση ειδικών ρυθμίσεων να εγείρουν δικές τους αγωγές αποζημίωσης σε περίπτωση περιουσιακής τους βλάβης και ολοκληρώνοντας έτσι το καθεστώς επιβολής του παρόντος Κανονισμού.

### *2.1. Διοικητικές κυρώσεις*

Κατά την εκτέλεση των καθηκόντων κατασταλτικής εποπτείας της, η ΕΚ έχει και την αρμοδιότητα επιβολής διοικητικών κυρώσεων, οι οποίες διακρίνονται από τα διοικητικά μέτρα. Κατά την νομολογία του ΣτΕ<sup>349</sup>, η διάκριση ανάμεσα στην διοικητική κύρωση και στο μέτρο, είναι πως η πρώτη αποτελεί «κακό» που επιβάλλεται από διοικητική αρχή και συνδέεται με υποκειμενική συμπεριφορά ή στάση του εποπτευόμενου. Από την άλλη τα διοικητικά μέτρα αποσκοπούν στη διασφάλιση των συναλλασσόμενων με τον εποπτευόμενο φορέα και λαμβάνονται ακριβώς λόγω της φύσης τους, βάσει δεδομένων αντικειμενικού χαρακτήρα στο πλαίσιο της ασκούμενης εποπτείας. Βέβαια η διάκριση δεν είναι πάντα εύχρηστη και αποτελεί ζήτημα *ad hoc* ερμηνείας σε κάθε περίπτωση. Παράδειγμα διοικητικού μέτρου αποτελεί η ανάκληση της άδειας λειτουργίας για επανειλημμένες παραβάσεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, ενώ διοικητική κύρωση είναι το πρόστιμο για το οποίο κανόνες δικαίου ορίζουν τους όρους και τις προϋποθέσεις του, τα ανώτατα και τα κατώτατα όρια του, αλλά και τα κριτήρια επιμέτρησης του<sup>350</sup>.

Βάσει του παρόντος Κανονισμού, τα Κράτη Μέλη οφείλουν να εξασφαλίζουν, σύμφωνα με το εθνικό τους δίκαιο, ότι οι αρμόδιες αρχές έχουν την εξουσία να επιβάλλουν διοικητικές κυρώσεις

---

<sup>348</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.23, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>349</sup> ΣτΕ 3306/2013.

<sup>350</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 575-576.

στους εκδότες ΕΠΟ σε περιπτώσεις παραβίασης, μεταξύ άλλων<sup>351</sup>, των προβλεπόμενων υποχρεώσεων γνωστοποίησης τους. Η ΕΚ δύναται να επιβάλλει τις προβλεπόμενες στο νόμο και στο ενωσιακό δίκαιο κυρώσεις και πειθαρχικές ποινές<sup>352</sup>. Σε περίπτωση που διαπιστώσει σχετική παράβαση του παρόντος Κανονισμού, η ΕΚ μπορεί να επιβάλλει διοικητικό πρόστιμο που ανέρχεται τουλάχιστον στο διπλάσιο του ποσού των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης, εάν το εν λόγω ποσό μπορεί να προσδιοριστεί. Με βάση την ευμενέστερη μεταχείριση των φυσικών προσώπων, ο Κανονισμός προβλέπει ανώτατο όριο διοικητικού προστίμου τουλάχιστον<sup>353</sup> 50.000 ευρώ. Από την άλλη πλευρά, το ανώτατο όριο αυτό ανέρχεται στα 500.000 ευρώ ή στο 0,5% του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών με βάση τις τελευταίες διαθέσιμες οικονομικές καταστάσεις<sup>354</sup> στην περίπτωση των νομικών προσώπων.

Η ΕΚ προβαίνει σε στενή συνεργασία με τις αρμόδιες αρχές των άλλων Κρατών Μελών για την επίτευξη διοικητικών κυρώσεων, αποτελεσματικής και πρόσφορης φύσης. Επιπροσθέτως, μετά την ενημέρωση του καθ' ου η κύρωση, η ΕΚ δημοσιεύσει το είδος και τον χαρακτήρα της παράβασης όπως και την ταυτότητα του παραβάτη. Εφόσον η ΕΚ θεωρήσει πως η δημοσίευση της ταυτότητας του νομικού προσώπου ή της ταυτότητας και των προσωπικών δεδομένων του φυσικού προσώπου μπορεί να προκαλέσει δυσανάλογη βλάβη σε αυτά, μπορεί κατά περίπτωση να προβεί σε αναβολή της δημοσίευσης, σε δημοσίευση ανώνυμα ή σε πλήρη παράλειψη δημοσίευσης. Η αρχή της αναλογικότητας είναι καθοριστική στην επιλογή αυτή, ώστε να αποφεύγεται η διαπόμπευση προσώπων για παραβάσεις ήσσονος σημασίας<sup>355</sup>. Άλλα κριτήρια που συνυπολογίζει η ΕΚ είναι ο κίνδυνος που η δημοσίευση αυτή επιφυλάσσει στην σταθερότητα των χρηματοοικονομικών αγορών ή στην διεξαγωγή τρέχουσας έρευνας. Γενικά πάντως, υιοθετείται όλο και περισσότερο η πρακτική δημοσιοποίησης της παραβατικής συμπεριφοράς συγκεκριμένου προσώπου σε ενωσιακό επίπεδο (naming and shaming)<sup>356</sup>.

Το καθ' ου η κύρωση πρόσωπο μπορεί να προσβάλλει δικαστικά την κυρωτική απόφαση της ΕΚ, με την άσκηση προσφυγής ουσίας ή αίτησης ακυρώσεως<sup>357</sup> στο Διοικητικό Εφετείο Αθηνών βάσει του άρθρου 25 του Ν. 3371/2005. Η ΕΑΚΑΑ λαμβάνει συγκεντρωτικά σε ετήσιο επίπεδο όλες τις σχετικές πληροφορίες από την ΕΚ και τις δημοσιεύει σε ετήσια έκθεση. Η Αρχή αυτή διατηρεί κεντρική βάση δεδομένων με τις κυρώσεις που της κοινοποιούνται, με αποκλειστικό σκοπό την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμόδιων αρχών, οι οποίες είναι και οι μόνες με πρόσβαση σε αυτήν την βάση. Στην περίπτωση των εξωτερικών αξιολογητών αποκτάει και κυρωτικές αρμοδιότητες. Εφόσον διαπιστώσει πως ένας εξωτερικός αξιολογητής ή ένα από τα πρόσωπα που αναφέρονται στο άρθρο 54 παρ. 1<sup>358</sup>, λειτουργώντας εκ προθέσεως ή εξ αμελείας, χρησιμοποίησε

<sup>351</sup> Διοικητικές κυρώσεις μπορούν να επιβληθούν σε εκδότες ΕΠΟ, οι οποίοι δεν συμμορφώνονται με τις ειδικές απαιτήσεις που θέτει ο παρών Κανονισμός για τα ομόλογα τιτλοποίησης, με τα υποδείγματα περιοδικών δημοσιοποιήσεων του άρθρου 21 μετά την έκδοση των άλλων ομολογιακών μέσων του Κανονισμού πέραν του ΕΠΟ, με την εκτέλεση των εποπτικών καθηκόντων των αρμόδιων αρχών και με τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης που θέτει ο Κανονισμός.

<sup>352</sup> Άρθρο 78 παρ. 1 περ. ε', όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 3 του Ν. 4916/2022.

<sup>353</sup> Αναγνωρίζεται η δυνατότητα στα Κράτη Μέλη να θέτουν υψηλότερα διοικητικά πρόστιμα βάσει του εθνικού τους δικαίου.

<sup>354</sup> Στην περίπτωση που η καθ' ου η κύρωση εταιρεία είναι μητρική ή θυγατρική με υποχρέωση κατάρτισης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων βάσει της ενωσιακής λογιστικής Οδηγίας, ο συνολικός ετήσιος κύκλος εργασιών προκύπτει από τις τελευταίες, εγκεκριμένες από το διοικητικό όργανο της μητρικής οντότητας, ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.

<sup>355</sup> Τουντόπουλος, Β. "Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς", (2021), σελ. 588.

<sup>356</sup> Άρθρο 52 του παρόντος Κανονισμού, άρθρο 34 του Κανονισμού 596/2014, άρθρο 29 της Οδηγίας 2004/109.

<sup>357</sup> Ανάλογα με το αν πρόκειται για χρηματικό πρόστιμο ή άλλη εκτελεστέα ατομική διοικητική πράξη.

<sup>358</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο III, 7.2.



ψευδείς ή παραπλανητικές δηλώσεις για να διασφαλίσει την καταχώριση του, παρεμπόδισε την εκτέλεση των εποπτικών καθηκόντων της ΕΑΚΑΑ, δεν συμμορφώθηκε με τις οργανωτικές απαιτήσεις του παρόντος Κανονισμού ή χορήγησε αξιολόγηση χωρίς τις απαιτήσεις βασιμότητας και αξιοπιστίας που θέτει ο εν λόγω Κανονισμός, τότε μπορεί να προχωρήσει στην επιβολή διοικητικών κυρώσεων. Τα σχετικά διοικητικά πρόστιμα της ΕΑΚΑΑ μπορούν να φτάσουν από 20.000 ευρώ μέχρι τα 200.000 ευρώ, εκτός αν διαπιστωθεί άμεσο ή έμμεσο οικονομικό όφελος από την σχετική παράβαση οπότε το ύψος του προστίμου είναι τουλάχιστον ίσο με το όφελος αυτό. Επίσης, σε περίπτωση συρροής παραβάσεων επιβάλλεται ενιαίο πρόστιμο, το οποίο είναι υψηλότερο από τα επιμέρους πρόστιμα για τις αντίστοιχες πράξεις.

Πέρα από τα πρόστιμα, η ΕΑΚΑΑ μπορεί να επιβάλλει περιοδική χρηματική ποινή, έτσι ώστε να ωθήσει ένα πρόσωπο να άρει κάποια παράβαση ή να συνεργαστεί με το εποπτικό έργο της Αρχής. Η ποινή αυτή<sup>359</sup> επιβάλλεται για κάθε μέρα καθυστέρησης προς συμμόρφωση του υπόχρεου προσώπου με υποχρέωση επανεξέτασης από την ΕΑΚΑΑ μετά την παρέλευση εξαμήνου από την κοινοποίηση της απόφασης, αν δεν έχει αρθεί νωρίτερα λόγω προηγούμενης συμμόρφωσης του υπόχρεου. Το ποσό των περιοδικών χρηματικών ποινών ανέρχεται στο 3% του μέσου όρου του ημερήσιου κύκλου εργασιών κατά την προηγούμενη οικονομική χρήση για τα νομικά πρόσωπα ή στο 2% του μέσου όρου του ημερήσιου εισοδήματος κατά το προηγούμενο ημερολογιακό έτος για τα φυσικά πρόσωπα.

Πέρα από τις περιπτώσεις που διακυβεύεται σοβαρός κίνδυνος στις χρηματοοικονομικές αγορές ή δυσανάλογη ζημία στα εμπλεκόμενα μέρη, η ΕΑΚΑΑ δημοσιοποιεί τις αποφάσεις διοικητικών προστίμων της<sup>360</sup>. Το άρθρο 63 θέτει την διοικητική διαδικασία για την επιβολή των προστίμων, ενώ στο άρθρο 64 προβλέπεται το δικαίωμα της προηγούμενης ακρόασης του καθ' ου η κύρωση. Για την εκτέλεση τόσο του προστίμου όσο και της περιοδικής χρηματικής ποινής, η ΕΑΚΑΑ αξιοποιεί την διαδικασία αναγκαστικής εκτέλεσης του ΚΠολΔ και τα σχετικά ποσά εντάσσονται στον ενωσιακό προϋπολογισμό. Το Δικαστήριο της ΕΕ έχει απεριόριστη δικαιοδοσία στον έλεγχο αυτών των κυρωτικών αποφάσεων και δύναται να ακυρώσει, να μειώσει ή να αυξήσει τα σχετικά διοικητικά πρόστιμα.

Η ΕΚ δύναται να επιβάλει διοικητικές κυρώσεις και στην περίπτωση που ο εκδότης παραβιάσει τις διατάξεις του Κανονισμού 2017/1129 και του Ν. 4706/2020 λόγω μη δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου για τα ΕΠΟ ή δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου με αντίθετο περιεχόμενο από αυτό που ορίζει ο παρών Κανονισμός αλλά και οι γενικότερες διατάξεις για το ενημερωτικό δελτίο. Πέρα από τις προαναφερθείσες κυρώσεις, η ΕΚ μπορεί να επιβάλει αναστολή ή ανάκληση της άδειας λειτουργίας και προσωρινή, ή σε περίπτωση επανειλημμένων παραβάσεων, οριστική απαγόρευση στο υπεύθυνο για την παράβαση φυσικό πρόσωπο συμμετοχής σε ΔΣ ή άσκησης διευθυντικών καθηκόντων στις οντότητες που υπάγονται στον Κανονισμό για το ενημερωτικό δελτίο<sup>361</sup>.

Μάλιστα, γίνεται νομολογιακά δεκτό, με βάση το προγενέστερο δίκαιο, ότι η επιβολή διοικητικών κυρώσεων για παράβαση των διατάξεων για το ενημερωτικό δελτίο δεν προϋποθέτει

<sup>359</sup> Ο παρών Κανονισμός ορίζει στο άρθρο 62 παρ. 2 ότι τα πρόστιμα και οι περιοδικές χρηματικές ποινές είναι διοικητικής φύσεως.

<sup>360</sup> Παραλείποντας όμως την προσθήκη δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα.

<sup>361</sup> Το πεδίο εφαρμογής της ρύθμισης τους άρθρου 66 Ν. 4706/2020 επεκτείνεται σε όλα τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο βάσει του άρθρου 60 του νόμου αυτού.

υπαιτιότητα<sup>362</sup>. Στην περίπτωση δημόσιας προσφοράς ΕΠΟ στην δευτερογενή αγορά, η παράβαση των υποχρεώσεων πληροφόρησης από τον εκδότη, όπως η παροχή ελλιπούς ή εκπρόθεσμης περιοδικής πληροφόρησης μπορεί να οδηγήσει στην επιβολή διοικητικού προστίμου βάσει του άρθρου 26 Ν. 3556/2007. Μάλιστα ανεξάρτητα από την επιβολή προστίμου, η ΕΚ δύναται να προβεί στην διαγραφή των ΕΠΟ βάσει του άρθρου 17 παρ. 3 του ίδιου νόμου. Το διοικητικό πρόστιμο μπορεί να επιβληθεί στο ίδιο το νομικό πρόσωπο, στα μέλη των διοικητικών, διαχειριστικών ή εποπτικών οργάνων αυτού, στα διευθυντικά στελέχη του, στον εσωτερικό ελεγκτή ή στους εξωτερικούς ελεγκτές.

Ένα ζήτημα που απασχόλησε τόσο την ευρωπαϊκή όσο και την ελληνική νομολογία αποτέλεσε η εφαρμογή του άρθρου 6 ΕΣΔΑ κατά την επιβολή κυρώσεων από μια διοικητική αρχή. Το άρθρο αυτό αναφέρεται στο δικαίωμα κάθε προσώπου να δικασθεί η υπόθεση του κατά δίκαιο, δημόσιο και εντός εύλογης προθεσμίας τρόπο από ανεξάρτητο και αμερόληπτο δικαστήριο, το οποίο λειτουργεί νόμιμα και θα αποφασίσει ως προς την βασιμότητα όλων των κατηγοριών ποινικής φύσεως εναντίον του. Συνεπώς, η εφαρμογή του άρθρου στην περίπτωση των διοικητικών κυρώσεων της ΕΚ απαιτεί η αρχή αυτή να έχει την ιδιότητα δικαστηρίου και να εκδικάζει κατηγορίες ποινικής φύσεως. Τόσο το ΕΔΔΑ<sup>363</sup> όσο και το ΔΕΕ<sup>364</sup> κατέληξαν πως η φύση των παραβάσεων και η σοβαρότητα των απειλούμενων κυρώσεων μπορούν να προσδώσουν τον χαρακτήρα της κατηγορίας ποινικής φύσεως στις παραβάσεις που εξετάζει η διοικητική αρχή για το ενδεχόμενο επιβολής διοικητικής κύρωσης. Συνεπώς, αναγνώρισαν στις περιπτώσεις αυτές εφαρμογή του άρθρου 6 ΕΣΔΑ.

Το ΣτΕ δεν ακολούθησε αυτή την νομολογιακή προσέγγιση<sup>365</sup>, κρίνοντας πως ακόμα και αν η διοικητική αρχή που εξετάζει κατηγορίες ποινικής φύσεως και δεν πληροί τις προϋποθέσεις που προβλέπονται στο άρθρο 6 ΕΣΔΑ μπορεί πάραυτα να προχωρήσει σε εξέταση των κατηγοριών ποινικής φύσεως χωρίς να εγείρεται ζήτημα εφαρμογής του άρθρου, εφόσον η σχετική διοικητική πράξη υπόκειται στην συνέχεια σε ένδικο βοήθημα ενώπιον δικαιοδοτικού οργάνου που πληροί τις απαιτήσεις του άρθρου<sup>366</sup>. Με βάση την θέση αυτή, η εξέταση στην οποία προβαίνει η ΕΚ για τον εντοπισμό παραβιάσεων του παρόντος Κανονισμού από εκδότες ΕΠΟ και η επιβολή διοικητικών κυρώσεων σε αυτούς δεν μπορεί να εγείρει ζητήματα αμεροληψίας ή δημοσιότητας των συνεδριάσεων βάσει του άρθρου 6 ΕΣΔΑ.

Στο άρθρο 12 του Κανονισμού 596/2014 ορίζει την χειραγώγηση της αγοράς, μεταξύ άλλων, ως την συμπεριφορά που διαμορφώνει ή είναι πιθανό να διαμορφώσει την τιμή ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο, μέσω της διάδοσης πληροφοριών, εφόσον το πρόσωπο που τις διέδιδε γνώριζε, ή όφειλε να γνωρίζει, ότι οι πληροφορίες ήταν ψευδείς. Σε προηγούμενο σημείο της ανάλυσης αυτής<sup>367</sup> αναπτύχθηκε πως τα ομόλογα που παρουσιάζονται ως πράσινα απολαμβάνουν οφέλη τιμολόγησης<sup>368</sup>. Συνεπώς, ένας εκδότης που προσφέρει ένα ομόλογο προβάλλοντας την ψευδοοικολογική του ταυτότητα, προκειμένου να

<sup>362</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 321.

<sup>363</sup> ΕΔΔΑ, Didier κατά Γαλλίας και ΕΔΔΑ, Engel κλπ κατά Κάτω Χωρών.

<sup>364</sup> ΔΕΕ, C-45/08, Spector.

<sup>365</sup> ΣτΕ 2007/2013.

<sup>366</sup> Όπως έχει αναγνωρίσει και το ίδιο το ΕΔΔΑ στην υπόθεση Menarini Diagnostics κατά Ιταλίας.

<sup>367</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο I, 2.5.

<sup>368</sup> Netto, S., Sobral, M., Ribeiro, A. and Soares, G. “Concepts and forms of greenwashing: a systematic review”, Environmental Sciences Europe, διαθέσιμο στο: <https://enveurope.springeropen.com/articles/10.1186/s12302-020-0300-3>, (11 Φεβρουαρίου 2020), σελ. 1, τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024.

εξασφαλίσει μια τιμή για το ομολογιακό μέσο, η οποία είναι διαφορετική από αυτή που θα προέκυπτε στην απουσία τέτοιων ψευδών δηλώσεων, διαπράττει χειραγώγηση της αγοράς.

Ως χειραγώγηση αγοράς ορίζεται και η διαβίβαση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών ή χορήγηση ψευδών ή παραπλανητικών στοιχείων για ένα δείκτη αναφοράς, εφόσον το πρόσωπο που πραγματοποίησε τη διαβίβαση ή τη χορήγηση των στοιχείων γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει ότι ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές, ή κάθε άλλη συμπεριφορά που συνεπάγεται τη χειραγώγηση του υπολογισμού του δείκτη αναφοράς. Ένας εκδότης που έχει επιλέξει να εκδώσει ένα συνδεδεμένο με την βιωσιμότητα ομόλογο και να αξιοποιήσει τις προβλέψεις προαιρετικών δημοσιοποιήσεων του Κανονισμού για τα ΕΠΟ, δίνοντας ψευδή στοιχεία για τον δείκτη αναφοράς έτσι ώστε να παρουσιάσει μη πραγματικές περιβαλλοντικές επιδόσεις του προϊόντος και να αποφύγει ενδεχόμενη αύξηση του επιτοκίου, προβαίνει σε χειραγώγηση αγοράς κατά το άρθρο 12 παρ. 1 στοιχείο δ) του Κανονισμού 596/2014. Στο πλαίσιο του άρθρου 30 του Κανονισμού αυτού, ο Έλληνας νομοθέτης θέσπισε μέσω του Ν. 4443/2016 διοικητικές κυρώσεις κατά των προσώπων που προβαίνουν σε χειραγώγηση αγοράς.

Συγκεκριμένα, η ΕΚ μπορεί να επιβάλλει στα σχετικά φυσικά πρόσωπα πρόστιμα ύψους από 10.000 μέχρι 5.000.000 ευρώ ή πρόστιμο έως και το τριπλάσιο του ποσού των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης, αν το ποσό μπορεί να προσδιοριστεί. Σε περίπτωση που πρόκειται για νομικό πρόσωπο, διατηρείται αυτή η διοικητική μεταχείριση με μόνες διαφορές την άνοδο του ανώτατου ποσού του προστίμου στα 15.000.000 ευρώ και την πρόβλεψη τρίτης εναλλακτικής μέχρι το ποσό που αντιστοιχεί στο 15% του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών του νομικού προσώπου σύμφωνα με τις τελευταίες διαθέσιμες εγκεκριμένες οικονομικές του καταστάσεις. Πέρα από το πρόστιμο, η ΕΚ μπορεί, μεταξύ άλλων, να αφαιρέσει τα αποκτηθέντα κέρδη ή τις αποφευχθείσες ζημιές λόγω της παράβασης, να ανακαλέσει ή να αναστείλει την άδεια λειτουργίας των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών<sup>369</sup> του εκδότη, να απαγορεύσει προσωρινά ή μόνιμα στους υπεύθυνους την άσκηση διευθυντικών καθηκόντων στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές ή να τους επιτρέψει να διατηρήσουν την σχετική διευθυντική θέση αλλά με παράλληλη προσωρινή στέρηση δυνατότητας διενέργειας συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό επί χρηματοπιστωτικών μέσων. Η επίτευξη οικονομικού οφέλους δεν αποτελεί προϋπόθεση για την επιβολή της διοικητικής κύρωσης αν και συνεκτιμάται για τον προσδιορισμό του είδους της διοικητικής κύρωσης, της χρονικής έκτασης των μη χρηματικών κυρώσεων και της ποσοτικής έκτασης των προστίμων.

## *2.2. Ποινικές κυρώσεις*

Η χειραγώγηση της αγοράς μέσω πρακτικών πράσινου ξεπλύματος μπορεί να επισύρει και ποινικές κυρώσεις πέρα από διοικητικές βάσει του Ν. 4443/2016. Η διάδοση ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών που συνεπάγεται την χειραγώγηση του τρόπου υπολογισμού του κριτηρίου αξιολόγησης του χρηματοπιστωτικού μέσου στο πλαίσιο χρηματοπιστωτικών συναλλαγών τιμωρείται με φυλάκιση τουλάχιστον ενός έτους. Συνεπώς, ένας εκδότης που υπόκειται στην CSRD και κατ' επέκταση στο άρθρο 8 του Κανονισμού Ταξινόμιας, θα πρέπει να συμπεριλάβει στο τμήμα 3 “Περιβαλλοντική στρατηγική και σκεπτικό” της έκθεσης για τον επιμερισμό των κερδών με βάση το Παράρτημα II του παρόντος Κανονισμού, πληροφορίες για

---

<sup>369</sup> Εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή ανώνυμη εταιρεία επενδυτικής διαμεσολάβησης που συνέβαλαν στην τέλεση της χειραγώγησης αγοράς.

τον βαθμό στον οποίο και τις οικονομικές περιόδους κατά τις οποίες τα έσοδα από τα ΕΠΟ συμβάλλουν στους βασικούς δείκτες επιδόσεων του εκδότη για τα περιουσιακά στοιχεία και τις δαπάνες που είναι ευθυγραμμισμένα με την ταξινόμηση<sup>370</sup>. Με την συμπερίληψη ψευδών πληροφοριών για την χρήση των εσόδων σε περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες και την κατά αυτόν τον τρόπο χειραγώγηση των βασικών δεικτών επιδόσεων του για τα περιουσιακά στοιχεία, τον κύκλο εργασιών και τις δαπάνες που είναι ευθυγραμμισμένα με την ενωσιακή ταξινόμηση, ο εκδότης ΕΠΟ προβαίνει στην σχετική αξιόποινη πράξη.

Μάλιστα στις περιπτώσεις που ο εκδότης ΕΠΟ διαπράττει το συγκεκριμένο έγκλημα κατ'επάγγελμα ή κατά συνήθεια, το περιουσιακό όφελος, η αποφευχθείσα ζημία ή η προξηνηθείσα ζημία υπερβαίνουν ένα συγκεκριμένο ποσό ή για να προσπορίσει οφέλη σε εγκληματική οργάνωση, τότε η αξιόποινη συμπεριφορά του τιμωρείται με κάθειρξη. Η ποινική δίωξη για όλες τις προαναφερθείσες κυρώσεις ασκείται αυτεπαγγέλτως από τον κατά τόπο αρμόδιο εισαγγελέα πλημμελειοδικών και είναι ανεξάρτητη κάθε σχετικής διοικητικής διαδικασίας ή άσκησης οποιασδήποτε φύσης ένδικου μέσου ή βοήθηματος ενώπιον των διοικητικών δικαστηρίων και αρχών. Η ΕΚ υποβάλλει στον εισαγγελέα μηνυτήρια αναφορά με την οποία ανακοινώνεται η τέλεση χειραγώγησης της αγοράς μέσω της έκδοσης ΕΠΟ<sup>371</sup>.

Η συμμετοχή και η απόπειρα στο έγκλημα της χειραγώγησης της αγοράς κρίνονται με βάση τις γενικές διατάξεις του ΠΚ<sup>372</sup>. Η απόπειρα χειραγώγησης της αγοράς καθίσταται σημαντική και για τον τομέα των διοικητικών κυρώσεων λόγω του άρθρου 15 του Κανονισμού 596/2014 που απαγορεύει ρητά και άρα αναγνωρίζει ως διοικητική παράβαση όχι μόνο την χειραγώγηση αλλά και την απόπειρα χειραγώγησης. Μια τέτοια απόπειρα μπορεί να περιλαμβάνει περιπτώσεις που λαμβάνει χώρα η αρχή εκτέλεσης της αξιόποινης συμπεριφοράς χωρίς να συντελείται ολοκλήρωση της χειραγώγησης της αγοράς, για λόγους όπως η τεχνολογική αστοχία και η μη εκτέλεση εντολής συνδιαλλαγής. Η απαγόρευση της απόπειρας χειραγώγησης της αγοράς είναι απαραίτητη για την πρόληψη και την επιβολή κυρώσεων από τις αρμόδιες αρχές σε έγκαιρο στάδιο<sup>373</sup>.

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ αναγνωρίζει στο άρθρο 49 πως οι διοικητικές κυρώσεις που μπορεί να επιβάλλει η ΕΚ τελούν σε επιφύλαξη των σχετικών ποινικών κυρώσεων που προβλέπονται από το ελληνικό ποινικό δίκαιο. Βάσει του άρθρου 49 παρ. 5 τα Κράτη Μέλη μπορούν να προβλέψουν πρόσθετες κυρώσεις πέραν των ρητά προβλεπόμενων στον Κανονισμό για τα ΕΠΟ<sup>374</sup>. Εφόσον τα Κράτη Μέλη αξιοποιήσουν την σχετική δυνατότητα με θέσπιση ειδικών ποινικών κυρώσεων για την παραβίαση των διατάξεων του παρόντος Κανονισμού που εγείρουν την επιβολή διοικητικών κυρώσεων, τότε οι αρμόδιες αρχές τους θα πρέπει να κοινοποιούν στην ΕΑΚΑΑ σε ετήσια βάση ανώνυμα συγκεντρωτικά στοιχεία για όλες τις ποινικές έρευνες που έχουν αναλάβει και τις ποινικές κυρώσεις που έχουν επιβάλει. Η ΕΑΚΑΑ προβαίνει σε δημοσίευση ετήσιας έκθεσης με βάση τα στοιχεία αυτά. Αν διαπιστώσει κατά την εκτέλεση των εποπτικών της καθηκόντων σοβαρές ενδείξεις για την ύπαρξη περιστατικών που μπορούν να συνεπάγονται ποινικό αδίκημα, η ΕΑΚΑΑ θα παραπέμψει τα σχετικά ζητήματα ποινικής δίωξης στις αρμόδιες αρχές. Επιπλέον,

<sup>370</sup> Το άρθρο 11 παρ. 1 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ προβλέπει την κατάρτιση εκθέσεων επιμερισμού των κερδών από τα ΕΠΟ με βάση το Παράρτημα ΙΙ του Κανονισμού αυτού.

<sup>371</sup> Η πρόβλεψη για υποβολή μηνυτήριας αναφοράς δεν αποτελεί διακριτική ευχέρεια αλλά δέσμια αρμοδιότητα της ΕΚ κατά την απόφαση ΠλημμΑθ 2150/2018.

<sup>372</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 427.

<sup>373</sup> Σκέψη (41) του Προοιμίου του Κανονισμού 596/2014.

<sup>374</sup> Στο άρθρο 53 παρ. 2 ορίζεται πως αυτή η δυνατότητα των Κρατών Μελών επεκτείνεται και σε ποινικές κυρώσεις.

δεν θα επιβάλλει διοικητικό πρόστιμο ή περιοδική χρηματική ποινή σε εξωτερικό αξιολογητή, εφόσον έχει δρομολογηθεί κατά το εθνικό δίκαιο προγενέστερη ποινική δίωξη εναντίον του που οδήγησε σε αθωωτική ή καταδικαστική απόφαση με ισχύ δεδικασμένου βάσει πανομοιότυπων περιστατικών ή βάσει περιστατικών που είναι στην ουσία τους τα ίδια.

Η κανονιστική ρύθμιση αυτή εδράζεται στην αρχή *ne bis in idem* κατά την οποία απαγορεύεται η δίωξη<sup>375</sup> και η επιβολή περισσότερων κυρώσεων για δεύτερη φορά για την ίδια παραβατική συμπεριφορά, η οποία απειλείται με κύρωση από δύο διαφορετικές διατάξεις. Η αρχή αυτή αν και δεν διακηρύσσεται ρητά στο Σύνταγμα, υποστηρίζεται πως προκύπτει αβίαστα από την έννοια της ποινής στο άρθρο 7 παρ. 1 εδάφιο β. Σ<sup>376</sup>. Προβλέπεται ρητά στο άρθρο 4 του 7<sup>ου</sup> Πρόσθετου Πρωτοκόλλου της ΕΣΔΑ και στο άρθρο 50 του Χάρτη των Θεμελιωδών Δικαιωμάτων της ΕΕ. Κατά την πρώτη εξέταση της αρχής από την ελληνική νομολογία, κρίθηκε πως η αρχή περιορίζεται σε ποινικές κυρώσεις και δεν εμποδίζει ένα διοικητικό δικαστήριο να προχωρήσει στην εκδίκαση της ίδιας παράβασης παρά την προηγούμενη έκδοση αθωωτικής δικαστικής απόφασης από ποινικό δικαστήριο<sup>377</sup>. Με βάση τη νομολογία αυτή, διαφορετική ερμηνεία θα οδηγούσε τα διοικητικά δικαστήρια σε παραβίαση της υποχρέωσης εκδίκασης των υποθέσεων της αρμοδιότητας τους και παροχής δικαστικής προστασίας βάσει του άρθρου 20 παρ. 1 Σ. Η τροποποίηση του άρθρου 5 παρ. 2 ΚΔΔ από τον Ν. 4446/2016 με την προσθήκη της πρόβλεψης πως τα διοικητικά δικαστήρια δεσμεύονται από τις αθωωτικές αποφάσεις των ποινικών δικαστηρίων<sup>378</sup> άλλαξε την αντιμετώπιση της αρχής αυτής από την ελληνική νομολογία.

Το ΕΔΔΑ έκρινε<sup>379</sup> πως η επιβολή διοικητικών και ποινικών κυρώσεων για κατάχρηση της αγοράς συνιστά παραβίαση της αρχής *ne bis in idem*. Στην συνέχεια το ΔΕΕ έκανε δεκτό<sup>380</sup> ότι η συνέχιση διαδικασίας επιβολής διοικητικού προστίμου ποινικού χαρακτήρα λόγω παράνομων ενεργειών που συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς κατά προσώπου εις βάρος του οποίου υπάρχει ήδη αμετάκλητη ποινική καταδίκη που διασφαλίζει την καταστολή της παράβασης αυτής κατά τρόπο αποτελεσματικό, αναλογικό και αποτρεπτικό είναι αντίθετη με την σχετική αρχή. Στο πνεύμα αυτό, η ελληνική νομολογία<sup>381</sup> αποδέχτηκε πως η δυνατότητα επιβολής διοικητικών και ποινικών κυρώσεων δεν είναι απόλυτη αλλά εξαρτάται πρώτα από το την επιδίωξη διαφορετικών στόχων και μετά από την στενή σύνδεση των δύο διαδικασιών, ώστε να αποτελούν ένα συνεκτικό σύνολο ικανό να διασφαλίσει αυτή την αποτελεσματική, αποτρεπτική και αναλογική καταστολή που αποδέχτηκε το ΔΕΕ ως κριτήριο εναρμόνισης με την αρχή.

Συνεπώς, η απουσία νομοθετικών κανόνων<sup>382</sup> που διασφαλίζουν τον συντονισμό των δύο διαδικασιών, έτσι ώστε να μειωθεί στο απαιτούμενο μέτρο η πρόσθετη επιβάρυνση για τους καθ' ων η σόρευση ποινικών και διοικητικών κυρώσεων, καθιστά την σωρευτική επιβολή τους

---

<sup>375</sup> Η συμπερίληψη της δίωξης συνεπάγεται πως η αρχή δεν είναι αντίθετη μόνο με την δεύτερη τιμωρία αλλά και με την δεύτερη δίωξη ή εκδίκαση για την ίδια παράβαση, καλύπτοντας περιπτώσεις ποινικής διαδικασίας που έχουν ολοκληρωθεί με αθωωτική δικαστική απόφαση για τον κατηγορούμενο.

<sup>376</sup> Παπαθωμάς, Α. “Η συνταγματική οριοθέτηση του ποινικού κολασμού” σε Θεμελιώδη Δικαιώματα, (2017), σελ.184-185.

<sup>377</sup> ΣτΕ 837/2018.

<sup>378</sup> Εκτός αν η απαλλαγή στηρίχθηκε στην έλλειψη αντικειμενικών ή υποκειμενικών στοιχείων που δεν αποτελούν προϋπόθεση της διοικητικής παράβασης.

<sup>379</sup> ΕΔΔΑ, Grande Stevens and Others κατά Ιταλίας.

<sup>380</sup> ΔΕΕ, C-537/16, Garlsson Real Estate.

<sup>381</sup> ΟλΣτΕ 359/2020.

<sup>382</sup> Πέρα από την δέσμευση του διοικητικού δικαστηρίου από αμετάκλητη καταδικαστική ποινική απόφαση σχετικά με την ενοχή του δράστη ή αμετάκλητη αθωωτική απόφαση.

απαγορευμένη βάσει της αρχής *ne bis in idem*<sup>383</sup>. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ εναρμονίζεται με την αρχή *ne bis in idem*, καθώς όπως επισημάνθηκε και ανωτέρω η ΕΑΚΑΑ δεν επιβάλλει διοικητικά πρόστιμα σε εξωτερικούς αξιολογητές που έχουν υποβληθεί σε προηγούμενη ποινική διαδικασία βάσει του εθνικού δικαίου<sup>384</sup>, ενώ τα Κράτη Μέλη δύνανται να παραλείψουν την θέσπιση κανόνων σχετικών με την επιβολή διοικητικών κυρώσεων εφόσον προβλέπονται ήδη στο εθνικό τους δίκαιο ποινικές κυρώσεις για τις σχετικές παραβάσεις<sup>385</sup>.

### 2.3. Αστικές κυρώσεις

Ο παρών Κανονισμός στηρίζεται σε καθεστώς δημόσιας επιβολής τόσο για τους εκδότες όσο και για τους εξωτερικούς αξιολογητές. Οι σχετικές ρυθμίσεις θα καταστούν αποτελεσματικότερες μόνο μέσα από την συμπλήρωση τους από την υιοθέτηση μηχανισμών αστικής ευθύνης. Καίριο παράδειγμα αποτελεί η ειδική αστική ευθύνη που προβλέπει το άρθρο 35<sup>α</sup> του Κανονισμού 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μετά την τροποποίηση του από τον Κανονισμό 462/2013. Η αστική ευθύνη αποτελεί το μέσο ιδιωτικής επιβολής των διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Διατάξεις που ρυθμίζουν την αστική ευθύνη του εκδότη αναγνωρίζοντας δικαίωμα αποζημίωσης στους ζημιωθέντες επενδυτές εντοπίζονται σε διάφορα νομοθετήματα του ενωσιακού δικαίου. Ο Κανονισμός για το ενημερωτικό δελτίο ορίζει στο άρθρο 11 πως τα Κράτη Μέλη διασφαλίζουν ότι την ευθύνη για τις πληροφορίες που παρέχονται στο ενημερωτικό δελτίο και σε κάθε συμπλήρωμα αυτού<sup>386</sup>, φέρει τουλάχιστον ο εκδότης ή τα διοικητικά, διαχειριστικά ή εποπτικά όργανα του εκδότη, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητάει την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή ο εγγυητής, ανάλογα την περίπτωση. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ αναγνωρίζει την σημασία της διάταξης αυτής για την συμπλήρωση των προβλεπόμενων κυρώσεων με αστικές κυρώσεις κατά του εκδότη ΕΠΟ<sup>387</sup>.

Τον ρόλο αυτόν εξυπηρετεί το άρθρο 61 του Ν. 4706/2020 που προβλέπει ειδική αστική ευθύνη για τους υπεύθυνους κατάρτισης του ενημερωτικού δελτίου στην περίπτωση που θέσουν στην διάθεση του κοινού ένα ανακριβές ή ελλιπές δελτίο. Αν ένας εκδότης ΕΠΟ προβεί σε πληροφόρηση των επενδυτών μέσω του δελτίου για χρήση των εσόδων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία σχετικά με οικονομικές δραστηριότητες ευθυγραμμισμένες με την ενωσιακή ταξινομία και τελικά καταλήξει να τα διαθέσει σε κεφαλαιουχικές δαπάνες που σχετίζονται με οικονομικές δραστηριότητες που δεν έχουν ευθυγραμμιστεί ακόμα με αυτήν, το ενημερωτικό δελτίο θα είναι όχι μόνο ανακριβές αλλά και πιθανότατα ελλιπές, καθώς δεν θα περιλαμβάνει σχέδιο κεφαλαιουχικών δαπανών<sup>388</sup>. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής που ζημιώθηκε λόγω των ανακριβειών και ελλείψεων του ενημερωτικού δελτίου, καταλήγοντας να καταρτίσει την σχετική συναλλαγή λόγω αυτών, μπορεί να καταφύγει απευθείας στην σχετική διάταξη και να ασκήσει

<sup>383</sup> Οι εξελίξεις αυτές αναμένεται να αποτελέσουν σημαντική επιρροή στο σύστημα επιβολής κυρώσεων του δικαίου της Κεφαλαιαγοράς. Βλ. Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 592.

<sup>384</sup> Άρθρο 63 παρ. 11 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>385</sup> Άρθρο 49 παρ. 1-2 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>386</sup> Συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου αποτελεί και το δελτίο πληροφοριών του άρθρου 10 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ, το οποίο το ενημερωτικό δελτίο το ενσωματώνει μέσω παραπομπής ως ρυθμιζόμενη πληροφορία κατά το άρθρο 14 παρ. 3 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>387</sup> Σκέψη (29) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>388</sup> Η ανακρίβεια και η έλλειψη του ενημερωτικού δελτίου μπορούν να υφίστανται εξαρχής ή να ανακύψουν και μετά τη δημοσίευσή του.

αγωγή αποζημίωσης κατά των υπεύθυνων προσώπων για την κατάρτιση του ενημερωτικού δελτίου χωρίς την ανάγκη προσφυγής στον ΑΚ.

Η νομολογία του ΔΕΕ συνέδεσε την ανάγκη αναγνώρισης αστικής ευθύνης για παραβίαση των διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς με το επίπεδο που η εποπτεία της κεφαλαιαγοράς από τις δημόσιες αρχές διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία της. Εφόσον οι δημόσιες αρχές με αξιοποίηση των διατάξεων δημοσίου δικαίου επιτυγχάνουν την θωράκιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς<sup>389</sup>, η νομοθετική πρόβλεψη αστικών κυρώσεων για την περίπτωση παραβίασης του δικαίου της κεφαλαιαγοράς καθίσταται αμελητέα. Βέβαια, οι εθνικές δημόσιες αρχές που οφείλουν να τηρούν τις ενωσιακές επιταγές συνήθως δεν θα διαθέτουν τους απαιτούμενους πόρους ή το αναγκαίο προσωπικό προκειμένου να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους<sup>390</sup>. Από την άλλη πλευρά, οι ζημιωθέντες επενδυτές έχουν σε κάθε περίπτωση το κίνητρο για να κινητοποιήσουν την διαδικασία εξέτασης και διάγνωσης της ευθύνης των προσώπων αυτών που παραβίασαν τις σχετικές διατάξεις, προκειμένου να πετύχουν την αποκατάσταση της ζημίας τους. Αυτός είναι ο λόγος που η αστική ευθύνη αν και δεν μπορεί να αντικαταστήσει το σύστημα διοικητικού ελέγχου και κυρώσεων, αποτελεί πάραυτα το απαιτούμενο συμπλήρωμα της.

Κατά την κρατούσα άποψη, η αστική ευθύνη λόγω κατάρτισης ανακριβούς ή ελλιπούς ενημερωτικού δελτίου εγείρει αγωγή αποζημίωσης αλλά όχι αγωγή ακύρωσης της προσφοράς κινητών αξιών και της μετέπειτα συναλλαγής<sup>391</sup>. Αυτό σχετίζεται και με τον σκοπό της ρύθμισης, ο οποίος είναι η επιβολή υποχρέωσης προς τήρηση συγκεκριμένης συμπεριφοράς, δηλαδή η δημοσίευση εγκεκριμένου ενημερωτικού δελτίου και όχι η αποδοκιμασία του αποτελέσματος της συμπεριφοράς αυτής, δηλαδή η ανάληψη των ΕΠΟ από επενδυτές. Οι τελευταίοι δεν βαρύνονται από την σχετική υποχρέωση και δεν θα πρέπει να υποστούν τις ακυρωτικές συνέπειες λόγω της μη εκπλήρωσης της από τον εκδότη ΕΠΟ<sup>392</sup>. Η νομολογία του ΔΕΕ αναγνωρίζει τις αγωγές αποζημίωσης κατά του εκδότη για πλημμέλειες του ενημερωτικού δελτίου και εν γένει παραβάσεις άλλων νομικών υποχρεώσεων ενημερώσεως των επενδυτών ως ενοχές εξ αδικοπραξίας ή οιονεί αδικοπραξίας<sup>393</sup>.

Η αδικοπρακτική φύση της ευθύνης έχει σημασία στις περιπτώσεις μη έκδοσης ενημερωτικού δελτίου ή διασποράς εσφαλμένων πληροφοριών στο πλαίσιο της δευτερογενούς αγοράς. Εφόσον ο εκδότης ΕΠΟ καταρτίσει ελλιπές ή ανακριβές ενημερωτικό δελτίο τότε υπάγεται στο πεδίο εφαρμογής του άρθρου 61 που ρυθμίζει ειδικά την αστική ευθύνη του. Η ευθύνη αυτή βαρύνει τον εκδότη, τον προσφέροντα ή το πρόσωπο που ζητά την εισαγωγή των κινητών αξιών για διαπραγματεύση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή τον εγγυητή, τα μέλη του ΔΣ των ανωτέρω προσώπων, αλλά και το πιστωτικό ίδρυμα ή την εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχουν σχετικές επενδυτικές υπηρεσίες, όπως αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων<sup>394</sup>. Η ευθύνη των

<sup>389</sup> Το ζήτημα αυτό κρίνεται ad hoc με βάση τα δεδομένα της συγκεκριμένης έννομης τάξης.

<sup>390</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 621.

<sup>391</sup> ό.π., σελ. 321.

<sup>392</sup> Υποστηρίζεται πως διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, όπως αυτή του άρθρου 12 του Κανονισμού για την χειραγώγηση της αγοράς, αποτελούν απαγορευτικούς κανόνες δικαίου, η παραβίαση των οποίων οδηγεί στην έγερση αγωγής ακύρωσης βάσει του άρθρου 174 ΑΚ. Όμως η άποψη αυτή αντικρούεται επειδή στην κεφαλαιαγορά οι συναλλαγές καταρτίζονται ανώνυμα, το οποίο συνεπάγεται πως η ακύρωση τους μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την ίδια την λειτουργία της αγοράς, καθώς και τα δικαιώματα των καλόπιστων επενδυτών, προκαλώντας μεγαλύτερη ζημιά από κάθε ενδεχόμενο όφελος που να μπορεί να την δικαιολογήσει. Βλ. Τουντόπουλος, “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 428.

<sup>393</sup> ΔΕΕ, C-375/13, Kolassa.

<sup>394</sup> Άρθρο 60 του Ν. 4706/2020.

προσώπων αυτών είναι εις ολόκληρον. Η ευθύνη άλλων προσώπων, όπως αντιπροσώπων του εκδότη, υφίσταται μέσα από τις γενικές διατάξεις του ΑΚ. Δικαιούχοι αποζημίωσης είναι όλοι οι επενδυτές που ζημιώθηκαν από την πλημμέλεια του ενημερωτικού δελτίου για ΕΠΟ μέσα στους πρώτους δώδεκα μήνες από την δημοσίευση του<sup>395</sup>. Αυτό συνεπάγεται κάλυψη όχι μόνο των επενδυτών που απέκτησαν ΕΠΟ στην πρωτογενή αγορά κατά την δημόσια προσφορά ή την εισαγωγή κινητών αξιών σε ρυθμιζόμενη αγορά αλλά και των επενδυτών που απέκτησαν ΕΠΟ μεταγενέστερα κατά την κυκλοφορία τους στην δευτερογενή αγορά.

Για να αντισταθμίσει την υπέρμετρη διεύρυνση της υποχρέωσης αποζημίωσης των υπόχρεων προσώπων για την κατάρτιση ενημερωτικού δελτίου, η ειδική ρύθμιση κατανέμει στους ζημιωθέντες επενδυτές το βάρος απόδειξης της ζημίας τους αλλά και της αιτιώδους συνάφειας ανάμεσα σε αυτήν την ζημία και στην υπαίτια κατάρτιση ανακριβούς ή ελλιπούς ενημερωτικού δελτίου. Ο επενδυτής συνεπώς θα πρέπει να αποδείξει πως δεν θα προχωρούσε στην κτήση των τίτλων αν το ενημερωτικό δελτίο δεν είχε αυτό το περιεχόμενο. Ενδιαφέρουσα είναι η κρατούσα άποψη στην γερμανική νομολογία κατά την οποία το γεγονός ότι ο επενδυτής δεν μελέτησε το ενημερωτικό δελτίο δεν εμποδίζει την αποδοχή αιτιώδους συνάφειας ανάμεσα στα σφάλματα που εμπεριέχονται σε αυτό και στην επενδυτική του απόφαση<sup>396</sup>. Στηρίζει την θέση αυτή στο επιχείρημα ότι οι πληροφορίες που έλαβε ο επενδυτής μέσα από τον διαμεσολαβητή δεν είναι πλήρεις. Επιπροσθέτως, εδράζει την αξίωση αποζημίωσης του επενδυτή που δεν διάβασε το ενημερωτικό δελτίο στην επιρροή του από την γενικότερη επενδυτική διάθεση που αυτό είχε προκαλέσει.

Γενικά οι ιδιαιτερότητες της χρηματιστηριακής νομοθεσίας εγείρουν προκλήσεις και αποδεικτικά αδιέξοδα στην αναγνώριση αιτιώδους συνάφειας ανάμεσα στην πλημμελή συμπεριφορά του εκδότη και στην ζημία του επενδυτή. Το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ υιοθέτησε την θεωρία fraud on the market και μέσω αυτής τεκμήριο βάσει του οποίου οι τιμές των προϊόντων ενσωματώνουν τις διαθέσιμες πληροφορίες στην αγορά<sup>397</sup>. Το τεκμήριο αυτό βασίζεται στην θεμελιώδη οικονομική παραδοχή ότι ο επενδυτής βασίστηκε στην εσφαλμένη πληροφόρηση, καθώς σε μια ανοικτή και ανεπτυγμένη αγορά η τιμή των επενδυτικών προϊόντων αντανακλά όλες τις δημόσια προσβάσιμες πληροφορίες. Έτσι, ο επενδυτής όταν προβαίνει σε μια αγορά βασίζεται στους ενημερωμένους παράγοντες της αγοράς που έχουν ενσωματωθεί στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου. Η εμπιστοσύνη στην τιμή μεταφράζεται σε εμπιστοσύνη των διεσπαρμένων στην αγορά πληροφοριών που ενσωματώνει. Συνεπώς, η διάδοση εσφαλμένων πληροφοριών θα επηρεάσει αιτιωδώς την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου χωρίς να χρειάζεται ο επενδυτής να αποδείξει την άμεση σύνδεση της πλημμελούς συμπεριφοράς με την συναλλαγή.

Η ελληνική νομολογία ενώ δεν έχει εστιάσει ενδελεχώς στο αν πρέπει ο επενδυτής να αποδείξει ότι πράγματι μελέτησε το ενημερωτικό δελτίο, στηρίζεται στο παραδεδεγμένο κριτήριο της πρόσφορης αιτιώδους συνάφειας ανάμεσα στην παραπλανητική δημοσίευση και στην απόκτηση των κινητών αξιών από τους θιγόμενους<sup>398</sup>. Εφόσον η δημοσίευση αυτή ήταν ικανή αιτία, κατά τα διδάγματα της κοινής πείρας, να οδηγήσει αντικειμενικά κατά την συνηθισμένη και κανονική πορεία των πραγμάτων, στην αγορά των κινητών αξιών από τον επενδυτή, τότε υφίσταται αιτιώδη

<sup>395</sup> Το διάστημα αυτό συνάδει με την δωδεκάμηνη διάρκεια ισχύος του ενημερωτικού δελτίου βάσει του άρθρου 12 του Κανονισμού 2017/1129, αν και αυτή εκκινεί από την έγκριση του δελτίου.

<sup>396</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 326.

<sup>397</sup> ό.π., σελ. 632.

<sup>398</sup> ΑΠ 1093/2008.



συνάφεια. Κατά την απόδειξη της αιτιώδους συνάφειας χρησιμοποιήθηκαν επιβοηθητικές ενδείξεις όπως η μικρή χρονική απόσταση ανάμεσα στην παραπλανητική δημοσίευση και στην απόκτηση των κινητών αξιών από τους θιγόμενους<sup>399</sup>.

Ο Ν. 4706/2020 αντισταθμίζει αυτές τις αποδεικτικές δυσχέρειες των επενδυτών αντιστρέφοντας το βάρος απόδειξης ως προς την υπαιτιότητα, εισάγοντας τεκμαιρόμενη υπαιτιότητα των προσώπων που ευθύνονται για τις πληροφορίες του ενημερωτικού δελτίου. Συνεπώς, στην περίπτωση που ο θιγόμενος επενδυτής επικαλεστεί και αποδείξει την επέλευση ζημίας λόγω της παραπλανητικής δημοσίευσης του εκδότη ΕΠΟ, τότε ο εκδότης ΕΠΟ θα πρέπει να αποδείξει την έλλειψη υπαιτιότητας του ως προς τις πλημμέλειες του ενημερωτικού δελτίου προκειμένου να αποφύγει την υποχρέωση αποζημίωσης λόγω της νόθους αντικειμενικής ευθύνης του. Αυτή η νομοθετική επιλογή εδράζεται στο γεγονός ότι τα περιστατικά που αποδεικνύουν έλλειψη ευθύνης των υπεύθυνων προσώπων βρίσκονται στον κύκλο επιρροής τους<sup>400</sup>. Από την στιγμή που η σχετική νομοθεσία δεν διακρίνει, ισχύει ο γενικός κανόνας βάσει του οποίου αρκεί κάθε μορφή υπαιτιότητας, ακόμα και η ελαφρά αμέλεια, συμπεριλαμβανοντας τόσο την γνώση όσο και την υπαίτια άγνοια<sup>401</sup>.

Η αστική ευθύνη του εκδότη ΕΠΟ για το περιεχόμενο του σχετικού ενημερωτικού δελτίου καλύπτει μόνο την θετική ζημία, έτσι ώστε ο επενδυτής να επανέλθει στην θέση που θα βρισκόταν αν δεν είχε καταρτιστεί η συναλλαγή<sup>402</sup>. Στην περίπτωση που ο θιγόμενος επενδυτής επιθυμεί να επιδιώξει και την αποθετική ζημία του από την σχετική συναλλαγή, μπορεί να καταφύγει στις γενικές αδικοπρακτικές διατάξεις των άρθρων 914, 919 και 926 ΑΚ, στην οποία περίπτωση θα φέρει το βάρος πλήρους απόδειξης των προϋποθέσεων που δικαιολογούν την έγερση αγωγής αποζημίωσης κατά του εκδότη ΕΠΟ<sup>403</sup>. Οι γενικές διατάξεις αυτές μπορούν να αξιοποιηθούν και για την έγερση αποζημίωσης από ζημιωθέντες επενδυτές λόγω παράβασης των διατάξεων του Ν. 3556/2007 περί διαφάνειας στην δευτερογενή αγορά<sup>404</sup>. Από την στιγμή που στο ελληνικό δίκαιο δεν εντοπίζονται ειδικές διατάξεις για την αστική ευθύνη των υπόχρεων προσώπων βάσει του Ν. 3556/2007 αλλά ούτε υφίσταται συμβατική σχέση ανάμεσα στους νέους επενδυτές της δευτερογενούς αγοράς και στον εκδότη ΕΠΟ, η μόνη βάση για την αστική ευθύνη των τελευταίων εδράζεται στις διατάξεις περί αδικοπραξίας του ΑΚ.

Το στοιχείο του παρανόμου μπορεί να βρεθεί στην παραβίαση των διατάξεων του Ν. 3556/2007 για την υποχρέωση πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού. Πέρα από αυτές τις νομικές βάσεις, οι διατάξεις περί χειραγώγησης βάσει του άρθρου 12 του Κανονισμού 596/2014 ή χρηματιστηριακής απάτης βάσει του 386 ΠΚ δύνανται να καταστήσουν την σχετική παραπλανητική πληροφόρηση παράνομη. Για παράδειγμα τέτοια συμπεριφορά θα είναι η προβολή από τον εκδότη προηγούμενων ψευδών περιβαλλοντικών επιδόσεων και η επίκληση της χρήσης εσόδων του ΕΠΟ για την διεκπεραίωση του περιβαλλοντικά βιώσιμου έργου, ενώ αυτό δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και ο εκδότης ΕΠΟ απλά επιθυμεί να αυξήσει αθέμιτα

<sup>399</sup> Δηλαδή η αγορά να συντελεστεί ταυτόχρονα ή αμέσως μετά από την σχετική δημοσίευση.

<sup>400</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 326.

<sup>401</sup> Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ προβλέπει ρητά πως η ΕΑΚΑΑ επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις στους εξωτερικούς αξιολογητές που λειτούργησαν τόσο εκ προθέσεως όσο και εξ αμελείας, αναγνωρίζοντας πάντως στο άρθρο 59 πως οι περιπτώσεις αμελούς συμπεριφοράς μπορεί να δικαιολογήσουν ευμενέστερη διοικητική μεταχείριση.

<sup>402</sup> Ο Κανονισμός 2017/1129 δεν επεκτείνει στην αστική ευθύνη και σε διαφυγόντα κέρδη γιατί η ευθύνη εκτείνεται και έναντι προσώπων που αποκτούν τις κινητές αξίες σε χρονικό διάστημα δώδεκα μηνών από την δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου, όπως τονίστηκε και ανωτέρω.

<sup>403</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 328.

<sup>404</sup> ΑΠ 1093/2008.

την τιμή των ομολόγων του, προωθώντας την ψευδοοικολογική τους ταυτότητα, για την απόκτηση οικονομικού οφέλους.

Σε περίπτωση που επιλεχθεί η νομική βάση της χειραγώγησης της αγοράς για την θεμελίωση του στοιχείου του παρανόμου στο πραγματικό του άρθρου 914 ΑΚ θα πρέπει να εξεταστεί το εάν οι διατάξεις περί χειραγώγησης της αγοράς αποσκοπούν στην προστασία αποκλειστικά του υπερατομικευμένου συμφέροντος της αγοράς ή ταυτόχρονα και στην προστασία των μεμονωμένων επενδυτών που συναλλάσσονται σε αυτήν. Η κρατούσα άποψη στην ελληνική επιστήμη αναγνωρίζει την συντέλεση αδικοπραξίας λόγω παράβασης των διατάξεων περί χειραγώγησης και κατά συνέπεια αναγνωρίζει δικαίωμα αποζημίωσης στους ζημιωθέντες επενδυτές<sup>405</sup>. Η ελληνική νομολογία αποδέχτηκε την θέση αυτή για ευθύνη όχι μόνο του νομικού προσώπου αλλά και των μελών του ΔΣ και του μεγαλομετόχου του, για την διάδοση ψευδών και παραπλανητικών πληροφοριών με συνέπεια τον τεχνητό επηρεασμό της τιμής της κινητής αξίας αλλά και για την παράλειψη ενημέρωσης των επενδυτών για τις συνθήκες διαμόρφωσης της τιμής αυτής<sup>406</sup>. Η αποδοχή προστασίας και των μεμονωμένων επενδυτών από τις διατάξεις της κεφαλαιαγοράς εδράζεται και στην αρχή της αποτελεσματικότητας των ενωσιακών ρυθμίσεων, η οποία διασφαλίζεται μέσα από την θέσπιση ατομικού δικαιώματος αποζημίωσης προς όφελος των ζημιωθέντων επενδυτών βάσει του εθνικού δικαίου, όπως αναγνωρίζεται νομολογιακά<sup>407</sup>.

Η αναγνώριση αδικοπρακτικής ευθύνης για τήρηση των σχετικών διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς επιφέρει μια σειρά από πλεονεκτήματα<sup>408</sup>. Ο θιγόμενος επενδυτής μπορεί να αναζητήσει πέρα από περιουσιακή ζημία και την χρηματική ικανοποίηση της ηθικής βλάβης βάσει του 932 ΑΚ και να στρέψει την αγωγή τόσο κατά του νομικού προσώπου όσο και κατά των μελών του ΔΣ του βάσει των 71 ΑΚ και 922 ΑΚ<sup>409</sup>. Μάλιστα, η κρατούσα άποψη στην νομολογία αποδέχεται την παρανομία ως στοιχείο του πραγματικού του 914 ΑΚ στην περίπτωση παράβασης της γενικής υποχρέωσης πρόνοιας και ασφάλειας στο πλαίσιο της συναλλακτικής και κοινωνικής εν γένει δραστηριότητας των ατόμων μέσω της λήψης ορισμένων μέτρων επιμέλειας για την αποφυγή πρόκλησης βλάβης στα έννομα αγαθά τρίτων βάσει του 288 ΑΚ<sup>410</sup>.

Γενικά, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, στο ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς η αποζημίωση στρέφεται στην αποκατάσταση του ζημιωθέντος και όχι στην τιμωρία του ζημιώσαντος, καθώς υιοθετείται η θεωρία της διαφοράς. Βάσει της θεωρίας αυτής, η ζημία αποτελεί την διαφορά μεταξύ της πραγματικής περιουσιακής κατάστασης του ζημιωθέντος και της περιουσιακής κατάστασης του, στην περίπτωση που δεν είχε συντελεστεί το ζημιογόνο γεγονός<sup>411</sup>. Αξιοσημείωτο είναι πως ο ίδιος ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ αναγνωρίζει δυνατότητα επιβολής διοικητικών κυρώσεων από την ΕΚ, οι οποίες ανέρχονται τουλάχιστον στο διπλάσιο του ποσού των κερδών που αποκτήθηκαν ή των ζημιών που αποφεύχθηκαν λόγω της παράβασης. Μάλιστα, τα Κράτη Μέλη μπορούν βάσει του άρθρου 49 παρ. 5 να προβλέψουν πρόσθετες κυρώσεις ή υψηλότερα διοικητικά πρόστιμα το οποίο συνηγορεί στον τιμωρητικό χαρακτήρα των διοικητικών κυρώσεων βάσει του εν λόγω Κανονισμού.

<sup>405</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 329.

<sup>406</sup> ΑΠ 1093/2008.

<sup>407</sup> ΕφΑθ 5894/2018.

<sup>408</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 623.

<sup>409</sup> Ενώ με το 926 ΑΚ η ευθύνη μπορεί να επεκταθεί και σε άλλα πρόσωπα που συνέπραξαν στην παράνομη πράξη.

<sup>410</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 625.

<sup>411</sup> ό.π., σελ. 629.

Ένα ερώτημα που κλήθηκε να απαντήσει η ελληνική νομολογία είναι αυτό του συνυπολογισμού κέρδους και ζημίας που προήλθαν από την σχετική επένδυση σε συνάρτηση με την παράνομη συμπεριφορά βάσει του άρθρου 300 ΑΚ. Για παράδειγμα, σε σχέση και με την παρούσα ανάλυση, εξετάζεται το εάν ένας επενδυτής ΕΠΟ, ο οποίος αποτέλεσε θύμα χρηματιστηριακής απάτης από τον εκδότη ως προς την οικολογική ταυτότητα του ομολόγου, θα δικαιούται μικρότερη αποζημίωση, εφόσον εγείρει αγωγή αποζημίωσης κατά του εκδότη, λόγω της είσπραξης τόκων. Ο ΑΠ έλαβε αυστηρή θέση ως προς το ζήτημα αυτό<sup>412</sup>, αρνούμενος να αποδεχτεί την μείωση της οφειλόμενης αποζημίωσης λόγω συνυπολογισμού του κεφαλαίου των τόκων, όταν ο υπόχρεος καταβολής των τόκων είναι και υπόχρεος προς αποζημίωση του επενδυτή. Το ακυρωτικό δικαστήριο στήριξε την θέση του στην έλλειψη συνάφειας της ωφέλειας και της ζημίας, καθώς οι τόκοι που λαμβάνει ο επενδυτής ως απόδοση των ομολόγων είναι μεν κέρδος από την κυριότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων αυτών, αλλά το κέρδος αυτό δεν είναι προερχόμενο από την ζημία του επενδυτή λόγω απώλειας του κεφαλαίου του<sup>413</sup>, αλλά από την παραχώρηση του κεφαλαίου αυτού στον υπόχρεο προς αποζημίωση εκδότη, ο οποίος το εκμεταλλεύθηκε με όποιο πρόσφορο τρόπο μπορούσε, αποδίδοντας τους συμφωνημένους καρπούς του στον ενάγοντα επενδυτή.

Η θέση αυτή όμως είναι αρκετά αυστηρή ως προς τα υπόχρεα πρόσωπα, καθώς θα πρέπει να καταβάλλουν πλήρη αποζημίωση, ανεξάρτητα από τους ήδη καταβαλλόμενους τόκους στον επενδυτή. Η γερμανική νομολογία αντικρούει αυτή την θέση αναγνωρίζοντας μια αδιάσπαστη ενότητα, δηλαδή μια άμεση αιτιώδη συνάφεια ανάμεσα στους τόκους και στην αγορά των ομολόγων<sup>414</sup>. Η σχετική άρνηση αποδοχής της ένστασης συνυπολογισμού έρχεται σε αντίφαση με την κρατούσα άποψη για αναγνώριση αποζημίωσης με βάση την θεωρία της διαφοράς, καθώς προσδίδει τιμωρητικά στοιχεία στην οφειλόμενη αποζημίωση από τα υπόχρεα πρόσωπα. Εφόσον ο στόχος της αποζημίωσης του ΑΚ με βάση αυτήν την θεωρία είναι η επαναφορά της κατάστασης στην προηγούμενη φάση πριν την συντέλεση του ζημιολογικού γεγονότος και όχι η τιμωρία του παραβάτη, τότε αυτό κανονικά έπρεπε να συμπεριλαμβάνει τόσο την αποκατάσταση της ζημίας του επενδυτή όσο και την επιστροφή των κερδών από την επένδυση αυτή μέσω του συνυπολογισμού τους για την εύρεση του οφειλόμενου ποσού αποζημίωσης. Η αντίθετη θέση δεν απομακρύνεται μόνο από τον αποκαταστατικό χαρακτήρα του ΑΚ αλλά συντελεί και στον αδικαιολόγητο πλουτισμό του επενδυτή.

Σχετικά τώρα με τους εξωτερικούς αξιολογητές, όπως αναπτύχθηκε ήδη, ο παρών Κανονισμός παρέχει στην ΕΑΚΑΑ μια σειρά διοικητικών κυρώσεων, ενώ επιτάσσει την παραπομπή θεμάτων ποινικής δίωξης από την ΕΑΚΑΑ στις αρμόδιες εθνικές αρχές. Όμως ο εν λόγω Κανονισμός δεν αναφέρεται στο ζήτημα αστικής ευθύνης των εξωτερικών αξιολογητών. Η θεμελίωση αστικής ευθύνης τους θα μπορούσε να βρεθεί στις γενικές διατάξεις περί αδικοπραξιών του ΑΚ με στοιχειοθέτηση του παρανόμου σε περιπτώσεις παραβίασης των οργανωτικών απαιτήσεων που θέτει ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ, απειλώντας μάλιστα με επιβολή διοικητικών κυρώσεων σε περίπτωση που δεν τηρηθούν. Ένα παράδειγμα θα ήταν η γνώση του εξωτερικού αξιολογητή για σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον πλειοψηφούντα μέτοχο του και την αξιολογούμενη οντότητα και η αποσιώπηση της σύγκρουσης αυτής χωρίς καμία αναφορά στις αξιολογήσεις<sup>415</sup>,

---

<sup>412</sup> ΑΠ 244/2016.

<sup>413</sup> Στην περίπτωση των ΕΠΟ, η απώλεια αυτή δύναται να συνίσταται στην παροχή κεφαλαίων για σκοπό αντίθετο προς την εντολή σε ανώνυμη εταιρεία επενδυτικής διαμεσολάβησης για επένδυση επί ΕΠΟ, λόγω εξαπάτησης της τελευταίας από τον εκδότη ΕΠΟ μέσω προβολής ψευδοοικολογικής ταυτότητας.

<sup>414</sup> Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, (2021), σελ. 631.

<sup>415</sup> Η οποία απαιτείται βάσει του άρθρου 35 παρ. 1 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

προκειμένου να διατηρήσει τα προσχήματα ανεξαρτησίας και να προχωρήσει στην χορήγηση αρνητικής γνώμης για το δελτίο πληροφοριών του άρθρου 10, εμποδίζοντας έτσι την λήψη χρηματοδότησης μέσω ΕΠΟ από τον εκδότη. Στην περίπτωση αυτή η ευθύνη μπορεί να προκύπτει και από την σύμβαση για παροχή υπηρεσιών ανάμεσα στον εξωτερικό αξιολογητή και στον εκδότη.

Στην περίπτωση του επενδυτή που δεν έχει τέτοιο συμβατικό δεσμό με τον εξωτερικό αξιολογητή αλλά πάραυτα βασίζεται στην εξωτερική αξιολόγηση για την λήψη της επενδυτικής απόφασης, μπορεί να προσφύγει στις αδικοπρακτικές διατάξεις του ΑΚ στην περίπτωση που ο εξωτερικός αξιολογητής παραβιάζει τις οργανωτικές του απαιτήσεις. Αν ο εξωτερικός αξιολογητής προβεί σε αξιολόγηση παρά την διάγνωση πραγματικής σύγκρουσης με την αξιολογούμενη οντότητα, λόγω σημαντικών οικονομικών δεσμών με την τελευταία<sup>416</sup>, αγνοώντας την απαγόρευση του άρθρου 35 παρ. 2 εδάφιο γ' του παρόντος Κανονισμού, τότε ο επενδυτής που βασίστηκε σε αυτή την αξιολόγηση για την λήψη της επενδυτικής του απόφασης ως προς το ΕΠΟ μπορεί να ασκήσει αγωγή αποζημίωσης κατά του εξωτερικού αξιολογητή εφόσον πληρούνται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις του 914 ΑΚ<sup>417</sup>.

Ολοκληρωτικά, η αστική ευθύνη αποτελεί ένα ισχυρό εργαλείο του ενωσιακού δικαίου που εξασφαλίζει την πρακτική εφαρμογή των κανονιστικών του απαιτήσεων<sup>418</sup>. Το κύριο πλεονέκτημα της ιδιωτικής επιβολής έναντι της δημόσιας είναι η αποκεντρωμένη φύση της, καθώς επιτρέπει στους ζημιωθέντες επενδυτές να αποκαταστήσουν τις ζημίες τους εγείροντας τις δικές τους αξιώσεις και ενισχύοντας το σύστημα κανονιστικής συμμόρφωσης του Κανονισμού για τα ΕΠΟ. Η ιδιωτική επιβολή βοηθάει στην αποφυγή των ρυθμιστικών φραγμών που χαρακτηρίζουν τις δημόσιες εποπτικές αρχές λόγω της συγκεντρωτικής τους λειτουργίας και της οργανωτικής τους δομής. Ειδικά μπορεί να ενισχύσει τον μηχανισμό επιβολής του εν λόγω Κανονισμού ως προς τους εκδότες ΕΠΟ, που είναι κρατικές οντότητες, οι οποίοι δεν υπόκεινται σε αποτελεσματική εποπτεία, ιδίως όταν ο έλεγχος τους δεν τελείται από ανεξάρτητα δικαστήρια. Οι ελλείψεις επιβολής του παρόντος Κανονισμού ως προς την άμεση κανονιστική συμμόρφωση των υπόχρεων προσώπων με τα ουσιαστικά κριτήρια που θέτει, δηλαδή τις απαιτήσεις ταξινόμησης, δικαιολογούν την μελλοντική τροποποίηση του έτσι ώστε να συμπεριληφθεί πρόβλεψη συστήματος ειδικής αστικής ευθύνης για την συμπλήρωση της δημόσιας εποπτείας, ολοκληρώνοντας το ρυθμιστικό περιεχόμενο του εν λόγω Κανονισμού.

### 3. Τα ομόλογα τιτλοποίησης

Ο παρών Κανονισμός παρέχει την δυνατότητα χρήσης του προτύπου και στην ειδική κατηγορία των ομολόγων τιτλοποίησης. Ως τιτλοποίηση ορίζεται στο άρθρο 4 του Κανονισμού (ΕΕ) 575/2013 για τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων η πράξη ή το πρόγραμμα μερισμού κατά τμήματα διαβάθμισης του

<sup>416</sup> Στην σκέψη (40) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ αναγνωρίζονται οι περιπτώσεις όπου υπάρχουν σημαντικοί προσωπικοί ή οικονομικοί δεσμοί μεταξύ του εξωτερικού αξιολογητή και της αξιολογούμενης οντότητας ως περιπτώσεις πραγματικής ή δυνητικής σύγκρουσης συμφερόντων, οι οποίες θα πρέπει να μετριάζονται και να αποφεύγονται.

<sup>417</sup> Υπαιτιότητα, ζημία και αιτιώδη συνάφεια ανάμεσα στην αξιολόγηση και στην ζημία.

<sup>418</sup> Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο “Green Bonds: An assessment of the proposed EU Green Bond Standard and its potential to prevent greenwashing”, διαθέσιμο στο: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/703359/IPOL\\_STU\(2022\)703359\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/703359/IPOL_STU(2022)703359_EN.pdf), (Απρίλιος 2022), σελ. 76, τελευταία πρόσβαση στις 29 Σεπτεμβρίου 2024.

πιστωτικού κινδύνου που συνδέεται με άνοιγμα ή με ομάδα ανοιγμάτων, η οποία πράξη ή πρόγραμμα έχει σωρευτικά δύο χαρακτηριστικά. Αυτά είναι η εξάρτηση των πληρωμών στο πλαίσιο της πράξης ή του προγράμματος από την απόδοση του ανοίγματος ή της ομάδας ανοιγμάτων και ο καθορισμός της κατανομής των ζημιών κατά τη διάρκεια της πράξης ή του προγράμματος από την διαβάθμιση των τμημάτων τιτλοποίησης. Ουσιαστικά, ο δανειστής αξιοποιεί την διαδικασία τιτλοποίησης για να μετατρέψει περιουσιακά στοιχεία ή απαιτήσεις του ενεργητικού σε ταμειακές ροές μέσω της έκδοσης ομολόγων, δηλαδή τίτλων εξασφαλισμένων με περιουσιακά στοιχεία (Asset-Backed Securities/ABS)<sup>419</sup>.

Ο δανειστής που αποτελεί την οντότητα από την οποία προέρχονται αυτές οι απαιτήσεις, λαμβάνει μια πίστωση μεταβιβάζοντας τις σχετικές δανειακές απαιτήσεις του σε ένα Όχημα Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle/SPV)<sup>420</sup>, το οποίο τις αξιοποιεί για να εκδώσει ομόλογο, το οποίο εξασφαλίζεται με ενέχυρο στις δανειακές απαιτήσεις κατά των οφειλετών. Οι αποπληρωμές των δανειακών απαιτήσεων αυτών επιφέρουν χρηματοροές που συντελούν όχι μόνο στην κάλυψη του τιμήματος που κατέβαλε η Οντότητα Ειδικού Σκοπού (ΟΕΣ) για την κτήση των απαιτήσεων αλλά και στην διαχρονική εξυπηρέτηση των ομολόγων που εκδόθηκαν από την ΟΕΣ. Μέσα από αυτήν την κατασκευή, ο πιστωτικός κίνδυνος από την μη αποπληρωμή των δανείων<sup>421</sup> μεταφέρεται στους επενδυτές που αγοράζουν τα ομόλογα. Το πιστωτικό ίδρυμα που προχωράει στην τιτλοποίηση απαλλάσσεται από τον κίνδυνο και διαμεσολαβεί ανάμεσα στους οφειλέτες και στην κεφαλαιαγορά, ενισχύοντας έτσι την δυνατότητα της για έκδοση περισσότερων δανείων.

Η τιτλοποίηση μπορεί να απαρτίζεται από περισσότερα τμήματα τα οποία διακρίνονται με βάση τον κίνδυνο, την εναπομένουσα διάρκεια ζωής τους και άλλα χαρακτηριστικά τους και παρέχονται παράλληλα προκειμένου να απευθυνθούν σε μεγαλύτερη ποικιλία επενδυτών<sup>422</sup>. Τα δάνεια που τιτλοποιούνται μπορεί να είναι τόσο ομοειδείς απαιτήσεις ενεργητικού όσο και απαιτήσεις δανείων διαφορετικής κατηγορίας<sup>423</sup>. Στην δεύτερη περίπτωση μπορεί να εκδοθεί διαφορετικός τίτλος για κάθε κατηγορία δανείου που συμπεριλαμβάνεται στην τιτλοποίηση, με γνώμονα την διαβάθμιση που κάθε δανειακή κατηγορία λαμβάνει από οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που συνεργάζεται με την δανειστρία τράπεζα. Έτσι δημιουργούνται διαβαθμισμένα ομόλογα τιτλοποίησης που διατίθενται στην κεφαλαιαγορά.

---

<sup>419</sup> Μούζουλας, Σ., Παναγόπουλος, Γ. και Πελετίδης, Ι. “Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) ως μηχανισμός ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών μέσω τιτλοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων”, ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 38, διαθέσιμο στο [https://www.kepe.gr/images/oikonomikes\\_ekselikseis/tefchos-38-gr/To-όχημα-ειδικού-σκοπού-\(SPV\)-ως-μηχανισμός-ελάφρυνσης-του-ενεργητικού.-Σπήλιος-Μούζουλας.-Γιάννης-Παναγόπουλος.-Ιωάννης-Πελετίδης.pdf](https://www.kepe.gr/images/oikonomikes_ekselikseis/tefchos-38-gr/To-όχημα-ειδικού-σκοπού-(SPV)-ως-μηχανισμός-ελάφρυνσης-του-ενεργητικού.-Σπήλιος-Μούζουλας.-Γιάννης-Παναγόπουλος.-Ιωάννης-Πελετίδης.pdf), (2019), σελ.70, τελευταία πρόσβαση στις 21 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>420</sup> Το όχημα ειδικού σκοπού είναι μια εταιρεία ή ένα επενδυτικό κεφάλαιο χωρίς νομική προσωπικότητα που αποκτάει έναντι τιμήματος απαιτήσεις από τους αρχικούς δανειστές και στην συνέχεια χρησιμοποιεί αυτές τις απαιτήσεις για την έκδοση και την διάθεση ομολόγων και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων σε επενδυτές. Η οντότητα αυτή εξυπηρετεί στην αποφυγή της πτώχευσης λόγω συσσώρευσης δανείων σε πιθανά αφερέγγυους οφειλέτες.

<sup>421</sup> Τα δάνεια που θα αποτελέσουν αντικείμενο τιτλοποίησης μπορούν να είναι φοιτητικά δάνεια, στεγαστικά, εταιρικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες και καταναλωτικά δάνεια.

<sup>422</sup> Chen, J. “What are Tranches? Definition, Meaning and Examples”, διαθέσιμο στο <https://www.investopedia.com/terms/t/tranches.asp>, (12 Μαρτίου 2024), τελευταία πρόσβαση στις 21 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>423</sup> Μούζουλας, Σ., Παναγόπουλος, Γ. και Πελετίδης, Ι. “Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) ως μηχανισμός ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών μέσω τιτλοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων”, ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 38, διαθέσιμο στο [https://www.kepe.gr/images/oikonomikes\\_ekselikseis/tefchos-38-gr/To-όχημα-ειδικού-σκοπού-\(SPV\)-ως-μηχανισμός-ελάφρυνσης-του-ενεργητικού.-Σπήλιος-Μούζουλας.-Γιάννης-Παναγόπουλος.-Ιωάννης-Πελετίδης.pdf](https://www.kepe.gr/images/oikonomikes_ekselikseis/tefchos-38-gr/To-όχημα-ειδικού-σκοπού-(SPV)-ως-μηχανισμός-ελάφρυνσης-του-ενεργητικού.-Σπήλιος-Μούζουλας.-Γιάννης-Παναγόπουλος.-Ιωάννης-Πελετίδης.pdf), (2019), σελ.68, τελευταία πρόσβαση στις 21 Σεπτεμβρίου 2024.

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ επιτρέπει την χρήση του προτύπου μόνο από ομόλογα που προήλθαν από διαδικασία απλής τιτλοποίησης. Η απλή ή παραδοσιακή τιτλοποίηση είναι αυτή που παρουσιάστηκε μέχρι το σημείο αυτό. Η εκχώρηση δηλαδή των απαιτήσεων του δανειστή σε ΟΕΣ για την έκδοση ομολόγων, το οποίο συνεπάγεται την απομάκρυνση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού από τον ισολογισμό του δανειστή και την υποκατάσταση της οντότητας ειδικού σκοπού στα δικαιώματα από την δανειακή σχέση<sup>424</sup>. Η ΟΕΣ είναι αυτή που λαμβάνει τις χρηματορροές που απορρέουν από την εκπλήρωση των απαιτήσεων αυτών.

Η άλλη κατηγορία τιτλοποίησης είναι αυτή της σύνθετης τιτλοποίησης στην οποία οι δανειακές απαιτήσεις παραμένουν στην περιουσία του δανειστή και αυτό που μεταβιβάζεται είναι αποκλειστικά ο πιστωτικός κίνδυνος, μέσα από πιστωτικά παράγωγα<sup>425</sup> ή χρηματοοικονομικές εγγυήσεις. Σε αυτήν την μέθοδο τιτλοποίησης, η ΟΕΣ αγοράζει τα πιστωτικά παράγωγα από την δανειστριά, προβαίνοντας έτσι στην χρηματοδότηση της τελευταίας και στην κάλυψη της από πιστωτικούς κινδύνους<sup>426</sup>. Έπειτα εκδίδει ομόλογα τα οποία διαθέτει σε επενδυτές, έτσι ώστε να αντλήσει κεφάλαια. Τα κεφάλαια αυτά τα χρησιμοποιεί για την απόκτηση ομολόγων με υψηλή διαβάθμιση από οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και συνεπώς μειωμένου κινδύνου. Οι χρηματορροές από τα τελευταία ομόλογα θα διασφαλίσουν την δυνατότητα της ΟΕΣ όχι μόνο να καλύψει τον δανειστή σε περίπτωση επέλευσης του πιστωτικού κινδύνου εκπληρώνοντας τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την κατοχή του πιστωτικού παραγώγου αλλά και να αποπληρώσει τους επενδυτές που αγόρασαν τα ομόλογα δική της έκδοσης. Άρα, η ΟΕΣ ακολουθεί έναν πιο σύνθετο τρόπο για να καλύψει την απουσία των χρηματορροών από την κτήση των δανειακών απαιτήσεων σε αυτήν την μέθοδο τιτλοποίησης.

Ο παρών Κανονισμός αποκλείει ρητά την χρήση του προτύπου ΕΠΟ από τα ομόλογα που εκδίδονται για σκοπούς σύνθετης τιτλοποίησης. Στο άρθρο 17 ορίζεται πως αυτά τα ομόλογα δεν είναι επιλέξιμα για χρήση του προτύπου. Ως προς τα ομόλογα που εκδίδονται για σκοπούς παραδοσιακής τιτλοποίησης αποδέχεται την εφαρμογή της ονομασίας ΕΠΟ θέτοντας όμως κάποιες εξαιρέσεις στον γενικό κανόνα στο άρθρο 18. Το σήμα ΕΠΟ δεν μπορεί να χορηγηθεί σε τιτλοποιημένα ανοίγματα που αξιοποιούνται για την χρηματοδότηση οικονομικών δραστηριοτήτων σχετικών με τα ορυκτά καύσιμα, όπως η εξόρυξη, η επεξεργασία και η μεταφορά τους. Η οντότητα που μεταβιβάζει τις απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν πρέπει να αποδεικνύει στην ΕΚ την μη παραβίαση αυτής της διάταξης, εφόσον λάβει σχετικό αίτημα από την αρχή, ενώ θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει και σχετική ενημέρωση στο ενημερωτικό δελτίο. Στο άρθρο 18 παρ. 2 προβλέπεται μια εξαίρεση στην εξαίρεση και άρα επιστροφή στον κανόνα για τα τιτλοποιημένα ανοίγματα που χρηματοδοτούν οικονομικές δραστηριότητες<sup>427</sup> που κάνουν χρήση

---

<sup>424</sup>Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο “Synthetic securitization: A closer look”, διαθέσιμο στο: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/583848/EPRS\\_BRI%282016%29583848\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/583848/EPRS_BRI%282016%29583848_EN.pdf), (Ιούνιος 2016).

<sup>425</sup> Παράγωγα μέσα για την μετακίνηση του πιστωτικού κινδύνου. Στην ουσία αποτελεί μια χρηματοοικονομική σύμβαση κατά την οποία ένα πρόσωπο, στην περίπτωση μας η οντότητα ειδικού σκοπού, λαμβάνει προκαθορισμένα ασφάλιστρα για την ανάληψη συμβατικά καθορισμένων κινδύνων, οι οποίοι αν επέλθουν κατά την διάρκεια ισχύος της σύμβασης, το πρόσωπο αυτό πρέπει να καταβάλλει ένα συγκεκριμένο ποσό στον αντισυμβαλλόμενο του.

<sup>426</sup> Μούζουλας, Σ., Παναγόπουλος, Γ. και Πελετίδης, Ι. “Το όχημα ειδικού σκοπού (SPV) ως μηχανισμός ελάφρυνσης του ενεργητικού των τραπεζών μέσω τιτλοποίησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων”, ΚΕΠΕ, Οικονομικές Εξελίξεις, τεύχος 38, διαθέσιμο στο [https://www.kepe.gr/images/oikonomikes\\_ekselikseis/tefchos-38-gr/To-όχημα-ειδικού-σκοπού-\(SPV\)-ως-μηχανισμός-ελάφρυνσης-του-ενεργητικού.-Σπήλιος-Μούζουλας.-Γιάννης-Παναγόπουλος,-Ιωάννης-Πελετίδης.pdf](https://www.kepe.gr/images/oikonomikes_ekselikseis/tefchos-38-gr/To-όχημα-ειδικού-σκοπού-(SPV)-ως-μηχανισμός-ελάφρυνσης-του-ενεργητικού.-Σπήλιος-Μούζουλας.-Γιάννης-Παναγόπουλος,-Ιωάννης-Πελετίδης.pdf), (2019), σελ.69, τελευταία πρόσβαση στις 21 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>427</sup> Όπως τα στεγαστικά δάνεια για τις οικονομικές δραστηριότητες της απόκτησης και ανακαίνισης κτιρίων ή τα καταναλωτικά δάνεια για τις οικονομικές δραστηριότητες της αγοράς, της χρηματοδοτικής μίσθωσης ή της λειτουργίας αυτοκινήτου.

ορυκτών καυσίμων για την παραγωγή ή συμπαραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας, θερμότητας και ψύξης, υπό την προϋπόθεση η οικονομική δραστηριότητα να πληροί τα κριτήρια για τη «μη πρόκληση σημαντικής βλάβης» που θέτει η Climate Delegated Act<sup>428</sup>.

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ ρυθμίζει την χρήση των εσόδων που λαμβάνει η μεταβιβάζουσα οντότητα από την εκχώρηση των δανειακών απαιτήσεων της στην ΟΕΣ. Συνεπώς, παρά το γεγονός ότι η τελευταία είναι που εκδίδει τα ομόλογα στην μέθοδο της παραδοσιακής τιτλοποίησης, κανονιστικά αναγνωρίζεται η μεταβιβάζουσα οντότητα ως ο εκδότης των ΕΠΟ<sup>429</sup>. Σε κάποιες περιπτώσεις όμως αναγνωρίζει κατ' εξαίρεση την ΟΕΣ ως τον εκδότη των ΕΠΟ. Κατά συνέπεια, η ΟΕΣ είναι αυτή που πρέπει να εκδώσει το ενημερωτικό δελτίο για τα ΕΠΟ. Η εθνική αρχή με αρμοδιότητα εποπτείας του εκδότη ΕΠΟ καθορίζεται με βάση το Κράτος Μέλος καταγωγής της ΟΕΣ και εποπτεύει την ΟΕΣ<sup>430</sup>. Τόσο η μεταβιβάζουσα οντότητα όσο και η ΟΕΣ οφείλουν να δημοσιεύουν στον ιστότοπο τους και να κοινοποιούν στην ΕΑΚΑΑ και στις αρμόδιες αρχές τις απαιτούμενες πληροφορίες του άρθρου 15 του παρόντος Κανονισμού.

Η κατάσταση αυτή φυσικά είναι αντιφατική καθώς η μεταβιβάζουσα οντότητα έχει στην κυριότητα της τα έσοδα που πρέπει να χρησιμοποιηθούν κατά τον κανονιστικά ορισμένο τρόπο αλλά η αρμόδια αρχή καθορίζεται με βάση την ΟΕΣ, την οποία και εποπτεύει ως προς την τήρηση των υποχρεώσεων που ο εν λόγω Κανονισμός της επιβάλλει. Ο ενωσιακός νομοθέτης μερίμνησε για αυτό και ολοκλήρωσε την κανονιστική ρύθμιση με την δυνατότητα επιβολής όχι μόνο των εξουσιών ελέγχου και των προληπτικών μέτρων<sup>431</sup> αλλά και των διοικητικών κυρώσεων<sup>432</sup> τόσο στην ΟΕΣ όσο και στην μεταβιβάζουσα οντότητα για την πρόληψη και την καταστολή των παραβάσεων των διατάξεων του παρόντος Κανονισμού από αυτές<sup>433</sup>. Στην περίπτωση που η ΟΕΣ και η μεταβιβάζουσα οντότητα έχουν την έδρα τους σε διαφορετικά Κράτη Μέλη και συνεπώς υπάγονται στην δικαιοδοσία διαφορετικών εθνικών αρχών, τότε ενεργοποιείται το άρθρο 46 του εν λόγω Κανονισμού για την συνεργασία μεταξύ των αρμόδιων αρχών στην έρευνα, στην εποπτεία και στην επιβολή του νόμου και κατ' επέκταση του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

Στην περίπτωση που η κατάσταση καθίσταται ακόμα πιο σύνθετη λόγω της ύπαρξης περισσότερων μεταβιβαζουσών οντοτήτων, ο παρών Κανονισμός αναγνωρίζει όλες τις μεταβιβάζουσες οντότητες ως εκδότες ΕΠΟ κατ' αναλογία σε σχέση με το ποσοστό συμμετοχής έκαστης στην ομάδα τιτλοποιημένων ανοιγμάτων<sup>434</sup>. Τέλος, ο παρών Κανονισμός θέτει κάποιες πρόσθετες απαιτήσεις δημοσιοποίησης από τους εκδότες ΕΠΟ στην περίπτωση έκδοσης ομολόγων τιτλοποίησης<sup>435</sup>. Ουσιαστικά συμπεριλαμβάνονται κάποιες πρόσθετες πληροφορίες στο ενημερωτικό δελτίο που καταρτίζει η ΟΕΣ και στο δελτίο πληροφοριών και στις ετήσιες εκθέσεις επιμερισμού των κερδών που καταρτίζει η μεταβιβάζουσα οντότητα βάσει του παρόντος Κανονισμού.

---

<sup>428</sup> Σύμφωνα με την σκέψη (32) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ ο κυρίαρχος σκοπός των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων για κινητοποίηση χρηματορροών και απαλλαγή των δανειστών από επισφαλή δάνεια δικαιολογεί υποχώρηση των απαιτήσεων αποκλεισμού όταν η σύνδεση με δραστηριότητες ορυκτών καυσίμων είναι μόνο οριακή ή περιστασιακή, όπως ένα εμπορικό κτίριο με δεξαμενή αποθήκευσης φυσικού αερίου.

<sup>429</sup> Άρθρο 16 παρ. 1 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>430</sup> Άρθρα 16 παρ. 2 και 44 παρ.1 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>431</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο III, 7.1.

<sup>432</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο IV, 2.1.

<sup>433</sup> Άρθρα 16 παρ. 2, 45 παρ.1, 48 και 49 παρ. 1 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>434</sup> Άρθρο 16 παρ. 3 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>435</sup> Άρθρο 19 του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

Επισημαίνεται πως όταν το ομόλογο είναι ομόλογο τιτλοποίησης, η μεταβιβάζουσα οντότητα είναι υπεύθυνη για την χρήση των εσόδων με βάση τις αναληφθείσες δεσμεύσεις στο ενημερωτικό δελτίο. Αν και δεν καταρτίζει το ενημερωτικό δελτίο, η μεταβιβάζουσα οντότητα αναλαμβάνει τις δεσμεύσεις αυτές μέσω κατάρτισης του δελτίου πληροφοριών που ενσωματώνεται μέσω παραπομπής στο ενημερωτικό δελτίο. Επιπροσθέτως, αναφέρονται τα ποσοστά των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων που συνδέονται με ευθυγραμμισμένες και επιλέξιμες για την ενωσιακή ταξινόμηση οικονομικές δραστηριότητες. Αυτές οι πρόσθετες απαιτήσεις δημοσιοποίησης, όπως και οι ειδικές απαιτήσεις αποκλεισμού στην περίπτωση των ορυκτών καυσίμων, εξασφαλίζουν την προστασία της επενδυτικής εμπιστοσύνης<sup>436</sup>, καθώς οι επενδυτές δεν συναλλάσσονται με την μεταβιβάζουσα οντότητα που θα χρησιμοποιήσει τα έσοδα κατά περιβαλλοντικά βιώσιμο τρόπο αλλά με την ΟΕΣ.

Ο λόγος που κανονιστικά αντιμετωπίζεται η μεταβιβάζουσα οντότητα ως ο εκδότης των ΕΠΟ ενώ είναι νομικά διακριτή από την ΟΕΣ, η οποία είναι ο πραγματικός εκδότης ΕΠΟ, εδράζεται στην αναγνώριση των περιορισμών της αγοράς. Στο υφιστάμενο ενωσιακό πλαίσιο δεν έχουν επεκταθεί επαρκώς τα περιουσιακά στοιχεία που είναι όχι μόνο ευθυγραμμισμένα με την ενωσιακή ταξινόμηση αλλά και κατάλληλα για τιτλοποίηση θέτοντας φραγμούς σε μια κανονιστική πρωτοβουλία επέκτασης της ρυθμισμένης χρήσης εσόδων σε όλη την αλυσίδα κυκλοφορίας του ομολόγου που προέκυψε από την μέθοδο παραδοσιακής τιτλοποίησης<sup>437</sup>. Στην περίπτωση που ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ δεν περιόριζε την απαίτηση χρήσης στα έσοδα που η μεταβιβάζουσα οντότητα κερδίζει από την εκχώρηση των δανειακών απαιτήσεων αλλά την επέκτεινε και στην ΟΕΣ, αυτό θα συνεπαγόταν επιπρόσθετη υποχρέωση χρήσης των εσόδων, που η ΟΕΣ απέκτησε από την προσφορά του ομολόγου τιτλοποίησης, σε περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες, πέρα από τις υποχρεώσεις διαφάνειας που ήδη επιβάλλει στην ΟΕΣ ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών αναγνώρισε αυτή την αδυναμία προτείνοντας τον περιορισμό των απαιτήσεων χρήσης των εσόδων μόνο για τις μεταβιβάζουσες οντότητες ως την πιο ρεαλιστική προσέγγιση κατά το στάδιο μετάβασης σε μια πιο βιώσιμη οικονομία.

Η συμπερίληψη των ομολόγων τιτλοποίησης στα ομολογιακά μέσα που μπορούν να χρησιμοποιήσουν το πρότυπο των ΕΠΟ οφείλεται στην αναγνώριση της πληθώρας πλεονεκτημάτων της βιώσιμης τιτλοποίησης. Η μέθοδος της τιτλοποίησης διευρύνει την επενδυτική βάση των βιώσιμων έργων, ακόμα περισσότερο από τα υπόλοιπα πράσινα ομόλογα, μέσω των τμημάτων της τιτλοποίησης με διαφορετικές διαβαθμίσεις και άρα με διαφορετικούς συνδυασμούς κινδύνου και απόδοσης<sup>438</sup>. Αυτό θα αποτελέσει πόλο έλξης επενδυτών πολλών διαφορετικών κατηγοριών. Εξίσου σημαντική λειτουργία τους είναι η παράλληλη επίλυση των ζητημάτων εύρεσης κεφαλαίων και ικανοποίησης των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας. Πριν την επέκταση αυτής της λειτουργίας κρίνεται αναγκαία μια παρουσίαση του σχετικού προβλήματος.

---

<sup>436</sup> Σκέψη (32) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>437</sup> Σκέψη (31) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>438</sup> European Banking Authority (EBA) Report “Developing a framework for sustainable securitisation”, διαθέσιμο στο [https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document\\_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf), (2022), σελ.18.



Εστιάζοντας στα πιστωτικά ιδρύματα, αυτά υποβάλλονται σε μια κοινή ετήσια διαδικασία εποπτικού ελέγχου και αξιολόγησης<sup>439</sup> στο πλαίσιο συμμόρφωσης των τραπεζών με τις απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας της ΕΕ<sup>440</sup>. Ανάμεσα στα ζητήματα που εξετάζονται είναι η ορθή διαχείριση των κινδύνων στους οποίους εκτίθενται οι τράπεζες και η κάλυψη τους από επαρκή κεφαλαιακά αποθέματα για την αντιμετώπιση της ενδεχόμενης πραγμάτωσης των κινδύνων αυτών. Ένας από τους πιο σημαντικούς κινδύνους με τον οποίο έρχονται αντιμέτωπα τα πιστωτικά ιδρύματα είναι ο πιστωτικός κίνδυνος μη αποπληρωμής των χορηγούμενων δανείων. Στο σενάριο που ο οφειλέτης κρίνεται πως είναι απίθανο να αποπληρώσει την οφειλή του ή έχει καταστεί υπερήμερος λόγω αθέτησης των δανειακών υποχρεώσεων του για χρονικό διάστημα που υπερβαίνει τις 90 ημέρες, το δάνειο καθίσταται μη εξυπηρετούμενο (κόκκινο δάνειο), με βάση τα λογιστικά πρότυπα<sup>441</sup>. Η υψηλή συγκέντρωση κόκκινων δανείων συγκριτικά με το σύνολο των ανοιγμάτων του πιστωτικού ιδρύματος ενδέχεται να ασκήσει αρνητική επιρροή όχι μόνο στην κερδοφορία του αλλά και στην ίδια την υπόσταση του. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 διόγκωσε αυτό το πρόβλημα αυξάνοντας τις συγκεντρώσεις των κόκκινων δανείων στις τραπεζικές περιουσίες. Το Συμβούλιο της ΕΕ προχώρησε στην δημοσίευση μιας έκθεσης τον Ιούλιο του 2017 βάσει της οποίας πρότεινε μια σειρά μέτρων για την αντιμετώπιση των υψηλών συγκεντρώσεων κόκκινων δανείων, μεταξύ άλλων, μέσω της ανάπτυξης δευτερογενών αγορών για τα κόκκινα δάνεια.

Στην Ελλάδα, τα κόκκινα δάνεια αποτέλεσαν μείζον πρόβλημα για τα κεφάλαια και την ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων<sup>442</sup>, γεγονός που οδήγησε τον εθνικό νομοθέτη στην έκδοση του Ν. 4354/2015, όπως τροποποιήθηκε από τον Ν. 4389/2016. Το νομοθετικό πλαίσιο που έθεσαν αυτές οι νομοθετικές πρωτοβουλίες διασφάλισε την αντιμετώπιση ως ένα βαθμό του ζητήματος μέσω της υπό προϋποθέσεις διαχείρισης ή απόκτησης των δανειακών απαιτήσεων από κόκκινα δάνεια από ΟΕΣ<sup>443</sup>. Ο Νόμος αυτός αντικαταστάθηκε από τον Ν. 5072/2023, με τον οποίο ενσωματώθηκε η Οδηγία (ΕΕ) 2021/2167 περί διαχειριστών και αγοραστών πιστώσεων. Μέσα από αυτήν τη νομοθεσία ρυθμίστηκε η διαδικασία απόκτησης των κόκκινων δανειακών απαιτήσεων από ΟΕΣ έτσι ώστε αυτές στην συνέχεια να τις προωθήσουν μέσω συναλλαγών τιτλοποίησης στην δευτερογενή αγορά. Το ζητούμενο αποτελεί η μετατροπή των κόκκινων δανείων σε εξυπηρετούμενα κατά έναν βιώσιμο οικονομικά τρόπο.

Η Ελλάδα και τα Κράτη Μέλη εν γένει έχουν καταφέρει να χρησιμοποιήσουν την μέθοδο της τιτλοποίησης έτσι ώστε να διαχειριστούν ως ένα βαθμό αρκετά αποτελεσματικά το πρόβλημα των κόκκινων δανείων<sup>444</sup>. Ένας τρόπος επιτάχυνσης αυτής της διαδικασίας με παράλληλη προώθηση στόχων περιβαλλοντικής βιωσιμότητας θα ήταν η μετατροπή αυτών των κόκκινων δανείων σε ομόλογα τιτλοποίησης που φέρουν το σήμα του ΕΠΟ. Το πιστωτικό ίδρυμα που επιθυμεί να εξασφαλίσει κεφάλαια για την υλοποίηση βιώσιμων επενδύσεων αλλά περιορίζεται από τις

---

<sup>439</sup> Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών εκδίδει κατευθυντήριες γραμμές για τον τρόπο διεξαγωγής αυτής της εποπτικής διαδικασίας, τις οποίες ακολουθούν η ΕΚΤ και οι εθνικές αρμόδιες αρχές.

<sup>440</sup> Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο “Εποπτεία του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών από την ΕΕ”, Ειδική έκθεση 12, διαθέσιμο στο [https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2023-12/SR-2023-12\\_EL.pdf](https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2023-12/SR-2023-12_EL.pdf) (2023), σελ.7-8, τελευταία πρόσβαση στις 24 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>441</sup> ό.π., σελ.11.

<sup>442</sup> Σύμφωνα με την Εθνική Στρατηγική για τη Βιώσιμη και Δίκαιη Ανάπτυξη 2030, μια από τις βασικές προτεραιότητες της χώρας για τον μετασχηματισμό του ελληνικού χρηματοπιστωτικού τομέα αποτελεί η μείωση των κόκκινων δανείων.

<sup>443</sup> Ρόκας, Ν., Γκόρτσος, Χ., Μικρούλεα, Α. και Λιβαδά, Χ. “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, (2016), σελ. 564-565.

<sup>444</sup> Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο “Εποπτεία του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών από την ΕΕ”, Ειδική έκθεση 12, διαθέσιμο στο [https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2023-12/SR-2023-12\\_EL.pdf](https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2023-12/SR-2023-12_EL.pdf) (2023), σελ.14, τελευταία πρόσβαση στις 24 Σεπτεμβρίου 2024.

κεφαλαιακές απαιτήσεις του ενωσιακού δικαίου<sup>445</sup>, ενώ παράλληλα δέχεται πίεση για διευθέτηση των κόκκινων δανείων που εντάσσονται στα περιουσιακά του στοιχεία από την ΕΚΤ<sup>446</sup>, μπορεί να καταφύγει σε αυτήν ακριβώς την δυνατότητα.

Μέσα από την βιώσιμη τιτλοποίηση το πιστωτικό ίδρυμα θα λάβει τα απαιτούμενα κεφάλαια για να προχωρήσει στην χρηματοδότηση περιβαλλοντικά βιώσιμων οικονομικών δραστηριοτήτων με παράλληλη απαλλαγή του από τα κόκκινα δάνεια και την κατ' επέκταση απελευθέρωση κεφαλαίου για την χρηματοδότηση αυτή<sup>447</sup>. Ενώ η κατάτμηση της τιτλοποίησης των κόκκινων δανείων και η διαφορετική διαβάθμιση των τμημάτων θα επιφέρει μια αυξημένη επενδυτική βάση για την αγορά των ομολόγων τιτλοποίησης, διαιωνίζοντας την ροή των κεφαλαίων. Προσθέτοντας στο σύστημα αυτό και την αξιοποίηση του χρυσού προτύπου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ δύναται να εξασφαλιστούν ακόμα πιο αυξημένες χρηματορροές λόγω της συρρίκνωσης του φαινομένου του πράσινου ξεπλύματος και της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης αυτής της μεγάλης επενδυτικής βάσης. Συνεπώς, το πρότυπο αυτό πέρα από κάθε άλλη χρήση του, παρέχει την δυνατότητα για την ανταλλαγή στους καλύτερους δυνατούς όρους των κατάλοιπων μιας από τις μεγαλύτερες κρίσεις της σύγχρονης ιστορίας με τα εργαλεία για την απάντηση σε μια από τις μεγαλύτερες προκλήσεις των ημερών μας.

#### **4. Η θέση του σήματος στην ευρωπαϊκή και στην εθνική στρατηγική για την χρηματοδότηση της βιώσιμης ανάπτυξης**

Τα ΕΠΟ αποτελούν μέρος της ενωσιακής Στρατηγικής για Χρηματοδότηση της Μετάβασης προς τη Βιώσιμη Οικονομία που ανακοίνωσε η Επιτροπή το καλοκαίρι του 2021. Η στρατηγική αυτή αναγνώρισε την σημασία της δημιουργίας ενός υψηλής ποιότητας εθελοντικού προτύπου, το οποίο θα είναι διαθέσιμο για όλους τους εκδότες προκειμένου να προσελκύσει τον μεγαλύτερο δυνατό αριθμό επενδυτών<sup>448,449</sup>. Παράλληλα αποτέλεσε μέρος του Επενδυτικού Σχεδίου της Ευρωπαϊκής Πράσινης Συμφωνίας για την επίτευξη των στόχων που έθεσε. Είναι εμφανής η θέση του ΕΠΟ ως το λάβαρο των θεσμικών οργάνων της ΕΕ και κυρίως της Επιτροπής για την επίτευξη σημαντικής βιώσιμης χρηματοδότησης, τόσο από τον ιδιωτικό όσο και από τον δημόσιο τομέα. Η Επιτροπή ξεκαθάρισε πως το πρότυπο θα μπορεί να αξιοποιηθεί όχι μόνο από νέα ομόλογα αλλά και από υφιστάμενα, όπως τα πράσινα ομόλογα του NGEU για τα οποία η Επιτροπή δήλωσε πως θα ευθυγραμμιστούν, στον μεγαλύτερο δυνατό βαθμό, με το πρότυπο των ΕΠΟ<sup>450</sup>.

Εστιάζοντας τώρα συγκεκριμένα στην ελληνική πραγματικότητα, η Ελληνική Κυβέρνηση στις αρχές του 2024 παρουσίασε την Εθνική Στρατηγική για τη Βιώσιμη Χρηματοδότηση, βάσει της οποίας κρίνεται ως κομβική η κάλυψη του πράσινου επενδυτικού κενού με την κινητοποίηση νέων

<sup>445</sup> Κανονισμός (ΕΕ) 575/2013.

<sup>446</sup> Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο “Εποπτεία του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών από την ΕΕ”, Ειδική έκθεση 12, διαθέσιμο στο [https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2023-12/SR-2023-12\\_EL.pdf](https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2023-12/SR-2023-12_EL.pdf) (2023), σελ.13-14, τελευταία πρόσβαση στις 24 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>447</sup> European Banking Authority (EBA) Report “Developing a framework for sustainable securitisation”, διαθέσιμο στο [https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document\\_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf), (2022), σελ.18.

<sup>448</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Ανακοίνωση της Επιτροπής για τη Στρατηγική χρηματοδότησης της μετάβασης προς τη βιώσιμη οικονομία”, (6 Ιουλίου 2021).

<sup>449</sup> Εμβάθυνε επίσης στην σημασία των συνδεδόμενων με την βιωσιμότητα ομολόγων.

<sup>450</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Ερωτήσεις και απαντήσεις: Κανονισμός για τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα”, διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda\\_21\\_3406/QANDA\\_21\\_3406\\_EL.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda_21_3406/QANDA_21_3406_EL.pdf), (6 Ιουλίου 2021).

πόρων, ειδικά από τον ιδιωτικό τομέα<sup>451</sup>. Σε προγενέστερο στάδιο, στα τέλη του 2022, η Ελλάδα προχώρησε στην έκδοση της Στρατηγικής Χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου στο πλαίσιο της οποίας αναγνώρισε την σημασία των δημόσιων επενδύσεων που θα χρηματοδοτηθούν μέσα από την έκδοση κρατικών πράσινων ομολόγων<sup>452</sup><sup>453</sup>. Μέσα από την έκδοση αυτών των πράσινων ομολόγων, η Ελληνική Κυβέρνηση επιδιώκει να επιταχύνει την επίτευξη των στόχων κλιματικής ουδετερότητας που έθεσε με τον Κλιματικό Νόμο τον Μάιο του 2022<sup>454</sup>.

Επιπροσθέτως, θέλει να ενισχύσει το καθεστώς αναφορών και ελέγχου σε συνάρτηση με την πραγμάτωση των στόχων περιβαλλοντικής, κοινωνικής και σχετικής με την διακυβέρνηση βιωσιμότητας που έχει θέσει. Τέλος, επιδιώκει την διεύρυνση της επενδυτικής της βάσης, προσελκύοντας τόσο θεσμικούς επενδυτές, με όλο και πιο αυξημένο ενδιαφέρον στα ζητήματα βιωσιμότητας, όσο και νέους τύπους επενδυτών, ενώ παράλληλα εντάσσεται στην σειρά των κρατικών οντοτήτων της Ευρωζώνης που έχουν ήδη προχωρήσει στην έκδοση κρατικών πράσινων ομολόγων. Βέβαια, ενώ η Ελλάδα εκδήλωσε την πρωτοβουλία για έκδοση πράσινου ομολόγου βασισμένου στα βέλτιστα ενωσιακά πρότυπα εντός του 2023<sup>455</sup>, η έκδοση αυτή αναβλήθηκε για το δεύτερο εξάμηνο του 2024 λόγω των προβληματισμών που προκάλεσαν ο υψηλός πληθωρισμός και η αύξηση των επιτοκίων της ΕΚΤ<sup>456</sup>.

Η επίδραση της κλιματικής αλλαγής ως συστημικής απειλής στην σταθερότητα των τιμών και στην χρηματοπιστωτική σταθερότητα<sup>457</sup>, θέτει τους περιβαλλοντικούς παράγοντες στο επίκεντρο της ΕΚΤ. Η σταθερότητα των τιμών αποτελεί πρωταρχικό στόχο της ΕΚΤ βάσει του άρθρου 127 παρ. 1 ΣΛΕΕ και επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από φυσικούς κινδύνους, όπως ακραία καιρικά φαινόμενα, τα οποία μπορούν να προξενήσουν φυσικές καταστροφές, απώλεια του φυσικού κεφαλαίου, διακοπή της αλυσίδας εφοδιασμού και σμίκρυνση της αγοράς εργασίας. Αυτές οι συνέπειες θα οδηγήσουν σε συστολή της ανάπτυξης και της παραγωγικότητας, επιφέροντας ολοκληρωτικά αύξηση του πληθωρισμού<sup>458</sup>. Στρέφοντας την προσοχή στην χρηματοπιστωτική σταθερότητα, όπως απέδειξε η πρόσφατη εμπειρία της πανδημίας του covid-19, οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι εκτεθειμένοι σε πλήγματα τέτοιου βεληνεκού, όπως τα πλήγματα που επιφέρει η πραγμάτωση παγκόσμιων κλιματικών κινδύνων<sup>459</sup>. Τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να δεχτούν τις άμεσες συνέπειες αυτών των πληγμάτων από τα ανοίγματα τους σε Κράτη, επιχειρήσεις και νοικοκυριά που αντιμετωπίζουν κλονισμό και καθίστανται αφερέγγυα εξαιτίας της κλιματικής κρίσης.

Εάν οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές δεν έχουν την δυνατότητα απορρόφησης του εύρους αυτής της ζημιάς λόγω της συσσώρευσης ανεξόφλητων δανείων, μπορεί να καταλήξουν και οι

---

<sup>451</sup> Ελλάδα “Εθνική Στρατηγική για τη Βιώσιμη και Δίκαιη Ανάπτυξη 2030”, (Μάιος 2019).

<sup>452</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 26.

<sup>453</sup> Όπως παρουσιάστηκε ναρτίτερα, τον Νοέμβριο του 2021, από τον Υπουργό Οικονομικών στην COP-26 του ΟΗΕ.

<sup>454</sup> Νόμος 4936/2022.

<sup>455</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 26.

<sup>456</sup> Δασόπουλος, Τ. “Γιατί η Αθήνα επανέρχεται στην ιδέα πράσινου ομολόγου”, διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/oikonomia/3758475/giati-i-athina-epanerxetai-stin-idea-tis-ekdosis-prasinou-omologou/>, (30 Δεκεμβρίου 2023).

<sup>457</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.146.

<sup>458</sup> ό.π., σελ. 152.

<sup>459</sup> ό.π., σελ. 153.

ίδιοι σε επισφαλή κατάσταση, χωρίς να αποκλείεται διατραπεζική μετάδοση της. Ακόμα και η ασφάλιση σε περίπτωση ζημιών λόγω φυσικών καταστροφών μπορεί να μην εμποδίσει αυτό το σενάριο, μεταφέροντας μάλιστα την πίεση και στον ασφαλιστικό τομέα λόγω συσσώρευσης ασφαλισμένων ζημιών. Κατά το άρθρο 127 παρ. 5 ΣΛΕΕ, η ΕΚΤ συμβάλλει στην εκ μέρους των αρμόδιων αρχών ομαλή άσκηση πολιτικών που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επιπροσθέτως, το άρθρο 127 παρ. 1 ΣΛΕΕ, πέρα από τον ορισμό του πρωταρχικού στόχου της ΕΚΤ<sup>460</sup>, θέτει το καθήκον της ΕΚΤ για την στήριξη των γενικών οικονομικών πολιτικών της ΕΕ, προκειμένου να συμβάλλει στους στόχους της ΕΕ, που ορίζονται στο άρθρο 3 ΣΕΕ και μεταξύ των οποίων είναι η βιώσιμη ανάπτυξη. Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΚΤ έχει αναλάβει πιο κεντρικό ρόλο στην επιδίωξη ενός υψηλού επιπέδου προστασίας και βελτίωσης της ποιότητας του περιβάλλοντος<sup>461</sup>.

Στο πλαίσιο αυτό δικαιολογούνται οι κλιματικές απαιτήσεις της ΕΚΤ στις τέσσερις συστημικές τράπεζες της Ελλάδας για την προώθηση περιβαλλοντικά βιώσιμης χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης πράσινων ομολόγων<sup>462</sup>. Η Τράπεζα Πειραιώς προχώρησε το 2024 στην έκδοση ενός πράσινου ομολόγου και στην εισαγωγή του στην κεφαλαιαγορά του Λουξεμβούργου<sup>463</sup>, διάρκειας πέντε ετών με δυνατότητα πλήρους εξόφλησης μετά από τέσσερα χρόνια, μέσα από το οποίο άντλησε 650 εκατομμύρια ευρώ, ενώ το βιβλίο προσφορών ξεπέρασε τα 4,1 δισ. ευρώ<sup>464</sup>. Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας προηγουμένως, το 2020, προχώρησε στην εισαγωγή ενός πράσινου ομολόγου στην κεφαλαιαγορά της Ελλάδας, το οποίο αποτέλεσε το πρώτο ομόλογο υψηλής εξασφάλισης από ελληνική τράπεζα από το 2015. Το πράσινο ομόλογο ήταν βασισμένο στις Αρχές Πράσινων Ομολόγων, προσέκλυσε κεφάλαια ύψους 1,2 δισ. ευρώ και οδήγησε στην άντληση 500 εκατομμυρίων ευρώ<sup>465</sup>. Πιο πρόσφατη αποτελεί η έκδοση πράσινου ομολόγου από την Eurobank ύψους 850 εκατομμυρίων ευρώ, εξαετούς διάρκειας με δυνατότητα ανάκλησης στα πέντε χρόνια και βασισμένου στις Αρχές Πράσινων Ομολόγων<sup>466</sup>. Το ομόλογο θα εισαχθεί στην κεφαλαιαγορά του Λουξεμβούργου ενώ η συνολική ζήτηση για το πράσινο ομόλογο ξεπέρασε τα 4,5 δισ. ευρώ.

Πέρα από τα πιστωτικά ιδρύματα, ελληνικές επιχειρήσεις όπως η Τέρνα Ενεργειακή και η Μυτιληναίος ΑΕ, προχώρησαν στην έκδοση πράσινων ομολόγων<sup>467</sup>. Η Τέρνα Ενεργειακή βάσισε το πράσινο ομόλογο στην Πρωτοβουλία Κλιματικών Ομολόγων, ενώ η Μυτιληναίος ΑΕ

---

<sup>460</sup> Το άρθρο αναφέρεται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών που αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες όλων των Κρατών Μελών.

<sup>461</sup> Elderson, F. “Για μια πιο πράσινη νομισματική πολιτική”, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210213~7e26af8606.el.html>, (13 Φεβρουαρίου 2021).

<sup>462</sup> Σακελλάρη, Ε. “Ξανανοίγει ο χορός των πράσινων ομολόγων”, διαθέσιμο στο: <https://www.naftemporiki.gr/finance/economy/1711332/xananoigei-o-choros-ton-prasinon-omologon/>, (11 Ιουλίου 2024).

<sup>463</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 25.

<sup>464</sup> Capital.gr “Τρ. Πειραιώς: Πάνω από 200 θεσμικούς επενδυτές προσέκλυσε το «πράσινο ομόλογο»- Σε ξένους το 85% και πλέον της έκδοσης”, διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3826535/tr-peiraios-pano-apo-200-thesmikous-ependutes-proselkuse-to-prasino-omologo-se-xenous-to-85-kai-pleon-tis-ekdosis/>, (11 Ιουλίου 2024).

<sup>465</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 25.

<sup>466</sup> Capital.gr “Eurobank: Σε διεθνείς επενδυτές το 85% της έκδοσης του πράσινου ομολόγου των 850 εκατ.”, διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3869486/eurobank-se-diethneis-ependutes-to-85-tis-ekdosis-tou-prasinou-omologou-ton-850-ekat/>, (18 Σεπτεμβρίου 2024).

<sup>467</sup> Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024), σελ. 24.

χρησιμοποίησε ως πλαίσιο το δικό της εταιρικό πρόγραμμα πράσινων ομολόγων για την εύρεση περιβαλλοντικά βιώσιμων έργων. Η έλλειψη χρήσης του σήματος ΕΠΟ παρά την εξέλιξη της αγοράς πράσινων ομολόγων δεν οφείλεται σε απροθυμία των φορέων της αγοράς για την αξιοποίηση του. Το πρότυπο δεν είναι ακόμα διαθέσιμο για χρήση.

Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θα αρχίσει να εφαρμόζεται από τις 21 Δεκεμβρίου 2024. Προβλέπει όμως ένα διάστημα μετάβασης για τους πρώτους 18 μήνες εφαρμογής του στα άρθρα 69 και 70, για τους εξωτερικούς αξιολογητές, προκειμένου να διευκολυνθεί όχι μόνο η παροχή υπηρεσιών από αυτούς με βάση το σύνθετο νέο κανονιστικό σύστημα αλλά και η πλήρης ανάπτυξη του πλαισίου καταχώρισης και εποπτείας των εξωτερικών αξιολογητών από την ΕΑΚΑΑ<sup>468</sup>. Κατά το διάστημα αυτό οι εξωτερικοί αξιολογητές θα δύνανται να παρέχουν τις υπηρεσίες τους για την αξιολόγηση πράσινων ομολόγων χωρίς να είναι εγγεγραμμένοι στο μητρώο της ΕΑΚΑΑ, υπό την προϋπόθεση να την ενημερώνουν για τις σχετικές υπηρεσίες και να καταβάλλουν κάθε δυνατή προσπάθεια για να συμμορφωθούν με τον Κανονισμό για τα ΕΠΟ. Μετά την παρέλευση της μεταβατικής περιόδου, δηλαδή μετά τις 21 Ιουνίου 2026, οι εξωτερικοί αξιολογητές υποβάλλονται στην πλήρη εφαρμογή του παρόντος Κανονισμού και συνεπώς θα πρέπει να προχωρήσουν σε καταχώριση στην ΕΑΚΑΑ τηρώντας όλες τις προϋποθέσεις του, προκειμένου να συνεχίσουν την παροχή υπηρεσιών αξιολόγησης για την χορήγηση του σήματος ΕΠΟ.

## **5. Η σχέση του σήματος με την εταιρική κοινωνική ευθύνη**

Ενδιαφέρον ζήτημα εξέτασης είναι αν αυτή η εκτεταμένη στροφή στην πράσινη χρηματοδότηση και σε στόχους βιώσιμης ανάπτυξης τόσο από τον ιδιωτικό όσο και από τον δημόσιο τομέα της Ελλάδας υποκινήθηκε από επιχειρηματικά κριτήρια ή από κανονιστικές ρυθμίσεις. Η προβληματική αυτή συνδέεται με την εταιρική κοινωνική ευθύνη και την συζήτηση για τον καθορισμό του εταιρικού συμφέροντος με βάση την μονιστική ή την πλουραλιστική προσέγγιση. Ξεκινώντας από την εταιρική κοινωνική ευθύνη, σε μια Ανακοίνωση της Επιτροπής για την ανάληψη μιας σειράς δράσεων για το διάστημα 2011-2014, προκειμένου να προωθηθεί ο θεσμός, αυτή η ευθύνη ορίστηκε ως η ευθύνη των επιχειρήσεων για τον αντίκτυπο τους στην κοινωνία<sup>469</sup>. Η Επιτροπή εξειδίκευσε τον ορισμό αυτό εξηγώντας πως η ευθύνη αυτή αφορά τις διαδικασίες που οφείλουν να υιοθετούν οι επιχειρήσεις, οι οποίες θα πρέπει να καλύπτουν όχι μόνο περιβαλλοντικά και κοινωνικά ζητήματα αλλά και ζητήματα δεοντολογίας, δικαιωμάτων του ανθρώπου και του καταναλωτή, αποσκοπώντας τόσο στην ένταξη των σχετικών πρακτικών στην επιχειρηματική δραστηριότητα και στην στρατηγική τους όσο και σε στενή συνεργασία με όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη για τον εντοπισμό, την πρόληψη και τον περιορισμό των σχετικών δυσμενών συνεπειών.

Η εταιρική κοινωνική ευθύνη δεν είναι νομοθετικά επιβεβλημένη, αλλά αποτελεί ήπιο δίκαιο που εδράζεται στην αρχή της αυτοδέσμευσης<sup>470</sup>. Ο ενιαίος νομοθετικός καθορισμός της όχι μόνο είναι δυσχερής λόγω του μεγάλου εύρους των θεμάτων που καλύπτει και της παρεπόμενης δυσκολίας εξειδίκευσης συγκεκριμένων πρακτικών πάνω στα θέματα αυτά αλλά και επικίνδυνος για την εξελικτική της φύσης. Η ευθύνη αυτή αξιοποιείται καλύτερα στην υφιστάμενη μορφή της,

---

<sup>468</sup> Σκέψη (55) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>469</sup> Σωτηρόπουλος, Γ. “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, Περιεχόμενο, Ισχύον Δίκαιο και Προοπτικές, σε: ΕΕμπΔ 1/2019”, (2019), σελ. 34.

<sup>470</sup> ό.π., σελ. 37.

διευρύνοντας το πεδίο ανταγωνισμού των επιχειρήσεων, οι οποίες πλέον ανταγωνίζονται όχι μόνο με γνώμονα την τιμή και την ποιότητα των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών τους αλλά και με γνώμονα την επιδεικνυόμενη κοινωνική υπευθυνότητα τους.

Με βάση αυτή την ανάπτυξη, εναπόκειται στην ευχέρεια της εταιρείας ο βαθμός προαγωγής της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης της. Η ευχέρεια αυτή στην περίπτωση των ΑΕ ασκείται από το ΔΣ της εταιρείας βάσει της επιχειρηματικής κρίσης των μελών του, όπως αυτή προβλέπεται στο άρθρο 102 παρ. 4 του Ν.4548/2018. Ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης απαλλάσσει τα μέλη του ΔΣ από εσωτερική ευθύνη τους απέναντι στο νομικό πρόσωπο στην περίπτωση που η επιλογή προώθησης πολιτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης υψηλού επιπέδου βασίστηκε σε εύλογη επιχειρηματική απόφαση που λήφθηκε με γνώμονα την καλή πίστη, επαρκή πληροφόρηση για τις συγκεκριμένες συνθήκες και με αποκλειστικό κριτήριο την εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος.

Συνεπώς ο ορισμός του εταιρικού συμφέροντος είναι συνυφασμένος με το περιθώριο ευχέρειας για την ικανοποίηση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Κατά την μονιστική θεώρηση, τα μέλη του ΔΣ ως εντολοδόχοι και διαχειριστές της ξένης περιουσίας των μετόχων έχουν ως μοναδική αποστολή την εξυπηρέτηση αποκλειστικά των συμφερόντων των μετόχων και τη μεγιστοποίηση των κερδών τους (shareholders value)<sup>471</sup>. Κατά την πλουραλιστική θεώρηση, οι αρμοδιότητες του ΔΣ και των μελών του πρέπει να ασκούνται με γνώμονα όχι μόνο τα συμφέροντα των μετόχων, αλλά και άλλων ομάδων, όπως των δανειστών, των εργαζομένων, των συναλλασσομένων, των καταναλωτών, καθώς και της εθνικής οικονομίας, του περιβάλλοντος και της κοινωνίας (stakeholders value)<sup>472</sup>. Κρατούσα στην ελληνική έννομη τάξη είναι η μονιστική προσέγγιση, η οποία αντικατοπτρίζει μια εδραιωμένη θέση για την ίδια την φύση και την λειτουργία του νομικού προσώπου. Στην ΑΕ αναγνωρίζεται νομική αυτοτέλεια αλλά αυτή δεν οδηγεί σε άρση της σύνδεσης της με τους μετόχους, οι οποίοι είναι οι δημιουργοί της και οι οικονομικοί ιδιοκτήτες της, επενδύοντας σε αυτήν κεφάλαια με την προσδοκία να αποκομίσουν κέρδη στο βάθος του χρόνου.

Αυτός είναι ο λόγος που η εταιρική διοίκηση θα πρέπει να είναι προσανατολισμένη στην ενίσχυση της μακροχρόνιας κερδοφορίας της επιχείρησης και μέσω αυτής της μετοχικής αξίας<sup>473</sup>. Συνεπώς η στροφή της εταιρικής διοίκησης σε εκτεταμένη εκπλήρωση της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης θα πρέπει να βασίζεται σε οικονομικά κριτήρια και να αποτελεί μέρος μιας στρατηγικής για την μακροπρόθεσμη μεγιστοποίηση του οφέλους των μετόχων μέσα από την βελτίωση της εταιρικής εικόνας και της εκμετάλλευσης του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που μπορεί να προσφέρει η ηγετική θέση στον τομέα της κοινωνικής υπευθυνότητας. Η ανάπτυξη, μεταξύ άλλων, επικερδών δράσεων περιβαλλοντικής και κοινωνικής ευαισθησίας βάσει της θέσης *doing well by doing good* αποτελεί την γαφύρωση ανάμεσα στην προώθηση του εταιρικού συμφέροντος και στην επίτευξη στόχων βιώσιμης ανάπτυξης<sup>474</sup>.

Διαφορετικά ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης δεν μπορεί να λειτουργήσει απαλλακτικά εγείροντας το ενδεχόμενο εσωτερικής ευθύνης των μελών του ΔΣ απέναντι στην ΑΕ λόγω

---

<sup>471</sup> Λιβαδά, Χ. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.2143.

<sup>472</sup> Σωτηρόπουλος, Γ. “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, Περιεχόμενο, ισχύον δίκαιο και προοπτικές, σε: ΕΕμπΔ 1/2019”, (2019), σελ. 42.

<sup>473</sup> ό.π.

<sup>474</sup> Σωτηρόπουλος, Γ. “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, Περιεχόμενο, ισχύον δίκαιο και προοπτικές, σε: ΕΕμπΔ 1/2019”, (2019), σελ. 38.

αντιστρέφει τον εταιρικό συμφέροντος και πρόκλησης ζημίας στην εταιρική περιουσία. Φυσικά, η συμμόρφωση με το εταιρικό συμφέρον δεν εξασφαλίζει στα μέλη του ΔΣ και στο νομικό πρόσωπο εν γένει απαλλαγή από τις υποχρεώσεις που επιβάλλει η έννομη τάξη. Όπως και κάθε άλλο πρόσωπο υπαγόμενο στην ελληνική δικαιοδοσία, οι εταιρείες πρέπει να συμμορφώνονται με τις διατάξεις του δικαίου του περιβάλλοντος, του εργατικού δικαίου, του φορολογικού αλλά και κάθε άλλου κανόνα δικαίου, στον οποίο υπάγονται. Το άρθρο 96 του Ν. 4548/2018 θέτει την υποχρέωση νομιμότητας των μελών του ΔΣ, τα οποία κατά την άσκηση των καθηκόντων τους και των αρμοδιοτήτων τους θα πρέπει να τηρούν το νόμο, το καταστατικό και τις νόμιμες αποφάσεις της ΓΣ. Ειδικά κατά την ανάπτυξη της επιχειρηματικής τους δράσης, τα μέλη του ΔΣ θα πρέπει να τηρούν όχι μόνο τις εσωτερικές δεσμεύσεις τους που καθιερώνονται στον Ν. 4548/2018, στο καταστατικό της εταιρείας, στις νόμιμες αποφάσεις της ΓΣ και στον εσωτερικό κανονισμό της εταιρείας<sup>475</sup>, αλλά και τις εξωτερικές δεσμεύσεις τους που τίθενται στην υπόλοιπη νομοθεσία πέρα από τον Ν. 4548/2018<sup>476</sup>.

Στο σημείο αυτό επέρχεται το ενωσιακό δίκαιο βιώσιμης χρηματοδότησης, το οποίο αυξάνει όλο και περισσότερο τις υποχρεώσεις βιωσιμότητας των εταιρειών. Οι υποχρεώσεις αυτές αποτελούν υποχρεώσεις γνωστοποίησης πληροφοριών βιωσιμότητας, όπως αναπτύχθηκε ανωτέρω<sup>477</sup>. Η NFRD, μέσω των άρθρων 151 και 154 Ν.4548/2018, ήταν το πρώτο βήμα σε αυτή την νέα τάξη πραγμάτων. Υποστηρίζεται πως η επέλευση αυτής της εταιρικής δημοσιότητας για ζητήματα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης θα διαταράξει το υφιστάμενο σύστημα που παρουσιάστηκε και το οποίο εδράζεται στον εθελοντικό χαρακτήρα της<sup>478</sup>. Η υποχρέωση κατάρτισης μη χρηματοοικονομικών καταστάσεων έγινε αντιληπτή ως ένα νέο υβριδικό είδος νομικού εξαναγκασμού που αμφιταλαντεύεται ανάμεσα σε νομοθετική επιταγή και αυτοδέσμευση. Η κατάσταση αυτή επρόκειτο να ενταθεί με την έναρξη εφαρμογής της CSRD, η οποία όχι μόνο διευρύνει σημαντικά τον αριθμό των υπόχρεων εταιρειών για δημοσίευση εκθέσεων βιωσιμότητας αλλά οριοθετεί και την ίδια την δημοσίευση μέσω υποχρεωτικών προτύπων υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας και διασφάλισης των υποβαλλόμενων εκθέσεων από νόμιμο ελεγκτή ή ελεγκτικό γραφείο.

Λαμβάνοντας υπόψη την πρωτοκαθεδρία της βιώσιμης ανάπτυξης στο πλαίσιο του ενωσιακού και του διεθνούς δικαίου, οι αλλαγές αυτές αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται τόσο από σκοπιά έκτασης όσο και από σκοπιά έντασης. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ αποτελεί ίσως την χρυσή τομή ανάμεσα σε αυτές τις εκτεταμένες νομοθετικές επιταγές και στην κρατούσα μονιστική προσέγγιση του εταιρικού δικαίου. Το πρότυπο αποτελεί μια εθελοντική πρωτοβουλία που δίνει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις που θα επιλέξουν να το χρησιμοποιήσουν να ικανοποιήσουν τις νέες ενωσιακές επιταγές δημοσιότητας, σηματοδοτώντας την δέσμευση τους στην εκπλήρωση περιβαλλοντικών στόχων μέσω της έκδοσης ΕΠΟ. Η δέσμευση αυτή θα επαληθεύεται από την αξιοποίηση του χρυσού προτύπου. Ταυτόχρονα θα προωθούν το εταιρικό κοινωνικό τους προφίλ, το οποίο θα επιβεβαιώνεται σε σταθερή βάση από τις διαδοχικές εξωτερικές αξιολογήσεις και το οποίο θα μεταφράζεται σε ανταγωνιστικά και οικονομικά οφέλη που θα εξυπηρετούν το εταιρικό συμφέρον. Οικονομικά οφέλη που επαληθεύονται στην πράξη, όπως αποδεικνύουν τα

<sup>475</sup> Στην περίπτωση εισηγμένης ΑΕ.

<sup>476</sup> Βερβεσός, Ν. σε “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, (2024), σελ.1249.

<sup>477</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο II, ενότητα 1.

<sup>478</sup> Σωτηρόπουλος, Γ. “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, Περιεχόμενο, Ισχύον δίκαιο και προοπτικές, σε: ΕΕμπΔ 1/2019”, (2019), σελ. 41-42.

προαναφερθέντα παραδείγματα της εντυπωσιακής υπερκάλυψης των πράσινων ομολόγων από μια εκτεταμένη επενδυτική βάση<sup>479</sup>.

## ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΕΣ ΣΚΕΨΕΙΣ

Η ανάλυση αυτή κατέδειξε πως η αγορά πράσινων ομολόγων αυξάνεται όλο και περισσότερο. Ως χρηματοπιστωτικά μέσα που αξιοποιούνται για την προστασία αλλά και την βελτίωση του περιβαλλοντικού κεκτημένου είναι εύλογη η ευρεία αποδοχή τους από το επενδυτικό κοινό. Η σύνδεση τους με σημαντικά οικονομικά οφέλη αλλά και η χρήση τους ως σηματοδότη για την προώθηση των οικολογικών δεσμεύσεων και του εταιρικού κοινωνικού προφίλ του εκδότη καθιστά τα πράσινα ομόλογα το ιδανικό μέσο για την προαγωγή του εταιρικού σκοπού του ή του δημοσίου συμφέροντος. Το περιβάλλον αποτελεί δημόσιο αγαθό αλλά η προστασία του δεν μπορεί να ανατεθεί αποκλειστικά στον δημόσιο τομέα, προκειμένου να είναι αποτελεσματική. Η κάλυψη του επενδυτικού κενού στην βιώσιμη ανάπτυξη μέσω χρηματοδότησης τόσο από τον ιδιωτικό όσο και από τον δημόσιο τομέα αποτελεί υψίστης σημασίας.

Τα επόμενα χρόνια θα δείξουν αν οι οικονομικοί φορείς της αγοράς πράσινων ομολόγων θα αποδεχτούν σε ευρεία βάση τα ΕΠΟ. Όπως αναπτύχθηκε, υπάρχει ήδη ένας μεγάλος αριθμός προτύπων, όπως οι Αρχές Πράσινων Ομολόγων, που είναι διαθέσιμα στην αγορά. Αυτό όμως δεν έλυσε το ζήτημα της έλλειψης σαφών, κοινώς συμφωνημένων ορισμών των πράσινων έργων, έτσι ώστε να εξαλειφθούν η αβεβαιότητα και το πρόσθετο κόστος τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους εκδότες. Το νέο πρότυπο της ΕΕ εξυπηρετεί ως απάντηση σε αυτό το ζήτημα. Με τις διατάξεις για την εκτεταμένη διαφάνεια κατά την διάρκεια ζωής του ΕΠΟ και την εξωτερική αξιολόγηση του ως προς τον πράσινο χαρακτήρα του, παράλληλα με την τυποποίηση της αξιολόγησης και την εποπτεία των εξωτερικών αξιολογητών το ΕΠΟ κερδίζει τον τίτλο του χρυσού προτύπου. Το αντεπιχείρημα σε αυτό είναι πως οι αυξημένες απαιτήσεις του παράλληλα με την εθελοντική φύση του εφόσον συνδυαστούν στο μέλλον με την πλήρη απουσία εθνικών πρωτοβουλιών για την χορήγηση φορολογικών ή άλλων κινήτρων για την επιλογή του, μπορούν να προσδώσουν μια διαφορετική σημασία στην έννοια του χρυσού προτύπου. Κατά την σημασία αυτή αποτελεί τον χρυσό κανόνα και άρα είναι δυσκολότερη η κατάκτηση του.

Ο ενωσιακός νομοθέτης προχώρησε σε μια στάθμιση κατά την κατασκευή του προτύπου. Από την μια πλευρά όρισε πως το σύνολο των εσόδων από την πώληση του ΕΠΟ θα διοχετεύονται σε περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες με βάση την ενωσιακή ταξινόμηση, λόγω της έλλειψης χρονικών περιθωρίων για την διαχείριση των περιβαλλοντικών κινδύνων αλλά από την άλλη αναγνώρισε τις δυσκολίες από την άμεση και απόλυτη εφαρμογή του. Για αυτό επέλεξε τον εθελοντικό χαρακτήρα του προτύπου, την κάλυψη υπό προϋποθέσεων και επιλέξιμων αλλά όχι ευθυγραμμισμένων με την ενωσιακή ταξινόμηση έργων, το περιθώριο ευλγισίας στην χρήση των εσόδων και το μεταβατικό διάστημα εφαρμογής του για τους εξωτερικούς αξιολογητές. Ανησυχίες παραμένουν ως προς τα αναμενόμενα αποτελέσματα του ΕΠΟ, καθώς δεν έγινε αποδεκτή η πρόταση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για μετατροπή του προτύπου από εθελοντικό σε υποχρεωτικό στο βάθος του χρόνου μετά την αύξηση των οικονομικών δραστηριοτήτων που είναι ευθυγραμμισμένες με την ενωσιακή ταξινόμια<sup>480</sup>. Παράλληλα, η απουσία ουσιαστικής

<sup>479</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο IV, 4.

<sup>480</sup> Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο



δέσμευσης για την σύνδεση σημαντικών χρηματοδοτικών προγραμμάτων, όπως αυτό του NGEU, με το πρότυπο επεκτείνει τις ανησυχίες αυτές.

Οι ανησυχίες αυτές πάντως εδράζονται σε μεγάλο βαθμό στην άγνοια ως προς τα αποτελέσματα από την πρακτική εφαρμογή του προτύπου. Ο ενωσιακός νομοθέτης κινήθηκε σε αχαρτογράφητα νερά επιλέγοντας να καλύψει σε σημαντικό βαθμό το ρυθμιστικό κενό που επικρατούσε όχι μόνο σε ευρωπαϊκό αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Μόνο η εφαρμογή του εν λόγω Κανονισμού θα δώσει απαντήσεις για τα πραγματικά του οφέλη και τα σημεία που χρήζουν τροποποίησης. Στο πνεύμα αυτό θα μπορούσε ο Κανονισμός Ταξινόμιας να τροποποιηθεί ή να συμπληρωθεί από μια νέα κανονιστική πράξη επεκτείνοντας το πεδίο των ταξινομημένων στόχων βιωσιμότητας πέρα από τα περιβαλλοντικά και στα κοινωνικά ζητήματα ή στα ζητήματα για την διακυβέρνηση. Μια τέτοια νομοθετική πρωτοβουλία θα άνοιγε το έδαφος και για την θέσπιση ευρωπαϊκών κοινωνικών ομολόγων ή ευρωπαϊκών βιώσιμων ομολόγων.

Ένας άλλος προβληματισμός σχετικά με το ΕΠΟ είναι το γεγονός ότι θα δεσμεύσει όλους τους εκδότες εντός της ΕΕ σε κανονιστικά καθορισμένους ορισμούς για το τι είναι πράσινο, το οποίο μπορεί να μην είναι πρόσφορο για τα διαφορετικά Κράτη Μέλη, ωθώντας κεφάλαια σε πράσινα έργα που είναι ήσσονος σημασίας για ορισμένα Κράτη Μέλη<sup>481</sup>. Αρχικά, το γεγονός ότι σε μεσοπρόθεσμο διάστημα ένας μεγάλος αριθμός οικονομικών δραστηριοτήτων θα καλύπτεται από την ενωσιακή ταξινόμια με τον ρυθμό που εκδίδονται και τροποποιούνται οι κατ' εξουσιοδότηση πράξεις του Κανονισμού Ταξινόμιας, θα παρέχει το έδαφος στους εκδότες να επιλέξουν τα πράσινα έργα που αρμόζουν καλύτερα στην χώρα που επιθυμούν να επενδύσουν τα δανειακά κεφάλαια. Επίσης, ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ θεσπίστηκε ακριβώς για να σταματήσει τον περαιτέρω κατακερματισμό της εσωτερικής αγοράς<sup>482</sup> και την αδυναμία συγκρισιμότητας των χρηματοπιστωτικών προϊόντων λόγω προσέγγισης του ζητήματος μόνο σε εθνικό επίπεδο ή κάποιες φορές ούτε καν σε εθνικό<sup>483</sup>. Για ένα πρόβλημα όμως σαν το οικολογικό που δεν γνωρίζει εθνικά σύνορα, η ανάλογη απάντηση δεν μπορεί να δοθεί σε εθνικό επίπεδο. Βρισκόμαστε πλέον σε σταυροδρόμι, έχοντας να επιλέξουμε ανάμεσα στην παγκόσμια συμμαχία και σε οικολογικές καταστροφές επιπέδων που δεν έχουν ξανά σημειωθεί στην ανθρώπινη ιστορία.

Ως προς το ζήτημα της απουσίας ουσιαστικών δεσμεύσεων για την σύνδεση άλλων πολιτικών της ΕΕ με το ΕΠΟ, δεν πρέπει να παραβλέπεται το πρώιμο στάδιο στο οποίο βρίσκεται. Η Επιτροπή, το θεσμικό όργανο που έχει κατ' αρχήν το μονοπώλιο νομοθετικής πρωτοβουλίας στην ΕΕ, ανέδειξε από νωρίς την σημασία θέσπισης του προτύπου, ορίζοντας πως θα «παρακολουθεί την ανάγκη για πρότυπα πράσινων ομολόγων της ΕΕ»<sup>484</sup>. Η ίδια μάλιστα προχώρησε σε δηλώσεις για την μελλοντική ευθυγράμμιση των πράσινων ομολόγων στο πλαίσιο του προγράμματος NGEU με το ενωσιακό πρότυπο<sup>485</sup>.

Η αποδοχή του ΕΠΟ από τους εκδότες θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό την μοίρα του προτύπου. Οι επιπρόσθετες απαιτήσεις του παρόντος Κανονισμού μπορούν να αποδειχτούν πιο δυσνόητες

---

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), σελ.24, τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>481</sup> Björkholm, L and Lehner, O. “Nordic green bond issuers’ views on the upcoming EU Green Bond Standard”, ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, διαθέσιμο στο: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofr101.pdf>, (9 Δεκεμβρίου 2021), σελ.256, τελευταία πρόσβαση 29 Σεπτεμβρίου 2024.

<sup>482</sup> Σκέψη (7) του Προοιμίου του Κανονισμού για τα ΕΠΟ.

<sup>483</sup> Εναποθέτοντας το ζήτημα αποκλειστικά στις πρακτικές της αγοράς.

<sup>484</sup> Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, (2022), σελ.85.

<sup>485</sup> Βλ. ανωτέρω υπό Κεφάλαιο IV, 4.

και κοστοβόρες από τις απαιτήσεις των υφιστάμενων προερχόμενων από την αγορά προτύπων. Ολοκληρωτικά όμως αποτελεί μικρό σχετικά τίμημα για την καταστολή πρακτικών απόκτησης αθέμιτου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος με την εμπορία ομολόγων που δεν πληρούν βασικές περιβαλλοντικές προδιαγραφές ως φιλικών προς το περιβάλλον. Η εξάλειψη αυτού του ζητήματος θα επιφέρει πλεονεκτήματα εμπιστοσύνης των επενδυτών προς τους εκδότες, τα οποία θα μεταφραστούν σε πλεονεκτήματα τιμολόγησης του ομολόγου παρέχοντας το πρόσθετο κίνητρο που οι εκδότες επιδιώκουν<sup>486</sup>.

Βασιζόμενο στην στενή ευθυγράμμιση του προτύπου με την ενωσιακή ταξινόμηση και την ισχυρή σύνδεση του με την ακεραιότητα της αγοράς και την προστασία του επενδυτικού κοινού, το ΕΠΟ θα αποτελέσει ένα σημείο αναφοράς για τα πράσινα ομόλογα. Η σύνδεση του προτύπου με έννομες τάξεις εκτός της ΕΕ όχι μόνο μέσω των επενδυτών και των εξωτερικών αξιολογητών από τρίτες χώρες αλλά και μέσω του έργου της Διεθνούς Πλατφόρμας στη Βιώσιμη Χρηματοδότηση και της Ταξινόμιας Κοινού Εδάφους θα προλειάνει το έδαφος για την αναπόφευκτη επαφή του ΕΠΟ με άλλα πρότυπα εκτός ΕΕ στο βάθος του χρόνου. Ο Κανονισμός για τα ΕΠΟ οδήγησε στην δημιουργία ενός χρυσού κανόνα με τον οποίο θα μπορούν να συγκριθούν άλλα πρότυπα της αγοράς και πιθανότατα, να επιδιώξουν την ευθυγράμμιση τους<sup>487</sup>. Αυτό απομένει να επαληθευτεί στην πράξη. Ολοκληρωτικά το ΕΠΟ αποτελεί ένα πρότυπο για να κυριαρχήσει σε όλα τα άλλα, ένα πρότυπο για να τα βρει, ένα πρότυπο για να τα αναπτύξει και με την ενωσιακή ταξινόμηση να τα ευθυγραμμίσει.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **I. Πρωτογενείς Πηγές (Νομοθεσία και Νομολογία)**

Κανονισμός (ΕΕ) 2023/2631 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 22ας Νοεμβρίου 2023 σχετικά με τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα και τις προαιρετικές δημοσιοποιήσεις για τα ομόλογα που διατίθενται στην αγορά ως περιβαλλοντικά βιώσιμα και για τα συνδεδεμένα με τη βιωσιμότητα ομόλογα

Κανονισμός (ΕΕ) 2020/852 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 18ης Ιουνίου 2020 σχετικά με τη θέσπιση πλαισίου για τη διευκόλυνση των βιώσιμων επενδύσεων και για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) 2019/2088

Κανονισμός (ΕΕ) 2019/2088 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 27ης Νοεμβρίου 2019 περί γνωστοποιήσεων αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών

Κανονισμός (ΕΕ) 2019/2089 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 27ης Νοεμβρίου 2019 για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) 2016/1011 σχετικά με τους ενωσιακούς δείκτες αναφοράς για την κλιματική μετάβαση και τους ευθυγραμμισμένους με τη Συμφωνία του Παρισιού ενωσιακούς δείκτες αναφοράς καθώς και τις γνωστοποιήσεις σχετικά με την αειφορία για τους ενωσιακούς δείκτες

---

<sup>486</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Πρόταση: Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα”, (6 Ιουλίου 2021), σελ. 12.

<sup>487</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Ερωτήσεις και απαντήσεις: Κανονισμός για τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα”, διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda\\_21\\_3406/QANDA\\_21\\_3406\\_EL.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda_21_3406/QANDA_21_3406_EL.pdf), (6 Ιουλίου 2021).

Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14ης Ιουνίου 2017 σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και την κατάργηση της Οδηγίας 2003/71/ΕΚ

Κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2023/2772 της Επιτροπής της 31ης Ιουλίου 2023 για τη συμπλήρωση της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τα πρότυπα υποβολής εκθέσεων βιωσιμότητας

Κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2021/2178 της Επιτροπής της 6ης Ιουλίου 2021 για τη συμπλήρωση του Κανονισμού (ΕΕ) 2020/852 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με τη διευκρίνιση του περιεχομένου και της παρουσίασης των πληροφοριών που πρέπει να δημοσιοποιούνται από τις επιχειρήσεις που εμπίπτουν στο άρθρο 19<sup>α</sup> ή στο άρθρο 29<sup>α</sup> της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ όσον αφορά τις περιβαλλοντικά βιώσιμες οικονομικές δραστηριότητες, και τον καθορισμό της μεθοδολογίας για τη συμμόρφωση με την υποχρέωση γνωστοποίησης

Κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2022/1214 της Επιτροπής της 9ης Μαρτίου 2022 για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) 2019/2088 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τα ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα για τον καθορισμό των λεπτομερειών του περιεχομένου και της παρουσίασης των πληροφοριών που αφορούν την αρχή της «μη πρόκλησης σημαντικής βλάβης», για τον καθορισμό του περιεχομένου, των μεθοδολογιών και της παρουσίασης των πληροφοριών που αφορούν τους δείκτες βιωσιμότητας και τις δυσμενείς επιπτώσεις στη βιωσιμότητα, καθώς και του περιεχομένου και της παρουσίασης των πληροφοριών που αφορούν την προώθηση περιβαλλοντικών ή κοινωνικών χαρακτηριστικών και στόχους αιεφόρων επενδύσεων σε προσυμβατικά έγγραφα, δικτυακούς τόπους και περιοδικές εκθέσεις

Κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2021/2139 της Επιτροπής της 4ης Ιουνίου 2021 για τη συμπλήρωση του Κανονισμού (ΕΕ) 2020/852 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με τη θέσπιση τεχνικών κριτηρίων ελέγχου για τον προσδιορισμό των προϋποθέσεων υπό τις οποίες μια οικονομική δραστηριότητα θεωρείται ότι συμβάλλει σημαντικά στον μετριασμό της κλιματικής αλλαγής ή στην προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή και για τον προσδιορισμό του κατά πόσον αυτή η οικονομική δραστηριότητα δεν βλάπτει σημαντικά οποιονδήποτε από τους άλλους περιβαλλοντικούς στόχους

Κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2022/1214 της Επιτροπής της 9ης Μαρτίου 2022 για την τροποποίηση του κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμού 2021/2139 όσον αφορά οικονομικές δραστηριότητες σε ορισμένους τομείς ενέργειας και του κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2021/2178 όσον αφορά ειδικές δημοσιοποιήσεις για τις εν λόγω οικονομικές δραστηριότητες

Κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2023/2486 της Επιτροπής της 27ης Ιουνίου 2023 για τη συμπλήρωση του Κανονισμού (ΕΕ) 2020/852 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με τον καθορισμό τεχνικών κριτηρίων ελέγχου για τον προσδιορισμό των προϋποθέσεων υπό τις οποίες μια οικονομική δραστηριότητα θεωρείται ότι συμβάλλει σημαντικά στη βιώσιμη χρήση και προστασία των υδάτινων και των θαλάσσιων πόρων, στη μετάβαση σε μια κυκλική οικονομία, στην πρόληψη και στον έλεγχο της ρύπανσης ή στην προστασία και αποκατάσταση της βιοποικιλότητας και των οικοσυστημάτων, και για τον προσδιορισμό του κατά πόσον η εν λόγω οικονομική δραστηριότητα δεν βλάπτει σημαντικά οποιονδήποτε από τους άλλους περιβαλλοντικούς στόχους, και για την τροποποίηση του κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2021/2178 όσον αφορά ειδικές δημοσιοποιήσεις για τις εν λόγω οικονομικές δραστηριότητες

Οδηγία (ΕΕ) 2022/2464 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14ης Δεκεμβρίου 2022 για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΕ) αριθμ. 537/2014, της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ, της Οδηγίας 2006/43/ΕΚ και της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ, όσον αφορά την υποβολή εκθέσεων βιωσιμότητας από τις εταιρείες

Οδηγία 2014/95/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 22ας Οκτωβρίου 2014 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ, όσον αφορά τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών για την πολυμορφία από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις και ομίλους

Πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 6ης Ιουλίου 2021 για τον Κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα

Ανακοίνωση της Επιτροπής της 8ης Μαρτίου 2018 προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών σχετικά με το Σχέδιο Δράσης για την Χρηματοδότηση της Αειφόρου Ανάπτυξης

Ανακοίνωση της Επιτροπής της 11ης Δεκεμβρίου 2019 προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών σχετικά με την Ευρωπαϊκή Πράσινη Συμφωνία

Ελλάδα: Εθνική Στρατηγική για τη Βιώσιμη και Δίκαιη Ανάπτυξη 2030

Απόφαση 3306/2013 του Συμβουλίου της Επικρατείας

Απόφαση 2007/2013 του Συμβουλίου της Επικρατείας

Απόφαση 837/2018 του Συμβουλίου της Επικρατείας

Απόφαση 359/2020 της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας

Απόφαση 244/2016 του Αρείου Πάγου

Απόφαση 1093/2008 του Αρείου Πάγου

Απόφαση 5894/2018 του Εφετείου Αθηνών

Απόφαση 16716/2020 του Μονομελούς Πρωτοδικείου Αθηνών

Απόφαση C-58/08, Vodafone, ECLI:EU:C:2010:321

Απόφαση C-594/18 P, Αυστρία κατά Επιτροπής, EU:C:2020:742

Απόφαση C-45/08, Spector, ECLI:EU:C:2009:806

Απόφαση C-537/16, Garlsson Real Estate SA, ECLI:EU:C:2018:193

Απόφαση C-375/13, Kolassa, ECLI:EU:C:2015:37

ΕΔΔΑ Didier v. France, 27.8.2002.

ΕΔΔΑ Engel and Others v. the Netherlands, 8.6.1976.

ΕΔΔΑ, Menarini Diagnostics v. Italy, 27.9.2011.

## II. Δευτερογενείς Πηγές (Επιστημονική Βιβλιογραφία)

### 1. Ελληνική Επιστημονική Βιβλιογραφία

Κυριαζής, Δ. “Δίκαιο Βιώσιμης Χρηματοδότησης: Εξέλιξη και Νομικό Πλαίσιο”, 2022, Νομική Βιβλιοθήκη

Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, 2021, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, Β΄ Έκδοση

Τουντόπουλος, Β. “Δίκαιο Εταιρικής Διακυβέρνησης: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4706/2020”, 2022, Νομική Βιβλιοθήκη

Σωτηρόπουλος, Γ. “Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ’ άρθρο του Ν. 4548/2018”, 2024, Νομική Βιβλιοθήκη, Β΄ Έκδοση

Σωτηρόπουλος, Γ. “Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Περιεχόμενο, ισχύον δίκαιο και προοπτικές”, σε Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου, τεύχος 1/2019

Βουλγαράκης, Κ. “Το νέο ενωσιακό δίκαιο της βιώσιμης χρηματοδότησης (sustainable finance): μια πρώτη παρουσίαση”, σε Εφημερίδα Διοικητικού Δικαίου, τεύχος 1/2022

Βλαχόπουλος, Σ. “Θεμελιώδη Δικαιώματα”, 2017, Νομική Βιβλιοθήκη, Β΄ Έκδοση

Ρόκας, Ν., Γκόρτσος, Χ., Μικρουλέα, Α. και Λιβαδά, Χ. “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, 2016, Νομική Βιβλιοθήκη, Γ΄ Έκδοση

Σιούτη, Γ. “Εγχειρίδιο δικαίου περιβάλλοντος”, 2022, Εκδόσεις Σάκκουλα, Δ΄ Έκδοση

Μούζουλας, Σ. και Αντωνόπουλος, Β. “Ανώνυμες εταιρίες: Ερμηνεία άρθρων του Ν. 4548/2018”, 2023, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη

Σύνδεσμος Ελλήνων Εμπορικολόγων, “Τάσεις και Προοπτικές του Δικαίου της Ανώνυμης Εταιρείας”, 18<sup>ο</sup> Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 2009 Νομική Βιβλιοθήκη

Σύνδεσμος Ελλήνων Εμπορικολόγων, “Οι αναμορφώσεις του Εταιρικού Δικαίου, 2018-2019”, 2019, Νομική Βιβλιοθήκη

Ρεπούσης, Σ. “Χρηματοοικονομική διοίκηση και διεθνής τραπεζική”, 2006, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη

### 2. Ξενόγλωσση Επιστημονική Βιβλιογραφία

Minas, S. “Financing climate justice in the European Union and China: common mechanisms, different perspectives”, Asia Europe Journal, διαθέσιμο στο: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10308-021-00644-0>, (12 Νοεμβρίου 2021), τελευταία πρόσβαση στις 13 Σεπτεμβρίου 2024

Alamgir, M. and Cheng, M. “Do Green Bonds Play a Role in Achieving Sustainability?”, MDPI, Vol.15 No.13, διαθέσιμο στο: <https://www.mdpi.com/2071-1050/15/13/10177>, (27 Ιουνίου 2023), τελευταία πρόσβαση στις 25 Σεπτεμβρίου 2024

Dorfleitner, G., Utz, S. and Zhang, R. “The Pricing of Green Bonds: External Reviews and the Shades of Green”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3594114](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3594114), (25 Φεβρουαρίου 2021), τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024

Pietsch, A. and Salakhova, D. “Pricing of green bonds: drivers and dynamics of the greenium ”, European Central Bank Working Paper Series, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4227559](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4227559), (23 Σεπτεμβρίου 2022), τελευταία πρόσβαση 12 Σεπτεμβρίου 2024

Brühl, V. “Green Financial Products in the EU – A critical Review of the Status Quo ”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4065919](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4065919), (24 Μαΐου 2022), τελευταία πρόσβαση 7 Σεπτεμβρίου 2024

Dwivedy, D. and Sharma, M. “Role of Green Bonds in Promoting Sustainability and their effects on Public Policy”, Journal of Law and Sustainable Development, Vol.11 No.6, διαθέσιμο στο: <https://ojs.journalsdg.org/jlss/article/view/1186>, (2023), τελευταία πρόσβαση στις 20 Σεπτεμβρίου 2024

Maragopoulos, N. “Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance”, European Banking Institute Working Paper Series 2022, No 103, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3933766](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933766), (8 Ιανουαρίου 2024), τελευταία πρόσβαση στις 27 Σεπτεμβρίου 2024

Björkholm, L and Lehner, O. “Nordic green bond issuers’ views on the upcoming EU Green Bond Standard”, ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives, διαθέσιμο στο: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofr101.pdf>, (9 Δεκεμβρίου 2021), τελευταία πρόσβαση 29 Σεπτεμβρίου 2024

Brühl, V. “Green Finance in Europe – Strategy, Regulation and Instruments”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3934042](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3934042), Center for Financial Studies (CFS) Working Paper Series, No. 657, (1 Οκτωβρίου 2021)

Glavas, D. “How do stock prices react to green bond issuance announcements?”, διαθέσιμο στο: [https://www.researchgate.net/publication/331849761\\_How\\_Do\\_Stock\\_Prices\\_React\\_to\\_Green\\_Bond\\_Issuance\\_Announcements](https://www.researchgate.net/publication/331849761_How_Do_Stock_Prices_React_to_Green_Bond_Issuance_Announcements), (Ιανουάριος 2018)

Netto, S., Sobral, M., Ribeiro, A. and Soares, G. “Concepts and forms of greenwashing: a systematic review”, Environmental Sciences Europe, διαθέσιμο στο: <https://enveurope.springeropen.com/articles/10.1186/s12302-020-0300-3>, (11 Φεβρουαρίου 2020), τελευταία πρόσβαση στις 28 Σεπτεμβρίου 2024

Giraldez, J. and Fontana, S. “Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier”, διαθέσιμο στο [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3829946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3829946), (28 Απριλίου 2021), τελευταία πρόσβαση στις 22 Σεπτεμβρίου 2024

Tang, D. and Zhang, Y. “Do Shareholders Benefit from Green Bonds?”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3259555](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3259555), (15 Νοεμβρίου 2018), τελευταία πρόσβαση 8 Σεπτεμβρίου 2024.

### III. Δευτερογενείς Πηγές (Ηπιο Δίκαιο/ Δελτία Τύπου/ Εκθέσεις: Ελληνικά και Ξενόγλωσσα)

Ευρωπαϊκή Επιτροπή “Ερωτήσεις και απαντήσεις: Κανονισμός για τα ευρωπαϊκά πράσινα ομόλογα”, διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda\\_21\\_3406/QA\\_NDA\\_21\\_3406\\_EL.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/qanda_21_3406/QA_NDA_21_3406_EL.pdf), (6 Ιουλίου 2021)

Ευρωπαϊκή Επιτροπή – Δελτίο Τύπου “NextGenerationEU: η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει επιτυχώς το πρώτο πράσινο ομόλογο για τη χρηματοδότηση της βιώσιμης ανάκαμψης”, διαθέσιμο στο: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/el/IP\\_21\\_5207](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/el/IP_21_5207), (12 Οκτωβρίου 2021)

Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο “Synthetic securitization: A closer look”, διαθέσιμο στο: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/583848/EPRS\\_BRI%282016%29583848\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/583848/EPRS_BRI%282016%29583848_EN.pdf), (Ιούνιος 2016)

European Banking Authority (EBA) Report “Developing a framework for sustainable securitisation”, διαθέσιμο στο [https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document\\_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf), (2022)

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) “Report on EU Green Bond Standard”, διαθέσιμο στο: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf), (Ιούνιος 2019)

The World Bank and Public-Private Infrastructure Advisory Facility (PPIAF) “What are Green Bonds?”, διαθέσιμο στο <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/400251468187810398/what-are-green-bonds>, (1 Δεκεμβρίου 2015)

Institute of Energy for South-East Europe (IENE) “The Role of Green Bonds in Enhancing Energy Transition in SE Europe”, διαθέσιμο στο: <https://www.iene.eu/articlefiles/inline/study%20on%20green%20bonds.pdf>, (Ιούλιος 2024)

Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο “Βιώσιμη χρηματοδότηση: Απαιτείται συνεπέστερη δράση της ΕΕ για να ανακατευθυνθεί η χρηματοδότηση προς βιώσιμες επενδύσεις”, διαθέσιμο στο: <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/sustainable-finance-22-2021/el/>, (2021)

International Capital Market Association (ICMA) “Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds”, διαθέσιμο στο: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>, (Ιούνιος 2021)

Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), “Climate Change 2021: The Physical Science Basis”, διαθέσιμο στο [https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC\\_AR6\\_WGI\\_FullReport\\_small.pdf](https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/downloads/report/IPCC_AR6_WGI_FullReport_small.pdf), 9 Αυγούστου 2021

Schoenmaker, D. and Schramade, W. “Principles of Sustainable Finance”, διαθέσιμο στο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3282699](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282699), (28 Ιανουαρίου 2019)

Ευρωπαϊκή Επιτροπή “A user guide to navigate the EU Taxonomy for sustainable activities”, διαθέσιμο στο: <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/assets/documents/Taxonomy%20User%20Guide.pdf>, (Ιούνιος 2023)

Loyens & Loeff “The Listing Act – Easier Access to EU Capital Markets”, διαθέσιμο στο: <https://www.mondaq.com/securities/1471304/the-listing-act-easier-access-to-eu-capital-markets>, (28 Μαΐου 2024)

Chen, J. “Impact Investing: Definition, Types and Examples”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/i/impact-investing.asp>, (20 Σεπτέμβριος 2024)

Fernando, J. “What are Stakeholders? Definition, Types, and Examples”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>, (23 Ιουνίου 2024)

Scott, G. “Signaling Approach: What it is, How it Works”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/s/signallingapproach.asp>, (29 Μαΐου 2022)

Kagan, J. “LIBOR: What was the London Interbank Offered Rate, and how was it used?”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/l/libor.asp>, (21 Ιουνίου 2024)

Euribor rates.eu “Euribor”, διαθέσιμο στο: <https://www.euribor-rates.eu/en/>, (2024)

Ross, S. “CapEx vs OpEx: What’s the Difference?”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/ask/answers/112814/whats-difference-between-capital-expenditures-capex-and-operational-expenditures-opex.asp>, (11 Ιουλίου 2024)

Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) “Oslo Manual 2018”, διαθέσιμο στο: [https://www.oecd.org/en/publications/oslo-manual-2018\\_9789264304604-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/oslo-manual-2018_9789264304604-en.html), (22 Οκτωβρίου 2018)

Hayes, A. “Regulatory Arbitrage: what it means, examples”, διαθέσιμο στο: <https://www.investopedia.com/terms/r/regulatory-arbitrage.asp>, (29 Ιουνίου 2021)

Chen, J. “What are Tranches? Definition, Meaning and Examples”, διαθέσιμο στο <https://www.investopedia.com/terms/t/tranches.asp>, (12 Μαρτίου 2024)

Capital.gr “Eurobank: Σε διεθνείς επενδυτές το 85% της έκδοσης του πράσινου ομολόγου των 850 εκατ.”, διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3869486/eurobank-se-diethneis-ependutes-to-85-tis-ekdosis-tou-prasinou-omologou-ton-850-ekat/>, (18 Σεπτεμβρίου 2024)

Capital.gr “Τρ. Πειραιώς: Πάνω από 200 θεσμικούς επενδυτές προσέλκυσε το «πράσινο ομολόγο»- Σε ξένους το 85% και πλέον της έκδοσης”, διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/epixeiriseis/3826535/tr-peiraios-pano-apo-200-thesmikous-ependutes-proselkuse-to-prasino-omologo-se-xenous-to-85-kai-pleon-tis-ekdosis/>, (11 Ιουλίου 2024)

Δασόπουλος, Τ. “Γιατί η Αθήνα επανέρχεται στην ιδέα πράσινου ομολόγου”, διαθέσιμο στο: <https://www.capital.gr/oikonomia/3758475/giati-i-athina-epanerxetai-stin-idea-tis-ekdosis-prasinou-omologou/>, (30 Δεκεμβρίου 2023)



Elderson, F. “Για μια πιο πράσινη νομισματική πολιτική”, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, διαθέσιμο στο: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210213~7e26af8606.el.html>, (13 Φεβρουαρίου 2021)

Σακελλάρη, Ε. “Ξανανοίγει ο χορός των πράσινων ομολόγων”, διαθέσιμο στο: <https://www.naftemporiki.gr/finance/economy/1711332/xananoigei-o-choros-ton-prasinon-omologon/>, (11 Ιουλίου 2024)