

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის
იურიდიული ფაკულტეტი



ნინო ჯიბუტი

სარეიტინგო კომპანიის სამართალი: ჩამოყალიბებისა და განვითარების
პრობლემები

სადისერტაციო ნაშრომი სამართლის დოქტორის
აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად

სამეცნიერო ხელმძღვანელი: ირაკლი ბურდული

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო
უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტი, პროფესორი

თბილისი
2015

ს ა რ ჩ ე ვ ი

შესავალი.....	6
I. სარეიტინგო კომპანია და მისი სამართალი.....	14
1.1. სარეიტინგო კომპანიის ადგილი ფინანსურ ბაზარზე.....	14
1.2. სარეიტინგო კომპანიის სამართალი – სამართლის ახალი დარგი.....	18
1.3. გადახდისუნარიანობის შეფასება.....	21
1.3.1. გადახდისუნარიანობის შეფასების სუბიექტი და ობიექტი.....	22
II. სარეიტინგო კომპანიის ჩამოყალიბება, ისტორიული გამოცდილება და გაკვეთილები.....	25
2.1. სარეიტინგო კომპანიის ისტორია–გზა სრულ ძალაუფლებამდე.....	25
2.1.1. 1929 წლის „დიდი დეპრესია“ და მისი შედეგები.....	29
2.1.2. 1997–1998 წლის აზიის კრიზისი და მისი გაკვეთილები.....	33
2.1.2.1. ენრონის სკანდალი.....	35
2.1.3. 2007–2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი.....	36
III. სარეიტინგო კომპანიის სამართლის საგანი– რეიტინგი.....	37
3.1 რეიტინგი.....	37
3.2 რეიტინგის სახეები.....	40
3.2.1. ემისიის და ემიტენტის რეიტინგი.....	40
3.2.2 გრძელვადიანი და მოკლევადიანი რეიტინგი.....	41
3.2.3. შიდა და გარე მოხმარების რეიტინგი.....	41
3.2.4. ნებაყოფლობითი და დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგი.....	42
3.2.5. რეიტინგის სხვა სახეები.....	43
3.3. სუვერენული რეიტინგი.....	43
3.3.1. სუვერენული რეიტინგის არსი და მისი წარმოშობა.....	43
3.3.2. სუვერენული რეიტინგის შედგენა.....	50
3.3.3. სუვერენული რეიტინგის მნიშვნელობა.....	53
3.4. საქართველოს სუვერენული რეიტინგი.....	54
IV. რეიტინგის წარმოება.....	58
4.1. რეიტინგის სუბიექტი და შედგენის პროცესი.....	58
4.2 დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი.....	59
4.3 დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგი.....	62
4.3.1. კომპანიის რეიტინგი.....	65
4.4. რეიტინგი, როგორც სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის შედეგი.....	67
4.5. რეიტინგის ხარისხი.....	70
4.6. რეიტინგის ფუნქცია და მნიშვნელობა.....	75
4.7. საქართველოს რეიტინგის შედგენა.....	79
V. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება.....	80
5.1. სარეიტინგო კომპანიის თვითრეგულირება.....	80
5.2. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება აშშ-სა და ევროპის კავშირში.....	89
5.2.1. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება აშშ-ში.....	91
5.2.2. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება ევროპის კავშირში.....	95
5.3. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება საქართველოში.....	110
5.4. შუალედური დასკვნა.....	112
VI. სარეიტინგო ბაზრის ფუნქციონირების პრობლემები.....	116
6.1. სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობა და ინტერესთა კონფლიქტი.....	117
6.2. სარეიტინგო ინდუსტრია- კონკურენცია რეიტინგის ბაზარზე.....	125
VII. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა.....	132
7.1. სარეიტინგო კომპანიის არაკეთილსინდისიერი ქმედება.....	133
7.2. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ევროპის კავშირში.....	134

7.3.სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა გერმანული სამართლის	
მიხედვით.....	136
7.3.1. მოქმედი სამართალი.....	136
7.3.2. განსჯადობა.....	138
7.3.3. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ემიტენტის წინაშე.....	139
7.3.3.1. სახელშეკრულებო და დელიქტური პასუხისმგებლობა.....	139
7.3.4. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ინვესტორის წინაშე.....	143
7.3.5. პროსპექტის პასუხისმგებლობა.....	145
7.3.5.1. ბირჟების სამართლებრივი პროსპექტის პასუხისმგებლობა.....	145
7.3.5.2. ზოგადი სამოქალაქო სამართლებრივი პროსპექტის პასუხისმგებლობა.....	147
7.4. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ამერიკის შეერთებულ	
შტატებში.....	148
7.5. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა საქართველოს კანონმდებლობის	
მიხედვით.....	152
დასკვნა.....	156
ბიბლიოგრაფია.....	162

ნაშრომში გამოყენებული აბრევიატურები

Aufl.	Auflage. გამოცემა
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch გერმანიის სამოქალაქო კოდექსი
BörsG	BörsG-Börsengesetz გერმანიის ბირჟების კანონი
CESR	Committee of European Securities Regulators ევროპის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელ კომიტეტი
CRA I	Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council ევროპის კომისიისა და პარლამენტის პირველი მარეგულირებელი დოკუმენტი სარეიტინგო კომპანიების შესახებ
CRA II	Regulation (EC) No 513/2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies ევროპის კომისიისა და პარლამენტის მეორე მარეგულირებელი დოკუმენტი სარეიტინგო კომპანიების შესახებ
CRA III	Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies ევროპის კომისიისა და პარლამენტის მესამე მარეგულირებელი დოკუმენტი სარეიტინგო კომპანიების შესახებ
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act დოდ-ფრანკის ვოლ სტრიტის რეფორმისა და მომხმარებლის დაცვის აქტი
DB	Deutsche Boerse ფრანკფურტის საფონდო ბირჟა
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority ევროპის სადაზღვეო და არასახელმწიფოებრივ საპენსიო საქმიანობაზე საზედამხედველო ორგანო
ESMA	European Securities and Markets Authority ევროპის ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების საზედამხედველო ორგანო
EBA	European Banking Authority ევროპის ბანკების საზედამხედველო ორგანოში მოქმედი ევროპის საზედამხედველო კომისია
Fitch	Fitch Rating სარეიტინგო კომპანია „ფიტჩის რეიტინგი“

IOSCO	International Organisation of Security Comission ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაცია
LSE	London Stock Exchange ფასიანი ქაღალდების ლონდონის ბირჟა
Moody's	Moody's Investors Service სარეიტინგო კომპანია „მუდის ინვესტორთა სერვისი“
NRSRO	Nationally recognized statistical rating organizations ნაციონალურად აღიარებული სტატისტიკური სარეიტინგო ორგანიზაციები
SEC	Securities and Exchange Commission ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების აშშ-ს ფედერალური კომისია
S&P	Standard & Poor's სარეიტინგო კომპანია „სტანდარდ და პურსი“
SEHK	Stock Exchange Hong Kong ჰონგკონგის საფონდო ბირჟა
TSE	Tokyo Stock Exchange ტოკიოს საფონდო ბირჟა
ROM I-VO	Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates über vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht სახელშეკრულებო ურთიერთობის შესახებ ევროპის პარლამენტისა და საბჭოს 2008 წლის რეგულაცია
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz გერმანიის პროსპექტის გაყიდვების კანონი
WpPG	Wertpapierprospektgesetz გერმანიის ფასიანი ქაღალდების პროსპექტის შესახებ კანონი

შესავალი

თემის აქტუალობა - სარეიტინგო კომპანიების საკითხის მეცნიერულ დამუშავებას თეორიული, პრაქტიკული და შემეცნებითი მნიშვნელობა აქვს. ყოველივე ეს განპირობებულია თვითონ სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობით, იმ პრობლემებით, რომელიც თან სდევს მათ საქმიანობას ჩამოყალიბებიდან დღემდე. საკრედიტო რეიტინგი არის ფინანსური ბაზრის ინფორმირების უნიკალური საშუალება, რომელსაც უცნაური თვისებები გააჩნია. საკრედიტო რეიტინგი წარმოადგენს – არც მეტი, არც ნაკლები – რისკის დამოუკიდებელ შეფასებას, რომელიც ინვესტორს სთავაზობს გარკვეულ ორიენტირს ფინანსურ ბაზარზე არსებულ ინფორმაციათა შორის. ის ფაქტი, რომ კერძო სარეიტინგო კომპანიების ამ შეფასებას აქვს ძალა, მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინონ კომპანიების, ცენტრალური და მუნიციპალური მთავრობების და ეროვნული ეკონომიკის სტაბილურობაზე, მათ და მათ რეიტინგს განხილვის მთავარ საგნად აქცევს ეკონომიკაში, პოლიტიკასა და სამართალში.¹ სარეიტინგო კომპანიები რეიტინგს გამოხატავენ იმ ერთი სიმბოლოთი, რომელიც მომხმარებლისთვის ადვილად გასაგები და აღსაქმელია. ყოველივე ამას შედეგად მოჰყვა რეიტინგის, როგორც ინფორმაციის ახალი წყაროს, საერთაშორისო აღიარება. თავდაპირველად სწორედ ქვეყნის სამართლებრივ სისტემაში სარეიტინგო კომპანიების უმტკივნეულო იმპლემენტაცია წარმოადგენდა იმ სახელმწიფოების მიზანს, რომლებიც დღეს სხვადასხვა მექანიზმების გამოყენებით ცდილობენ სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის დარეგულირებას. სარეიტინგო კომპანიებს იმდენად დიდი ძალაუფლება აქვთ ფინანსურ ბაზრებზე, რომ შეუძლიათ გავლენა იქონიონ თითოეული ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. ამიტომაც ათწლეულები დასჭირდა სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობა დერეგულირებიდან რეგულირებაზე გადასვლის დაწყებას. ამას გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა შეუწყო ხელი. ფინანსურმა კრიზისმა თითქოს გადაიარა, თუმცა მისი გამომწვევი მიზეზების შესწავლა ჯერ კიდევ აქტიურად მიმდინარეობს. სარეიტინგო კომპანიებმა დაგვიანებული და არასწორი რეიტინგებით დიდი როლი ითამაშა კრიზისის დადგომაში.

2007–2008 წლების გლობალური ფინანსური კრიზისიდან მოყოლებული სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებით სიტუაცია ძირითადად შეიცვალა მათდამი ინტერესის არნახული ზრდის მიმართულებით. იმის მიუხედავად, რომ სარეიტინგო კომპანიები არ წარმოადგენენ 21-ე საუკუნის პროდუქტს, მათ აქამდე ასეთი დონის ყურადღება წილად არ რეგებიან, ინტერესის ზრდას ავტომატურად არ მოჰყოლია სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის შესწავლასა და შეფასებაში ადეკვატური სიცხადე და გარკვეულობა, ამიტომ ყველა კვლევა ამ მიმართულებით აქტუალურია.

სარეიტინგო კომპანიების მიმართ ინტერესის ზრდასთან შედარებით, უმნიშვნელოა მასთან დაკავშირებული კვლევები. ქართულ ენაზე

¹ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 379.

სარეიტინგო კომპანიებისადმი მიძღვნილი სამეცნიერო ნაშრომი, ერთეული სტატიის გარდა, არ არსებობს. ინტერესის ზრდასთან ერთად, ჩნდება მოთხოვნა მსგავს ნაშრომებზე. შესაბამისად, ერთი მხრივ, გააქტიურებს სამართლის სფეროში ამ მიმართულებით კვლევას და მეორე მხრივ, სარეიტინგო კომპანიების სამართლის კვლევა ღირებული იქნება და დაეხმარება სამართლის თეორიის ამ მიმართულებით დაინტერესებული მკვლევრების.

სარეიტინგო კომპანიების სამართლის მონოგრაფიულ შესწავლას, თეორიულს გარდა, აქვს დიდი პრაქტიკული მნიშვნელობა. აღნიშნული თემის დამუშავება მნიშვნელოვანია ქართული კანონმდებლობის განვითარების თვალსაზრისითაც. საქართველოში არსებობს რეიტინგებთან დაკავშირებული აქტივობები. საქართველოს სუვერენული რეიტინგი 2008 წლიდან დგინდება. მაგალითად, საქართველოში ლიცენზირებული 19 ბანკიდან რეიტინგს ფლობს მხოლოდ 5², სახელმწიფო ბიუჯეტში გათვალისწინებულია თანხა სარეიტინგო მომსახურებისათვის და ა.შ., მიუხედავად ამისა ქართულ კანონმდებლობაში არ გვხვდება არც ერთი ჩანაწერი ქვეყანაში სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის შესახებ. ნაშრომში ჩამოყალიბებული დასკვნები და რეკომენდაციები შეიძლება გამოყენებულ იქნეს ქართულ კანონმდებლობაში ამ მიმართულებით არსებული ვაკუუმის შესავსებად.

სარეიტინგო კომპანიების სამართლის იდეა ჯერ კიდევ მეოცე საუკუნიდან არსებობს, თუმცა სამართლის ეს სისტემა დღესაც საწყის მდგომარეობაშია და არ არის ერთიანი სახით ჩამოყალიბებული. ფინანსურ ბაზარზე სარეიტინგო კომპანიების დღევანდელი მნიშვნელობისა და ძალაუფლების გათვალისწინებით, შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ სარეიტინგო კომპანიების სამართალი, როგორც სამართლის ერთ-ერთი დარგი, მალე განვითარდება, თუმცა მისი სწავლება პრობლემურ სემინარებზე, ცალკეული კურსების ფარგლებში გადაუდებელი საქმეა. წინამდებარე ნაშრომი შეიძლება გამოყენებულ იქნეს სწავლის პროცესში ამ მიმართულებით.

წინამდებარე სადისერტაციო ნაშრომში სარეიტინგო კომპანიების სამართალი განხილულია, როგორც სამართლის დამოუკიდებელი დარგი. სარეიტინგო კომპანიების სამართალს აქვს იმის პერსპექტივა, რომ უახლოეს მომავალში შესაძლებელი გახდეს მისი ცალკე სასწავლო დისციპლინად შესწავლა.

ნიშანდობლივია, რომ ნაშრომში საუბარია „სარეიტინგო კომპანიებზე“ მრავლობით ფორმაში და არა „სარეიტინგო კომპანიაზე“, რადგან, ძირითადად, იგულისხმება სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანია— Moody's³, Fitch⁴, Standard & Poor's⁵, რომლებიც ოლიგოპოლურ ბაზარზე მოქმედებენ. ამის მაგალითია ამერიკის შეერთებული შტატები, სადაც 2013 წლისთვის 77 სარეიტინგო კომპანია იყო დაფუძნებული. სარეიტინგო ბაზარზე მათი

² ესენია: „თიბისი“ ბანკი; „ვი-თი-ბი“ ბანკი; „პროგრედიტ“ ბანკი; „ლიბერთი“ ბანკი; „საქართველოს ბანკი“.

³ Moody's, www.moody.com

⁴ Fitch, www.fitchratings.com

⁵ Standard & Poor's, www.standardandpoors.com

სიმრავლის მიუხედავად, ზემოხსენებული სამი სარეიტინგო კომპანია დღესაც წამყვანი კომპანიებია. მათ ბაზრის 95% უკავიათ.⁶ სწორედ ამის გამოა, რომ რჩება ზოგადი წარმოდგენა, რომ სარეიტინგო საქმიანობის რეგულირებისთვის გატარებული ზომები, თუ მიღებული დოკუმენტები თითქოს Moody's, Fitch და Standard & Poor's საქმიანობის რეგულირებისკენაა მიმართული. ეს იმიტაცაა გამოწვეული, რომ რეიტინგის ისტორიაც, ფაქტობრივად, ამ სარეიტინგო კომპანიების ისტორიაა.⁷ ამრიგად, წინამდებარე ნაშრომში მოცემული კვლევა, ზოგად საკითხებთან მიმართებით, მოიცავს მსოფლიოში დაფუძნებულ ყველა სარეიტინგო კომპანიას, ხოლო კონკრეტულ საკითხებში – მხოლოდ სამ ძირითად სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის ანალიზს ეფუძნება.

თემის დამუშავების დონე – სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობას საუკუნეზე მეტი ხნის ისტორიის მანძილზე მათდამი მეცნიერული ინტერესი სხვადასხვა იყო. შეისწავლებოდა სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობა ცალკეული ასპექტებით, მაგრამ კომპლექსური შრომები თითქმის არ იყო. ეს ტენდენცია შენარჩუნებულია დღემდე, თუმცა უნდა აღინიშნოს რადიკალური ცვლილება გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომი პერიოდისათვის. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ (2007 წ.) სამეცნიერო ნაშრომების რაოდენობა საგრძნობლად გაიზარდა. გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე ძირითადად აქცენტი სარეიტინგო კომპანიის ფენომენისა და მისი საქმიანობის გარკვევაზე კეთდებოდა. ნაკლები ყურადღება ეთმობოდა სარეიტინგო კომპანიის მარეგულირებელი დოკუმენტების საკითხს. ეს უკანასკნელი კი აქტუალური გახდა სწორედ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ. მეცნიერული ინტერესის მიღმა იყო დარჩენილი ბევრი ისეთი საკითხი, რომელიც უშუალოდ სარეიტინგო კომპანიების მოქმედებას ედო საფუძვლად, ასე მაგალითად 1980 წლამდე არ არსებობდა კონკრეტული მეთოდი, რომლითაც შესაძლებელი გახდებოდა გადახდისუნარიანობის შეფასება. კორპორატიული კრედიტის ანალიზი განიხილებოდა როგორც ხელოვნება და არა მეცნიერება, ვიდრე *ოლდრიხ ალფონს ვასიჩეკმა*⁸ არ გამოაქვეყნა 1980 წელს თავისი ცნობილი ნაშრომი რისკის შეფასების შესახებ, სადაც ის ამტკიცებდა, რომ რისკის გამოთვლა მათემატიკური ფორმულებით უნდა მომხდარიყო.⁹ მისმა ნაშრომმა მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა რეიტინგებთან მიმართებით. *კისგენ დარენის* ნაშრომი იყო პირველი, რომელიც შეეხო რეიტინგის გავლენას კაპიტალის ფორმირებაზე. კომპანიის მენეჯერები კაპიტალის ფორმირების პროცესში რეიტინგს მხედველობაში იღებენ. თავის ნაშრომში ის ამტკიცებს, რომ რეიტინგი მნიშვნელოვანია კაპიტალის ფორმირების გადაწყვეტილების მიღების პროცესში.¹⁰ აღსანიშნავია ასევე პროფესორ *ოლივერ ევერლინგისა* და *ჰანს ბიუშგენის* გზამკვლევი სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობაში.

⁶ Santoni/ Arbia, Economic Notes, Vol. 42, Issue 2, 20 Jun 2013, 205.

⁷ Reisen/ Maltzan, International Finance, Vol. 2, Issue 2, 16 Dec 2002, 275.

⁸ Vasicek, Credit Valuation, KMV, LLC (KMV), San Francisco, California, USA, 1944.

⁹ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 73.

¹⁰ Kisgen, The Journal of Finance, Vol. LXI, No. 3, June 2006, 1035-1036.

აღნიშნული კვლევა ერთგვარი სამაგიდო წიგნი გახდა თეორეტიკოსებისა და პრაქტიკოსებისათვის.

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ გაიზარდა სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებული ლიტერატურის რაოდენობა.¹¹ ბოლო წლებში კი იმატა იმ ნაშრომებმა, რომლებიც სარეიტინგო კომპანიასა და ემიტენტს შორის ინტერესთა კონფლიქტს ეხება.¹² განსაკუთრებული ყურადღება ქვეშაა სუვერენული რეიტინგის თემა. ამის მიუხედავად უნდა აღინიშნოს, რომ არ არსებობს წამყვანი ჟურნალი ქვეყნის რისკის ფაქტორებსა და სუვერენულ რეიტინგთან დაკავშირებით.¹³ სუვერენული რეიტინგი თავისთავად არ ნიშნავს, რომ ყველა ქვეყანას აქვს მინიჭებული რეიტინგი. პირიქით არის მთელი რიგი ქვეყნებისა, რომელთა გადახისუნარიანობაც არ არის შეფასებული სარეიტინგო კომპანიების მიერ. საგულისხმოა, რომ სამეცნიერო ნაშრომები არ ასახავენ ჯერ კიდევ შეუფასებელი ქვეყნების რეიტინგს.¹⁴ სარეიტინგო კომპანიის მიერ გამოცემულმა რეიტინგმა ფინანსური ლიტერატურის ყურადღებაც მიიქცია, უმთავრესად კრედიტის რისკის მენეჯმენტში მისი განსაკუთრებული მნიშვნელობისა და რეიტინგის ინვესტირების, მარეგულირებლისა და მენეჯერების მხრიდან ფართო გამოყენების გამო.¹⁵ განსაკუთრებული ყურადღების ღირსია, პროფესორი *გუდულა დაიპენბროკის* შრომები, რომელიც სხვა მრავალ პრობლემასთან ერთად, დიდ ყურადღებას უთმობს სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის საკითხს. კომპანიის პასუხისმგებლობის საკითხია ის, რამაც განსაზღვრა სადისერტაციო ნაშრომის პრობლემატიკა.

მთლიანად, სარეიტინგო კომპანიების სამართლებრივი საკითხები და მისი სხვადასხვა ასპექტი არასაკმარისადაა დამუშავებული. სამართლებრივი თვალსაზრისით, სწორედ სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობის პრობლემაა ის ქვაკუთხედი, რომელმაც შეიძლება გადაწყვიტოს რეიტინგის სამართლებრივ სისტემაში მოქცევის საკითხი.

სარეიტინგო კომპანიების პრობლემატიკის სამეცნიერო ლიტერატურაში დამუშავების დონე სარეიტინგო კომპანიების მნიშვნელობისა და როლის არაადეკვატურია.

კვლევის ობიექტი და საგანი— კვლევის ობიექტია სარეიტინგო კომპანიები, ხოლო კვლევის საგანია სარეიტინგო კომპანიების მიერ რეიტინგის წარმოების, რეალიზებისა და მოხმარების პროცესში არსებული სამართლებრივი ურთიერთობები, მათი ჩამოყალიბებისა და განვითარების პრობლემები.

კვლევის მიზანი და ამოცანები— მიზანია სარეიტინგო კომპანიის სამართლის სისტემის, ფორმირებისა და გენეზისის ანალიზი. შესაბამისად, იმის დადგენა, თუ რა ეტაპზეა მისი ჩამოყალიბება, რა პრობლემები იწენს თავს დღესდღეისობით და განვითარების რა პერსპექტივა გააჩნია მას. მიზნის მისაღწევად, ნაშრომში გადაწყვეტილია შემდეგი ამოცანები:

¹¹ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 913.

¹² Ozertuk, Journal of Economic Behavior & Organization 105, 2014, 19.

¹³ Hoti/ Mcalee, Journal of Economic Surveys, Vol. 18, No. 4, 10 Sep 2004, 542.

¹⁴ Ratha/ De/ Mohapatra, World Development, Vol. 39, 2010, No. 3, 298.

¹⁵ Duumpos, Combining accounting data and a structural model for predicting credit ratings: Empirical evidence from European listed firms, J. Bank Finance 2014, <http://dx.doi.org/10/1016/j/jbankfin.2014.01.010>

- მოცემულია ანალიტიკური ისტორია სარეიტინგო კომპანიების განვითარების, რითაც გამოჩნდა რეიტინგის ისტორიული გენეზისი, მისი წარმოშობა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების კვალ და კვალ და მისი მარეგულირებელი ფუნქცია. ნაჩვენებია, თუ როგორ მოვიდნენ ისინი დღემდე და რა ცვლილებები შეიტანეს თავიანთი არსებობით ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე;
- ანალიტიკური ისტორიის მიდგომით ნაჩვენებია სარეიტინგო სამართლის მდგომარეობა 2007-2008 წლების მსოფლიო ფინანსურ კრიზისამდე და კრიზისი შემდეგ;
- ახსნილია, თუ რას წარმოადგენს პროდუქტი „რეიტინგი“, ვინ არიან მისი სუბიექტები და როგორ ხდება მისი შედგენა;
- გაანალიზებულია სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის მარეგულირებელი რეფორმის ძირითადი მიმართულებები გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ ამერიკის შეერთებულ შტატებსა და ევროპის კავშირში. ამასთან, განხილულია სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის რეგულირება გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე; ჩატარებულია შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი სარეიტინგო კომპანიებისათვის რეგულირების ნორმების (რეგისტრაცია, პასუხისმგებლობა და სხვა) მიხედვით.
- თითოეული საკითხი დამუშავებულია საქართველოს კონტექსტში. წარმოდგენილია საქართველოში სარეიტინგო კომპანიების მოქმედებისა და - ქართულ სამართალში მათ შესახებ არსებული მდგომარეობის დახასიათება. ამასთან მოცემულია რეკომენდაციები.

კვლევის მეთოდოლოგიური და თეორიული საფუძველი— კვლევისას გამოყენებულია ზოგად მეცნიერული მეთოდები, კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე კი ძირითადად გამოყენებულია შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი და ისტორიულ-ლოგიკური მეთოდი.

ნაშრომის თეორიული საფუძველს წარმოადგენს, ძირითადად, ამერიკელი და გერმანელი მეცნიერების ნაშრომები. ნაშრომის წყაროა აშშ-ს, ევროპის კავშირის, გერმანიისა და საქართველოს კანონმდებლობა და სხვა ოფიციალური მასალები.

მეცნიერული სიახლე— სადისერტაციო ნაშრომი წარმოადგენს მნიშვნელოვანი სამეცნიერო ჰიპოთეზის, სამართლის ახალი დარგის, სარეიტინგო სამართლის წარმოშობის, არსებობისა და ფუნქციონირების დასაბუთების კომპლექსურ გადაწყვეტას, რაც მდგომარეობს სამართლებრივ სისტემაში კატეგორიის „რეიტინგის“ ყოველმხრივ შესწავლაში. კერძოდ, რეიტინგის წარმოშობის ისტორიულ-სამართლებრივი ანალიზი სარეიტინგო კომპანიების წარმოშობისა და ფუნქციონირების მიხედვით; რეიტინგის, როგორც პროდუქტის არსისა და სახეების შესწავლა სარეიტინგო ბაზრის მექანიზმების კონტექსტში; რეიტინგის ხარისხისა და ფუნქციების კვლევა რეიტინგის მომხმარებლების - ინვესტორების ინტერესების დაცვის მიზნებიდან გამომდინარე; რეიტინგის წარმოება, რეალიზება, მოხმარების სახელმწიფოებრივი რეგულირების სისტემების კვლევა აშშ-ს, ევროპის ქვეყნებსა (გერმანია) და საქართველოს პრაქტიკის მიხედვით.

სადისერტაციო ნაშრომის სიახლე კონცენტრირებულია გამოხატულია შემდეგ დებულებებში, მიდგომებსა და დასკვნებში:

- სარეიტინგო სამართლის საგანია ის სოციალური ურთიერთობები, რომლებიც დაკავშირებულია რეიტინგის შემუშავებასთან, შედგენასთან, გავრცელებასა და გამოყენებასთან კონკრეტული სუბიექტების მიმართ, რეიტინგებთან დაკავშირებით მისი მწარმოებლებისა და მომხმარებლების სამართლებრივ ურთიერთობებთან და პასუხისმგებლობასთან. სარეიტინგო სამართლის საგნის საზღვრები რეიტინგითა და მასთან დაკავშირებული ურთიერთობებით განისაზღვრება;
- ნაშრომში განხორციელებულია სამართლებრივ სისტემაში სარეიტინგო კომპანიების მოქცევის მსოფლიო პრობლემების იდენტიფიცირება. ნაჩვენებია მსოფლიოში ამ საკითხებზე არსებული სპეციალური ლიტერატურის, აშშ-ს, ევროკავშირისა და გერმანიის ნორმატიული მასალების ანალიზისა და სისტემატიზაციის გზით და მოცემულია მათი გადაჭრის რეკომენდაციები საქართველოსათვის;
- ნაშრომში წარმოადგენს ქართულ სამართალმცოდნეობაში კვლევის ახალი მიმართულების დასაწყისს. ის არის პირველი ქართულენოვანი მონოგრაფიული გამოკვლევა სარეიტინგო სამართლის სფეროში;
- დისერტაციაში მოცემულია სარეიტინგო სამართლის ანალიზი აშშ, ევროკავშირისა და გერმანიის სამართლის სისტემის მიხედვით და სისტემატიზებულია ამ ქვეყნების სამართალმცოდნეთა პოზიციები ამ სისტემებთან დაკავშირებით. რის საფუძველზეც გაკეთებულია დასკვნები საქართველოს სამართლებრივი სისტემის სრულყოფის მიზნით, რასაც ამ ეტაპზე აქვს პრევენციული ხასიათი, რათა თავიდან იქნას აშორებული საკანონმდებლო ვაკუუმით გამოწვეული რისკები;
- სადისერტაციო ნაშრომში გაანალიზებულია სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობა და ნაჩვენებია, რომ სარეიტინგო კომპანიების მიმართ დამოკიდებულება შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგი სახის მრუდით: „ი“. შესაბამისი კვლევისა და ფაქტების შეფასების საფუძველზე მიღებულია დასკვნა, რომ სარეიტინგო კომპანიის სხვადასხვა ქვეყნების მარეგულირებლების „აღტაცება“ სარეიტინგო საქმიანობით დადმავალ ფაზაშია. არის საშიშროება, რომ მომავალში სწორედ სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობა შევიდეს კრიზისულ მდგომარეობაში და ვეღარ გაუძღოს მარეგულირებლის ზეწოლას. წინამდებარე ნაშრომში გამოსავალი, სარეიტინგო ბაზრის ლიბერალიზაციაში არის დანახული;
- მნიშვნელოვანია საქართველოს მდგომარეობის შეფასება რეიტინგებთან მიმართებით. ნაშრომში ნაჩვენებია, რომ საქართველოში სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის პრაქტიკა წინ უსწრებს საკანონმდებლო საქმიანობას. პრაქტიკულად, საქართველო, როგორც ქვეყანა, ფლობს სუვერენულ რეიტინგს, თუმცა საკანონმდებლო დონეზე არ არის სამართლებრივად დარეგულირებული რეიტინგის ურთიერთობები. ნაშრომში განხილულია აღნიშნული ხარვეზი და რეკომენდირებულია მისი აღმოფხვრა ამ მიმართულებით ქართული კანონმდებლობის დახვეწის მიზნით;
- ნაშრომში ინოვაციურად არის დანახული სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებული პრობლემების გადაჭრის გზა. კერძოდ, გრძელ პერსპექტივაზე შემოთავაზებულია სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის სრული ლიბერალიზაცია და დაბრუნება მის პირვანდელ მდგომარეობაზე. მდგომარეობის მოკლე დროში გაუმჯობესების კუთხით კი სადისერტაციო

ნაშრომში შემოთავაზებულია რეიტინგის შედგენის ერთიანი სტანდარტების დადგენა;

- დისერტაციას გააჩნია **თეორიული მნიშვნელობა**. ნაშრომის დოქტრინალური მნიშვნელობა მდგომარეობს სამართლის სფეროში რეიტინგის კატეგორიის გადაყვანაში, რომელიც განხორციელებულია უფრო ვიწრო და კონკრეტული პრობლემის-სარეიტინგო კომპანიის სამართლის ფარგლებში;

- სადისერტაციო ნაშრომში მოცემულია სარეიტინგო კომპანიების სამართლის კუთხით მსოფლიოში მიმდინარე აქტუალური მოვლენები. მკითხველს აქვს შესაძლებლობა პირველად, ქართულ ენაზე გაეცნოს სარეიტინგო კომპანიების სამართალს, სარეიტინგო კომპანიებისა და რეიტინგის ფენომენს, აქტუალურ მიდევნებსა და პრობლემებს;

- სარეიტინგო სამართლის პრობლემების თეორიულ შესწავლას **პრაქტიკული მნიშვნელობაც** აქვს. ის უზრუნველყოფს ქართულ სამართლებრივ სისტემას და სასამართლო პრაქტიკას შესაბამისი ტექნიკური-იურიდიული საფუძვლებით. რაც პოზიტიურად აისახება საქართველო – ევროკავშირის საკანონმდებლო ჰარმონიზების პროცესზე. ნაშრომი შეიძლება გამოყენებულ იქნას შესაბამისი სასწავლო კურსების, პრობლემური სემინარების დროს;

- ნაშრომი ქმნის სარეიტინგო კომპანიის სამართლის შემდგომი კვლევის მეცნიერულ ბაზას საქართველოში;

ნაშრომის აპრობაცია— სადოქტორო დისერტაციის ძირითადი დებულებები და დასკვნები ავტორის მიერ წარდგენილ იქნა საერთაშორისო სამეცნიერო კონფერენციებზე, სამეცნიერო სემინარებზე. კვლევის შედეგები აგრეთვე ასახულია სამეცნიერო პუბლიკაციებში. სადისერტაციო ნაშრომთან დაკავშირებული თემატიკით დისერტანტს გამოქვეყნებული აქვს ექვსი შრომა.

სადისერტაციო ნაშრომის მოცულობა და სტრუქტურა— სადისერტაციო ნაშრომის სტრუქტურა კვლევის მიზნის, ამოცანებისა და მათი გადაწყვეტის ლოგიკის მიხედვით განისაზღვრა შემდეგნაირად. ის შედგება შესავლისგან, შვიდი თავისგან, დასკვნისა და ბიბლიოგრაფიისგან. სადისერტაციო ნაშრომის პირველი თავი მოიცავს სარეიტინგო კომპანიის ადგილისა და როლის განსაზღვრას ფინანსურ ბაზარზე, გადახდისუნარიანობის შეფასების სუბიექტისა და ობიექტის დახასიათებას და სარეიტინგო კომპანიის სამართლის დარგის ჩამოყალიბების აუცილებლობის დახასიათებას. მეორე თავში მოცემულია სარეიტინგო კომპანიების ჩამოყალიბებისა და განვითარების ისტორიული გზა, სარეიტინგო კომპანიების გამოცდილება სხვადასხვა ისტორიულ ეტაპებსა და პროცესებში. მესამე თავში განხილულია სარეიტინგო სამართლის ობიექტის - რეიტინგის არსი, მისი სახეები და მნიშვნელობა. მეოთხე თავი ეხება სხვადასხვა ქვეყნებში სარეიტინგო კომპანიის რეგულირების პრაქტიკას. მეხუთე თავი ეთმობა რეიტინგის წარმოებასა და მის ფორმებს. მეექვსე თავში განხილულია სარეიტინგო ბაზრის ფუნქციონირების პრობლემები. კერძოდ ინტერესთა კონფლიქტი, სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობა, კონკურენციისა და მონოპოლიის საკითხები. მეშვიდე თავი შეეხება სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობას.

პასუხისმგებლობის საკითხი ნაჩვენებია ევროკავშირის, ამერიკის შეერთებული შტატებისა და გერმანიის მაგალითზე. ამასთან, კვლევაში ასახული პრობლემები თუ საკითხები განხილულია საქართველოს კონტექსტშიც და მოცემულია შესაბამისი რეკომენდაციები. კვლევის ბოლოს გაკეთებულია დასკვნა, რომელიც აერთიანებს ნაშრომში განხილულ მნიშვნელოვან შედეგებს.

მადლიერება— მოცემული დისერტაცია ამ სახით ჩამოყალიბდა მეცნიერ ხელმძღვანელთან, პროფესორ *ირაკლი ბურდულთან* და თბილისის ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის სამართლის ფაკულტეტის პროფესორ-მასწავლებლებთან და დამხმარე პერსონალთან მრავალწლიანი თანამშრომლობით, რისთვისაც მათ დიდ მადლობას მოვახსენებ.

დიდი მადლობა პროფესორ დოქტორ *შტეფან გრუნდმანს*, რომელმაც ორჯერ გამიწია მეცნიერ-ხელმძღვანელობა: ერთი, როგორც ბერლინის ჰუმბოლდტის უნივერსიტეტის მაგისტრანტს და მეორე როგორც სტიპენდიანტს. დიდი მადლობა DAAD–ს (Deutscher Akademische Austausch Dienst), შესაბამისად გერმანიის მთავრობასა და ხალხს, რომლებმაც მომცეს შესაძლებლობა სამეცნიერო სტიპენდიით ერთი წელი გამეტარებინა გერმანიაში, კერძოდ ბერლინის ჰუმბოლდტის უნივერსიტეტში. ასევე დიდი მადლობა საარღანდის უნივერსიტეტს მოკლევადიანი სამეცნიერო კვლევითი სტიპენდიისათვის და პროფესორ დოქტორ *ტიციანა ქიუზს*, ამ პერიოდში გაწეული მეცნიერ-ხელმძღვანელობისათვის.

I. სარეიტინგო კომპანია და მისი სამართალი

1.1. სარეიტინგო კომპანიის ადგილი ფინანსურ ბაზარზე

სარეიტინგო კომპანიებისა და მათი რეიტინგების ადგილისა და როლის გასარკვევად უპირველესყოფლისა განხილულ უნდა იქნეს ვალდებულებითი ბაზარი. ეს არის ფასიანი ქაღალდების სეგმენტი, სადაც ხდება ვალდებულებითი ინსტრუმენტების (ობლიგაცია, ვექსელი და ა.შ.) გაყიდვა. ამ ბაზრის ქოლგის ქვეშ მოქცეულია სამი ერთმანეთისგან განსხვავებული ბაზარი: 1) ფულის ბაზარი¹⁶ – ვალდებულება, რომლის შესრულების ვადა 1 წელზე ნაკლებია. 1 წელი ათვლება მისი გამოცემიდან¹⁷; 2) იპოთეკის ბაზარი¹⁸ – ეს არის ფინანსური ბაზრის ნაწილი, რომელზეც ოპერაციების ჩატარება ხდება ადრე გაცემული იპოთეკის და იპოთეკური კრედიტების საფუძველზე; 3) ობლიგაციების ბაზარი¹⁹ – ეს უკანასკნელი ჩამოყალიბდა მე-19 საუკუნეში.²⁰ თავის მხრივ ობლიგაციების ბაზარი ემიტენტის მიხედვით სამ მთავარ კატეგორიად იყოფა. აშშ-ის მაგალითზე ესენია: 1) ამერიკის ხელისუფლება, რომელიც არის მსოფლიოს ყველაზე დიდი დებიტორი; 2) კორპორაციები; 3) მუნიციპალიტეტები.²¹ სწორედ კორპორაციებთან მიმართებით გვხვდებიან სარეიტინგო კომპანიები, რომლებიც აფასებენ დეფოლტის რისკს.²² ეს გაფიქვლად შემდეგნაირად შეიძლება აისახოს:

¹⁶ *Kolb/ Rodriguez*, Blackwell Publishers Inc., 1996, 28.

17 „ფულის ბაზარი– ბაზარი ელექტრონული ქსელის სახით, რომელზეც ვაჭრობენ მოკლევადიანი სახესხო ვალდებულებებით. დაფარვის ვადები ერთი დღიდან (ოვერნაითი) ერთ წლამდე იცვლება. ტიპური თანხებია 250000 აშშ დოლარიდან 5000000 აშშ დოლარამდე. აღნიშნულ ბაზარზე ვაჭრობენ სახაზინო ვალდებულებით, სავაჭრო თამასუქით, საბანკო სადეპოზიტო სერთიფიკატით, კომერციული ქაღალდით, ევრობანკნოტით და სხვა. ჩამოთვლილი ინსტრუმენტებიდან უმრავლესობისთვის არსებობს მეორადი ბაზარი.“ *ურიდია*, მოხელის სამაგიდო ლექსიკონი, გაეროს განვითარების პროგრამა, რედ. გურგენიძე ვ., თბილისი, 2004. <http://www.nplg.gov.ge/gsd/cgi-bin/library.exe?e=d-01000-00---off-0dictiona--00-1--0-10-0--0-0---0prompt-10--.%2e-4---4---0-0l--11-ru-10---10-about-50--00-3-1-00-0-00-11-1-OutfZz-8-00-0-11-1-OutfZz-8-00&a=d&c=dictiona&cl=CL1.1> [17/06/2014]

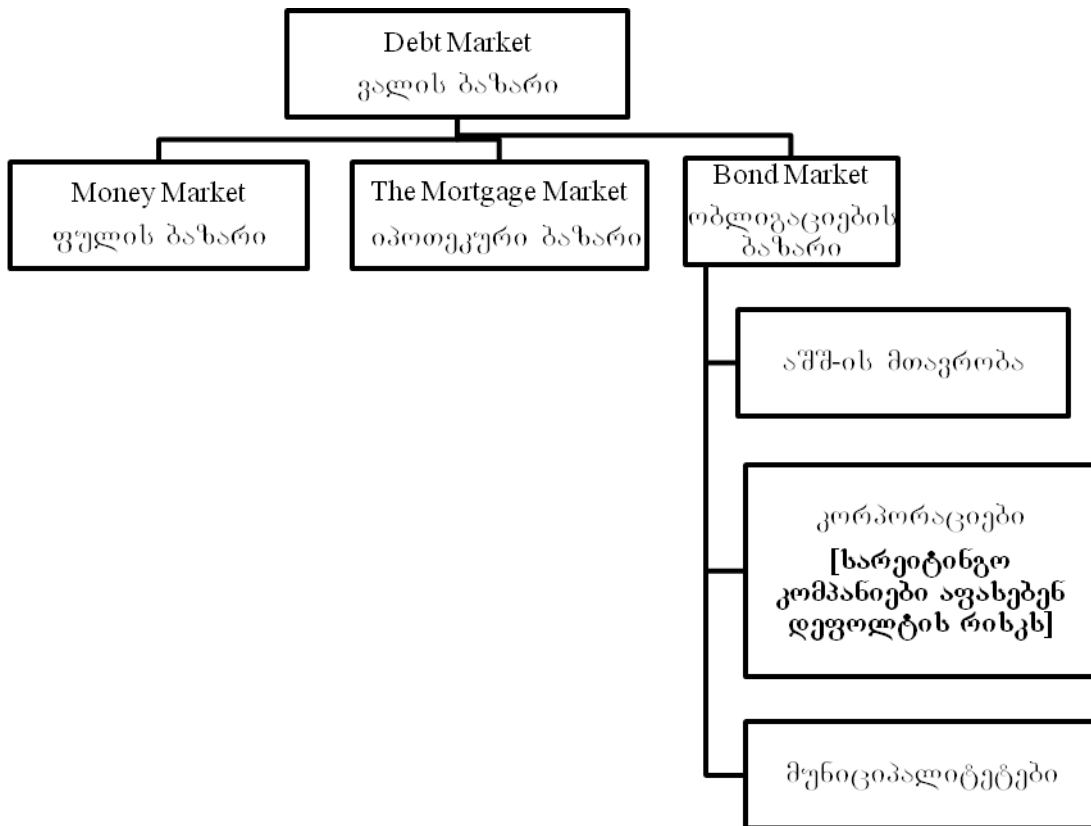
¹⁸ Kolb/ Rodriguez, Blackwell Publishers Inc., 1996, 69.

¹⁹ *Kolb/ Rodriguez*, Blackwell Publishers Inc., 1996, 43.

²⁰ Longohr/ Langohr, The Rating Agencies and their Credit Ratings-What They Are, How They Work and Why They Are Relevant, England 2008, 2.

²¹ Kolb/ Rodriguez, Blackwell Publishers Inc., 1996, 47.

²² *Odj3a*, 65.



ბაზარი²³ ყველა მის გამოვლინებაში სპეციფიკით ხსიათდება. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი,²⁴ მაგალითად, წარმოადგენს არა მხოლოდ ერთ ბაზარს, არამედ მის რამდენიმე სახეობას. კერძოდ: პირველადი, მეორადი, მესამეული და მეოთხეული ბაზარი.²⁵ პირველად ბაზარში²⁶ იყიდება ახლად

²³ „ბაზარი— ეკონომიკური სივრცე, სადაც ყალიბდება ურთიერთობა საქონელსა და მომსახურების მწარმოებლებს, მიმწოდებლებს, მომხმარებლებსა და შუამავლებს შორის მკაფიოდ განსაზღვრულ წესებზე დამყარებული საქონლით ან/და ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობა ორგანიზებული ან არაფორმალური სახით.“ *ურიდია*, მოხელის სამაგიდო ლექსიკონი, გაეროს განვითარების პროგრამა, რედ. გურგენიძე ვ., თბილისი, 2004. <http://www.nplg.gov.ge/gsd/cgi-bin/library.exe?e=d-01000-00---off-0dictiona--00-1--0-10-0-0-0---0prompt-10--.%2e-4----4---0-0l-11-ru-10---10-about-50--00-3-1-00-0-00-11-1-0utfZz-8-00-0-11-1-0utfZz-8-00&a=d&c=dictiona&cl=CL1.1> [17/06/2014]

²⁴ „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი- ბაზარი, სადაც ხდება ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა. მისი საშუალებით საწარმოთა დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრებისა და მოსახლეობის დანაზოგების მობილიზაციით შესაძლებელია განხორციელდეს ინვესტირება. განასხვავებენ ფასიანი ქაღალდების პირველად და მეორად ბაზრებს.“ *ურიდია*, მოხელის სამაგიდო ლექსიკონი, გაეროს განვითარების პროგრამა, რედ. გურგენიძე ვ., თბილისი, 2004. <http://www.nplg.gov.ge/gsd/cgi-bin/library.exe?e=d-01000-00---off-0dictiona--00-1--0-10-0-0-0---0prompt-10--.%2e-4----4---0-0l-11-ru-10---10-about-50--00-3-1-00-0-00-11-1-0utfZz-8-00-0-11-1-0utfZz-8-00&a=d&c=dictiona&cl=CL1.1> [17/06/2014]

²⁵ Kolb/ Rodriguez, Blackwell Publishers Inc., 1996, 118.

²⁶ „პირველადი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი- ბაზარი, სადაც ემიტირებული ფასიანი ქაღალდი იყიდება. როგორც წესი, ემიტენტი მის მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებს ავრცელებს ბანკებსა და სხვა საფინანსო ინსტიტუტებში შუამავლობით ხელმოწერის საფუძველზე (ღია ტიპის აქციონერთა საზოგადოება), ან აქციონერ-დამფუძნებელთა

გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები. მეორადია ბაზარი²⁷, სადაც უკვე არსებული ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა მიმდინარეობს. ის შედგება საფონდო ბირჟისგან და ორგანიზებული ბაზრისგან. ორგანიზებული ბაზარი არის იგივე საფონდო ბირჟა, რომელსაც აქვს ცენტრალიზებული სავაჭრო პლატფორმა, სადაც ყველა სახის ვაჭრობა იყრის თავს და ამასთან ის რეგულირდება ამერიკის მთავრობის მიერ. საფონდო ბირჟა კი არის ნებაყოფლობითი ორგანიზაცია, რომელიც ფორმირებულია გარკვეული პირების მიერ, რომლებიც არაპრივილეგირებული აქციების და სხვა ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვას ხდიან შესაძლებელს. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ ესენი არიან არაკომერციული კორპორაციები.²⁸ ამრიგად, პირველადი ბაზარი არის ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ბაზარი. ფასიანი ქაღალდის გაყიდვას მეორად ბაზარზე წინ უსწრებს პირველადი ბაზარი.²⁹ მესამეულ და მეოთხეული ბაზარის მონაწილეებს მხოლოდ მსხვილი მოვაჭრეები წარმოადგენენ. მეოთხეული ბაზრისთვის დამახასიათებელია ის, რომ ყიდვა-გაყიდვა არ ხდება ბროკერის მეშვეობით. საერთო მესამეული და მეოთხეული ბაზრის მონაწილეებს აქვთ ის, რომ მათი მიზანია ტრანზაქციის ხარჯების დაზოგვა.³⁰ ყოველივე ზემო თქმული შეიძლება გრაფიკულად შემდეგნაირად წარმოვიდგინოთ³¹.

შეზღუდულ რაოდენობას შორის (დახურული ტიპის საზოგადოება).“ *ურიდია*, მოხელის სამაგიდო ლექსიკონი, გაეროს განვითარების პროგრამა, რედ. გურგენიძე ვ., თბილისი, 2004. <http://www.nplg.gov.ge/gsd/cgi-bin/library.exe?e=d-01000-00---off-0dictiona--00-1--0-10-0--0-0---0prompt-10--.%2e-4---4---0-0l--11-ru-10---10-about-50--00-3-1-00-0-00-11-1-0utfZz-8-00-0-11-1-0utfZz-8-00&a=d&c=dictiona&cl=CL1.1> [17/06/2014]

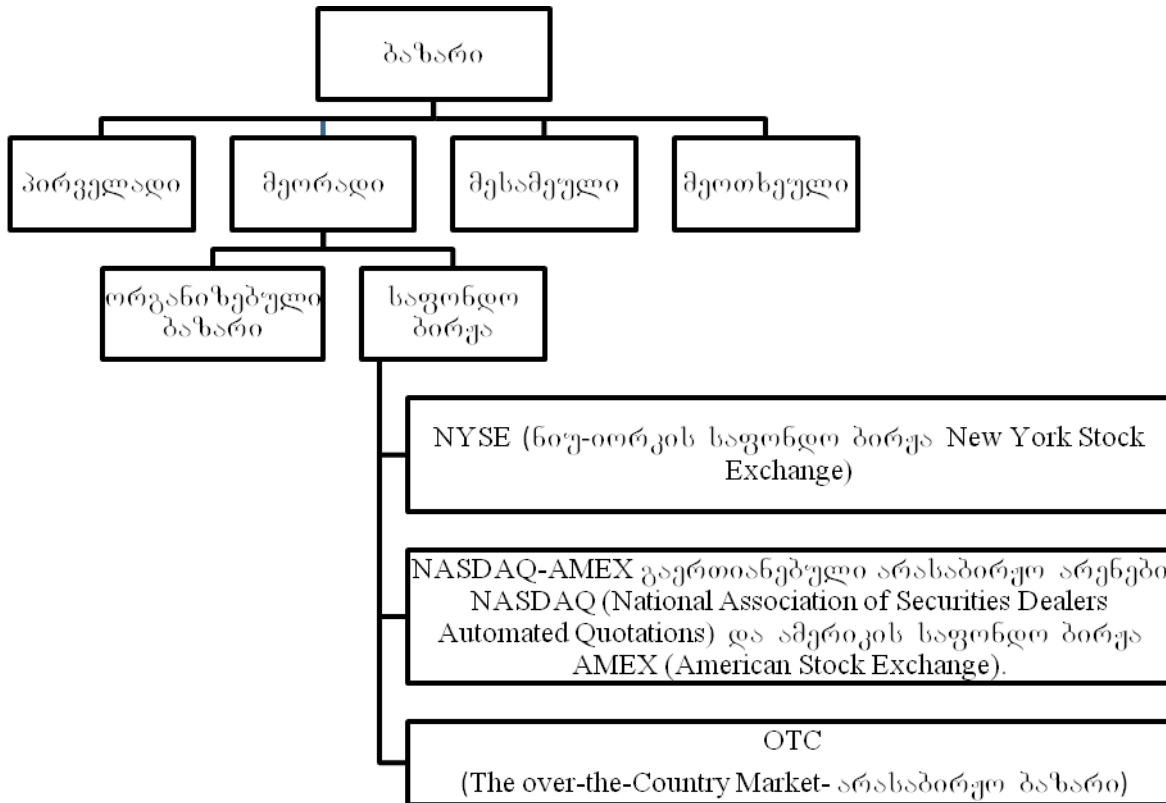
²⁷ „მეორადი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი– ბაზარი, სადაც ინვესტორები, საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები და შუამავლები ვაჭრობენ იმ ფასიანი ქაღალდებით, რომლებიც ემიტენტის მიერ უკვე გაყიდულია პირველად ბაზარზე. ინვესტორებს წარმოადგენენ: ფიზიკური, იურიდიული პირები და სახელმწიფო, ხოლო შუამავლებს ბროკერები, დილერები, საკრედიტო ინსტიტუტები.“ *ურიდია*, მოხელის სამაგიდო ლექსიკონი, გაეროს განვითარების პროგრამა, რედ. გურგენიძე ვ., თბილისი, 2004. <http://www.nplg.gov.ge/gsd/cgi-bin/library.exe?e=d-01000-00---off-0dictiona--00-1--0-10-0--0-0---0prompt-10--.%2e-4---4---0-0l--11-ru-10---10-about-50--00-3-1-00-0-00-11-1-0utfZz-8-00-0-11-1-0utfZz-8-00&a=d&c=dictiona&cl=CL1.1> [17/06/2014]

²⁸ Kolb/ Rodriguez, Blackwell Publishers Inc., 1996, 118-119.

²⁹ *იქვე*, 183.

³⁰ *იქვე*, 139.

³¹ ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობა ხორციელდება საფონდო არენებზე (ბირჟებზე და არასაბირჟო სავაჭრო სისტემებზე). მსოფლიოს მასშტაბით აქციებით ვაჭრობა ძირითადად კონცენტრირებულია ორ სავაჭრო არენაზე, რომელსაც მოცემული გრაფიკაც აღწერს. თუმცა არსებობს სხვა საფონდო ბირჟები, რომლებიდანაც აღსანიშნავია შემდეგი: LSE (London Stock Exchange)- ლონდონის საფონდო ბირჟა; TSE (Tokyo Stock Exchange)- ტოკიოს საფონდო ბირჟა; DB (Deutsche Boerse)- ფრანკფურტის საფონდო ბირჟა; SEHK (Stock Exchange Hong Kong)- ჰონგკონგის საფონდო ბირჟა;



ამრიგად, საფონდო ბირჟაზე მიმდინარეობს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. ფასიან ქაღალდს უშვებენ ემიტენტები: კომპანიები, რომლებიც თანხებს იზიდავენ საკუთარი ბიზნეს პროცესების ორგანიზებისთვის. თავისუფალი თანხების მქონე ინვესტორი თანხას აბანდებს ფასიან ქაღალდში, რათა მომავალში მიიღოს შესაბამისი მოგება. ინვესტიციის განხორციელების მიზანი ყოველთვის მოგების მიღებაა, შესაბამისად, ინვესტორი დარწმუნებული უნდა იყოს ფასიანი ქაღალდის ვარგისიანობაში. სწორედ ამ დროს არენაზე გამოდიან სარეიტინგო კომპანიები, რომელთა ზოგადი აღწერა, შესაძლოა, მარტივი მაგალითის საფუძველზე მოხდეს. წარმოვიდგინოთ სტუდენტური საერთო საცხოვრებელი, რომელშიც ოთხი მეგობარი ცხოვრობს. პირობითად დავარქვათ ანი, სალომე, გიორგი, ნინო. მათ ყოველ დღე უნივერსიტეტში მისასვლელად ესაჭიროებათ ორი ტრანსპორტის გამოცვლა. ერთ დღეს აღმოაჩინეს, რომ ამავე საერთო საცხოვრებელში ცხოვრობს ლევანი, რომელსაც აქვს ავტოსალონი და სალონში წარმოდგენილ მანქანებს აქირავებს სტუდენტებზე. თუმცა დამქირავებელს განსაკუთრებული სიფრთხილით არჩევს, რადგან მისთვის თითოეული მანქანა მნიშვნელოვანია. ლევანი საერთო საცხოვრებლის მეპატრონეს ზურას ახლო მეგობარია. ანიმ, სალომემ, გიორგიმ და ნინომ გადაწყვიტეს მანქანების ქირაობა. მიმართეს ზურას თხოვნით, ეშუამდგომლა ლევანთან. ლევანი დათანხმდა მხოლოდ ერთი მანქანის გაქირავებაზე, ამიტომ ზურას სთხოვა რეკომენდაცია გაეწია სტუდენტებისთვის. ზურამ თითოეული სტუდენტი ცალ-ცალკე დაახასიათა:

1) მისი აზრით, ანი ყველაზე მოწესრიგებული, სტაბილური და სანდო იყო; 2) სალომე მოწესრიგებული იყო, თუმცა ანისთან შედარებით ნაკლებად სანდო; 3) გიორგი კარგი ბიჭი იყო, თუმცა უყვარდა გართობა, დალევა და დროსტარება. არსებობდა იმის რისკი, რომ საჭესთან არაფხიზელ მდგომარეობაში დაჯდებოდა; 4) ნინო არასტაბილური და ზურას თვალში არასანდო იყო, რადგან რამდენჯერმე მოუვიდა ავარია იმის გამო, რომ უსმენდა მუსიკას და ლაპარაკობდა ტელეფონზე. ზურას შეფასებების საფუძველზე ლევანმა შეიქმნა წარმოდგენა სტუდენტებზე და გადაწყვიტა მანქანა მიეჭირა ეგზობინა ანისთვის. ამ მაგალითში სარეიტინგო კომპანიას ზურა წარმოადგენს, რომელმაც შეაფასა სტუდენტები და პირობითად ანის მიანიჭა უმაღლესი კლასის რეიტინგი-A; სალომეს- B, გიორგის- C; ნინოს- D; თუმცა სარეიტინგო კომპანიას არ აინტერესებს, თუ როგორია ესა თუ ის ადამიანი, არ აფასებს მის პიროვნულ თვისებებს, არამედ აფასებს მხოლოდ პიროვნების, კომპანიის ან სახელმწიფოს და ა.შ გადახდისუნარიანობას. ამრიგად, სარეიტინგო კომპანიები გამოხატავენ თავიანთ მოსაზრებას მხოლოდ და მხოლოდ გადახდისუნარიანობის შესახებ. თუკი სახელმწიფომ აიღო ვალი, სარეიტინგო კომპანია ამ შემთხვევაში აფასებს, რამდენად შეძლებს კონკრეტული სახელმწიფო დადგენილ ვადაში ვალის და მასთან დაკავშირებული პროცენტების გასტუმრებას, მხედველობაში იღებს ამასთან დაკავშირებულ რისკებს და თავის მოსაზრებას გამოხატავს რეიტინგში, რომელიც გამოხატულებას პოულობს ერთ სიმბოლოში. ზემოთ მოყვანილი მაგალითი არის მინიმუმი, რომლითაც შეიძლება სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის შესახებ წარმოდგენის შექმნა. იმისათვის, რომ ჩავეწყვეთ სარეიტინგო კომპანიის მუშაობის პრინციპს, რეიტინგის არსს და მნიშვნელობას ყოველივე ეს საკმარისი არაა.

12. სარეიტინგო კომპანიის სამართალი – სამართლის ახალი დარგი

სამართალს, კლასიკურის გარდა, აქვს დარგობრივი სტრუქტურა. სამართლის დარგების კვლევის საგანი სხვადასხვა სახისაა. ზოგიერთი მათგანი გამოყოფილია რეგულირების სფეროთი, ზოგიერთი – მეთოდით. სწრაფად განვითარებადი სფეროა კომპლექსური საგნობრივი დარგები. მას შეიძლება ფუნქციური (სივრცობრივი) სამართალი ვუწოდოთ. აქ ხშირად ხდება ინდივიდუალური სამართლის დარგების წარმოშობა, რაც გამოწვეულია ისეთი საგნებითა და მოვლენებით, რომელთა გამო ყალიბდება საზოგადოებისათვის ზეპქტიური ურთიერთობები. ასეთ ურთიერთობებს განეკუთვნება რეიტინგებთან დაკავშირებული ურთიერთობებიც. სამართლის ამ დარგებში გამოხატული ურთიერთობები შინაარსობრივად მოიცავს რეიტინგთან დაკავშირებულ საკითხებს, კერძოდ საბანკო, საბიუჯეტო და ა.შ კანონმდებლობას. რეიტინგს სამართლის დამოუკიდებელ დარგად აქცევს ურთიერთობა, რომელიც დაკავშირებულია რეიტინგის დამოუკიდებელ ეკონომიკურ, ფინანსურ, პოლიტიკურ ურთიერთობებად ჩამოყალიბებასთან. იგი იღებს პროდუქტის სახეს და არის ყიდვა-გაყიდვის საგანი, აყალიბებს სრულიად განსხვავებული ბაზრის-სარეიტინგო ბაზრის სისტემას, წარმოშობს კონფლიქტებს, არის

ურთიერთობის ის კრიტიკული ზომა, რომელიც ქმნის საგნობრივ ბაზას სამართლებრივი რეგულირებისათვის.

რეიტინგი მეოცე საუკუნეში, პირველი სარეიტინგო კომპანიის შექმნისას, გამოიყო და გახდა იმ ურთიერთობების გამომხატველი, რომელიც ყალიბდება კაპიტალის ბაზარზე ინვესტირების მიერ გადაწყვეტილების მიღების დროს. წარმოიშვა სარეიტინგო ურთიერთობები. ამ პროცესს წინ უსწრებდა ინდუსტრიალიზაცია, რომელმაც შექმნა სამრეწველო სამართალი, საავტორო სამართალი და სხვა. სარეიტინგო ურთიერთობების განვითარების პარალელურად სამეცნიერო-ტექნიკურმა პროგრესმა გამოიწვია ინფორმაციული სამართლის შექმნა. ინფორმაციული სამართლის კვლევის საგანი ესაზღვრება მრავალი სხვა სამართლის დარგის კვლევის საგანს, განსაკუთრებით ინტელექტუალური სამართლის სფეროში. ინფორმაციული სამართლის ფარგლებში რეიტინგის ურთიერთობებს გააჩნია თავიანთი ადგილი, იმის მიუხედავად, რომ რეიტინგი კაპიტალის ბაზრის განვითარებამ შექმნა. დღეს სარეიტინგო სამართლის კვლევის საგანი ესაზღვრება (თუმცა ბოლომდე გამიჯნული არ არის), ერთი მხრივ, ბუღალტერიას, აუდიტს, ფინანსურ სამართალსა და, მეორე მხრივ, ინფორმაციულ სამართალს. ის არის ფინანსურ და ინფორმაციულ სამართალს შორის³². სწორედ ამ სივრცეში თავმოყრილ

³² სადავოა, რამდენად წარმოადგენს რეიტინგი ინფორმაციას. რამდენად შეიძლება ის დაავაკუალიფიციროთ ისეთი ფაქტების შემცველ პროდუქტად, რომლის არასწორობის შემთხვევაშიც სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა დადგება? თუ ის განეკუთვნება იმ ინფორმაციათა კატეგორიას, რომელიც დაცულია გამოხატვის თავისუფლების ქვეშ? გამოხატვის თავისუფლება განმტკიცებულია ევროსაბჭოს „ადამიანის უფლებებისა და ფუნდამენტური თავისუფლებების დაცვის ევროპული კონვენციის“ 1. პუნქტში, რომლის შესაბამისადაც: „1. ყველას აქვს უფლება გამოხატვის თავისუფლებაზე. ეს უფლება მოიცავს ადამიანის თავისუფლებას ჰქონდეს მოსაზრებანი და მიიღოს და გაავრცელოს ინფორმაცია და იდეები საჯარო ხელისუფლების ჩარევის გარეშე და საზღვრების მიუხედავად...“, თუმცა ამავე მუხლის მე-2 პუნქტი შესაძლებელს ხდის ამ უფლების შეზღუდვას: „2. ამ თავისუფლებათა განხორციელება, იმის გამო, რომ იგი მოიცავს ვალდებულებებსა და პასუხისმგებლობას, შეიძლება დაექვემდებაროს ისეთ ფორმალობებს, შეზღუდვებს ან სასჯელს, რომლებიც გათვალისწინებულია კანონით და აუცილებლობას წარმოადგენენ დემოკრატიულ საზოგადოებაში ეროვნული უსაფრთხოების, ტერიტორიული მთლიანობის ან საზოგადოებრივი წესრიგის ინტერესებიდან გამომდინარე.“ *იურისტის ბიბლიოთეკა*, ბონა კაუზა, თბილისი, 2006, 21. „ინფორმაცია ლათინური სიტყვაა და „გაცნობას“, „გადაცემას“ ნიშნავს. XX საუკუნის შუა წლებამდე ინფორმაციაში იგულისხმებოდა ადამიანის მიერ ზეპირად, წერილობით ან სხვა ხერხით გადაცემული „ცნობა“, „შეტყობინება“. *ცაცანაშვილი*, ინფორმაციული საზოგადოება და ინფორმაციის სამართლებრივი რეგულირება, ტექნიკური, თბილისი, 1999, 11. მარიამ ცაცანაშვილი მიიჩნევს, რომ ინფორმაციაზე, როგორც სამართლებრივი რეგულირების ობიექტზე, მსჯელობა პირველ რიგში ინფორმაციის ცნების გარკვევით უნდა დაიწყო. ის ინფორმაციას შემდეგნაირად განმარტავს: „ინფორმაციის ცნება ინფორმაციის ფორმის განსაზღვრას უკავშირდება, რომელიც თავისთავად ამ ფენომენის (ინფორმაციის) ტრანსცედენტულობის ბაზისს ემყარება. ე.ი. ხდება ლოგიკური ან ენობრივი სტრუქტურების პროვოცირება. ასე, რომ ინფორმაცია ობიექტურ რეალობასთან კი არ არის კავშირში, არამედ ფაქტებთან (მოვლენებთან). ობიექტურ რეალობას შეფასება არ გააჩნია... ინფორმაცია არის ის, რასაც ფაქტების (მოვლენების) შეფასებისათვის ვიყენებთ. ისაა ცნობები და მონაცემი. ცნობა, რომელიც გარე სტრუქტურას ახასიათებს, ხოლო მონაცემი – შიდა სტრუქტურას. ინფორმაცია, იურიდიული თვალსაზრისით, არის ცნობა, მონაცემი – ფაქტების, მოვლენების შესახებ, გამოსახვის ფორმის მიუხედავად, რომელიც რაიმე

ურთიერთობათა დიდი ერთობლიობა, დაწყებული რეიტინგის ფორმირების, მისი შედგენის ტექნოლოგიებით, მისი ყიდვა-გაყიდვით და ა.შ. ითხოვს სარეიტინგო სამართლის ცალკე დარგად გამოყოფას.

სარეიტინგო სამართლის საგანია ის სოციალური ურთიერთობები, რომლებიც დაკავშირებულია რეიტინგის შემუშავებასთან, შედგენასთან, გავრცელებასა და გამოყენებასთან კონკრეტული სუბიექტების მიმართ, რეიტინგებთან დაკავშირებით მისი მწარმოებლებისა და მომხმარებლების სამართლებრივ ურთიერთობებთან და პასუხისმგებლობასთან.

სარეიტინგო სამართლის საგნის საზღვრები რეიტინგითა და მასთან დაკავშირებული ურთიერთობებით განისაზღვრება. ესაა ყველა სახის ინფორმაცია რეიტინგის შესახებ; რეიტინგის, როგორც რესურსის მართვა და მასთან დაკავშირებული ურთიერთობები; რეიტინგის შემუშავების დროს (კონკურენციის გამო) უსაფრთხოების უზრუნველყოფა; სამართლებრივი პასუხისმგებლობა; სარეიტინგო ბაზარზე მომხმარებლის ინტერესებისა და უფლებების დაცვა და სხვა. გამომდინარე ნათქვამიდან სარეიტინგო სამართლის საგნის გაგებისთვის საბაზო კატეგორიაა „რეიტინგი“ და ამდენად საგნობრივი საზღვრების დადგენისათვის აუცილებელია მის არსში გარკვევა, რასაც მოგვიანებით შევეხებით.³³

დღეს შეიძლება ითქვას, რომ სარეიტინგო კომპანიის სამართალი არსებობს, მაგრამ არა სისტემურად ჩამოყალიბებული სახით. პირველად სარეიტინგო კომპანიის სამართლის შექმნის აუცილებლობა 1992 წელს დადგა. ამ პერიოდში სარეიტინგო კომპანიებს ჯერ კიდევ არ ჰქონდათ დიდი გავლენა ბაზარზე, თუმცა მიიჩნევდნენ, რომ ამის შესაძლებლობა არსებობდა და საჭირო იყო მარეგულირებლის რეაგირება.³⁴ სარეიტინგო კომპანიის სამართლის ჩამოყალიბება დღევანდელ რეალობაში გარდაუვალია— რამდენადაც საკრედიტო ბაზრისა და ბანკების წარმოშობამ განაპირობა საბანკო სამართლის განვითარება, ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების წარმოშობამ კი ხელი შეუწყო კაპიტალის ბაზრის სამართლის ჩამოყალიბებას, ისე მოხდება რეიტინგის ბაზრისა და სარეიტინგო კომპანიების განვითარების საფუძველზე სარეიტინგო კომპანიების სამართლის ჩამოყალიბება.³⁵

ვალდებულების წარმოშობის, შეცვლის ან შეწყვეტის საფუძველია.“ *ცაცანაშვილი*, ინფორმაცია, როგორც სამართლებრივი რეგულირების ობიექტი, ავტორეფერატი, თბილისი, 1999, 7. *ცაცანაშვილი*, ინფორმაცია, როგორც სამართლებრივი რეგულირების ობიექტი, დისერტაცია, თბილისი, 1999. თუ მივუსადაგებთ რეიტინგს ინფორმაციის ზემოხსენებულ განმარტებას, მაშინ აღმოვაჩენთ, რომ რეიტინგი შეიძლება განხილულ იქნეს ისეთი სახის ინფორმაციად, რომლის სამართლებრივ ჩარჩოში მოქცევა, თეორიულად მაინც, შესაძლებელია, თუმცა პრობლემას ვაწყდებით განმარტების იმ ნაწილში, როდესაც ინფორმაცია „რაიმე ვალდებულების წარმოშობის, შეცვლის ან შეწყვეტის საფუძველია.“ ეს იქიდან გამომდინარე, რომ კომპანიები ყოველთვის მიუთითებენ ხელშეკრულებაში, რომ რეიტინგი მათ აზრს გამოხატავს, შესაბამისად ხელშეკრულებაშივე გამორიცხავენ თავიანთ პასუხისმგებლობას არასწორი რეიტინგისთვის. აღნიშნულს ვრცლად ქვემოთ შევეხებით.

³³ *ჯიბუტი*, სამეცნიერო ჟურნალი „მეცნიერება და ცხოვრება“, თბილისის სასწავლო უნივერსიტეტი, 2013, 368.

³⁴ *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, 22.

³⁵ *ჯიბუტი* წიგნში *მახარობლიშვილი გ./ქირია ა/ ზუბიტაშვილი ნ/ ჯიბუტი ნ/ ჯიბუტი ს.*, საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 203.

სამართლის ცალკე დარგად ჩამოყალიბება არ ხდება სუბიექტური გადაწყვეტილებებით; ის არც თავისთავად, სტიქიურად არ ყალიბდება, საჭიროა მთელი რიგი ფაქტორების თანხვედრა. ამისათვის აუცილებელია სახეზე იყოს სამართლის განსაკუთრებული, ახალი საგნი. რა არის სამართლის ახალი საგნობრივი სფეროს წარმოშობის საფუძველი? ამისათვის უკვე არსებული საზოგადოებრივი ურთიერთობების წიაღში უნდა გაჩნდეს ისეთი ურთიერთობები, რომელიც დიდ სოციალურ მნიშვნელობას შეიძენს. საზოგადოებრივი რეზონანსი და ზეგავლენა საჭიროს გახდის მათ სამართლებრივ რეგულირებას, თუმცა საჭიროების გამოჩენაც ჯერ კიდევ არ ნიშნავს, რომ გაჩნდა სამართლის საგანი. სამართლის საგნობრივი სფეროს ფორმულირებისათვის ასევე საჭიროა სამართლებრივ სისტემაში მოცემული ურთიერთობების ჩართვა. კანონმდებლობის სფეროში ისეთი რეალური ურთიერთობების მოქცევით, რომელიც მანამდე არ იყო ფორმირებული პოზიტიური სამართლის ნორმებში, იწყება ახალი დარგის დაბადება. როგორც წესი, კანონმდებლობის საგნობრივი სფერო და დასახელება განსაზღვრავს სამართლის საგნობრივ სფეროსა და მის სახელწოდებას. წარმოშობის ფაქტი ჯერ კიდევ არაა სამართლის დარგის ჩამოყალიბების ტოლფასი. ეს მხოლოდ პროცესის დასაწყისია.

ჩნდება კითხვა, გააჩნია სარეიტინგო კომპანიას იმ დონის საზოგადოებრივი რეზონანსი და ზეგავლენა, რომ მოხდეს მისი სამართლებრივი რეგულირება? შეიძლება სარეიტინგო სამართლზე, როგორც სამართლის დამოუკიდებელი დარგის, ჩამოყალიბებაზე და რეიტინგზე, როგორც ამ სამართლის საგანზე საუბარი? სარეიტინგო კომპანიები და მათი რეიტინგი, ანუ გადახდისუნარიანობის შეფასება, უმნიშვნელოვანეს როლს თამაშობს ეკონომიკურ ურთიერთობებში. სარეიტინგო კომპანიების მნიშვნელობის გაგება შეუძლებელია იმის გარკვევის გარეშე, თუ რას საქმიანობენ ისინი, რა არის რეიტინგი, როგორ მოვიდნენ ისინი დღემდე და რა ისტორიულმა ფაქტებმა განაპირობა მათი სამართლის ჩამოყალიბების აუცილებლობა³⁶.

1.3. გადახდისუნარიანობის შეფასება

ამრიგად, სარეიტინგო კომპანიები ახდენენ გადახდისუნარიანობის შეფასებას. გადახდისუნარიანობის შეფასება ხდება არა მარტო სარეიტინგო კომპანიების მიერ და არა მარტო ისინი ადგენენ რეიტინგებს. არსებობს შიდა და გარე რეიტინგი. შიდა რეიტინგი შედგენილია ბანკების მიერ, გარე რეიტინგი კი – დამოუკიდებელი სარეიტინგო კომპანიების მიერ, რასაც რეიტინგის სახეების დახასიათების დროს დაწვრილებით იქნება განხილული. ამ ეტაპზე განხილულია ზოგადად გადახდისუნარიანობის შეფასებაზე, რომლის კლასიკურ მეთოდს ისტორიულად ბუღალტრული აღრიცხვის ჩანაწერის ანალიზი წარმოადგენს. იგი მოვალის გადახდისუნარიანობის არსებითი საფუძველია. რატომ გახდა საჭირო შეფასების ახალი საშუალების შექმნა? პირველ რიგში მიიჩნევენ, რომ

³⁶ ჯიბუტი, სამეცნიერო ჟურნალი „მეცნიერება და ცხოვრება“, თბილისის სასწავლო უნივერსიტეტი, 2013, 363.

ბუღალტრული აღრიცხვის ჩანაწერი გადახდისუნარიანობის შეფასებისთვის არასაკმარისი ინფორმაციის წყაროა, რადგან დაკავშირებულია წარსულთან და მხოლოდ გარკვეულ პერიოდს გვიჩვენებს.³⁷ გადახდისუნარიანობის შეფასებისთვის მნიშვნელოვანია არა იმდენად წარსული, არამედ კომპანიის შესაძლებლობა, ნაკისრი ფინანსური ვალდებულება გაისტუმროს დღეს და შეძლოს მოგების მიღება მომავალში. ამისათვის საჭიროა ასევე გაკეთდეს წინასწარი პროგნოზი მოვალის ლიკვიდურობისა და რენტაბელურობის განვითარების შესახებ.³⁸ მეორე მხრივ, მიიჩნევენ, რომ ზედმეტად დიდი დროა საჭირო, სანამ საბუღალტრო ჩანაწერები გახდება ხელმისაწვდომი. დროის სხვაობა შედგენას, გამოქვეყნებასა და ხელმისაწვდომობას შორის კი გარდაუვალია იმდენად, რამდენადაც წლიური ბუღალტრული ანგარიშის მიზანია, შეძლებისდაგვარად ადრეულ ეტაპზე აჩვენოს საწარმოს გადახდისუნარიანობის ნეგატიური მდგომარეობის განვითარება. ამის განსაზღვრა კი მნიშვნელოვანია, რათა მყისიერად მოხდეს პოტენციური ზიანის თავიდან აცილება ან მისი შემცირება მაინც.³⁹ უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანიის ეკონომიკური მდგომარეობის შეფასება მხოლოდ ბუღალტრული ჩანაწერების საფუძველზე ვერ ჩაივლის შეცდომის გარეშე, რადგან კომპანიის კრიზისული მდგომარეობის წინასწარ და დროულად განჭვრეტა საბუღალტრო ანგარიშის ანალიზის ტრადიციული მეთოდის გამოყენებით არაა შესაძლებელი. ასევე ის არ გვაძლევს შესაფასებელი კომპანიის გადახდისუნარიანობის ერთმნიშვნელოვან დონეს.⁴⁰ ამ ყველაფრის მიუხედავად, ბუღალტრული ანგარიშის ანალიზი რჩება გადახდისუნარიანობის შეფასების კლასიკურ მეთოდად.

13.1. გადახდისუნარიანობის შეფასების სუბიექტი და ობიექტი

გადახდისუნარიანობის შეფასების სუბიექტებში მოიაზრება ის ინსტიტუტები, რომლებიც ახორციელებენ მას. ესენია, ერთი მხრივ, საკრედიტო ინსტიტუტები და, მეორე მხრივ, აუდიტორები, როგორც ექსპერტები. გადახდისუნარიანობის ობიექტს წარმოადგენს კრედიტის რისკი, ანუ კრედიტის გაცემასთან დაკავშირებული რისკები.⁴¹

სიტყვა კრედიტი წარმოდგება ლათინური „credebe“-სგან და ნიშნავს „ნდობას, მინდობას, საკუთარი ნდობის ჩუქებას“⁴². „creditum“ კი ნიშნავს „კრედიტს, საკრედიტო ნდობას“⁴³. ამრიგად, გადახდისუნარიანობაში შეიძლება მოიაზრებოდეს ნდობა, რომელიც საკრედიტო ინსტიტუტმა გადასცა კრედიტის მაძიებელ კომპანიას, რაც იმას ნიშნავს, რომ კრედიტის

³⁷ Markus, Kreditwürdigkeitsprüfung- Entwicklung eines Bonitätsindikators, IDW-Verlag GmbH, Düsseldorf, 1992, 25.

³⁸ Markus, Kreditwürdigkeitsprüfung- Entwicklung eines Bonitätsindikators, IDW-Verlag GmbH, Düsseldorf, 1992, 26.

³⁹ იქვე, 27.

⁴⁰ იქვე, 32.

⁴¹ Andre, Kreditwürdigkeitsprüfung, S+W Steuer und Wirtschaftsverlag GmbH, Hamburg, 1997, 6-8.

⁴² „vertrauen, trauen, sein Vertrauen (Zutrauen) schenken.“

⁴³ „das leichweise Anvertraute, das Darlehen.“

ამდებს აქვს ნება და შესაძლებლობა დროულად და შესაბამისი პროცენტებით დაფაროს კრედიტი.⁴⁴

კრედიტის გაცემასთან დაკავშირებული რისკები სხვადასხვა სახისაა. მათ ყოფენ შემდეგ კატეგორიებად:

1. გადაუხდელობის (შესაძლო დანაკარგის) რისკი, რომელიც გულისხმობს კრედიტის ოდენობის და/ან პროცენტების მთლიანად ან ნაწილობრივ გადაუხდელობის შესაძლებლობას.
2. ლიკვიდურობის რისკი— რისკი, რომელიც გულისხმობს კრედიტის ოდენობის და/ან პროცენტის დათქმულ დროში გადაუხდელობის შესაძლებლობას.
3. უზრუნველყოფის რისკი— რისკი, რომელიც გულისხმობს, რომ კრედიტორის გარანტია ფასს დაკარგავს, გაუფასურდება ან მისი ფასი არასწორად იქნება შეფასებული.
4. პროცენტის შეცვლის რისკი— პროცენტის დაკარგვის რისკი წინასწარ მყარად განსაზღვრული საპროცენტო განაკვეთის დროს⁴⁵, როდესაც სახეზეა პროცენტის ზრდა და წარმოიშობა ცვალებადი რეფინანსირება.⁴⁶

რისკები, რომლის წინაშეც ფინანსური ინსტიტუტი შეიძლება დადგეს არის შემდეგი:

- ა) საბაზრო რისკი— ანუ რისკი, რომელიც გამოწვეულია პროცენტებისა და ფასების უცარი, მოულოდნელი ცვლილებით (ცვლილებები ფასიანი ქაღალდის ფასში, სავალუტო კურსში, საპროცენტო განაკვეთში, საბირჟო საქონლის ფასში).
- ბ) საკრედიტო რისკი— ღირებულების შეცვლის რისკი, რომელიც დაკავშირებულია კრედიტის ხარისხის მოულოდნელ ცვლილებასთან და მსესხებლის მიერ კონტრაქტით გათვალისწინებული ვალდებულების შესრულებას გულისხმობს.
- გ) ლიკვიდურობის⁴⁷ რისკი— რისკი, რომ დანახარჯები, რომელიც არეგულირებს ფინანსურ პოზიციას, არსებითად გაიზრდება ან კომპანია დაკარგავს დაფინანსებასთან წვდომას.

⁴⁴ Andre, Kreditwürdigkeitsprüfung, S+W Steuer und Wirtschaftsverlag GmbH, Hamburg, 1997, 8.

⁴⁵ „როგორც ცნობილია, ფულს დროითი ღირებულება გააჩნია, რაც „საპროცენტო განაკვეთის“ არსებობით არის განპირობებული. ამიტომ ისეთ ფინანსურ ინსტრუმენტს ვერ შევხვდებით, რომლის პარამეტრის გათვლაში „საპროცენტო განაკვეთს“ გადამწყვეტი მნიშვნელობა არ ჰქონდეს. რა არის საპროცენტო განაკვეთი? ეს ცნება იმდენად ფართოდ შემოვიდა ჩვენს ცხოვრებაში, რომ „პროცენტების“ შესახებ საუბარს და მსჯელობას საზოგადოების ყველა ფენაში შეხვდებით... საქმე იმაშია, რომ „საპროცენტო განაკვეთის“ ერთიანი ცნება არ არის დადგენილი. არსებობს მარტივი, რთული, უწყვეტად დარიცხული, ნომინალური, ეფექტიანი, ფორვარდული, სვოპური და ა.შ. სახის საპროცენტო განაკვეთის სხვადასხვა ცნებები, მათი ურთიერთკავშირები, მოდელები და ა.შ.“ ცაავა, საბანკო საქმე, გამომცემლობა „აფხაზეთის მეცნიერთა აკადემია“, თბილისი, 2005, 525.

⁴⁶ Andre, Kreditwürdigkeitsprüfung, S+W Steuer und Wirtschaftsverlag GmbH, Hamburg, 1997, 9.

⁴⁷ „ლიკვიდურობა— 1. ეკონომიკური მაჩვენებელი, რომელიც გამოხატავს სხვადასხვა აქტივის ფულად გარდაქმნის შესაძლებლობას; აქტივის გადახდის საშუალებად გამოყენების შესაძლებლობა მათი ნომინალური ღირებულებების შეუცვლელად; 2. ფირმის შესაძლებლობა, დროულად შეასრულოს თავისი ვალდებულებები.“ ურიდია, მოხელის

დ) საოპერაციო რისკი— გაყალბების რისკი, სისტემის ჩაგარდნისა და სხვა მრავალი შიდა ორგანიზაციული რისკები. იმ დანაკარგების ალბათობა, რომელიც არაადეკვატური (როგორც შიდა, ასევე გარე) მოვლენების შედეგად წარმოიქმნება.⁴⁸

რა შეიძლება იყოს გადახდისუნარიანობის შეფასების მიზანი? ერთი მხრივ, ის შესაძლებელს ხდის იმის გარკვევას, შეძლებს თუ არა მოვალე გადახდას. ამ კუთხით ერთმანეთისგან ყოფენ „კარგ“ და „ცუდ“ საკრედიტო რისკებს, შესაბამისად, კომპანიებსაც. მეორე მხრივ, ხდება იმის შეფასება თუ რამდენად შესაბამისობაშია კრედიტის ამღების მდგომარეობა მოთხოვნილი კრედიტის ოდენობასთან.⁴⁹ კომპანიის გადახდისუნარიანობის შეფასება არამატერიალური ღირებულებების გარეშე შეუძლებელია. მაგალითად, საჭიროა, შეფასდეს კომპანიის მდგომარეობა ბაზარზე. კომპანიის ბალანსი გვიჩვენებს მხოლოდ მისი შედგენის დროისთვის არსებულ სიტუაციას და არ გვაძლევს წარმოდგენას მომავალში არსებულ მატერიალურ მდგომარეობაზე.⁵⁰

რაც შეეხება სარეიტინგო კომპანიის შეფასების ობიექტს, ის ყველაზე ხშირად აფასებს მსესხებელ ობიექტებს: ემიტენტებს, ობლიგაციებს, სტრუქტურირებად ფინანსურ პროდუქტებს და გამოსცემს რეიტინგს, რომელიც წარმოადგენს მოსაზრებას მთავრობებისა და მათი ობლიგაციების გადახდისუნარიანობის შესახებ (სუვერენული რეიტინგი).⁵¹

ხშირ შემთხვევაში, რეიტინგის მინიჭება ხდება კონკრეტული ფასიანი ქაღალდისთვის. ასეთ დროს ფასდება ემიტენტის გადახდისუნარიანობა, თუმცა დამატებით მხედველობაში მიიღება სხვა ფაქტორები, რომლებიც კონკრეტული ფასიანი ქაღალდის კრედიტის ხარისხს განსაზღვრავს. ხშირად ინვესტორები უბრალოდ უარს აცხადებენ ინვესტიციის განხორციელებაზე, თუ სახეზე არ არის წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის მიერ მინიჭებული რეიტინგი. ზოგადი წესებიც აქტიურად მოითხოვს საკრედიტო რეიტინგს. იმის მიუხედავად, რომ ერთი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიისგან გაცემული რეიტინგი საკმარისია, ემიტენტები ცდილობენ შეიძინონ რეიტინგი ორი ან სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიისგან.⁵²

სარეიტინგო კომპანიები ასევე აფასებენ სტრუქტურირებად ფინანსურ პროდუქტებს, რაც უფრო კომპლექსურ საკითხს წარმოადგენს: პირველი— სეკურიტიზაციის⁵³ ტრანზაქციის⁵⁴ დროს ჩართულია მრავალი მხარე, რაც

სამაგიდო ლექსიკონი, გაეროს განვითარების პროგრამა, რედ. გურგენიძე ვ., თბილისი, 2004. <http://www.nplg.gov.ge/gsd/cgi-bin/library.exe?e=d-01000-00---off-0dictiona--00-1--0-10-0--0-0---0prompt-10--.%2e-4----4---0-0l--11-ru-10---10-about-50--00-3-1-00-0-00-11-1-0utfZz-8-00-0-11-1-0utfZz-8-00&a=d&c=dictiona&cl=CL1.1> [17/06/2014]

⁴⁸ Parrell/ Kenneth, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2003, 3-4.

⁴⁹ Andre, Kreditwürdigkeitsprüfung, S+W Steuer und Wirtschaftsverlag GmbH, Hamburg, 1997, 11.

⁵⁰ იქვე, 33.

⁵¹ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 381.

⁵² Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 382.

⁵³ სეკურიტიზაცია ნიშნავს ფასიანი ქაღალდების ემისიით ფინანსების მოზიდვას.

⁵⁴ სეკურიტიზაცია ნიშნავს ფასიანი ქაღალდების ემისიით ფინანსების მოზიდვას.

გადახდისუნარიანობის შეფასებას ართულებს; მეორე – ხდება ფინანსური აქტივების ერთობლიობის შეფასება. 2007–2009 წლების ფინანსური კრიზისის დროს ცხადი იყო, რომ სტრუქტურირებადი ფინანსური ინსტრუმენტების რეიტინგი ზედმეტად პოზიტიური იყო. ამასთან, ამ კუთხით უფრო გამწვავდა ინტერესთა კონფლიქტი⁵⁵, რადგან სარეიტინგო კომპანიები კონსულტაციას გასცემდნენ იმასთან დაკავშირებით, თუ როგორ უნდა მომხდარიყო სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტის ისე სტრუქტურირება, რომ მას რაც შეიძლება მაღალი რეიტინგი მიეღო.⁵⁶ ეს საკითხი უფრო ვრცლად მოგვიანებით იქნება განხილული.

II. სარეიტინგო კომპანიის ჩამოყალიბება, ისტორიული გამოცდილება და გაკვეთილები

2.1. სარეიტინგო კომპანიის ისტორია – გზა სრულ ძალაუფლებამდე

„სარეიტინგო კომპანიების ისტორია კოლოსალური წარუმატებლობის ისტორიაა.“⁵⁷

როგორც ზემოთ ვნახეთ, სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობა თავს იჩენს ფინანსურ ბაზართან მიმართებით. შესაბამისად, ლოგიკურია თუ ვიტყვით, რომ სარეიტინგო კომპანიების წარმოშობამდე ჩამოყალიბდა ფინანსური ბაზარი. ეს ფაქტი ეჭვს არ იწვევს, თუმცა საინტერესოა, რამდენი ხანი იარსება მან სარეიტინგო კომპანიის გარეშე და რამ განაპირობა მათი გამოჩენა არენაზე.

სააქციო საზოგადოება არ წარმოადგენს მე-19 საუკუნის გამოგონებას.⁵⁸ ეკონომიკის განვითარებამ, ახალი საწარმო საშუალებების ჩამოყალიბებამ და საზღვაო-სანაოსნო საქმის გაუმჯობესებამ განაპირობა პირველი სააქციო საზოგადოების შექმნა, რომელიც ინგლისში განხორციელდა.⁵⁹ გერმანიაში პირველი სააქციო საზოგადოება 1682 წელს დაფუძნდა სახელწოდებით „სავაჭრო კომპანია გვინეის სანაპიროზე“⁶⁰.⁶¹ აქციათა ვაჭრობისთვის შექმნილი ორგანიზებული ინსტიტუტი, ანუ კაპიტალის ბაზარი, მოგვიანებით შეიქმნა. დადასტურებულია, რომ პირველი საბირჟო პლატფორმა მე-17 საუკუნეში ამსტერდამში შეიქმნა. საბანკო საქმიანობისა და ბანკის ჩამოყალიბება განაპირობა სასაქონლო-ფულადი ურთიერთობის წარმოშობამ, რომელიც, თავის მხრივ პროცენტული შემოსავლის მომტანი კაპიტალის ბაზარზე

⁵⁵ ინტერესთა კონფლიქტთან დაკავშირებით ვრცლად იხ. თავი VI/6.1.

⁵⁶ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 382.

⁵⁷ Opp/ Opp/ Harris, Journal of Financial Economics 108, 2013, 46.

⁵⁸ Pohlmann, Das Aktienrecht des 19. Jahrhunderts, Baden-Baden, 2007, 17.

⁵⁹ ბურდუელი, ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 2008, 25.

⁶⁰ „Handels-Company auf den Küsten von Guinea“.

⁶¹ Raguss, Der Vorstand einer Aktiengesellschaft, Verlag Berlin Heidelberg, 2005, 4.

ვითარდებოდა.⁶² საბანკო წარმონაქმნები, დღევანდელი გაგებით, უკვე მე-13 საუკუნიდან გვხვდებიან.⁶³ გავრცელებული მოსაზრებით, სიტყვა “ბანკი” პირველად გენუაში გამოიყენეს. თავდაპირველად, ბანკირებს უწოდებდნენ ბაზრის მოედანზე პატარა მაგიდებთან მსხდომ პირებს, რომლებიც მონეტების გადაცვლით უმარტივეს საფინანსო ოპერაციებს ახორციელებდნენ.⁶⁴ სააქციო საზოგადოებების ჩამოყალიბებისთანავე წარმოიშვა ფასიანი ქაღალდებით სპეკულაცია, რომელიც სხვადასხვა დროს სხვადასხვა ძალით მუდგანდებოდა. ყველგან, სადაც კი წარმოიშვა სააქციო საზოგადოების ტიპის გაერთიანება, გაჩნდა ამ გაერთიანების ფუნქციონირებისა და დაცვის ნორმების აუცილებლობა. შესაბამისად, ეს სფერო რეგულირებას საჭიროებდა. მე-19 საუკუნის შუა ხანებში ბანკების რეგულირება ე.წ. ცენტრალური ბანკების მეშვეობით დაიწყო (1848–საფრანგეთში; 1876– გერმანიაში, რაიხსბანკი ⁶⁵; 1913– აშშ-ში), თუმცა კაპიტალის ბაზარი მაინც სპეციალური რეგულირების გარეშე მოქმედებდა.⁶⁶

მე-19 საუკუნის პირველ ნახევარში აშშ-ის ეკონომიკა სწრაფად ვითარდება, რასაც თან სდევდა საფონდო ბაზრის კიდევ უფრო სწრაფი განვითარება. თუმცა სააქციო საზოგადოების განვითარების პროცესს მე-19 საუკუნის მეორე ნახევრამდე სარეიტინგო საქმიანობა არ გამოუწვევია. ამერიკის კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი მე-20 საუკუნემდე არ საჭიროებდა სარეიტინგო კომპანიებს და რეიტინგს.⁶⁷ აშშ-ის ეკონომიკა, განსაკუთრებით სარკინიგზო მშენებლობა, მიმზიდველი იყო უცხოელი ინვესტორებისთვის, თუმცა წამოიჭრა რისკების შესახებ ინფორმაციული ვაკუუმის პრობლემა. ერთ-ერთმა უცხოურმა ინვესტორმა, ინგლისის ბანკმა, აშშ-ის ფედერალურ ხაზინას რკინიგზის კომპანიებში ინვესტიციების განხორციელებისათვის კომპანიების ფინანსური ანგარიშების წარმოდგენა სთხოვა, რომელიც შეფასებული უნდა ყოფილიყო დამოუკიდებელი ექსპერტის მიერ. ამ მოთხოვნის მიზანი ინფორმაციული დისბალანსის აღმოფხვრა იყო.⁶⁸ ინვესტიციების განხორციელების დროს ინფორმაციის ასიმეტრია პრობლემად იქცა. ასეთმა სიმპტომებმა მომზადებული გონების ადამიანებს ნიშანი მისცა სამოქმედოდ, რასაც პირველი სარეიტინგო კომპანიის შექმნა მოჰყვა. ეს კი განხორციელდა აშშ-ში *ჰენრი ვარნუმ პურის* მიერ მე-19 საუკუნის მეორე ნახევარში.⁶⁹ ამრიგად, სარეიტინგო კომპანია სათავეს იღებს ანგლო-ამერიკულ სივრცეში⁷⁰ და პირველი რეიტინგის შედგენა *ჰენრი ვარნუმ პურის* სახელთან არის

⁶² ცაავა, საბანკო საქმე, გამომცემლობა „აფხაზეთის მეცნიერებათა აკადემია“, თბილისი, 2005, 26.

⁶³ Schwintowski, Bank- und Kapitalmarktrecht, München 2007, 2.

⁶⁴ შენგელია, საზღვარგარეთის ქვეყნების საფინანსო სამართალი, თბილისი, 2004, 154.

⁶⁵ შენგელია, საფინანსო სამართალი, თბილისი, 2004, 369.

⁶⁶ Смит, Происхождение центральных банков. Институт Национальной Модели Экономики, Москва, 1996. <http://www.finansy.ru/book/bank/001vsmi/index.htm>.

⁶⁷ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 138.

⁶⁸ Развитие рейтинговых агентств: от бума железнодорожного строительства в США в середине XIX века до ипотечного кризиса, 2007 г., <http://www.bankdelo.ru/rating/index.php?page=13>.

⁶⁹ A History of Standards & Poors. <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>.

⁷⁰ Wildmoser/Schiffer/Langoth, RIW 10/2009, 657.

დაკავშირებული. მან დაინახა ინფორმაციის ასიმეტრიულობა ინვესტორსა და კომპანიებს შორის და ჩაატარა რკინიგზის სფეროში კომპანიათა გამოკითხვა. გამოკითხვის საფუძველზე შექმნა პირველი კრედიტუნარიანობის რეიტინგი, რომელსაც შემდგომში მისი რედაქტორობით გამოცემულ “ამერიკის სარკინიგზო ჟურნალში” აქვეყნებდა.⁷¹ ემპირიული დაკვირვებით აღმოჩნდა, რომ მაღალი რეიტინგის მქონე კომპანიები მეტ ინვესტიციებს მოიზიდავდნენ, მათ შორის საზღვარგარეთის საფონდო ბირჟებზეც, ვიდრე დაბალი რეიტინგის მქონე კომპანიები.⁷² *ჰენრი ვარნუმ პურმა* თავისი საწარმო “Poor’s Publishing” 1860 წელს დაარსა და დაიწყო ამერიკული საწარმოებისა და პროექტების ფინანსური ინფორმაციების გამოქვეყნება ევროპაში. 1906 წელს ჩამოყალიბდა კომპანია “Standards Statistics Bureau“, რომელმაც ამერიკული საწარმოების შესახებ ინფორმაციის გავრცელება დაიწყო,⁷³ ამასთან შესაბამისი ანაზღაურების საფასურად.⁷⁴ Standard & Poor’s არის კომპანია მაკ-გროვ ჰილის⁷⁵ ფილიალი, რომელსაც მთავარი ოფისი ნიუ-იორკში აქვს.⁷⁶

იმას, რასაც დღეს სარეიტინგო კომპანიები აკეთებენ, მე-19 საუკუნეში ემსახურებოდა სამი ბიზნესი: სპეციალიზირებული ფინანსური და ბიზნეს-პრესა, საინვესტიციო ბანკები და საკრედიტო ანგარიშგების სააგენტო.⁷⁷ აღსანიშნავია, რომ ეს უკანასკნელი არ წარმოადგენდა სარეიტინგო კომპანიას. ეს სააგენტო აფასებდა მყიდველის მდგომარეობას, შეძლებდა თუ არა ის ფინანსური ვალდებულების გასტუმრებას. პირველი მერკანტილური სარეიტინგო კომპანია ჩამოყალიბდა ნიუ-იორკში 1841 წელს. *რობერტ დუნმა*⁷⁸ პირველი გადახისუნარიანობის გზამკვლევი გამოუშვა 1859 წელს. 1849 წელს მსგავსი სააგენტო დააარსა *ჯონ ბრედსტრიტმა*.⁷⁹ შემდეგ ეს ორი გაერთიანდა და ეწოდა Dun & Bradstreet (D&B), რომელმაც 1962 წელს შეიძინა *მუდის ინვესტორთა სერვისი* (Moody’s Investors Service).⁸⁰ შესაბამისად, ერთი ქოლგის ქვეშ გაერთიანდა საკრედიტო რეიტინგი და საკრედიტო ანგარიშის შედგენა, თუმცა 2000 წელს კვლავ გაიყო.⁸¹

ჰენრი ვარნუმ პურის მსგავსად, ოდნავ მოგვიანებით ინდუსტრიული და სხვა სახის ფასიანი ქაღალდების შეფასება დაიწყო *ჯონ მუდიმ*. Moody’s-ის სარეიტინგო კომპანია არის დელავერის შტატში

⁷¹ “American Railroad Journal“.

⁷² Развитие рейтинговых агентств: от бума железнодорожного строительства в США в середине XIX века до ипотечного кризиса 2007 г. <http://www.bankdelo.ru/rating/index.php?page=13>.

⁷³ Bruckner-Hammerschmied, Basel II, Wien 2003, 85.

⁷⁴ Андрианова, Людмила Николаевна. Рейтинг ценных бумаг : Основы теории и практика : диссертация . кандидата экономических наук : 08.00.10 Москва, 2002, 73.

⁷⁵ The McGraw-Hill Company.

⁷⁶ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 381.

⁷⁷ Credit reporting agency.

⁷⁸ Robert Dun.

⁷⁹ John Bradstreet.

⁸⁰ Moody’s Investor Services.

⁸¹ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 375.

ინკორპორირებული კომპანია Moody's-ის საკუთრება, რომელიც რეგისტრირებულია ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე. Moody's მთავარი ოფისი ასევე ნიუ-იორკში აქვს.⁸² ის 1900 წელს შეუდგა „მუდის გზამკვლევი ინდუსტრიული და სხვა სახის ფასიანი ქაღალდების შესახებ“⁸³ გამოშვებას. 1909 წლიდან მან, საწარმოთა შესახებ ინფორმაციის გამოქვეყნების გარდა, დაიწყო სარკინიგზო ობლიგაციების ანალიზის საფუძველზე დასკვნების გამოტანა და რჩევების მიცემა.⁸⁴ 1909 წელს ჯონ მუდის მიერ დაფუძნებულმა სარეიტინგო კომპანიამ გააერთიანა ზემოთ მოცემულ სამი ბიზნესი.⁸⁵ Moody's სარეიტინგო კომპანიამ ჯერ კიდევ 1909 წელს შეაფასა 1.500 რკინიგზის სესხი იმ სისტემით, რომელიც დღემდე შენარჩუნებულია. ისტორიულად პირველი რეიტინგები აშშ-ის რკინიგზის 250 ობლიგაციას მიენიჭა.⁸⁶ ჯონ მუდის რეიტინგებმა მალე მიიქცია ინვესტორთა ყურადღება. უკვე XX საუკუნის 20-იანი წლებში რეიტინგი ფარავდა ამერიკის შეერთებული შტატების ობლიგაციების თითქმის 100%.⁸⁷

„კლასიკურ სარეიტინგო კომპანიებად“ სწორედ S&P და Moody's მიიჩნევენ.⁸⁸ მათი დიპოლია ბაზარზე შემოსულმა Fitch-მა დაარღვია. Fitch-ს ორი მთავარი ოფისი აქვს – ერთი ლონდონში, მეორე ნიუ-იორკში, ამ სარეიტინგო კომპანიის დიდი წილი ეკუთვნის *ფიშლაკს*⁸⁹, რომელსაც სათაო ოფისი აქვს პარიზში.⁹⁰ Fitch-ი წარმოადგენდა პირველ სარეიტინგო კომპანიას, რომელმაც 1922 წელს შეაფასა როგორც კერძო, ისე საჯარო ემიტენტების სესხები.⁹¹

სარეიტინგო კომპანიები არიან მოგებაზე ორიენტირებული კომპანიები, რომლებიც ახდენენ კორპორაციებისა და ფასიანი ქაღალდების შეფასებას,⁹² თუმცა უცნაური ფენომენია, რადგან საჯარო დანიშნულებაც გააჩნიათ. აქედან გამომდინარე არის მოსაზრებაც, რომ სარეიტინგო კომპანია, ფაქტობრივად, სამთავრობო დაწესებულებაა, რადგან საჯარო ფუნქციას ატარებს.⁹³

⁸² Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 381.

⁸³ “Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities”.

⁸⁴ Bruckner-Hammerschmied, Basel II, Wien, 2003, 85-86.

⁸⁵ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 376.

⁸⁶ Андрианова, Рейтинг ценных бумаг: Основы теории и практика, диссертация кандидата экономических наук, 08.00.10, Москва, 2002, 73.

⁸⁷ Boehm, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 10.

⁸⁸ Rüsberg, Banken-Rating, Wiesbaden, 1992, 173.

⁸⁹ Fimalac.

⁹⁰ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 381.

⁹¹ Hoffmann, Bonitätsbeurteilung durch Credit Rating, Berlin, 1991, 25.

⁹² Ponce, Economic Systems 36, 2012, 294.

⁹³ Rom, Public Administration Review, July/August, 2009, 641.

სარეიტინგო კომპანიებმა მოღვაწეობა დაიწყეს ამერიკის შეერთებულ შტატებში. დღეს კი მსოფლიოს მასშტაბით არიან წარმოდგენილი.⁹⁴ 1970 წლებამდე სარეიტინგო კომპანია, ძირითადად, ამერიკულ ფენომენად ითვლებოდა. დღეს დაახლოებით 150-მდე სარეიტინგო კომპანია მოქმედებს მსოფლიოს მასშტაბით. ეს ციფრი მოიცავს სხვადასხვა სიდიდის სარეიტინგო კომპანიებს, რომელთაგან მხოლოდ სამი არის წამყვანი. იმის მიუხედავად, რომ ისინი საუკუნეზე მეტხანს არსებობენ, მათი საქმიანობა ბოლო წლებში სულ უფრო და უფრო ორაზროვანი გახდა.⁹⁵

დღეს სარეიტინგო კომპანიებს შეუძლიათ გავლენა მოახდინონ თითოეული ქვეყნის პოლიტიკურ, თუ ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. მათ ეს ძალაუფლება ერთ დღეში არ მოუხვეჭიათ, ამას გარკვეულმა ისტორიულმა წინაპირობებმა შეუწყო ხელი. სანამ განვიხილავდეთ „რეიტინგის“, როგორც სარეიტინგო საქმიანობის პროდუქტის შინაარს, მნიშვნელოვანია, ქრონოლოგიურად განვიხილოთ ის ისტორიული მოვლენები, რომლითც სარეიტინგო კომპანიებმა სრული ძალაუფლება მოიპოვეს.

2.1.1. 1929 წლის „დიდი დეპრესია“ და მისი შედეგები

სარეიტინგო კომპანიების ისტორიაში დიდი როლი ითამაშა 1929–1933 წლის ფინანსურმა კრიზისმა, რომელიც „დიდი დეპრესიის“ სახელწოდებით არის ცნობილი. ეს პერიოდი შეიძლება დავახასიათოთ, როგორც სარეიტინგო კომპანიების რეპუტაციის ზრდის ხანა. ეს გამოიწვია ორმა ფაქტორმა: ერთი- მათ შეძლეს წინასწარ გამოეცნოთ „შავი სამშაბათის“⁹⁶ მოახლოება; მეორე- კრიზისის შედეგად აშშ-ის საფონდო ბირჟაზე ვალაუვალობა არ დაფიქსირებულა არც ერთ სავალო ფასიან ქაღალდზე, რომელსაც რეიტინგი ჰქონდა მინიჭებული.⁹⁷ შედეგი კი იყო ის, რომ კაპიტალის ბაზარზე რეიტინგის არსებობა სავალდებულო გახდა.⁹⁸ რეიტინგმა მარეგულირებელი ფუნქცია შეიძინა და აშშ-ის მარეგულირებელმა ორგანოებმა რეიტინგების, როგორც ფასიანი ქაღალდების რეგულირების ინსტრუმენტად გამოყენება დაიწყეს. შეიქმნა მარეგულირებელი ნორმები, რომელიც პირდაპირ მითითებას აკეთებდა საკრედიტო რეიტინგზე. ყველაზე ძველი დანაწესი 1936 წლით თარიღდება, რომელიც მიღებულ იქნა ამერიკის საბანკო ხელისუფლების მიერ. ამ დანაწესის მიხედვით, ბანკებისთვის შეიზღუდა ისეთი ფასიანი ქაღალდების შეძენის შესაძლებლობა, რომელსაც მინიჭებული ჰქონდა არასაინვესტიციო

⁹⁴ Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Art. 8, 2011, 1929. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁹⁵ Boehm, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 10.

⁹⁶ Развитие рейтинговых агентств, от бума железнодорожного строительства в США в середине XIX века до ипотечного кризиса, 2007. <http://www.bankdelo.ru/rating/index.php?page=13>.

⁹⁷ Андрианова, Рейтинг ценных бумаг: Основы теории и практика, диссертация кандидата экономических наук, 08.00.10, Москва, 2002, 73. ბოლო ნახვა 03.02.2013.

⁹⁸ Wildmoser/ Schiffer/ Langoth, RIW 10/2009, 658.

კლასის რეიტინგი.⁹⁹ 1951 წლიდან მარეგულირებელმა სადაზღვეო კომპანიის მიერ განხორციელებული ინვესტიციებისთვის კაპიტალის მოთხოვნები დაადგინა, რომელიც დამყარებული უნდა ყოფილიყო რეიტინგის შეფასების სისტემაზე.¹⁰⁰ ბაზელის რეგულირებამ სხვა დონის ყურადღება მიაპყრო სარეიტინგო კომპანიების მიმართ, რადგან მან ბანკებისგან მოითხოვა, რომ დებიტორების გადახდისუნარიანობის შეფასება სარეიტინგო კომპანიების მიერ გაცემული რეიტინგით მომხდარიყო.¹⁰¹

მარეგულირებლები მიიხვედნენ, რომ სარეიტინგო კომპანიები მომხმარებლისგან აღიარებას მხოლოდ მაშინ მიაღწევდნენ, როდესაც ბაზრის მონაწილეთაგან რეიტინგი აღქმული იქნებოდა, როგორც გადახდისუნარიანობის შეფასების ობიექტური, დამაჯერებელი და აქტუალური საშუალება.¹⁰² დაიწყო რეიტინგის, როგორც საინვესტიციო რისკების მონიტორინგის საშუალების გამოყენება. 1975 წელს შეიქმნა ნაციონალურად აღიარებული სტატისტიკური სარეიტინგო ორგანიზაციების სისტემა (NRSRO). ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების აშშ-ის ფედერალურმა კომისიამ (SEC) გამოსცა მითითება, რომლის მიხედვითაც, სადაზღვეო და საპენსიო ფონდებს მხოლოდ ის ფასიანი ქაღალდები უნდა შეესყიდათ, რომელსაც ექნებოდა ეროვნულ სიაში შეტანილი სარეიტინგო კომპანიების მიერ მინიჭებული საინვესტიციო კლასის რეიტინგი.¹⁰³ ისტორიულად, როდესაც ამერიკის ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომპანიამ შექმნა ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიის ინსტიტუტი, მაშინვე არ დაურეგულირებია ის. საინტერესოა, რომ თავდაპირველად ასეთ სარეიტინგო კომპანიად აღიარების სტანდარტი არ არსებობდა და დროთა განმავლობაში განვითარდა. ამასთან, ამერიკის შეერთებულ შტატებში რეგულირების მიზნით მხოლოდ ამგვარი სახის სარეიტინგო კომპანიის გამოყენება იყო დასაშვები.¹⁰⁴

2006 წელს სარეიტინგო კომპანიების რეფორმის აქტის საფუძველზე დაინიშნა ამერიკის ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისია სარეიტინგო კომპანიებზე საზედამხედველო ორგანოდ.¹⁰⁵

2008 წელს აშშ-ში SEC-ის მიერ დადგენილი სულ ცოტა 44 დანაწესი არსებობდა, რომელიც რეიტინგის გამოყენებას ითვალისწინებდა. ქვეყნებისთვის, როგორიც არის ბელგია, პოლონეთი, კანადა და ა.შ გაწერილი იყო, რომ ინვესტორებს, დაბალი რეიტინგის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვის დროს წინასწარი თანხმობა უნდა მიეღოთ

⁹⁹ *Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 38.*

¹⁰⁰ *Kisgen, The Journal of Finance, Vol. LXI, No. 3, June 2006, 1038.*

¹⁰¹ *Hill/ Brooks/ Faff, Journal of Banking & Finance 34, 2010, 1327.*

¹⁰² *Müller in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, 331.*

¹⁰³ Развитие рейтинговых агентств, от бума железнодорожного строительства в США в середине XIX века до ипотечного кризиса, 2007. <http://www.bankdelo.ru/rating/index.php?page=13>. ბოლო ნახვა 03.02.2013.

¹⁰⁴ *Rom, Public Administration Review, July/August, 2009, 642.*

¹⁰⁵ *Credit Rating Agency Reform Act (CRARA) (P.L. 109-326). Rom, Public Administration Review, July/August, 2009, 643.*

ინვესტორებს. ასევე აკრძალა ინვესტიციების დაბალი რეიტინგების მქონე ფინანსურ ინსტრუმენტებში განხორციელება.¹⁰⁶

დროთა განმავლობაში რეიტინგის რეგულირების მიზნით გამოყენებამ უფრო მასშტაბური ხასიათი მიიღო. შესაბამისად გახშირდა ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიის სტატუსის გამოყენება.¹⁰⁷ ამასთან, გაიზარდა რეიტინგისადმი ნდობა. ფინანსური ინსტიტუტები და მარეგულირებლები რეიტინგს თითქოს საქმის გაადვილების მიზნით იყენებდნენ. რეიტინგი მნიშვნელოვანი გახდა არა მარტო იმიტომ, რომ ის შეიცავდა ინფორმაციას¹⁰⁸ გადახდისუნარიანობის შესახებ, არამედ მეტწილად მისი მარეგულირებელი ფუნქციის გამო, რომელიც, ხშირ შემთხვევაში, ინვესტორებს პირდაპირ მიუთითებდა, ყეიდათ შეფასებული ფასიანი ქაღალდები.¹⁰⁹

2008 წელს რეიტინგზე დაყრდნობის საკითხი შეუჩერებელ პროცესს დაემსგავსა. ეს უკავშირდება პერიოდს, როდესაც სარეიტინგო კომპანიების მიერ შედგენილი რეიტინგი ინვესტორებისთვის ფინანსური გადაწყვეტილების მიღების ძირითად წყაროდ გადაიქცა. შედეგად, მარეგულირებლები, ინვესტორები, ემიტენტები დამოკიდებულნი გახდნენ ზედაპირულად მოცემულ სიმბოლოებზე. მთავარი არის ის, რომ ამასთან დაკავშირებით 2007 წლამდე პრობლემა არავის ჰქონდა. საგანგაშოს ვერაფერს ხედავდნენ, რადგან ყველა ღიდი და მნიშვნელოვანი საინვესტიციო ფონდი საინვესტიციო კლასის რეიტინგით იყო შეფასებული.¹¹⁰

სხვა ქვეყნებში, ამერიკის შეერთებული შტატების გარდა, რეიტინგის რეგულირების მიზნით გამოყენება 2009 წლამდე ოფიციალურად აღიარებული არ იყო. ამ წელს ევროპის კომისიისა და პარლამენტის მიერ მიღებულ იქნა სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელი დოკუმენტი, რომელმაც პირველად აღიარა ევროპის კავშირში რეიტინგის მარეგულირებელი ფუნქციით გამოყენება.¹¹¹

უახლოეს წარსულში ევროპული ფინანსური ბაზრის დამოკიდებულება გარე რეიტინგზე ევროპის იპოთეკური კრიზისის მნიშვნელოვან პრობლემად დასახელდა. ჯერ კიდევ 2010 წლის ოქტომბერში ფინანსური სტაბილურობის საბჭომ (FSB), რომლის წევრსაც ევროპის ცენტრალური ბანკიც წარმოადგენს, შეადგინა დოკუმენტი, რომელიც მიზნად ისახავდა ფინანსური ინსტიტუტების დამოუკიდებლობას გარე

¹⁰⁶ Eckart, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 10/1995, 510.

¹⁰⁷ U.S. Securities and Exchange Commission, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, January 2003, 6.

¹⁰⁸ ერთმანეთისგან უნდა განვასხვავოთ პირველადი და მეორადი ინფორმაცია. პირველად ინფორმაციას მიეკუთვნება ისეთი ფაქტები, რომელიც კონკრეტულ კომპანიას თვითონ აქვს გამოქვეყნებული. მეორად ინფორმაციას მიეკუთვნება ამ კომპანიაზე მესამე პირის მიერ გამოქვეყნებული ფაქტები. Ott, Der Informationsgehalt von Credit Ratings am deutschen Aktienmarkt, Gabler Verlag, 2011, 53.

¹⁰⁹ Ozertuk, Journal of Economic Behavior & Organization 105, 2014, 18.

¹¹⁰ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, Foreword, 510.

¹¹¹ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 73.

რეიტინგისგან. კანონმდებელს მოუწოდეს, რომ რეიტინგზე მიმთითებელი ნორმები ამოღებულიყო და პარალელურად კრედიტის რისკის შეფასების ალტერნატიულ საშუალებაზე ეფიქრა. ამ მიზნის მისაღწევად ევროპელმა კანონმდებელმა პირველ რიგში, კაპიტალის შესახებ დანაწესები გადაამუშავა. აქამდე მოქმედი ევროკავშირის კერძო კაპიტალის შესახებ დირექტივის მიხედვით, საკრედიტო ინსტიტუტებს შეეძლოთ გადახდისუნარიანობის შესაფასებლად მიემართათ სარეიტინგო კომპანიებისთვის, რათა განესაზღვრათ საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნა.

2013 წლის 26 ივნისს მოქმედი დირექტივა საკუთარი კაპიტალის შესახებ ჩაანაცვლა მიღებულმა დირექტივამ,¹¹² რომელმაც ხაზი გაუსვა იმას, რომ საკრედიტო ინსტიტუტები და ფასიანი ქაღალდების კომპანიები კრედიტის გაცემაზე გადაწყვეტილების მიღებისას არ შეიძლება მხოლოდ გარე რეიტინგებს¹¹³ დაეყრდნონ.¹¹⁴

2009 წელს ევროპის კომისიისა და პარლამენტის მიერ მიღებულ სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელ დოკუმენტში 2011 წელს განხორციელდა ცვლილებები, რომელიც ამ კუთხით არც რეიტინგის ალტერნატივას გვთავაზობს და არც რადიკალურ ჩანაწერს შეიცავს რეიტინგის რეგულირებისა და ზედამხედველობის ფუნქციით გამოყენების აკრძალვის შესახებ. ის უბრალოდ მოიცავს მოწოდებას, რომ რაც შეიძლება ნაკლებად მოხდეს რეიტინგებზე დაყრდნობა და ინვესტორებმა ჩაატარონ due-diligence¹¹⁵. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ დღეისათვის ეს ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ამოცანას წარმოადგენს მარეგულირებლისთვის, რათა რაც შეიძლება ფაქიზად მოხდეს რეიტინგებზე დაყრდნობის შემცირება.¹¹⁶

დღევანდელი სარეიტინგო ინდუსტრია რამოდენიმე ფაქტორმა ჩამოაყალიბა: ფინანსური დეზინტერმედიაცია, ინვესტორების ინსტიტუციონალიზაცია, კომპლექსური ფინანსური პროდუქტების წარმოშობა, კაპიტალის ბაზრის გლობალიზაცია, რეიტინგთან დაკავშირებული მარეგულირებელი ნორმების ზრდა. ფინანსური დეზინტერმედიაციის პირობებში ფასიანმა ქაღალდმა ჩაანაცვლა საბანკო კრედიტი. ამან განაპირობა მოთხოვნა ობლიგაციების რეიტინგზე. ადრე ბანკები გაცემდნენ კრედიტებს მათ მიერ ჩატარებული საკრედიტო მდგომარეობის შეფასების საფუძველზე. მოგვიანებით დეპოზიტორმა დაიწყო ფულის ინვესტირება¹¹⁷ სხვადასხვა ფასიან ქაღალდებში და სესხის

¹¹² RL 2013/36/EU.

¹¹³ RL 2013/36/EU, Art. 77 Abs. 2: “Die zuständigen Behörden wachen unter Berücksichtigung der Art, des Umfangs und der Komplexität der Geschäfte eines Instituts darüber, dass dieses sich bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens oder eines Finanzinstruments nicht ausschließlich oder automatisch auf externe Bonitätsurteile stützt“.

¹¹⁴ Arntz, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15. Oktober 2013, 320.

¹¹⁵ ფინანსური Due Diligence არის პოტენციური ინვესტიციის გამოცდა და აუდიტი. მისი მიზანია ყიდვასთან დაკავშირებული ყველა მატერიალური ფაქტორების დადასტურება, ფინანსური ჩანაწერების შემოწმება, ფინანსურ დოკუმენტებში მოცემული ციფრების სისწორისა და სიზუსტის შემოწმება.

¹¹⁶ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 116-117.

¹¹⁷ „ინვესტიცია“ მომდინარეობს ინგლისური სიტყვიდან „Investments“ და „კაპიტალდაბანდებას“ ნიშნავს, შესაბამისად ეს ორი ტერმინი სინონიმებად უნდა განვიხილოთ. „ინვესტიციები ანუ ინვესტირება— ესაა თავისუფალი ფულადი სახსრების

მაძიებელმა აღმოაჩინა კაპიტალის ბაზარზე დაფუძნებული წყარო. ბანკსა და სესხის მაძიებელს შორის ურთიერთობა შემცირდა. გლობალური ფინანსური ბაზარი ევრდნობა სარეიტინგო კომპანიებს და ელოდება მისგან ემიტენტთა მზარდი რიცხვის გადახდისუნარიანობის შეფასებას.¹¹⁸ 1970 წელს, მას შემდეგ რაც შემოვიდა ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიის სტატუსი, სარეიტინგო კომპანიები საგრძნობლად გაძლიერდნენ.¹¹⁹

ამრიგად, „დიდმა დეპრესიამ“ მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა სარეიტინგო კომპანიების დღევანდელი მდგომარეობის მოპოვებაში, მან გააძლიერა მათდამი ნდობა. სარეიტინგო კომპანიამ მნიშვნელოვანი ადგილი დაიკავა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. რეიტინგი აბსოლუტურ ხარისხობრივ მაჩვენებლად იქნა აღქმული. პირველი ისტორიული საფუძველი, რაც შეიძლება დავასახელოთ სარეიტინგო კომპანიების დღევანდელი ძალაუფლების მიზეზად, არის სწორედ „დიდი დეპრესიის“ დროს მოხვეჭილი ნდობა და მარეგულირებელი ნორმების შექმნა, რომელთა ამოღებაც დღეს სირთულეებთან არის დაკავშირებული.

2.1.2. 1997–1998 აზიის კრიზისი და მისი გაკვეთილები

„დიდი დეპრესიის“ შემდეგ გაბატონებული იყო სარეიტინგო კომპანიის დერეგულირების იდეა. მართალია, მას იყენებდნენ რეგულირების მიზნით, თუმცა თავად სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობა არ იყო დარეგულირებული.¹²⁰

80-იან წლებში სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის თაობაზე გაჩნდა ეჭვი, შეძლებდნენ თუ არა ისინი გაძლიერებული კონკურენციის პირობებში სტანდარტების დაცვას. ეს ეჭვი განსაკუთრებით 1997–1998 წლებში დასავლეთ-აზიისა და სხვა ქვეყნების ფინანსურმა რყევებმა გააძლიერა. იმის მიუხედავად, რომ მრავალი სარეიტინგო კომპანია დაფუძნდა, მეოცე საუკუნის 90-იან წლებში სარეიტინგო ბაზარზე ოლიგოპოლია

დაბანდება ფინანსური ან მატერიალური სიმდიდრის სხვადასხვა ფორმით. ინვესტირება რომ განხორციელდეს, ამისათვის საჭიროა, რომ „ინვესტორმა მიიღოს გადაწყვეტილება საკუთარი ან ნასესხები ქონებრივი და/ან ინტელექტუალური ფასეულობის სამეწარმეო ან სხვა სახის საქმიანობაში ჩართვის თაობაზე.“ *გაბისონია*, საინვესტიციო დავის მონაწილე იურიდიულ პირთა იურისდიქცია, დისერტაცია, თბილისი, 2002, 12. მნიშვნელოვანია იმის აღნიშვნა, რომ საინვესტიციო საქმიანობა მარტო ინვესტირებას არ მოიცავს. ინვესტიციებთან დაკავშირებულ საქმიანობად ასევე მიიჩნევა: „ფილიალების, ხელშეკრულების შესრულების სააგენტოების ორგანიზება და კონტროლი; სხვადასხვა ქონების შეძება, დაცვა და გამოყენება; საშუალებათა სესხება; აქციების და სხვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და გაყიდვა; იმპორტისათვის ვალუტის შეძენა; საფინანსო ორგანიზაციებზე და სავალუტო ბაზრებზე დაშვება;...“ და ა.შ. *გაბისონია*, საინვესტიციო დავის მონაწილე იურიდიულ პირთა იურისდიქცია, დისერტაცია, თბილისი, 2002, 14. „ინვესტიციის ერთიანი და უნიფიცირებული ცნება არ არსებობს“, ცერცვაძე, შესავალი საერთაშორისო საინვესტიციო სამართალში, მერიდიანი, თბილისი, 2013, 88.

¹¹⁸ Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1932-1933. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

¹¹⁹ იქვე, 1935.

¹²⁰ ამ ეტაპზე არ ვეხებით მარეგულირებელ ნორმებს, რომელიც განხილული იქნება სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების თავში.

ჩამოყალიბდა,¹²¹ რაც იმას გულისხმობს, რომ სარეიტინგო ბაზარზე გაბატონებული იყო მხოლოდ სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანია და შედარებით მცირე სარეიტინგო კომპანიების მხრიდან კონკურენციის გაწევა რთული იყო.

1997 წლის აზიის კრიზისის¹²² პერიოდში ისტორია არ განმეორდა. სარეიტინგო კომპანიებმა ვერ შეძლეს მისი წინასწარ განსაზღვრა. შედეგად, კრიტიკა გაისმა ინვესტორების მხრიდან, რომლებმაც ზარალი განიცადეს იმის გამო, რომ რეიტინგში არ მოხდა დროული ცვლილება და ვერ მოასწრეს შესაბამისი ღონისძიებების განხორციელება. უკმაყოფილებას გამოთქვამდნენ ემიტენტებიც.

სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებით 1997 წლის კრიზისმა მსოფლიოს რამდენიმე გაკვეთილი აჩვენა: 1. სარეიტინგო კომპანიებმა ორი მნიშვნელოვანი შეცდომა დაუშვეს: არასწორად შეაფასეს ფინანსური პროდუქტის რისკები და ვერ შეამჩნიეს სიტუაციის გაუარესება. 2. კრიზისმა აჩვენა, რომ რამდენიმე დიდ სარეიტინგო კომპანიას შეუძლია ბაზარზე გავლენის მოხდენა და გარკვეულწილად მათ ქმედებაზე დამოკიდებული მსოფლიო ფინანსური სისტემის სტაბილურობა.¹²³ 1997–1999 წლების მსოფლიო კრიზისის პირობებში სარეიტინგო კომპანიების ნდობა შეირყა. რეიტინგები უფრო ხშირად იზრდებოდა, ვიდრე მცირდებოდა. ცვლილებები ხორციელდებოდა ეკონომიკურ და ფინანსურ სინამდვილესთან შედარებით დიდი დაგვიანებით.¹²⁴

ეს პერიოდი უნდა გამხდარიყო მაგალითი იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანიები საჭიროებენ რეგულირებას, რომ ის არ არის შეუმცდარი და არ შეიძლება ფინანსურ ბაზარზე რეიტინგებზე დაყრდნობით მიღებულ იქნეს უმნიშვნელოვანესი გადაწყვეტილებები. თუმცა ეს ასე არ მოხდა, შედეგად მივიღეთ ენრონის სკანდალი.

¹²¹ Андрианова Рейтинг ценных бумаг: Основы теории и практика, диссертация кандидата экономических наук, 08.00.10, Москва, 2002, 76-77.

¹²² Saccomanni, Managing International Financial Instability. Cheltenham, UK. Northampton, MA, USA, 2008, 23.

¹²³ Андрианова Рейтинг ценных бумаг: Основы теории и практика, диссертация кандидата экономических наук, 08.00.10, Москва, 2002, 79-80.

¹²⁴ ჯიბუტი წიგნში მახარობლიშვილი გ./ქირია ა./ ზუბიტაშვილი ნ./ ჯიბუტი ნ./ ჯიბუტი ს., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 210–211.

2.12.1. ენრონის სკანდალი¹²⁵

2001 წელს სარეიტინგო კომპანიის რეგულირების საკითხი გამწვავდა ენრონის სკანდალის შემდეგ. ეს ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მოვლენაა სარეიტინგო კომპანიების ისტორიაში, რომელსაც 2008 წელს არანაკლებ მნიშვნელოვანი მოვლენა მოჰყვა, კერძოდ *ლემან ბრაზერსის* გაკოტრება.¹²⁶

ამრიგად, 2002 წლის იანვარში ენრონი გაკოტრებულად გამოცხადდა. 2002 წლის 20 მარტს ამერიკის შეერთებული შტატების სენატის კომიტეტმა გამართა მოსმენა სახელწოდებით: „შემფასებლის რეიტინგი: ენრონი და სარეიტინგო კომპანიები“, რომელიც აქცენტს აკეთებდა ენრონის სკანდალში სარეიტინგო კომპანიის როლზე. მოსმენის საფუძველზე უნდა დადგენილიყო, თუ რატომ აგრძელებდნენ სარეიტინგო კომპანიები ენრონის შეფასებას კარგი რეიტინგით მის გაკოტრებამდე ოთხი დღით ადრე. პირველ მოსმენაზე გამოვიდნენ უფროსი ანალიტიკოსები სამი წამყვანი ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიიდან. ზოგადად მათ ეჭირათ შემდეგი პოზიცია: იქიდან გამომდინარე, რომ რეიტინგს საფუძველად უდევს ემიტენტის მიერ მიწოდებული ინფორმაცია, სარეიტინგო კომპანია თვლის, რომ ეს ინფორმაცია სწორი და ზუსტია. შესაბამისად, არ შეეძლოთ იმის გათვალისწინება, რომ ენრონის მიერ მიწოდებული ინფორმაცია არასწორი იყო, ამიტომ ვერ ხედავდნენ სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობას დამდგარ შემდეგში. მეორე მოსმენაზე გამოვიდა ორი აკადემიკოსი, ერთი იყო კრედიტის კვლევითი კომპანიის აღმასრულებელი დირექტორი¹²⁷ და მეორე – ამერიკის შეერთებული შტატების ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისიის წარმომადგენელი *ისააკ ჰანტი*.¹²⁸ ისინი სკეპტიკურად აფასებდნენ სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობას და მიიჩნევდნენ, რომ რეიტინგი არ იძლეოდა გამოსაღებ და დროულ ინფორმაციას კომპანიის გადახდისუნარიანობის შესახებ. შესაბამისად, კონგრესს უნდა მიეცა დირექტივა მარეგულირებლისთვის, რათა აეკრძალა რეიტინგის

¹²⁵ ენრონი, როგორც ენერგეტიკული კონცერნი 1985 წელს დაფუძნდა. ის იყო შტატებს შორის ყველაზე მსხვილი გაზის მომწოდებელი კომპანია. ენრონის მეთაურს კენეტ ლუისს აბრალდებდნენ, რომ მან კომპანია გაკოტრებამდე მიიყვანა. გამოძიებამ დაადგინა, რომ გადასახადების თავის არიდების მიზნით ის თაღლითურ ფინანსურ სქემებს იყენებდა. მან კარგად იცოდა, რომ კომპანიას ფინანსური პრობლემები ჰქონდა. ამის მიუხედავად, თანამშრომლებს ურჩევდა შეეძინათ ენრონის აქციები. დანაკარგმა მილიარდობით დოლარი შეადგინა. 2001 წელს კომპანიის ვალმა 31,8 მილიარდი დოლარი შეადგინა, 4 000 ადამიანი უმუშევარი დარჩა, თანამშრომლებმა 2 მილიარდი დოლარი საპენსიო დანახოვები დაკარგეს. <http://www.aaf.ge/index.php?menu=2&jurn=26&rubr=0&mas=872>, ბოლო ნახვა 11.09.2015. მიუთითებდნენ, რომ სარეიტინგო კომპანიებისათვის ენრონის ფინანსური მდგომარეობისა და კოლოსალური ოდენობის ვალის შესახებ ცნობილი იყო და მათ დროულად არ მოახდინეს ამ ინფორმაციის რეიტინგებში ასახვა. ენრონი გაკოტრებამდე რამდენიმე დღით ადრე უმაღლესი კლასის რეიტინგს ფლობდა.

¹²⁶ *Boehm, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 15-16.*

¹²⁷ *Glenn L. Raun, Chief Executive Officer, CreditSights Inc.*

¹²⁸ *Isaac C. Hunt, Jr.*

გამოყენება.¹²⁹ აზრთა სხვადასხვაობის მიუხედავად, აღნიშნული მოსმენის საფუძველზე ვერ მოხდა „ენრონის სკანდალში“ სარეიტინგო კომპანიის ბრალის დამტკიცება.

ამ ეტაპზე შეგვიძლია შეაღწეოთ დასკვნის სახით ვთქვათ, რომ მარეგულირებელს ბევრი მაგალითი და წინაპირობა ჰქონდა იმისათვის, რომ დროულად დაეწყო სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის დარეგულირებაზე ზრუნვა და არ დალოდებოდა იმ მომენტს, როდესაც ეს გარდაუვალი იქნებოდა. თუმცა ასეც მოხდა.

2.1.3. 2007–2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი

მეცნიერების ერთი ნაწილი სვამს კითხვას, თუ რატომ ჩნდება კრიზისი უფრო ხშირად დღესდღეისობით და რატომ გახშირდა იგი? ზოგი კი სვამს კითხვას, თუ რამდენად ადეკვატურია კრიზისზე საერთაშორისო მარეგულირებლის პასუხი. იმის მიუხედავად, რომ მათი რეაქცია თითქოს მყისიერია,¹³⁰ რამდენად საკმარისი და ადეკვატურია ის პრობლემის გადასაჭრელად?

2007 წლის კრიზისის გამომწვევ მიზეზად ამერიკის საიპოთეკო კრედიტები იქნა მიჩნეული. ე.წ. „Asset Backed Securities“ (ABS) მიზანია კრედიტის რისკისა და კრედიტის ერთმანეთისგან გამიჯვნა, „რისკის „ღირებულებად“ გამოცხადება და მისი მიყიდვა ინვესტორებისათვის მთელ მსოფლიოში.“¹³¹ ამ პრაქტიკის შედეგი არის ის, რომ შესაძლებელი ხდება კრედიტის შეუზღუდავი ოდენობით გაცემა, ამასთან ყოველგვარი გარანტიის გარეშე. 2007–2008 წლებში დაიწყო რეიტინგის მასიური დაწვევა, რეიტინგის ასეთმა დაცემამ ხელი შეუწყო კრიზისის დადგომას.¹³² ეს უკანასკნელი კრიზისი არავითარ შემთხვევაში არ იყო შემოფარგლული მხოლოდ საბანკო სექტორით.¹³³ სარეიტინგო კომპანიებმა ამჯერადაც ვერ შეძლეს რეიტინგებზე სათანადო ზედამხედველობის გაწევა და მიმდინარე მოვლენების დროულად ასახვა რეიტინგში. *ენრონის* სკანდალის შემდეგ, *ლემან ბრაზერსის* გაკოტრება ყველაზე მტკივნეული იყო მსოფლიოსთვის. ის ბოლო დღემდე საინვესტიციო კატეგორიის რეიტინგს ფლობდა, თუმცა 2008 წლის მაისის ბოლოდან ცნობილი იყო, რომ კომპანიის რეკორდული ვალი დაახლოებით 613 მილიარდ დოლარს შეადგენდა.¹³⁴ 2008 წლის 15 სექტემბერს ამერიკის საინვესტიციო ბანკი *ლემან ბრაზერსი* გაკოტრდა.¹³⁵ სწორედ ეს დღე ითვლება ფინანსური კრიზისის კულმინაციად.¹³⁶ ამასთან, უნდა

¹²⁹ U.S. Securities and Exchange Commission, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operations of the Securities Markets, As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, January 2003, 16.

¹³⁰ Barkbu / Eichengreen / Mody, Journal of International Economics 88, 2012, 422.

¹³¹ ჯიბუტი, წიგნში მახარობლიშვილი გ./ქირია ა./ ზუბიტაშვილი ნ./ ჯიბუტი ნ./ ჯიბუტი ს., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 275.

¹³² Pagano/ Volpin, Economic Policy, Great Britain, April 2010, 401.

¹³³ Alsakka/ Gwilym, Journal of Economic Behaviour & Organization 85, 2013, 146.

¹³⁴ Wildmoser/ Schiffer/ Langoth, RIW 10/2009, 660.

¹³⁵ Die Mega-Insolvenz. http://www.spiegel.de/thema/insolvenz_lehman_brothers_2008/.

¹³⁶ Hauptursachen der Finanzkrise. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,648271,00.html>.

გავითვალისწინოთ, რომ საქმე ეხებოდა არა მარტო *ლემან ბრაზერსის*, როგორც ერთ-ერთი დიდ საინვესტიციო კომპანიის, ბედს, არამედ დიდი ბანკების ბედსაც, რომლებიც ჯერ კიდევ 2008 წლის 14 სექტემბერს ნიუ-იორკის ფედერალურ სარეზერვო სისტემაში შემოვიდნენ და საქმიანობას *ლემან ბრაზერსთან* ერთად ახორციელებდნენ.¹³⁷

2007 წლიდან ფინანსური კრიზისი შეიძლება პირობითად სამ ნაწილად დაიყოს: პირველი, 2007 წლის 9 აგვისტოდან 2008 წლის 14 სექტემბრამდე – ფინანსური რყევები, 2008 წლის 15 სექტემბრიდან 2010 წლის 7 მაისამდე – გლობალური ფინანსური კრიზისი, 2010 წლის 8 მაისიდან დღემდე – ევროზონის კრიზისი.¹³⁸ ევროზონის ერთ-ერთ ქვეყანაში პრობლემის არსებობა, თავის მხრივ, გულისხმობს იმას, რომ ეს პრობლემა შეიძლება მარტივად გავრცელდეს ევროზონის სხვა ქვეყანაშიც.¹³⁹ გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგი, წინა პერიოდისგან განსხვავებით, იყო ის, რომ მან წარმოშვა ახალი კრიზისი, კერძოდ, ევროპის იპოთეკური კრიზისი. ყველაზე ბოლოს სარეიტინგო კომპანიები გააკრიტიკეს საბერძნეთთან მიმართებით, როდესაც მათ 2010 წელს საგრძნობლად დაწიეს საბერძნეთის სუვერენული რეიტინგი, რამაც ნეგატიური გავლენა იქონია ევროზე. საინტერესოა ის, რომ ევროპის კომისია თითქოს ცდილობს მკაცრი ნორმების დაწესებას არაადეკვატურად შედგენილი სუვერენული რეიტინგისთვის, თუმცა პარალელურად ეკონომისტები დამოუკიდებელი ევროპული სარეიტინგო კომპანიის შექმნას მოითხოვენ.¹⁴⁰

საკრედიტო რეიტინგის პარადოქსს წარმოადგენს ის, რომ, ერთი მხრივ, ის არის გავლენიანი ფინანსურ ბაზარზე და გამოიყენება მისი ნორმალური ფუნქციონირების მიზნით, მეორე მხრივ, კი კითხვის ნიშნის ქვეშ დგას რეიტინგის ინფორმაციის შინაარსი და მისი ხარისხი.¹⁴¹ სანამ ამ საკითხის განხილვამდე, მიზანშეწონილია საკუთრივ რეიტინგის, როგორც სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის პროდუქტის განხილვა.

III. სარეიტინგო კომპანიის სამართლის საგანი - რეიტინგი

3.1. რეიტინგი

რეიტინგი წარმოადგენს სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის შედეგს, შესაბამისად, სარეიტინგო კომპანიის სამართლის საგანს. მისი შინაარსის გარკვევა, ერთი შეხედვით, მარტივია, თუმცა რეალურად გარკვეულ სირთულეებთან არის დაკავშირებული. რეიტინგს ადგენს არა მარტო სარეიტინგო კომპანია, არამედ ბანკიც, თუმცა ბანკის მიერ შედგენილი რეიტინგი არ არის საჯარო. სარეიტინგო კომპანიის მიერ მიღებული რეიტინგი აღიქმება ინფორმაციის ახალ წყაროდ, რადგან ის აკმაყოფილებს

¹³⁷ Schäfer, *Der Crash des Kapitalismus*, Frankfurt / Main, 2009, 188.

¹³⁸ Drudi/ Durre/ Mongelli, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 50, No. 6, 881.

¹³⁹ Verdun, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 5, No. 6, 863.

¹⁴⁰ Bergmann, *Handlexikon der Europäischen Union*, Aufl. 4, 2012.

¹⁴¹ Duan/ Laere, *Journal of Banking & Finance* 36, 2012, 3239.

როგორც ინვესტორის, ისე ემიტენტის ინფორმაციულ მოთხოვნას. ინვესტორებისათვის ის გადაწყვეტილების მიღების უმნიშვნელოვანეს ინსტრუმენტად იქცა, ემიტენტისთვის კი მნიშვნელობა აქვს იმდენად, რამდენადაც შესაძლებლობა აქვს საკუთარი თავი შეადაროს სხვა საწარმოს ტერიტორიული შეზღუდვის გარეშე.¹⁴² დღეს აუდიტორული სამუშაოები, საბუღალტრო აღრიცხვა და სხვა სტანდარტები, რომელთა საშუალებითაც ხდება ემიტენტის მდგომარეობის შეფასება, ფაქტობრივად, უკანა პლანზეა გადაწეული.¹⁴³ იმის მიუხედავად, რომ რეიტინგი მუდამ კრიტიკის ობიექტს წარმოადგენს, იგი დღესაც აქტუალურად გამოიყენება. შესაბამისად, საჭიროა მისი სამართლებრივ ჩარჩოში მოქცევა, რაც ამჟამადაც სადავოა. რეალობა შემდეგია, მიიღება სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის მარეგულირებელი ნორმები, თუმცა რჩება შთაბეჭდილება, რომ მარეგულირებელი ჯერ კიდევ ვერ შეთანხმდა და ჩამოყალიბდა რეიტინგის შინაარსზე. შესაბამისად, არ გვაქვს რეიტინგის ისეთი განმარტება, რომელიც შესაძლებელს გახდიდა მის გამოყენებას სამართლებრივ ჭრილში.

„რეიტინგი“ სალაპარაკო ენაში სხვადასხვა მნიშვნელობით შეიძლება გამოვიყენოთ, თუმცა ეს ტერმინი როგორც რაოდენობრივი, ეკონომიკური ფაქტების კლასიფიკაცია 1850 წელს აშშ-ში ჩამოყალიბდა.¹⁴⁴ რეიტინგი წარმოდგენილია სიმბოლოებით, რომელიც გამოხატავს სარეიტინგო კომპანიის აზრს იმ ემიტენტის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე, რომლის ფასიან ქაღალდთან დაკავშირებული გადახდა უნდა მოხდეს დროულად და მთლიანად.¹⁴⁵

რეიტინგის ოფიციალურ განმარტებას თავად სარეიტინგო კომპანიები გვაძლევენ. ეს არის აზრი გადახდისუნარიანობის შესახებ, რომელიც არ წარმოადგენს მოწოდებას ფასიანი ქაღალდის ყიდვის შესახებ. საინტერესოა, თუ როგორ ესმის რეიტინგის მნიშვნელობა მომხმარებელს. წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის ადრესატი მრავალგვარია დაწყებული პროფესიონალი ინსტიტუციური ინვესტორით დამთავრებული მცირე ინვესტორით, რომელსაც მწირი ინფორმაცია აქვს ამ სფეროში. აქედან გამომდინარე შეიძლება მისმა მომხმარებელმა ვერც შენიშნოს, რომ ეს უბრალოდ შეფასებას, აზრს წარმოადგენს. სწორედ ამის გამო იყენებენ სარეიტინგო კომპანიები სტანდარტულ პირობებს, სადაც რეიტინგს, როგორც აზრს ისე განმარტავენ.¹⁴⁶

სარეიტინგო კომპანიის მიერ შემოთავაზებულ განმარტებას იზიარებდა მარეგულირებელიც. ამ საკითხთან დაკავშირებით ბოლო წლებში ევროპელმა მარეგულირებელმა დაიწყო ფიქრი, ხოლო ამერიკელ

¹⁴² Rehberg/Voges, WM 33/2004, 1605.

¹⁴³ ჯიბუტი, წიგნში მახარობლიშვილი გ/ქირია ა/ ზუბიტაშვილი ნ/ ჯიბუტი ნ/ ჯიბუტი ს., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 213.

¹⁴⁴ Sönnichsen in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 430.

¹⁴⁵ ადრეულ ნაშრომებში რეიტინგი განმარტებულია, როგორც რეიტინგის შკალის დახმარებით, ადამიანების, სიტუაციის და ა.შ. შეფასების პროცესი. Everling, Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Ratings, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden, 1991, 21.

¹⁴⁶ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 4-5.

მარეგულირებელს დღის წესრიგში დღემდე არ დაუყენებია რეიტინგის მნიშვნელობის იმაზე მეტად განმარტების საჭიროება, ვიდრე უბრალო მოსაზრება. ეს ტენდენცია განსაკუთრებით სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის განხილვისას გამოიხატება, სადაც ნათლად გამოიხატება, რომ ამერიკის შეერთებული შტატების სასამართლოები მოწოდებული არიან სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობაზე გაავრცელონ სიტყვის თავისუფლებით დაცვა. სარეიტინგო კომპანიები ვაჭრობენ „გამოთქმული აზრით“, რეიტინგის მომხმარებელიც მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილების მიღების დროს იყენებს „აზრს“, შედეგად კი ზარალდება მომხმარებელი და არა სარეიტინგო კომპანია. ეს პრაქტიკა გაგრძელდება მანამ სანამ არ შეიქმნება რეიტინგის ისეთი განმარტება, რომელზეც სამართლებრივი ნორმების გამოყენება იქნება შესაძლებელი.

საინტერესოა ტერმინის საკითხი, ინგლისურ ენაში სარეიტინგო კომპანიები მოიხსენიება, როგორც „Credit Rating Agencies“, გერმანულ ენაში – „Ratingagenturen“ ან „Rating-Agenturen“, რუსულ ენაში – „Рейтинговое агентство“, ქართულ ენაში – „სარეიტინგო კომპანია“, „საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანია“, ზოგიერთ შემთხვევაში კი „საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტო“. ამასთან დაკავშირებით მიზანშეწონილია, გაკეთდეს განმარტება. შინაარსობრივად განსხვავება არ არის. სარეიტინგო კომპანიები დაფუძნებული არიან სააქციო საზოგადოების ფორმით. „სააგენტოები“ წარმოადგენენ ერთეულებს, რომლებიც მომხმარებელს სთავაზობენ მომსახურებას, მაგალითად, „ტურისტული სააგენტო“, რომელიც აერთიანებს სხვადასხვა მოგზაურობის პაკეტებს. სარეიტინგო კომპანიები მოიხსენიება როგორც „სააგენტო“, რადგან ისინი ახორციელებენ სწორედ სერვისის მიწოდებას. თავის მხრივ მათი დამკვიდრება ქართულ ენაში „სარეიტინგო კომპანიადა“, შეცდომას არ წარმოადგენს.¹⁴⁷

¹⁴⁷ ქართულ კანონმდებლობაში სარეიტინგო კომპანიები სხვადასხვა ჩანაწერის სახით გვხვდება. საინტერესოა მათი განხილვა ტერმინის კუთხით. 1) საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურის უფროსის ბრძანება №05 2013 წლის 24 დეკემბერი ქ. თბილისი მზღვეველისათვის ვალდებულებათა შესრულების დაზღვევის სახეობაში აღებულ ნეტო ვალდებულებებსა და საკუთარ კაპიტალს შორის ზღვრული თანაფარდობის შემოღების თაობაზე: „ამ ბრძანების მიზნებისათვის, მზღვეველის სადაზღვეო ვალდებულებების ნეტო ოდენობა მოიცავს ვალდებულებათა შესრულების დაზღვევის სახობის ქვეშ აღებულ სადაზღვეო თანხას / ანაზღაურების ლიმიტს, რომელიც მცირდება შესაბამისი გადამზღვევი კომპანიის/ების მიერ აღებული ვალდებულებებისთვის. ამასთან, გადამზღვევი კომპანია უნდა იყოს დარეგისტრირებული (ეგთო)-ს და/ან განვითარებულ ქვეყნებში, მას უნდა გააჩნდეს ერთ-ერთი ქვემო აღნიშნული **საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტოს** შეფასება და რომელიმე მათგანის მიერ მინიჭებული მინიმალური რეიტინგი არანაკლებ: **Standard & poor's : BB+, AM Best: B, Moody's: Bal, ან Fitch BB+.**“ აღნიშნულ ტერმინთან მიმართებით პრობლემას წარმოადგენს ტერმინი „საერთაშორისო“, რა იგულისხმება? საერთაშორისოდ მოქმედი? საერთაშორისოდ აღიარებული? აღსანიშნავია, რომ არც ერთი ჩამოთვლილი სარეიტინგო კომპანია, გარდა **AM Best**, არ უწოდებს თავს „საერთაშორისოს“, სარეიტინგო კომპანიებთან მიმართებით საერთაშორისო სტატუსი არ დგინდება. 2) საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება №100/04 2013 წლის 28 ოქტომბერი ქ. თბილისი კომერციული ბანკების კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნის შესახებ დებულების დამტკიცების თაობაზე, მ. 13 „ეროვნული ბანკის მიერ აღიარებული საკრედიტო შეფასების გარე ინსტიტუტებია: ა) Fitch; ბ) Moody's; და გ) Standard&Poor's.“ აღნიშნულ ბრძანებაში ტერმინი საერთოდ არ არის მოცემული. სარეიტინგო კომპანიები

დროთა განმავლობაში, სარეიტინგო ბაზრის განვითარებასთან ერთად, ჩამოყალიბდა რეიტინგის სხვადასხვა სახე.

3.2. რეიტინგის სახეები

ევროპის ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების საზედამხედველო ორგანო (ESMA)¹⁴⁸ გამოყოფს რეიტინგის სახეების სამ ფართო კატეგორიას: 1) კორპორაციის რეიტინგი, სადაც შედის ფინანსური ინსტიტუტები-ბანკები, ბროკერები, კორპორაციული ემიტენტები; 2) სტრუქტურირებადი ფინანსური პროდუქტების რეიტინგი; 3) სუვერენული და საჯარო ფინანსების რეიტინგი— ამ კატეგორიაში მოიაზრება სახელმწიფო, მუნიციპალიტეტების, სუპრანაციონალური ორგანიზაციებისა და საჯარო დაწესებულებების რეიტინგები.¹⁴⁹

რეიტინგის კლასიფიკაციისას ხანდახან გამოყოფენ „მყიდველი მხარის“ და „გამყიდველი მხარის“ რეიტინგს. პირველი არის რეიტინგი, რომლის შედგენის ინიციატორიც ინვესტორია, ან თვითონ სარეიტინგო კომპანია, ხოლო მეორე არის ემიტენტის მიერ ინიცირებული რეიტინგი. როდესაც კომერციული ბანკი თავად სწავლობს კრედიტის ხარისხს, ამ შემთხვევაშიც სახეება „მყიდველი მხარის“ რეიტინგი. ეს უკანასკნელი დამყარებულია „მომხმარებელი იხდის“ ბიზნეს მოდელზე,¹⁵⁰ რომელსაც მოგვიანებით უფრო დაწვრილებით შევსებთ.

3.2.1. ემისიის და ემიტენტის რეიტინგი

რეიტინგს, რომელიც დაკავშირებულია კონკრეტულ ფასიან ქაღალდთან, ემისიის რეიტინგი¹⁵¹ ეწოდება, ხოლო კონკრეტული ერთიანობის გადახდისუნარიანობის შეფასებას კი— ემიტენტის რეიტინგი¹⁵².¹⁵³ ემისიის რეიტინგი ასახავს მოვალის შესაძლებლობას,

წარმოადგენს საკრედიტო შეფასების გარე ინსტიტუტებს (შიდა შეფასებას როგორც წესი თავად ბანკები ახორციელებენ). აღნიშნული ბრძანება, ტერმინის გარეშე, კონკრეტული სარეიტინგო კომპანიების ჩამონათვალს აკეთებს. ტერმინების საკითხთან დაკავშირებით, საინტერესოა ტერმინი, რომელიც აღნიშნული ბრძანების 14 მუხლის მე-3 პუნქტშია მოცემული. ამ მუხლის აღნიშნული პუნქტის შესაბამისად „კომერციულმა ბანკებმა უნდა გამოიყენონ დაკვეთილი საკრედიტო შეფასებები. ეროვნული ბანკის ნებართვით მათ ასევე შეუძლიათ გამოიყენონ არადაკვეთილი საკრედიტო შეფასებები“. საუბარია რეიტინგის ორ სახეზე, რომელიც წინამდებარე ნაშრომში წარმოდგენილია ტერმინით – დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგი და ნებაყოფლობითი / დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი. რამდენად მართებულია ქართულ ენაში ტერმინების - „დაკვეთილი“ და „არადაკვეთილი“ გამოყენება, შესაბამისად მათი დამკვიდრება, მსჯელობის საგანს წარმოადგენს.

¹⁴⁸ European Securities and Markets Authority, Europäische Wertpapier- und Marketaufsichtsbehörde.

¹⁴⁹ Boehm, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 4.

¹⁵⁰ Duan/ LAere, Journal of Banking & Finance 36, 2012, 3240.

¹⁵¹ ე.წ. Issue Rating.

¹⁵² ე.წ. Issuer Rating.

სამართლებრივი ვალდებულებიდან გამომდინარე, კონკრეტული სესხიდან დაფაროს კრედიტი და მასთან დაკავშირებული პროცენტი. ემიტენტის რეიტინგი განსაზღვრავს ემიტენტის ფინანსური ინსტრუმენტის კლასს. მოკლევადიანი რეიტინგის მაგალითს, როგორც წესი, ემიტენტის რეიტინგი წარმოადგენს: „ემიტენტის რეიტინგი იზღუდება მხოლოდ ფაქტობრივად შედგენილი, ემიტირებული, სამართლებრივად დამოუკიდებელი ერთიანობით. ის ავტომატურად არ წარმოადგენს ჯგუფში მყოფი ყველა ერთიანობის რეიტინგს.“¹⁵⁴

3.2.2. გრძელვადიანი და მოკლევადიანი რეიტინგი

გრძელვადიანი რეიტინგი ენიჭება ისეთ ობლიგაციებს, რომელთა ხანგრძლივობაც ერთ წელს აღემატება. გრძელვადიანი რეიტინგის მინიჭება ხდება ყველა სახის გრძელვადიან ფინანსურ ინსტრუმენტზე, მაგალითად, სესხზე. რეიტინგის ეს სახე პროგნოზს აკეთებს იმის შესახებ, თუ როდის და რა სიმძიმით არის მოსალოდნელი გადახდისუნარიანობის დადგომა. შედეგად, ინვესტორისათვის რეიტინგი უზრუნველყოფს შესაძლებლობას, წინასწარ განსაზღვროს გადახდისუნარიანობის რელატიური და არა აბსოლუტური ხელის შემშლელი ფაქტორები. მოკლევადიანი რეიტინგი ენიჭება ფასიან ქაღალდს, რომლის ხანგრძლივობაც არ აღემატება ერთ წელს¹⁵⁵ და შესაბამისად, გამოიყენება მხოლოდ მოკლევადიან მოთხოვნებზე ბანკებში ან საწარმოებში.¹⁵⁶ გრძელვადიანი რეიტინგისგან განსხვავებით, მოკლევადიანი რეიტინგი პროგნოზს უკეთებს მხოლოდ გადახდისუნარიანობის დადგომის შესაძლებლობას და არა შესაძლო გადაუხდელობის სირთულეს. მოკლევადიანი ობლიგაციები, ვალდებულებითი ურთიერთობები, როგორც წესი, უფრო მეტად არის გადახდისუნარიანი, ვიდრე გრძელვადიანი ინსტრუმენტები.¹⁵⁷

3.2.3. შიდა და გარე მოხმარების რეიტინგი

რეიტინგს ადგენენ არა მხოლოდ სარეიტინგო კომპანიები, როგორიც არის Standard & Poor's, Moody's, ან Fitch-ი, არამედ ბანკებიც. რეიტინგის ადრესატების დიფერენცირებით მივიღებთ რეიტინგის ისეთ სახეებს, როგორიც არის შიდა და გარე რეიტინგები.¹⁵⁸ ამრიგად, განასხვავებენ შიდა რეიტინგს, რომელსაც ადგენს ბანკი და რომელიც ძირითადად შიდა მიზნებისთვის გამოიყენება, და გარე მოხმარების რეიტინგს, რომელსაც დამოუკიდებელი, კერძო საწარმო სარეიტინგო კომპანია¹⁵⁹ ადგენს და,

¹⁵³ Strunz, WM 3/2004, 115.

¹⁵⁴ Berblinger in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 34.

¹⁵⁵ Berblinger in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 33-35.

¹⁵⁶ Strunz, WM 3/2004, 118.

¹⁵⁷ Berblinger in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 36.

¹⁵⁸ Joachim/ Rudolph/ Hahnenstein, Aktuelle Entwicklungen im Bank- controlling Rating, Gesamtbanksteuerung und Basel II, Düsseldorf, 2005, 35.

¹⁵⁹ Blaurock, ZGR 5/2007, 604.

როგორც წესი, ხდება მისი გამოქვეყნება.¹⁶⁰ შიდა და გარე რეიტინგებს შორის მთავარი განსხვავება იმაში მდგომარეობს, რომ ბანკები გადახდისუნარიანობის რისკს კრედიტის ამღების, მოვალეების აქტუალური მდგომარეობის შეფასების საფუძველზე ახდენენ.¹⁶¹ აქედან გამომდინარე, ამ სახის რეიტინგების აქტუალიზაცია ეკონომიკურ ციკლში იშვიათად ხორციელდება. სარეიტინგო კომპანიები კი საწარმოს გადახდისუნარიანობას მთელი ციკლის განმავლობაში ახორციელებენ, ანუ გადახდისუნარიანობა ეკონომიკური ციკლის ერთიანი მოთხოვნის ფონზე ხდება. შემცირების ტენდენციის მასშტაბის განსაზღვრისათვის მოვალის აქტუალური მდგომარეობა მიიღება მხედველობაში. ზოგადად რეიტინგისათვის ყველაზე მეტად მნიშვნელოვანია მოვალის მდგომარეობა მოვლენების ყველაზე ცუდი განვითარების შემთხვევაში.¹⁶²

კიდევ ერთი განსხვავება შიდა მოხმარებისა და გარე მოხმარების რეიტინგებს შორის მდგომარეობს საკრედიტო ვალდებულებაში (მაგ: საბანკო კრედიტი, სესხი). გარე მოხმარების რეიტინგი გაიცემა და გამოქვეყნდება ისეთი კრედიტორებისათვის, რომლებიც საკრედიტო ბაზარზე მოქმედებენ ან ამ ბაზარზე მოქმედებას აპირებენ. აქედან გამომდინარე, პოტენციურ კრედიტორს შესაძლებლობა აქვს, წარმოიდგინოს სურათი სესხის ემიტენტების გადახდისუნარიანობის შესახებ. ამის საწინააღმდეგოდ, შიდა მოხმარების რეიტინგები გაიცემა მხოლოდ ბანკებზე, ცენტრალურ ბანკებზე ან სხვა საწარმოზე შესაძლო ან არსებული საკრედიტო ურთიერთობების საფუძველზე.¹⁶³ როგორც წესი, მცირე საწარმოებისათვის გარე რეიტინგების გამოყენება არ ღირს რეიტინგის შედგენისათვის საჭირო დანახარჯების გამო.¹⁶⁴

3.2.4. ნებაყოფლობითი და დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგი

თავის მხრივ, გარე მოხმარების რეიტინგი იყოფა ნებაყოფლობით და დაკვეთის საფუძველზე შედგენილ რეიტინგებად. ნებაყოფლობით რეიტინგს შეიძლება სხვაგვარად დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი ვუწოდოთ. განსხვავება ამ ორ რეიტინგს შორის მდგომარეობს მათ შედგენაში, რაც სახელწოდებიდანაც ნათლად ჩანს. ნებაყოფლობით რეიტინგის შედგენა ხდება სარეიტინგო კომპანიის ან ინვესტორების ინიციატივით. მაშინ, როდესაც დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგის ინიცირებას ემიტენტი ახდენს.

¹⁶⁰ Joachim/ Rudolph/ Hahnenstein, Aktuelle Entwicklungen im Bank- controlling Rating, Gesamtbanksteuerung und Basel II, Düsseldorf, 2005, 35.

¹⁶¹ ამას დროში არსებულ ფილოსოფიას უწოდებენ: „point-in-time philosophy“.

¹⁶² Research, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 3/1999, 152.

¹⁶³ Joachim/ Rudolph/ Hahnenstein, Aktuelle Entwicklungen im Bank- controlling Rating, Gesamtbanksteuerung und Basel II, Düsseldorf, 2005, 35.

¹⁶⁴ Strunz, WM 3/ 2004, 119-120.

3.2.5. რეიტინგის სხვა სახეები

რეიტინგის სხვა სახეებს შორის განიხილება რეიტინგები, რომლებიც ენიჭება ქვეყნებს და კონკრეტულ სფეროებს. ქვეყნის რეიტინგს სუვერენული რეიტინგი ეწოდება. მას დიდი მნიშვნელობა აქვს უცხოური ინვესტიციებისათვის. ქვეყნის რისკის შეფასების დროს მხედველობაში მიიღება შესაფასებელი ქვეყნის ეკონომიკური მდგომარეობა, რომელიც პირდაპირ გავლენას ახდენს, ერთი მხრივ, ინვესტიციების მოზიდვაზე და, მეორე მხრივ, საბანკო სისტემაზე.¹⁶⁵ სუვერენულ რეიტინგს უფრო ვრცლად მოგვიანებით განვიხილავთ. ქვეყნებისთვის მინიჭებული რეიტინგებისგან განსხვავებით, რომელიც მთელი მოსახლეობის ეკონომიკური მდგომარეობის შეფასებას ეხება, სფეროსათვის რეიტინგის მინიჭების დროს მხედველობაში მიიღება სხვადასხვა სფეროს რისკის ფაქტორის დიდი სპექტრი. ამ სახის რეიტინგი აჩვენებს, თუ რა გავლენას ახდენს ეკონომიკური სუბიექტის მხოლოდ კონკრეტული სფეროსადმი კუთვნილება საწარმოს ინდივიდუალურ რისკებზე.¹⁶⁶ სუვერენული რეიტინგის საკითხი საკმაოდ მნიშვნელოვანია და მოითხოვს ყურადღების დათმობას. შეიძლება ითქვას, რომ სუვერენული რეიტინგი წარმოადგენს რეიტინგის ერთ-ერთ ყველაზე პრობლემატურ სახეს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია განხილულ იქნეს დამოუკიდებლად, რათა დავინახოთ საიდან მომდინარეობს ის, როგორ ხდება მისი შედგენა და რატომ არის ასე აქტუალური.

3.3. სუვერენული რეიტინგი

დაკვირვების შემთხვევაში სხვადასხვა წყაროებში, მათ შორის საქართველოს მთავრობის ოფიციალურ გვერდზე მოცემულია ინფორმაცია იმის შესახებ, თუ რა რეიტინგი მიენიჭა საქართველოს, გაიზარდა, თუ შემცირდა იგი.¹⁶⁷ თუმცა საკითხავია, რა არის ეს საკრედიტო რეიტინგი, ანუ ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი? რისთვის არის საჭირო? როგორ ხდება მისი შედგენა? რა დადებითი მხარე აქვს მას?

ამ კითხვებზე პასუხის მისაღებად საჭიროა, გავარკვიოთ სუვერენული რეიტინგის არსი და მისი მნიშვნელობა. ამისთვის, მნიშვნელოვანია, ვიცოდეთ, ისტორიულად როგორ დაიწყო სუვერენული რეიტინგის შედგენა, რამ განაპირობა, რა მოვლენებმა შეუწყო მის განვითარებას ხელი, რა პრობლემები მოუტანა მისმა არსებობამ ფინანსურ ბაზარს.

3.3.1. სუვერენული რეიტინგის არსი და მისი წარმოშობა

სუვერენული რეიტინგი წარმოადგენს სახელმწიფოს გადახდისუნარიანობისა და მზადყოფნის შეფასებას, რათა შეასრულოს

¹⁶⁵ ჯიბუტი, ქვეყნის რისკის შეფასება კომპოზიტური ინდექსის მეშვეობით, ბანკი 2002.5/13, 41-49 (41-42).

¹⁶⁶ Müller in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 335.

¹⁶⁷ მაგ: http://www.government.gov.ge/index.php?lang_id=geo&sec_id=35&info_id=33192, ბოლო ნახვა 01.03.2014.

ფინანსური ვალდებულებები.¹⁶⁸ ეს არის ქვეყნის ინდივიდუალური მაჩვენებელი მისი გადახდისუნარიანობის შესახებ.¹⁶⁹

იმისათვის, რომ გავიგოთ, თუ რა გზა გაიარა ქვეყნის რისკის შეფასებამ დღემდე, საჭიროა ისტორიული ექსკურსი. ქვეყნის რისკის შეფასების განვითარება დაკავშირებულია საერთაშორისო კაპიტალის შემოდინებასთან. მიჩნეულია, რომ ამ მოვლენის შეფასება დაიწყო სუვერენული რეიტინგის შედგენით 1800 წელს. პირველი სუვერენული რეიტინგი ევროპის საერთაშორისო ბანკმა გამოუშვა, მაგალითად, ლიონაზის (პროვინცია საფრანგეთში) სუვერენული რეიტინგი, 1871 წელს.¹⁷⁰

1919–1939 წლებში დასავლეთ ევროპის ქვეყნებს აღარ შეეძლოთ კრედიტორის როლში ყოფნა, რაც იმას ნიშნავდა, რომ სახელმწიფოებმა სესხისთვის გეზი აიღეს ამერიკის შეერთებული შტატებისკენ. იმ სახელმწიფოებმა, რომლებიც აღრე კრედიტორის როლში გამოდიოდნენ (ბელგია, საფრანგეთი, დიდი ბრიტანეთი, ირლანდია, ჰოლანდია, სკანდინავიის ქვეყნები, შვეიცარია), დაიწყეს დაფინანსების მოძიება ვალუტის სტაბილიზებისთვის, საჯარო და კერძო კაპიტალის გაუმჯობესებისთვის და ა.შ. ამერიკის შეერთებული შტატებს მიმართეს აგრეთვე იმ დებიტორმა სახელმწიფოებმა (ბოლივია, ბრაზილია, ბულგარეთი, ჩილე, კოლუმბია, კოსტა-რიკა, კუბა, გერმანია, საბერძნეთი, უნგრეთი, პერუ, პოლონეთი, რუმინეთი, იუგოსლავია, ურუგვაი), რომელთათვისაც თითქმის ყველა ევროპული ბაზარი დაკეტილი იყო. ამერიკის შეერთებული შტატებისგან ასევე სესხულობდა ავსტრალია, კანადა, იაპონია, პალესტინა. ამის შედეგად, ობლიგაციის ბაზარმა ლონდონიდან ნიუ-იორკში გადაინაცვლა. 1924–1928 წლები ამერიკის შეერთებულ შტატებში საბანკო კრედიტების აღმავლობის წლებად ითვლება.¹⁷¹

Moody's იყო პირველი სარეიტინგო კომპანია, რომელმაც 1918 წელს ამერიკის ფარგლებს გარეთ მოახდინა სახელმწიფოთა ობლიგაციების შეფასება. რამდენიმე წელში მას შეუერთდა S&P-სი და Fitch-ი.¹⁷² S&P-მა გამოსცა სუვერენული რეიტინგი 1929 წლის დიდი დეპრესიის დაწყების წინ.¹⁷³ 21 ქვეყანას მიენიჭა S&P-ის მიერ სუვერენული რეიტინგი.¹⁷⁴ 1929 წლისთვის Moody's გაცემული ჰქონდა 50-მდე სუვერენული რეიტინგი.¹⁷⁵

დიდი დეპრესიის დროს სუვერენულ რეიტინგზე მოთხოვნა შემცირდა. ეს გაგრძელდა მეორე მსოფლიო ომის პერიოდში. 1931 წელს ბრაზილია, ჩილე, კოლუმბია, კოსტა-რიკა, დომინიკის რესპუბლიკა, პერუ და თურქეთი გადახდისუნარო გახდა. 1932 წელს მათ მოყვათ ავსტრია, ბულგარეთი, ელ-სალვადორი, გერმანია, საბერძნეთი, უნგრეთი, ლიბია, ნიკარაგუა, პანამა, პარაგვაი, იუგოსლავია, 1933 წელს – კუბა, გუატემალა, ურუგვაი, რუმინეთი.

¹⁶⁸ Williams/ Alsakka/ Gwilym, Journal of Banking & Finance 37, 2013, 565.

¹⁶⁹ Kim/ Wu, The Journal of Financial Research, Vol. XXXIV, No. 2, 2011, 332.

¹⁷⁰ Schroeder, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, 2008, 501-502.

¹⁷¹ Schroeder, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, 2008, 501-502.

¹⁷² Gaillard, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 27 Jun 2013, 209.

¹⁷³ Schroeder, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, 2008, 502.

¹⁷⁴ Ratha/ De/ Mohapatra, World Development Vol. 39, 2010, No. 3, 296.

¹⁷⁵ Canto/ Packer, European Financial Management, Vol. 2, No. 2, 1996, 249.

1936 წელს – პოლონეთი. მეორე მსოფლიო ომის დროს სუვერენული რეიტინგი მინიჭებული ჰქონდა მხოლოდ ამერიკის შეერთებულ შტატებს, კანადას და სამხრეთ ამერიკის რამდენიმე შტატს. შემცირდა ქვეყნის გადახდისუნარიანობის შეფასების საჭიროება.¹⁷⁶

1934 წელს მიღებულ იქნა „ჯონსონის აქტი“¹⁷⁷, რომლის საფუძველზეც ამერიკის შეერთებულმა შტატებმა გადახდისუნარო ქვეყნებს აუკრძალა ფასიანი ქაღალდების მიყიდვა ამერიკის ნებისმიერ მოქალაქეზე ან კორპორაციაზე. ეს იმას ნიშნავდა, რომ ამერიკის შეერთებულმა შტატებმა აკრძალა ასევე კერძო სესხები იმ სახელმწიფოებზე, რომლებმაც არ გადაიხადეს ვალი ან გადახდისუნაროები იყვნენ. მეორე მსოფლიო ომმა მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა სუვერენული რეიტინგის ისტორიაში. 1940 წელს წამყვანმა სარეიტინგო კომპანიებმა გამოითხოვეს რეიტინგები გაცემული ავსტრიაზე, ევროპისა და აზიის ქვეყნებზე და გადაწყვიტეს შეეფასებინათ მხოლოდ სამხრეთ ამერიკული და ლათინო ამერიკული წარმოშობის ობლიგაციები. შეიძლება ითქვას, რომ სუვერენული რეიტინგი გარკვეული პერიოდის განმავლობაში გაქრა. 1970 წელს საერთაშორისო ობლიგაციების ბაზრის გამოცოცხლებასთან ერთად კვლავ წარმოიშვა მოთხოვნა სუვერენულ რეიტინგზე. 1975 წლიდან აქტიურად დაიწყო მათი შედგენა. ამ პერიოდში პირველი სუვერენული რეიტინგი Fitch-მა შეადგინა. მას მოჰყვა Moody's, რომელმაც გამოსცა ხუთი სუვერენული რეიტინგი (ავსტრალია, კანადა, ახალი ზელანდია, პანამა, ამერიკის შეერთებული შტატები), და S&P-ი, რომელმაც შეადგინა შვიდი სუვერენული რეიტინგი (ავსტრალია, ავსტრია, კანადა, საფრანგეთი, იაპონია, ნორვეგია, ამერიკის შეერთებული შტატები).¹⁷⁸ 10 წლის განმავლობაში მხოლოდ 15 ქვეყანა იყო, რომელიც სესხს იღებდა ამერიკის კაპიტალის ბაზარზე. შესაბამისად, ესაჭიროებოდა რეიტინგი. მხოლოდ რამდენიმე ფინანსურად ძლიერ სახელმწიფოს ჰქონდა წვდომა საერთაშორისო კაპიტალთან ევრო-ბაზრის საშუალებით და რეიტინგის გარეშე. ნაკლებად გადახდისუნარიანი ქვეყნები კრედიტებს, ძირითადად, ბანკებისგან იღებდნენ. სუვერენული რეიტინგის მოთხოვნა შესამჩნევად იზრდება XX საუკუნის 90-იან წლებში, როდესაც სუსტმა კრედიტებმა შეადწინა საერთაშორისო საკრედიტო ბაზარზე.¹⁷⁹

განვითარებადი ქვეყნებისათვის სუვერენული რეიტინგის შედგენა 1980 წლიდან იღებს სათავეს. 1980 წლისთვის თითქმის ყველა OECD¹⁸⁰-ის მაღალი შემოსავლის მქონე ქვეყანა იყო შეფასებული. 1990 წლისთვის შეფასებულ ქვეყანათა რაოდენობამ საგრძნობლად იმატა. 2006 წლის დეკემბრის მდგომარეობით შეფასებული იყო 131 ქვეყანა, აქედან 45 მაღალი

¹⁷⁶ Schroeder, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, 2008, 502.

¹⁷⁷ Johnson Act.

¹⁷⁸ Gaillard, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 27 Jun 2013, 208-209.

¹⁷⁹ Cantor/ Packer, European Financial Management, Vol. 2, No. 2, 1996, 249.

¹⁸⁰ OECD, The Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD-ის წევრი ქვეყნებია: ავსტრალია, ავსტრია, ბელგია, კანადა, ჩილე, ჩეხეთი, დანია, ესტონეთი, ფინეთი, საფრანგეთი, გერმანია, საბერძნეთი, უნგრეთი, ისლანდია, ირლანდია, ისრაელი, იტალია, იაპონია, კორეა, ლუქსემბურგი, მექსიკა, პოლანდია, ახალი ზელანდია, ნორვეგია, პოლონეთი, პორტუგალია, სლოვაკეთი, სლოვენია, ესპანეთი, შვედეთი, შვეიცარია, თურქეთი, დიდი ბრიტანეთი, ამერიკის შეერთებული შტატები. www.oecd.org

შემოსავლის მქონე და 86 განვითარებადი ქვეყანა.¹⁸¹ თუ გადავხედავთ ამ პერიოდში სუვერენული რეიტინგის ზრდას, მივიღებთ შემდეგ სურათს.

სუვერენული რეიტინგის ბიზნესის ზრდა (Moody's და S&P-ის მიხედვით) ¹⁸²		
წელი	სუვერენული რეიტინგის რაოდენობა	საშუალოდ მინიჭებული რეიტინგის დონე
1975-მდე	3	AAA/Aaa
1975-1979	9	AAA/Aaa
1980-1984	3	AAA/Aaa
1985-1989	19	A/A2
1990-1994	15	BBB-/Baa3

XX საუკუნის 70–80-იან წლებში, მას შემდეგ, რაც განვითარებადი ქვეყნებისთვის გაიზარდა შესაძლებლობა, რომ მიიღონ საერთაშორისო სესხი, სუვერენული რეიტინგი საერთაშორისო ფინანსური საზოგადოების მთავარი განხილვის საგანი გახდა. კომუნიზმის დაცემამ, ბაზარზე ორიენტირებულმა ეკონომიკამ და ფინანსურმა რეფორმამ განაპირობა დიდი რაოდენობით გარე კაპიტალის შედინება სამხრეთ ევროპის, ლათინური ამერიკის, აზიისა და აფრიკის განვითარებად ბაზარზე. ამ შემთხვევამ ნიშანი მისცა საერთაშორისო ინვესტორს, რომ ვაჭრობის გლობალიზაცია და ღია კაპიტალის ბაზარი რისკის შემცველი ელემენტია, რომელმაც შეიძლება საფრთხე შეუქმნას საერთაშორისო ფინანსურ სექტორს.

1990–1991 წლებში, როდესაც დაიშალა საბჭოთა კავშირი და შეიქმნა 15 სახელმწიფო, გაიზარდა სუვერენული რეიტინგის რიცხვი განვითარებადი ბაზრებისთვის. მას შემდეგ, რაც ხელისუფლება პირველად შეადგამს ფეხს კაპიტალის ბაზარზე, იწყება სახელმწიფოს ათვლის წერტილი. შემდეგ სახელმწიფოს შიგნით არსებულ წამყვან კორპორაციებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებს შესაძლებლობა ეძლევათ მიეყვანონ მას ბაზარზე. აქედან გამომდინარე, ხელისუფლება ხშირად რეიტინგს იმიტომ უკვეთავს, რომ ჰქონდეს წვდომა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე იმ კომპანიებისთვის, რომელთა დომინილიც არის ამ სახელმწიფოს შიგნით. მაგალითად, ეს იყო სუვერენული რეიტინგის მიღების მოტივი 1992 წელს ჩილეს, მოგვიანებით საქართველოს შემთხვევაში. ხშირად ამერიკელი ინვესტორები არ ყიდულობენ განვითარებადი ბაზრის აქციებს, თუ ის არ არის შეფასებული ამერიკაში დაფუძნებული სარეიტინგო კომპანიის მიერ.¹⁸³

2001 წლის 11 სექტემბრიდან საერთაშორისო ურთიერთობებთან დაკავშირებული რისკი საგრძნობლად გაიზარდა, შესაბამისად, უფრო

¹⁸¹ *Ratha/ De/ Mohapatra*, World Development, Vol. 39, 2010, No. 3, 296.

¹⁸² *Cantor/ Packer*, European Financial Management, Vol. 2, No. 2, 1996, 249.

¹⁸³ *Langhor/ Langhor*, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 135.

ძნელი გახდა ეკონომიკურ, ფინანსურ და პოლიტიკურ სექტორში გადაწყვეტილების მიმღებისთვის წინასწარ რაიმეს ანალიზი და გათვლა.¹⁸⁴

სუვერენული რეიტინგის ისტორიაში მნიშვნელოვანია სამი პერიოდის გამოყოფა, კერძოდ, სამი კრიზისი: 1) აზიის კრიზისი; 2) გლობალური ფინანსური კრიზისი; 3) ევროზონის იპოთეკური კრიზისი. ამ მოვლენებმა მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა როგორც სუვერენული რეიტინგის, ისე, ზოგადად, სარეიტინგო კომპანიების ისტორიაში. უშუალოდ ამ პერიოდის განხილვამდე, მნიშვნელოვანია, აღვნიშნოთ, რომ თითოეული კრიზისი კონკრეტული გაკვეთილი იყო მარეგულირებლისა და ზოგადად მსოფლიოსთვის სარეიტინგო კომპანიებთან მიმართებით. თუმცა ამ გაკვეთილიდან სათანადო დასკვნების გამოტანა დროში ყოველთვის იწელებოდა. ბოლო წლებმა, კრიზისის შემდგომმა პერიოდმა კიდევ ერთხელ დაგვანახა სარეიტინგო კომპანიის მნიშვნელობა და მათი გადაწყვეტი როლი იმ ინფორმაციის შექმნაში, რომელზე დაყრდნობითაც ინვესტორები თავიანთ გადაწყვეტილებებს იღებენ.¹⁸⁵ აზიის კრიზისის ფონზე აღვილი შესამჩნევი იყო, რომ სარეიტინგო კომპანიების ძალაუფლება ფინანსურ ბაზარზე უფრო და უფრო გაიზრდებოდა, რომ საჭიროა მათი რეგულირება. თუმცა ეს ასე არ მოხდა და სარეიტინგო კომპანიები მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების კომისიის საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) შესასრულებლად ნებაყოფლობით ქცევის წესებს ექვემდებარებოდნენ. ამის შედეგი იყო გლობალური ფინანსური კრიზისი, რომლის დროსაც ევროპის ეკონომიკამ განიცადა სერიოზული ფინანსური დანაკარგი.¹⁸⁶ აღნიშნული ფინანსური კრიზისი არამც და არამც არ იყო შემოფარგლული მხოლოდ საბანკო სექტორით.¹⁸⁷ მას ჰქონდა გლობალური ხასიათი და პირდაპირ თუ ირიბად შეეხო მსოფლიოს ყველა ქვეყანასა და თითოეულ მაცხოვრებელს.

სარეიტინგო კომპანიების კრიტიკისას ხშირად ისმის საყვედური, რომ მათ ვერ შეძლეს კრიზისის დადგომის წინასწარ განჭვრეტა. თუმცა ამ კრიტიკის საპირისპიროდ უნდა ითქვას, რომ სარეიტინგო კომპანიის მიზანი არ არის წინასწარ განსაზღვროს, თუ როდის დადგება კრიზისი, არამედ მისი მიზანია, შეაფასოს ფინანსური კრიზისის დადგომის შესაძლებლობა, ანუ „წინასწარ დადგენა“ დაკავშირებულია კრიზისის დადგომის დროსთან, ხოლო „შესაძლებლობა“ – კრიზისის დადგომის ვარაუდთან. ზოგადად, არ გვაქვს „ფინანსური კრიზისის“ განმარტება. რას ნიშნავს ის? არის ეს ვალუტის კრიზისი, საბანკო კრიზისი, საკრედიტო კრიზისი, რამდენიმე მათგანის სინთეზი, თუ სხვა რამ? ამასთან დაკავშირებით კონსენსუსი არ არსებობს, რაც ასეთი მოვლენების დროს ეკონომიკას დაუცველს ტოვებს.¹⁸⁸

¹⁸⁴ Hoti/ McAleer, Journal of Economic Surveys, Vol. 18, No. 4, 10 Sep 2004, 539-540.

¹⁸⁵ Afonso/ Gomes/ Taamouti, Sovereign credit ratings, market volatility, and financial gains, Computational Statistics and Data Analysis 2013, 1.

¹⁸⁶ Meti, Economics Letters 117, 2012, 35.

¹⁸⁷ Alsakka/ Gwilym, Journal of Economic Behavior & Organization 85, 2013, 146.

¹⁸⁸ Schroeder, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, 2008, 499.

აზიის კრიზისი 1997–1998

სარეიტინგო კომპანიებმა ვერ შეძლეს აზიის კრიზისის წინასწარ განჭვრეტა. მათ სამხრეთ აზიის კრიზისის ქვეყნებს იმაზე მეტად დაუწიეს რეიტინგი, ვიდრე ეს მათი იმ დროინდელი ეკონომიკური მაჩვენებლებით იქნებოდა გამართლებული. აღსანიშნავია, რომ ამის გამო სარეიტინგო კომპანიები ერთგვარად კონსერვატორულები გახდნენ. ამით ცდილობდნენ დაკარგული რეპუტაციის აღდგენასა და იმ ზიანის გამოსწორებას, რომელიც მათ მიადგათ კრიზისის შეუცნობლობის გამო. ამ პერიოდში ისინი ამ კრიზისის გამომწვევ მიზეზადაც კი დაასახელეს. სარეიტინგო კომპანიებმა თითქოს აღიარეს თავიანთი შეცდომა, მაგრამ მაინც თავის გამართლებას შეეცადნენ და აღნიშნეს, რომ წარსულში მომხდარი კრიზისებისგან განსხვავებით, აზიის კრიზისი სხვა თვისებებით ხასიათდებოდა. კერძოდ, პრობლემა გაჩნდა კერძო სექტორში. შესაბამისად, სარეიტინგო კომპანიების აზრით, შეუძლებელი იყო მათ წინასწარ განეჭვრიტათ მოვლენები, როდესაც ისინი რეიტინგის გადამოწმებას სტატისტიკურ მოდელზე დაყრდნობით ახორციელებდნენ და ჯერ ვერ იღებდნენ მხედველობაში კერძო სექტორის სიფაქიზეს.¹⁸⁹

გლობალური ფინანსური კრიზისი 2007–2008

2007 წლის გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა კითხვის ნიშანი დაუსვა სუვერენული რეიტინგის საკითხს. გლობალური ფინანსური კრიზისის გამომწვევ ფაქტორებს შორის პირველ ადგილზე კვლავ სარეიტინგო კომპანიები მოექცა. თუმცა დამოკიდებულება შეიცვალა და გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ სარეიტინგო კომპანიის საკითხი განსაკუთრებული შესწავლის საგნად იქცა. კრიზისის დროს გადაწყდა მათი სამართლებრივ ჩარჩოში მოქცევა.

ევროზონის იპოთეკური კრიზისი

სუვერენული რეიტინგისა და საბანკო სექტორის მჭიდრო ურთიერთობა გლობალური ფინანსური კრიზისისა და ევროპაში მისი შემდგომი შოკის საფუძველზეც გამოჩნდა.¹⁹⁰

2011–2012 წლებში ყურადღება მიექცა ევროზონის სუვერენულ რეიტინგს, კერძოდ საბერძნეთის, ესპანეთის და 2011 წელს ამერიკის შეერთებული შტატების სუვერენულ რეიტინგს მისი დაწვეის შემდეგ. საერთაშორისო სავალუტო ფონდი 2010 წელს ხაზს უსვამდა იმას, რომ სუვერენული რეიტინგი წარმოადგენს გლობალური ეკონომიკის სტაბილურობის მთავარ საშიშროებას.¹⁹¹

¹⁸⁹ Ferri/ Liu/ Stiglitz, *Economic Notes*, Vol. 28, Issue 3, 2 Dec 2003, 336.

¹⁹⁰ Correa/ Lee/ Saprizo/ Suarez, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 46, Issue s1, 27 Jun, 2014, 96.

¹⁹¹ Williams/ Alsakka/ Gwilym, *Journal of Banking & Finance* 37, 2013, 563.

ევროპის სუვერენული იპოთეკური კრიზისის დაწყება შესამჩნევი გახდა 2010 წელს.¹⁹² 2010 წლის აპრილსა და მაისში სამმა წამყვანმა სარეიტინგო კომპანიამ: Fitch-მა, Moody's-მა და S&P-მა, დიდი სხვაობით შეუმცირეს რეიტინგი საბერძნეთს, ესპანეთს, პორტუგალიას. სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის კრიტიკისას ხშირად გამოითქმის აზრი, რომ მათ აქვთ ტენდენცია, დაელოდონ ბაზარზე მოვლენების განვითარებას და შემდეგ მოახდინონ რეაქცია უკვე დამდგარი შედეგის მიხედვით.¹⁹³

2010 წელს ევროპის ფინანსური პრობლემა იმდენად მწვავე იყო, რომ ევროპის ქვეყნები შეთანხმდნენ საბერძნეთისთვის 80 მილიარდის ოდენობის სესხი მიეცათ.¹⁹⁴ დამატებით, საერთაშორისო მონეტარულმა ფონდმა გასცა 30 მილიარდი ევრო. იყო იმის საფრთხე, რომ ევროპის კავშირში დაიწყებოდა საბანკო კრიზისი. 2010 წლის აპრილში გერმანიის ფინანსთა მინისტრმა, შოიბლემ,¹⁹⁵ ინტერვიუში განაცხადა, რომ ისინი ვერ დაუშვებდნენ ევროკავშირის წევრი ქვეყნის, ამ შემთხვევაში საბერძნეთის, გაკოტრებას და მეორე ლემან ბრაზერსად¹⁹⁶ გადაქცევას.¹⁹⁷

ევროპის საკრედიტო კრიზისის დროს რთულ მდგომარეობაში იყო ესპანეთიც, რომელიც ჯერ კიდევ 2008–2009 წლებში განიცდიდა ეკონომიკურ ვარდნას. ეს 2012 წელსაც გაგრძელდა. ქვეყანაში უმუშევრობის მაჩვენებელი 2007 წელს იყო 7%, ხოლო 2012 წელს 25%-ს მიაღწია.¹⁹⁸ 2011 წლის 19 ოქტომბერს ესპანეთის სუვერენული რეიტინგის შემცირებამ და კიდევ უფრო მოულოდნელმა ავსტრის, საფრანგეთის, იტალიის სუვერენული რეიტინგის დაწევამ 2012 წლის 13 იანვარს, კიდევ ერთხელ გარკვევით გაუსვა ხაზი სარეიტინგო კომპანიების როლს და ფინანსურ ბაზარზე მათ შეფასებებზე დაყრდნობის პრაქტიკას.¹⁹⁹

¹⁹² Mink/ Haan, Journal of International Money and Finance 34, 2013, 102.

¹⁹³ Cavallo/ Powell/ Rogobon, International Journal of Finance & Economics, Volume 18, issue 13, 21 Mar 2012, 240.

¹⁹⁴ საბანკო სისტემა ქვეყნის სიძლიერისა და განვითარების ერთ-ერთი ფუნდამენტი. საბანკო სისტემაში ნებისმიერ რევეას შეუძლია გავლენა მოახდინოს ქვეყნის ეკონომიკაზე და მის სტაბილურობაზე. ევროზონის კრიზისის დაძლევა ევროპის კავშირის მთავარი ამოცანაა იმდენად, რამდენადაც ის პირდაპირ საბანკო სექტორთან არის დაკავშირებული. წინააღმდეგ შემთხვევაში ევროპის კავშირმა „უარი უნდა თქვას ერთიან ევროპულ ვალუტაზე, რასაც ევროპელი ექსპერტების შეფასებით დიდი ფინანსური კატაკლიზმების გამოწვევა შეუძლია, ან რთული ფინანსური პოლიტიკის გატარებით შეინარჩუნოს ერთიანი ევროპული ვალუტა და საბანკო სივრცე.“ სწორედ აქედან გამომდინარეა იძულებული ევროპის კავშირი, რომ ფინანსური დახმარება გაუწიოს საბერძნეთს, ასევე ესპანეთის, იტალიის, ირლანდიის, კვიპროსის კომპერციულ და სახელმწიფო ბანკებს. *გაბისონია*, საბანკო სამართალი, მერიდიანი, 2012, 8.

¹⁹⁵ Wolfgang Schäuble.

¹⁹⁶ Lehman-Brothers, ლემან ბრაზერსი გაკოტრების ბოლო დღემდე საინვესტიციო კატეგორიის რეიტინგს ფლობდა. ყოველივე ეს ხდებოდა მაშინ, როდესაც ჯერ კიდევ 2008 წლის მაისის ბოლოდან ცნობილი იყო, რომ კომპანიის რეკორდული ვალი დაახლოებით 613 მილიარდ დოლარს შეადგენდა. 2008 წლის 15 სექტემბერს ამერიკის საინვესტიციო ბანკი ლემან ბრაზერსი გაკოტრდა. სწორედ ეს დღე ითვლება გლობალური ფინანსური კრიზისის კულმინაციად.

¹⁹⁷ Mink/ Haan, Journal of International Money and Finance 34, 2013, 103.

¹⁹⁸ Gruppe/ Lange, European Journal of Political Economy, 2013, 1-2.

¹⁹⁹ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 912.

ევროპის საკრედიტო კრიზისის პერიოდში სამი ასპექტია ხაზგასასმელი. პირველი, რეიტინგის შემცირება და გაზრდა თითქოს დაბალანსებული იყო. როდესაც ხდებოდა ოთხი სახელმწიფოს რეიტინგის შემცირება, მაშინვე ზემოთ იწევდა ხუთის რეიტინგი. მეორე, რეიტინგის დაწვეა და ზრდა შეინიშნებოდა როგორც მაღალი რეიტინგის მქონე ქვეყნებზე (კანადა, შვედეთი დაეწია რეიტინგი; ირლანდია, ახალი ზელანდია აეწიათ რეიტინგი), ასევე დაბალი რეიტინგის მქონე ქვეყნებზე (მექსიკას და პაკისტანს დაეწიათ რეიტინგი, ხოლო ჩეხეთს, ინდოეთს და ბრაზილიას მოემატათ). მესამე, არ მომხდარა არც ერთი საინვესტიციო კლასის რეიტინგის მქონე სახელმწიფოს არასაინვესტიციო კლასში გადაყვანა.²⁰⁰

3.3.2. სუვერენული რეიტინგის შედგენა

სარეიტინგო კომპანიის შესაძლებლობა, შეაფასოს გადახდისუნარიანობა, უფრო ძლიერია სუვერენული რეიტინგების შემთხვევაში, ვიდრე კორპორაციული ემიტენტების დროს.²⁰¹

1990 წლიდან სუვერენული რეიტინგის შედგენის პროცესი ძირეულად არ შეცვლილა. ის გულისხმობს როგორც ემიტენტის, ისე სარეიტინგო კომიტეტის მონაწილეობას რეიტინგის შედგენაში. სარეიტინგო კომიტეტი, როგორც წესი, შედგება ოთხიდან ათ ანალიტიკოსამდე. რისკები, რომელსაც საბოლოო ჯამში აჩვენებს სუვერენული რეიტინგი, დაახლოებით 1920 წლიდან მოყოლებული იგივეა. მაგალითად, Moody's შემთხვევაში ეს 1918 წლიდან არ შეცვლილა და საბოლოო რეიტინგი ყოველთვის ასახავდა ორ რისკს: გადახდის შეუძლებლობას და გადახდის მზადყოფნას. თუმცა ცვალებადია რეიტინგის შედგენის მეთოდოლოგია, რომელიც მთელ რიგ კრიტერიუმებს ეყრდნობა. კრიტერიუმები, შეიძლება ითქვას, სუბიექტურია და ამასთან საჯაროდ ხელმისაწვდომი არაა. სუვერენული რეიტინგის შედგენა არ ეყრდნობა რაიმე მათემატიკურ ფორმულას.²⁰² მისი შედგენა მარტივ პროცესს არ წარმოადგენს, მაგრამ სარეიტინგო კომპანიები, მათი ბიზნეს პრაქტიკიდან გამომდინარე, დეტალურ მეთოდოლოგიას არ ხდიან საჯაროს. ჩამოყალიბებულია კრიტერიუმები, რომელსაც სარეიტინგო კომპანიები ყურადღებას აქცევენ, თუმცა უცნობია, თუ როგორ ხდება პრაქტიკაში მათი შეფასება და ერთ სიმბოლომდე მიყვანა.²⁰³

1980 წლის შემდეგ Fitch-მა, Moody's-მა და S&P-მა დაიწყეს სუვერენული რეიტინგის შედგენა. ისინი ახდენენ ეკონომიკური, ფინანსური და პოლიტიკური რისკის შეფასებას თავიანთი ინტერპრეტაციით.²⁰⁴ სუვერენული რისკის შეფასება იმაზე ძნელია, ვიდრე კომპანიის კრედიტის შედგენა. მთავრობის, ხელისუფლების რისკის შეფასებისას სარეიტინგო კომპანიამ უნდა გაითვალისწინოს არა მარტო ის ფაქტორები, რომელმაც შეიძლება გადახდისუნარიანობაზე იმოქმედოს, არამედ ის ფაქტორებიც,

²⁰⁰ Ferri/ Liu/ Stiglitz, Economic Notes, Vol. 28, Issue 3, 2 Dec 2003, 339.

²⁰¹ Santoni/ Arbia, Economic Notes, Vol. 42, Issue 2, 20 Jun 2013, 204.

²⁰² Gaillard, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 27 Jun 2013, 210-211.

²⁰³ Ratha/ De/ Mohapatra, World Development, Vol. 39, 2010, No. 3, 297.

²⁰⁴ Hoti/ McAleer, Journal of Economic Surveys, Vol. 18, No. 4, 10 Sep 2004, 541.

რომლებმაც შეიძლება გავლენა მოახდინოს მთავრობის მზადყოფნაზე, გადაიხადოს ვალდებულებები.²⁰⁵

დროთა განმავლობაში დაბალი და საშუალო შემოსავლის მქონე სახელმწიფოებმა მოახერხეს კაპიტალის ბაზარზე შესვლა და შესაბამისად, რეიტინგის მიღება წამყვანი სარეიტინგო კომპანიებისგან. შედეგად 1990 წლიდან საერთო რაოდენობაში მაღალი შემოსავლის მქონე სახელმწიფოთა რაოდენობა საგრძნობლად შემცირდა. ყოველივე ამან ბიძგი მისცა სარეიტინგო კომპანიებს, გაემრავალფეროვნებინათ სუვერენული რეიტინგის მინიჭების კრიტერიუმები.²⁰⁶ ქვეყნის რისკი ბუნებრივად აღიქმებოდა, როგორც სუვერენული რისკი, რომელიც დაკავშირებული იყო ქვეყნის პრობლემებთან მოეხდინა ვალდებულების შესრულება. 1970 წლებში, ირანის პოლიტიკური გადატრიალების შემდეგ, რეიტინგს დაემატა პოლიტიკური რისკის შეფასება და ასევე, სახელმწიფოს მზადყოფნა, შეასრულოს ვალდებულება. ეს უკანასკნელი განიხილება მაშინ, როდესაც ქვეყნის გადახდისუნარიანობა ხდება პრობლემური. 1970 წელს შემუშავდა ქვეყნის რისკის შეფასების მეთოდი, რომელიც დღემდე გამოიყენება: კერძოდ, რეიტინგი დგება რაოდენობრივი და ხარისხობრივი მაჩვენებლების შეფასებით. რაოდენობრივი მაჩვენებლები ფართოდ მოიცავს სწორედ ქვეყნის ეკონომიკურ, პოლიტიკურ და სოციალურ მდგომარეობას.²⁰⁷

ფორმალურად ეს კრიტერიუმები შეიძლება შემდეგნაირად დავახასიათოთ:

ეკონომიკური რისკი აფასებს ქვეყნის აქტუალურ ეკონომიკურ სიძლიერესა და სისუსტეს. იგი მოიცავს:

1. მთლიან შიდა პროდუქტს²⁰⁸ მოსახლეობის ერთ სულზე;
2. მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალურ წლიურ ზრდას;
3. წლიური ინფლაციის დონეს;
4. ბიუჯეტის ბალანსს;

პოლიტიკურ რისკში იგულისხმება:

1. ხელისუფლების სტაბილურობა;
2. სოციალურ-ეკონომიკური მდგომარეობა;
3. საინვესტიციო პროფილი;
4. შიდა კონფლიქტები;
5. გარე კონფლიქტები;
6. კორუფცია;
7. სამხედრო პოლიტიკა;
8. რელიგიური დაძაბულობა;
9. კანონი და წესრიგი;
10. ეთნიკური დაძაბულობა;
11. ბიუროკრატიის ხარისხი;

²⁰⁵ Cantor/ Packer, European Financial Management, Vol. 2, No. 2, 1996, 253.

²⁰⁶ Gaillard, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 27 Jun 2013, 211.

²⁰⁷ Schroeder, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, 2008, 504.

²⁰⁸ „მთლიანი შიდა პროდუქტი (მშპ) ყველა იმ საბოლოო საქონლისა თუ მომსახურების საბაზრო ღირებულებაა, რომელიც იწარმოება ქვეყნის შიგნით დროის მოცემულ პერიოდში“. *მენეჯ.* ეკონომიკის პრინციპები, გამომც. დიოგენე, 2008, 507.

ფინანსური რისკი მოიცავს შემდეგ კატეგორიებს:

1. ვალუტის კურსის სტაბილურობას;
2. საგარეო ვალს, როგორც მთლიანი შიდა პროდუქტის პროცენტს;
3. ლიკვიდურობას;²⁰⁹
4. ქვეყანაში პროდუქტის სწრაფ ზრდას;
5. უცხო კაპიტალის არაპროდუქტიულ ინვესტირებას;
6. არამართებულ კრედიტებს უცხოური ბანკებიდან;

სოციალურ ფაქტორებში შეიძლება მოვიპოვოთ:

1. მოსახლეობის მდელვარება იდეოლოგიური განსხვავების გამო;
2. მოსახლეობის მდელვარება არათანაბარი შემოსავლის გამო;
3. რელიგიური დაპირისპირებები;²¹⁰

საინტერესოა, რომ სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანია ხშირად ვერ თანხმდება რეიტინგზე. ეს გამოწვეული უნდა იყოს რეიტინგის შედგენის განსხვავებული მეთოდით. ისინი არასდროს ხსნიან, თუ რა ძალა აქვს ამა თუ იმ ინდიკატორს რეიტინგის შედგენაში. შესაბამისად, შეუძლებელია იმის გარკვევა, თუ რა როლს ასრულებს ესა თუ ის ინდიკატორი.²¹¹

წინა პერიოდთან შედარებით, მნიშვნელოვანი ცვლილებაა ის, რომ 1918–1939 წლებში სარეიტინგო კომპანიები საინვესტიციო რეკომენდაციებს გასცემდნენ, დღეს კი აღარ გასცემენ. ამავე პერიოდში შემოსავლის წყაროს წარმოადგენდა ანალიტიკური საქმიანობიდან შემოსული თანხა, რაც უდავოდ პოზიტიურად უნდა შევაფასოთ.²¹²

რეიტინგისთვის ყველაზე დიდი ნახტომია მისი გადასვლა არა საინვესტიციო კლასიდან საინვესტიციოში ან პირიქით.²¹³ იმის მიუხედავად, რომ სარეიტინგო კომპანია ახდენს რეიტინგის გადამოწმებას, პრაქტიკაში რეიტინგის შეცვლა მხოლოდ გამონაკლის შემთხვევებში ხდება, როდესაც სარეიტინგო კომპანია აღმოაჩენს ფუნდამენტურ ცვლილებას ქვეყნის კრედიტის ხარისხში,²¹⁴ ანუ რეიტინგის გადამოწმება არ ხდება რაიმე დადგენილი წესის მიხედვით, არამედ, თუ ამას მოითხოვდა ქვეყანა (შესაბამისად, გადაიხდის ამისთვის), ან სახეზეა ისეთი გარემოება და შესაძინევი ცვლილება, რომელიც აიძულებს სარეიტინგო კომპანიას გადამოწმოს ამა თუ იმ ქვეყნის რეიტინგი. პრაქტიკაში, როდესაც ერთი სარეიტინგო კომპანია ახორციელებს რეიტინგის აწევას/დაწევას, მას მოკლე დროში მოჰყვება მსგავსი ცვლილებები სხვა სარეიტინგო კომპანიის მხრიდან.²¹⁵

²⁰⁹ Hoti/ McAleer, Journal of Economic Surveys, Vol. 18, No. 4, 10 Sep 2004, 557-558.

²¹⁰ Hoti/ McAleer, Journal of Economic Surveys, Vol. 18, No. 4, 10 Sep 2004, 541.

²¹¹ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 914.

²¹² Gaillard, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 27 Jun 2013, 212.

²¹³ Correa/ Lee/ Sapriz / Suarez, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 46, Issue s1, 27 Jun, 2014, 114.

²¹⁴ Kim/ Wu, The Journal of Financial Research, Vol. XXXIV, No. 2, 2011, 335.

²¹⁵ Ratha/ De/ Mohapatra, World Development, Vol. 39, 2010, No. 3, 296.

3.3.3. სუვერენული რეიტინგის მნიშვნელობა

სუვერენულ რეიტინგს რამდენიმე მნიშვნელოვანი ფუნქცია აკისრია. მას შეუძლია ხელი შეუწყოს ინფორმაციის ასიმეტრიულობის აღმოფხვრას. როდესაც ბაზარზე ინფორმაციის ასიმეტრიულობაა, ეს საბაზრო ტრანზაქციებს ართულებს. დამოუკიდებელ ბიზნესს, რომელიც ახდენს კომპანიებისა და პროდუქტების შეფასებას, შეუძლია ამ პრობლემის დაძლევა. კარგად ინფორმირებულ სტეიკჰოლდერს²¹⁶ შეუძლია უკეთესი გადაწყვეტილების მიღება ამა თუ იმ პროდუქტის ყიდვის დროს, ასევე, რომელ ობლიგაციაში განახორციელოს ინვესტიცია და რომელ კომპანიასთან დაიჭიროს საქმიანი ურთიერთობა. დამოუკიდებელი კომპანიების მიერ შედგენილი რეიტინგი გავლენას ახდენს ინვესტორისა და მომხმარებლის ქმედებაზე.²¹⁷

ზოგადად, სახელმწიფო ცდილობს მიიღოს რეიტინგი იმისათვის, რომ გაიადვილოს წვდომა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე, სადაც ინვესტორი, ძირითადად ამერიკელი ინვესტორი, პრიორიტეტს ანიჭებს შეფასებულ ფასიან ქაღალდს. ადრე სახელმწიფოები ცდილობდნენ რეიტინგის მოპოვებას მხოლოდ მათ უცხო ვალუტაში არსებულ ობლიგაციებზე. თუმცა, მას შემდეგ, რაც საერთაშორისო ინვესტორთა რაოდენობამ იმატა, გაიზარდა მოთხოვნა ობლიგაციებზე, რომელიც გამოცემული იყო ტრადიციულისგან განსხვავებულ ვალუტაში. ბოლო წლებში უფრო და უფრო მეტმა სუვერენმა მიიღო რეიტინგი ადგილობრივი ვალუტის ობლიგაციისთვის. სუვერენული რეიტინგი მნიშვნელოვანია იმიტომაც, რომ ის გავლენას ახდენს იმავე წარმოშობის სხვა მოვალეებზეც. სარეიტინგო კომპანიები, ზოგადად, არ ანიჭებენ სუვერენულ რეიტინგზე მაღალ რეიტინგს საჯარო და კერძო სექტორის ემიტენტებს. შესაბამისად, სუვერენული რეიტინგი გავლენას ახდენს ადგილობრივი მუნიციპალიტეტის, პროვინციების, მთავრობების, კერძო კომპანიების რეიტინგზე.²¹⁸ განვითარებად ქვეყნებში რეიტინგი დიდ გავლენას ახდენს კომპანიებისა და ბანკების რეიტინგზე. ამ მოვლენას თეორიაში „sovereign ceiling“-ს უწოდებენ, რაც გულისხმობს, რომ სხვა მომხმარებელს არ აქვს შესაძლებლობა, მიიღოს იმაზე მაღალი რეიტინგი, ვიდრე სუვერენული რეიტინგია.²¹⁹ სუვერენული რეიტინგი ენიჭება მხოლოდ სახელმწიფოს მთავრობის მიერ გამოცემულ ობლიგაციას. რაც შეეხება არასუვერენული ემიტენტების რეიტინგს, ის მიიღება სუვერენულ რეიტინგზე ამ ინსტრუმენტის რისკის დამატებით.²²⁰ როგორც ზემოთ აღინიშნა, არ შეიძლება კომპანიას მიენიჭოს იმაზე მაღალი რეიტინგი, ვიდრე სახელმწიფოს აქვს. თუმცა აქ

²¹⁶ საწარმოს სხვა მონაწილეები ან სხვა ჯგუფები, რომელსაც განეკუთვნებიან კორპორაციის თანამშრომლები, კრედიტორები, მიმწოდებლები და კლიენტები. რუსულ სამართალში ტერმინს Stakeholder-ს თარგმნიან როგორც დაინტერესებულ პირებს. გერმანული ენა ტერმინს ან უცვლელად იყენებს ან მას როგორც Anspruchsgruppen, ან როგორც Interessengruppen თარგმნის.

²¹⁷ Chatterji/ Toefel, Management Journal, Vol. 31, Issue 9, 4 Jun 2010, 917.

²¹⁸ Cantor/ Packer, European Financial Management, Vol. 2, No. 2, 1996, 248-249.

²¹⁹ Ratha/ De/ Mohapatra, World Development, Vol. 39, 2010, No. 3, 296.

²²⁰ Schroeder, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 2, 2008, 509.

გასათვალისწინებელია ის, რომ ამგვარი შეზღუდვა მოქმედებს მხოლოდ დიდი რისკის შემცველი ქვეყნებისთვის. ეს ლიმიტი არ ვრცელდება იმ კორპორაციებზე, რომელიც დაფუძნებულია დაბალი რისკის მქონე ქვეყნებში, ან ისეთ კორპორაციებზე, რომლებიც მსოფლიოს მასშტაბით არიან წარმოდგენილები, შესაბამისად, სუვერენული რეიტინგი მათთვის განსხვავებულია.²²¹

სუვერენული რეიტინგი განსაზღვრავს პოტენციური ინვესტორების რაოდენობას.²²² რეიტინგი გავლენას ახდენს კაპიტალის ბაზრის დინამიკაზე და კაპიტალის ღირებულებაზე.²²³

სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის მიერ შედგენილი რეიტინგი გავლენას ახდენს კაპიტალის ბაზარზე სუვერენის ან კომპანიის შესვლაზე. 2010 წლისთვის დაახლოებით 65 განვითარებად ქვეყანას, ძირითადად, გაჭირვებულ ქვეყნებსა და 12 მაღალი შემოსავლის მქონე სახელმწიფოს ჰქონდა მინიჭებული რეიტინგი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის მიერ. ზოგადად, მიიჩნევა, რომ რეიტინგის არ ქონა შეიძლება იყოს უარესის მომტანი სახელმწიფოსთვის იმდენად, რამდენადაც ის შეიძლება იმაზე მეტი რისკის მატარებლად შეაფასონ, ვიდრე სინამდვილეშია.²²⁴

ქვეყანა, რომელსაც არ აქვს რეიტინგი, ან გადახდისუნაროა, ან ზედმეტად მდიდარი იმისთვის, რომ ისესხოს. ის ასეთად თვითონ მიიჩნევა თავს ან მიჩნეულია ბაზრის მიერ.²²⁵ თუმცა ქვეყანას, რომელიც არ არის შეფასებული, თეორიულად აქვს იმის შანსი, რომ ჰქონდეს იმაზე მეტი რეიტინგი, ვიდრე ითვლება.

3.4. საქართველოს სუვერენული რეიტინგი

მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა განსხვავებულად იმოქმედა მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყანაზე. გავლენის მასშტაბს განსაზღვრავდა ქვეყნის ინტეგრირებულობა მსოფლიო ეკონომიკურ პროცესებში, რაც ქვეყანაში ტრანსნაციონალური კომპანიების არსებობას, მეზობელი ქვეყნების მდგომარეობასა და ქვეყნის ეკონომიკის ექსპორტ-იმპორტზე დამოკიდებულებას გულისხმობს.²²⁶ შეიძლება ითქვას, რომ საქართველოში კრიზისი უფრო ადრე დაიწყო, ვიდრე მსოფლიოში, ამას განაპირობებდა სხვადასხვა ფაქტორი, მათ შორის მთავარი როლი რუსეთ-საქართველოს ხუთ დღიან ომს უჭირავს.²²⁷

მსოფლიო კრიზისმა გააჩინა უნდობლობის მომენტი, რაც ინვესტიციური

²²¹ *Langhor/ Langhor*, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England 2008, 270.

²²² *Ferri/ Liu/ Stiglitz*, Economic Notes, Vol. 28, Issue 3, 2 Dec 2003, 335.

²²³ *Williams/ Alsakka/ Gwilym*, Journal of Banking & Finance 37, 2013, 565.

²²⁴ *Ratha*, World Development, Vol. 39, No. 3, 2010, 295.

²²⁵ *იქვე* 301.

²²⁶ *პავლია შვილი*, მიმდინარე ეკონომიკური კრიზისის ხასიათი და თავისებურებანი. სოციალური ეკონომიკა 1(13)/2011, 30.

²²⁷ *ჯიბუტი*, გლობალიზაცია-უცოდნელი ცოდნა, სოციალური ეკონომიკა 1(13)/2011, 57.

აქტიურობის შემცირებით გამოიხატა.²²⁸ ამასთან, კიდევ უფრო გაიზარდა უმუშევართა რაოდენობა.²²⁹

გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე საქართველოში სარეიტინგო კომპანიების მიმართ დამოკიდებულება არც პრაქტიკაში და არც კანონმდებლობაში არ შეიმჩნეოდა. სარეიტინგო კომპანიების თემა აქტიურად წამოიჭრა ფინანსური კრიზისის პერიოდში. კანონმდებლობა, ერთეული ჩანაწერების გარდა, არ შეიცავს სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელ ნორმებს. საქართველოში ადგილი აქვს შემთხვევას, როდესაც პრაქტიკა უფრო მდიდარია, ვიდრე კანონმდებლობა. რამდენად გათვითცნობიერებულია საზოგადოება იმაში, თუ რას წარმოადგენს რეიტინგი, რას საქმიანობენ სარეიტინგო კომპანიები და საერთოდ რისთვის არის საჭირო რეიტინგების მინიჭება, საკითხავია. ერთი რამ ნათელია, რომ რეიტინგების ფლობა 2008 წლიდან სიახლეს არაა, თუმცა ამას არ მოჰყოლია საქართველოში სარეიტინგო კომპანიების დაფუძნება.

ქვეყნის რეიტინგი ეს არის სარეიტინგო კომპანიის მიერ ქვეყნის გადახდისუნარიანობის შეფასება. ეს არის ინვესტორებისათვის რისკის მაჩვენებელი. საქართველოს პირველი რეიტინგი 2007 წლით თარიღდება. პირველი სუვერენული საკრედიტო რეიტინგი საქართველოს Fitch-მა მიანიჭა და შეაფასა BB-, 2008 წელს B+-ით, რაც „კრედიტუნარიანობის მნიშვნელოვნად არასაკმარის დონეს“ წარმოადგენს. Fitch-ი ყოველწლიურად ანიჭებს საქართველოს სუვერენულ რეიტინგს, თუმცა B+-ზე მაღალი რეიტინგი ჯერ არ მიუნიჭებია. ძირითადად სარეიტინგო კომპანიების მიერ საქართველოსთვის რეიტინგის მინიჭება დაიწყო 2008 წლის შემდეგ. Fitch-თან ერთად საქართველოს შეფასებას 2008 წლიდან S&P-იც ახორციელებს. 2008–2009 წლებში მან საქართველოს სუვერენული რეიტინგი B-თი შეაფასა, 2011 წელს კი რეიტინგი B-დან B+-მდე გაზარდა. 2011 წლის 4 ივლისს მათ რიცხვს მესამე წამყვანი სარეიტინგო კომპანია Moody's-ი შეუერთდა. საქართველოსთვის Moody's-ის მიერ მინიჭებული რეიტინგი არ განსხვავდება დანარჩენი ორი სარეიტინგო კომპანიის რეიტინგისაგან და B+-ს შეადგენს. უნდა აღინიშნოს ის ფაქტი, რომ ქვეყნის შიგნით კონკრეტული ინსტიტუტის შეფასების დროს ამომავალ წერტილად ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი გვევლინება. ეს იმას ნიშნავს, რომ არ შეიძლება ქვეყნის შიგნით არსებულ ნებისმიერ ინსტიტუტს მიენიჭოს იმაზე მაღალი რეიტინგი, ვიდრე ქვეყნის სუვერენული რეიტინგია.

დღეისათვის საქართველო ინარჩუნებს ურთიერთობას სამ წამყვან სარეიტინგო კომპანიასთან. დღეს, საქართველოს სუვერენული რეიტინგი BB- შეადგენს.²³⁰

²²⁸ ბარათაშვილი, საქართველო მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ფონზე, სოციალური ეკონომიკა 1(13)/2011, 52.

²²⁹ ტყეშელაშვილი/ დიდიშვილი, ეკონომიკური კრიზისის დაძლევის ძირითადი მიმართულებები საქართველოში, სოციალური ეკონომიკა 1(13)/2011, 59.

²³⁰ „სახელმწიფო ვალთან მიმართებით საგულისხმოა, რომ საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო უზრუნველყოფს სახელმწიფო ვალის პრაგმატულ და კონსერვატიულ მართვას, აგრეთვე ქვეყნის მიერ მოხიდული სასესხო რესურსის ეროვნული განვითარებისა და

თავდაპირველად საქართველოსათვის რეიტინგის საჭიროება ევრობლიგაციების განთავსების მიზნით აიხსნებოდა. რა თქმა უნდა, რეიტინგის გარეშე შეიძლება ფასიანი ქაღალდების განთავსება, მაგრამ არსებობს იმის საშიშროება, რომ ასეთ შემთხვევაში ინვესტორები მეტად დაიზღვევენ თავს და ფასიან ქაღალდებს მხოლოდ ძალიან იაფად შეიძენენ. საქართველომ 2008 წელს ევრობლიგაციებზე 500 მილიონი დოლარი განათავსა.

2012 წლის ბიუჯეტის შესახებ ინფორმაციის შემცველ დოკუმენტში ეხედავთ, რომ საქართველო შეფასებულია სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიისგან და შესაბამისად, მინიჭებული აქვს შემდეგი რეიტინგი: S&P-ისგან BB- (სტაბილური); Fitch-ისგან BB- (სტაბილური); Moody's-ისგან Ba3 (სტაბილური); დღევანდელი მდგომარეობით, საქართველოს სუვერენული რეიტინგი უცვლელია. საინტერესოა ის ფაქტი, რომ ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალურ გვერდზე Ba3 კატეგორიის რეიტინგის განმარტავენ, როგორც „უმაღლესი კატეგორიის რეიტინგს“.²³¹

საქართველოს, როგორც განვითარებადი ქვეყნის, სუვერენული რეიტინგი გავლენას ახდენს მის შიგნით შეფასებულ ერთეულებზე. შესაბამისად არ შეიძლება საქართველოს შიგნით შეფასებულ კომპანიას, ორგანიზაციას მიენიჭოს იმაზე მაღალი რეიტინგი, ვიდრე საქართველოს სუვერენული რეიტინგია. დღეს საქართველოში რეიტინგს ფლობს ბანკები, თავად ქვეყანა საქართველო, „საქართველოს რეინიგზა“²³², რეიტინგს ასევე ფლობს მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია „ბი აი ჯი“²³³, სახელმწიფო საინვესტიციო ფონდი სს „საპარტნიორო ფონდი“²³⁴

ბანკები

როგორც კი გაჩნდა მოტივაცია იმისა, რომ გარკვეული ფინანსური საკითხების გადასაწყვეტად რეიტინგის გამოყენება აუცილებელია, გაჩნდა

საინვესტიციო პრიორიტეტების შესაბამისად გამოყენებას. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მგომარეობა საქართველოს სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის ერთ-ერთი მთავარი ძლიერი მხარეა. საქართველო აგრძელებს თანამშრომლობას საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიებთან – Standard & Poor's, Fitch Moody's. ამჟამად საქართველოს სამივე სარეიტინგო კომპანიასთან „BB- სტაბილური“ რეიტინგი აქვს („Ba3 სტაბილური“ სარეიტინგო კომპანია Moody's-ის მეთოდოლოგიით).²³¹ საქართველოს მთავრობა, სამთავრობო პროგრამის შესრულების ანგარიში – „ძლიერი, დამოუკიდებელი, ერთიანი საქართველოსთვის“, 4.10.2013, 21. „მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის 2013-2014 წლის „გლობალური კონკურენტუნარიანობის მოხსენების“ („The Global Competitiveness Report“) ... მიხედვით, საქართველოს რეიტინგი 5 ადგილით გაუმჯობესდა და 148 ქვეყანას შორის საქართველომ 77-ე ადგილიდან 72-ზე (4,15 ქულით) გადმოინაცვლა“ საქართველოს მთავრობა, სამთავრობო პროგრამის შესრულების ანგარიში – „ძლიერი, დამოუკიდებელი, ერთიანი საქართველოსთვის“, 4.10.2013, 14.

²³¹ <http://mof.gov.ge/News/2010/3629>, ბოლო ნახვა 10.04.2014.

²³² ჯიბუტი წიგნში მახარობლიშვილი გ./ქირია ა/ ზუბიტაშვილი ნ./ ჯიბუტი ნ./ ჯიბუტი ს., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 253.

²³³ <http://www.big.com.ge/structure/l/geo>, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

²³⁴ http://www.fund.ge/geo/who_we_are/4, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

მისი პრაქტიკაც. საქართველოში პირველი რეიტინგები ბანკებს მიენიჭათ. დღეს საქართველოში ცხრამეტი ლიცენზირებული საბანკო დაწესებულება მოქმედებს, რომელთაგან მხოლოდ ხუთს აქვს მინიჭებული რეიტინგი. კერძოდ: 1) „თიბისი“ ბანკი შეფასებულია Moody's-ისა და Fitch-ის მიერ, შესაბამისად რეიტინგით B1 და BB-;²³⁵ 2) „ვი-თი-ბი“ ბანკი შეფასებულია მხოლოდ Fitch-ის მიერ და მინიჭებული აქვს BB-;²³⁶ 3) „პროკრედიტ“ ბანკს 2010 წლის 6 აგვისტოს ასევე Fitch-მა მიანიჭა რეიტინგი BB-;²³⁷ 4) „ლიბერთი ბანკი“ შეფასებულია Fitch-ის მიერ მსგავსი რეიტინგით; 5) „საქართველოს ბანკი“ შეფასებულია სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის მიერ. ის ზემოთხსენებული ბანკების იდენტურ რეიტინგს ფლობს.

საქართველომ გადაწყვიტა შესულიყო შეფასებულ სახელმწიფოთა სიაში. თუმცა ეს განპირობებული იყო მეტწილად სურვილით ჰქონოდა წვდომა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე. უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოს ბანკებიდან ყველაზე პირველად დიდ წარმატებას სწორედ „საქართველოს ბანკმა“ მიაღწია და მისი ფასიანი ქაღალდები 2006 წლის ნოემბერში ლონდონის ბირჟის (LSE) სავაჭრო სისტემაში იქნა დაშვებული (კოდი-BGEO). კრიზისმა აქციის ფასზე საგრძნობლად იმოქმედა. ამას მოწმობს ის ფაქტი, რომ ლონდონის ბირჟაზე 2006 წლის 31 დეკემბერს ერთი აქციის ფასი 22,5 დოლარი, 2007 წლის 31 დეკემბერს 29,538 დოლარი იყო, 2008 წლის 31 დეკემბერს კი საგრძნობლად დაეცა 4,14 დოლარამდე. კრიზისის შემდეგ ფასი განაგრძობს ზრდას, თუმცა ჯერჯერობით ვერ მიაღწია ლონდონის ბირჟაზე დაშვების დროისათვის არსებულ ღირებულებას. 2011 წლის 31 მარტის მდგომარეობით აქციის ფასს 19,85 დოლარი წარმოადგენდა.²³⁸ როგორც ჩანს, მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს ბანკს მინიჭებული ჰქონდა რეიტინგი, მისმა ინვესტორებმა მაინც ვერ აიცილეს თავიდან აქციების კურსის ვარდნა. 2014 წელს ლონდონის ბირჟაზე გავიდა ასევე „თიბისი“ ბანკი.

საქართველოს რკინიგზა

2010 წლის 10 მაისს Fitch-მა შ.პ.ს. „საქართველოს რკინიგზას“ მიანიჭა B+ რეიტინგი. 2011 წლის 27 ივნისს Fitch-მა განმეორებით შეაფასა საქართველოს რკინიგზა და იგივე რეიტინგი მიანიჭა.²³⁹ როგორც უკვე აღვნიშნე, საკრედიტო რეიტინგის ზედა ზღვარს ყოველთვის სახელმწიფოს სუვერენული რეიტინგი განსაზღვრავს, თუმცა საქართველოს რკინიგზის შემთხვევაში ამას ემატება ისიც, რომ მისი 100%-ის მფლობელი სახელმწიფოა. ამასთან, ობლიგაციის მფლობელებს შეუძლიათ, მოითხოვონ დროზე ადრე გადახდა, თუ

²³⁵ <http://www.tbcbank.com.ge/ir/main.php?id=49&lang=eng>, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

²³⁶ <http://ge.vtb.com.ge/about/raiting/>, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

²³⁷ http://www.procreditbank.ge/index.php?item_id=31&component=STATIC_CONTENT&menu_id=14&sub_menu_id=54, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

²³⁸ <http://www.bog.ge/ir/index.php?¶ms=eF5LtDKyqi62MrFSyknMS1eyLgbylVLzQAyGWEFieipYzMxKqTgjsSg1vqAoMzk1PjEvJT43sSg7tSQ%2BObFAyboWAA1bFzk%3D>, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

²³⁹ <http://railway.ge/?web=0&action=news&lang=geo&npid=190>, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

საქართველოს რკინიგზაში სახელმწიფოს წილი 50%-ზე ნაკლები გახდება. საქართველოს რკინიგზამ სადებიუტო კუპონიანი ევროობლიგაციები 250 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობით (თბილისის შემოვლითი რკინიგზის მშენებლობის მიზნით) განათავსა 2010 წლის 22 ივლისს 2015 წლისათვის გამოსყიდვის პირობით (კუპონი— 9,875%, წელიწადში ორჯერ გადახდით).²⁴⁰

რეკომენდაცია: საქართველოს მიერ სუვერენული რეიტინგის აღება იმ მომენტისათვის მოტივირებული იყო კონკრეტული ამოცანით. კერძოდ ევროპის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შესვლის სურვილით და მას მოკლე დროის მონაკვეთში დადებითი შედეგი ჰქონდა. მნიშვნელოვანია ხანგრძლივ პერიოდზე სუვერენული რეიტინგის დადებითი გავლენის შენარჩუნება, რაც მექანიკურად არ ხდება. იმ შემთხვევაში, თუ ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი გაუმჯობესდება, ქვეყნის შიგნით მოქმედი ყველა კორპორაციებისათვის რეიტინგების გაუმჯობესების კარგი პირობები შეიქმნება. თუ სუვერენული რეიტინგი დაეცემა, ასეთ შემთხვევაში კორპორაციებისათვის ცუდი გარემო შეიქმნება. მათ გაუჭირდებათ სუვერენულ რეიტინგზე უკეთესი რეიტინგის მიღება. ეს უკანასკნელი ქვეყნის ეკონომიკისათვის რისკის შემცველია. თავის თავში დარწმუნებულმა კორპორაციებმა შეიძლება უკეთესი სუვერენული რეიტინგის მქონე ქვეყნებში მოინდომონ თავიანთი ბიზნესის გადატანა. ასეთი რისკის შესაძლებლობა არჩევანს სვამს: სუვერენული რეიტინგი, რომელიც თავისთავად კარგი ტონია, თუ ის რისკი, რომელიც სუვერენული რეიტინგის კატეგორიის შენარჩუნების კუთხით გააჩნია ქვეყანას. განსაკუთრებით, თუ რეიტინგი საერთაშორისო და ქვეყნის შიდა ურთიერთობებში ეკონომიკისა და ფინანსების სფეროს შორდება და გამოყენებულია როგორც პოლიტიკური ურთიერთობის ინსტრუმენტი. ამის თავიდან ასაშორებლად, სამართლებრივად უნდა დადგინდეს სუვერენული რეიტინგის მიღების შესახებ გადაწყვეტილების მაღალი ლეგიტიმურობა. მისი მიღების შესახებ შესაბამისი ცვლილებები და დამატებები უნდა შევიდეს საქართველოს კანონში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, ან მიღებულ უნდა იქნას სპეციალური კანონი სუვერენული რეიტინგის შესახებ.

IV. რეიტინგის წარმოება

4.1 რეიტინგის შედგენის პროცესი

რეიტინგის სუბიექტს წარმოადგენს რეიტინგის მიმღები. ესენი არიან ადრესატები, რომლებზეც ვრცელდება კრედიტის რისკი და მასში ასახული ყველა დეტალური ინფორმაცია.²⁴¹ სარეიტინგო საქმიანობაში მონაწილეობენ ფიზიკური პირები, კომპანიები, სახელმწიფოები, საერთაშორისო და სხვა ორგანიზაციები. უნდა აღინიშნოს, რომ რეიტინგის შედგენის ზუსტი

²⁴⁰ http://railway.ge/?web=0&action=page&p_id=208&lang=geo, ბოლო ნახვა 15.04.2014.

²⁴¹ Joachim/ Rudolph/ Hahnenstein, Aktuelle Entwicklungen im Bank- Controlling Rating, Gesamtbanksteuerung und Basel II, Düsseldorf, 2005, 35.

საფეხურები ჩვენთვის უცნობია იმდენად, რამდენადაც ის წარმოადგენს სარეიტინგო კომპანიების საიდუმლოს.²⁴² ზოგადად კი ის შედგება ორი ნაწილისგან. პირველი ნაწილი წარმოადგენს შეფასების მოსამზადებელ სტადიას, მეორე ნაწილი კი მოიცავს თვითონ შეფასების პროცესს. შესაფასებელი ობიექტისა და მიზნების განსაზღვრა მოსამზადებელი ნაწილის პირველი სტადიაა. თვითონ შეფასების პროცესი განსხვავებულია ყველა სარეიტინგო კომპანიისათვის და ყველა ემისიისათვის, თუმცა მათ ერთი საფუძველი აქვთ.²⁴³ რეიტინგის შედგენის პროცესისათვის დამახასიათებელია სარეიტინგო კომპანიებისა და ემიტენტს შორის მჭიდრო თანამშრომლობა. სწორედ ეს თანამშრომლობა დგას სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის მოდელის კრიტიკის ეპიცენტრში.²⁴⁴ როგორც ითქვამს, ერთმანეთისგან განასხვავებენ ნებაყოფლობით (დაკვეთის გარეშე) და დაკვეთის საფუძველზე შედგენილ რეიტინგებს. რეიტინგი დგება ემიტენტების, ინვესტორების დიდი ჯგუფების დაკვეთის საფუძველზე ან სარეიტინგო კომპანიების ინიციატივით. რეიტინგის შედგენის პროცესი განსხვავებულია ნებაყოფლობითი და დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგების დროს, ამიტომ მიზანშეწონილია თითოეულის ცალ-ცალკე განხილვა.

4.2. დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი

დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგისათვის დამახასიათებელია ის, რომ არ გვაქვს შეფასებული ობიექტის სურვილი, ფლობდეს რეიტინგს. ამას მნიშვნელობა არ ენიჭება. ამ უკანასკნელის დროს, რეიტინგის გამოცემის ინიციატორი თავად სარეიტინგო კომპანიაა. შესაბამისად, ინტერესთა კონფლიქტის საშიშროება არ არის.²⁴⁵ ემიტენტი არ იღებს მონაწილეობას რეიტინგის პროცესში და რეიტინგი მთლიანად საჯარო წყაროდან მიღებულ ინფორმაციას ეფუძნება.

ზოგადად, სამივე წამყვანი სარეიტინგო კომპანია აკეთებს მითითებას იმის შესახებ, თუ რა სახით არის რეიტინგი შედგენილი. 1996 წელს S&P-მა დაიწყო დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგის აღნიშვნა „pi“ სიმბოლოთი, ანუ იგულისხმებოდა, რომ რეიტინგი ეყრდნობა საჯაროდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას. ამ სახის რეიტინგის აღსანიშნავად, ზოგი სარეიტინგო კომპანია იყენებს “shadow” ან “pi” აღნიშვნას.²⁴⁶ 2000 წელს Moody's სარეიტინგო კომპანიამ დაიწყო რეიტინგებთან დაკავშირებით პრესრელიზების გამოშვება, სადაც აღნიშნავდა თუ რა სახით იყო ესა თუ ის რეიტინგი შედგენილი. მათ 2001 წელს Fitch-იც შეუერთდა.²⁴⁷

²⁴² Wildmoser/Schiffer/Langoth, RIW 10/2009, 660.

²⁴³ Leffers in Büschgen/ Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 356.

²⁴⁴ Morkötter/ Westerfeld, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 6/2008, 393.

²⁴⁵ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 8.

²⁴⁶ Poon/ Firth, Journal of Business finance & Accounting, 32 (9) & (10), November/December 2005, 1743.

²⁴⁷ Behr/ Güttler, Journal of Banking & Finance 32, 2008, 589.

მიიჩნევენ, რომ რეიტინგი, რომლის შედგენაშიც ემიტენტი მონაწილეობას არ იღებს, ინფორმაციული არ არის. დაკვეთის გარეშე რეიტინგის შედგენისას არსებობს ტენდენცია, რომ სარეიტინგო კომპანია გასცემს იმაზე დაბალი ხარისხის რეიტინგს, ვიდრე შეიძლება რეალურად ეკუთვნოდეს შეფასებულ ობიექტს. ამის მიზეზი კი არის სარეიტინგო კომპანიის სურვილი, თავიდან აიცილოს ზედმეტად მაღალი რეიტინგის შედგენა.²⁴⁸ თუმცა ემპირიული კვლევები აჩვენებს, რომ სავალდებულო არ არის დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი იყოს იმაზე ნაკლები, ვიდრე დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგი.²⁴⁹

ფინანსურ ბაზარზე ჯერ კიდევ მრავლად არიან ისეთი კომპანიები, რომლებსაც არ აქვთ რეიტინგი. ამის ბევრი მიზეზი არსებობს. მაგალითად, შუა აზიის ბანკები გამონაკლის შემთხვევაში მიმართავენ სარეიტინგო კომპანიას, რადგან იშვიათად არიან საერთაშორისო ბაზრის მონაწილეები. მათ არ სურთ, რომ უცხო ქვეყნის აქციონერი აკონტროლებდეს მათ ბანკებს. კიდევ ერთ მაგალითს წარმოადგენს ჩინეთი, სადაც განსხვავებული მარეგულირებელი სისტემაა. შესაბამისად, ითხოვენ, რომ ბანკების შეფასება მოხდეს ადგილობრივი სარეიტინგო კომპანიის მიერ. ისინი მიიჩნევენ, რომ ამერიკის შეერთებულ შტატებში დაფუძნებული სააგენტო, მაგალითად Moody's, ვერ იქნება სათანადოდ ინფორმირებული ჩინეთში არსებული მდგომარეობის შესახებ. ამდენად, ვერ შეძლებს რეალური და ობიექტური შეფასების გაკეთებას. ზოგი კომპანია კი იმიტომ არ უკვეთავს რეიტინგს, რომ ეშინია დაბალი რეიტინგის მიღების,²⁵⁰ მაგრამ ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ასეთი კომპანიის რეიტინგი საერთოდ არ შედგება, თუ კი სარეიტინგო კომპანიას ამის სურვილი ექნება.

ამერიკის შეერთებული შტატების ემიტენტები მიიჩნევენ, რომ ინვესტორის მოზიდვისთვის ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიის მიერ გაცემული რეიტინგი შეუცვლელი საშუალებაა. ამავედროულად, კომპანიები მზად არიან სასურველი რეიტინგისათვის შეუზღუდავი თანხა გადაიხადონ. ხშირ შემთხვევაში კი ისე ხდება, რომ თუ ემიტენტს არ აქვს სურვილი პქონდეს რეიტინგი, ის უბრალოდ ვალდებულია შეიძინოს. მაგალითად, ბევრ ქვეყანაში ემიტენტს ევალება, რომ ფლობდეს სარეიტინგო კომპანიის მიერ გაცემულ რეიტინგს, თუ მას უნდა მოიძიოს დაფინანსება საჯარო წყაროდან და/ან მოახდინოს ფასიანი ქაღალდის გატანა საფონდო ბირჟაზე.²⁵¹

დღეს ფინანსურ ბაზარზე ყველაზე მსხვილი მევაღეები არა კორპორაციები, არამედ სუვერენები არიან, ანუ ნაციონალური მთავრობა, სახელმწიფოები, ქალაქები, მუნიციპალიტეტები. საინტერესოა, რომ სუვერენული რეიტინგის გამოქვეყნება, ძირითადად, დაკვეთის გარეშე ხდება.²⁵² ევროპის კავშირის მარეგულირებელი შეეცადა პირდაპირი აკრძალვების დაწესებას და დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგი

²⁴⁸ Byoun/ Fulkerson/ Han/ Shin, Journal of Banking & Finance 42, 2014, 326.

²⁴⁹ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc. 2012, 88.

²⁵⁰ Poon, Journal of Banking & Finance 27, 2003, 594.

²⁵¹ Poon, Journal of Business finance & Accounting, 32 (9) & (10), November/ December 2005, 1745.

²⁵² Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 383.

შემდგენაერად დაარეგულირა: 1) სარეიტინგო კომპანიებმა უნდა გამოაქვეყნონ პროცედურები, რაც დაკავშირებულია დაკვეთის გარეშე შედგენილ რეიტინგთან; 2) აუცილებელია, რომ ხაზგასმული და ნათელი იყოს ასეთი სახის რეიტინგი. ადვილად შესაძენევი უნდა იყოს, რომ სახეზეა დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი; 3) ამასთან უნდა ახლდეს ინფორმაცია იმის შესახებ, თუ რა დოზით მიიღო მონაწილეობა რეიტინგის შედგენაში შეფასებულმა ინსტიტუტმა; 4) სარეიტინგო კომპანიებმა ევროპის საზედამხედველო ორგანოს წლიურად უნდა წარმოუდგინონ ინფორმაცია წლის განმავლობაში შედგენილი ასეთი სახის რეიტინგების შესახებ;²⁵³

ამრიგად, სარეიტინგო კომპანიები დაკვეთის გარეშე გასცემენ რეიტინგებს, რომლისთვისაც კომპანია არ იხდის. ხშირად ასეთი ფორმით შეფასებული კომპანიები უკმაყოფილებას გამოთქვამენ ამ პრაქტიკის მიმართ, რადგან თვლიან, რომ უსამართლოდ არიან შეფასებულები. მთავარი არგუმენტი მათი უკმაყოფილების გასამართლებლად არის ის, რომ დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი იმაზე უფრო დაბალ გადახდისუნარიანობის მაჩვენებელს იძლევა, ვიდრე კომპანიას რეალურად გააჩნია. შესაბამისად, კომპანია თავს ვალდებულია თვლის შეუკვეთოს „ნამდვილი“ რეიტინგი. საინტერესოა, რომ ეს კრიტიკა, ძირითადად, იაპონური კომპანიებისგან ისმის, რომლებიც ამბობენ, რომ ამერიკული წარმოშობის სარეიტინგო კომპანიები შეგნებულად ნაკლებ რეიტინგს ანიჭებენ იაპონურ კომპანიებს.²⁵⁴

2008 წელს გერმანიის საბანკო ზედამხედველობამ გამოაცხადა, რომ დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი დასაშვებია მარეგულირებელი კაპიტალის დასადგენად იმ სარეიტინგო კომპანიის მიერ, რომელიც მხოლოდ დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგის გამოცემაზე მუშაობს. პოლანდიამ და შვედეთმა დაუშვა დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი, დიდ ბრიტანეთში ეს მხოლოდ გარკვეულ შემთხვევებშია დასაშვები, რომელსაც ბრიტანეთის მარეგულირებელი ხელისუფლება განსაზღვრავს. ეს ფაქტი შეფასებას მოითხოვს. თითქოს ასეთი დანაწესებით მარეგულირებელი ეწინააღმდეგება სარეიტინგო კომპანიის ბუნებრივ საქმიანობას. როგორც სარეიტინგო კომპანიების ისტორიიდან დავინახეთ სწორედ ნებაყოფლობითი რეიტინგის შედგენა წარმოადგენდა სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის საგანს. უნდა აღინიშნოს, რომ დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი, ერთი შეხედვით, თითქოს, ნაკლებია დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგთან მიმართებით. ეს შეიძლება გამოწვეული იყოს იმ ფაქტით, რომ ასეთ დროს რეიტინგის შედგენა ხდება მხოლოდ საჯაროდ ხელმისაწვდომი ინფორმაციის საფუძველზე. ამ ყველაფრის მიუხედავად, მაინც ცოტა ვიცით იმის შესახებ, თუ რა გავლენას ახდენს შეფასებულ კომპანიაზე დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი, რა ინფორმაციას აწვდის ასეთი რეიტინგი ბაზარს და აწვდის თუ არა საერთოდ? ბაზრის რეაქცია, ზოგადად, ნეგატიურია რეიტინგის დაწვეის შემთხვევაში და პოზიტიურია რეიტინგის მატებისას.²⁵⁵ ინვესტორები არა

²⁵³ *Staikouras*, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 88-89.

²⁵⁴ *Behr/ Güttler*, *Journal of Banking & Finance* 32, 2008, 587.

²⁵⁵ *Behr/ Güttler*, *Journal of Banking & Finance* 32, 2008, 588.

მარტო რეაგირებენ დაკვეთის გარეშე შედგენილ რეიტინგებზე, უფრო მეტიც ისინი რეაგირებენ ნეგატიურად.²⁵⁶ ემპირიულმა კვლევამ აჩვენა, რომ საკრედიტო რეიტინგის ცვლილებას გავლენა აქვს საბაზრო ფასზე. ამასთან ბაზრის რეაქცია განსხვავებული არ არის დაკვეთის და დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგის დროს. თუმცა განსხვავება შეიმჩნევა იმის მიხედვით, რეიტინგი გაიზარდა, თუ— შემცირდა. განსაკუთრებით, როდესაც ხდება რეიტინგის გადასვლა საინვესტიციო კლასიდან არასაინვესტიციოში და პირიქით.²⁵⁷

4.3. დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგი

დღეს ნებაყოფლობითი რეიტინგის შედგენა უფრო იშვიათად ხდება, ვიდრე დაკვეთის საფუძველზე. რეიტინგი წარმოადგენს სუბიექტურ მოსაზრებას და ასახავს პროფესიონალების შეფასებას. რეიტინგის შედგენა ხდება გარკვეული რაოდენობის ინფორმაციის გადამუშავების შემდეგ. იქიდან გამომდინარე, რომ ეს არის აზრი, სწორი დასკვნის მისაღებად საჭიროა ინფორმაციის დიდი რაოდენობა.²⁵⁸

როგორც წესი, ემიტენტი უკვეთავს რეიტინგს, რომელიც მისი მოთხოვნის საფუძველზე დგება. ასეთ დროს სარეიტინგო კომპანია საჭირო ინფორმაციას იღებს, როგორც ემიტენტისგან, ისე საჯაროდ ხელმისაწვდომი წყაროებიდან. რეიტინგის საბოლოო შედეგის მიღება ხდება სარეიტინგო კომიტეტის მიერ, რომლის შემადგენლობაც დამკვეთისთვის უცნობია. პირველი რეიტინგის გამოქვეყნება დამოკიდებულია დამკვეთის თანხმობაზე. ამასთან მას აქვს უფლება რეიტინგის შედეგის გამოქვეყნებაზე უარი განაცხადოს. რეიტინგის შედგენის ფორმალური მხარე რეიტინგის გამოქვეყნებით სრულდება, შემდეგ ხდება მისი პერიოდული გადამოწმება.²⁵⁹

განვითარებადი ქვეყნების რეიტინგის შედგენის კრიტერიუმები განსხვავდება განვითარებული ქვეყნების რეიტინგის შედგენის კრიტერიუმებისაგან.²⁶⁰ ზოგადად ითვლება, რომ რეიტინგისთვის გადახდა ნაღდი ფულით ხდება.²⁶¹

როგორც წესი, ემიტენტი ეკონტაქტება სარეიტინგო კომპანიას, რაც ჩვეულებრივად სატელეფონო კავშირით ხდება.²⁶² მთელი პროცესი მიყავს სარეიტინგო კომპანიას. პირველი წერილობითი ინფორმაცია, რომელსაც ემიტენტი აწვდის სარეიტინგო კომპანიას, უნდა შეიცავდეს შემდეგ მონაცემებს: ინფორმაცია კომპანიის მოქმედ ინდუსტრიასა და ბაზარზე კომპანიის პოზიციაზე; განხორციელებული საქმიანობის, პროდუქტისა და

²⁵⁶ იქვე, 598.

²⁵⁷ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 385.

²⁵⁸ Rom, Public Administration Review, July/ August 2009, 641.

²⁵⁹ Rosset, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 7.

²⁶⁰ Shen/ Huang/ Hasan, Asymmetric benchmarking in bank credit rating, Int. Fin. Markets, Inst. and Money 22, 2012, 174.

²⁶¹ Karampatsas/ Permezas / Travlos, Journal of Corporate Finance 25, 2014, 489.

²⁶² Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England 2008, 161.

რისკის მენეჯმენტის აქტუალური აღწერილობა; ბიზნეს გეგმა, უკანასკნელი 5 წლის საბუღალტრო ჩანაწერები ფინანსური მდგომარეობის შესახებ. განაცხადის გაკეთების შემდეგი ეტაპია ინტერვიუ, რომლის დაგეგმვა, წაყვანა და მონაწილეობა ემიტენტის ვალდებულებაში შედის. შესაბამისად, მისი ჩატარება ხდება კომპანიის ფარგლებში. ინტერვიუში ემიტენტმა ხაზი უნდა გაუსვას კომპანიის როგორც ძლიერ, ისე სუსტ მხარეს. ამასთან, საინტერესოა ისიც, რომ ემიტენტი პარალელურად იღებს რჩევებს მაღალი ხარისხის რეიტინგის შედგენასთან დაკავშირებით. ძირითადად, ეს საკონსულტაციო დაწესებულება საინვესტიციო ბანკია.²⁶³

რეიტინგის პროცესის მთავარი რგოლი სარეიტინგო კომიტეტია. ეს არის ორგანო, რომელიც იღებს, გამოითხოვს ან ცვლის რეიტინგს და ძირითადად შედგება წამყვანი ანალიტიკოსების მიერ. კომიტეტი არ მოქმედებს მკაცრად გაწერილი გრაფიკით. მას არ გააჩნია რეგლამენტირებული დღის წესრიგი,²⁶⁴ არამედ კონკრეტულ სარეიტინგო მოქმედებასთან დაკავშირებით კომიტეტის თავმჯდომარე იწვევს შესხვედრას.

სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის მიერ დღეისათვის მოქმედი სისტემის მიხედვით, რეიტინგი შექმნილია, როგორც მთელი პერიოდის შეფასება, ანუ ე.წ. „through-thy-cycle“, რაც რისკის შეფასების დროის პერიოდს უკავშირდება. ეს მიდგომა აქცენტს აკეთებს დროის ხანგრძლივ პერიოდზე (იდეალურ შემთხვევაში ბიზნესის მთელ ციკლზე), რომელიც ეყრდნობა რეიტინგის ფილოსოფიას, რომ უფრო მნიშვნელოვანია კომპანიის ხანგრძლივი სიცოცხლისუნარიანობის შეფასება, ვიდრე მხოლოდ მისი ახლანდელი მდგომარეობა. ასეთი სახის რეიტინგი. ძირითადად, მხოლოდ ფუნდამენტურ ცვლილებებზე რეაგირებს. S&P-ის განმარტებით, უაზრობაა მაღალი რეიტინგი მიანიჭო კომპანიას, რომელიც დღეს მოწოდების სიმალლეზეა, თუმცა ნათელია, რომ მისი ეს მდგომარეობა მხოლოდ დროებითია. ასევე არ არის საჭირო, დაუწიო რეიტინგი მაშინ, როდესაც სახეზეა ყველა ნიშანი იმისა, რომ მდგომარეობა მოკლე დროში გაუმჯობესდება.²⁶⁵ ამ მეთოდის საშუალებით ცდილობენ რეიტინგის სტაბილურობის შენარჩუნებას.²⁶⁶ რეიტინგის დამკვეთი მზად უნდა იყოს იმისთვის, რომ სარეიტინგო კომპანიას მიაწოდოს დიდი ოდენობის დოკუმენტები, გაუზიაროს კონფიდენციალური ინფორმაცია და ამასთან გასცეს ნებისმიერ კითხვას პასუხი. ამრიგად, მთელი პროცესი არის კონფიდენციალური და ძვირი, განსაკუთრებით მაშინ, თუ რეიტინგის შედგენა ხდება პირველად. რეიტინგის შედგენის დრო ცვალებადია და ძირითადად მერყეობს 6-12 კვირამდე.²⁶⁷

რეიტინგის მინიჭების შესახებ გადაწყვეტილების მიღება ხდება კომიტეტში ხმის მიცემით. კენჭისყრა საჯაროა. მიღებული გადაწყვეტილება

²⁶³ იქვე, 164-165.

²⁶⁴ იქვე, 169.

²⁶⁵ Woo, European Law Journal, Vol. 18, No. 1, January 2012, 66-67.

²⁶⁶ Altman/ Rijken, Journal of Banking & Finance 28, 2004, 2681.

²⁶⁷ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 162.

რეიტინგის გამოქვეყნებამდე დაუყოვნებლივ ეცნობება ემიტენტს. სარეიტინგო კომპანიას არ აქვს უფლება, რეიტინგი გამოაქვეყნოს იქამდე, სანამ არ მოხდება ფაქტების გადამოწმება ემიტენტთან ერთად. ასევე ისინი ვალდებული არიან, რომ საიდუმლოდ შეინახონ ყველა სახის კონფიდენციალური ინფორმაცია. ამრიგად, სარეიტინგო კომპანია ემიტენტთან ერთად ამოწმებს რეიტინგის შესახებ შედგენილი ანგარიშის სიზუსტეს. ამ ეტაპზე ემიტენტს აქვს რეიტინგის გასაჩივრების შესაძლებლობა. იქიდან გამომდინარე, რომ ემიტენტი რეიტინგის შედგენის პროცესის დაწყებიდან არის ჩართული მასში, ამგვარი საჩივრები იშვიათია.²⁶⁸ ემიტენტები თითქმის ყოველთვის მიიჩნევენ, რომ იმაზე მეტ შეფასებასა და მაღალ რეიტინგს იმსახურებენ, ვიდრე რეალურად მათ სარეიტინგო კომპანია უდგენს.²⁶⁹ იმ შემთხვევაში, თუ ემიტენტი მკაცრად ეწინააღმდეგება მიღებულ შედეგს, აქვს მისი გამოთხოვის უფლება, მაგრამ ეს იმას არ ნიშნავს, რომ რეიტინგი არ გამოქვეყნდება. სარეიტინგო კომპანია უფლებამოსილია გამოაქვეყნოს დავალების გარეშე შედგენილი რეიტინგი, რადგან მას ხელთ ჰქონდა ამ რეიტინგის შედგენისთვის საჭირო ყველა ინფორმაცია, მათ შორის – საიდუმლო. საჯარო რეიტინგი წარმოადგენს სარეიტინგო კომპანიის ინტელექტუალურ საკუთრებას. შესაბამისად, ინვესტორებიც არიან სარეიტინგო კომპანიის კლიენტები იმის მიუხედავად, რომ ისინი პირდაპირ არ იხდიან რეიტინგის მომსახურებისთვის. ძირითადად, შესაბამისი სარეიტინგო კომპანიის ოფიციალურ გვერდზე ახლად შედგენილი რეიტინგის შესახებ ხდება პრესრელიზის გამოქვეყნება.

საინტერესოა, სარეიტინგო კომპანიების ელექტრონული გვერდის საკითხი. ძირითადად, რეიტინგის გამოქვეყნება სწორედ მათ ოფიციალურ გვერდზე ხდება და ხელმისაწვდომია ბაზრის თითოეული მონაწილისთვის. მაგრამ უფასოდ ხელმისაწვდომი ინფორმაცია, ფაქტობრივად, მხოლოდ სარეკლამო ხასიათს ატარებს, ვიდრე საინფორმაციო.²⁷⁰

ემიტენტი, ისევე როგორც სარეიტინგო კომპანია, დაინტერესებულია, რომ რეიტინგი იყოს აქტუალური. ამიტომ რეიტინგის გამოცემის შემდეგ იწყება მისი ზედამხედველობა. ინვესტორებს გადაწყვეტილების მისაღებად აქტუალური ინფორმაცია სჭირდებათ, ამიტომ მნიშვნელოვანია აქტუალური მონაცემების არსებობა. ანალიტიკოსები ვალდებული არიან მონიტორინგი გაუწიონ იმ ემიტენტის კრედიტის ხარისხს, რომლის რეიტინგიც მოამზადეს. ამისათვის ისინი ახლო ურთიერთობას ინარჩუნებენ მათ მიერ შეფასებულ ემიტენტთან.²⁷¹

კრედიტის ზედამხედველობის პროცესზე საუბრისას, უნდა აღვნიშნოთ, რომ ეს არის პროცესი, რომელზეც სარეიტინგო კომპანია და ემიტენტი რეიტინგის შედგენის პროცესის დაწყების წინ უსიტყვოდ თანხმდება. ეს შეთანხმება იმასაც გულისხმობს, რომ ემიტენტმა უნდა

²⁶⁸ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 170-171.

²⁶⁹ იქვე, 166.

²⁷⁰ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 172-173.

²⁷¹ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 175.

ეცადოს და მიიღოს ყველა ზომა რეიტინგის დაწევის თავიდან ასაცილებლად. სარეიტინგო კომპანია მონიტორინგს უწევს შეფასებული კომპანიის პროგრესს.²⁷² რეიტინგში ცვლილების განხორციელება მარტივი პროცესი არ არის. ცვლილებამდე იგი ხვდება ე.წ. „Credit watch“-ში.²⁷³ ეს უკანასკნელი დიდ როლს თამაშობს რეიტინგის შედგენაში.²⁷⁴

„Credit watch“-ი წარმოადგენს სარეიტინგო ქმედებას, რომელიც განსაზღვრავს რეიტინგის პოტენციურ ცვლილებას. იგი, როგორც წესი, ხორციელდება ამისათვის საჭირო წინაპირობების დადგომიდან 90 დღის განმავლობაში. სარეიტინგო კომპანიების მიხედვით, კრედიტის ზედამხედველობას განაპირობებს რამდენიმე მოვლენა: 1) კომპანიის შერწყმა, გაყოფა, რესტრუქტურირება და კომპანიის ისეთი განცხადება, რომელმაც შეიძლება გავლენა მოახდინოს კრედიტის ხარისხზე; 2) ქვეყანაში არსებულმა მაკროეკონომიკურმა გარემომ, ემიტენტის ფინანსურმა სიძლიერემ მის სფეროში ან მარეგულირებელ გარემოში. 2006 წლის სარეიტინგო კომპანიის რეფორმების აქტი სარეიტინგო კომპანიისგან მოითხოვს რეიტინგის შედგენის პროცედურისა და გამოყენებული მეთოდების აღწერას, თუმცა სარეიტინგო კომპანიები იძლევიან მინიმალურ ინფორმაციას კრედიტის ზედამხედველობის პროცედურასთან დაკავშირებით.²⁷⁵

სუვერენული რეიტინგის დროს განხილულ იქნა ქვეყნის რეიტინგის შედგენის თავისებურებები, რომელიც მარტო მას არ ახასიათებს. ზოგად წესთან ერთად, კომპანიის რეიტინგსაც აქვს თავისი მახასიათებლები.

4.3.1. კომპანიის რეიტინგი

იმ ფაქტორებს, რომელსაც სარეიტინგო კომპანიები გამოიყენებენ რეიტინგის შედგენის დროს, პირობითად „კრედიტის ფაქტორებს“ უწოდებენ.²⁷⁶ კომპანიის რეიტინგის შედგენის დროს ხდება მრავალი კრიტერიუმის შეფასება. ზოგადად სესხი გაიცემა კომპანიაზე, რომელიც კონკრეტულ ინდუსტრიაში და შესაბამის ქვეყანაში მოქმედებს. აქედან გამომდინარე, კომპანიის ბიზნესის რისკის შეფასება თავისთავად მოიცავს მოქმედ ინდუსტრიაში კომპანიის რისკის შეფასებას და იმ ქვეყნის რისკის შეფასებას, სადაც ის მოქმედებს. ქვეყნის რისკი— ბიზნეს გარემო ყალიბდება იმ ქვეყნის დინამიკითა და ხელისუფლებით, სადაც ის მოღვაწეობს. ეს დინამიკა განსაზღვრავს იმ ჩარჩოებს და წესებს, რომლის შესაბამისადაც კომპანიები ვითარდება. ქვეყნის რისკის შეფასება ხდება ისე, როგორც სუვერენული რეიტინგის შედგენის დროს. ქვეყნის რისკი წარმოადგენს ლიმიტს მის შიგნით მოქმედი კომპანიებისთვის. ანუ ერთი შეხედვით საუკეთესო კომპანიებსაც არ შეუძლიათ, მიიღონ იმაზე მაღალი

²⁷² Chung/ Frost/ Kim, Financial Management, Spring 2012, 123.

²⁷³ კრედიტის ზედამხედველობა.

²⁷⁴ Chung/ Frost/ Kim, Financial Management, Spring 2012, 119.

²⁷⁵ იქვე, 120-122.

²⁷⁶ Fabozzi/ Vink, European Financial Management, Vol. 18, No. 4, 2012, 520.

რეიტინგი, ვიდრე სახელმწიფოს აქვს.²⁷⁷ სარეიტინგო კომპანია ასევე აკვირდება ქვეყნის პოლიტიკურ და სამართლებრივ ჩარჩოებს, რათა განსაზღვროს, თუ რა ხარისხით ეხმარება, ან ზღუდავს ხელისუფლება ბიზნესს. მნიშვნელოვანია, ინდუსტრიის რისკის შეფასება. ანუ იმ სფეროსი, სადაც შესაფასებელი კომპანია საქმიანობს. ამ ეტაპზე მხედველობაში მიიღება კომპანიის სპეციფიკური რისკები, კერძოდ, მისი დამოკიდებულება კონკურენტებთან და მდგომარეობა ბაზარზე. ამ ეტაპზე სარეიტინგო კომპანია დიდ ყურადღებას უთმობს მენეჯმენტის შეფასებას.

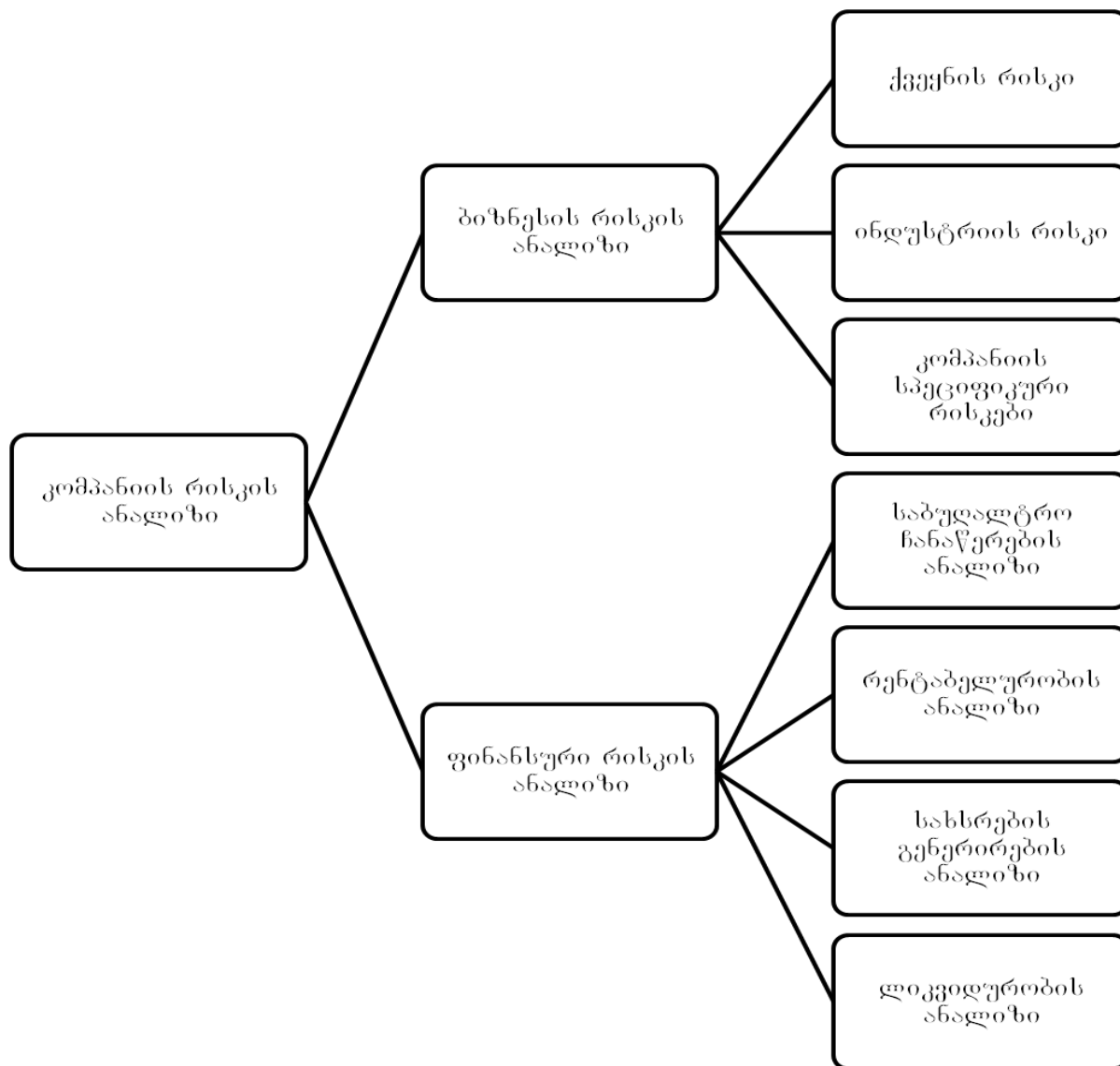
როდესაც სარეიტინგო კომპანია ამოწმებს რისკებს, ის თავდაპირველად ანალიზებს ბიზნესის რისკს, შემდეგ კი – ფინანსურ რისკს.

ფინანსური რისკის შეფასებისას მოწმდება კომპანიის შესაძლებლობა, გადაიხადოს ვალდებულებები და გაუძლოს „შოკს“. ამ ეტაპზე შესაძლებელია შესაფასებელი კომპანიის ძლიერი და სუსტი მხარეების გამოვლენა. ფინანსური რისკის ანალიზი, პირობითად, შეიძლება დაიყოს ოთხ ნაწილად: საბუღალტრო ბალანსის ანალიზი, რენტაბელურობის ანალიზი, ფინანსური სახსრების გენერირების ანალიზი, ლიკვიდურობის ანალიზი.²⁷⁸

აღნიშნული შეიძლება გრაფიკულად შემდეგნაირად გამოისახოს.

²⁷⁷ თუმცა სუვერენული რეიტინგის განხილვის დროს ვნახეთ, რომ ამ საერთო წესიდან არის გამონაკლისი.

²⁷⁸ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 257- 259.



4.4. რეიტინგი, როგორც სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის შედეგი

სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის შედეგს წარმოადგენს რეიტინგი. რეიტინგი გამოისახება ერთ სიმბოლოში, რომელიც პირველად 1909 წელს Moody's სარეიტინგო კომპანიამ გამოიყენა. რეიტინგის სხვადასხვა სახის კლასიფიკაცია არსებობს, რადგან თითოეულ სარეიტინგო კომპანიას თავისი აქვს. შეიძლება სიმბოლიკა ერთი იყოს, მაგრამ შინაარსით განსხვავდებოდეს სარეიტინგო კომპანიების მიხედვით.²⁷⁹ რეიტინგი

²⁷⁹ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 49.

გამოიხატება კონკრეტული სიმბოლოთი. მართალია, სარეიტინგო კომპანიებს რეიტინგის განსხვავებული შკალა აქვთ, მაგრამ მათ შორის არის მსგავსებაც. ყველაზე გავრცელებული რეიტინგის შკალა, რომელიც შეადგინა *ჯონ ფიტჩმა*, გამოიყენება ორი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის Fitch-ის, S&P-ისა და ამასთანავე რამდენიმე მცირე სარეიტინგო კომპანიის მიერ.²⁸⁰ სამივე წამყვანი სარეიტინგო კომპანიისთვის უმაღლესი კატეგორიის რეიტინგი გამოიხატება „AAA“ სიმბოლოთი, თუმცა განსხვავებული ვარიაციით: Moody's-თვის Aaa,Aa1,...,A3 და AAA, AA+,...,A დარჩენილი ორი სარეიტინგო კომპანიისთვის. შემდეგი საფეხური გამოიხატება „B“ სიმბოლოთი: Moody's Baa1,Baa2,...,B3 და BBB+,BBB,...,B- Fitch-ის და S&P-სთვის. არასაინვესტიციო კლასის რეიტინგებთან არის მცირე განსხვავება. S&P აქვს ექვსი დონე და გამოიხატება შემდეგი სიმბოლოებით CCC+,CCC,...,D, ხოლო Fitch-ის შემთხვევაში: CCC,CC,...,D. Moody's-ის აქვს ხუთი დონე: Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C.²⁸¹ Moody's-ის სისტემა ადრე უფრო მსგავსი იყო დანარჩენი ორი სარეიტინგო კომპანიის სარეიტინგო შკალის, თუმცა 1982 წელს Moody's სარეიტინგო კომპანიამ შეცვალა რეიტინგის სისტემა და რეიტინგის თითოეულ კატეგორიას დაუმატა ციფრები 1, 2, 3. ეს ცვლილება გამოწვეული იყო Moody's-ის უბრალო გადაწყვეტილებით, გადასულიყო რეიტინგის ერთი სისტემიდან მეორეზე და არ იყო დაკავშირებული რეიტინგის შინაარსის რამე კონკრეტულ ცვლილებასთან ან გაუმჯობესებასთან.²⁸²

რეიტინგის კატეგორიების განსაზღვრით, მივიღებთ ორი სახის– „კარგ“ და „ცუდ“ რეიტინგს. ინვესტორები თავს იკავებენ იმ ფასიანი ქაღალდების ყიდვისგან, რომელსაც მინიჭებული აქვს „ცუდი“ რეიტინგი. ფაქტობრივად, პრაქტიკაში რეიტინგი არის ყოველთვის „კარგი“, რადგან „ცუდი“ რეიტინგი ზოგადად რეიტინგის უარყოფას ნიშნავს.²⁸³

გამოყოფენ ასევე საინვესტიციო და არასაინვესტიციო კლასის რეიტინგს. ქვემოთ მოცემული ცხრილი გვაჩვენებს, თუ როგორ გამოიყურება რეიტინგის შკალა წამყვან სარეიტინგო კომპანიებში. ცხრილში აღწერილია როგორც გრძელვადიანი, ისე მოკლევადიანი რეიტინგი. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ სუვერენული რეიტინგისთვის, ემიტენტისთვის, ისევე როგორც სტრუქტურირებადი ფინანსური პროდუქტისა და ფასიანი ქაღალდებისთვის, ძირითადად, ხდება გრძელვადიანი რეიტინგის მინიჭება. შესაბამისად, ნაშრომში ღრმად არ არის განხილული მოკლევადიანი რეიტინგი.

ცხრილში მოცემული რეიტინგის კატეგორიები შეიძლება შემდეგნაირად განიმარტოს: Aaa/AAA/AAA- წარმოადგენს პრემიუმ კლასის რეიტინგს, ანუ უმაღლესი კატეგორიის რეიტინგს. Aa3/AA-/AA- მდე რეიტინგი განიმარტება, როგორც მაღალი ხარისხის რეიტინგი, ანუ უსაფრთხო ინვესტიცია, რომელსაც ახლავს გადახდისუნარიანობის

²⁸⁰ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 379.

²⁸¹ Brooks/ Faff/ Hillier/ Hillier, Journal of Banking & Finance 28, 2004, 236.

²⁸² Liu/ Seyyed/ Smith, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 26, issue 3-4, 3 Mar 2003, 339.

²⁸³ Ponce, Economic Systems 36, 2012, 295.

უმნიშვნელო რისკი, თუმცა გრძელ პერიოდზე ძნელად შეფასებადი. A3/A-/A-მდე განიხილება საშუალოზე მაღალი კლასის რეიტინგად. უსაფრთხო ინვესტიციად, იმ შემთხვევაში, თუ წინასწარ შეუცნობელი მოვლენები არ გააუარესებს მთლიანად ეკონომიკას და იმ ინდუსტრიას, სადაც შეფასებული ობიექტი მოქმედებს. Baa3/BBB-/BBB-მდე წარმოადგენს საშუალოზე დაბალი ხარისხის რეიტინგს– საშუალოდ კარგი საინვესტიციო რეიტინგი. ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესების შემთხვევაში გადახდისუნარიანობის პრობლემები. Ba3/BB-/BB-მდე არასაინვესტიციო სპეკულატიური კლასის რეიტინგია. ასეთი რეიტინგის პირობებში, სიტუაციის გაუარესებისას სავარაუდოა გადახდისუნარიანობის დადგომა, B3/B-/B-მდე განსაკუთრებულად სპეკულაციური რეიტინგი, მაღალსპეკულატიური ინვესტიცია. მდგომარეობის გაუარესების შემთხვევაში გადახდისუნარიანობის დადგომის ალბათობა დიდია. განსხვავება შეიმჩნევა ბოლო კატეგორიის რეიტინგებში. Moody's-სა და S&P-ში ხდება კატეგორიებად ჩაშლა; კერძოდ, Caa3/CCC-მდე სუბსტანციური რისკის შემცველი რეიტინგი– მდგომარეობის მხოლოდ ხელსაყრელი განვითარების შემთხვევაში, არ დადგება გადახდისუნარიანობა. Ca/C-მდე გამოხატავს დეფოლტის მდგომარეობას სიტუაციის გაუმჯობესების მცირე პერსპექტივით. Fitch-ის შემთხვევაში, ეს ორივე გაერთიანებულია ერთ სიმბოლოში CCC. ბოლო კლასის რეიტინგი განისაზღვრება C/D/DD -მდე და წარმოადგენს დეფოლტის მაჩვენებელ რეიტინგს, რომლის შედეგიც გადახდისუნარიანობაა.

Moody's		Standar & Poor's		Fitch	
გრძელვადიანი	მოკლევადიანი	გრძელვადიანი	მოკლევადიანი	გრძელვადიანი	მოკლევადიანი
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+
Aa1		AA+		AA+	
Aa2		AA		AA	
Aa3		AA-		AA-	
A1		A+	A-1	A+	F1
A2	P-2	A		A	
A3		A-	A-2	A-	F2
Baa1		BBB+		BBB+	
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3
Baa3		BBB-		BBB-	
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B
Ba2		BB		BB	
Ba3		BB-		BB-	
B1		B+		B+	
B2		B		B	

B3		B-		B-	
Caa1		CCC+			
Caa2		CCC			
Caa3		CCC-	C	CCC	C
Ca		CC			
		C			
C				DDD	
-		D	-	DD	-
-					

თუ როგორ მიდიან სარეიტინგო კომპანიები თავიანთ საბოლოო „განაჩენამდე“ და რა კრიტერიუმებით გამოხატავენ მხოლოდ ერთი სიმბოლოთი, კომპანიების პროფესიულ საიდუმლოებას წარმოადგენს. რეიტინგის შედგენის პროცესის დასრულების შემდეგ დგება სარეიტინგო ანგარიში, რომელიც შეიცავს ცნობებს იმ ინფორმაციის შესახებ, რაც საფუძვლად დაედო სარეიტინგო კომპანიების გადაწყვეტილებას, თუმცა არ შეიცავს ინფორმაციას იმის შესახებ, თუ როგორ იქნა შეფასებული თითოეული ფაქტორი და რა გავლენა იქონია მან საბოლოო გადაწყვეტილებაზე.²⁸⁴ რა თქმა უნდა, ამით რეიტინგის გამჭვირვალობა მცირდება და ეჭვს ქვეშ დგება რეიტინგის ხარისხის საკითხიც, რომელიც დღეს განხილვის აქტუალურ საგანს წარმოადგენს.

4.5. რეიტინგის ხარისხი

**„ხშირად გაიგებთ, რომ ყველაფერი რაც ბრწყინავს ოქრო არ არის“
შექსპირი²⁸⁵**

სარეიტინგო კომპანიები რეიტინგების ხარისხთან მიმართებით ხშირად ექცევიან კრიტიკის ქვეშ. მიიჩნევენ, რომ „ემიტენტის გადახდის“ მოდელმა ხელი შეუწყო 2008 წლის ფინანსურ კრიზისს, რადგან არასათანადოდ იყო შეფასებული ფასიანი ქაღალდები.²⁸⁶ დღევანდელი ეკონომიკური გარემო უფრო რისკის შემცველია, ვიდრე ადრე იყო, ამიტომ კომპანიებს უფრო დიდი ძალისხმევა სჭირდებათ იმისთვის, რომ მიიღონ მაღალი ხარისხის რეიტინგი.²⁸⁷

სარეიტინგო კომპანიების მიერ რეიტინგში ცვლილებების განხორციელებისათვის დადგენილი კრიტერიუმები საკმაოდ მკაცრია, ამასთან ისინი თითქოს ყოველთვის დაგვიანებით და ნელა ახდენენ რეიტინგის შეცვლას. სარეიტინგო კომპანიები ამბობენ, რომ რეიტინგის სტაბილურობა ძალიან მნიშვნელოვანია. შესაბამისად, მასში ცვლილების

²⁸⁴ Leffers in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 363.

²⁸⁵ „Not all that glitters is gold. Often have you heard that told“ Shakespeare: The Merchant of Venice.

²⁸⁶ Alp, The Journal of Finance, Vol. LXVIII, No. 6, December 2013, 2435.

²⁸⁷ იქვე. 2437.

განხორციელება ხდება მაშინ, როდესაც უნდა მოხდეს მისი რადიკალური შეცვლა. ხშირად სკეპტიკურად უყურებენ იმ ფაქტს, რომ რეიტინგი რაიმე დამატებითი ინფორმაციის შემცველია.²⁸⁸

რეიტინგებზე დაყრდნობა ხდება რისკის შესაფასებლად. რეიტინგს იყენებენ მაგალითად, კომერციული ბანკები, სადაზღვეო კომპანიები და საპენსიო ფონდები. ესენი არიან ინსტიტუტები, რომლებსაც ეხებათ რეიტინგთან დაკავშირებული მარეგულირებელი ნორმები. ინვესტორთა უმრავლესობას შეუძლია მხოლოდ ისეთი ფასიანი ქაღალდის შეძენა, რომელსაც მინიჭებული აქვს საინვესტიციო კლასის რეიტინგი. შესაბამისად, რეიტინგის მომხმარებელი, ინვესტორი, მიიღვწის სწორი რეიტინგისკენ. ამის საწინააღმდეგოდ, კომპანიები მიისწრაფიან მათთვის ხელსაყრელი რეიტინგისკენ, რაც პირდაპირ ამცირებს კაპიტალის ხარჯებს. აქედან გამომდინარე, რჩება შთაბეჭდილება, რომ ემიტენტებისთვის დიდი მნიშვნელობის მატარებელი არაა რეიტინგი სწორია, თუ არა. სარეიტინგო ინდუსტრიის ამ თვისებამ კითხვის ნიშნის ქვეშ დააყენა რეიტინგის ხარისხი.²⁸⁹

ბოლო წლების ფინანსურმა კრიზისმა საგრძნობლად დააზიანა სარეიტინგო კომპანიების რეპუტაცია. ბანკების, სუვერენებისა და კომპანიების ფინანსური გამძლეობა უმთავრესია ანალიტიკოსებისთვის, მარეგულირებლებისთვის. ბოლო დროს განხილვის საგანს წარმოადგენს, თუ რამდენად შეუძლიათ სარეიტინგო კომპანიებს სწორი რეიტინგის შედგენა. რეიტინგზე დაყრდნობის საწინააღმდეგოდ ხშირად მოაქვთ ის არგუმენტი, რომ არ არსებობს არანაირი გარანტია იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანიები უკეთ შეაფასებენ კრედიტის რისკს, ვიდრე თვითონ ბანკები. ამასთან სარეიტინგო კომპანიებს არა აქვთ და ვერც ექნებათ წინასწარი ინფორმაცია ბაზრის მონაწილის გაუთვალისწინებელი შემთხვევებისა და კომპანიის გაკოტრების (არალიკვიდურობის) ხარისხის შესახებ.²⁹⁰

სარეიტინგო კომპანიის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ამოცანაა ამოავსოს ინფორმაციული ვაკუუმი. რეიტინგის ინფორმაციულობაზე სხვადასხვა შეფასება არსებობს ლიტერატურაში: ერთნი მიიჩნევენ, რომ რეიტინგი ეყრდნობა საჯაროდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას, ამიტომ მისი გამოქვეყნება ბაზრისთვის შედეგის მომტანი არ არის და არ იწვევს არანაერ რეაქციას. მეორე პიპოტეზის მიხედვით, რეიტინგი საჯარო ინფორმაციის გარდა, ასევე ეყრდნობა კერძო ინფორმაციას, ანუ ინფორმაციას, რომელსაც ის მენეჯმენტისგან იღებს. შესაბამისად, მის გამოქვეყნებას ბაზრის მხრიდან რეაქცია უნდა მოჰყვეს.²⁹¹ საინტერესოა დაისვას კითხვა, რეიტინგში ყველა სარეიტინგო კომპანიის მიერ განხორციელებულ ცვლილებას მოსდევს თუ არა ბაზრის მხრიდან ერთნაირი რეაქცია?²⁹² ლიტერატურაში ნახვენებია, რომ პოზიტიურ

²⁸⁸ Galil/ Soffer, Journal of Banking & Finance 38, 2011, 3101.

²⁸⁹ Becker/ Milbourn, Journal of Financial Economics 101, 2011, 493-494.

²⁹⁰ Caporale/ Matousek/Stewart, Journal of International Money and Finance 31, 2012, 1593-1594.

²⁹¹ Poddig/ Fieberg/ Frädrieh/ Grigat/ Moys, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25 Jahrgang, 15. Februar 2013, 60.

²⁹² Burghof/ Schneider/ Wengner, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15 Juni 2013, 171.

რეიტინგს, ამასთან რეიტინგში პოზიტიურ ცვლილებას დიდი გავლენა არა აქვს ბაზარზე და ხშირად შეუმჩნეველიც კი რჩება. სამაგიეროდ, შესამჩნევია ბაზრის რეაქცია ნეგატიურ რეიტინგებთან მიმართებით.²⁹³ ბაზარს, ძირითადად, მაშინ აქვს რეაქცია რეიტინგებზე, როდესაც ხდება რეიტინგის ნეგატიური ცვლილება, ანუ მისი დაწვეის შემთხვევაში.²⁹⁴

როგორც ზემოთ იყო განხილული, კომპანიის რეიტინგის შედგენა სხვადასხვა კომპონენტის ანალიზისგან შედგება. მნიშვნელოვანია, რომ მათი შეფასება იყოს ზუსტი, რადგან ამ ანალიზის საფუძველზე სხვადასხვა გადაწყვეტილების მიღება ხდება. საკრედიტო რეიტინგი შეიძლება ასევე გამოყენებულ იქნას, როგორც მოსალოდნელი საფრთხის გამაფრთხილებელი ნიშანი. მას შეუძლია წინასწარ აჩვენოს და შესაძლებელი გახადოს ფინანსური კრიზისის თავიდან არიდება, თუმცა ამისთვის ის უნდა იყოს ზუსტი.²⁹⁵ რეიტინგის სიზუსტე დამოკიდებულია ორ ელემენტზე: 1) პირველ რიგში, ინფორმაციის სიზუსტეზე, რომელიც საფუძველად უდევს რეიტინგს; 2) მეორე რიგში, მნიშვნელოვანია მონაცემები შესაფასებელი ფასიანი ქაღალდის საკრედიტო რისკის ისტორიის შესახებ. თუ ეს ორი სახეზე გვაქვს, მაშინ სარეიტინგო კომპანიას შეუძლია შეადგინოს სწორი რეიტინგი, ყოველ შემთხვევაში, თეორიულად მაინც. როდესაც ინფორმაცია, რომელიც გააჩნია სარეიტინგო კომპანიას, არის საეჭვო, მაშინ რეიტინგი შეიძლება იყოს გამოუსადეგარი, ან უფრო მეტიც, ზიანის მომტანი.²⁹⁶ 2009 წელს მიიხვედნენ, რომ სწორედ რეიტინგის არადროულობა იყო მრავალი კომპანიის გაკოტრების მიზეზი. თუ სარეიტინგო კომპანიისთვის მართლაც მნიშვნელოვანია რეპუტაცია, ისინი ყველანაირად უნდა ეცადონ, მიიღონ ზომები იმისათვის, რომ რეიტინგში ცვლილების განხორციელება მოხდეს დროულად. მარეგულირებელი სწორედ რეიტინგის „დროულობაზე“ აკეთებს აქცენტს, თუმცა უნდა გავითვალისწინოთ ის, რომ რეიტინგის დროულობასთან ერთად საჭიროა რეიტინგის სიზუსტის დაცვა. წარმოვიდგინოთ შემთხვევა, როცა სარეიტინგო კომპანიამ გამოასწორა დროსთან დაკავშირებული პრობლემა, დაწია რეიტინგი გარკვეული პერიოდით ადრე, თუმცა აღმოჩნდა, რომ რეიტინგში ცვლილება საერთოდ არ იყო საჭირო.²⁹⁷ ამრიგად, მხოლოდ რეპუტაცია არ წარმოადგენს მაღალი ხარისხის რეიტინგის გარანტიას.²⁹⁸

ემიტენტთა უმრავლესობა რეიტინგს უკვეთავს როგორც Moody's-ის, ისე S&P-ის სარეიტინგო კომპანიაში იმის მიუხედავად, რომ არავითარი ვალდებულება არ გააჩნიათ ორივე სარეიტინგო კომპანიაში შეკვეთისა.²⁹⁹

²⁹³ *Burghof/ Schneider/ Wengner*, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15 Juni 2013, 62.

²⁹⁴ იქვე, 60.

²⁹⁵ *Hajek/ Michalak*, Feature selection in corporate credit rating prediction, Knowledge-Based Systems 51, 2013, 72.

²⁹⁶ *Credit Rating Agency Reform Act (CRARA)* (P.L. 109-326). *Rom*, Public Administration Review, July/August, 2009, 646.

²⁹⁷ *Cheng/ Neamtiu*, Journal of Accounting and Economics 47, 2009, 109.

²⁹⁸ *Böhm*, Die Finanzmarktkrise im Überblick, Amerikanische Häuslebauer, die Ratingagenturen und die Banken, Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2010, 146.

²⁹⁹ *Cantor/ Packer*, Journal of Banking & Finance 21, 1997, 1397.

ნაშრომის გარეთ არის იმის შესწავლა, თუ რას მოითხოვს ბაზარი სინამდვილეში და რამდენად მოქმედებენ სარეიტინგო კომპანიები ამ მოთხოვნის შესაბამისად. ამის მიუხედავად ცხადია, რომ ბაზრის მოთხოვნა ერთგვაროვანი არ არის. შესაბამისად, რეიტინგს არ შეუძლია ემსახუროს ბაზრის ყველა მონაწილეს ერთნაირად. ამასთან, თუ რეიტინგი ინვესტორების სტაბილურობის მოთხოვნას დააკმაყოფილებს, შეიძლება მაინც დადგეს ისეთი სიტუაცია, როდესაც ინვესტორს დააინტერესებს რეიტინგის ხარისხის ყველა დეტალი, რომელიც სარეიტინგო კომპანიის მიერ დახურულ ინფორმაციას წარმოადგენს.³⁰⁰ აქტუალურმა სამეცნიერო ნაშრომებმა გამოავლინა რეიტინგის ორი შეუსაბამობა: პირველი, კომპანიები ხშირად იღებენ სხვადასხვა რეიტინგს, სხვადასხვა სარეიტინგო კომპანიისგან, ამასთან ერთსა და იმავე პერიოდში. ეს შეუსაბამობად აღიქმება, რადგან ორივე სარეიტინგო კომპანიას მიწოდებული აქვს ერთი და იგივე ინფორმაცია, შედეგი კი არის ერთმანეთისგან განსხვავებული. მეორე, ერთი და იგივე მონაცემების მქონე სხვადასხვა ქვეყანაში მოქმედი კომპანიები სარეიტინგო კომპანიების მიერ განსხვავებულად არის შეფასებული. იგულისხმება ორი, იდენტური ფინანსური მდგომარეობის მქონე კომპანია, რომელსაც, ლოგიკურად, ერთნაირი რეიტინგი უნდა მიენიჭოს.³⁰¹ მარეგულირებელი, როგორც წესი, სხვადასხვა სარეიტინგო კომპანიის მიერ გამოშვებულ რეიტინგს იდენტურად აღიქვამს. რეიტინგში განსხვავების არსებობის შემთხვევაში კი, იყენებს უფრო მაღალ რეიტინგს. საინტერესოა დაისვას კითხვა: კომპანიები მაღალ რეიტინგს მხოლოდ იმის გამო ხომ არ ადგენენ, რომ რეიტინგის შედგენა დაკვეთის საფუძველზე ხდება?³⁰²

დრექსელის უნივერსიტეტის პროფესორმა *ჯოზეფ მასონ-მა*³⁰³ განაცხადა, რომ საბოლოო ჯამში მსოფლიო მივიდა დასკვნამდე, რომ სარეიტინგო კომპანიებმა იცოდნენ რასაც აკეთებდნენ. ინვესტორები ყოველთვის დარწმუნებულები იყვნენ შეფუთული ფასიანი ქაღალდების სიკარგეში, რადგან ისინი სარეიტინგო კომპანიის მიერ იყო შედგენილი. შესაბამისად, მათი რეიტინგი თითქოს გაყიდვაზე თანხმობად აღიქმებოდა. ამასთან, სარეიტინგო კომპანიები ძირითადად საინვესტიციო კლასის რეიტინგებს ადგენდნენ. მათ რეიტინგის დაწევა მას შემდეგ დაიწყეს, რაც ყველასთვის ნათელი გახდა ფასიანი ქაღალდების რეალური მდგომარეობა. ინვესტორებს კი ხელში ეჭირათ ჩანთა, რომელიც ცარიელი იყო.³⁰⁴

მიიჩნევენ, რომ გარკვეული პრობლემები მოიხსნება, თუ გაიზრდება კონკურენცია რეიტინგის ბაზარზე. მაგრამ უნდა გავითვალისწინოთ ამ მიმართულების მეორე მხრეც. კერძოდ, არის საფრთხე, რომ სარეიტინგო ინდუსტრიაში კონკურენციის გაზრდა გამოიწვევს რეპუტაციული მექანიზმის გაუარესებას, შედეგად გაუარესდება რეიტინგის ხარისხი.³⁰⁵

³⁰⁰ Löffler, Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 56, 2005, 379.

³⁰¹ Shen/ Huang/ Hasan, Asymmetric benchmarking in bank credit rating, Int. Fin. Markets, Inst. and Money 22, 2012, 172.

³⁰² Cantor/ Packer, Journal of Banking & Finance 21, 1997, 1396.

³⁰³ Joseph Mason, Drexel University: „Everyone assumed the credit agencies knew what they were doing“.

³⁰⁴ Rom, Public Administration Review, July/ August, 2009, 640.

³⁰⁵ Becker/ Milbourn, Journal of Financial Economics 101, 2011, 513.

მარეგულირებელი მოითხოვს „ხარისხიან რეიტინგს“, მიდის კამათი რეიტინგის ხარისხთან დაკავშირებით, თუმცა ტერმინი „რეიტინგის ხარისხი“ არსად განმარტებული არ არის. რა კრიტერიუმებს უნდა აკმაყოფილებდეს რეიტინგი, რომ ჩავთვალოთ ხარისხიანად? სამეცნიერო სფეროში იშვიათად ხვდება ამ ტერმინის შინაარსის კვლევა. უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ტექნიკური და ურთიერთობრივი ხარისხი, ორივე, არის რეიტინგის შემადგენელი ნაწილი. ეს იმიტომ, რომ დროული რეიტინგის შედგენისათვის სარეიტინგო კომპანიამ უნდა აწარმოოს და შეინარჩუნოს ურთიერთობა ემიტენტთან.³⁰⁶ ამ საკითხით დაინტერესებული მცირე რაოდენობის კვლევების შედეგად ჩამოყალიბდა „რეიტინგის ხარისხის“ 14 ჰიპოტეზა, რომელსაც რეიტინგი და სარეიტინგო კომპანია უნდა აკმაყოფილებდეს ინვესტორების, ემიტენტების და სხვა დაინტერესებული პირების აზრით:

1. რეპუტაცია— სარეიტინგო კომპანიას უნდა გააჩნდეს რეპუტაცია ბაზრის მონაწილეების თვალში;
2. ექსპერტი— სარეიტინგო კომპანია აღქმული უნდა იყოს, როგორც ექსპერტი კრედიტის ანალიზის შედგენაში;
3. მეთოდოლოგია— რეიტინგის შედგენის დროს, სარეიტინგო კომპანია უნდა იყენებდეს ისეთ მეთოდოლოგიას, რომელიც ეჭვს არ ბადებს;
4. დროული— სარეიტინგო კომპანიამ რეგულარულად უნდა გადაამოწმოს რეიტინგი, რათა მუდმივად გამოხატავდეს შეფასებული ობიექტის აქტუალურ მდგომარეობას;
5. დამოუკიდებლობა— სარეიტინგო კომპანია უნდა იყოს ობიექტური და უნდა გაუძლოს ემიტენტის მხრიდან რაიმე სახის ზეწოლას;
6. შიდა პროცესი— სარეიტინგო კომპანიამ უნდა შექმნას ადამიანური რესურსების მენეჯმენტი და ჰყავდეს კვალიფიციური თანამშრომლები;
7. მომსახურების ხარისხი— სარეიტინგო კომპანია უნდა რეაგირებდეს და მუდამ მზად უნდა იყოს, დააკმაყოფილოს ინვესტორისა და ემიტენტის ინტერესი. შესაბამისად, უნდა გასცეს მათ ყოველ კითხვას პასუხი;
8. ღირებულებები და ნორმები— სარეიტინგო კომპანიას უნდა გააჩნდეს ისეთი ღირებულებები და ნორმები, როგორსაც მისი მომხმარებელი ელოდება;
9. ნდობა— სარეიტინგო კომპანია ბაზრის მონაწილემ უნდა აღიქვას სანდოდ;
10. ემიტენტზე ორიენტირებულობა— სარეიტინგო კომპანია უნდა უწევდეს ემიტენტს მაღალი ხარისხის მომსახურებას;
11. ინვესტორზე ორიენტირებულობა— ინვესტორისთვის სარეიტინგო კომპანია უნდა ახორციელებდეს მაღალი ხარისხის მომსახურებას;
12. კოოპერაცია/თანამშრომლობა— სარეიტინგო კომპანია ეფექტიანად უნდა ახორციელებდეს კომუნიკაციას ბაზრის მონაწილეებთან;
13. გამჭვირვალობა— რეიტინგის შესახებ გადაწყვეტილება ნათელი უნდა იყოს ბაზრის მონაწილეებისათვის;

³⁰⁶ Duff/ Einig, The British Accounting Review 41, 2009, 143.

14. მომსახურების პაკეტი— სარეიტინგო კომპანია, რეიტინგის შედგენის გარდა, ბაზარს უნდა სთავაზობდეს სხვა დამატებით მომსახურებას.³⁰⁷

რეალური რეიტინგის შედგენამდე, სარეიტინგო კომპანიები წინასწარი შეფასების საფუძველზე ადგენენ დაახლოებით რეიტინგს, ემიტენტს ეძლევა შესაძლებლობა, ივაჭროს რეიტინგით და მოძებნოს სარეიტინგო კომპანია, რომელიც მისთვის ყველაზე მისაღებ რეიტინგს შეადგენს. ინტერესთა კონფლიქტი გამოწვეულია სარეიტინგო კომპანიის გაუმჭვირვალობაში, რეიტინგის შედგენის დროს გამოყენებულ მეთოდებსა და რეიტინგის პროცედურებთან მიმართებით. ასეთი ბუნდოვანი პროცესის ფარგლებში, ინვესტორისთვის ძნელია, მისდოს რეიტინგის ხარისხს და გაარკვიოს, თუ როგორ არის ის მიღებული. ის, რომ სარეიტინგო კომპანიები საჯაროს არ ხდიან თავიანთ მეთოდოლოგიას, ასევე აძნელებს იმის მონიტორინგს, თუ რა დონეზე ვითარდება ისინი. ამასთან, სარეიტინგო კომპანიები სარგებლობენ სამართლებრივი დაცვის იმუნიტეტით, რადგან ყოველთვის აღნიშნავენ, რომ რეიტინგი გამოხატავს მხოლოდ მათ აზრს გადახდისუნარიანობის შესახებ.³⁰⁸ სარეიტინგო კომპანიებს თითქოს ურჩევნიათ, რომ მათი რეიტინგი ნაკლებად ზუსტი იყოს, სამაგიეროდ კი მაქსიმალური შემოსავალი მიიღონ.³⁰⁹ ამრიგად, შესაძლოა, თუ დაუპყვრიდებით, ემიტენტსაც იგივე ინტერესი ამოძრავებდეს და მისთვისაც პრიორიტეტული იყოს ხელსაყრელი რეიტინგის მიღება. თითქოს ამის შესახებ ინვესტორებმაც იციან, მაგრამ ისინი მაინც აგრძელებენ რეიტინგის შეძენას. ამ პრაქტიკის ფონზე, პარადოქსს წარმოადგენს ინვესტორების, ემიტენტების რეაქცია არახელსაყრელი, დაბალი კლასის რეიტინგის დროს. ყოველივე ეს პირდაპირ კავშირშია ინტერესთა კონფლიქტთან, რომელიც სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების თავში იქნება განხილული.

4.6. რეიტინგის ფუნქცია და მნიშვნელობა

იმის მიუხედავად, რომ სარეიტინგო კომპანიები და მათი რეიტინგი კრიტიკის ობიექტს წარმოადგენს, არ შეიძლება არ აღინიშნოს ის ფუნქციები, რომელიც მას გააჩნია. ლოგიკურია, დავასკვნათ, რომ „რეიტინგს“ გარკვეული უპირატესობების მინიჭება შეუძლია შეფასებული ერთეულისთვის. ამის თქმის საფუძველს იძლევა თუნდაც ის ფაქტი, რომ რეალურად გაჩნდა მათი შექმნის აუცილებლობა.

რეიტინგს, მარეგულირებელი ფუნქციის გარდა, გააჩნია სხვა დანიშნულებაც. იქიდან გამომდინარე, რომ მარეგულირებელი ფუნქცია რეიტინგის ისტორიულ ნაწილში იქნა განხილული, ამ ეტაპზე ყრადღება გამახვილებული იქნება რეიტინგის სხვა ფუნქციებზე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რომლისთვისაც იქმნება რეიტინგი, წარმოადგენს ინფორმაციის გაცვლის ბაზარს. დაახლოებით 20 წლის წინ, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ხელმძღვანელი *მ. ფელანი* ამტკიცებდა, რომ

³⁰⁷ Duff/ Einig, The British Accounting Review 41, 2009, 145.

³⁰⁸ Duan/ Laere, Journal of Banking & Finance 36, 2012, 3241.

³⁰⁹ Bar-Isaac/ Shapiro, Journal of Financial Economics 108, 2013, 66.

საფონდო ბირჟას ინფორმაციის გაცემის ბაზარი უნდა რქმეოდა. ნიშა, რომელსაც სარეიტინგო კომპანიები იკავებენ, არის „ინფორმაციის ასიმეტრიულობა“, რომელიც წარმოიშობა აუთსაიდერ ინვესტორსა და ინსაიდერს შორის. რეალობა შემდეგნაირია— რაც არ უნდა გამჭვირვალე იყოს კომპანიის საქმიანობა, ინსაიდერმა ყოველთვის იცის აუთსაიდერზე მეტი.³¹⁰ ამრიგად, რეიტინგის დანიშნულებაა აღმოფხვრას ინფორმაციული ასიმეტრიულობა ემიტენტსა და კრედიტორს შორის.³¹¹ სარეიტინგო კომპანიას გააჩნია ინფორმაციის „შემგროვებლის“ როლი იმდენად, რამდენადაც რეიტინგის შესადგენად ისინი აგროვებენ და აანალიზებენ კრედიტის ხარისხის შეფასებისათვის საჭირო ყველა მნიშვნელოვან ინფორმაციას. შემდეგ კი მიღებულ შედეგს ინვესტორებისთვის, ფინანსური ანალიტიკოსებისთვის და ბაზრის სხვა მონაწილეებისათვის ხდიან საჯაროს.³¹² სარეიტინგო კომპანიები ქმნიან ცუდ ამინდს, თუმცა არ შეიძლება მისი, როგორც ამინდის პროგნოზის, განხილვა.³¹³ არ იქნება მართებული იმის თქმა, რომ ყველა ინვესტორი ეყრდნობა რეიტინგს, მაგრამ ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ უმეტესობას არ აქვს შესაძლებლობა, თვითონ ჩაატაროს ფასიანი ქაღალდის ხარისხის კონტროლი, ამიტომ ბრძად ენდობა რეიტინგს, როგორც ინფორმაციას.³¹⁴ უპირველს ყოვლისა, რეიტინგი არის ინვესტორების ინფორმაციის წყარო. მისი შექმნის ისტორიული ადრესატები სწორედ ფინანსური ბაზრის მონაწილეები იყვნენ. ფინანსურ ბაზარზე თავისი მოსაზრების დაფიქსირებით, სარეიტინგო კომპანიები ზრდიან ბაზრის ეფექტიანობას და ამცირებენ დანახარჯებს, როგორც ემიტენტებისთვის, ისე ინვესტორებისთვის.³¹⁵ ინფორმაციის ასიმეტრიულობა სახეზე გვაქვს მაშინ, როდესაც გამყიდველი მყიდველზე მეტ ინფორმაციას ფლობს პროდუქტის ხარისხის შესახებ და ამავდროულად, არ შეუძლია ეს ინფორმაცია მიაწოდოს მყიდველს.³¹⁶

ემიტენტი არ აწვდის საიდუმლო ინფორმაციას ინვესტორს. შესაბამისად, სარეიტინგო კომპანიას იმისთვის იყენებს, რომ მისთვის ნაკლებად ზიანის მომტანი საშუალებით, ცნობილი გახადოს საიდუმლო ინფორმაცია.³¹⁷ მაშასადამე, თავდაპირველად უნდა გამოვეყოთ რეიტინგის ინფორმაციული ფუნქცია.

რეიტინგი სუბიექტური მოსაზრებაა. მართალია, სარეიტინგო კომპანიები იყენებენ მრავალ ობიექტურ ფაქტორს, თუმცა შეფასების პროცესი მაინც სუბიექტური პროცესია. შესაბამისად, ეს არის აზრი,

³¹⁰ *Langhor/ Langhor*, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 9.

³¹¹ იქვე, 13.

³¹² *Chung/ Frost/ Kim*, Financial Management, Spring 2012, 122.

³¹³ *Langhor/ Langhor*, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 15.

³¹⁴ *Brennan/ Hein/ Poon*, European Financial Management, Vol. 15, No. 5, 2009, 892.

³¹⁵ *Schroeter*, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 385.

³¹⁶ *Boehm*, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 17.

³¹⁷ *Becker/ Milbourn*, Journal of Financial Economics 101, 2011, 494.

რომელიც დამყარებულია ადამიანების შეფასებაზე და ვერ ვიტყვით, რომ ის სწორი ან არასწორია და ამასთანავე არ წარმოადგენს კრედიტის ხარისხზე გარანტიას. რეიტინგი ბუნებრივად სუბიექტური მოვლენაა, რადგან ობიექტურად არავის შეუძლია განჭვრიტოს მომავალი. საკრედიტო რეიტინგი სხვა ინფორმაციისგან განსხვავდება ინფორმაციის გადმოცემის ფორმატით. სარეიტინგო კომპანიის მიერ გამოქვეყნებულ თითოეულ რეიტინგს გააჩნია ორი კომპონენტი: ერთი რეიტინგის გარეგნული მხარე, ანუ სიმბოლო, რომელიც გამოხატავს სარეიტინგო კომპანიის მოსაზრებას, და მეორე თანდართული ანგარიში, რომელიც განმარტავს იმ მიზეზებს, თუ რატომ იქნა მინიჭებული ესა თუ ის რეიტინგი. რეიტინგს მნიშვნელობას მატებს ის ფაქტი, რომ ის ადვილად გასაგებია და არ საჭიროებს კონკრეტული ენის ცოდნას. შეიძლება ითქვას, რომ ეს არის უმთავრესი მიზეზი, რატომაც გახდა საკრედიტო რეიტინგი ასეთი მნიშვნელოვანი გლობალურ ფინანსურ ბაზარზე. მოკლე და სტანდარტული რეიტინგის სიმბოლო ადვილად გასაგებია და სწრაფად აღქმადია ბაზრის ყველა მონაწილისთვის იმის მიუხედავად, არის თუ არა ის ფინანსური ექსპერტი და რა ენაზე საუბრობს.³¹⁸ ამრიგად, რეიტინგი მნიშვნელოვანია მისი სიმარტივის გამო. აქედან გამომდინარეობს რეიტინგის **გლობალური ფუნქცია**.

რეიტინგს ასევე შეიძლება ჰქონდეს **იმიჯის და მარკეტინგული ფუნქცია**. ქვეყნებს, რომლებსაც არ აქვთ რეიტინგი არიან ან გადახდისუუნაროები, ან ზედმეტად მდიდრები იმისათვის, რომ ისესხონ. ისინი ასეთად მიიჩნევენ თავიანთ თავს, ან ასეთად მიჩნეულები არიან ბაზრის მიერ.³¹⁹ თუმცა ქვეყნებს, რომლებსაც რეიტინგი არა აქვს მინიჭებული, თეორიულად აქვს იმის შანსი, რომ ჰქონდეს იმაზე მეტი რეიტინგი, ვიდრე ითვლება, რომ მათ აქვთ. რეიტინგი გავლენას ახდენს ფინანსური ინსტრუმენტის სტრუქტურაზე, ასევე ინვესტორების გადაწყვეტილებაზე. მთავრობას ან კომპანიას, რომელსაც სურს, რომ გამოუშვას ფასიანი ქაღალდი, ცდილობს მიიღოს რეიტინგი, რადგან ის ფასიანი ქაღალდის გაყიდვას უფრო მარტივს ხდის, ნაწილობრივ კი იმიტომ, რომ მრავალ ინსტიტუციონალურ ინვესტორს შეუძლია მხოლოდ საინვესტიციო კლასის შემოთავაზებების ყიდვა.³²⁰ ორი სახის რეიტინგი არსებობს: ერთი ობლიგაციების რეიტინგი, რომელიც მინიჭებული აქვს ამერიკის შეერთებული შტატებში საჯაროდ შემოთავაზებულ თითქმის ყველა ობლიგაციას და მეორე, კომპანიების რეიტინგი, რომელსაც გაცემს სამივე წამყვანი სარეიტინგო კომპანია. ემიტენტებს რეიტინგის მოპოვება მრავალი მიზეზის გამო ესაჭიროებათ. მათ შორის: მათი ობლიგაციების ღირებულების გაზრდისთვის, ბიზნესწრეებში ნდობის ამაღლებისთვის, ამასთან ფასიანი ქაღალდებია იმ ინვესტორებზე მიყიდვისთვის, რომლებიც შეფასებულ ფასიან ქაღალდებს ანიჭებენ უპირატესობას.³²¹

რეიტინგი გამოიყენება როგორც **რისკის საზომი**. სარეიტინგო კომპანიის ფუნქციაა კრედიტის რისკის შეფასება, სხვადასხვა

³¹⁸ *Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 379.*

³¹⁹ *Ratha/ De/ Mohapatra, World Development Vol. 39, 2010, No. 3, 301.*

³²⁰ *Rom, Public Administration Review, July/ August, 2009, 642.*

³²¹ *Becker/ Milbourn, Journal of Financial Economics 101, 2011, 499.*

საშუალებების შექმნა, რათა ერთმანეთისგან გაიმიჯნოს სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები, ბაზრის მონაწილეთათვის კრედიტის რისკთან დაკავშირებული საერთო სტანდარტების შეთავაზება.³²²

საკრედიტო რეიტინგს დიდი მნიშვნელობა აქვს დაფინანსების ხარჯებთან მიმართებით. ამასთან, მნიშვნელობა არ აქვს ეს იქნება კერძო კომპანია თუ სუვერენული მევალე.³²³

კომპანიის მენეჯერები რეიტინგს მხედველობაში იღებენ კაპიტალის ფორმირებასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილების მიღების დროს.³²⁴ ეს ამ მიმართულებით ჩატარებულმა კვლევებმაც აჩვენა, რომ ასეთ დროს კომპანიის შიგნით დიდ მნიშვნელობას ანიჭებენ საკრედიტო რეიტინგს.³²⁵

სამ წამყვან სარეიტინგო კომპანიას აკისრია ე.წ. „gate keeper“-ის ფუნქცია. მისი შედგენილი რეიტინგი გავლენას ახდენს კაპიტალის ბაზარზე სუვერენის ან კომპანიის შესვლაზე. 2010 წლისთვის, დაახლოებით 65 განვითარებად ქვეყანას ჰქონდა მინიჭებული რეიტინგი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის მიერ. აქედან, უმრავლესობა ღარიბ ქვეყანასა და 12 მაღალი შემოსავლების მქონე სახელმწიფოს წარმოადგენდა. ზოგადად, ითვლება, რომ რეიტინგის არქონა შეიძლება იყოს უარესის მომტანი სახელმწიფოსთვის იმდენად, რამდენადაც ის შეიძლება იმაზე მეტად შეაფასონ რისკის მატარებლად, ვიდრე სინამდვილეშია.³²⁶ საკრედიტო რეიტინგს დიდი მნიშვნელობა აქვს დაფინანსების ხარჯებთან მიმართებით. ამასთან მნიშვნელობა არ აქვს ეს იქნება კერძო კომპანია, თუ სუვერენული მევალე.³²⁷ ფასიანი ქაღალდი წარმოადგენს კომპანიისთვის დაფინანსების ხელსაყრელ გზას. მსესხებელი ეყრდნობა კომპანიის ფინანსურ სიძლიერეს, რომელიც გამოხატავს მის შესაძლებლობას, შეასრულოს აღებული ვალდებულება. კომპანია მეტად არის დაინტერესებული ამ სახის დაფინანსებით, რადგან ის უფრო იაფია, ვიდრე საბანკო სესხი. აქედან გამომდინარე, ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით მოკლე ვადაზე გათვლილი დაფინანსების მოპოვებისათვის კომპანია დაინტერესებულია, შეინარჩუნოს შესაბამისი, მაღალი კლასის რეიტინგი. ამასთან, ინვესტიციების მოზიდვის პერსპექტივით დაინტერესებულ კომპანიას უფრო სჭირდება რეიტინგი, ვიდრე იმ კომპანიას, რომელსაც მსგავსი პერსპექტივა არ გააჩნია.³²⁸

ინვესტორები ამბობენ, რომ მათ დაკარგეს უამრავი ფული ისეთი სახის ფასიან ქაღალდებში ინვესტირებისას, რომელსაც მინიჭებული ჰქონდა მაღალი კლასის რეიტინგი. რეიტინგისადმი უნდობლობამ გამოიწვია ფულისა და კრედიტის ბაზრის უპრეცედენტო გაყინვა. მარეგულირებელი მოითხოვს რეიტინგის მეთოდოლოგიისა და სარეიტინგო კომპანიის ბიზნესის მოდელის ღიაობას. ეს ყველაფერი უფრო ცუდის მომტანია, ვიდრე კარგის. შესაძლებელია რეიტინგის საკითხის მოგვარება, თუმცა არასწორმა

³²² Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1931.
<http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

³²³ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 912.

³²⁴ Kisgen, The Journal of Finance, Vol. LXI, No. 3, June 2006, 1035.

³²⁵ Alissa/ Bonsall/ Koharki/ Penn, Journal of Accounting and Economics 55, 2013, 129.

³²⁶ Ratha/ De/ Mohapatra, World Development Vol. 39, 2010, No. 3, 295.

³²⁷ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 912.

³²⁸ Kemper, Financial Review, Vol. 48, Issue 4, 8 Oct 2013, 578-579.

ნაბიჯებმა შეიძლება ეს პროცესი საგრძნობლად შეაფერხოს. სარეიტინგო კომპანიებს სწორედ მარეგულირებელი მიუძღოდა წინ. მათი საშუალებით გახდნენ ისინი გლობალური ფინანსური კრიზისის დადგომის მონაწილეები. რეიტინგი არ არის არც გარანტია, არც დაპირება იმაზე, რომ ემიტენტი გადაიხდის ნაკისრ ვალდებულებას. შეიძლება ითქვას, რომ რეიტინგის შედგენა კვლევის ჩატარებას გავს. ცუდ კვლევას შესაძლოა სწორი წინასწარი დასკვნები მოჰყვეს და პირიქით. მკვლევარებს ყოველთვის ილბალი უნდა ჰქონდეთ იმაში, რომ მათ მიერ წინასწარ შედგენილი ანალიზი მართალი აღმოჩნდება. სარეიტინგო კომპანიებს არ სჭირდება თავიანთი რეიტინგის პატივსცემა. რეიტინგისთვის მნიშვნელოვანია ის, რომ მას სცნობდეს რაც შეიძლება მეტი ადამიანი.³²⁹

4.7. საქართველოს რეიტინგის შედგენა

საქართველოს სუვერენული რეიტინგი, ისევე როგორც სხვა დანარჩენი წარმოადგენს დაკვეთის საფუძველზე შედგენილ რეიტინგს. განსაკუთრებით ყურადსაღებია სუვერენული რეიტინგის საკითხი, რადგან გადახდა ხდება სახელმწიფო ბიუჯეტიდან.

საქართველოს რეიტინგი წარმოადგენს ისეთი სახის რეიტინგს, რომელიც დაკვეთის საფუძველზე არის შედგენილი, ანუ ამ კონკრეტულ შემთხვევაში საქართველო გამოდის ემიტენტის როლში, რომელიც საკუთარი რეიტინგისთვის იხდის ფულს. საინტერესოა, ანაზღაურების საკითხი, ანუ კონკრეტულად, რამდენი უჯდება საქართველოს მსოფლიოს წამყვანი სარეიტინგო კომპანიების მომსახურება. ბიუჯეტში გათვალისწინებულია ხარჯები სარეიტინგო მომსახურებისათვის. პირველი რეიტინგი საქართველომ 2008 წელს მიიღო. ამ დროს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ხარჯებში 2008 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის (თავი V- საქართველოს სახელმწიფო ბიუჯეტის ასიგნებები) სუვერენული რეიტინგისა და საგარეო ვალის მართვისა და რეფინანსირებისათვის (25.01.07) გათვალისწინებული იქნა 5,9 მილიონი ლარი³³⁰. 2009 წლის ბიუჯეტის გეგმაში მხოლოდ ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგთან დაკავშირებული ხარჯებისათვის 400 ათასი ლარი (23.01.06)³³¹, ხოლო 2010 წლის გეგმაში 350 ათასი ლარი იყო გათვალისწინებული (23.01.08)³³². ფაქტობრივმა საბიუჯეტო ხარჯებმა ქვეყნის სუვერენული რეიტინგისათვის შეადგინა: 2008 წელს— 2865 ათასი ლარი, 2009 წელს— 14742 ათასი ლარი, 2010 წელს— 350 ათასი ლარი. 2011 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის გეგმაში რეიტინგისათვის 400 ათასი ლარი იყო გათვალისწინებული.³³³ 2011 წელს დაიხარჯა 5,493.6.³³⁴ 2012 წელს

³²⁹ Persaud, Ratings war?, ppr-public policy research, Dec. 2008- Feb. 2009, 187.

³³⁰ http://mof.gov.ge/budget/by_year/2008, ბოლო ნახვა 01.12.2011.

³³¹ http://mof.gov.ge/budget/by_year/2009, ბოლო ნახვა 01.12.2011.

³³² <http://mof.gov.ge/4069>, ბოლო ნახვა 01.12.2011.

³³³ <http://mof.gov.ge/4161>, ბოლო ნახვა 01.12.2011.

³³⁴ <http://mof.gov.ge/4623>, ბოლო ნახვა 01.12.2011.

სუვერენული რეიტინგისთვის განისაზღვრა 400 ათას ლარი.³³⁵ 2014 წელს – 387 ათასი ლარი.³³⁶

რეკომენდაცია: საქართველოს სამართლებრივ სისტემაში დაძლეულ უნდა იქნას სუვერენულ რეიტინგებთან დაკავშირებით არსებული სამართლებრივი ვაკუუმი. კანონმდებელმა ზუსტად უნდა დაადგინოს როდის, ვის მიერ, რა შემთხვევაში და რა პროცედურების დაცვით უნდა მოხდეს სახელმწიფოს მიერ სარეიტინგო კომპანიების მომსახურების შესყიდვა. ამასთან, აღნიშნული მომსახურების შესყიდვის შესახებ ნორმა უნდა მოექცეს სახელმწიფო შესყიდვების შესახებ კანონმდებლობაში (საქართველოს კანონი „სახელმწიფო შესყიდვების კანონი“). ხოლო ამ მომსახურებისათვის ხარჯების გაწევის წესი უნდა გაიწეროს საქართველოს კანონში „საბიუჯეტო კოდექსი“.

V. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება

სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების საკითხი მეტად საინტერესოა იმ თვალსაზრისით, რომ არ არსებობს ერთიანი მარეგულირებელი დოკუმენტი, რომელიც სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის ყველა სფეროს დაარეგულირებდა. წინამდებარე ნაშრომში განხილულია ის მარეგულირებელი დოკუმენტები, რომელიც მიღებულია ამერიკის შეერთებულ შტატებსა და ევროპის კავშირში. პასუხისმგებლობის საკითხი ნაჩვენებია გერმანიის მაგალითით და ამ ჭრილში ვეხებით გერმანულ სამართალს. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირებაზე საუბრისას შეგვიძლია გამოვყოთ სამი ფაზა: დერეგულირება, რეგულირება და თვითრეგულირება. გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე პერიოდი წარმოადგენს დერეგულირების ფაზას, კრიზისის შემდგომი პერიოდი – კი რეგულირების ფაზას, ხოლო ამ ორს პარალელურად მიჰყვება სარეიტინგო კომპანიების მიერ თვითრეგულირების ფაზა. პირველ ორს მოგვიანებით განვიხილავთ. უფრო დეტალურად შევეხებით მარეგულირებლის დამოკიდებულებასა და იმ პრობლემებს, რომელიც არსებობდა და დღესაც არსებობს. თავდაპირველად მიზანშეწონილია იმ მარეგულირებელი ნორმების განხილვა, რომლის მიხედვითაც წამყვანი სარეიტინგო კომპანიები ხელმძღვანელობენ.

5.1 სარეიტინგო კომპანიის თვითრეგულირება

არ შეიძლება ყველაფერში დამნაშავე სარეიტინგო კომპანიები იყვნენ, რადგან მარეგულირებელი ვალდებულია დანაშაული მასთან ერთად გაიყოს. იმის მიუხედავად, რომ სარეიტინგო კომპანიებს დიდი მნიშვნელობა ჰქონდა ფინანსურ ბაზარზე, ის რეგულირებული არ იყო.³³⁷ დღეს წამყვანმა სარეიტინგო კომპანიებმა მარეგულირებელი ნორმების გათვალისწინებით

³³⁵ <http://mof.gov.ge/4623>, ბოლო ნახვა 01.12.2011.

³³⁶ <http://mof.gov.ge/News/2010/3629>, ბოლო ნახვა 01.12.2011.

³³⁷ *Credit Rating Agency Reform Act (CRARA) (P.L. 109-326). Rom, Public Administration Review, July/August, 2009, 649.*

შეადგინა შიდაგანაწესები, ქცევის წესები, რომლის შესაბამისადაც ახორციელებენ თავიანთ საქმიანობას. საინტერესოა, მათი განხილვა წამყვანი სარეიტინგო კომპანიების მიხედვით.³³⁸

Standard & Poor's

S&P-ის მარეგულირებელ დოკუმენტებში განმარტებულია რეიტინგის სახეები, მისი შედგენის პროცედურა და საკითხები ინტერესთა კონფლიქტთან დაკავშირებით. მართალია, ზემოთ ზოგადად შევეხეთ ამ საკითხებს, თუმცა საინტერესოა, თუ რა წერია უშუალოდ კომპანიის მიერ მოცემულ დოკუმენტებში. S&P რეიტინგის სახეობებს აერთიანებს ორი დიდი ქოლგის ქვეშ: ზოგადი დანიშნულების რეიტინგი და სპეციალური დანიშნულების რეიტინგი.³³⁹

ზოგადი დანიშნულების რეიტინგი შეიძლება იყოს როგორც ემისიის,³⁴⁰ ისე ემიტენტის³⁴¹ რეიტინგი³⁴². ამ სახის საკრედიტო რეიტინგი ფარავს რისკის ფაქტორის ფართო სპექტრს და არ არის მასშტაბურად შეზღუდული. ზოგი მოიხსენიებს მას, როგორც „ტრადიციულ“ საკრედიტო რეიტინგს. საბოლოო შედეგში რეიტინგი გამოიხატება ასოებით ან მასზე ციფრებისა და სიტყვების დამატებით, რათა შეაჯამოს სარეიტინგო კომპანიის აზრი.³⁴³

S&P-ის ოფიციალურ დოკუმენტებში დადგენილი წესების შესაბამისად, რეიტინგის შედგენის დაწყება, ძირითადად, დაკვეთის საფუძველზე ხდება. სარეიტინგო კომპანია მხოლოდ მაშინ ადგენს რეიტინგს, თუ არის საკმარისი ინფორმაცია იმისათვის, რომ შედგეს

³³⁸ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 389.

³³⁹ Standard & Poor's: Ratings Definitions, 3. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴⁰ ემისიის რეიტინგი არის წინასწარი პროგნოზი მოვალის გადახდისუნარიანობის შესახებ კონკრეტულ ფინანსურ ვალდებულებასთან და სპეციფიკური კლასის ფინანსურ ვალდებულებებთან მიმართებით. ამ სახის რეიტინგის შესადგენად მხედველობაში მიიღება ასევე გარანტორის, დამზღვევის და გადახდისუნარიანობის გამაძლიერებელი ფირმების გადახდისუნარიანობა. ამასთან, მხედველობაში მიიღება ის ვალუტა, რომლითაც უნდა მოხდეს ვალდებულების შესრულება.

Standard & Poor's: Ratings Definitions, 3-4. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴¹ ემიტენტის რეიტინგი არის წინასწარი აზრი მოვალის ფინანსური ვალდებულებების ზოგად გადახდისუნარიანობაზე. ეს აზრი ეყრდნობა მოვალის მხოლოდ შესაძლებლობასა და სურვილს, შეასრულოს ფინანსური ვალდებულება. ემიტენტის რეიტინგის მაგალითია: სუვერენული რეიტინგი, ანუ ქვეყნის რეიტინგი, კორპორაციის რეიტინგი და ა.შ.

Standard & Poor's: Rating Definitions, 6. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴² თავის მხრივ როგორც ემისიის, ისე ემიტენტის რეიტინგი იყოფა გრძელვადიან და მოკლევადიან რეიტინგებად. მნიშვნელოვანია ის, რომ რეიტინგის სიმბოლოები განსხვავდება ოთხივე შემთხვევაში, ანუ გრძელვადიანი ემისიის/ ემიტენტის და მოკლე ვადიანი ემისიის/ემიტენტის რეიტინგის არსებობისას. Standard & Poor's: Rating Definitions, 5-8. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴³ Standard & Poor's: Ratings Definitions, 3. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

„ღირებული აზრი“ გადახდისუნარიანობის შესახებ მას შემდეგ, რაც ჩატარდება შესაბამისი ხარისხობრივი, რაოდენობრივი და სამართლებრივი ანალიზი. ანალიტიკოსების ჯგუფი გადახედავს ინფორმაციას, რომელიც მიიღო როგორც კერძო, ისე საჯარო წყაროდან. ძირითადად, ინფორმაციის მიღება ხდება დამკვეთისგან, მრჩეველისგან და სხვა კერძო წყაროებიდან. სახელმწიფოსთვის, ფინანსური ინსტიტუტებისთვის, სადაზღვეო კომპანიებისთვის რეიტინგის შედგენისას ხორციელდება ისტორიული და ფინანსური ინფორმაციის ანალიზი, ხდება მათი შედარება ბაზარზე არსებულ კონკურენტებთან.³⁴⁴ S&P პირდაპირ მიუთითებს, რომ ის არ ამოწმებს მისთვის გადაცემული ინფორმაციის სისწორეს, ამიტომ არ ადგენს რეიტინგს, თუ თვლის, რომ ინფორმაცია არასანდოა.³⁴⁵

ინფორმაციის პირველადმა ანალიზმა უნდა დაამტკიცოს, რომ სარეიტინგო კომპანიისთვის მიწოდებული ინფორმაცია სანდოა და მოწოდებულია სანდო წყაროდან. ასეთად ჩაითვლება თუ: 1) ინფორმაცია, რომელიც იყო აუდიტორის, due diligence-ის განმახორციელებელი ფირმის ან მსგავსი ტიპის ორგანოს შეფასების ობიექტი; 2) საჯარო ინფორმაცია; 3) ინფორმაცია, რომელიც ადგენს ემიტენტის ან მესამე მხარის პასუხისმგებლობას გაცემული ინფორმაციის არასწორობის შემთხვევაში; 4) ინფორმაცია, რომელიც მართალია არ აწესებს პასუხისმგებლობას, მაგრამ ემიტენტი პირველად არ უკვეთავს რეიტინგს. შესაბამისად, მის მიერ მიწოდებულ ინფორმაციას სარეიტინგო კომპანია სანდოდ მიიჩნევს.³⁴⁶

მენეჯერთან შეხვედრა რეიტინგის პროცესის ნაწილია. ანალიტიკური ჯგუფის წევრები ხვდებიან მენეჯმენტის წარმომადგენლებს და განიხილავენ საკვანძო ფაქტორებს, რომელმაც შეიძლება გავლენა იქონიოს რეიტინგზე.³⁴⁷ მენეჯმენტთან შეხვედრა მნიშვნელოვანია. შეხვედრა ინიშნება როგორც შეფასების პროცესში მყოფ, ისე მომავალში შესაფასებელი ორგანიზაციის წარმომადგენლებთან. ამ დროს ხდება ინფორმაციის თავმოყრა.³⁴⁸

რეიტინგის მინიჭება დამოკიდებულია კომიტეტზე და არა ერთ კონკრეტულ ანალიტიკოსზე.³⁴⁹ გადაწყვეტილება ეცნობება დამკვეთს და

³⁴⁴ Standard & Poor's: General Descriptions of Credit Rating Process, 1. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴⁵ Standard & Poor's: General Descriptions of Credit Rating Process, 2. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴⁶ Standard & Poor's: Credit Rating Information and Data, 1. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴⁷ Standard & Poor's: General Description of Credit Rating Process, 2. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴⁸ Standard & Poor's: Management Meeting. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁴⁹ მნიშვნელოვანია ანალიტიკოსის განმარტება. ეს არის სარეიტინგო მომსახურების თანამშრომელი, რომელიც პირდაპირ არის ჩართული რეიტინგის საქმიანობაში, მაგრამ არ არის. რეიტინგის მომსახურების კრიტერიუმებისა და ხარისხის ორგანიზაციის ან მისი იურიდიული დეპარტამენტის წევრი. “Analyst“ means any Ratings Services Employee who is directly involved in Credit Rating Activities, but not part of Ratings Services' Criteria or Quality organizations or its Legal Department“. Standard & Poor's: Glossary of Terms, 1. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

მხოლოდ ამის შემდეგ ხდება მისი გამოქვეყნება.³⁵⁰ გამოქვეყნებამდე სარეიტინგო კომპანია უზავნის შედეგს დამკვეთს, რომელმაც უნდა გადაამოწმოს საიდუმლო ინფორმაციის დაცულობა, ამასთან რამე ფაქტობრივი შეცდომის არსებობა.³⁵¹ S&P ითვალისწინებს დამკვეთის უარს რეიტინგის შედგენაზე. რეიტინგის გამოქვეყნებამდე ჯერ კიდევ არის შესაძლებლობა, რომ ის გამოთხოვილი იქნეს როგორც დამკვეთის, ისე სარეიტინგო კომპანიის მიერ. S&P იტოვებს უფლებას, ერთპიროვნულად თქვას უარი რეიტინგის შედგენაზე, გამოითხოვოს ის ან დროებით გადადოს უკვე შედგენილი რეიტინგის გამოქვეყნება. ინფორმაციის არასანდოობასთან ერთად, რეიტინგზე უარის საფუძველი შეიძლება გახდეს ინტერესთა კონფლიქტი. ანუ თუ რეიტინგი შეიძლება გახდეს ინტერესთა კონფლიქტის ობიექტი, მაშინ სარეიტინგო კომპანია უარს იტყვის რეიტინგის შედგენაზე.³⁵²

სარეიტინგო კომპანია ზრუნავს იმაზე, რომ შეინარჩუნოს რეიტინგის ხარისხი და თავიდან აიცილოს პოტენციურ ინტერესთა კონფლიქტი. ამისათვის, როგორც ზემოთ ითქვა, არ ხდება რეიტინგის თაობაზე ერთპიროვნული გადაწყვეტილების მიღება. დგება კომიტეტი, რომლის შემადგენლობაც დამოკიდებულია რეიტინგის კომპლექსურობასა და ბუნებაზე. კომიტეტს ენიშნება თავმჯდომარე, რომელიც უზრუნველყოფს კომიტეტის შესაბამის დაკომპლექტებას. ამისათვის საჭირო ყველა პროცედურის დაცვით, უზრუნველყოფს, ყველა მნიშვნელოვანი ინფორმაციის გადამოწმებას, ხელმძღვანელობს რეიტინგის შედგენისათვის დადგენილი წესებით სარგებლობას, განსაკუთრებულ შემთხვევებში ერთპიროვნულად იღებს რეიტინგის შესახებ გადაწყვეტილებას. თავმჯდომარე შეიძლება იმავდროულად იყოს ანალიტიკოსიც, მაგრამ ის ვერ იქნება კომიტეტის თავმჯდომარე იმ რეიტინგთან მიმართებით, რომლის შედგენაშიც მონაწილეობა მიიღო როგორც ანალიტიკოსმა. კომიტეტი მხოლოდ ხმის მიცემის უფლების მქონე ანალიტიკოსებისგან შედგება. ხმის უუფლებო

³⁵⁰ *Standard & Poor's: General Description of Credit Rating Process*, 2. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁵¹ სარეიტინგო კომპანია თან ურთავს ტექსტს, რომლის შესაბამისადაც რეიტინგის დამკვეთს ავალდებულებს გაასწოროს შეცდომა და შეამოწმოს ინფორმაციის დაცულობა. ასევე კითხვების არსებობის შემთხვევაში, რომელიც არაფაქტობრივი ხასიათისაა, თხოვს დაუკავშირდეს სარეიტინგო კომპანიას. ისინი შეასწორებენ შეცდომას დოკუმენტში, რომელიც გამოხატავს მათ მოსაზრებას. ამას უსვამენ ხაზს. ამასთან აცნობებენ, რომ ეს ანგარიში არის კონფიდენციალური გამოქვეყნებამდე. „Standard & Poor's Ratings Services is sending you this draft so that you can call our attention to any factual errors or the inadvertent inclusion of confidential information in the draft. If you have any questions or comments on the analysis that are not factual in nature, we ask that you discuss these matters with us. We will use our sole discretion in making editorial changes to the document, which represents our independent opinion. We will finalize and release our report after a period of [Appropriate period to be filled by the Analyst1] hours from the time we have sent this email regardless of whether we have received a reply. The report will supersede the information in the draft; the information in the draft is confidential and remains confidential after the issuance of a report and should not be disclosed or released at any time before or after the report is published.“ *Standard & Poor's: Pre-Publication Notice to Issuer*, 1. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁵² *Standard & Poor's: Credit Rating Assignment, Withdrawal & Suspension*, 1. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

თანამშრომლებს თავმჯდომარის თანხმობის შემთხვევაში კი შესაძლებლობა აქვთ აზრი გამოთქვან იმ საკითხზე, რაზეც მათ სპეციფიკური ცოდნა გააჩნიათ.³⁵³ ზოგადი წესით, კი თანამშრომლებს უფლება არა აქვთ დაესწრონ ან/და ხმა მისცენ სარეიტინგო კომიტეტში, თუ ეს გამოიწვევს ინტერესთა კონფლიქტს.³⁵⁴

რეიტინგის გამოთხოვა შეუძლია დამკვეთსაც. გამოთხოვა პირდაპირ არ ნიშნავს, რომ ეს რეიტინგი აღარ იარსებებს. სარეიტინგო კომპანია ერთმანეთისგან განასხვავებს დაკვეთის საფუძველზე და დაკვეთის გარეშე შედგენილ რეიტინგს. შესაბამისად, გამოთხოვის შემთხვევაში S&P რეიტინგს მოდიფიცირებული სახით დატოვებს ძალაში. შესაბამისად, ის გახდება და იარსებებს, როგორც დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი. ყოველ შემთხვევაში, სარეიტინგო კომპანია იტოვებს ამ უფლებას.³⁵⁵

დამკვეთს შეუძლია, მოითხოვოს მისი რეიტინგის გადახედვა. სარეიტინგო კომპანია ამ მოთხოვნას არ დააკმაყოფილებს, თუ ნათელია, რომ გადახედვის მიზანი რეიტინგის გამოშვების შეფერხებაა. გადახედვის მოთხოვნა შესაძლებელია იმ შემთხვევაში, თუ დამკვეთს ახალი ინფორმაცია აქვს ან სჯერა, რომ სარეიტინგო კომპანიას მნიშვნელოვანი ინფორმაცია გამორჩა, რომელსაც საბოლოო რეიტინგზე გავლენის მოხდენა შეუძლია.³⁵⁶ სარეიტინგო კომპანიის მხრიდანაც ხდება რეიტინგის გადახედვა იმ შემთხვევაში, თუ შეიცვალა ის მეთოდი, რომლის საფუძველზეც იქნა რეიტინგი შედგენილი. ასეთ შემთხვევაში უნდა გადამოწმდეს ყველა ის რეიტინგი, რომელსაც მეთოდის ცვლილება შეეხო. ეს უნდა მოხდეს მეთოდის შეცვლიდან არა უმეტეს 6 თვის განმავლობაში.³⁵⁷

იმისათვის, რომ სარეიტინგო კომპანიამ შეინარჩუნოს დამოუკიდებლობა, თანამშრომლებს ეკრძალებათ ემიტენტისთვის რაიმე სახის რეკომენდაციის გაწევა.³⁵⁸

Fitch-ის ქცევის კოდექსი

განვიხილოთ 2013 წელს მიღებული Fitch-ის ქცევის კოდექსი. შესავალშივე არის მოცემული რეიტინგის განმარტება, რომლის შესაბამისადაც, ის არის მოსაზრება შეფასებული ობიექტის შესაძლებლობის შესახებ, რათა მოახდინოს ისეთი ფინანსური ვალდებულებების გასტუმრება, როგორიც არის პროცენტი, დივიდენდი, სადაზღვეო ვალდებულებები და ა.შ. ის შეიძლება ეხებოდეს სხვადასხვა

³⁵³ *Standard & Poor's: Rating Committee*, 1. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁵⁴ *Standard & Poor's: Rating Committee*, 2. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁵⁵ *Standard & Poor's: Credit Rating Assignment, Withdrawal & Suspension*, 2. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁵⁶ *Standard & Poor's: Appeals Policy*. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁵⁷ *Standard & Poor's: Management Meetings*. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

³⁵⁸ *Standard & Poor's: Policy Against Structuring Transactions*. <http://www.standardandpoors.com/ratings/european-union-regulatory-disclosures/en/eu>

ობიექტს, მათ შორის სუვერენს, ფინანსურ ინსტიტუტებს და კორპორაციებს, ასევე ემიტენტების ობლიგაციებსა და სხვა ფასიან ქაღალდებს.³⁵⁹ ამასთან, ეს არ არის შეფასებული ინსტიტუტისა თუ ინსტრუმენტის მდგომარეობის გარანტია. Fitch-ის რეიტინგის შედგენის პროცესი უნდა ეყრდნობოდეს იმ კრიტერიუმებს და მეთოდოლოგიას, რომელიც არის Fitch-ის მიერ ჩამოყალიბებული. Fitch-მა უნდა გასცეს გარანტია იმისა, რომ გამოიყენებს ყველა საჭირო და არსებით წყაროს მაღალი ხარისხის რეიტინგის შესადგენად. რეიტინგის პროცესის დაწყებამდე Fitch-მა უნდა უზრუნველყოს იმის გაგება, თუ რამდენად კვალიფიციურია თანამშრომელი ამ კონკრეტული რეიტინგის გაცემისთვის. ამასთან, იგი უნდა დარწმუნდეს, რომ შესაბამისი ცოდნის მქონე თანამშრომლები შეძლებენ რეიტინგის მონიტორინგს და მის აქტუალურობას.³⁶⁰ Fitch-ი იტოვებს უფლებას, გამოითხოვოს რეიტინგი ნებისმიერი მიზეზით და შეტყობინების გარეშე, თუ სარეიტინგო კომიტეტი დაადგენს, რომ Fitch-ს არ გააჩნია შესაბამისი ინფორმაცია რეიტინგის შედგენისათვის ან Fitch-ისთვის მიწოდებული რამე ინფორმაცია არის საეჭვო.

მნიშვნელოვანი ყურადღება ეთმობა თანამშრომლების საკითხს. თანამშრომელმა არც ერთ შემთხვევაში არ უნდა გასცეს გარანტია რეიტინგთან მიმართებით. ამასთან, Fitch-ი თანამშრომლებს უკრძალავს, რეიტინგის მომხმარებელს გაუწიონ რეკომენდაცია იმ სტრუქტურირებადი ფინანსური პროდუქტების შეფუთვასთან დაკავშირებით, რომელსაც ის აფასებს.³⁶¹ თუმცა Fitch-ი არ მოითხოვს მათგან, იყვნენ სამართლის ექსპერტები.

ქცევის წესების დოკუმენტი ეხება ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრის საკითხს. Fitch-მა და მისმა ანალიტიკოსებმა უნდა იზრუნონ იმაზე, რომ შეინარჩუნონ როგორც დამოუკიდებლობა, ისე ობიექტურობა.³⁶² Fitch-ი უნდა გაუმკლავდეს იმ ინტერესთა კონფლიქტს, რომელიც წარმოიშობა მისი შემოსავლის წყაროდან. ამ კუთხით არ უნდა დაუკავშიროს თავისი ანაზღაურება გაცემული რეიტინგის კლასს.

Fitch-ისთვის მნიშვნელოვანია ანალისტებისა და თანამშრომლების დამოუკიდებლობა. მათ არ უნდა მიიღონ მონაწილეობა ანაზღაურების მიღების პროცესში. ამასთან, არც ერთ თანამშრომელს არ აქვს უფლება:

- რაიმე სახით მიიღოს რეიტინგის შედგენაში მონაწილეობა თუ ის: ფლობს შეფასებული ინსტიტუტის ან მისი ფილიალის ფასიან ქაღალდს, ან თუ წინათ იყო ამ ინსტიტუტის თანამშრომელი;³⁶³
- მიიღოს რაიმე სახის საჩუქარი იმ პირებისგან, რომელთაც Fitch-ს ბიზნესურთიერთობა აკავშირებს.

³⁵⁹ *Fitch Ratings: Code of Conduct*, 20 June 2013, 3.

³⁶⁰ *Fitch Ratings: Code of Conduct*, 20 June 2013, 4-5.

³⁶¹ *Fitch Ratings: Code of Conduct*, 20 June 2013, 6.

³⁶² *Fitch Ratings: Code of Conduct*, 20 June 2013, 7.

³⁶³ *Fitch Ratings: Code of Conduct*, 20 June 2013, 10.

დოკუმენტი ეხება კონფიდენციალური ინფორმაციის დაცვის საკითხსაც. Fitch-ის განუწყვეტლივ აქვს შესება პერსონალურ ინფორმაციასთან – მან უნდა უზრუნველყოს მათი მაქსიმალური დაცვა.³⁶⁴

დოკუმენტში ასევე მოცემულია, თუ რას ელოდება Fitch-ი ემიტენტისგან. კერძოდ, ემიტენტმა, რომელსაც რეიტინგის შედგენა სურს, უნდა მიაწოდოს სარეიტინგო კომპანიას ყველა მოთხოვნილი ინფორმაცია შეზღუდვის გარეშე. ასევე ყველა ინფორმაცია, რომელიც ასახავს ცვლილებას თავდაპირველ ინფორმაციაში. ამასთან, ეს უნდა განახორციელდეს დროულად.

იმ შემთხვევაში, თუ ემიტენტი რეიტინგის შედგენის პროცესში გადაწყვეტს გამოითხოვოს რეიტინგი, Fitch-ი იტოვებს უფლებას გააგრძელოს მისი შედგენა არსებული ინფორმაციის საფუძველზე და გამოსცეს დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი.

დოკუმენტის ბოლოს მითითებულია, რომ რეიტინგის გამოცემით ისინი ვინმეს წინაშე პასუხს არ აგებენ არასწორი რეიტინგისთვის. ამასთან, აღნიშნულია, რომ ეს ქვეცის კოდექსი არ წარმოადგენს კონტრაქტს რომელიმე მხარესთან და არავის აქვს უფლება გამოიყენოს ის პირდაპირ თუ ირიბად. ყოველივე ეს კი გამომდინარეობს იქიდან, რომ რეიტინგის შედგენაში გამოიყენება ყველა ის ინფორმაცია, რომელიც მიწოდებულ იქნა ემიტენტის მიერ, შესაბამისად ის არის პასუხისმგებელი ინფორმაციის სისწორეზე.³⁶⁵

Moody's Investors Service (MIS/Moody's)-ის პროფესიული ქცევის კოდექსი

Moody's-ის დღეს მოქმედი პროფესიული კოდექსი თარიღდება 2013 წლის დეკემბრით. დოკუმენტის პირველი ნაწილი ეთმობა ტერმინთა განმარტებას. რეიტინგი განმარტებულია, როგორც Moody's-ის მოსაზრება შესაფასებელი ერთეულის გადახდისუნარიანობის შესახებ.³⁶⁶ Moody's-ის რეიტინგის შედგენა ხდება იმ ინფორმაციის საფუძველზე, რომელსაც Moody's-ი ზუსტად და სანდოდ მიიჩნევს. ინფორმაციის მიღების წყაროს წარმოადგენს ემიტენტი, მისი წარმომადგენელი, თუმცა ინფორმაციის მიღება სხვა დამოუკიდებელი საშუალებითაც ხდება. Moody's-ი აღნიშნავს, რომ ის არ განეკუთვნება აუდიტორულ კომპანიათა კატეგორიას. შესაბამისად, არ შეუძლია ყველა კონკრეტულ რეიტინგთან დაკავშირებული ინფორმაციის გადამოწმება. რეიტინგი შედგენის პროცესში ინარჩუნებს დამოუკიდებლობას ემიტენტისგან, ინვესტორისგან ან სხვა დაინტერესებული პირისგან. Moody's-ი არ იმყოფება ფიდუციურ ურთიერთობაში იმ ემიტენტთან, რომლის რეიტინგსაც ადგენს.³⁶⁷

³⁶⁴ Fitch Ratings: Code of Conduct, 20 June 2013, 14.

³⁶⁵ Fitch Ratings: Code of Conduct, 20 June 2013, 16-17.

³⁶⁶ Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct, 4.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁶⁷ Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct, 5.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

Moody's-ი უზრუნველყოფს, რომ დამოუკიდებლობასთან ერთად შეინარჩუნოს ობიექტურობა. რეიტინგის შედგენის პროცესზე გავლენას მოახდენს მხოლოდ რეიტინგისათვის რელევანტური ფაქტორები და არა Moody's-ის ბიზნესურთიერთობა ემიტენტთან თუ სხვა მხარესთან.³⁶⁸ აქვე არის განხილული ინტერესთა კონფლიქტის საკითხი. Moody's-ის მიიღებს და განახორციელებს შიდა მექანიზმებს, რომ დროულად იქნას გამოაშკარავებული და აღმოფხვრილი ინტერესთა კონფლიქტი, რომელსაც შეუძლია გავლენა მოახდინოს Moody's-ის მოსაზრებაზე და ანალიზზე ან იმ თანამშრომლებზე, რომლებსაც შეუძლიათ რეიტინგზე ზეგავლენა.³⁶⁹

Moody's-ი განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობს ამ საკითხს. შესაბამისად, თანამშრომლებს უკრძალავს, მონაწილეობა მიიღონ რეიტინგის შედგენაში, თუ შესაფასებელ ერთეულთან თვითონ არიან დაკავშირებული ან მისი ოჯახის წევრები. ასევე:

- თუ თანამშრომელი ფლობს შესაფასებელი კომპანიის ფასიან ქაღალდს;
- ფლობს ფასიან ქაღალდს იმ კომპანიისა, რომელიც კავშირშია Moody's-ის მიერ შესაფასებელ კომპანიასთან.
- მუშაობდა შესაფასებელ კომპანიაში;
- გაჩნია ბიზნესურთიერთობა შესაფასებელ კომპანიასთან;³⁷⁰

Moody's-ი ეხება რეიტინგის ხარისხის საკითხსაც და აღნიშნავს, რომ სამომავლო გადახდისუნარიანობის შესახებ მათი მოსაზრება „შესაძლო“ კატეგორიას მიეკუთვნება.

Moody's-ი სისტემურად ავითარებს და ცდილობს შეინარჩუნოს რეიტინგის მკაცრი და სისტემური მეთოდოლოგია. შესაბამისად, ანალისტიკოსები ეყრდნობიან Moody's-ის მიერ ჩამოყალიბებულ მეთოდებს. რეიტინგის შედგენა ხდება რეიტინგის კომიტეტის და არა ერთი დამოუკიდებელი ანალისტიკოსის მიერ. ამასთან, მნიშვნელოვანია, რომ სარეიტინგო კომპანიის თანამშრომელი ფლობდეს შესაბამის განათლებას და გამოცდილებას. სწორედ ასეთი კვალიფიციური თანამშრომლები უზრუნველყოფენ, რომ არ იქნას ისეთი რეიტინგი შედგენილი, რომელიც რეიტინგის მომხმარებელს ემიტენტის რეალურ გადახდისუნარიანობასთან დაკავშირებით შეცდომაში შეიყვანს.³⁷¹ მეთოდოლოგიისა და მოდელების აქტუალურობის მიზნით Moody's-ი გადახედავს მათ სულ ცოტა ყოველ 12 თვეში ერთხელ.³⁷²

³⁶⁸ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 10.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁶⁹ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 11.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁷⁰ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 12.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁷¹ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 8.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁷² *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 9.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

Moody's-ი ეხება მონიტორინგის საკითხსაც და მიუთითებს, რომ ის უზრუნველყოფს რეიტინგზე ზედამხედველობას მისი გამოქვეყნების დღიდან ამისათვის ის:

- სულ ცოტა 12 თვეში ერთხელ გადახედავს შეფასებული ერთეულის გადახდისუნარიანობას;
- ამოწმებს რეიტინგის სტატუსს იმ ინფორმაციის საფუძველზე, რომელმაც შეიძლება გავლენა იქონიოს მასზე და გამოიწვიოს სარეიტინგო ქმედება. მაგალითად, რეიტინგის გამოთხოვა;

Moody's-თვის მნიშვნელოვანია თანამშრომლების ინტეგრირების საკითხიც. დოკუმენტში გაწერილია, რომ Moody's-ის თანამშრომლები დაემორჩილებიან იმ სამართალს და მარეგულირებელ დოკუმენტებს, რომელიც მოქმედებს იმ ტერიტორიაზე, სადაც Moody's-ი საქმიანობს. ამასთან, ის უზრუნველყოფს, რომ მისი თანამშრომლები სამართლიანად მოექცნენ ემიტენტს, ინვესტორს და ბაზრის სხვა მონაწილეს.³⁷³ თანამშრომლებს ეკრძალებათ სარეიტინგო კომიტეტის გადაწყვეტილებამდე პირდაპირ ან ირიბად გასცენ გარანტია კონკრეტულ რეიტინგთან მიმართებით. ამასთან, Moody's-ი თანამშრომლებისგან არ მოითხოვს, იყვნენ სამართლის ექსპერტები. იგი მიუთითებს, რომ:

- არ გასცემს რეიტინგთან დაკავშირებულ საკონსულტაციო მომსახურებას;
- არ მოქმედებს, როგორც ბროკერი ან დილერი;
- არ გააჩნია არანაირი ფინანსური ინტერესი მის მიერ შეფასებული ობიექტის მიმართ.³⁷⁴

Moody's-ი მზად არის საჯარო გახადოს იმ ემიტენტების ვინაობა, რომლისგანაც ის წლიური შემოსავლის 10%-ს და მეტს მიიღებს.³⁷⁵ Moody's-ი უზრუნველყოფს ემიტენტის მიერ მისთვის გადაცემული საიდუმლო ინფორმაციის დაცვას, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც ემიტენტი თანახმაა, რომ ასეთი სახის ინფორმაცია გახდეს საჯარო. ამასთან, კონფიდენციალურ ინფორმაციას სარეიტინგო კომპანია იყენებს მხოლოდ რეიტინგის შედგენის მიზნით.³⁷⁶ დოკუმენტის ბოლოს Moody's-ი მიუთითებს, რომ ეს დანაწესები შედგენილია IOSCO-ს ქცევის წესების მიხედვით, თუმცა მოდიფიცირებული სახით არის მორგებული Moody's-ის ბიზნესმოდელზე.³⁷⁷

³⁷³ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 9.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁷⁴ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 10.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁷⁵ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 11.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁷⁶ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 15.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

³⁷⁷ *Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct*, 16.

https://www.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf

5.2. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება ამერიკის შეერთებულ შტატებსა და ევროპის კავშირში

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა სარეიტინგო კომპანიებისადმი დამოკიდებულება საგრძნობლად შეცვალა, რამაც ასახვა პოვა კომპანიების რეგულირების მიზნით განხორციელებულ რეფორმებში. იქიდან გამომდინარე, რომ მარეგულირებელი ღონისძიებები თავიანთი ხასიათითა და მასშტაბით მკვეთრად განსხვავდება კრიზისის შემდგომი ღონისძიებებისგან, რეფორმებზე საუბრის დროს ამომავალ წერტილად სწორედ გლობალური ფინანსური კრიზისი უნდა ავიდეთ. შესაბამისად, განვასხვავებთ სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების ორ ეტაპს: მსოფლიო ფინანსურ კრიზისამდე და კრიზისის შემდეგ. ამასთან, შედარების მიზნით განხილულია რეგულირება მხოლოდ ამერიკის შეერთებულ შტატებსა და ევროპაში.

თუ გადავხედავთ ევროპის, ამერიკის შეერთებული შტატებისა და ზოგადად მსოფლიოს მარეგულირებლების დამოკიდებულებას სარეიტინგო კომპანიების მიმართ ვნახავთ, რომ მათი „აღტაცება“ სარეიტინგო კომპანიების მიმართ, შემდეგ ფორმას გავს „ი“. თავდაპირველად, სახეზე გვაქვს მსოფლიოს აღფრთოვანების ზრდა სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობასთან მიმართებით და ამასთან, მათი დერეგულირების იდეა. მეტიც, რეიტინგი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შესვლის აუცილებელი წინაპირობა გახდა. ამასთან, რეიტინგს მოითხოვდა უამრავი დანაწესები სახელმწიფო დონეზე. შემდეგ მოდის ეტაპი, რომელსაც პირობითად შეიძლება გარდატეხის პერიოდი ეწოდოს, როდესაც მსოფლიო გამოფხიზლდა და შეამჩნია საფრთხე სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობაში. ეს რეალობაშიც აისახა გლობალური მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ფონზე. ამ პერიოდში იწყება ფიქრი სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების საჭიროებაზე. ძირითადად ყურადღებას ამახვილებენ რეგისტრაციის აუცილებლობაზე, ზედამხედველობის გაძლიერებაზე, რეიტინგის გამჭვირვალობაზე. ერთი შეხედვით, ეს ორი ეტაპი რადიკალურად განსხვავდება ერთმანეთისგან, თუმცა გააჩნიათ ერთი დიდი საერთო – ორივე ეტაპზე რეიტინგი აღიქმებოდა და განიმარტებოდა, როგორც უბრალოდ მოსაზრება გადახდისუნარიანობის შესახებ. შესაძლოა იწერებოდა, რომ რეიტინგი უფრო მეტია, ვიდრე აზრი, თუმცა ევროპის კავშირის არც ერთ ოფიციალურ დოკუმენტში პირდაპირ არ იყო ამაზე საუბარი. უფრო მეტიც, „რეიტინგის“ ლეგალური დეფინიციაც კი არ იყო მოცემული. ის, რომ რეიტინგი არის მოსაზრება, ოფიციალური სახით, მხოლოდ სარეიტინგო კომპანიის მიერ იყო განმარტებული. ამ კუთხით გამოირჩევა მესამე ეტაპი, რომელიც აჩვენებს, რომ სარეიტინგო კომპანიებისადმი ევროპის კავშირისა და ამერიკის შეერთებული შტატების დამოკიდებულება დადმავალ ფაზაშია. უნდა ითქვას, რომ ეს ყველაზე მნიშვნელოვანი პერიოდია, რადგან ევროპის კავშირი პირველად მივიდა ამ დასკვნამდე, რომლის თანახმადაც რეიტინგი არ წარმოადგენს მხოლოდ მოსაზრებას, აზრს. მართალია, თავისი არსით არის უბრალო „მოსაზრება“, მაგრამ დღევანდელ რეალობაში ის უფრო მეტია, ვიდრე მხოლოდ აზრი. შესაბამისად, უფრო სხვა სახის რეგულირებას საჭიროებს. ამასთან, „თავისუფლად გამოხატული აზრის“ საფუძველზე დაზარადა რეიტინგის

უამრავი მომხმარებელი, რომლებიც დღემდე დაუცველი იყვნენ იმდენად, რამდენადაც არ არსებობდა სამართლებრივი ნორმა, რომელიც მათ შესაძლებლობას მისცემდა, დაეცვათ თავიანთი ინტერესები სარეიტინგო კომპანიის წინააღმდეგ. „დადმავლობის პერიოდი“ ხასიათდება სწორედ იმით, რომ აქცენტი გაკეთდა სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობაზე. ამასთან, მიზნად იქნა დასახული რეიტინგებზე ბრმად დაყრდნობის მაქსიმალურად შემცირება.

XX საუკუნის ბოლოს, ფინანსური კრიზისის პერიოდში, დიდი კრიტიკა გამოითქვა სარეიტინგო კომპანიების მიმართ და აქტიურად დაიწყო საუბარი მათი რეგულირების აუცილებლობაზე. თუმცა ყოველთვის, როდესაც კრიზისი გადაივლიდა, სარეიტინგო კომპანიების თემაც დავიწყებას ეძლეოდა. იგივე მოხდა 2007 წლის ფინანსური კრიზისის დროს იმ განსხვავებით, რომ ზოგი სარეიტინგო კომპანიებს კრიზისის მთავარ გამომწვევ მიზეზად განიხილავდ, ზოგი კი— ერთ-ერთ მიზეზად. სარეიტინგო კომპანიების გადაწყვეტილებებმა სხვადასხვა პრობლემა წარმოშვეს, რომელიც დღესაც პრობლემად რჩება და კიდევ ერთხელ უსვამს ხაზს მათი სამართლის შექმნის აუცილებლობას. კრიზისის შედეგად სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობაში გამოვლინდა მრავალი ნაკლოვანება. კერძოდ:

- ინტერესთა კონფლიქტის გაუთვალისწინებლობა: 2008 წლის ივლისში SEC-მა თავის ანგარიშში აღნიშნა, რომ სარეიტინგო კომპანიების უმრავლესობა ინტერესთა კონფლიქტის შესახებ არსებულ მითითებებს არ ითვალისწინებდა და მომხმარებელს შეუსაბამოდ აფასებდა.
- შეუფერებლად მაღალი რეიტინგი— სარეიტინგო კომპანიები აკეთებდნენ ყველაფერს იმისათვის, რომ ფასიანი ქაღალდები უფრო საიმედო გამოჩენილიყო, ვიდრე სინამდვილეში იყო. ამას მაღალი რეიტინგის მინიჭებით აღწევდნენ.
- სარეიტინგო კომპანიების შემოსავალი— ემიტენტები იხდიან საკუთარი ფასიანი ქაღალდების შეფასებისთვის.
- სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობა.³⁷⁸

რეფორმის თავდაპირველი მიზნები განსხვავებული იყო დღევანდელისგან. აშშ-ში სარეიტინგო კომპანიების რეფორმისას აქცენტი ინვესტორების დაცვაზე კეთდებოდა, ევროპის კავშირის მიზანს კი სარეიტინგო კომპანიებთან რეიტინგების, როგორც ანგლო-ამერიკული მოვლენის, მათი სამართლის სისტემაში მაქსიმალურად უმტკივნეულო იმპლემენტაცია იყო. მაღე კონტინენტურ ევროპაში დიდი ეჭვი გაჩნდა რეიტინგების მიმართ და ღიად დაიწყო ლაპარაკი იმის შესახებ, რომ სარეიტინგო კომპანიებმა დიდი და ნეგატიური როლი შეასრულეს, არა მარტო ფინანსური კრიზისის დროს, არამედ ევროზონის წინააღმდეგ მოწოდებულ შეთქმულებაშიც იყვნენ ჩაბმული და ხელი შეუწყვეს ევროს დაცვას. ევროპულ ბაზრებზე ინდექსების დაცვა და დოლართან მიმართებით ევროს კურსის მნიშვნელოვანი ვარდნა გამოწვეულ იქნა იმით,

³⁷⁸ Bahena, What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?, March 2010. <http://www.uiowa.edu/ifdebook/ebook2/contents/part5-III.shtml>, ბოლო ნახვა 08.04.2010.

რომ 2010 წლის 28 აპრილს სარეიტინგო კომპანიამ S&P საბერძნეთის რეიტინგი, რომელიც დიდი ხნის განმავლობაში BBB+ იყო, BB+-მდე, პორტუგალიის რეიტინგი A+ დან A-მდე, ხოლო ესპანეთის 28 აპრილს AA+-დან Aa-მდე დაწია. ეჭვი იმ ფაქტმა გაამწვავა, რომ სუვერენული რეიტინგები გაუარესდა ამ ქვეყნების მაკროეკონომიკური ინდიკატორების გაუმჯობესების ფონზე. დღეს რეფორმების მიზანი ფინანსურ ბაზარზე სარეიტინგო კომპანიების ძალაუფლებისა და გავლენის შემცირებაა.

5.2.1. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება ამერიკის შეერთებულ შტატებში

2002 წლის 15 ნოემბერს ამერიკის შეერთებული შტატების ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების ფედერალურმა კომისიამ მოაწყო საჯარო განხილვა სარეიტინგო კომპანიების შესახებ, სადაც მოხდა ამერიკის ფასიანი ქაღალდების ბირჟებზე სარეიტინგო კომპანიის როლთან დაკავშირებული საკითხების განხილვა. მოსმენის მონაწილეებმა გამოთქვეს მოსაზრებები სხვადასხვა საკითხთან დაკავშირებით.³⁷⁹ თითოეული მოსმენა ეხებოდა ერთსა და იმავე თემატიკას. განვიხილოთ ეს საკითხები:

1) **სარეიტინგო კომპანიების დღევანდელი როლი და ფუნქცია**— ამ თემასთან დაკავშირებით სარეიტინგო კომპანიის წარმომადგენლებმა მათი ბიზნესის ზოგადი დახასიათება წარმოადგინეს თუ როგორ ხდება რეიტინგის გამოცემა, მათი შემდგომი მონიტორინგი და ა.შ. ისინი თავიანთ როლს ემიტენტის გადახდისუნარიანობის არსებული მდგომარეობის შეფასებაში ხედავენ და იმის წინასწარ განსაზღვრაში, თუ რამდენად სავარაუდოა, რომ ვალი გადახდილი იქნება დროულად. ისინი არ აწარმოებენ შეფასებული კომპანიების ფორმალურ აუდიტს. რეიტინგის მომხმარებელთა წარმომადგენელი ხსნიდა რეიტინგის მნიშვნელობას ბიზნესისთვის. საკრედიტო რეიტინგი გამოიყენება, როგორც არაფორმალური, ისე მარეგულირებელი მიზნებიდან გამომდინარე. ემიტენტის წარმომადგენელი კი მიუთითებდა, რომ ისინი რეიტინგს უკვეთავენ მხოლოდ ინვესტორის მოთხოვნის გამო.

2) **ინფორმაციის შედინება რეიტინგის შედგენის პროცესში**— ემიტენტების მოსაზრებით, რეიტინგის შედგენის პროცესი დიდად არის დამოკიდებული იმაზე, თუ რა ინფორმაცია მიეწოდება სარეიტინგო კომპანიას. ისინი ყოველთვის აწვდიან სარეიტინგო კომპანიას მოთხოვნილ ძირითად და ამასთან დამატებით ინფორმაციას. ამ თემასთან დაკავშირებით, სარეიტინგო კომპანიებმა ხაზი გაუსვეს მათ ძალისხმევას, რომ რეიტინგის შედგენის პროცესი გახდეს რაც შეიძლება გამჭვირვალე.³⁸⁰

3) **სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებული საკანონო საკითხები**— ამ ნაწილში განიხილება შემდეგი პრობლემატური საკითხები: ა) **ემიტენტის გავლენა**; მოსმენის მონაწილეებს არ სჯეროდათ, რომ ემიტენტის გადასახადებზე სარეიტინგო კომპანიის დაყრდნობა იწვევდა ინტერესთა

³⁷⁹ U.S. Securities and Exchange Commission, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, January 2003, 20.

³⁸⁰ იქვე, 21-22.

კონფლიქტს. ასევე, ეჭვქვეშ არ აყენებდნენ საკრედიტო რეიტინგის ზოგად ობიექტურობას. მიიჩნევდნენ, რომ მიუხედავად იმისა, რომ „ემიტენტის გადახდის“ მოდელი ბუნებრივად ქმნის ინტერესთა კონფლიქტისა და რეიტინგის ინფლაციის საშიშროებას, მასთან გამკლავება სარეიტინგო კომპანიის მხრიდან ეფექტიანად ხდება. სარეიტინგო კომპანიებს ეჭირათ პოზიცია, რომლის თანახმადაც მათთვის უმთავრესია რეპუტაცია ობიექტური და სანდო რეიტინგის გამოცემის შესახებ. მოსმენაზე მონაწილე პირთა დიდი ნაწილი დაეთანხმა სარეიტინგო კომპანიებს იმაში, რომ ისინი ახორციელებენ მნიშვნელოვან ნაბიჯებს ამ პრობლემის აღმოფხვრისათვის, თუმცა მაინც მოუწოდეს ზომების გამკაცრებისკენ. **ბ) რეიტინგის ბაზრის სხვა მონაწილეების დაჩაგვრა**— იყო მოსაზრება, რომ წამყვანი სარეიტინგო კომპანიები შედარებით პატარა სარეიტინგო კომპანიებს არ აძლევენ კონკურენციის გაწევის შესაძლებლობას. ამ მდგომარეობიდან გამოსავალი Fitch-მა იპოვა და გამოვიდა წინადადებით, რომ მოეთხოვოთ NRSRO სტატუსის მქონე სარეიტინგო კომპანიებს, აღიარონ სხვა NRSRO-ების მიერ გამოცემული რეიტინგები.

4) სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების მიზნით გამოყენების საკითხი— მოსმენის მონაწილეებმა აღიარეს, რომ დღეს სარეიტინგო ბაზარზე შეზღუდულია კონკურენცია. შესაბამისად მიიჩნევენ, რომ კონკურენციის ზრდა კარგად წაადგება სარეიტინგო ინდუსტრიას. ზოგიც თვლიდა, რომ ამ ბაზარზე შესვლის ბარიერი არა ხელოვნურად, არამედ ბუნებრივად არის შექმნილი, რადგან ინვესტორების თვალში ნდობას იწვევს სარეიტინგო კომპანია მისი ისტორიის და არსებობის ხანგრძლივობის მიხედვით. ზოგი კი მიიჩნევდა, რომ სარეიტინგო ბაზარზე ორი-სამი სარეიტინგო კომპანიის გარდა მეტის არსებობა საჭირო არ იყო. ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიის სტატუსი თავის მხრივ არ წარმოადგენს ბაზარზე შესვლის ბარიერს. მიიჩნევდნენ, რომ ეს სტატუსი პირიქით, ეხმარება ახალ სარეიტინგო კომპანიებს. თუმცა ამ კუთხით, ამ სტატუსის მიღების პროცედურის გაუმჯობესება იქნა გაკრიტიკებული.³⁸¹

იმისათვის, რომ შეიქმნას საერთო სურათი სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების შესახებ, საჭიროა ამერიკის შეერთებულ შტატებში, მოვლენების ქრონოლოგიურად დალაგება. მიიღეს რამდენიმე მნიშვნელოვანი დოკუმენტი:

1. ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის კოდექსი IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies

გლობალურ კრიზისამდე სარეიტინგო კომპანიები მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) ქცევის

³⁸¹ U.S. Securities and Exchange Commission, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, January 2003, 23-24.

კოდექსის რეგულირებას ექვემდებარებოდნენ.³⁸² სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის დერეგულირების ხანაში, რეგულირების პირველი მცდელობა IOSCO-სთან არის დაკავშირებული, რომელმაც 2003 წელს დაიწყო სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელი დოკუმენტის შექმნა. აღნიშნული დოკუმენტი 2004 წელს იქნა წარდგენილი და 2008 წელს მოხდა აღნიშნულ დოკუმენტში ცვლილებების შეტანა. IOSCO-ს ქცევის კოდექსი სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის ჩარჩოს ქმნიდა. ის პრინციპები, რომელიც ამ კოდექსმა დაამკვიდრა, დღესაც მოქმედებს. IOSCO რეიტინგის შედგენის პროცესში ობიექტურობას და ნეიტრალობას მოითხოვს, ასევე რეიტინგის შესაბამის ხარისხს.³⁸³ ეს წარმოადგენდა ზოგადად ჩამოყალიბებულ ნორმებს, რომელიც აწესებდა მინიმალურ მოთხოვნებს რეიტინგის ხარისხზე, ზედამხედველობასა და რეიტინგების შესაბამისობაზე.³⁸⁴

სარეიტინგო კომპანიებისათვის ეს ნორმები შესასრულებლად ნებაყოფლობითი იყო. მათ შეეძლოთ არ დაეცვათ ეს ნორმები და ამასთან, არ იყვნენ ვალდებული აეხსნათ, თუ რატომ არ იცავდნენ მათ.³⁸⁵ კრიზისამდე ყველაფერი ხელს უწყობდა სარეიტინგო კომპანიების რეპუტაციის ამაღლებას. 2003 წლის 25 სექტემბერს IOSCO-მ თავის პრინციპებში ხაზი გაუსვა სარეიტინგო კომპანიების დიდ მნიშვნელობას.³⁸⁶

ამერიკის შეერთებული შტატების მარეგულირებელი დოკუმენტები არ ეხება რეიტინგის პროცედურას და მეთოდოლოგიას. შესაბამისად, არ არეგულირებს მას.³⁸⁷

2. სარეიტინგო კომპანიის რეფორმის აქტი 2006

აშშ-ში სარეიტინგო კომპანიები სახელმწიფოს მხრიდან დიდი ხნის განმავლობაში არანაირ სხვა რეგულირებას არ ექვემდებარებოდნენ. აქედან გამომდინარე, მათ საქმიანობაზე ზედამხედველი, მცირე საზედამხედველო კონტროლი ხორციელდებოდა. აშშ-ში, ისევე როგორც თითქმის ყველა ქვეყანაში, სარეიტინგო კომპანიების მიმართ კანონი მინიმალურ მოთხოვნებს აწესებდა, რათა დაცული ყოფილიყო კონკურენტუნარიანობა და მათი საქმიანობის გამჭვირვალობის გარანტია. ამ დანაწესებში იგულისხმებოდა ის, რომ ბაზარს მხოლოდ მაშინ შეეძლო საუკეთესოდ ფუნქციონირება, როდესაც კაპიტალის დამბანდებელი უკეთესად იყო ინფორმირებული და ჰქონდა შესაძლებლობა, არჩევანი გაეკეთებინა სხვადასხვა სარეიტინგო

³⁸² IOSCO, Statement of Principles regarding of Credit Rating Agencies, September 2003, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

³⁸³ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 9.

³⁸⁴ Wildmoser/ Schiffer/ Langoth, RIW 10/ 2009, 658.

³⁸⁵ Langohr/ Langohr, The Rating Agencies and their Credit Ratings, England 2008, 471.

³⁸⁶ IOSCO, Statement of Principles regarding of Credit Rating Agencies, September 2003. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

³⁸⁷ Staikouras, A Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats, Financial Markets, Institutions & Instruments, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc. 2012, 121.

კომპანიას შორის. ნორმის მაგალითად, რომელიც მოითხოვდა სარეიტინგო კომპანიებს შორის კონკურენტუნარიანობის შენარჩუნებას, შეიძლება მოვიყვანოთ 2006 წელს მიღებული აქტი სარეიტინგო კომპანიათა რეფორმის შესახებ.³⁸⁸

ამ აქტის მიხედვით დადგინდა წესები, რომლის შესაბამისადაც სარეიტინგო კომპანიები რეგისტრირებული უნდა ყოფილიყო, როგორც “ნაციონალურად აღიარებული სტატისტიკური სარეიტინგო ორგანიზაციები” (NRSRO). NRSRO-სტატუსს სარეიტინგო კომპანიებისათვის დიდი მნიშვნელობა აქვს, რადგან რეიტინგის ბაზარზე მთავარ ბარიერს წარმოადგენს. ამერიკის შეერთებულ შტატებში მხოლოდ ასეთი სარეიტინგო კომპანიის მიერ მიღებული რეიტინგები იქნა აღიარებული.³⁸⁹

ამ აქტმა ჩამოაყალიბა კრიტერიუმები, რომლის მიხედვითაც უნდა მომხდარიყო NRSRO-ს რეგისტრირება. შესაბამისად, მან შექმნა ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიებად აკრედიტირების ბარიერი. ამასთან, ამ აქტის მიზანი იყო ინვესტორისა და საჯარო ინტერესების დაცვის მიზნით რეიტინგის ხარისხის გაუმჯობესება. მნიშვნელოვანია, რომ ეს იყო პირველი აქტი, სადაც ჩაიწერა რეიტინგის განმარტება. აქტის შესაბამისად, რეიტინგი წარმოდგენილი იყო, როგორც ემიტენტის, მოვალის გადახდისუნარიანობის შეფასება. სარეიტინგო კომპანია კი მოიაზრებოდა პერსონად, რომელიც რეიტინგს ხარისხობრივი და რაოდენობრივი მოდელების საფუძველზე ადგენს და ამისათვის შესაბამის ანაზღაურებას იღებს. მინიმალური მოთხოვნა ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიის სტატუსის მისაღებად, გახლდათ უწყვეტი საქმიანობის წარმოება სამი წლის განმავლობაში, კაპიტალის ბაზრის კვალიფიციური ინსტიტუციური მონაწილეებისგან აღიარება და ამერიკის ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისიის მიერ გაცემული თანხმობა რეგისტრაციაზე.³⁹⁰

ამავე აქტის საფუძველზე, SEC-მა თავის თავზე აიღო სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობაზე საზედამხედველო ფუნქციის განხორციელება.³⁹¹

2006 წლის სარეიტინგო კომპანიების რეფორმების აქტის მეშვეობით, NRSRO სტატუსის მიღება უფრო ადვილი გახდა. აღნიშნული აქტის მომხრეები ამბობენ, რომ ამან რეიტინგის ხელმისაწვდომობისა და ხარისხის გაუმჯობესება გამოიწვია, რადგან ეს აქტი NRSRO სტატუსის მქონე სარეიტინგო კომპანიებისაგან მოითხოვდა თავისუფალ წვდომას ისეთ ინფორმაციაზე, როგორიც არის ინფორმაცია შესაფასებელი ობიექტის, ინტერესთა კონფლიქტებისა და რეიტინგის მიღების პროცესის შესახებ.³⁹²

³⁸⁸ Credit Rating Agency Reform Act 2006.

³⁸⁹ Wildmoser/ Schiffer/ Langoth, RIW 10/ 2009, 659.

³⁹⁰ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 10-11.

³⁹¹ Bahena, What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis? March 2010.

<http://www.uiowa.edu/ifdebook/ebook2/contents/part5-III.shtml>, ბოლო ნახვა 08.04.2010.

³⁹² ჯიბუტი, წიგნში მახარობლიშვილი გ/ქირია ა/ ზუბიტაშვილი ნ/ ჯიბუტი ნ/ ჯიბუტი ს., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 203.

ფინანსური კრიზისის ფონზე სარეიტინგო კომპანიებმა შეერთებულ შტატებში სულ სხვა დონის ყურადღება მიიპყრეს. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ და უახლოეს წარსულში აშშ-მა მიიღო კიდევ ერთი, არანაკლებ მნიშვნელოვანი დოკუმენტი.

3. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

შემდეგ საფეხურად ამერიკის შეერთებულ შტატებში მიღებულ იქნა Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.³⁹³ ეს აქტი ფედერალური სააგენტოებისგან მოითხოვს, რომ გადაამოწმონ, თუ რამდენად ეყრდნობა მოქმედი რეგულაციები რეიტინგს და შესაძლებლობის შემთხვევაში მოხდეს ამ დანაწესების ამოღება. შედეგად, SEC-ი ეძებს გზებს, თუ როგორ შეამციროს დაყრდნობა გარე რეიტინგებზე და ჩაანაცვლოს იგი. მნიშვნელოვანია, იმის აღნიშვნა, რომ აღნიშნული პროცესი პროგრესულად მიმდინარეობს და უკვე მოხდა გარკვეული ნორმების ამოღება ამერიკის სამართლიდან.³⁹⁴

Dodd-Frank Act-ი განიხილავს რეიტინგით ვაჭრობას, ეხება ინტერესთა კონფლიქტის საკითხსაც და სარეიტინგო კომპანიებისგან მოითხოვს მათ აღმოფხვრას. ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიებისგან მოითხოვს კვალიფიციური თანამშრომლების ყოლას, რომლებსაც ასევე უნდა ჩაუტარდეთ ტესტირება რეიტინგის შედგენის პროცესის ცოდნასთან დაკავშირებით. ამასთან, ეს აქტი მიზნად ისახავს რეიტინგებზე დაყრდნობის შემცირებას, თუმცა არ კრძალავს რეიტინგის რეგულირების მიზნით გამოყენებას.³⁹⁵

ამ აქტის მიღების ერთ-ერთი საფუძველი იყო ისიც, რომ მას დიდი როლი უნდა ეთამაშა სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის საკითხში. ამ დანიშნულებას ამ ეტაპზე არ შეეხებოდა და განვიხილავთ სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის ნაწილში.

5.2.2. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება ევროპის კავშირში

სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის რეგულირება არ წარმოადგენს სიახლეს და ამ საუკუნის გამოგონებას. 1930 წლიდან მოყოლებული ვხვდებით რეიტინგისადმი მიმართულ ზომებს, 1970 წლიდან კი შეინიშნება უკვე რეიტინგის აშკარა რეგულირების ჩანასახები, თუმცა 21-ე საუკუნეში ფინანსური ბაზრის სკანდალებისა და კრიზისის ფონზე, ევროპის კავშირში, ერთი მხრივ, დიდი ნაბიჯი გადაიდგა სარეიტინგო კომპანიის რეგულირების კუთხით და, მეორე მხრივ, გაიზარდა ევროპის კავშირის ინტერესი უშუალოდ რეიტინგის რეგულირებისადმი.³⁹⁶

³⁹³ <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

³⁹⁴ *European Commission*, Memo- New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force- frequently asked questions: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm?locale=en.

³⁹⁵ *Harper*, *Washington and Lee Law Review*, Vo. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1950-1951. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

³⁹⁶ *Kleinow/ Heinrich/ Horsch*, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 66. Jahrgang, 15 März 2013, 297.

1. ბაზელ II

გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე ბაზელ II იყო პირველი დოკუმენტი, რომელშიც რეიტინგთან დაკავშირებული ცვლილებები შევიდა. ევროპის კავშირში სარეიტინგო კომპანიის მნიშვნელობა ბაზელ II-ში შესულმა ცვლილებებმა უფრო გაზარდა. განხორციელებული ცვლილებების თანახმად, მოთხოვნილ კრედიტის რისკის შეფასება დამოუკიდებელი სარეიტინგო კომპანიების მიერ. ამ ნაბიჯით ბაზელ II-მა ფაქტობრივად მიანიჭა სარეიტინგო კომპანიებს საზედამხედველო ფუნქცია.³⁹⁷

მარეგულირებელი რეიტინგის საკითხს გასული საუკუნის ბოლოს დაუბრუნდა. 80–90-იან წლებში ბანკები მოიკოჭლებდნენ საბანკო საქმიანობაში.³⁹⁸ 1990 წლის დასაწყისში მარეგულირებელმა გადწყვიტა, რომ სარეიტინგო კომპანიები კრედიტის რისკს უფრო დამოუკიდებელად და ხარისხიანად შეაფასებდნენ. ამ მიზნით დაიგეგმა შესაბამისი ჩანაწერის გაკეთება ბაზელ II-ში. მარეგულირებლის ამ შემოთავაზებას კრიტიკულად შეხვდნენ კოლუმბიის უნივერსიტეტის პროფესორი *ჯოზეფ შტიგლიც*³⁹⁹ და *შტეფანი გრიფტ-ჯონსი*.⁴⁰⁰ ისინი მიიჩნევდნენ, რომ ყოველივე ეს ეშმაკური ჩანაფიქრი იყო სარეიტინგო კომპანიების ბიზნესის გაზრდისთვის. რატომ უნდა დავასკვნათ, რომ სარეიტინგო კომპანია განსხვავდება ბაზრის სხვა მონაწილეებისგან? დაფუძნებულები ხომ არიან მარსზე? დღეს თუ გადავხედავთ ბაზარს, ვნახავთ, რომ სარეიტინგო კომპანიებმა უფრო მეტი არეულობა შემოიტანეს მასში, ვიდრე იყო. ამასთან, ბანკებთან მიმართებით სარეიტინგო კომპანიების გამოყენებას ეწინააღმდეგება ისიც, რომ ასეთი მიდგომა წაახალისებს „ცუდ ბანკებს“ და ხდის სისტემურად მოუქნელს. „კარგი ბანკი“ ხასიათდება იმით, რომ ის სესხს გასცემს მასზე, ვისაც სხვა სესხს არ მისცემდა. ამას ის აკეთებს კრედიტორის კრედიტუნარიანობის შეფასების საფუძველზე. თუმცა, თუ ბანკები გამოიყენებენ საკრედიტო რეიტინგს იმის გასარკვევად გასცენ, თუ არა სესხი, მხოლოდ იმიტომ, რომ კანონი ავალდებულებს მათ ამას. ასეთი ვალდებულების პირობებში, ბანკებს ექნებათ ნაკლები სტიმული იმისა, რომ თავად წარმართონ კრედიტის მონიტორინგი. უფრო მეტიც, ისინი სესხს გასცემენ მხოლოდ იმ სუბიექტებზე, რომლებსაც სხვა ბანკებიც აძლევენ კრედიტს. შედეგად, შემცირდება კრედიტის განთავსების მრავალფეროვნება. ლიკვიდურობა კი მრავალფეროვნებას მოითხოვს. ის გულისხმობს, რომ ვიღაცას უნდა იმის ყიდვა, რისი გაყიდვაც შენ გსურს.

სახეზეა რამდენიმე მნიშვნელოვანი გაკვეთილი, თუმცა არც ერთი მათგანი მარეგულირებელს არ უსწავლია. პირველი არის ის, რომ ლიკვიდურობა მოითხოვს მრავალფეროვნებას. ბანკებისთვის და სხვა საკრედიტო ინსტიტუტებისთვის დავალდებულება, კრედიტის მონიტორინგისთვის გამოიყენონ გარე, საჯაროდ ხელმისაწვდომი რეიტინგი, არის „ცუდი საბანკო საქმიანობა“ და ქმნის სისტემურ მოუქნელობას,

³⁹⁷ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 12.

³⁹⁸ Persaud, Ratings war?, ppr-public policy research, Dec. 2008- Feb. 2009, 187.

³⁹⁹ Joseph Stiglitz.

⁴⁰⁰ Stephany Griffith-Jones.

რეგულაციას. ამის საწინააღმდეგოდ მარეგულირებელმა ბანკს ხელი უნდა შეეწეოს, რათა კარგად განახორციელოს კრედიტის მონიტორინგი და არა მოუწოდოს, გახდეს სარეიტინგო კომპანიის მიმდევარი. საჭიროა, რომ რეიტინგი და რეგულირება დაცილდეს ერთმანეთს.⁴⁰¹

ბანკების ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტმა 2010 წლის დეკემბერში ბაზელ II-ის შემდეგ, მიიღო ბაზელ III, რომელიც მხოლოდ ავსებს ბაზელ II-ს და არ ცვლის მას.⁴⁰²

2. რეგულაცია სარეიტინგო კომპანიების შესახებ

დადგა პერიოდი, როდესაც სარეიტინგო კომპანიები მძიმე წნეხის ქვეშ მოექცნენ.⁴⁰³ ევროპის კომისიამ ფინანსური კრიზისის ფონზე უარი თქვა სარეიტინგო კომპანიების თვითრეგულირების იდეაზე. აქედან მოყოლებული ევროპელი მარეგულირებელი ცდილობს, მათი საქმიანობისა და ზედამხედველობის სამართლებრივ დონეზე მოწესრიგებას.⁴⁰⁴ სარეიტინგო კომპანიების რეგულირებაში ევროპის კომისია მთავარ მოქმედ რგოლს წარმოადგენს.⁴⁰⁵ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ, ევროპის კავშირს უკვე აღარ შეეძლო, ინდიფერენტული ყოფილიყო სარეიტინგო კომპანიების საკითხის მიმართ, რასაც 2009 წელს სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელი დოკუმენტის მიღება მოჰყვა.⁴⁰⁶ ეს იყო პირველი მარეგულირებელი დოკუმენტი ევროპის კავშირში, რომელსაც მოჰყვა რიგით მეორე დოკუმენტის შედგენა, რომელიც პირველთან ერთად ქმნის სარეიტინგო კომპანიის რეგულირების ფუნდამენტს ევროპაში.⁴⁰⁷

2.1. CRA I

ამრიგად, პირველი ნაბიჯი რეგულირებაში, ევროპის კავშირში, 2009 წელს გადაიდგა, როდესაც ევროპის პარლამენტმა და საბჭომ მიიღო რეგულაცია სარეიტინგო კომპანიების შესახებ.⁴⁰⁸ მარეგულირებელი დოკუმენტის მიღების რამდენიმე წინაპირობა არსებობდა. პირველი, უნდა გავითვალისწინოთ ამ დოკუმენტის მიღების პერიოდი. ფინანსური კრიზისი ახალი დაწყებული იყო, მოხდა იდეოლოგიური ცვლილება სარეიტინგო

⁴⁰¹ Persaud, Ratings war?, ppr-public policy research, Dec. 2008- Feb. 2009, 188-190.

⁴⁰² Boehm, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 14.

⁴⁰³ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals, Inc. 2012, 71.

⁴⁰⁴ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 13.

⁴⁰⁵ Boehm, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 9.

⁴⁰⁶ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 72.

⁴⁰⁷ Kleinow / Heinrich/ Horsch, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 66. Jahrgang, 15 März 2013, 297-298.

⁴⁰⁸ REGULATION (EC) No 1060/2009 Of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies.

კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებით. მსოფლიო მივიდა იმ დასკვნამდე, რომ არ შეიძლება სარეიტინგო კომპანია ეყრდნობოდეს მხოლოდ არასავალდებულო ნორმებს, რადგან მათ დიდი ძალაუფლება ჰქონდათ ფინანსურ ბაზარზე. საკრედიტო რეიტინგი გამოიყენებოდა ინვესტორების, სახელმწიფოების, ხელისუფლების, ემიტენტების და სხვა ინსტიტუციების მიერ. შესაბამისად, გაერთიანების შიგნით უნდა შექმნილიყო ისეთი ნორმები, რომელიც უზრუნველყოფდა დამოუკიდებელი, ობიექტური და ხარისხიანი რეიტინგის არსებობას. ევროპის კავშირის წევრი ქვეყნებიც ვერ არეგულირებდნენ საკრედიტო რეიტინგის გაცემას. შესაბამისად, მიზანშეწონილი არ იყო სახელმწიფოებს შორის რეიტინგებისადმი განსხვავებული მიდგომა, რომელიც მხოლოდ მონიტორინგის, ზედამხედველობის საშუალებით შეიძლებოდა მიღწეულიყო. ამ მიზნის მისაღწევად, სარეიტინგო კომპანიები უნდა დარეგისტრირებულიყვნენ ევროპის კავშირში. 2009 წელს ევროპის კავშირში მიღებულ იქნა პირველი მარეგულირებელი დოკუმენტი, რომელიც მოითხოვდა სარეიტინგო კომპანიის რეგისტრაციას, ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან აცილებას, რეიტინგის შედგენის პროცესში მაღალი დონის ღიაობას და მის ზედამხედველობას. ამასთან, აღნიშნული რეგულაცია არ უკრძალავდა სარეიტინგო კომპანიებს, სურვილის შემთხვევაში, ნებაყოფლობით კვლავ გამოეყენებინათ IOSCO-ს ქცევის წესები.⁴⁰⁹

2009 წლის მარეგულირებელი დოკუმენტი მრავალ მოთხოვნას უწესებს სარეიტინგო კომპანიებს. რეიტინგის შედგენის პროცესის დროს, პირველ რიგში, გათვალისწინებულია ინტერესთა კონფლიქტის გამორიცხვა და მთელი პროცესის გამჭვირვალობა. რეიტინგი უნდა დაეყრდნოს ყველა არსებული ინფორმაციის ანალიზს. ამასთან, გამოყენებული მეთოდოლოგია უნდა იყოს სისტემური, ზუსტი და ისტორიულ გამოცდილებაზე დაყრდნობილი. რეიტინგის შედგენის მეთოდის ცვლილების შემთხვევაში უნდა გადაიხედოს ყველა რეიტინგი, რომელიც მის საფუძველზე იქნა შედგენილი. ამასთან, სარეიტინგო კომპანია უნდა იყოს დამოუკიდებელი. ამ მიზნით, მარეგულირებელი დოკუმენტი ადგენს, რომ რეიტინგის შედგენის პროცესში მონაწილე ანალიტიკოსებს არ უნდა ჰქონდეთ ურთიერთობა შესაფასებელ ინსტიტუტთან. თუ სარეიტინგო კომპანია ხანგრძლივ ურთიერთობაში იმყოფება რეიტინგის მომხმარებელთან, მაშინ რეიტინგის შემდგენი ანალიტიკოსთა ჯგუფი პერიოდულად უნდა შეიცვალოს. სავალდებულოა, რომ შეფასებულ ინსტიტუტს ეცნობოს რეიტინგის შედგენისა და იმ პრინციპების შესახებ, რომელსაც ეყრდნობა რეიტინგი. ეს უნდა მოხდეს რეიტინგის გამოქვეყნებამდე 12 საათით ადრე.⁴¹⁰

2009 წლის მარეგულირებელი დოკუმენტი შეიცავს ჩანაწერებს რეიტინგის პროცესის გამჭვირვალობის შესახებ. სარეიტინგო კომპანიები ვალდებული არიან, საჯარო გახადონ ყველა მატერიალური წყარო, მათ შორის შეფასებულთა ვინაობა, მოხდა თუ არა რეიტინგის შეცვლა, გაეწია თუ არა რეიტინგის დამკვეთს რაიმე სახის კონსულტაცია, რეიტინგი

⁴⁰⁹ European Commission, Memo- New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force- frequently asked questions: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm?locale=en.

⁴¹⁰ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 121-122.

ეგრძნობა ერთ მეთოდოლოგიას თუ სხვადასხვას. მნიშვნელოვანია, თარიღების აღრიცხვა, თუ როდის გამოიცა პირველი რეიტინგი ამა თუ იმ რეიტინგის მომხმარებელზე, ბოლოს როდის მოხდა მისი განახლება და ა.შ.⁴¹¹ ყოველწლიურად, წლის ბოლოს ან წლის დამთავრებიდან 3 თვის განმავლობაში, სარეიტინგო კომპანიამ უნდა გამოაქვეყნოს დასკვნა ღიაობის შესახებ და უნდა უზრუნველყოს, რომ ეს დასკვნა მის ელექტრონულ გვერდზე ხელმისაწვდომი იყოს 5 წლის განმავლობაში. დასკვნა უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას: 1) სარეიტინგო კომპანიის სამართლებრივ სტატუსზე და მის მფლობელზე; 2) შიდა კონტროლის მექანიზმებზე, რომელიც რეიტინგის ხარისხს უზრუნველყოფს; 3) თანამშრომლებზე;⁴¹²

მარეგულირებელი დოკუმენტი მნიშვნელოვანია იმ კუთხით, რომ ის მოითხოვს სარეიტინგო კომპანიის რეგისტრაციას ევროპის კავშირში და მათ ზედამხედველობას. რეგისტრაციის თავდაპირველ მოდელში, რომელიც ამ დოკუმენტით არის განსაზღვრული, სარეიტინგო კომპანიების რეგისტრაციისა და ზედამხედველობის ფუნქცია ენიჭებოდა თითოეული სახელმწიფოს კომპეტენტურ და უფლებამოსილ ორგანოს და ევროპის ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელ კომიტეტს (CESR).⁴¹³

ზედამხედველობის თავდაპირველი მოდელი შემდგენიარად გამოიყურებოდა: სარეიტინგო კომპანიას რეგისტრაციის შესახებ განცხადება შეჰქონდა CESR-ში, რომელიც სარეგისტრაციო განაცხადის ასლს უგზავნიდა წევრი ქვეყნის შესაბამის ინსტიტუციას. განაცხადის სისრულის შემოწმების შემდეგ, რეგისტრაციის შესახებ გადაწყვეტილებას იღებდა CESR, რომელიც თავად აცნობებდა სარეიტინგო კომპანიას რეგისტრაციის მოთხოვნის დაკმაყოფილებაზე ან რეგისტრაციაზე უარის შესახებ. საზედამხედველო ზომების გატარება, ისევე როგორც ჯარიმების დაწესება, ძირითადად, წევრი სახელმწიფოს უფლებამოსილი ორგანოს კომპეტენციაში შედიოდა. ეს არის თავდაპირველი მოდელი იმდენად, რამდენადაც 2011 წელს ევროპის პარლამენტმა და ევროპის საბჭომ მიიღო რეგულაცია, რომლის საფუძველზეც მოხდა 2009 წელს მიღებული რეგულაციის შესწორება.⁴¹⁴

2009 წლის ევროპის კომისიისა და ევროპის პარლამენტის რეგულაცია სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებით კრიტიკულად შეაფასეს. ეს დოკუმენტი მიზნად ისახავს, მხოლოდ ისეთი რეიტინგის დარეგულირებას, რომელიც ევროპის კავშირში დაფუძნებული ფინანსური ინსტიტუტების მიერ რეგულირების მიზნით გამოიყენება. ის არ ქმნის ზოგად ვალდებულებებს. ამასთან, ამ რეგულაციას არაპირდაპირი სარგებელი მოაქვს მცირე სარეიტინგო კომპანიებისთვის, რადგან ის მოწოდებულია ხელი შეუწყოს

⁴¹¹ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 124-125.

⁴¹² იქვე, 128.

⁴¹³ CESR- The Committee of European Securities Regulators.

⁴¹⁴ Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060-2009 über Ratingagenturen.

სარეიტინგო ბაზარზე შემოსულ ახალ კომპანიებს, რათა გაარღვიონ ოლიგოპოლური ბაზარი.⁴¹⁵

2.2. CRA II

2011 წლის 11 მაისს ევროპის პარლამენტმა და ევროპის საბჭომ მიიღო ახალი რეგულაცია სარეიტინგო კომპანიების შესახებ, რომელშიც აისახა კომისიის მიერ შემოთავაზებული ცვლილებები. ამასთან, გარკვეული სახის შესწორებები შევიდა 2009 წლის დადგენილების ტექსტში.⁴¹⁶ აღნიშნული დოკუმენტის მიღება საჭირო გახდა ფინანსური სექტორის ზედამხედველობის გაძლიერების მიზნით. შეიქმნა ევროპის ერთიანი საზედამხედველო სისტემა (ESFS)⁴¹⁷, რომელიც აერთიანებს ნაციონალურ საზედამხედველო ორგანოებს, რომლებიც, თავის მხრივ, ახლად შექმნილ ევროპის საზედამხედველო ორგანოებთან თანამშრომლობენ (ESA). საუბარია სამი ორგანოს რეორგანიზაციის საფუძველზე ჩამოყალიბებულ ახალ ორგანოებზე, რომელთაგან სარეიტინგო კომპანიებთან მიმართებით მნიშვნელოვანია მხოლოდ ერთი- ევროპის ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების საზედამხედველო ორგანო (ESMA).⁴¹⁸

2010 წელს დაიწყო საუბარი სარეიტინგო კომპანიის ზედამხედველობის ახალი ფორმის შექმნაზე. განიხილებოდა სხვადასხვა ალტერნატივის განხილვის შემდეგ საბოლოო ჯამში დისკუსია მივიდა იმ დასკვნამდე, რომ ზედამხედველობა უნდა გადასულიყო ESMA-ს⁴¹⁹ კომპეტენციაში, თუმცა სახელმწიფოებსაც რჩებოდათ გარკვეული უფლებამოსილებები. კერძოდ, მათ დახმარება უნდა გაეწიათ ESMA-სთვის- დარღვევის აღმოჩენის შემთხვევაში, უნდა ეცნობებინათ მისთვის, რომელიც მიიღებდა გადაწყვეტილებას სანქციის დაწესების შესახებ.⁴²⁰

ევროპის კომისიამ წამოაყენა წინადადება ევროპის კავშირის შიგნით სარეიტინგო კომპანიების ზედამხედველობის გაუმჯობესების შესახებ. თავისი ინიციატივის გასამყარებლად ორი მიზეზი დაასახელა: პირველი ის, რომ ევროპის კავშირის დონეზე შეიქმნებოდა ერთი, ცენტრალური საზედამხედველო ორგანო, რაც სარეიტინგო კომპანიებს საშუალებას მისცემდა, საქმე ჰქონოდათ ერთსა და იმავე ინფორმაციასთან. ამასთან, ეს ცვლილება გაამარტივებდა ზედამხედველობას, გაზრდიდა კონკურენციას სარეიტინგო ბაზარზე და გააუმჯობესებდა ინვესტორთა დაცვას. თუმცა,

⁴¹⁵ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 83-84.

⁴¹⁶ Verordnung (EU) Nr. 513/2011 Des Europäischen Parlament und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. ეს ასევე ცნობილია, როგორც „CRA II“.

⁴¹⁷ Europäisches System für die Finanzaufsicht.

⁴¹⁸ Kommission der europäischen Gemeinschaft, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde; KOM (2009) 503; Brüssel 23.09.2009, 3.

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_503_de.pdf.

⁴¹⁹ ESMA-European Securities and Markets Authority.

⁴²⁰ European Commission, EU Commission Staff working Document, Impact Assessment, Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the EU Parliament and the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, Brussels 2.6.2010.

აღნიშნავდნენ, რომ ეს მხოლოდ საწყისი ეტაპი იყო. საჭირო იყო საზედამხედველო კომპანიების გაძლიერება შიგნიდან. მიშელ ბარნიერი⁴²¹ თვლიდა, რომ მომავალი კრიზისის პრევენციის ღონისძიებები კომპანიების შიგნით უნდა დაწყებულიყო. ამასთან, მომავალი ფინანსური კრიზისის თავიდან აცილების მიზნით, ხედავდა ფინანსური ინსტიტუციების შეცვლის საჭიროებას. მეორე, უფრო ეფექტიანად ამუშავდებოდა შიდა კონტროლის მექანიზმები, მოხდებოდა რისკების უკეთესი მენეჯმენტი. ამრიგად, ცვლილება, რომელიც შეთავაზებულ იქნა ზედამხედველობასთან დაკავშირებით, სარეიტინგო კომპანიებისთვის ნიშნავდა შედარებით მარტივ საზედამხედველო გარემოს, რომელიც იარსებებდა სხვადასხვა ნაციონალური ჩარჩოების გარეთ და შესაძლებლობას მისცემდა სარეიტინგო კომპანიას მარტივად მიეღო ის ინფორმაცია, რომელიც სჭირდებოდა. ამასთან, რეიტინგის მომხმარებელიც უფრო დაცული იქნებოდა, როდესაც ზედამხედველობა ერთ კონკრეტულ წერტილში მოიყრიდა თავს. კომისიის წინადადების მიღების შემთხვევაში დაიგეგმა ცვლილების შეტანა 2009 წლის სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელ დოკუმენტში.⁴²²

ამ თემასთან დაკავშირებით გაიმართა დისკუსია, სადაც დაისვა რამდენიმე მნიშვნელოვანი კითხვა: რატომ დააყენა კომისიამ ეს ინიციატივა, რა იყო ამის მთავარი მიზეზი? ინიციატივის მიზანი იყო ზედამხედველობის კონცენტრირება ერთ წერტილში. მიიჩნევდნენ, რომ ზედამხედველობა არა სახელმწიფოს დონეზე, არამედ ევროპის დონეზე უნდა ხორციელდებოდა. თუ ზედამხედველობა ევროპის დონეზე განხორციელდება მაშინ რა როლს ითამაშებენ სახელმწიფოები, რა ფუნქცია დარჩებათ მათ? ESMA-ს შეუძლია რიგი საკითხების დელეგირება მოახდინოს სახელმწიფო საზედამხედველო სამსახურებზე, შესაბამისად მოხდება საქმეების გადათამაშება. საერთოდ რატომ გახდა საჭირო, რომ ზედამხედველობა გადასულიყო ESMA-ზე? ეს მოხდა არა იმიტომ, რომ ნაციონალური საზედამხედველო სამსახურები ცუდად მუშაობდნენ, არამედ იმიტომ რომ ასე უფრო მარტივია. ბანკებისაგან და სადაზღვეო კომპანიებისგან განსხვავებით, სარეიტინგო კომპანიები მოქმედებენ გლობალურად. ისინი არ არიან მიჯაჭვული ერთ კონკრეტულ ტერიტორიაზე, ამიტომ ეს გლობალური ბიზნესია და საჭიროებს განსხვავებულ რეგულირებას. რას უზრუნველყოფს შემოთავაზებული საზედამხედველო სტრუქტურა? პირველ რიგში იმას, რომ ერთ წერტილში იქნება თავმოყრილი რეგისტრაციის ადგილი, რომელიც ყველასთვის ერთი იქნება, განცხადების შეტანის წესი უფრო მოსახერხებელი გახდება სარეიტინგო კომპანიისთვის, შესაბამისად, რეგისტრაცია მოხდება მოკლე ვადაში. მთელი პროცესი კი ნაკლებად კომპლექსური იქნება. კითხვა ასევე შეეხო სანქციების საკითხსაც, კერძოდ, დაწესდება თუ არა სანქციები სარეიტინგო კომპანიისთვის? ESMA-ს შეუძლია დააწესოს სანქციები, მაგალითად რეიტინგის დროებითი გაცემის აკრძალვის შესახებ და ა.შ. ამასან საინტერესოა, თუ რა სარგებელს მიიღებს თავად სარეიტინგო კომპანია. სარგებელი კი იქნება ის, რომ

⁴²¹ Michel Barnier-Internal Market and Services Commissioner.

⁴²² European Commission, Commission proposes improved EU supervision of credit Rating Agencies and launches debate on corporate governance in financial institutions, Brussels, 2 June, 2010.

მხოლოდ ერთი ცენტრალური ორგანოს ESMA-ს, ზედამხედველობის ქვეშ მოექცევა. ამასთან, ეს ხელს შეუწყობს, ინდივიდუალურ შემთხვევებში გადაწყვეტილების უფრო მოკლე დროში მიღებას და ა.შ. კომისიამ ასევე განმარტა, რომ ეს ინიციატივა ეხება მხოლოდ ზედამხედველობას და არა სხვა საკვანძო საკითხებს, როგორიც არის, მაგალითად, „ემიტენტის გადახდის მოდელი“ და მისი მიზანშეწონილობის შეფასება. ასევე არ ეხება იმ საკითხის გარკვევას, ევროპული და ნაციონალური კანონმდებლობა ზედმეტად ეყრდნობა თუ არა რეიტინგს, რეიტინგის ბაზარი ზედმეტად კონცენტრირებული ხომ არ არის და ა.შ. კომისია ამ საკითხებზე ცალკე განიხილავს.⁴²³

იქიდან გამომდინარე, რომ რეიტინგი ევროპის კავშირის მოქმედ ტერიტორიაზე მოქმედებს, ზედამხედველობის დაყოფა წარმოშობის მიხედვით მიზანშეწონილი არ არის. ამასთან ხაზი უნდა გაესვას იმას, რომ ESMA აკონტროლებს სარეიტინგო კომპანიას და არა მის მომხმარებელს.

რეგისტრაციის ახალი მოდელი შემდეგნაირად გამოიყურება: სარეიტინგო კომპანია ან კომპანიათა ჯგუფი რეგისტრაციის შესახებ განცხადებას წარუდგენს ESMA-ს. თუ განცხადება შეაქვს ჯგუფს, დასაშვებია, რომ ის შეტანილ იქნეს ერთი სარეიტინგო კომპანიის სახელით. განცხადება წარდგენილ უნდა იყოს ევროპის კავშირის ერთ-ერთ სამუშაო ენაზე. ESMA-სა და სარეიტინგო კომპანიას შორის ურთიერთობა ენობრივი კუთხით იგი უნდა აკმაყოფილებდეს საკომნიკაციო მოთხოვნებს. ESMA 20 დღის განმავლობაში ამოწმებს განცხადების სრულყოფილებას და ამის შესახებ აცნობებს სარეიტინგო კომპანიას. რეგისტრაციაზე განცხადების შემოსვლიდან 45 დღის განმავლობაში ESMA ამოწმებს, რამდენად სრულყოფილია რეგისტრაციისთვის საჭირო წინაპირობები. მას გარკვეული წინაპირობების არსებობის შემთხვევაში, შეუძლია ეს ვადა 15 დღით გაზარდოს. ამ ვადის ამოწურვის შემდეგ, ESMA სარეიტინგო კომპანიას აცნობებს დასაბუთებულ გადაწყვეტილებას რეგისტრაციის ან რეგისტრაციაზე უარის შესახებ. ამასთან დაკავშირებით ESMA გამოსცემს რეგულაციას, რომელიც ძალაში შედის გამოქვეყნებიდან 5 დღეში. ჯგუფთან მიმართებით გამოიყენება განსხვავებული ვადები. კერძოდ, განცხადების განხილვის ვადა 55 დღეა, რომელიც შეიძლება გაიზარდოს 15 დღით.

ESMA ვალდებულია შედეგები აცნობოს დანარჩენ ორ საზედამხედველო ორგანოს,⁴²⁴ აქტუალური ინფორმაცია განათავსოს თავის ოფიციალურ გვერდზე და მიაწოდოს ევროპის კომისიას, რომელიც საიტის განახლებიდან 30 დღის განმავლობაში აქვეყნებს აქტუალურ სიას ევროპის კავშირის ოფიციალურ ფურცელზე.⁴²⁵ სარეიტინგო კომპანია იხდის რეგისტრაციის საფასურს, რომელსაც ევროპის კომისია განსაზღვრავს.

⁴²³ European Commission, Improving EU supervision of Credit Rating Agencies-frequently asked questions . Brussels, 3rd June 2010.

⁴²⁴ EBA-Europäische Bankenaufsichtsbehörde, EIOPA-Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung.

⁴²⁵ Amtsblatt.

ESMA უფლებამოსილია, გარკვეული წინაპირობების არსებობის შემთხვევაში, გამოითხოვოს რეგისტრაცია. კერძოდ: თუ სარეიტინგო კომპანიამ უარი თქვა რეგისტრაციაზე ან 6 თვის განმავლობაში არ შეადგინა რეიტინგი; თუ სარეიტინგო კომპანია რეიტინგს ცრუ ინფორმაციაზე დაყრდნობით ადგენს; ასევე, თუ წარმოდგენილი არ არის ის წინაპირობები, რომლის საფუძველზეც მოხდა მისი რეგისტრაცია. გამოთხოვა დაუყოვნებლივ შედის ძალაში. ESMA აქტიურად თანამშრომლობს სხვა საზედამხედველო ორგანოებთან. თავისი უფლებამოსილების განხორციელებისთვის შეუძლია, სარეიტინგო კომპანიას მოსთხოვოს ნებისმიერი ინფორმაცია, რაზეც უარის თქმის უფლება არ გააჩნია. ინფორმაციაში ყველა სახის ჩანაწერთან ერთად სატელეფონო ჩანაწერებიც იგულისხმება. ESMA უფლებამოსილია მოითხოვოს როგორც ზეპირი, ისე წერილობითი ახსნა-განმარტება. თუ ნაციონალური სამართალი ითვალისწინებს სატელეფონო ჩანაწერებისთვის სასამართლოს თანხმობის აუცილებლობას, მაშინ ESMA-მ ეს თანხმობა უნდა მიიღოს. ასეთ შემთხვევაში, სასამართლო ვალდებულია თავიდან შეამოწმოს ის მიზეზები, რითაც ESMA აყენებს აღნიშნულ მოთხოვნას. სასამართლომ უნდა გაარკვიოს, რა სახის დარღვევაა სარეიტინგო კომპანიის მხრიდან. ESMA-ს შეუძლია ადგილზე შემოწმების ჩატარება, რომელის განხორციელებისთვის წინასწარი შეტყობინება სავალდებულო არაა. ამასთან, უფლებამოსილების დელეგირება შეიძლება მოხდეს ნაციონალურ საზედამხედველო ორგანოზე და მასვე დაევალოს ადგილზე შემოწმების განხორციელება. ყველა ხარჯი, რომელიც დაკავშირებული იქნება შემოწმების ჩატარებასთან, ანაზღაურდება ESMA-ს მიერ.

იმ შემთხვევაში, თუ დადგინდება, რომ სარეიტინგო კომპანია არღვევს ევროპის პარლამენტისა და საბჭოს მიერ მიღებულ რეგულირებას, მაშინ ESMA უფლებამოსილია მიიღოს შესაბამისი ზომები: გამოითხოვოს რეგისტრაცია; დარღვევის აღმოფხვრამდე სარეიტინგო კომპანიას აუკრძალოს ევროპის კავშირის ტერიტორიაზე რეიტინგის გამოცემა; აკრძალოს სარეიტინგო კომპანიის რეიტინგის გამოყენება საზედამხედველო ფუნქციით. ამასთან ESMA გაასაჯაროებს დარღვევას. დარღვევის შედეგების შეფასებისას მხედველობაში მიიღება მისი ხანგრძლივობა, დარღვევის სიხშირე და მასშტაბი: რა მოიცვა მან? მენეჯმენტი, შიდა კონტროლი და ა.შ., დარღვევა განხორციელდა მიზანმიმართულად თუ დაუდევრობით? ამავე დროს ჩაიწერა, რომ მარეგულირებელი დოკუმენტის დანაწესების დარღვევის შემთხვევაში ეს უკანასკნელი უფლებამოსილი იყო:

- მოეთხოვა სარეიტინგო კომპანიისგან დარღვევის აღკვეთა;
- დროებით აეკრძალა სარეიტინგო საქმიანობის წარმოება;
- გამოეთხოვა რეგისტრაცია;
- დაეჯარიმებინა სარეიტინგო კომპანია;⁴²⁶

⁴²⁶ Boehm, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 27.

რაც შეეხება სანქციებს, იგი შეიძლება გამოიხატებოდეს ფულადი ჯარიმით,⁴²⁷ რომელიც გამოიყენება ყოველთვის, როდესაც თვალსაჩინოა როგორც განზრახ, მიზანმიმართული დარღვევა, ისე გაუფრთხილებლობითი დარღვევა. ასეთ დროს, ჯარიმის ოდენობა დამოკიდებულია იმაზე, თუ დადგენილების რომელი ნაწილი იქნა დარღვეული. ეს კი პირდაპირ სიის სახით არის ჩამოწერილი რეგულაციაში. ჯარიმის ოდენობა 300 000 ევრომდე შეიძლება გაიზარდოს.

რეგულაცია ითვალისწინებს ფულადი ჯარიმის მეორე სახეს,⁴²⁸ რომელიც გამოიყენება მსუბუქი დარღვევების დროს. მისი ოდენობა შეადგენს ფიზიკური პირებისთვის წინა კალენდარული წლის საშუალოდ ერთი დღის შემოსავლის 2% და იურიდიული პირებისთვის – 3%. შესაძლებელია ამ ჯარიმის ჩანაცვლება სხვა სანქციით. რა თქმა უნდა, დაჯარიმებული პირების, ინსტიტუციის უფლებები დაცულია და მათ შეუძლიათ თავი დაიცვან. ESMA ვალდებულია საჭიროების შემთხვევაში მოუსმინოს მათ.

ამ რეგულაციის შესაბამისად, მას შემდეგ, რაც ESMA მიიღებს გადაწყვეტილებას დაჯარიმების შესახებ, წერილობით უნდა ეცნობოს სარეიტინგო კომპანიას, რომელიც განსაზღვრულ ვადაში, უფლებამოსილია წარადგინოს შესაგებელი. თავის დაცვის მიზნით სარეიტინგო კომპანიებს შეუძლიათ, მოითხოვონ კონკრეტული პირების მოსმენა (დაკითხვა). ეს მოსმენა (სხდომა) დახურულია.⁴²⁹ ESMA-ს მიერ გამოყენებული სანქციები ადმინისტრაციულ ხასიათს ატარებს. მისი აღსრულება უნდა მოხდეს შესაბამისი სახელმწიფოს კანონმდებლობის მიხედვით. დაჯარიმების შესახებ გადაწყვეტილების გასაჩივრების შემთხვევაში, მას განიხილავს ევროპის სასამართლო, რომელიც უფლებამოსილია თავდაპირველი გადაწყვეტილება შეცვალოს, გააუქმოს ან ჯარიმის ოდენობა გაზარდოს.

შემდეგ მოდის პერიოდი, როდესაც ევროპის კავშირი მუშაობს მიღებული რეგულაციის დახვეწაზე. მოგვიანებით ევროპის კომისიამ მიიღო რეგულაცია, რომლითაც კიდევ ერთხელ შევიდა ცვლილებები 2009 წლის სარეიტინგო კომპანიების შესახებ თავდაპირველ მარეგულირებელ დოკუმენტში. ცვლილებები შეეხო ჯარიმებს, კერძოდ, დაკონკრეტდა ვადები და უფლების დაცვის წესები.⁴³⁰

⁴²⁷ *Geldbussen.*

⁴²⁸ *Zwangsgelder.*

⁴²⁹ *Delegierte Verordnung* (EU) Nr. 946/2012 Der Kommission vom 12. Juli 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Verfahrensvorschriften für von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) Ratingagenturen auferlegte Geldbussen, einschliesslich der Vorschriften über das Recht auf Verteidigung und Fristen.

⁴³⁰ *Delegierte Verordnung* (EU) Nr. 946/2012 Der Kommission vom 12. Juli 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Verfahrensvorschriften für von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) Ratingagenturen auferlegte Geldbussen, einschliesslich der Vorschriften über das Recht auf Verteidigung und Fristen.

2.3. CRA III

ამრიგად, სარეიტინგო კომპანიებზე მეორე რეგულაციის მიღების შემდეგ მიიღეს მესამე მარეგულირებელი დოკუმენტი, რომელიც „CRA III“-ის სახელწოდებით არის ცნობილი და რომელსაც ცვლილებები შეაქვს წინა რეგულირებაში.

2009 წელს მიღებულ პირველ მარეგულირებელ დოკუმენტში მკაფიოდ იყო გამოკვეთილი მარეგულირებლის მიზანი. აქცენტი კეთდებოდა ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრაზე, რეიტინგის ხარისხის გაუმჯობესებაზე, რეიტინგის შედგენის პროცესის ღიაობაზე. „CRA II“-ის საშუალებით, დაემატა ახალი სახედამხედველო ორგანო ESMA და ძირითადი ცვლილებები სწორედ ამ კუთხით განხორციელდა. 2010 წლის 30 სექტემბრისა და 1 ოქტომბრის *ეკოფინის სამიტზე*⁴³¹ გამოითქვა აზრი, რომ სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებით დარჩენილია მთელი რიგი საკითხები, რომლებიც მოითხოვს გადახედვას, მაგალითად, რეიტინგებზე ზედმეტად დაყრდნობის საკითხი. საერთაშორისო დონეზე ფინანსური სტაბილურობის საბჭომ (FSB)– მისი წევრი ევროპის ცენტრალური ბანკიც არის– 2010 წლის 20 ოქტომბერს მიიღო პრინციპები, რომლის შესაბამისადაც, უნდა შემცირდეს რეიტინგებზე დაყრდნობა.⁴³² ამ პრინციპების მიხედვით, ცენტრალურმა ბანკმა თავად უნდა ჩაატაროს საკრედიტო შეფასება ფინანსურ ინსტრუმენტებზე, რომელიც აღიარებული იქნება საბაზრო ოპერაციებში. მარეგულირებელი, პირველ რიგში, იმუშავებს იმაზე, რომ დაადგინოს, ევროპის კავშირის სამართალი პირდაპირ ან ირიბად ხომ არ ითხოვს რეიტინგებზე ბრმა დაყრდნობას. მეორე ეტაპზე ეცდება, ამოიღოს ყველა ის დანაწესი, რომელიც რეიტინგზე მიუთითებს. ეს უნდა განხორციელდეს 2020 წლისთვის და ამასთან, უნდა იქნეს შემოთავაზებული რეიტინგის ალტერნატივა. ეს არის დროში გაწეილი გეგმა. დღევანდელი რეალობით, სარეიტინგო კომპანიების მდგომარეობა უცვლელია და კვლავ მნიშვნელოვან როლს თამაშობს ბაზარზე. ამრიგად, „CRA III“-ის მიღების მთავარი მიზანი არის ის, რომ აღარ მოხდეს რეიტინგებზე ზედმეტი დაყრდნობა.⁴³³ ძირითადად, რეიტინგის მომხმარებლები სარეიტინგო კომპანიასთან ხანგრძლივ ურთიერთობაში ებმებიან, შესაბამისად, არის ფამილიარობის გაჩენის დიდი რისკი. ეს ჯერ კიდევ 2009 წლის მარეგულირებელ დოკუმენტში იქნა შემჩნეული. ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრის საშუალებად კი მოთხოვნილ იქნა, რომ ერთმანეთისგან გამიჯნულიყო რეიტინგის შემდგენელი კომისია და ანალიტიკოსების ჯგუფი. სარეიტინგო კომპანიის რიგით მესამე მარეგულირებელ დოკუმენტში აღნიშნულია, რომ ეს წესი არ იძლევა იმის

⁴³¹ *Ecofin Council.*

⁴³² *European Parliament and the Council, Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies.* 1 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:EN:PDF>

⁴³³ *European Parliament and the Council, Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies.* 2 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:EN:PDF>

გარანტიას, მოხდეს ინტერესთა კონფლიქტის დაძლევა, თუმცა ხელს შეუწყობს მის შემცირებას.⁴³⁴

„CRA III“-ით დაიგეგმა ევროპული სარეიტინგო პლატფორმის შექმნა, რომელიც ძირითადად ინფორმაციული შუამავლის როლს დაიკავებს. ევროპული სარეიტინგო პლატფორმის შექმნის შემდეგ ESMA ე.წ. „ევროპის სარეიტინგო პლატფორმაზე“ გამოაქვეყნებს მისთვის მიწოდებული რეიტინგების.⁴³⁵

სარეიტინგო კომპანიების რიგით მესამე მარეგულირებელი დოკუმენტი კვლავ ავსებს წინა მარეგულირებელ დოკუმენტებს. მასში მითითებულია, რომ უნდა გაუმჯობესდეს ევროპის კავშირის წევრი სახელმწიფოების სუვერენული რეიტინგი. ამისათვის სარეიტინგო კომპანიებმა უნდა შეადგინონ კალენდარი, რომელშიც აღნიშნული იქნება, თუ როდის შეაფასებენ ისინი ამა თუ იმ წევრ სახელმწიფოს. სუვერენული რეიტინგი მნიშვნელოვანია შეფასებული ერთეულისთვის. მას გავლენა აქვს ქვეყნის შიგნით მოქმედი კომპანიებისთვის ძირითადად განვითარებად სახელმწიფოში, რიგ შემთხვევებში კი მასზეა დამოკიდებული ფინანსური ბაზრის სტაბილურობა. სწორედ ამ მიზეზების გამო არის მნიშვნელოვანი, სუვერენული რეიტინგი იყოს ზუსტი და გამჭვირვალე ისე, რომ ინვესტორმა სრულად შეძლოს იმის გაგება, თუ რას ეყრდნობა რეიტინგი.

დაწესდა შეზღუდვა დაკვეთის გარეშე შედგენილ რეიტინგთან მიმართებით, რომელიც განისაზღვრა წელიწადში მაქსიმუმ სამი ასეთი რეიტინგის დასაშვებობით. რეიტინგი უნდა გამოქვეყნდეს მხოლოდ პარასკეობით, მას შემდეგ რაც დასრულდება სამუშაო დღე და სულ ცოტა ერთი საათით ადრე, ვიდრე ევროპის კავშირში, გაიხსნება სავაჭრო პლატფორმა.

უფრო მეტ მოთხოვნას აწესებს ახალი მარეგულირებელი დოკუმენტი. კერძოდ, ინვესტორებს და წევრ სახელმწიფოებს უნდა მიეწოდოთ ინფორმაცია იმის შესახებ, თუ რა ფაქტები და დასკვნები უდევს საფუძვლად თითოეულ რეიტინგს. ყოველივე ეს კი შესაძლებლობას მიცემს რეიტინგის მომხმარებელს უკეთ გაიგოს წევრი სახელმწიფოების საკრედიტო რეიტინგი.

როგორც ზოგადი წესი მოითხოვს, რეიტინგი უნდა გადამოწმდეს. ამ მარეგულირებელ დოკუმენტში გაიწერა, რომ სუვერენული რეიტინგის გადამოწმება უნდა მოხდეს, სულ ცოტა, ყოველ ექვს თვეში და არა ყოველ 12 თვეში ერთხელ, როგორც ეს წინათ ითვლებოდა.

⁴³⁴ *European Parliament and the Council*, Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies. 2 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:EN:PDF>

⁴³⁵ *VO 462/2013/EU*, Artikel 11a : „Europäische Ratingplattform“ : (1) Wenn die registrierten und die zertifizierten Rating-agenturen ein Rating oder einen Ratingausblick abgeben, übermitteln sie der ESMA Ratinginformationen, unter anderem das Rating und den Ratingausblick des bewerteten Instruments, Angaben zur Art des Ratings und zur Art der Ratingtätigkeit sowie Tag und Uhrzeit der Veröffentlichung. (2) Die ESMA veröffentlicht die einzelnen Ratings, die ihr nach Absatz 1 übermittelt werden, auf einer Website („Europäische Ratingplattform“).

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>>

განახლებული რეგულაციით მიღწეულ უნდა იქნეს რამოდენიმე მიზანი:

1) სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობა – ვინ იხდის სარეიტინგო მომსახურებისთვის? ჯერ კიდევ რეიტინგის მომხმარებელი, ამიტომ ინტერესთა კონფლიქტი გარდაუვალია. ამის თავიდან აცილების მიზნით რეიტინგის მომხმარებელი ვალდებულია შეიცვალოს სარეიტინგო კომპანია ყოველ ოთხ წელიწადში. სტრუქტურირებული ფინანსური პროდუქტისათვის კი გაიწერა, რომ ის უნდა შეფასდეს სულ ცოტა ორი სარეიტინგო კომპანიის მიერ.

2) ემიტენტს უნდა მიეცეს შესაძლებლობა, სუვერენული რეიტინგის ჩათვლით, მოახდინოს რეაგირება რეიტინგზე იქამდე, სანამ ის გამოქვეყნდება. ყოველივე ეს შესაძლებელია იმდენად, რამდენადაც ახალი რეგულაციის მიხედვით შეფასებულ ორგანოს რეიტინგის შესახებ უნდა ეცნობოს გამოქვეყნებამდე 12 საათით ადრე.

3) რეგულაციაში შემოთავაზებულია ევროპის სარეიტინგო პლატფორმის შექმნა, სადაც განთავსდება ყველა რეიტინგი. შესაბამისად, ეს ხელსაყრელია ინვესტორებისთვის, რადგან მათ ექნებათ შესაძლებლობა, უკეთ შეაფასონ ფინანსური ინსტრუმენტის რისკი, მათ შორის კომპლექსური სტრუქტურირებული ინსტრუმენტის. ინვესტორებს ექნებათ შეუზღუდავი წვდომა ევროპის სარეიტინგო პლატფორმაზე.

4) კვლავ არის მოთხოვნილი რეიტინგის შედგენის პროცესის გამჭვირვალობით. განსაკუთრებით სტრუქტურირებად ფინანსურ პროდუქტებთან მიმართებაში. შედეგად, სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობა უნდა გახდეს უფრო ღია გადახდის მეთოდთან დაკავშირებით, მათი საქმიანობა კი – უფრო გამჭვირვალე და დამოუკიდებელი. უნდა დადგეს სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის საკითხი, თუ ისინი უხეში გაუფრთხილებლობით ან განზრახ დაარღვევენ სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელ დოკუმენტს.

5) ESMA-ს, როგორც საზედამხებელო ორგანოს როლი უნდა გაძლიერდეს. მან უნდა შექმნას მთელი რიგი ახალი ტექნიკური სტანდარტები, უნდა დააფუძნოს ევროპის სარეიტინგო პლატფორმა, რათა ინვესტორებმა შეძლონ მარტივად შეადარონ ერთმანეთს ევროპის კავშირში რეგისტრირებული და ავტორიზებული სარეიტინგო კომპანიები. ევროპის კავშირში რეგისტრირებული ყველა სარეიტინგო კომპანია უნდა იყოს წარმოდგენილი ევროპის სარეიტინგო პლატფორმაზე. მნიშვნელოვანია, აქვე აღვნიშნოთ, რომ დიდი ხნის განმავლობაში, იყო საუბარი ევროპის სარეიტინგო კომპანიის შექმნის შესახებ, რაც ბოლო წლებში კვლავ დავიწყებას მიეცა იმ მოტივით, რომ ევროპის სარეიტინგო კომპანიის შექმნა საზოგადოებრივი სახსრებით ძვირი დაჯდებოდა.

ყველაზე მნიშვნელოვანი ამ რეგულაციაში არის ის, რომ რეიტინგი აღარ გაიგება, როგორც მხოლოდ მოსაზრება. მას მოყვება მნიშვნელოვანი შედეგები, ამიტომ სარეიტინგო კომპანიამ უნდა იმოქმედოს მეტი პასუხისმგებლობით, თუმცა მარეგულირებელი თავს იკავებს ისეთი ტერმინის დამკვიდრებისგან, როგორიც არის „არასწორი რეიტინგი“ და არც რეიტინგის ალტერნატიულ განმარტებას გვაძლევს. ინვესტორებს შესაძლებლობა ექნებათ მხოლოდ იმ შემთხვევაში უჩივლონ სარეიტინგო

კომპანიას, თუ ის განზრახ ან უხეში გაუფრთხილებლობით არღვევს მარეგულირებელი დოკუმენტის დანაწესებს, რითაც ზარალდება ინვესტორი. ამასთან, სასამართლომ მხედველობაში უნდა მიიღოს ის ფაქტი, რომ ემიტენტსა და ინვესტორს შეიძლება არ ჰქონდეს წვდომა იმ ინფორმაციასთან, რომელიც მთლიანად სარეიტინგო კომპანიის სფეროშია. ამის მიუხედავად ახალი რეჟიმი იძლევა გარანტიას, რომ სარეიტინგო კომპანია უფრო პასუხისმგებლობით მოეკიდება თავის საქმიანობას იმ შეგნებით, რომ შეიძლება ინვესტორისა და ემიტენტის მხრიდან რეალურად დადგეს მათი პასუხისმგებლობის საკითხი.

ევროპის კომისია მხარს უჭერს კანონმდებლობიდან რეიტინგზე მიმთითებელი ნორმების ამოღებას. მნიშვნელოვანია, იმის გათვალისწინება, რომ რისკის შეფასების ალტერნატიული მეთოდის შემუშავების გარეშე შეუძლებელი იქნება ყველა ნორმის ამოღება, რომელიც რეიტინგს მოითხოვს. ამერიკის შეერთებული შტატების გამოცდილებამ აჩვენა, რომ ძნელია ამოიღო რეიტინგი, როდესაც მისი ჩანაცვლება ვერ ხდება. 2020 წლისთვის უნდა მოხდეს ალტერნატივის შექმნა და მისი წარდგენა ევროპის პარლამენტისთვის.⁴³⁶

აღნიშნული მარეგულირებელი დოკუმენტი ასევე მიზნად ისახავს რეიტინგის საფასურის განსაზღვრის დროს დისკრიმინაციის გამორიცხვას, რაც თავის მხრივ ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრას ემსახურება. სარეიტინგო კომპანია ვალდებულია რეიტინგის საფასური დისკრიმინაციის გარეშე შეადგინოს. რეიტინგის საქმიანობისთვის ანაზღაურება არ უნდა იყოს დამოკიდებული გაცემული რეიტინგის დონეზე.⁴³⁷ ამასთან, უნდა გამოირიცხოს, რომ სარეიტინგო კომპანია წინასწარ შეთანხმებული რეიტინგისთვის მიიღებს პრემიას. საეჭვოა ის, რომ ახალი დანაწესებით ყველა დასახული მიზნის მიღწევა გახდეს შესაძლებელი. სარეიტინგო კომპანიების დამოუკიდებლობის მიღწევა თითქოს ყველაზე რეალურად გადასატრეფი ამოცანაა. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის საკითხში გადადგმული ნაბიჯები მისასალმებელია, თუმცა პრაქტიკაში ნაკლებად გამოსადეგი. ის უფრო ფორმალურ ხასიათს ატარებს. ამ კუთხით, მდგომარეობა არ შეიცვლება იქამდე, სანამ მტკიცების ტვირთი ემიტენტზე და ინვესტორზე იქნება.⁴³⁸

სტრუქტურირებად პროდუქტებთან დაკავშირებით ევროპის კავშირი ერთი ნაბიჯით წინ წავიდა და დაადგინა, რომ სარეიტინგო კომპანიამ თავიდან უნდა აირიდოს ისეთი სიტუაცია, როდესაც ემიტენტი წინასწარ იღებს რეიტინგს და შემდეგ წყვეტს, როგორ შეფუთოს პროდუქტი ისე, რომ

⁴³⁶ *European Commission*, Memo- New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force- frequently asked questions: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm?locale=en.

⁴³⁷ VO 462/2013/EU, Amhang I Abschnitt B Nr. 3c : “Eine Ratingagentur stellt sicher, dass die Gebühren, die sie ihren Kunden für die Bereitstellung von Rating- und Nebendienstleistungen in Rechnung stellt, diskriminierungsfrei sind und auf den tatsächlichen Kosten beruhen. Die für Ratingdienstleistungen in Rechnung gestellten Gebühren dürfen nicht von der Höhe des von der Ratingagentur abgegebenen Ratings oder von einem anderen Ergebnis oder Erfolg der erbrachten Leistungen abhängen“

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>>

⁴³⁸ *Arntz, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 25. Jahrgang, 15. Oktober 2013, 327-329.

მიიღოს მაღალი კლასის რეიტინგი. ამასთან ემიტენტიც უნდა ეცადოს არ განახორციელონ მსგავსი ქმედება.⁴³⁹

რა თქმა უნდა, რიგით მესამე მარეგულირებელი დოკუმენტი არ დარჩენილა შეუმჩნეველი. ამ მარეგულირებელი დოკუმენტის დადებით მხარედ აღიქმება ფაქტი, რომ რეიტინგი აღარ განიხილება, როგორც მოსაზრება, რომელიც პროგნოზს აკეთებს მოვალის გადახდისუნარიანობაზე. ის დაკვალიფიცირდა როგორც ექსპერტების მიერ გაკეთებული დასკვნა, რომელიც ფორმულირდება ინფორმაციის ასიმეტრიულობის გათვალისწინებითა და საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებამდე. ეს არის საჭიანობა, რომელიც სარგებლობს მაღალი საჯარო ინტერესით. იმ შემთხვევაში, თუ ის განზრახ ან უხეში გაუფრთხილებლობით არასწორად იქნება შედგენილი, შეიძლება დადგეს ზიანის ანაზღაურების საკითხი. დაცულია ემიტენტის და ინვესტორის უფლება, უჩივლოს სარეიტინგო კომპანიას. ამ შემთხვევაში სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის სიმძიმე განსაზღვრული არ არის და შეიძლება ითქვას, რომ შეუზღუდავიც კია, თუმცა დაზარალებულის მხარეს არის მტკიცების ტვირთი, რაც პრაქტიკაში რთულია რეიტინგებთან მიმართებით. საკითხავია, თუ საიდან უნდა დაამტკიცოს ინვესტორმა, ან ემიტენტმა, რომ სარეიტინგო კომპანიამ დაარღვია, ერთი მხრივ, სარეიტინგო კომპანიის მარეგულირებელი დოკუმენტი და, მეორე მხრივ, რეიტინგის შედგენის პროცესში სწორედ ამ დარღვევამ გამოიწვია ზიანი. ამას გარდა, ინვესტორმა უნდა დაამტკიცოს, რომ გადაწყვეტილების მიღების დროს, ანუ ფასიანი ქაღალდით ინვესტიციის განხორციელებისას, ზედმეტად არ დაეყრდნო რეიტინგს. დაზარალებული ემიტენტი კი ვალდებულია ამტკიცოს, რომ სარეიტინგო კომპანიას არ მიაწოდა არასწორი ან შეცდომაში შემყვანი ინფორმაცია.⁴⁴⁰ ამასთან, მარეგულირებელ დოკუმენტში გამოყენებული ისეთი ცნებები, როგორიცაა „განზრახვა“, „ზიანი“, „შესაბამისი ქმედება“, „უხეში გაუფრთხილებლობა“ განმარტებული არ არის და მითითება კეთდება სახელმწიფოების სამართალზე. წარმოშობით გერმანელი ემიტენტისთვის/ინვესტორისთვის ამ დანაწესის საფუძველზე გაურკვეველი ხდება მოთხოვნის საფუძველი.

⁴³⁹ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 89-90.

⁴⁴⁰ Kleinow/ Heinrich/ Horsch, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 66. Jahrgang, 15 März 2013, 299. Verordnung (EU) No 462/2013 Des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung EG No 1060-2009 über Ratingagenturen: ZIVILRECHTLICHE HAFTUNG DER RATINGAGENTUREN Artikel 35a Zivilrechtliche Haftung: (1) Hat eine Ratingagentur vorsätzlich oder grob fahrlässig eine der in Anhang III aufgeführten Zuwiderhandlungen begangen und hat sich diese auf ein Rating ausgewirkt, so kann ein Anleger oder Emittent von dieser Ratingagentur für den ihm aufgrund dieser Zuwiderhandlungen entstandenen Schaden Ersatz verlangen. Ein Anleger kann nach diesem Artikel Schadenersatz verlangen, wenn er nachweist, dass er sich bei seiner Entscheidung, in ein Finanzinstrument, auf das sich dieses Rating bezieht, zu investieren, dieses Instrument weiter zu halten oder zu veräußern, in vertretbarer Weise im Einklang mit Artikel 5a Absatz 1 oder in sonstiger Weise mit gebührender Sorgfalt auf dieses Rating verlassen hat. Ein Emittent kann nach diesem Artikel Schadenersatz verlangen, wenn er nachweist, dass das Rating sich auf ihn oder seine Finanzinstrumente bezieht und die Zuwiderhandlung nicht darauf zurückzuführen ist, dass der Emittent die Ratingagentur direkt oder aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen irreführend oder falsch informiert hat. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>

ინტერესთა კონფლიქტის არიდების მიზნით, რეიტინგის მომხმარებელი ვალდებულია შეიცვალოს სარეიტინგო კომპანია 4 წლის შემდეგ. ეს, ერთი მხრივ, ხელს უწყობს სარეიტინგო კომპანიებს შორის კონკურენციის გაზრდას, მაგრამ უფრო რჩება შთაბეჭდილება, რომ მთელი რეგულირება მიმართულია კონკრეტული სარეიტინგო კომპანიების მიმართ. თითქოს უფრო მნიშვნელოვანია, რომ ოლიგოპოლურ ბაზარზე მოქმედი სარეიტინგო კომპანიების (სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის) ძალაუფლებისა და მათ რეიტინგებზე დაყრდნობის შემცირება მოხდეს, ვიდრე ზოგადად სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობასთან ბრძოლა. სკეპტიკურად არის დანახული რეგულირების ის ნაწილი, რომელიც ეხება სუვერენულ რეიტინგს. უნდა გვახსოვდეს, რომ გადახდისუნარიანობის შეფასება, პირველ რიგში, დამოკიდებულია სწორედ გადახდისუნარიანობის მდგომარეობაზე და არა კალენდარულ თარიღზე. შეუძლებელია წინასწარ კალენდარულად განსაზღვრო, თუ როდის არის „ადრე“ ან „გვიან“ გადახდისუნარიანობის გადამოწმება.⁴⁴¹

საერთო ჯამში ევროპის კომისიის მიერ მიღებული სარეიტინგო კომპანიების მარეგულირებელი დოკუმენტი დროულ რეაგირებად განიხილება, თუმცა ის ვერ აგვარებს სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებულ ფუნდამენტურ პრობლემებს.⁴⁴²

5.3. სარეიტინგო კომპანიის რეგულირება საქართველოში

ქართული კანონმდებლობისთვის სრულიად უცხოა ისეთი ტერმინები, როგორიც არის „სარეიტინგო კომპანია“, მათი საქმიანობის პროდუქტი „რეიტინგი“, „სუვერენული რეიტინგი“ და ა.შ.

ფინანსური კრიზისის პერიოდში, ისევე როგორც მის შემდეგ სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობასთან დაკავშირებით სპეციალური ინსტიტუტი ქართულ კანონმდებლობაში შემოტანილი არ ყოფილა. საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ფინანსური სექტორის მეგარეგულატორის ფუნქციის შეძენამ (2009 წ.) საქართველოს კანონში „ეროვნული ბანკების შესახებ“ შევიდა შესაბამისი ცვლილებები, თუმცა სარეიტინგო კომპანიების შესახებ რაიმე ნორმა მოცემული არ არის. „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ საქართველოს კანონში, მაშინ როდესაც საქართველოში უცხოეთის ბანკის ფილიალის გახსნაზეა საუბარი, შემოდის რეიტინგის აუცილებლობის გამოყენების საკითხი. კერძოდ, საქართველოში უცხოური ბანკის ფილიალის გახსნა დასაშვებია, თუ ის დააკმაყოფილებს „სანდო ბანკის“ სტატუსს. სანდო ბანკად კი მიიჩნევა ბანკი კანონის 1 მუხლის „პ“ ქვეპუნქტის მიხედვით.⁴⁴³ აღნიშნული მუხლის შესაბამისი პუნქტის მიხედვით, უცხოურ სანდო ბანკს წარმოადგენს განვითარებული ქვეყნების ბანკი, „რომელსაც აქვს კომპეტენტური საერთაშორისო სარეიტინგო ორგანიზაციის მიერ მინიჭებული, გარკვეული დონის ან მასზე მაღალი რეიტინგი.“ ამასთან,

⁴⁴¹ Kleinow/ Heinrich/ Horsch, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 66. Jahrgang, 15 März 2013, 299.

⁴⁴² Woo, European Law Journal, Vol. 18, No. 1, January 2012, 62-63.

⁴⁴³ საქართველოს კანონი კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ მ. 1, პ. „პ“.

იმავე მუხლის მიხედვით, კომპეტენტურ საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიათა ნუსხას, ისევე როგორც რეიტინგის დონეს, თვითონ ეროვნული ბანკი ადგენს. კომპეტენტურ სარეიტინგო კომპანიას საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2007 წლის 26 აპრილის 105 ბრძანების⁴⁴⁴ მიხედვით სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანია: Moody's-ი, Fitch-ი და S&P-ი წარმოადგენენ.

საინტერესოა საკითხი რეიტინგის ოდენობასთან დაკავშირებით. ზემოხსენებული ბრძანების მიხედვით განვითარებული ქვეყნების ბანკი უცხოური „სანდო ბანკის“ სტატუსით სარგებლობის უფლებას მოიპოვებს იმ შემთხვევაში, თუ მას Fitch-ისგან და S&P-სგან AA, ხოლო მუდისგან Aa რეიტინგი აქვთ მინიჭებული.⁴⁴⁵ ალბათ, იმ ფონზე რომ საქართველოს სუვერენული რეიტინგი დღეს B კლასის რეიტინგის კატეგორიაშია, საქართველოში მოქმედი 19 ბანკიდან მხოლოდ 5 ფლობს რეიტინგს, დანარჩენი კი საერთოდ რეიტინგის გარეშე არსებობს. არ იქნება გადამეტებული თუ ვიტყვით, რომ საქართველოს უფრო მაღალი და მკაცრი მოთხოვნები აქვს უცხო ქვეყნების საფინანსო ინსტიტუტების მიმართ, ვიდრე რეზიდენტებისადმი. ეს არღვევს სამეწარმეო სუბიექტებისადმი თანაბარი დამოკიდებულების პრინციპს მათი წარმოშობის მიუხედავად.

მოგვიანებით ეროვნულმა ბანკმა საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის N 105 ბრძანება გააუქმა 2010 წლის 22 ოქტომბრის N132/01 ბრძანებით. დღეს ამ მხრივ რეალობა შემდეგნაირად გამოიყურება: საქართველოს კანონი „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ ეროვნული ბანკს ავალებს საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიათა ნუსხისა და რეიტინგის დონის დადგენას. რეიტინგის დონის დამდგენი დოკუმენტი კი ძალაში აღარ არის, შესაბამისად საქმე გვაქვს სამართლებრივ ვაკუუმთან.

რეიტინგის ოდენობასთან ერთად არანაკლებ საინტერესოა განვითარებული ქვეყნების ის სია, რომელიც საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის N 16/01-ში არის მოცემული. აღნიშნული სია მოიცავს ევროკავშირის ქვეყნების სრულ შემადგენლობას და დამატებით განსაზღვრავს კიდევ 16 ქვეყანას.⁴⁴⁶ საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი სია, რომელიც კონკრეტულ კრიტერიუმებზე არ არის დაყრდნობილი, რბილად რომ ვთქვათ, გაუგებარია, მით უმეტეს, რომ არსებობს პრაქტიკა განვითარებული ქვეყნების ჩამონათვალის OECD-ის ქვეყნების მიხედვით შედგენისა.⁴⁴⁷

⁴⁴⁴ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება N 105. 2007 წლის 26 აპრილი: „კომპეტენტური საერთაშორისო სარეიტინგო ორგანიზაციათა ნუსხისა და მათ მიერ მინიჭებული რეიტინგების დონეების მიხედვით სანდო ბანკის სტატუსის დადგენის თაობაზე დებულების დამტკიცების შესახებ.“ დანართი.

⁴⁴⁵ <http://www.nbg.gov.ge/index.php?m=339&newsid=562>.

⁴⁴⁶ ესენია: აშშ, კანადა, კორეა, იაპონია, პონგკონგი, ისრაელის სახელმწიფო, სინგაპურის სამეფო, ბაჰრეინის სამეფო, შვეიცარიის კონფედერაცია, დუბაის საამირო, ისლანდიის რესპუბლიკა, ლიხტენშტეინის სამთავრო, ნორვეგიის სამეფო, ახალი ზელანდია, ავსტრალიის თანამეგობრობა.

⁴⁴⁷ ჯიბუტი წიგნში მახარობლიშვილი გ./ქირია ა./ ზუბიტაშვილი ნ./ ჯიბუტი ნ./ ჯიბუტი ს., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 254.

რეკომენდაცია: საქართველოში რეიტინგების ნაციონალური ბაზარი არ არსებობს. ქვეყნის შიგნით ეკონომიკური აქტივობებისათვის რეიტინგის გამოყენების პრაქტიკა გავრცელებული არ არის. დღეს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე რეიტინგის ქონის საკითხი არ დგას. არ არსებობს სარეიტინგო ნაციონალური კომპანიებიც, თუმცა საქართველოს კანონმდებლობით მათი არსებობა შეზღუდული არ არის გამომდინარე პრინციპიდან - „დასაშვებია ის, რაც აკრძალული არ არის“. საქართველოში რეიტინგები გააჩნიათ სახელმწიფოს, ბანკებს, კორპორაციებს იმ საჭიროებიდან გამომდინარე, რომელიც წარმოეშობათ მათ საერთაშორისო და ეკონომიკურ ურთიერთობებში მონაწილეობის გამო. ბაზრის ასეთი მდგომარეობა იწვევს იმას, რომ სოციალურ გარემოს კანონმდებლისათვის ამ საკითხში დაკვეთა არ მიუცია. თუმცა საკითხის ასეთ მდგომარეობაში არსებობა გამოხატავს არა რომელიმე სამართლებრივი სისტემისადმი მხარდაჭერას, არამედ სამართლებრივ ვაკუუმს. ლიბერალიზმი ამ შემთხვევაში სწორია, სანამ სარეიტინგო ბაზარი ჩამოყალიბდება და შეიქმნება მისი რეგულირების აუცილებლობა, თუმცა ლიბერალური მიდგომა უნდა იყოს სამართლებრივად განმტკიცებული. უნდა არსებობდეს სამართლებრივად მოწესრიგებული თავისუფლება.

5.4. შუალედური დასკვნა

ამრიგად, სარეიტინგო კომპანიები ყველაზე ბოლოს ევროზონის კრიზისის პერიოდში მოექცნენ ყურადღების ცენტრში. დღესაც მიიჩნევენ, რომ კრიზისის დადგომას, ისევე როგორც სხვა შემთხვევებშიც, სარეიტინგო კომპანიებმა შეუწყვეს ხელი, რადგან დაწიეს ევროზონის სუვერენული რეიტინგი ზედმეტად სწრაფად და შეუსაბამოდ. ზოგადად რომ დავახასიათოთ განხორციელებული და მიმდინარე რეგულირება, შეიძლება ვთქვათ, რომ მისი მიზანია რეიტინგებზე დაყრდნობის შემცირება.⁴⁴⁸ სარეიტინგო კომპანიების რეგულირებაში პარადოქსს წამოადგენს ის, რომ კრიტიკის მიუხედავად სახელმწიფოები მაინც იყენებდნენ მათ.⁴⁴⁹ ამასთან რეალობა ჯერ კიდევ უცვლელია და რეიტინგი ჯერ კიდევ მნიშვნელოვანია ინვესტორებისთვის გადაწყვეტილების მიღების პროცესში.

ისტორიამ დაგვანახა, რომ სარეიტინგო კომპანიები, ძირითადად, უფრო კარგად ირგებენ მიმდევრის, ვიდრე წინამძღოლის როლს. ამასთან, არის რამოდენიმე რამ რაც გასათვალისწინებელია: 1) ჯერ კიდევ სახეზე

⁴⁴⁸ Alsakka/ Gwilym, Journal of Economic Behavior & Organization 85, 2013, 147.

⁴⁴⁹ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 15. „However, whatever the regulators' complaints about rating agencies, they use them. A major international regulatory lobby, the Basel Committee on Banking Supervision, under the auspices of the Bank of International Settlements (BIS), assigned credit ratings a central role in its revised framework for bank capital measurement and capital standards, announced in June 2004. Accordingly, the equity capital that banks must have will be based upon the credit risk of their assets as measured, among others, by CRA credit ratings of these assets. In addition, many critics of CRAs rely on them to provide objective information of facilitate investment decisions-for instance, pension funds, which base their investment criteria on bond ratings“.

გვაქვს ოლიგოპოლური ბაზარი, სადაც კვლავ გაბატონებულია სამი სარეიტინგო კომპანია, თუმცა ბევრი ნაკლით; 2) სარეიტინგო კომპანია ჯერ კიდევ არ აგებს პასუხს არასწორი რეიტინგით გამოწვეულ შედეგებზე; 3) აქტიურად ხდება გარე რეიტინგებზე დაყრდნობა;⁴⁵⁰ 4) კვლავ აქტუალურია სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობის საკითხი, რადგან რეიტინგის შედგენის პროცესში ინტერესთა კონფლიქტის პრობლემა მოგვარებული არ არის.

2011 წელს ევროპის პარლამენტის კომიტეტის⁴⁵¹ მიერ მიღებულ იქნა „რეგულირება სარეიტინგო კომპანიების შესახებ: სამომავლო პერსპექტივები“⁴⁵². მასში განხილულია სხვადასხვა საკითხი, მათ შორის რეიტინგებზე ზედმეტად დაყრდნობის პრობლემა, სარეიტინგო სექტორში კონკურენციის ხარისხი და ევროპული საკრედიტო რეიტინგის ფუნდამენტის შექმნა. აღნიშნული დოკუმენტი თხოვნით მიმართავს ევროპის კომისიას, რომ შექმნას რისკის შეფასების ალტერნატიული მეთოდი.⁴⁵³

როდესაც საუბარია ალტერნატივებზე, იქვე გაისმის კრიტიკა მარეგულირებლის მიმართ. რატომ გახდა სარეიტინგო კომპანიების საკითხი პრობლემატური? მარტო ისინი არიან პასუხისმგებელნი ყველა იმ კრიზისის დადგომაში, რომელიც იქნა ზემოთ განხილული? მიჩიგანის შტატის სენატორმა კარლ ლევინმა განაცხადა, რომ გლობალური ფინანსური კრიზისი არ იყო „ბუნებრივად მომხდარი უბედურება“, არამედ წარმოადგენდა ადამიანის ხელით შექმნილ ეკონომიკურ შტურმს. მისი თქმით, მსგავსი რამ განმეორდება იქამდე, სანამ არ შეიცვლება ფუნდამენტური წესები.⁴⁵⁴ არის მოსაზრება, რომ ფინანსური კრიზისის ძირეულ პრობლემას წარმოადგენდა ის, რომ სახეზე არ იყო ინფორმირებული, კვალიფიციური მუშა-ხელით დაკომპლექტებული, დამოუკიდებელი ინსტიტუტი, რომელიც შეაფასებდა ფინანსურ რეგულაციებს საჯარო პერსპექტივიდან. ფინანსური რეგულირების აპარატი არ მოქმედებს საჯარო ინტერესის გათვალისწინებით. როგორ უნდა აიძულოს საზოგადოებამ მარეგულირებელი, რომ მიიღოს რეგულაციები საჯარო ინტერესის შესაბამისად მაშინ, როდესაც მნიშვნელოვანი ინფორმაცია ფინანსური სისტემის მოქმედებისა და რეგულირების შესახებ საიდუმლოს წარმოადგენს? მეტიც, ამის მიღწევა შეუძლებელი იქნებოდა ასეთი ინფორმაციის საჯაროობის პირობებშიც კი, რადგან საჯარო სექტორში არ არსებობს ისეთი დაწესებულება, რომელიც შეძლებდა ამ ინფორმაციის სათანადოდ შეფასებასა და ფინანსური რეგულაციების ეფექტიანობის დადგენას.⁴⁵⁵

ფინანსურმა ბაზარმა უცბად და შემთხვევით არ გაიგო სიმართლე სარეიტინგო კომპანიების შესახებ.⁴⁵⁶ რატომ გახდა სარეიტინგო კომპანია ასეთი მნიშვნელოვანი? 1970 წლამდე ის სრულიად უმნიშვნელო ინსტიტუტს

⁴⁵⁰ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 918.

⁴⁵¹ ECON, Committee of the European Parliament.

⁴⁵² Report on Credit Rating Agencies, Future Perspectives.

⁴⁵³ Sylvester, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 912.

⁴⁵⁴ Levine, International Review of Finance, Vol. 12, Issue 1, 8 Sep 2012, 50.

⁴⁵⁵ Levine, International Review of Finance, Vol. 12, Issue 1, 8 Sep 2012, 39-40.

⁴⁵⁶ Grauwe/ Ji, JCMSL Journal of Common Market Studies, Vol. 50, Issue 6, 2012, 878.

წარმოადგენდა, რომელიც ყიდდა ინფორმაციის რეიტინგის შესახებ. 1975 წელს შემოღებულ იქნა NRSRO⁴⁵⁷ სტატუსი, რითაც რეიტინგი სავალდებულო გახდა. მსოფლიომ დაიწყო რეიტინგის აქტიური გამოყენება. ამასთან, ყველაზე ტრაგიკული იყო ის, რომ რეიტინგი სავალდებულო გახდა იმის მიუხედავად, თუ რა მდგომარეობაში იყო სარეიტინგო კომპანია და რა შეცდომებს უშვებდა იგი. შედეგად, სარეიტინგო ბიზნესი საერთოდ არ ზიანდებოდა.⁴⁵⁸

1990 წლიდან იზრდება ინტერესთა კონფლიქტის საშიშროება. გარდა იმისა, რომ რეიტინგის მომხმარებელი თვითონ იხდიდა რეიტინგისთვის, ბანკი სარეიტინგო კომპანიას ჯერ უხდიდა ფულს რეკომენდაციაში, თუ როგორ შეეფუთა სტრუქტურირებადი ფინანსური პროდუქტი ისე, რომ მიეღო უფრო მაღალი რეიტინგი, შემდეგ კი ყიდულობდა რეიტინგს. სწორედ ეს უნდა გამხდარიყო მარეგულირებლისთვის გაფრთხილება მოსალოდნელი საფრთხეების შესახებ. თუმცა პირიქით, ხდებოდა სარეიტინგო კომპანიების დაცვა და გრძელდებოდა რეიტინგებზე დაყრდნობა. შესაბამისად, შეუძლებელია საუბარი სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობაზე, მათ მდგომარეობაზე ისე, რომ ხაზი არ გავესვათ მარეგულირებელი ინსტიტუტების ხელშეწყობას.⁴⁵⁹

რა ალტერნატივა არსებობს? იქიდან გამომდინარე, რომ ბაზარიც ითვალისწინებს რეიტინგს, საბაზრო ფასი სავარაუდოდ არ შეიცავს იმაზე ნაკლებ ინფორმაციას, ვიდრე რეიტინგი. შესაძლოა, რომ ის უფრო მეტი ინფორმაციის შემცველიც კი იყოს. საბაზრო ფასთან არ არის დაკავშირებული ისეთი პრობლემები, რაზეც სარეიტინგო კომპანიებს ხშირად აკრიტიკებენ. თუნდაც ის ფაქტი, რომ მომხმარებელი ყიდულობს თავის რეიტინგს, ბადებს ეჭვს, რომ გადახდისუნარიანობის შეფასება არაობიექტურად მოხდება.

სარეიტინგო კომპანიის მიერ მიღებული რეიტინგის სასარგებლოდ უნდა ითქვას, რომ ის უფრო მოქნილია და ნაკლებად ფეთქებადი, ვიდრე ბაზარი. ეს შეიძლება იყოს იმის შედეგი, რომ სარეიტინგო კომპანიები უფრო წინარად რეაგირებენ, ვიდრე ბაზარი. მთავარი პრობლემა ბაზრის მონაცემებთან მიმართებაში არის ის, რომ რეიტინგების, ან ბაზრის მონაწილეების მსგავსად, მთელი ბაზარი შეიძლება შეცდეს გადახდისუნარიანობის რისკის შეფასებაში. გლობალური ფინანსური კრიზისის წინა წლებში ბაზარი ისევე, როგორც სარეიტინგო კომპანია, ოპტიმისტურად იყო განწყობილი გადახდისუნარიანობის რისკებთან მიმართებაში. მაგალითად, საბერძნეთის მთავრობის ობლიგაციების შემთხვევაში. თუმცა, საბაზრო მონაცემები წინ უსწრებს სარეიტინგო კომპანიის მიერ რეიტინგში განხორციელებულ ცვლილებებს. ეს

⁴⁵⁷ NRSRO: გარკვეულ სარეიტინგო კომპანიებს ამერიკის SEC-ის მიერ არაოფიციალურად მიენიჭათ „ნაციონალურად აღიარებული სტატისტიკური სარეიტინგო ორგანიზაციების“ (NRSRO) სტატუსი და მხოლოდ ასეთი სარეიტინგო კომპანიების მიერ მიღებული რეიტინგები იქნა აღიარებული. NRSRO-სტატუსს სარეიტინგო კომპანიებისათვის დიდი მნიშვნელობა აქვს, რადგან ეს სტატუსი კომპანიებისთვის რეიტინგის ბაზარზე მთავარ ბარიერს წარმოადგენს.

⁴⁵⁸ Levine, International Review of Finance, Vol. 12, Issue 1, 8 Sep 2012, 43-44.

⁴⁵⁹ იქვე. 45.

საბერძნეთის მაგალითზეც დამტკიცდა. ბაზარმა უფრო მაღე გამოასწორა მისი არასწორი შეხედულება საბერძნეთის გადახდისუნარიანობასთან დაკავშირებით, ვიდრე სარეიტინგო კომპანიებმა. საბაზრო მონაცემების გამოყენებას შეიძლება გარკვეული პრიორიტეტი მიენიჭოს. პირველ რიგში, მასში აისახება ისეთი ფაქტორები, რაც არ არის დათვლადი და საჯაროდ დაკვირვებადი. მეორე, ბაზარი არის შორსმჭვრეტელი და ასახავს ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინს. მესამე, გარკვეულწილად საბაზრო მაჩვენებელს აქვს პრიორიტეტი იმ კუთხით, რომ ის ყოველდღიურად გვაწვდის ინფორმაციას, რაც იძლევა იმის შესაძლებლობას, რომ უფრო სწრაფად მოხდეს გადახდისუნარიანობის რისკის წინასწარ გათვლა.⁴⁶⁰

ალბათ, ბუნდოვანი რეგულაციების მიღებას, რომელსაც არ მიეყვართ იქამდე რის დარეგულირებასაც ვცდილობთ, კარგი იქნებოდა ისეთი სისტემის შექმნა, რომელიც ჩაანაცვლებდა რეიტინგს. განიხილება რეიტინგის შემდეგი ალტერნატივა: 1) რეიტინგს მიეცეს საჯარო მომსახურების სახე, ანუ მოხდეს სარეიტინგო კომპანიის ნაციონალიზება და შეიქმნას ევროპის სარეიტინგო კომპანია; 2) რეიტინგის (მათ შორის სუვერენული რეიტინგის) შედგენა გადავიდეს ევროპის ცენტრალური ბანკის კომპეტენციაში. 3) გაიზარდოს კონკურენცია ახალ და პატარა სარეიტინგო კომპანიებს შორის. პირველი ალტერნატივა ევროპის პარლამენტის მიერ იქნა შემოთავაზებული, თუმცა მოჰყვა კრიტიკა. არგუმენტად მოყავდათ ის, რომ რეიტინგის ნაციონალიზება გააძლიერებს რეიტინგზე დაყრდნობას. მესამე ალტერნატივა ახლოს იყო რეალობასთან, თუმცა ხარჯები დაკავშირებული სარეიტინგო კომპანიის დაფუძნებასთან, ბაზარზე შესვლასთან და ღირებული რეპუტაციის მოპოვებასთან, იქნებოდა ძალიან დიდი. ამას ემატება რეგისტრაციისა და ზედამხედველობის ხარჯები, რომელიც ევროპის კომისიამ დააწესა. მეორე ალტერნატივას ყველაზე მეტი მომხრე ჰყავს. ეს შესაძლებელი იქნებოდა, მაგრამ არა სასურველი, რადგან არის ინტერესთა კონფლიქტის საფრთხე თვითონ ევროპის ცენტრალური ბანკის შიგნით. თითქოს, ევროპის სარეიტინგო კომპანია იყო წლების მანძილზე ალტერნატივა, მაგრამ მისი დაფუძნებაც დაკავშირებულია დიდ ხარჯებთან.⁴⁶¹

ისტორიის მანძილზე არსებული კრიზისები, ლოგიკურად, მოითხოვდა სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობის დარეგულირებაზე დაფიქრებას, რაც 2007 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე არ მომხდარა. ევროპის კავშირში ის მიზანმიმართულად არ იყო დარეგულირებული. 2007 წელმა ხელი შეუწყო სარეიტინგო კომპანიების მიმართ ყურადღების გაძლიერებას, თუმცა ვერ მოხერხდა რეიტინგის პრობლემის დროულად გადაჭრა და იმის მიღწევა, რომ შეფასებულ ინსტრუმენტს მიენიჭოს უნაკლო რეიტინგი. როგორც ვნახეთ, მარეგულირებლები ამის მიღწევას ცდილობენ სხვადასხვა მიმართულების გაძლიერებით. კრიტიკული პრობლემა რეიტინგებთან მიმართებაში არის ის, რომ ისინი ადეკვატურად არ ასახავენ ინსტიტუციების კრედიტის რისკს, რომლებიც მგრძნობიარენი სისტემური რისკის დროს სტრესულ სიტუაციაში. მარეგულირებელი დოკუმენტი ამ

⁴⁶⁰ Karmann/ Maltritz, Review of International Economics, 20 (4), 2012, 724-725.

⁴⁶¹ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 919-920.

პრობლემის მოსაგვარებლად მოითხოვს მხოლოდ იმ მეთოდების, ასევე მოდელებისა და რეიტინგისათვის საკვანძო პროცედურების ღიაობას, რომელიც გამოიყენება რეიტინგის შედგენის პროცესში.⁴⁶²

სარეიტინგო ბიზნესის ამოსავალ წერტილად სარეიტინგო კომპანიის რეპუტაცია ითვლება. მარეგულირებლის მხრიდან მნიშვნელოვანი და ძლიერი ნაბიჯი იქნება, თუ ის სარეიტინგო კომპანიებისგან მოითხოვს, შეადგინონ რეიტინგის უნიფიცირებული განმარტება და ერთიანი ნომენკლატურა. როგორ ხდება რეიტინგის შედგენა კვლავ დარჩეს მათ პროფესიულ საიდუმლოდ, თუმცა შექმნან ერთიანი განმარტებები იმის შესახებ, თუ რას გულისხმობენ ისინი ყოველი კონკრეტული სიმბოლოს უკან, როგორ ადარებენ ერთმანეთს რეიტინგებს, როგორ ხდება რეიტინგის გადამოწმება დროში. ასეთ პირობებში ინვესტორს, სულ ცოტა, იმის განცდა აღარ ექნება, რომ არ იცის რას ნიშნავს სტრუქტურირებადი ფინანსური პროდუქტის რეიტინგი. ამასთან ბანკები და არა სარეიტინგო კომპანიები უნდა წარმოადგენდნენ რეგულირების მიზანს.⁴⁶³

VI. სარეიტინგო ბაზრის ფუნქციონირების პრობლემები

წინა თავში მრავალი მარეგულირებელი დოკუმენტი განვიხილეთ. რჩება შთაბეჭდილება, რომ სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობა იდეალურად არის დარეგულირებული, სინამდვილეში ეს ასე არ არის. ლოგიკურია, დავსვათ კითხვა, რა დამოკიდებულება აქვთ სარეიტინგო კომპანიებს მათ მიერ განხორციელებული მარეგულირებელი ღონისძიებების მიმართ? პასუხი მარტივად ჟღერს- ნეგატიური. რაც უფრო აქტიურად დაიწყო მათი საქმიანობის რეგულირების რეფორმაზე ზრუნვა, მით უფრო აქტიურად დაიწყეს სარეიტინგო კომპანიებმა რეიტინგების დაწევა.⁴⁶⁴

სწორედ რეფორმებმა განაპირობა რეიტინგის ახალი სახის „სიმართლის რეიტინგი“-ს შექმნა. აღნიშნული რეიტინგის იდეა მდგომარეობს ანალიტიკოსების მიერ პარტიების, მთავრობისა და სხვა პოლიტიკური ინსტიტუტების „სანდოობის“ შეფასებაში. „საცდელი შეფასება“ Fitch-მა განახორციელა და ბრიუსელის პოლიტიკოსებს რეიტინგი-„B“ მიანიჭა, რაც სანდოობის საშუალო ხარისხის მაჩვენებელს წარმოადგენდა. სარეიტინგო კომპანიები ამაყობენ ამ ინოვაციით და ახალი პროდუქტის მთავარ დანიშნულებას პოლიტიკურ არენაზე გამჭვირვალობის შექმნაში ხედავენ, რაც უპირველესად ამომრჩევლებისთვის, საზოგადოებისთვის არის მნიშვნელოვანი. გამჭვირვალობის შექმნა კი, მათი აზრით, მხოლოდ სარეიტინგო კომპანიებს, ანუ დამოუკიდებელ მესამე პირებს შეუძლიათ.⁴⁶⁵

ყოველივე ეს, ალბათ, გამოწვეულია იმ ფაქტით, რომ ფუნდამენტური პრობლემები დღესაც გადაჭრილი არ არის. ამასთან, თავი იჩინა ახალმა

⁴⁶² Woo, European Law Journal, Vol. 18, No. 1, January 2012, 64-65.

⁴⁶³ Persaud, Ratings war?, ppr-public policy research, Dec. 2008- Feb. 2009, 190-191.

⁴⁶⁴ ჯიბუტი, წიგნში მახარობლიშვილი გ./ქირია ა./ ზუბიტაშვილი ნ./ ჯიბუტი ნ./ ჯიბუტი ს., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., 2014, 233.

⁴⁶⁵ Rottwilm, S&P ratet EU-Kommissare mit “B-“, manager-magazine online, 04. Juni 2010.

<http://www.manager-magazin.de/politik/artikel/0,2828,698564,00.html>.

საზრუნავმა. ამ თავში განხილულია ის საკვანძო პრობლემები, რომელიც იყო და დღემდე რჩება კამათის საგნად, თუმცა მარეგულირებელი რადიკალური ზომების განხორციელებას ერიდება, ან უბრალოდ არ ძალუძს გაუმკლავდეს მათ.

6.1. სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობა და ინტერესთა კონფლიქტი

უკვე საუკუნეზე მეტია, რაც სარეიტინგო კომპანიები კაპიტალის ბაზრის ნაწილს წარმოადგენენ. სარეიტინგო ბაზარი დაიწყო სამი პატარა კომპანიით, რომელიც დღეს სარეიტინგო ბაზრის მთავარ მონაწილეებად იქცა. ისინი თავდაპირველად, ბიზნესის დასაფინანსებლად, ინვესტორებზე და დაინტერესებულ პირებზე ყიდნენ ანალიტიკურ მასალებს. Moody's იყო პირველი, ვინც გადავიდა ახალ მოდელზე. ანუ, როდესაც რეიტინგისთვის ფულის გადახდა ემიტენტებმა დაიწყეს და ეს იქცა სარეიტინგო კომპანიის შემოსავლის მთავარ წყაროდ. Moody's შეადგინა ტარიფების შკალა, რომელიც მისი რეიტინგისთვის იწყებოდა მინიმუმ 600\$-დან და აღიოდა მაქსიმუმ 5000\$-მდე.⁴⁶⁶

დღეისათვის მოქმედი სარეიტინგო კომპანიები წარმოადგენენ კერძო მოგებაზე ორიენტირებულ ორგანიზაციებს, რომლებსაც ერთმანეთისგან დაფინანსების ორი მოდელი განასხვავებთ „ინვესტორთა გადახდის მოდელი“ და „ემიტენტის გადახდის მოდელი“. ტრადიციულად ამ ორ მოდელს შორის არჩევანის გაკეთება სარეიტინგო კომპანიაზე არის დამოკიდებული. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ, გაიზარდა მოთხოვნა ამ მიმართულებით სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის დარეგულირებაზე.⁴⁶⁷

განსხვავებით მცირე სარეიტინგო კომპანიებისგან, წამყვანი სარეიტინგო კომპანიები, ძირითადად, ემიტენტების მიერ რეიტინგისთვის გადახდილი ფულით ფინანსდება. მცირე სარეიტინგო კომპანიები კი ინვესტორების მიერ, რომლებიც მათ მომსახურებას იყენებენ.⁴⁶⁸ იმის მიუხედავად, რომ წამყვანი სარეიტინგო კომპანიები, ძირითადად, ემიტენტებისგან შემოსული გადასახადებით ფინანსდებიან, უნდა აღინიშნოს, რომ ისინი უფრო შერწყმულ ბიზნეს მოდელს გამოიყენებენ, რადგან პარალელურად გასცემენ დაკვეთის გარეშე შედგენილ რეიტინგებსაც.⁴⁶⁹

ინვესტორის გადახდის მოდელი

ასეთ შემთხვევაში, სახეზე არ გვაქვს სახელშეკრულებო ურთიერთობა სარეიტინგო კომპანიასა და იმ ემიტენტს შორის, რომლის შეფასებაც ხდება. შესაბამისად, ყველა რეიტინგი არის დაკვეთის გარეშე შედგენილი. 1970 წლამდე ეს იყო მიღებული პრაქტიკა. თუმცა მოგვიანებით

⁴⁶⁶ Bonsal, Journal of Accounting and Economics 57, 2014, 91.

⁴⁶⁷ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 383.

⁴⁶⁸ Strier, Business and Society Review 113:4, 535.

⁴⁶⁹ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 384.

წამყვანი სარეიტინგო კომპანიები გადავიდნენ ახალ მოდელზე. დღეისათვის, მხოლოდ რამოდენიმე პატარა სარეიტინგო კომპანია აგრძელებს მოღვაწეობას ამ მოდელის შესაბამისად. ამ მოდელის უარყოფითი მხარე გამოიხატება იმაში, რომ სარეიტინგო კომპანიების ინფორმაციის წყაროს შემცირება ხდება, რადგან რეიტინგის შედგენისას გამოიყენება მხოლოდ საჯაროდ ხელმისაწვდომი ინფორმაცია. შესაბამისად, რეიტინგის ინფორმაციული მხარე დგება საფრთხის ქვეშ.⁴⁷⁰

ემიტენტის გადახდის მოდელი

1970 წლიდან სარეიტინგო კომპანიებმა ემიტენტებისგან რეიტინგისთვის გადასახადის მოთხოვნა დაიწყეს. ეს იმას ნიშნავს, რომ სარეიტინგო კომპანიამ შეწყვიტა თავისი სურვილით რეიტინგების გამოცემა, სანაცვლოდ დაიწყო რეიტინგების შედგენა ემიტენტის თანხმობის საფუძველზე. ამ სიახლემ, რა თქმა უნდა, იმოქმედა რეიტინგის პროცესზე. თუ ადრე მოქმედებდა „ინვესტორების გადახდის მოდელი“⁴⁷¹, როდესაც არ იყო საქმიანი კავშირი სარეიტინგო კომპანიასა და სუვერენული რეიტინგის მქონე ერთეულს შორის, მოხდა გადასვლა „ემიტენტის გადახდის მოდელზე“.⁴⁷² შესაბამისად, რეიტინგის შედგენა დაემყარა პრინციპს „ვინც უკვეთავს რეიტინგს ის იხდის.“⁴⁷³

ის, რომ მომხმარებელი იხდის თავისი რეიტინგისთვის, თავის მხრივ, რეიტინგით ვაჭრობას იწვევს.⁴⁷⁴ ანუ, ჩნდება იმის საშიშროება, რომ ემიტენტი ჩაერთვება „რეიტინგ-შოპინგში“⁴⁷⁵. ასეთ შემთხვევაში, სარეიტინგო კომპანიისთვის გადამწყვეტია საკუთარი რეპუტაცია.⁴⁷⁶ ე.წ. „rating shopping“-ზე უნდა აღვნიშნოთ, რომ 2010 წელს დაიღო შეთანხმება სამ წამყვან სარეიტინგო კომპანიასა და ნიუ იორკის შტატის ადვოკატ *ენდრიუ კიუმოს*⁴⁷⁷ შორის. ამ შეთანხმების თანახმად, ემიტენტს უნდა შეზღუდვოდა გარკვეულ რეიტინგებზე ფულის გადახდა და ამასთან ემიტენტს ფული უნდა გადაეხადა მანამ, სანამ გამოვიდოდა რეიტინგი, ანუ წინასწარ. ეს დანაწესი მაინც ვერ აღმოფხვრის „rating shopping“-ს, რადგან ემიტენტს მაინც შეუძლია შეთანხმებას მიაღწიოს სარეიტინგო კომპანიასთან, რომ მან არ გამოაქვეყნოს ცუდი რეიტინგი. ზოგადად „rating shopping“-ს აღმოფხვრა რთულია, რადგან ყოველთვის იარსებებს არაფორმალური შეთანხმება სარეიტინგო კომპანიასა და ემიტენტს შორის⁴⁷⁸ და სანამ ემიტენტს შეეძლება რეიტინგი შეუკვეთოს სხვადასხვა სარეიტინგო კომპანიაში,

⁴⁷⁰ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 383.

⁴⁷¹ investor-pay model.

⁴⁷² issuer-pay model.

⁴⁷³ Gaillard, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 27 Jun 2013, 209-210.

⁴⁷⁴ Eijffinger, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 5, Issue 6, 2012, 913.

⁴⁷⁵ Rating shopping.

⁴⁷⁶ Bolton/ Freicas/ Shaprio, The Journal of Finance, Vol. LXVII, No. 1, February 2012, 109.

⁴⁷⁷ Andrew Cuomo.

⁴⁷⁸ Bolton/ Freicas/ Shaprio, The Journal of Finance, Vol. LXVII, No. 1, February 2012, 105.

მაგრამ გამოაქვეყნონ მხოლოდ ის, რომელიც მისთვის არის ხელსაყრელი.⁴⁷⁹

დღეს, სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის შემოსავლის მთავარი წყარო სწორედ ემიტენტების გადასახადები წარმოადგენს, ხოლო ინვესტორები ინფორმაციას უფასოდ იღებენ.⁴⁸⁰ ამ შემთხვევაში, რეიტინგის შედგენის ინიციატორი ემიტენტია, რომელიც იხდის თავისი რეიტინგისთვის. დღეს 1500 აშშ დოლარიდან- 2 500 000 აშშ დოლარამდე მერყეობს რეიტინგის საფასური Moody's რეიტინგისთვის. ბიზნესის ეს მოდელი რეიტინგის ბაზარზე დღეს დომინირებულია.⁴⁸¹

„ემიტენტების გადახდის მოდელზე“ გადასვლა განპირობებული იყო რამდენიმე მიზეზით. პირველი, რეიტინგის რეგულირების მიზნით გამოყენების ფაქტი.⁴⁸² შესაბამისად, 1960 წლიდან უფრო და უფრო გაიზარდა ინვესტორთა მოთხოვნა მუნიციპალურ და კორპორატიულ ობლიგაციებზე. მეორე, 1970 წლის 21 ივნისს ამერიკის შეერთებული შტატების უმსხვილესი სარკინიგზო კომპანია Penn Central Transportation გაკოტრებულად იქნა გამოცხადებული. ეს იყო ამერიკის შეერთებული შტატების ისტორიაში ერთ-ერთი მასშტაბური გაკოტრება. შედეგად, შოკირებულმა ინვესტორებმა ემისიებზე რეიტინგები მოითხოვეს. იმავე პერიოდში მოხდა ტექნოლოგიური განვითარება და გამოგონილ იქნა ასლის გადამღები აპარატი. ამ ფაქტს მიყვავართ მესამე მიზეზთან. ასეთი გამოგონება ინვესტორებს შესაძლებლობას აძლევდა, რეიტინგის შესახებ ინფორმაცია გაეგრძელებინათ ერთმანეთში.⁴⁸³ შესაბამისად, თავს არიდებდნენ ინფორმაციისთვის საზღაურის გადახდას.⁴⁸⁴

სარეიტინგო კომპანიების მიუთითებენ, რომ, ეს ცვლილება გარდაუვალი იყო, რადგან ინვესტორების გადახდის მოდელით მიღებული შემოსავალი არ იყო საკმარისი კვალიფიციური კადრების დაქირავებისთვის. ამასთან სახეზე იყო ე.წ „უფასო ვაჭრობა“⁴⁸⁵, რაც იმას გულისხმობდა, რომ ინვესტორები მიღებულ ინფორმაციას ერთმანეთს უსასყიდლოდ გადასცემდნენ.⁴⁸⁶

„ემიტენტის გადახდის მოდელის“ უდაო დადებითი მხარეა ის, რომ სარეიტინგო კომპანიას წვდომა აქვს ისეთ ინფორმაციასთან, რომელსაც ის სხვა შემთხვევაში, ემიტენტთან მჭიდრო კავშირის გარეშე, ვერ მიიღება. შესაბამისად, შეიძლება ითქვას, რომ რეიტინგი ასეთი მოდელის დროს უფრო ინფორმატიულია. ჩნდება კითხვა, „ემიტენტის გადახდის მოდელი“ მართლა არის თუ არა საფუძველი იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანია ფლობს პერსონალურ ინფორმაციას? პასუხი ცალსახად ნათელია. როდესაც

⁴⁷⁹ *Opp/ Opp / Harris*, Journal of Financial Economics 108, 2013, 48.

⁴⁸⁰ *Ponce*, Economic Systems 36, 2012, 294.

⁴⁸¹ *Schroeter*, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 383.

⁴⁸² *Harper*, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1935. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁴⁸³ *Jiang/ Stanford/ Xie*, Journal of Financial Economics 105, 2012, 609.

⁴⁸⁴ *Harper*, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1934. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁴⁸⁵ „free trade“.

⁴⁸⁶ *Strier*, Business and Society Review 113:4, 536.

ემიტენტი უკვეთავს რეიტინგს, ის მოწოდებულია, რაც შეიძლება მეტი ინფორმაცია მიაწოდოს სარეიტინგო კომპანიას, ვიდრე მაშინ როდესაც სარეიტინგო კომპანია დამოუკიდებლად აფასებს მას. ასეთ დროს, ის მხოლოდ საჯაროდ არსებულ ინფორმაციას ეყრდნობა.⁴⁸⁷ შესაბამისად, ინფორმაციული კუთხით უნდა აღინიშნოს, რომ ეს მოდელი გამართლებულია. თუმცა ის იწვევს ინტერესთა კონფლიქტი.

სარეიტინგო კომპანიების მთავარი აზრია, წარმოადგინონ დამოუკიდებელი შეფასება ემიტენტის კრედიტის ხარისხის შესახებ.⁴⁸⁸ ცხადია, შეფასებულ კომპანიებს სწორ რეიტინგზე მეტად ის აინტერესებთ, თუ რამდენად მისაღებია მათთვის მინიჭებული რეიტინგის კატეგორია.⁴⁸⁹

2007-2008 წლებში კვლავ თავიდან წამოიჭრა რეიტინგის შედგენის პროცესში ინტერესთა კონფლიქტის საკითხი. ბუნებრივია, ჩნდება კითხვა სხვანაირად როგორ უნდა მოიქცნენ სარეიტინგო კომპანიები, როდესაც მათი მთავარი შემოსავლის წყარო რეიტინგის გაყიდვით მიღებული თანხაა? პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტის არსებობა ყურადღების ქვეშ მოექცა განსაკუთრებით 1997 წლის აზიის ფინანსური კრიზისის დროს, მას მოჰყვა 2001 წლის *ენრონისა* და 2002 წლის *ვორლდკომის* გაკოტრება, მაგრამ ასე აშკარა არ ყოფილა როგორც უკანასკნელი გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს.⁴⁹⁰ როდესაც ემიტენტი მნიშვნელოვანია სარეიტინგო კომპანიისთვის, რადგან ის განმეორებადი კლიენტია ან დიდი ემისია აქვს, მაშინ სარეიტინგო კომპანია ცდილობს მისი რეიტინგის გაბუქვას⁴⁹¹ ამას შესაძლოა „სარეიტინგო თამაში“ ეწოდოს.⁴⁹²

ინტერესთა კონფლიქტი, შეიძლება, წარმოიშვას სხვადასხვა ფორმით. ერთის მხრივ, ის თავს იჩენს მაშინ, როდესაც სარეიტინგო კომპანია კონსულტაციას უწევს ემიტენტს. მეორეს მხრივ, ემიტენტის მხრიდან სარეიტინგო კომპანიის სტიმულირებით, რათა ამ უკანასკნელმა მიანიჭოს მაღალი რეიტინგი. ანუ შეიძლება ითქვას, რომ სარეიტინგო კომპანიები არა მარტო იღებენ შემოსავალს ემიტენტებისგან, არამედ ისინი მათთან ერთად, შეთანხმებულად მუშაობენ.⁴⁹³ სარეიტინგო კომპანიებს უხდიათ ემიტენტები, შესაბამისად, მათი ინტერესის სფერო ფასიანი ქაღალდების გამომშვები ემიტენტია, ვიდრე მყიდველი ინვესტორი. ამ კუთხით, სარეიტინგო კომპანია ერთადერთი არ არის: მსგავსი ინტერესთა კონფლიქტი წარმოიშობა სხვა სფეროშიც, მაგალითად აუდიტორული კომპანიებისთვის, თუმცა როგორც გხედავთ სარეიტინგო კომპანიების მიმართ რეგულირება უფრო მსუბუქია. ემიტენტი ყოველთვის მოგებული რჩება რეიტინგის ინფლაციის დროსაც კი იმ შემთხვევაში, თუ ინვესტორი მეამბიტია და არ უშვებს, რომ რეიტინგი ზედმეტად ოპტიმისტურია. იგივე მდგომარეობაა, როდესაც, მართალია, ინვესტორი რაციონალურად ფიქრობს, მაგრამ მარეგულირებელი აიძულებს

⁴⁸⁷ *Bonsal*, Journal of Accounting and Economics 57, 2014, 92.

⁴⁸⁸ *Manso*, Journal of financial Economics 109, 2013, 535.

⁴⁸⁹ *Becker/ Milbourn*, Journal of Financial Economics 101, 2011, 494.

⁴⁹⁰ *Bolton/ Freicas/ Shaprio*, The Journal of Finance, Vol. LXVII, No. 1, February 2012, 85.

⁴⁹¹ *იქვე*, 89.

⁴⁹² ინტერესთა კონფლიქტთან დაკავშირებით ვრცლად იხ. თავი VI/6.1.

⁴⁹³ *Strier*, Business and Society Review 113:4, 537.

მას იყიდოს მხოლოდ მაღალი კლასის რეიტინგის მქონე ფასიანი ქაღალდი.⁴⁹⁴

ხშირად მიუთითებენ, რომ სარეიტინგო კომპანიებს სტიმული ეძლევათ მიანიჭონ არაობიექტურად მაღალი რეიტინგი, რადგან თითოეულ რეიტინგში პოტენციურ ანაზღაურებას ხედავენ. ამ მოდელის აკრძალვა ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრის მიზნით განიხილება, თუმცა ჯერ არ იქნა მიღებული კონკრეტული ნაბიჯები ამ მიართულებით. რა თქმა უნდა, არსებობს ინტერესთა კონფლიქტი. „ინვესტორის გადახდის მოდელზე“ მომუშავე სარეიტინგო კომპანიები, რეიტინგის შედგენის მთლიანი პერიოდის განმავლობაში იყენებენ საჯაროდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას. მათ უხდებიან ინვესტორები საინვესტიციო მიზნის შეფასებისთვის.⁴⁹⁵

მნიშვნელოვანია, დავსვათ კითხვა ეს ინტერესთა კონფლიქტი გავლენას ხომ არ ახდენს სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობაზე და მის რეპუტაციაზე. რა შეიძლება გააკეთოს მარეგულირებელმა იმისათვის, რომ გამოსწორდეს მდგომარეობა მომავალში? ალბათ, საჭიროა ძირეული ცვლილება არა მარტო რამე კონკრეტულ წესში, არამედ მთლიან სისტემაში და არსებულ პრინციპებში. იქიდან გამომდინარე, რომ ჯერ კიდევ პრობლემატურია ინტერესთა კონფლიქტის საკითხი, საჭიროა, ერთხელ და სამუდამოდ გადაიჭრას საკითხი იმასთან დაკავშირებით, თუ „ვინ იხდის?“.

რეიტინგის მომხმარებელს, ძირითადად, ინვესტორი წარმოადგენს, თუმცა რეიტინგისთვის სარეიტინგო კომპანია ფულს ემიტენტისგან იღებს. რეიტინგს დამკვეთისგან ანაზღაურების მიღება, ზრდის სარეიტინგო კომპანიების დამოუკიდებლობის საკითხის საეჭვოობას.⁴⁹⁶ ამის აღმოსაფხვრელად, 2009 წლის ევროპის კომისიისა და პარლამენტის მარეგულირებელი დოკუმენტი ითვალისწინებს გარკვეული ქმედებების აკრძალვასა და ღიაობას. სარეიტინგო კომპანიებმა უნდა უზრუნველყონ, რომ მათი თანამშრომლები, რომლებიც პირდაპირ არიან ჩართულები რეიტინგის შედგენი პროცესში, ასევე სხვა პირები: 1) არ ყიდულობდნენ, ყიდდნენ, ან იყვნენ ჩართულები რომელიმე ფინანსური ინსტრუმენტის ტრანზაქციაში, რომელსაც გამოსცემს შესაფასებელი დაწესებულება. 2) ასევე ისინი არ უნდა მონაწილეობდნენ და გავლენას არ უნდა ახდენდნენ რეიტინგზე იმ შემთხვევაში: ა) თუ ისინი ფლობენ შესაფასებელი ინსტიტუტის ფინანსურ ინსტრუმენტებს; ბ) ან ფლობენ იმ ორგანოს ფინანსურ ინსტრუმენტებს, რომელიც დაკავშირებულია შესაფასებელ ინსტიტუტთან; გ) მუშაობდნენ, ბიზნეს, ან სხვა სახის ურთიერთობა პქონდათ შესაფასებელ ინსტიტუტთან. ამ კუთხით, მსგავსი რეგულირება აქვს ამერიკის შეერთებულ შტატებს. დამატებით, 2009 წლის ევროპის კომისიისა და პარლამენტის რეგულაცია უკრძალავს სარეიტინგო კომპანიის ანალიტიკოსებს, თანამშრომელს ან მასთან დაკავშირებულ პირს, რომლებიც მონაწილეობას იღებენ რეიტინგის შედგენის პროცესში, დაესწრონ რეიტინგის საფასურზე და მისი გადახდის მეთოდზე მოლაპარაკების პროცესს. ანალიტიკოსებს, მათთან ახლო მყოფ პირებს არ

⁴⁹⁴ Pagano/ Volpin, Economic Policy, Great Britain, April 2010, 404.

⁴⁹⁵ Milidos, Journal of Banking & Finance 37, 2013, 3729.

⁴⁹⁶ Poon/ Firth, Journal of Business finance & Accounting, 32 (9) & (10), November/ December 2005, 1742.

აქვთ უფლება იმყოფებოდნენ შესაფასებელი ინსტიტუტის მენეჯმენტში წამყვან პოზიციაზე.⁴⁹⁷

სარეიტინგო კომპანიებთან მიმართებაში 2014 წელსაც კი განხილვის თემაა მათი შემოსავლის წყარო. ამ მოდელის კრიტიკოსები მიიჩნევენ, რომ გარდა იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობა დგება ეჭვის ქვეშ, რეიტინგის ხარისხიც საეჭვოა. ასეთი მოდელის არსებობის პირობებში არის საფრთხე, რომ სარეიტინგო კომპანიები რეიტინგის შედგენისას გამოიყენებენ მხოლოდ ისეთ ინფორმაციას, რომელიც ხელსაყრელია დამკვეთისთვის.⁴⁹⁸ თავად სარეიტინგო კომპანიები უარყოფენ, რომ ინტერესთა კონფლიქტი აიძულებთ მათ იმაზე მაღალი რეიტინგის შედგენას, ვიდრე დამკვეთს ეკუთვნის. ამასთან, ამბობენ, რომ ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრისთვის შემუშავებული აქვთ შესაბამისი რეგულაციები.⁴⁹⁹

ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრა ძირეულად შეუძლებელია. ალბათ, აქცენტი უნდა გაკეთდეს მისი კონტროლის მაქსიმალურ გამკაცრებაზე. მას შემდეგ, რაც მიღებულ იქნა სარეიტინგო კომპანიების რეფორმის აქტი, SEC-მა ენერგიულად იმუშავა ინტერესთა კონფლიქტის მარეგულირებელ წესებზე. დღეს ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიები ვალდებული არიან დააწესონ, შეინარჩუნონ და გაატარონ ღონისძიებები ამ მიმართულებით და გონივრულად მიუდგნენ ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრის საკითხს.⁵⁰⁰ სარეიტინგო კომპანიას აუცილებლად უნდა გააჩნდეს ადმინისტრაციული და საზედამხედველო საბჭო. აქედან ადმინისტრაციული და საზედამხედველო საბჭოს სულ ცოტა ერთი მესამედი, მაგრამ არა ნაკლებ ორისა, უნდა იყოს დამოუკიდებელი წევრი: 1) რომელიც არ არის ჩართული რეიტინგის შედგენის პროცესში; 2) რომლის ანაზღაურებაც არ არის დაკავშირებული სარეიტინგო კომპანიის ბიზნესის წარმატებულობაზე; 3) რომლის სამუშაო ვადაც არის წინასწარ განსაზღვრული და არ აჭარბებს 5 წელს; 4) რომელსაც აქვს შესაბამისი გამოცდილება ფინანსურ სერვისში; სხვა ზოგად ვალდებულებებთან ერთად, დამოუკიდებელ დირექტორს გააჩნია მონიტორინგის კონკრეტული ამოცანა: ა) ზედამხედველობა განახორციელოს სარეიტინგო კომპანიის მიერ გამოყენებულ მეთოდოლოგიაზე; ბ) აკონტროლოს კრედიტის რეიტინგის პროცესში მიღებული შედეგის ხარისხის დაცვა; გ) აკონტროლოს ინტერესთა კონფლიქტთან დაკავშირებული საკითხები, რომ ის დროულად იქნეს აღმოჩენილი და აღმოფხვრილი; ზოგადად, სარეიტინგო კომპანია ვალდებულია ებრძოდეს ინტერესთა კონფლიქტს და პერიოდულად გადაამოწმოს რეიტინგის შედგენის მეთოდები და მოდელები.⁵⁰¹ სარეიტინგო კომპანიებმა უნდა განახორციელონ შესაბამისი ჩანაწერები, რომელიც მოიცავს შემდეგ მონაცემებს: 1) რეიტინგის თითოეული გადაწყვეტილებაზე უნდა აღინიშნოს ის პირები, რომლებმაც მონაწილეობა მიიღეს რეიტინგის შედგენაში, უნდა აღინიშნოს რა სახით იქნა რეიტინგი შედგენილი, რა

⁴⁹⁷ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 104-106.

⁴⁹⁸ Bonsal, Journal of Accounting and Economics 57, 2014, 89-90.

⁴⁹⁹ Credit Rating Agency Reform Act (CRARA) (P.L. 109-326). Rom, Public Administration Review, July/August, 2009, 644.

⁵⁰⁰ იქვე, 645.

⁵⁰¹ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 108-109.

ინფორმაცია იქნა გამოყენებული, დაკვეთის გარეშე იყო შედგენილი, თუ პირიქით; 2) უნდა აღირიცხოს რა ოდენობის თანხა იქნა გადახდილი ამა თუ იმ რეიტინგში; 3) რა პროცედურები იქნა განხორციელებული და რა მეთოდები იქნა გამოყენებული რეიტინგის შედგენის დროს. 4) შიდა და გარე კომუნიკაციის ამსახველი დოკუმენტების ასლები; 5) სარეიტინგო კომპანიის მიერ განხორციელებული ქმედებებისა და ჩატარებული ღონისძიებების შესახებ ცნობები, რათა შესაბამისობაში მოვიდეს მათი საქმიანობა 2009 წლის ევროპის კომისიისა და პარლამენტის მარეგულირებელ დოკუმენტთან.⁵⁰²

ევროპის დონეზე ასევე შემოთავაზებულ იქნა რამოდენიმე გამოსავალი ემიტენტის გადახდის მოდელიდან: 1) ინსტიტუციონალურ ინვესტორებისგან მოთხოვნილ იქნეს შეადგინონ თავისი რეიტინგები. ანუ სავალდებულო გახდეს ორი სახის რეიტინგი, ერთი რომელსაც ემიტენტი შეუკვეთავს, მეორე რომელსაც ინვესტორი იყიდის; 2) წახალისდეს ისეთი სარეიტინგო კომპანიის დაფუძნება, რომელიც იქნება ინვესტორების საკუთრება; 3) მოხდეს ინსტიტუციონალური ინვესტორების იძულება გაერთიანდნენ და დაიქირაონ დამოუკიდებელი სარეიტინგო კომპანია. უნდა აღინიშნოს, რომ ზემოთ განხილული წინადადებები მაინც „ინვესტორის გადახდის მოდელის“ ქოლგის ქვეშ ექცევა.⁵⁰³

სარეიტინგო კომპანიის დამოუკიდებლობა კითხვის ნიშნის ქვეშ დგას, რასაც „ემიტენტის გადახდის მოდელი“ უწყობს ხელს. სარეიტინგო კომპანიისა და მისი თანამშრომლების დამოუკიდებლობის საკითხი უფრო მეტად საეჭვო ხდება მაშინ, როდესაც მათ დიდი ხნის ურთიერთობა აკავშირებთ შეფასებულ ემიტენტთან. ეს ფაქტი გათვალისწინებულ იქნა ევროპის მარეგულირებლის მიერ და მან დააწესა შეზღუდვა ემიტენტთან საქმიანი ურთიერთობის ხანგრძლივობაზე. კერძოდ, სარეიტინგო კომპანია ვალდებულია ითანამშრომლოს ემიტენტთან მაქსიმუმ ოთხი წელი.⁵⁰⁴ ოთხწლიანი კონტრაქტის შემდეგ, უნდა გააკეთოს შესვენება ამ კონკრეტულ ემიტენტთან. შესაბამისად, ეკრძალება ამ პერიოდში მასთან რაიმე სახის საქმიანი ურთიერთობის წარმოება.⁵⁰⁵

საკრედიტო რეიტინგი წარმოადგენს კრედიტის რისკის შეფასების ერთ-ერთ მეთოდს. თუმცა მისი ალტერნატივის მოძებნა იმაზე უფრო ძნელია, ვიდრე ეს შეიძლება წარმოვიდგინოთ. ერთი ალტერნატივა არის „ინვესტორთა გადახდის მოდელზე“ დაბრუნება, რითაც აღმოიფხვრებოდა ინტერესთან კონფლიქტიც. თუმცა ეს, ალბათ, არ არის განხორციელებადი,

⁵⁰² Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 110-111.

⁵⁰³ იქვე, 98-99.

⁵⁰⁴ VO 462/2013/EU, Art. 6b Abs. 1: “Artikel 6b Höchstlaufzeit der vertraglichen Beziehungen zu einer Ratingagentur (1) Schließt eine Ratingagentur einen Vertrag über die Abgabe von Ratings für Wiederverbriefungen, so darf sie nicht länger als vier Jahre Ratings für neue Wiederverbriefungen abgeben, denen Aktiva desselben Originators zu-grunde liegen.

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>>

⁵⁰⁵ VO 462/2013/EU, Art. 6b Abs. 3 Unter-abs.1: “Nach Ablauf eines Vertrags im Sinne von Absatz 1 geht eine Ratingagentur während eines Zeitraums, der der Laufzeit des abgelaufenen Vertrags entspricht, aber höchstens für vier Jahre kein neues Vertragsverhältnis über die Abgabe von Ratings für Wiederverbriefungen ein, denen Aktiva desselben Originators zugrunde liegen.

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>>

რადგან რეიტინგი საჯარო ინტერესს წარმოადგენს. შესაბამისად, შეუძლებელი იქნება იმის გაკონტროლება, რომ რეიტინგს არ გამოიყენებს ინვესტორი, რომელსაც მასში ფული არ გადაუხდია.⁵⁰⁶

პრობლემის გადაჭრა შესაძლებელი იქნებოდა სარეიტინგო კომპანიასა და ემიტენტს შორის არსებული უშუალო ურთიერთობის აღმოფხვრით. შეიქმნას პლატფორმა, რომელიც შეასრულებს მედიატორის როლს. ემიტენტი, რომელსაც უნდა მიიღოს რეიტინგი წინასწარ გადაიხდის საფასურს. ამ პლატფორმაზე მოხდება სარეიტინგო კომპანიის შერჩევა, რომელიც შეადგენს რეიტინგს. ამ ფორმით, შესაძლებელი იქნებოდა ემიტენტსა და სარეიტინგო კომპანიას შორის კომერციული ურთიერთობის ხელშეშლა და აღმოფხვრა. თუმცა კვლავ რჩება სარეიტინგო კომპანიასა და ემიტენტს შორის ფარული მოლაპარაკების საფრთხე.⁵⁰⁷

სარეიტინგო კომპანიებმა ძველ მოდელზე დაბრუნება სცადეს, თუმცა ინვესტორები არ იხდიან შემდეგი მიზეზის გამო: რეიტინგის მნიშვნელობა დიდია იმდენად, რამდენადაც ბევრმა ადამიანმა იცის მის შესახებ. შესაბამისად, ინვესტორის სურვილი გადაიხადოს რეიტინგში ეცემა, როდესაც ის სასყიდლის გარეშეც ყველასთვის ცნობილი ხდება. რატომ უნდა გადაიხადო რეიტინგისათვის კოლოსალური თანხა, როდესაც შეგიძლია იაფად იყიდო თუნდაც „Financial Times“, ან ინფორმაცია მიიღო უფასოდ, შესაბამისი საიტის საშუალებით? რეიტინგისთვის იხდიან ემიტენტები იმიტომ, რომ სხვა შემთხვევაში მას არავინ იყიდდა. სარეიტინგო კომპანიები ამბობენ, რომ მათ სხვა არჩევანი არ აქვთ და თავისი ძალებით ებრძვიან ინტერესთა კონფლიქტს.⁵⁰⁸ 1970 წლამდე ინვესტორი იხდიდა რეიტინგისთვის. თუმცა ამ მოდელზე დაბრუნება პრაქტიკაში რთულად განსახორციელებელი იქნება, რადგან ინვესტორების მხრიდან რეიტინგის უსასყიდლოდ გადაცემა და ინფორმაციის გავრცელება, საგრძნობლად შეამცირებს სარეიტინგო კომპანიების შემოსავალს და რეიტინგი ინფორმაციულად უვარგისი გახდება. საჭიროა, აიკრძალოს „რეიტინგით ვაჭრობა“ და ემიტენტებმა წინასწარ გადაიხადოს რეიტინგის საფასური. თუმცა მაინც არის იმის საშიშროება, რომ ემიტენტი მიაგნებს ისეთ სარეიტინგო კომპანიას, რომელიც მას უკეთეს რეიტინგს შესთავაზებს.⁵⁰⁹

დღეისათვის, სარეიტინგო კომპანიები იღებენ გადასახადს: პირველი კლიენტის კონსულტაციისთვის, სადაც ხდება კლიენტისთვის რეიტინგი მოდელებისა და რეიტინგის დაახლოებითი პროცესის შესახებ ინფორმაციის მიწოდება. ამასთან, დაახლოებით რა რეიტინგი შეიძლება მან მიიღოს. შემდეგ ის იღებს ანაზღაურებას რეიტინგის შედგენისთვის. ამ ყველაფრის შედეგი არის ის, რომ უკვე პირველ ეტაპზე შეუძლია კლიენტს გადაწყვიტოს შეუკვეთავს თუ არა რეიტინგს. ამას წყვეტს იმის მიხედვით, თუ რამდენად მისაღები იქნება მისთვის რეიტინგის სავარაუდო დონე. ამას

⁵⁰⁶ Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1955.
<http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁵⁰⁷ Ponce, Economic Systems 36, 2012, 304.

⁵⁰⁸ Persaud, Ratings war?, ppr-public policy research, Dec. 2008- Feb. 2009, 190.

⁵⁰⁹ Pagano/ Volpin, Economic Policy, Great Britain, April 2010, 405-406.

მიყვაროთ ბაზარზე გაუმჭირვალობის არსებობასთან. დღეს არსებული გადახდის მოდელი განსაკუთრებით ორი მიმართულებით იქნა გაკრიტიკებული. ერთი, ემიტენტს, რეიტინგის გამოქვეყნებამდე, შეუძლია რეიტინგთან მიმართებაში მოახდინოს ვაჭრობა. მას შეუძლია სხვადასხვა სარეიტინგო კომპანიას მიმართოს და აარჩიოს მისთვის ყველაზე მისაღები ვარიანტი. მეორე, იქიდან გამომდინარე, რომ ემიტენტი იხდის რეიტინგისთვის, შეიძლება დადგეს საფრთხე იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანია ეცდება „ასიამოვნოს“ დამკვეთი, გადაახდევინოს მას მეტი ფული და გასცეს მისთვის მისაღები რეიტინგი.⁵¹⁰ რეიტინგისთვის იხდის ემიტენტი, ამიტომ მარეგულირებელს არ შეუძლია ზედამხედველობა გაუწიოს იმას, თუ რამდენად სწორად არის რეიტინგი შედგენილი.⁵¹¹

S&P-სი აღნიშნავს, რომ მათი რეპუტაცია წარმოადგენს მათ ბიზნესს.⁵¹² Moody's ყოფილმა ანალიტიკოსმა *სილვესტერ რაინესმა* განაცხადა: „წინათ, სარეიტინგო კომპანიებს ინვესტორთა უმრავლესობის თვალში ღმერთის მსგავსი სტატუსი ჰქონდათ. დღეს ნდობა დაიკარგა. ის ღალატის და მოტყუების გრძნობამ ჩაანაცვლა“.⁵¹³

ამრიგად, რომ ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრის კუთხით განხორციელებული რეფორმა შეიძლება სამ ნაწილად დაიყოს: ერთი, რომელიც მოითხოვდა კონკრეტული სახის ინფორმაციის საჯაროობას; მეორე, შემოიფარგლებოდა შემოთავაზებებით, თუ როგორ მოხდეს სარეიტინგო კომპანიისა და მისი კლიენტის ურთიერთობის შეცვლა; მესამე, მოითხოვდა ხელისუფლების პირდაპირ რეგულირებას.⁵¹⁴

2008-2009 წლებში რეიტინგის მასიურმა დაწევამ პოლიტიკოსები, მარეგულირებლები და ცნობილი პრესა მიიყვანა იმ დასკვნამდე, რომ სარეიტინგო კომპანიების ბიზნეს-მოდელი ფუნდამენტურად ნაკლოვანია.⁵¹⁵ „Financial Times“ და „Washington Post“ დაუჯერებლად თვლიდა იმ ფაქტს, რომ სარეიტინგო კომპანიის გადახდის მოდელი დღემდე შეცვლილი არ არის. ასევე მიუთითებდა, რომ იქამდე, სანამ მყიდველი აფინანსებს სარეიტინგო ბიზნესს, სარეიტინგო კომპანიები საკუთარი მოთხოვნების მიმართ „ერუს“ როლში იქნებიან.⁵¹⁶

6.2 სარეიტინგო ინდუსტრია, კონკურენცია რეიტინგის ბაზარზე

რეიტინგს საუკუნეზე მეტი ხნის ისტორია აქვს. 1930 წლიდან მოყოლებული ამერიკის ბაზრების საზედამხედველო ორგანო მოითხოვდა კერძო სარეიტინგო კომპანიებისგან შედგენილ რეიტინგს და შემდგომი წლების განმავლობაში აქტიურად უწყობდა ხელს მის გამოყენებას. ინვესტორებისა და ემიტენტების უმრავლესობა მიისწრაფის იმ სარეიტინგო კომპანიისკენ და იყენებს იმ რეიტინგს, რომელიც გამოცემულია

⁵¹⁰ Jeon / Lovo, International Journal of Industrial Organization 31, 2013, 644.

⁵¹¹ Stolper, Journal of Banking & Finance 33, 2009, 1266.

⁵¹² Jiang/ Stanford/ Xie, Journal of Financial Economics 105, 2012, 608.

⁵¹³ Strier, Business and Society Review 113:4, 539.

⁵¹⁴ იქვე, 543-544.

⁵¹⁵ Opp/ Opp/ Harris, Journal of Financial Economics 108, 2013, 46.

⁵¹⁶ Jiang/ Stanford/ Xie, Journal of Financial Economics 105, 2012, 607.

რეპუტაციის მქონე სარეიტინგო კომპანიის მიერ. როდესაც ემიტენტი ფლობს ნაკლებად ცნობილი სარეიტინგო კომპანიის რეიტინგს, ინვესტორი თვლის, რომ ემიტენტს ეშინია რეიტინგის მიღება წამყვანი სარეიტინგო კომპანიისგან, რადგან არის საფრთხე, რომ ის მას დაბალ რეიტინგს მიანიჭებს. ბაზარი ძირითადად აღიარებს რეიტინგს, რომელიც Moody's, ან S&P-ის მიერ არის შედგენილი. 2013 წლის მდგომარეობით სამ წამყვან სარეიტინგო კომპანიას ბაზრის 95% უჭირავს, აქედან S&P-ს 44,82%, Moody's 38,25% და Fitch-ს 13,35%.⁵¹⁷ ვიწრო გაგებით შეიძლება ვთქვათ, რომ სარეიტინგო ბაზარზე გაბატონებულია დუპოლია, ხოლო ფართო გაგებით კი ოლიგოპოლია. შედეგი ერთია, ამ ბაზარზე ახალი მონაწილეების შემოსვლა დიდ ბარიერთან არის დაკავშირებული, რასაც ძირითადად კაპიტალის ბაზარზე შესაბამისი რეპუტაციის, ე.წ. “Track Records“, დამკვიდრება წარმოადგენს. ეს უკანასკნელი მიუთითებს, თუ რამდენად წარმატებული იყო სარეიტინგო კომპანია გარკვეული პერიოდის მანძილზე.⁵¹⁸

გარე რეიტინგი მნიშვნელოვან როლს თამაშობს საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე. 1909 წელს *ჯონ მუდმა* დაიწყო რეიტინგზე პატარა წიგნის შედგენა, რაც დღეისათვის მრავალ მილიარდ დოლარიან ინდუსტრიად გადაიქცა. ბაზელ II-ის დანაწესების შემდეგ, სარეიტინგო კომპანიების როლი სწრაფად გაიზარდა. თუმცა *ენრონის*, *პარმალატის*, *ვორლდეკომის* შემთხვევებმა ჩრდილი მოჰფინა სარეიტინგო კომპანიების ნათელ მომავალს. დღეს პრობლემად იქცა სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის გაბატონებული მდგომარეობა და დიდი ყურადღების ქვეშ მოექცა მათი ოლიგოპოლური მდგომარეობა სარეიტინგო ბაზარზე.⁵¹⁹

ზოგიერთ ბაზარზე ვაჭრობისთვის საჭიროა ნდობის მოპოვება. მაგალითად ინტერნეტის მეშვეობით ნივთის შეძენისათვის საჭიროა, რომ ვირტუალურ გამყიდველს ჰქონდეს კარგი შეფასება და ნდობის მაღალი ფაქტორი.⁵²⁰ ამ კატეგორიას მიეკუთვნება სარეიტინგო ბიზნესიც. 2002 წლიდან შეიმჩნევა, რომ სარეიტინგო კომპანიები გამკაცრდნენ რეიტინგის მინიჭების პროცესში. საინტერესო ისაა, რომ სარეიტინგო ბიზნესში შემოსავალზე მნიშვნელოვანი რეპუტაციაა.⁵²¹ სარეიტინგო კომპანიებისთვის მნიშვნელოვანია მათი რეპუტაციის ზრდა შემოსავლის ზრდაზე მეტად. თუ ინვესტორს სჯერა, რომ საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანია უფრო გავლენიანია, ვიდრე ადგილობრივი, რა თქმა უნდა, ურჩევნია დაეყრდნოს საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიის მიერ შედგენილ რეიტინგს.⁵²²

სამი კრიტერიუმია საჭირო სანამ რეპუტაციის მოდელი იქნება ეფექტიანი. პირველი, სარეიტინგო კომპანიამ არ უნდა დაკარგოს ბიზნესი

⁵¹⁷ *Boehm*, Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 May 2013, 2.

⁵¹⁸ *Cristophe*, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 3.

⁵¹⁹ *Güttler/ Wahrenburg*, Journal of Banking & Finance 31, 2007, 752.

⁵²⁰ *Ekmekci*, Journal of Economic Theory 146, 2011, 480.

⁵²¹ *Alp*, The Journal of Finance, Vol. LXVIII, No. 6, December 2013, 2455.

⁵²² *Han/ Pagano/ Shin*, Financial Management, Winter 2012, 854.

არასწორი რეიტინგის გამო. მეორე, რეპუტაციის კაპიტალმა უნდა გადააჭარბოს არასწორი რეიტინგით დამდგარ წაგებას. მესამე, სარეიტინგო კომპანიებმა უნდა აწარმოონ ღირებული მომსახურება, რომელიც დაკავშირებულია ემიტენტ კომპანიასა და საჯარო ინვესტორს შორის არსებულ ინფორმაციულ ასიმეტრიასთან. სარეიტინგო კომპანიები აკმაყოფილებენ სამივე კრიტერიუმს.

1970 წელს სარეიტინგო კომპანიის რეპუტაციული კაპიტალის ჩანაცვლება მარეგულირებელი ლიცენზიით მოხდა. შედეგად, ბაზარი იყო ორიენტირებული უფრო იმაზე ჰქონდა თუ არა სარეიტინგო კომპანიას მარეგულირებელი ლიცენზია და არა იმაზე, თუ რამდენად სწორ რეიტინგს გასცემდა ის.⁵²³

ამერიკის სარეიტინგო ბაზარი კონცენტრირებულია და ხასიათდება ორი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის, Moody's და S&P-ის, დომინანტური პოზიციით, რომელსაც თავისმხრივ კონკურენციას უწევს მესამე შედარებით პატარა სარეიტინგო კომპანია Fitch-ი. საინტერესოა ის, რომ Fitch-ის რეიტინგი აქტიურად გამოიყენება რეიტინგის მომხმარებლის მიერ. ეს გამოწვეულია, ალბათ, იმით, რომ S&P-ის მსგავსი რეიტინგის შკალა აქვს, ამასთან როდესაც ორ დიდ სარეიტინგო კომპანიას შორის არ არის თანხვედრა რეიტინგებში, Fitch-ის რეიტინგი გადაწყვეტილების მიღების ეტაპზე უფრო მნიშვნელოვანი ხდება.⁵²⁴

იმის მიუხედავად, რომ სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანია არსებობს, მაინც ითვლება რომ ორია ძლიერი. ესენია- Moody's და S&P-ი. როდესაც მათი რეიტინგები ერთმანეთისგან განსხვავდება და ერთმანეთთან შეუსაბამობაში მოდის ამ მოვლენას „გახლეჩილ-რეიტინგს“⁵²⁵ უწოდებენ.⁵²⁶ ეს საკითხი საინტერესოა, რადგან სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებული მარეგულირებელი დოკუმენტები, ძირითად შემთხვევაში, მოითხოვენ რეიტინგს თუნდაც ერთი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიისგან. თუმცა არ ხდება დაკონკრეტება თუ რომელი სარეიტინგო კომპანია უნდა იყოს ეს. ბაზელ II-ის მიხედვით, ბანკებს შეუძლიათ აირჩიონ ერთი ან ორი სარეიტინგო კომპანია. არის ტენდენცია, რომ თუ ბანკი გადაწყვეტს, რომ მიმართოს მხოლოდ ერთ სარეიტინგო კომპანიას ის ირჩევს Moody's ან S&P. თუმცა კვლევებმა აჩვენა, რომ Moody's და S&P-სი ხშირად არ ეთანხმებიან ერთმანეთს რეიტინგში.

მიღებული პრაქტიკის მიხედვით, ეს ორი სარეიტინგო კომპანია განიხილება იდენტურად. თუმცა ზოგი მიიჩნევს, რომ ისინი სისტემურად განსხვავდებიან ერთმანეთისგან.⁵²⁷ არსებობს მოსაზრება, რომ Moody's უფრო კონსერვატორულ რეიტინგს ადგენს ვიდრე S&P-ი.⁵²⁸ ეს შეიძლება იმით აიხსნას, რომ Moody's რეიტინგის შედგენის დროს მოიცავს, როგორც

⁵²³ Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 938.

⁵²⁴ Mählmann, Journal of Business Finance & Accounting, 36 (9) & (10), November/December 2009, 1228-1229.

⁵²⁵ “split-rating.”

⁵²⁶ Livingston/ Wei / Zhou, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 42, No. 7, October 2010, 1267.

⁵²⁷ იქვე, 1271.

⁵²⁸ იქვე, 1268.

დეფოლტის რისკს და ისე მდგომარეობის გაუმჯობესების შესაძლებლობის ხარისხს, ხოლო S&P-ი მხოლოდ დეფოლტის რისკს ასახავს თავის რეიტინგში.⁵²⁹

ამრიგად, იქიდან გამომდინარე, რომ თითქმის ყველა კორპორატიულ ობლიგაციას მინიჭებული აქვს რეიტინგი Moody's ან S&P-ის მიერ, აკადემიურ წრეებში და მარეგულირებლები ერთმანეთისგან არ ანსხვავებენ ამ სარეიტინგო კომპანიებს. ეს იმას ნიშნავს, რომ მათ მიერ მინიჭებული რეიტინგები გაიგება იდენტური შინაარსის მატარებლად. ეს წარმოდგენა მართებული არაა, რადგან როგორც აღინიშნა, კვლევებმა აჩვენა, რომ Moody's უფრო კონსერვატიული სარეიტინგო კომპანიაა და მოწოდებულია უფრო კონსერვატიული რეიტინგის შედგენაზე, ვიდრე S&P-სი. სარეიტინგო კომპანიები ცდილობენ გაუფრთხილდნენ მათ რეპუტაციას. თუ ერთ-ერთი დროთა განმავლობაში გახდება უფრო კონსერვატიული, ობლიგაციების ინვესტორები პრიორიტეტს უფრო ასეთ რეიტინგებს მიანიჭებენ. ყოველივე ეს კიდევ ერთხელ ხაზს უსვამს იმას, რომ რეიტინგის მომხმარებლისთვის მნიშვნელოვანია სარეიტინგო კომპანიის რეპუტაცია.⁵³⁰

სარეიტინგო ბაზარი იყო და არის კარგად კონცენტრირებული ინდუსტრია. დაარსებიდან დღემდე არ ყოფილა ოთხზე მეტი სარეიტინგო კომპანია, რომელსაც მნიშვნელოვანი როლი ეთამაშოს ბაზარზე. საინტერესოა, რატომ ჩამოყალიბდა ოლიგოპოლური ბაზარი? სარეიტინგო ბაზარი კარგად მომგებიანი და მიმზიდველი ბიზნესია, ამის მიუხედავად გაბატონებულია ოლიგოპოლია. მიიჩნევენ, რომ ეს განპირობებულია სარეიტინგო ბაზარზე შესვლის მაღალი ბარიერით. იმისათვის, რომ ინვესტორების მხრიდან აღიარებული იქნეს ესა თუ ის სარეიტინგო კომპანია, საჭიროა მათ გარკვეული ისტორია შექმნან თავიანთი საქმიანობის შესახებ. სამ წამყვან სარეიტინგო კომპანიას თითქმის ასწლიანი გამოცდილება აქვთ. შესაბამისად, ახლად დაფუძნებულ სარეიტინგო კომპანიას დასჭირდება წლები იმისათვის, რომ მოიპოვოს შესაბამისი რეპუტაცია.⁵³¹

ოლიგოპოლური ბაზარი თავისმხრივ კონკურენციას ამცირებს. მარეგულირებლის და ეკონომისტების აზრით, ეს საგანგაშო ფაქტია, რადგან რეპუტაციის დაკარგვა არ გულისხმობს ამავე სარეიტინგო კომპანიის მომხმარებლის რაოდენობის კლებას. ზოგი მიიჩნევს, რომ ეს ოლიგოპოლია გამოწვეული და შექმნილია ინვესტორების მხრიდან. ტრადიციული ეკონომიკური თეორიის მიხედვით, ბუნებრივია ოლიგოპოლიაა, როდესაც ბაზარზე ერთმანეთს ეჯიბრება ცოტა რაოდენობის კომპანია და ბუნებრივად, ან სამართლებრივად შექმნილია ბარიერი ახალი კომპანიებისთვის ამ ბაზარზე შემოსვლისთვის. სარეიტინგო

⁵²⁹ Livingston/ Wei / Zhou, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 42, No. 7, October 2010, 1275.

⁵³⁰ იქვე, 1289.

⁵³¹ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 386.

ბაზარზე შემოსვლა კი, პირველ რიგში, იმიტომ უჭირთ, რომ არ აქვთ საკმარისი რეკუტაცია, რომ მათი რეიტინგი იქნას მიღებული.⁵³²

ბოლო პერიოდში, ორმაგად გახშირდა საუბარი იმაზე, რომ რეიტინგის ბაზარზე საჭიროა კონკურენციის გაზრდა. სარეიტინგო კომპანიები კი მიიჩნევენ, რომ ბაზარზე შემოსვლის ბარიერის დაწვეა რეიტინგის ინფორმატიულობის გაუარესებას გამოიწვევს. 2012 წელს Moody's ღირექტორთა საბჭოს თავდამჯდომარემ და აღმასრულებელმა ღირექტორმა რაიმონდ მაკდანიელმა აღნიშნა, რომ სარეიტინგო ბაზარს უნიკალური დინამიკა ჰქონდა. ისტორიულად ბაზარზე შემოსული ახალი მოთამაშე ემიტენტებებს სთავაზობდა უფრო მაღალი ხარისხის რეიტინგს, ვიდრე მას ეკუთვნოდა. შესაბამისად, სარეიტინგო ბაზრის ახალ მონაწილეთა გარკვეულმა რაოდენობამ, შეიძლება, წამყვან სარეიტინგო კომპანიებთან კონკურენციის გაწვეა სწორედ ამ ფორმით მოახდინოს. მისი აზრით, გაფართოების პირობებში რეიტინგი მნიშვნელობას დაკარგავს. ამის საპირისპიროდ, კრიტიკოსები მიიჩნევენ, რომ სწორედ კონკურენციის არარსებობა არის ერთ-ერთი განმსაზღვრელი ფაქტორი იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანიას არ შეუძლია დროულად და სწორად მოახდინოს რეიტინგის შედგენა და შემდგომი ცვლილებების განხორციელება.⁵³³ 2000 წლის დასაწყისში „ცუდი რეიტინგი“ დაკავშირებული იყო რეიტინგის ბაზარზე ოლიგოპოლურ მდგომარეობასთან, რომელიც ძირითადად Moody's და S&P-ის მიერ იყო დომინირებული.⁵³⁴

სარეიტინგო ბაზარზე ახალი მოთამაშეების შემოსვლას ასევე ართულებს ის, რომ მარეგულირებელი ნორმები ძირითადად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიების მიერ შედგენილ რეიტინგს მოითხოვენ ხოლმე.⁵³⁵

ბოლო პერიოდში მარეგულირებელმა მიზნად დაისახა სარეიტინგო ბაზარზე კონკურენციის გაზრდა. პირველი შემოთავაზების მიხედვით, ნაციონალურ ცენტრალურ ბანკებს ან ევროპის ცენტრალურ ბანკს უნდა მიეცეს შესაძლებლობა გამოსცეს რეიტინგი ევროპის კავშირში დაფუძნებული ფინანსური ინსტიტუტებისთვის რეგულირების მიზნით. მეორე წინადადება მიზნად ისახავდა, რომ წევრ სახლმწიფოებს შეექმნათ სარეიტინგო კომპანია ნაციონალურ დონეზე, მნიშვნელობა არ ჰქონდა ეს იქნებოდა საჯარო თუ კერძო სექტორში. შესაბამისად, წარმოიქმნებოდა ევროპული სარეიტინგო კომპანიების ქსელი, ანუ ევროპული რეიტინგული პლატფორმა. ეს უფრო სურვილს გავს, ვიდრე რეალობას. თვლიან, რომ შესაძლებელია Moody's და S&P-თვის კონკურენციის გაწვეა. ამ მოსაზრების გასამყარებლად მოყავთ Fitch-ის მაგალითი.⁵³⁶

სარეიტინგო კომპანიების მხრიდან კი არის მოსაზრება, რომ Fitch-ის შემოსვლამ სარეიტინგო ბაზარზე რეიტინგის ხარისხის შემცირება გამოიწვია, დაიწია სარეიტინგო კომპანიებს შორის

⁵³² Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 387.

⁵³³ Doherty/ Kartasheva/ Phillips, Journal of Financial Economics 106, 2012, 308-309.

⁵³⁴ Xia, Journal of Financial Economics 111, 2014, 450.

⁵³⁵ Arntz, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15. Oktober 2013, 322.

⁵³⁶ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 94.

ურთიერთდამოკიდებულების დონემ და გაუარესდა მათ მიერ გადახდისუნარიანობის შეფასების შესაძლებლობა.⁵³⁷ შესაბამისად, მიიჩნევენ, რომ გაზრდილი კონკურენცია, შეამცირებს რეიტინგის ხარისხს.⁵³⁸ სარეიტინგო კომპანიების წარმომადგენლები მიიჩნევენ, რომ რეიტინგის ბაზარზე შემოსვლის ბარიერის დაწევა თავისმხრივ გამოიწვევს იმას, რომ შემცირდება ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, რომელიც გადამწყვეტია რეიტინგის შედგენისთვის. ამის საპირისპიროდ კრიტიკოსები თვლიან, რომ პირიქით კონკურენციის არარსებობა განაპირობებს იმას, რომ სარეიტინგო კომპანიები ვერ ახერხებენ დროულად და ზუსტი ინფორმაციის მიწოდებას ბაზრისთვის, რაც ფინანსური კრიზისის დროსაც გამოჩნდა.⁵³⁹

ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიის სტატუსი სამმა წამყვანმა სარეიტინგო კომპანიამ 1975 წელს მიიღო, მათთან ერთად ორმა იაპონურმა სარეიტინგო კომპანიამ. ესენი იყვნენ პირველი არა ანგლო ამერიკული წარმოშობის სარეიტინგო კომპანია.⁵⁴⁰ ამერიკის შეერთებულ შტატებში მოქმედებს სხვა პატარა სარეიტინგო კომპანიების, მაგალითად როგორიც არის *ეგან ჯოუნსი*, რომელიც გამოსცემს მხოლოს დაკვეთის გარეშე შედგენილ რეიტინგს, რაც საჯაროდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას ეყრდნობა. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ასეთი პატარა სარეიტინგო კომპანიები ვერ უწევენ კონკურენციას სამ წამყვან სარეიტინგო კომპანიას, რადგან მათი გავლენა ძალიან მცირეა.⁵⁴¹ სარეიტინგო კომპანიის რეპუტაცია არის საკმარისი იმისთვის, რომ სარეიტინგო კომპანიები მოწესრიგებულები გახდნენ? რეპუტაციის მოდელთან დაკავშირებით, მრავალი ლიტერატურა არსებობს, თუმცა მწირია ასეთი ლიტერატურა ფინანსურ ბაზართან მიმართებაში.⁵⁴²

სარეიტინგო კომპანია ამერიკის შეერთებულ შტატებში ჩამოყალიბებულ ინსტიტუტს წარმოადგენს, ზოგი მკვლევარი შორს წავიდა და მას „ტროას ცხენს“ უწოდებს, რომელიც მთელ მსოფლიოში ამერიკულ ფინანსურ მოდელს ავრცელებს, ან კიდევ ხელს უწყობს ამერიკული სტანდარტების დანერგვას გლობალურად. ასევე მიიჩნევენ, რომ ამერიკული სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობა ირონიულია. ისინი სახელმწიფოებს მიუთითებენ, რა გააკეთონ და როგორ წარმართონ მათი ეკონომიკური პოლიტიკა უაზრო, არაფრის მომცემი ასოების საშუალებით.⁵⁴³ არის ტენდენცია, რომ სარეიტინგო კომპანიები უფრო მკაცრად აფასებენ ევროპას, ვიდრე მაგალითად ამერიკის შეერთებულ შტატებს. ევროპის კომისიის თავდამჯდომარემ *მანუელ ბაროზომ* განაცხადა, რომ აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ არსებობს სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანია და არც ერთი მათგანი არ არის ევროპული წარმოშობის. შესაბამისად, საეჭვოა ევროპელი ემიტენტებისთვის და ქვეყნებისთვის მინიჭებული რეიტინგი,

⁵³⁷ Duan/ LAere, Journal of Banking & Finance 36, 2012, 3241.

⁵³⁸ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 87.

⁵³⁹ Doherty/ Kartasheva / Phillips, Journal of Financial Economics 106, 2012, 308-309.

⁵⁴⁰ Rating & Investment Information (R&I) and Japanese Credit Rating Agency (JCR). Han/ Pagano/ Shin, Financial Management, Winter 2012, 850.

⁵⁴¹ Han/ Pagano/ Shin, Financial Management, Winter 2012, 851.

⁵⁴² Mathis/ McAndrews/ Rochet, Journal of Monetary Economics 56, 2009, 658.

⁵⁴³ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 75.

რომელიც შედგენილია ამერიკული სარეიტინგო კომპანიის მიერ, რომლებსაც თითქოს იმაზე უკეთ შეუძლიათ შეაფასონ ევროპის მდგომარეობას, ვიდრე თავად ევროპას.⁵⁴⁴

ხშირად მიუთითებენ, რომ სარეიტინგო კომპანიის პრობლემა ჯერ კიდევ იმიტომ დგას, რომ ის გამოიყენება რეგულირების მიზნით. შესაბამისად, სანამ არ აღმოფხვრება ეს, იქამდე ძნელია სარეიტინგო ბაზარზე კონკურენციის გაზრდა. ამასთან ნიშანდობლივია, რომ ამ პერიოდის მანძილზე არ წარმოშობილა წამყვანი სარეიტინგო კომპანიების ევროპული წარმოშობის კონკურენტი.⁵⁴⁵ ამდენად, კონკურენციის ამაღლების მიზნით, უკვე დიდი ხანია მიდის საუბარი ევროპის სარეიტინგო კომპანიის შექმნის შესახებ. წინა პლანზე მოდის ინტერესთა კონფლიქტისა და დამაჯერებლობის ფაქტორი. იმ შემთხვევაში, თუ ეს სარეიტინგო კომპანია იქნება სახელმწიფო, მაშინ მას დასჭირდება დიდი ძალისხმევა იმისათვის, რომ მოიპოვოს ინვესტორების ნდობა. ამასთან, მისი მენეჯმენტი, თანამშრომლები და მმართველობის ყველა ორგანო უნდა იყოს აბსოლუტურად დამოუკიდებელი და არ უნდა ექვემდებარებოდეს ევროპის კომისიის, თუ ევროპის წევრი ქვეყნების რაიმე სახის მითითებებს. კრიტიკის დროს განსაკუთრებით ხაზს უსვამენ იმას, რომ ევროპის სარეიტინგო კომპანიაზე გავლენის საშიშროება იქნება განსაკუთრებით იმ შემთხვევაში, როდესაც ისინი მოახდენენ ევროპის კავშირის ქვეყნების რეიტინგების დაწევას. ძნელი იქნება სამი „გლობალური მოთამაშისთვის“ კონკურენციის გაწევა, რადგან არ იქნება ადვილი სათანადო რეპუტაციის მოპოვება.⁵⁴⁶

ევროპის სარეიტინგო კომპანიის შექმნის კონცეფციის რეალობაში მოყვანას, ძირითადად, ევროპის სხვადასხვა ინსტიტუტები აძლიერებდნენ, თუმცა დღემდე არ განხორციელებულა. ფორმალურად შეგვიძლია ვილაპრაკოთ ევროპის სარეიტინგო კომპანიაზე, თუ სარეიტინგო კომპანიის ადგილსამყოფელი ევროპის კავშირის რომელიმე სახელმწიფოშია და კომპანიის მსხვილი მეწილე ევროპის მოქალაქეა. ამ კუთხით თუ შევაფასებთ ევროპის სარეიტინგო კომპანიას ვნახავთ, რომ დღეისათვის არაერთი სარეიტინგო კომპანია არსებობს, რომელიც რეგისტრირებულია ESMA-ს მიერ.⁵⁴⁷ თუმცა ყველა ეს სარეიტინგო კომპანია რეგიონალურად მოქმედებს. მარეგულირებლის მოთხოვნას ეს არ წარმოადგენს. შემოთავაზებული კონცეფცია გულისხმობს არა რეგიონალურად არსებულ ევროპის სარეიტინგო კომპანიებს, არამედ ევროპის კავშირის დონეზე მოქმედ ერთიან ევროპის სარეიტინგო კომპანიას. ამ უკანასკნელმა უნდა შეძლოს იმ ბარიერის დაძლევა, რომელიც არსებობს რეიტინგის ბაზარზე ახალი მოთამაშისათვის. მასზე უნდა გავრცელდეს იგივე მარეგულირებელი ნორმები. ბაზელ II/III-ის მიერ აღიარებულ გარე რეიტინგებს შორის უნდა მოიაზრობოდეს ასევე ევროპის სარეიტინგო კომპანიის მიერ შედგენილი რეიტინგიც. ამასთან, ახლად დაფუძნებულმა ევროპის სარეიტინგო

⁵⁴⁴ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 77.

⁵⁴⁵ იქვე, 81.

⁵⁴⁶ Arntz, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15. Oktober 2013, 324.

⁵⁴⁷ Horsch/ Kleinow/Traun, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25 Jahrgang, 15. Dezember 2013, 418-419.

კომპანიამ უნდა შეძლოს: 1) იყოს ობიექტური- შეადგინოს შესაბამისი რეიტინგის შედგენის მეთოდოლოგია; 2) იყოს დამოუკიდებელი- სარეიტინგო კომპანია უნდა ეცადოს, რეიტინგის შედგენის დროს, არ მოექცეს მესაკუთრეთა ინტერესების გავლენის ქვეშ; 3) იყოს გამჭვირვალე და პერიოდულად მოახდინოს რეიტინგის პროცესში გამოყენებული მოდელის გაცნობა საზოგადოებისთვის. 4) მან უნდა მოიპოვოს ნდობა მათი რეიტინგისთვის; 5) უნდა შეადგინოს მაღალი ხარისხის რეიტინგი; 6) შესაძლებელი უნდა იყოს, მის მიერ გამოცემული რეიტინგის შედარება სხვა სარეიტინგო კომპანიის მიერ შედგენილ რეიტინგთან;⁵⁴⁸

მარეგულირებელი ჩამოყალიბდა იმაზე, რომ არსებულ მდგომარეობაში აღარ უნდა მოქმედებდნენ სარეიტინგო კომპანიები. ემპირიულმა დაკვირვებამ აჩვენა, რომ შერყეული რეპუტაციის მიუხედავად, ინვესტორები მაინც აგრძელებენ რეიტინგის გამოყენებას.⁵⁴⁹

რეპუტაციის კაპიტალის მიხედვით, სარეიტინგო კომპანიები არსებობენ ინფორმაციის მიმწოდებელთა კონკურენტულ ბაზარზე და ცოცხლობენ და კვდებიან მათი რეპუტაციული კაპიტალის მიხედვით. შესაბამისად, არასწორი რეიტინგისთვის პასუხისმგებლობის დაკისრება ისე საჭირო არ ყოფილა, როგორც დღეს.

VII. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა

სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობის საკითხი არის ერთადერთი პრობლემა, რომლის დასარეგულირებლად მიღებული არც ერთი დანაწესი არ არის ეფექტიანი. თუ ადრე საერთოდ რეგულირების გარეშე იყო დარჩენილი, დღეს თითქმის მარეგულირებელი მოწოდებულია ყველანაირად დაიცვას რეიტინგის მომხმარებელი, თუმცა რეალურად ეს ჯერ კიდევ შეუძლებელია. კვლავ აქტუალურია კითხვა, რატომ? მარეგულირებლის აბსოლუტური ნება არ არის, რომ სარეიტინგო კომპანიებმა პასუხი აგონ არასწორი რეიტინგისთვის? რატომ ერიდება ის, განსაკუთრებით ამ კუთხით, რადიკალური გადაწყვეტილებების მიღებას? ისევე როგორც ამერიკის შეერთებულ შტატებში, ევროპის კავშირში დღემდე არ არის პრეცედენტი იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანიებს პასუხი ეგოთ არასწორად შედგენილი რეიტინგისთვის.

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა დაგვანახა, რომ ”ინვესტორები ხშირად უყურებენ არა ფინანსურ პროდუქტს, არამედ ბრმად ენდობიან AAA-რეიტინგს”.⁵⁵⁰ როგორც წესი, სარეიტინგო კომპანიები მათ მიერ დადებულ ხელშეკრულებაში მიუთითებენ, რომ მათი რეიტინგი მხოლოდ და მხოლოდ როგორც მოსაზრება ისე უნდა იქნეს გაგებული. ამრიგად, ისინი არ იძლევიან გარანტიას იმისა, რომ მათი შეფასებები სწორი აღმოჩნდება.⁵⁵¹

⁵⁴⁸ Horsch/ Kleinow/ Traun, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25 Jahrgang, 15. Dezember 2013, 421-422.

⁵⁴⁹ Spatt, Journal of Monetary Economics 56, 2009, 697.

⁵⁵⁰ IFF (Institute of International Finance, Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices, April 2008, Nr. 86. <http://www.iasplus.com/crunch/0804iifbestpractices.pdf>.

⁵⁵¹ მაგ: <http://www.moody.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic =copyright>, ბოლო ნახვა 15.03.2014.

რატომ ვერ ასახულებენ სასამართლოები სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობას?⁵⁵² ერთი შეხედვით, ეს ძალიან პრობლემური კითხვაა, თუმცა მასზე პასუხი მარტივია. სარეიტინგო კომპანიების სამართლებრივი საფუძვლები 2006 წლის სარეიტინგო კომპანიების რეფორმების აქტში გაიწერა.⁵⁵³ ამ აქტის ტექსტი პირდაპირ მიუთითებს, რომ კერძო მოთხოვნის საფუძველი არ შეიძლება წარმოიშვას⁵⁵⁴ და ყველას (დამკვეთსაც და მესამე პირებსაც) შეუძლიათ, მოთხოვნის საფუძველად ამ აქტის მოყვანა.⁵⁵⁵ პრაქტიკაში, ამას ჯერ არ გამოუწვევია სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობა.

სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის დამაკისრებელი ნორმების ძიებას აქტიურად ახორციელებენ გერმანელი მეცნიერები. შესაბამისად, განვიხილავთ გერმანულ სამართალს. სანამ გადავიდოდეთ, ამ საკითხთან დაკავშირებით, გერმანიაში, ევროპის კავშირში ზოგადად და ამერიკის შეერთებულ შტატებში დღეს არსებული სიტუაციის აღწერაზე, მიზანშეწონილია, გავარკვიოთ, თუ რა დარღვევის შემთხვევაში შეიძლება სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობაზე საუბარი.

7.1. სარეიტინგო კომპანიის არაკეთილსინდისიერი ქმედება

„რეიტინგი“ მომდინარეობს ინგლისური ენიდან და ნიშნავს შეფასებას. რეიტინგის გამოიხატება ერთ სიმაბოლოში, ასოში, რომლის ვარიანტაც ხდება მასზე „+“-სა და „-“-ის დამატებით. ემიტენტთა უმრავლესობა რეიტინგს უკვეთავს რამოდენიმე წამყვან სარეიტინგო კომპანიაში. იმისათვის, რომ რეიტინგს რაიმე სამართლებრივი შედეგი მოჰყვეს საჭიროა, მისი დაკვალიფიცირება, როგორც რაღაცის „შეფასება“, ან „ფაქტების კონსტანტაცია“. „შეფასება“ წარმოადგენს პერსონალურ მოსაზრებას, რომელიც ვერ განიხილება სისწორისა და სიცრუის კატეგორიის ქვეშ, ეს კი ძირითადი უფლებებით არის დაცული. ამის საწინააღმდეგოდ, „ფაქტის კონსტანტაცია“ გადამოწმებას ექვემდებარება და შესაბამისად, არ არის სამართლებრივად აბსოლუტურად დაცული. უნდა აღინიშნოს, რომ გადახდისუნარიანობის შესახებ სარეიტინგო კომპანიის გამონათქვამები, არ წარმოადგენს „ფაქტის კონსტანტაციას“, არამედ ობიექტურ ფაქტორებთან ერთად, როგორიც არის სახელმწიფო მასალები და საბუღალტრო ჩანაწერები, შეიცავს თითოეული ანალისტიკოსის სუბიექტური ელემენტის დიდ ნაწილს. შესაბამისად, შინაარსობრივად ძნელია იმის დადგენა, რომ რეიტინგი არასწორია. ხელჩასაჭიდი შეიძლება იყოს, სარეიტინგო კომპანიის არაკეთილსინდისიერი ქმედება რეიტინგის შედგენის დროს, რაც უპირველეს ყოვლისა მის ობიექტურობასა და ნეიტრალურობას გულისხმობს.⁵⁵⁶

⁵⁵² Wildmoser/Schiffer/Langoth, RIW 10/2009, 664.

⁵⁵³ Schweinitz, WM 21/2008, 954.

⁵⁵⁴ Credit Agency Reform Act 2006, 10.

⁵⁵⁵ Schweinitz, WM 21/2008, 954.

⁵⁵⁶ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 3-4.

სარეიტინგო კომპანიის კეთილსინდისიერი ქმედებაზე საუბარი, შინაარსობრივი თვალსაზრისით, იმთავითვე გამორიცხულია, რადგან რეიტინგის შედგენის პროცესი სარეიტინგო კომპანიების პროფესიული საიდუმლოებაა და აქედან გამომდინარე ძნელია მათი ეჭვქვეშ დაყენება.⁵⁵⁷ ამიტომ სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობაზე შეიძლება ვისაუბროთ მაშინ, როდესაც ის დაარღვევს სწორი რეიტინგის შედგენისათვის დადგენილ ნორმებს. აქ შეიძლება ისეთი ძირითადი პრინციპები განხილვა, როგორიც არის: გამჭვირვალობა, ხარისხი, რეიტინგის შედგენის პროცესის დამაჯერებლობა, კეთილსინდისიერი შესრულება.⁵⁵⁸

სარეიტინგო კომპანიების კეთილსინდისიერი ქმედების შესახებ ჩანაწერს ვხვდებით როგორც IOSCO-ს ქცევის წესებში⁵⁵⁹, ისე ბაზელ II-ში⁵⁶⁰ გარე სარეიტინგო კომპანიად აღიარებისთვის გაწერილ წინაპირობებში, რომელიც ითვალისწინებს ზედამხედველობისა და რეიტინგების შესაბამისობაში მოყვანის ვალდებულებას. სარეიტინგო კომპანიების კრიტიკის დროს მიუთითებენ, რომ: "დიდი სარეიტინგო კომპანიები, ხშირად, სწორედ IOSCO-ს ქცევის წესების იმ დანაწესებს არღვევდნენ, რომლებიც ითვალისწინებდა რეიტინგის შესაბამისობაში მოყვანასა და მასზე ზედამხედველობას."⁵⁶¹ რეიტინგის გადამოწმების პროცესის არასწორად განხორციელებაც შეიძლება მოვიაზროთ არაკეთილსინდისიერ ქმედებაში. ამას ადგილი ჰქონდა *ლემან ბრაზერსის* შემთხვევაში, რომელიც გაკოტრების დღემდე საინვესტიციო კლასის რეიტინგს ფლობდა და რეიტინგში შესწორების შეტანა არ მომხდარა.⁵⁶²

7.2. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ევროპის კავშირში

ფუნდამენტურად რეიტინგი არის წინასწარმეტყველება და არა ფაქტის დადასტურება, რეიტინგი წარმოდგენს სარეიტინგო შეფასებას საკრედიტო რისკის ოდენობის შესახებ. იქიდან გამომდინარე, რომ მომავალი ვერ გვეცოდინება რეიტინგი თავისი ბუნებით არის აზრი და რა თქმა უნდა, მასთან დაკავშირებულია გარკვეული სახის უზუსტობა. სარეიტინგო კომპანიები ამბობენ, რომ ისინი ჟურნალისტების მსგავსად უნდა იყვნენ დაცულნი. აქ საკითხავია მათი რეგულირების მიზნით გამოყენება. ევროპელი კანონმდებლის მიხედვით, პრესაში გამოთქმული მოსაზრებების უგულვებელყოფა შესაძლებელია ისე, რომ მას არ მოჰყვეს სამართლებრივი შედეგი. ეს წესი ვერ გავრცელდება რეიტინგზე და სარეიტინგო კომპანიის მიერ გამოთქმულ მოსაზრებაზე, რადგან მრავალი მარეგულირებელი ნორმა მოითხოვს რეიტინგის არსებობას კონკრეტული

⁵⁵⁷ Wildmoser/ Schiffer/ Langoth, RIW 10/2009, 660.

⁵⁵⁸ Habersack, ZHR 169, 2005, 200-201.

⁵⁵⁹ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Punkt 1.9 und 1.10, S. 6. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

⁵⁶⁰ SolvVO, §53 Ziff.4. <http://www.buzer.de/gesetz/7511/a147509.htm>.

⁵⁶¹ Wildmoser/Schiffer/Langoth, RIW 10/2009, 660.

⁵⁶² Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 8.

შედგის დადგომისთვის. მაგალითად: ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შესვლისათვის.⁵⁶³

საინტერესოა, რომ ევროპის მარეგულირებელი პასუხისმგებლობის საკითხს ნაციონალური სამართლის გადასაწყვეტად ტოვებს. როგორც ზემოთ აღნიშნა, 2009 წლის ევროპის სარეგულირებო კომპანიის მარეგულირებელ დოკუმენტში 2011 წელს შევიდა ცვლილებები. აღნიშნულ დოკუმენტში ევროპის პარლამენტმა პირველად აღნიშნა, რომ რეგულირება გამოიყენება რეგულირების მიზნით და არ შეიძლება განიხილებოდეს, როგორც უბრალო „მოსაზრება“. რეკომენდაცია იქნა გაწეული, რომ დროა სარეგულირებო კომპანიებმა პასუხი აგონ უხეში გაუფრთხილებლობის, ან უხეში დაუდევრობის შემთხვევაში.⁵⁶⁴

სარეგულირებო კომპანიების პასუხისმგებლობაში მიცემა პრობლემატურია. პირველი, რადგან შეუძლებელია რეგულირების როგორც „არასწორის“ დაკვალიფიცირება, იმიტომ რომ ის სუბიექტურ მოსაზრებას წარმოადგენს და არა ფაქტობრივ განცხადებას. ამასთან, დაცულნი არიან სიტყვის თავისუფლების ქვეშ. პრაქტიკაში შეუძლებელია სარეგულირებო კომპანიის პასუხისმგებლობაში მიცემა. ამის დამტკიცება ძალიან რთულია, გარდა იმ შემთხვევისა, თუ რეგულირებით დაზარალებული მხარე დაასაბუთებს, რომ სარეგულირებო კომპანია მოქმედებდა ბოროტი განზრახვით, ან უხეში გაუფრთხილებლობით. მიუხედავად ამისა ინვესტორები მაინც განაგრძობენ რეგულირებებზე დაყრდნობას.⁵⁶⁵

ევროპის კანონმდებელს, ჯერ კიდევ 2009 წელს მიღებული პირველი მარეგულირებელი დოკუმენტის დროს, უნდოდა მიეღწია იმისთვის, რომ რეგულირები ყოფილიყო დამოუკიდებელი, ობიექტური და შესაბამისი ხარისხის. ეფექტიანი მექანიზმის მისაღწევად და მაღალი რეგულირების არსებობისათვის კანონმდებელმა დააწესა გარკვეული სანქციები სარეგულირებო კომპანიების მარეგულირებელი დოკუმენტის დარღვევისთვის.⁵⁶⁶ საინტერესოა ის ფაქტი, რომ მარეგულირებლის მიერ განსაზღვრულ იქნა მხოლოდ ჯარიმები. სანქცია მხოლოდ ფულად ჯარიმაში გამოიხატებოდა.⁵⁶⁷

სარეგულირებო კომპანიების მარეგულირებელ დოკუმენტში ასევე ჩაიწერა, თუ როდის ხდება პასუხისმგებლობის შეზღუდვა. ეს შეიძლება განხორციელდეს მაშინ, როდესაც შეზღუდვა გამართლებული და შესაბამისია. ამავედროს, დასაშვებია უნდა იყოს მოქმედი ნაციონალური

⁵⁶³ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 85.

⁵⁶⁴ Staikouras, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 129-130.

⁵⁶⁵ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 389.

⁵⁶⁶ Arntz, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15. Oktober 2013, 324.

⁵⁶⁷ VO 462/2013/EU, Art. 35a Abs. 1: “Artikel 35a Zivilrechtliche Haftung (1) Hat eine Ratingagentur vorsätzlich oder grob fahrlässig eine der in Anhang III aufgeführten Zuwiderhandlungen begangen und hat sich diese auf ein Rating ausgewirkt, so kann ein Anleger oder Emittent von dieser Ratingagentur für den ihm aufgrund dieser Zuwiderhandlungen entstandenen Schaden Ersatz verlangen....“

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>>

სამართლით.⁵⁶⁸ თუმცა ღიად რჩება ის საკითხი, თუ რასთან მიმართებაში უნდა იყოს შეფასებული პასუხისმგებლობის შეზღუდვის შესაბამისობა და რა არის ამისთვის მნიშვნელოვანი. პრაქტიკაში არის ტენდენცია, რომ ეს პარაგრაფი განიმარტოს მიყენებული ზიანის სიდიდის განსაზღვრასთან მიმართებაში. ამასთან, უნდა აღინიშნოს ის, რომ ეს ნორმა წინააღმდეგობაში მოდის ამავე მარეგულირებელი დოკუმენტით გათვალისწინებულ წესთან, რომლის შესაბამისადაც, სარეიტინგო კომპანია ვალდებულია რეიტინგის გამოცემის დროს მიუთითოს, რომ რეიტინგი წარმოადგენს მხოლოდ მოსაზრებას, რომელზე დაყრდნობაც უნდა მოხდეს მინიმალური ოდენობით. ეს თითქოს არ შეესაბამება იმ დანაწესს, რომელიც განხილულ იქნა ზემოთ. იმის მიუხედავად, რომ რეიტინგი, ძირითადად, სუბიექტურ ელემენტებს შეიცავს, ამასთან მოიცავს გარკვეულ ფაქტებს, მონაცემებს, რომელზე დაყრდნობის უფლებაც ინვესტორს გააჩნია.⁵⁶⁹

ლიტერატურაში სარეიტინგო კომპანიების ქმედება უკვე დიდი ხანია კრიტიკის საგანს წარმოადგენს. პირველ რიგში კი იმ კომპანიების მხრიდან, რომლებიც საინვესტიციო კლასის რეიტინგის მიუხედავად გაკოტრდნენ. მსოფლიო კაპიტალის დაახლოებით 80% რეიტინგების გავლენის ქვეშ არის. რეიტინგის ეს მნიშვნელობა კაპიტალის ბაზარზე მარეგულირებლის მხრიდანაც არის აღიარებული და მოქცეული შესაბამის სამართლებრივ ჩარჩოში. პასუხისმგებლის საკითხი შეიძლება დადგეს „ზედმეტად მაღალი“ და „შეუსაბამოდ დაბალი“ რეიტინგის შემთხვევაში.⁵⁷⁰

მარეგულირებელმა უნდა დაიცვას ემიტენტისა და ინვესტორის უფლება და არასწორი შეფასებისთვის პასუხისმგებლობაში მისცეს სარეიტინგო კომპანია.⁵⁷¹ თუმცა არავინ კითხულობს როგორ? რეგულირების „აქილევსის ქუსლი“ სწორედ სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობაა.

7.3. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა გერმანული სამართლით

7.3.1 მოქმედი სამართალი

სახელშეკრულებო ურთიერთობის შესახებ ევროპის პარლამენტისა და საბჭოს 2008 წლის რეგულაციის (ROM I-VO)⁵⁷² საფუძველზე წესრიგდება

⁵⁶⁸ VO 462/2013/EU, Art. 35a Abs. 3: “Die zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach Absatz 1 kann im Voraus nur beschränkt werden, wenn die Beschränkung: a) angemessen und verhältnismäßig ist, und b) nach dem jeweils geltenden nationalen Recht im Einklang mit Absatz 4 zulässig ist. Soweit die Beschränkung der zivilrechtlichen Haftung nicht die in Unterabsatz 1 genannten Voraussetzungen erfüllt, hat sie keine rechtliche Wirkung....“

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>>

⁵⁶⁹ Arntz, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15. Oktober 2013, 326.

⁵⁷⁰ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 1-2.

⁵⁷¹ VO 462/2013/EU, Art. 35a Abs. 1: “Artikel 35a Zivilrechtliche Haftung (1) Hat eine Ratingagentur vorsätzlich oder grob fahrlässig eine der in Anhang III aufgeführten Zuwiderhandlungen begangen und hat sich diese auf ein Rating ausgewirkt, so kann ein Anleger oder Emittent von dieser Ratingagentur für den ihm aufgrund dieser Zuwiderhandlungen entstandenen Schaden Ersatz verlangen....“

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:DE:PDF>>

⁵⁷² VERORDNUNG (EG) Nr. 593/2008 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I)

ურთიერთობა იმ ხელშეკრულებებთან მიმართებაში, რომელიც დადებულია ევროპის კავშირის წევრი სახელმწიფოს ან წევრი სახელმწიფოს მოქალაქის მიერ. ROM I-VO-ის მე-3 პარაგრაფის მიხედვით, დავის შემთხვევაში მხარეები თავისუფალნი არიან მოქმედი სამართლის არჩევაში.⁵⁷³ პრაქტიკაში სარეიტინგო კომპანიებთან დადებული ხელშეკრულების დროს გამოიყენებენ ამერიკულ სამართალს. განვიხილოთ შემთხვევა, როდესაც სარეიტინგო ხელშეკრულება დადებულია ამერიკის შეერთებულ შტატებში დაფუძნებულ სარეიტინგო კომპანიასა და გერმანელ ემიტენტს შორის. გერმანელ ემიტენტთან მიმართებაში არსებობს შესაძლებლობა იმისა, რომ დადგინდეს გერმანული სამართალი. ROM I-VO-ის მე-4 პარაგრაფის საფუძველზე⁵⁷⁴, რეიტინგის შესახებ ხელშეკრულება მიეკუთვნება მომსახურების გაწევის ხელშეკრულებებს. იქიდან გამომდინარე, რომ მომსახურების დეფინიცია მოიცავს წარმოებასთან დაკავშირებულ საქმიანობას, როგორიც არის დავალების ხელშეკრულება, ნარდობა და ა.შ. მნიშვნელოვანია, სარეიტინგო კომპანიის ბუნებრივი ადგილსამყოფელის განსაზღვრა.⁵⁷⁵ ეს უკანასკნელი ROM I-VO-ის მე-19 მუხლში არის განმარტებული, რომლის მიხედვითაც იურიდიული პირებისთვის ბუნებრივ ადგილსამყოფლად ითვლება კომპანიის ცენტრალური ადმინისტრაციის ადგილსამყოფელი,⁵⁷⁶ ან ფილიალის

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:177:0006:0016:DE:PDF>>

⁵⁷³ Art. 3: “Freie Rechtswahl (1) Der Vertrag unterliegt dem von den Parteien gewählten Recht. Die Rechtswahl muss ausdrücklich erfolgen oder sich eindeutig aus den Bestimmungen des Vertrags oder aus den Umständen des Falles ergeben. Die Parteien können die Rechtswahl für ihren ganzen Vertrag oder nur für einen Teil desselben treffen.(2) Die Parteien können jederzeit vereinbaren, dass der Vertrag nach einem anderen Recht zu beurteilen ist als dem, das zuvor entweder aufgrund einer früheren Rechtswahl nach diesem Artikel oder aufgrund anderer Vorschriften dieser Verordnung für ihn massgebend war. Die Formgültigkeit des Vertrags im Sinne des Artikels 11 und Rechte Dritter werden durch eine nach Vertragsschluss erfolgende Änderung der Bestimmung des anzuwendenden Rechts nicht berührt.....“ VERORDNUNG (EG) Nr. 593/2008 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I)

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:177:0006:0016:DE:PDF>>

⁵⁷⁴ *Hüsstege/Mansel*, BGB Rom-Verordnungen zum Internationalem Privatrecht, Nomos, Hrsg. Hüsstege, Rainers/ Mansel, Heinz-Peter, Band 6, 2014, 58.

⁵⁷⁵ *Cristophe*, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 15.

⁵⁷⁶ Hauptverwaltung ist der effektive Verwaltungssitz zu verstehen, d.h. derjenige Ort, an dem die (internen) wesentlichen strategischen unternehmerischen Entscheidungen durch die hierfür zusätzlichen Organe für den Personenzusammenschluss getroffen werden. *Hüsstege/Mansel*, BGB Rom-Verordnungen zum Internationalem Privatrecht, Nomos, Hrsg. Hüsstege, Rainers/ Mansel, Heinz-Peter, Band 6, 2014, 758 (256). „Hauptverwaltung“-ს ქართულში იურიდიული ტერმინოლოგიის შესაბამისად კომპანიის ცენტრალური ადმინისტრაციის ადგილსამყოფელს ნიშნავს. *გაბიხონია*, საინვესტიციო დავის მონაწილე იურიდიულ პირთა იურისდიქცია, დისერტაცია, თბილისი, 2002, 70. საერთაშორისო საკორპორაციო სამართალში ერთმანეთისგან მიჯნავენ ცენტრალური ადმინისტრაციის ადგილსამყოფელსა და წესდებით განსაზღვრულ ადგილსამყოფელს. ასეთ შემთხვევაში შეიძლება პრობლემატური გახდეს „ორმაგი ადმინისტრაციის ადგილსამყოფლის“ საკითხი. აღნიშნული გულისხმობს, რომ შესაძლოა დირექტორატი ერთ ქვეყანაში იყოს განთავსებული, სამეთვალყურეო საბჭო კი— მეორეში. „ამ დროს იურისდიქციის განსაზღვრის ძირითად კრიტერიუმად დირექტორის ადგილსამყოფელი უნდა იქნეს მიჩნეული, რადგან სწორედ მას გააჩნია წარმომადგენლობითი უფლებამოსილება“.

ადგილსამყოფელი. ამასთან, იმავე პარაგრაფის მე-2 აბზაცის შესაბამისად, ფილიალის მიერ დადებული ხელშეკრულება უთანაბრდება სათაო ოფისის მიერ დადებულ ხელშეკრულებას.⁵⁷⁷ როგორც წესი, გერმანელი ემიტენტებიც ხელშეკრულებას ამერიკული წარმოშობის სარეიტინგო კომპანიის იმ ფილიალთან დებენ, რომელიც მდებარეობს გერმანიის ტერიტორიაზე.⁵⁷⁸ შესაბამისად, შესაძლებელია გერმანული სამართლის გამოყენება, როდესაც ხელშეკრულება დადებულია სარეიტინგო კომპანიასა და გერმანელ ემიტენტს შორის. გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც სახეზე გვაქვს დაკვეთის გარეშე შედგენილი რეიტინგი, რომლის დროსაც საერთოდ არ იდება ხელშეკრულება რეიტინგის შედგენის შესახებ.

7.3.2. განსჯადობა

გერმანიის სამოქალაქო საპროცესო კოდექსის 38 პარაგრაფის მე-2 აბზაცის მიხედვით, სასამართლოს განსჯადობის საკითხზე მხარეები თავისუფალნი არიან არჩევანში. იმ შემთხვევაში, თუ მხარეთა შეთანხმება არ მოხდა ამ საკითხზე, მაშინ განსჯადი სასამართლო განისაზღვრება სარეიტინგო კომპანიის ადგილსამყოფელის მიხედვით. შესაძლებელია, კონკრეტული ქმედება განხორციელებული იყოს ფილიალის მიერ. შესაბამისად, პრიორიტეტი მიენიჭება ფილიალის ადგილსამყოფელს. სამ წამევან სარეიტინგო კომპანიას ფილიალი აქვს ფრანკფურტში. გერმანიის სამოქალაქო საპროცესო კოდექსის 21-ე პარაგრაფის მიხედვით, ზოგადი განსჯადობა გვაქვს სახეზე, როდესაც მოქმედება განხორციელდა გერმანულმა ფილიალმა. როდესაც დამფუძნებელმა კომპანიამ მოახდინა ქმედების განხორციელება, მაშინ საჩივრის შეტანა უნდა მოხდეს მისი ადგილსამყოფელის მიხედვით. წამევანი სარეიტინგო კომპანიის Moody's და S&P-ის შემთხვევაში ეს უკანასკნელი არის ამერიკის შეერთებული შტატები. შესაბამისად, ძირითადად ამერიკის შეერთებულ შტატებში ხდება საჩივრის შეტანა. თუმცა ეს არ გამორიცხავს, რომ გერმანული სასამართლოს განსჯადი იყოს სარეიტინგო კომპანიის წინააღმდეგ არსებული საჩივარი. განვიხილოთ გერმანიის სამოქალაქო საპროცესო კოდექსის 23-ე პარაგრაფით გათვალისწინებული განსაკუთრებული განსჯადობა. აღნიშნული პარაგრაფი გამოიყენება იმ შემთხვევაში, როდესაც სახეზეა ქონებრივი დავა იმ პირის წინააღმდეგ, რომელსაც ქვეყნის შიგნით არ გააჩნია საცხოვრებელი ადგილი. ასეთ შემთხვევაში განსჯადი იქნება ის

გაბიხონია, საინვესტიციო დავის მონაწილე იურიდიულ პირთა იურისდიქცია, დისერტაცია, თბილისი, 2002, 8-9.

⁵⁷⁷ Hüsstege/ Mansel, BGB Rom-Verordnungen zum Internationalem Privatrecht, Nomos, Hrsg. Hüsstege, Rainers/ Mansel, Heinz-Peter, Band 6, 2014, 255.

⁵⁷⁸ Art. 19 Abs. 2: „Wird der Vertrag im Rahmen des Betriebs einer Zweigniederlassung, Agentur oder sonstigen Niederlassung geschlossen oder ist für die Erfüllung gemäss dem Vertrag eine solche Zweigniederlassung, Agentur oder sonstigen Niederlassung verantwortlich, so steht der Ort des gewöhnlichen Aufenthalts dem Ort gleich, an dem sich die Zweigniederlassung, Agentur oder sonstige Niederlassung befindet...“ VERORDNUNG (EG) Nr. 593/2008 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I)

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:177:0006:0016:DE:PDF>>

სასამართლო, სადაც მას გააჩნია ქონება, ან სადაც დავის საგანი იმყოფება. ვალდებულებით ურთიერთობებთან დაკავშირებით კი ასეთად მიიჩნევა მოვალის საცხოვრებელი ადგილი.⁵⁷⁹ 23-ე პარაგრაფი ეხება არა მარტო ტერიტორიულ განსჯადობას, არამედ ეხება ასევე საერთაშორისო დავებს და შესაბამისად ვრცელდება უცხოელზეც. აღნიშნული პარაგრაფის გამოყენება დასაშვებია იურიდიულ პირებთან მიმართებაშიც. მთავარი წინაპირობა არის, რომ უნდა არსებობდეს ქვეყანასთან კავშირი. აღნიშნული წინაპირობა დაცულია, თუ მოსარჩელეს საცხოვრებელი ადგილი აქვს გერმანიაში. ამასთან, თუ მოპასუხე აქტიურად არის ჩართული გერმანიის საქმიან ცხოვრებაში. ტერიტორიული განსჯადობის მიხედვით, განსჯადია სასამართლო იმის მიხედვით, თუ სად იმყოფება მოპასუხის ქონება. ქონებაში მოიაზრება ყველა ობიექტი, რომელსაც საბაზრო ღირებულება აქვს. წამყვანი სარეიტინგო კომპანიებთან მიმართებაში დაცულია ამ პარაგრაფის მოთხოვნები. შესაბამისად, არის შესაძლებლობა, რომ სარეიტინგო კომპანიის წინააღმდეგ მიმართული სარჩელი წარდგენილ იქნას გერმანიის სასამართლოებში.⁵⁸⁰

7.3.3. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ემიტენტების წინაშე

იმისათვის, რომ გავარკვიოთ, რამდენად შეუძლია დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგის დროს, ემიტენტმა უჩივლოს სარეიტინგო კომპანიას არასამართლიანად არასწორი რეიტინგისთვის, პირველ რიგში, შევეხებით სახელშეკრულებო პასუხისმგებლობის საკითხს. აქვე განვიხილავთ დელიქტური პასუხისმგებლობის შესაძლებლობასაც.

7.3.3.1. სახელშეკრულებო და დელიქტური პასუხისმგებლობა

დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგისთვის დამახასიათებელია ის ფაქტი, რომ რეიტინგის ინიცირებას ახდენს თავად ემიტენტი. ის სარეიტინგო ხელშეკრულებას აფორმებს სარეიტინგო კომპანიასთან საკუთარი გადახდისუნარიანობის შეფასების შესახებ. რა ხელშეკრულებასთან გვაქვს საქმე? რეიტინგის ხელშეკრულებით მხარეებს აკისრიათ შემდეგი ვალდებულებები. სარეიტინგო კომპანიის ძირითად ვალდებულებას წარმოადგენს რეიტინგის შედგენა შესაბამისი ანალიზის, შეფასების განხორციელების საფუძველზე. ამასთან, სარეიტინგო კომპანიას აქვს რეიტინგის გამოქვეყნების ვალდებულება, მას შემდეგ რაც კომპანია გამოქვეყნებაზე თანხმობას განაცხადებს. მხოლოდ გამოქვეყნების საფუძველზე შეუძლია რეიტინგს შეასრულოს თავისი

⁵⁷⁹ §23 ZPO Besonderer Gerichtsstand des Vermögens und des Gegenstands: Für Klagen wegen vermögensrechtlicher Ansprüche gegen eine Person, die im Inland keinen Wohnsitz hat, ist das Gericht zuständig, in dessen Bezirk sich Vermögen derselben oder der mit der Klage in Anspruch genommene Gegenstand befindet. Bei Forderungen gilt als der Ort, wo das Vermögen sich befindet, der Wohnsitz des Schuldners und, wenn für die Forderungen eine Sache zur Sicherheit haftet, auch der Ort, wo die Sache sich befindet.

⁵⁸⁰ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 18.

ფუნქცია ბაზარზე. ამასთან, სარეიტინგო კომპანიას აკისრია საიდუმლო ინფორმაციის დაცვის ვალდებულება, რაც ხელშეკრულებით პირდაპირ განისაზღვრება. თავისმხრივ ემიტენტს აქვს ვალდებულება პირველ რიგში, გადაუხადოს სარეიტინგო კომპანიას რეიტინგის საზღაური, აქტიურად ითანამშრომლოს სარეიტინგო კომპანიასთან, რადგან ამის გარეშე ვერ მოხერხდება სათანადო რეიტინგის შედგენა. ის სრულ მზადყოფნაში უნდა იყოს გასცეს ნებისმიერი დოკუმენტი, ორგანიზება გაუწიოს მენეჯმენტთან შეხვედრას და ინფორმაციული კუთხით დააკმაყოფილოს სარეიტინგო კომპანიის ყველა მოთხოვნა.⁵⁸¹ სარეიტინგო ხელშეკრულებას განსაკუთრებულს ხდის ის ფაქტი, რომ სარეიტინგო კომპანიები ხელშეკრულებაში აკეთებენ დათქმას, რომ ისინი არასწორი რეიტინგისთვის პასუხს არ აგებენ. ანუ გამორიცხავენ მათ პასუხისმგებლობა. აღნიშნული ეყრდნობა იმას, რომ რეიტინგი მხოლოდ მოსაზრებას წარმოადგენს. მხოლოდ 2010 წლის 23 ოქტომბერს მიღებული საფრანგეთის საბანკო და საფინანსო სფეროს მარეგულირებელი კანონი შეიცავს ჩანაწერს იმის შესახებ, რომ სარეიტინგო კომპანიის სასარგებლოდ ხელშეკრულებაში პასუხისმგებლობის გამორიცხვის შესახებ ჩანაწერი უნდა ჩაითვალოს ბათილად.⁵⁸²

სარეიტინგო ხელშეკრულების რაობასთან მიმართებაში გერმანელ მეცნიერებს შორის თანხმობა არ არის. არის კამათი იმის შესახებ წარმოადგენს ის ნარდობის, დავალების, თუ მომსახურების ხელშეკრულება. სარეიტინგო ხელშეკრულება შეიძლება იყოს **დავალების ხელშეკრულება** გერმანიისა სამოქალაქო კოდექსის 662-ე პარაგრაფის მიხედვით. სარეიტინგო ხელშეკრულების ასეთად დაკვალიფიცირებისთვის⁵⁸³ საჭიროა, რომ დავალების შესრულება ხდებოდეს უსასყიდლოდ, რაც რეიტინგის შემთხვევაში არ გამოგვადგება.⁵⁸⁴ გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 631-ე პარაგრაფი ითვალისწინებს **ნარდობის ხელშეკრულებას**, რომლის შესაბამისადაც, მენარდე კისრულობს ვალდებულებას შეასრულოს ხელშეკრულებით გათვალისწინებული სამუშაო, ხოლო შემკვეთი ვალდებულია გადაუხადოს შეთანხმებული საზღაური⁵⁸⁵. სარეიტინგო ხელშეკრულების ნარდობის ხელშეკრულებად დაკვალიფიცირების დროს პრობლემას არ ქმნის რეიტინგის უსასყიდლოდ შედგენა. ამ ხელშეკრულებისთვის განმსაზღვრელია გარკვეული შედეგის მიღება შესაბამისი საზღაურის სანაცვლოდ. როგორც ვნახეთ, სარეიტინგო კომპანია ვალდებულებას იღებს შეადგინოს რეიტინგი და მოახდინოს მისი გამოქვეყნება. კომპანიისთვის სარეიტინგო ხელშეკრულებიდან გამომდინარე მიზანი მიღწეული იქნება სწორედ რეიტინგის შედგენის და მისი გამოქვეყნების შემთხვევაში. მართალია, არამატერიალური სახით არის წარმოდგენილი, თუმცა

⁵⁸¹ Mühl, Haftung für fehlerhafte Ratings, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2010, 58.

⁵⁸² Haar, Civil Liability of Credit Rating Agencies-Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence, University of Oslo, Research Paper Series No. 2013-02, 2013, 3.

⁵⁸³ Prütting/ Wegen/ Weinreich, BGB Kommentar, Luchterhand Verlag, 2014, 1448.

⁵⁸⁴ Ebenroth/ Daum, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, 7. So auch BGB, 65. Auflage, dtv Verlag 2010, §662.

⁵⁸⁵ Bassenge/ Diderichsen/ Grünberg/ Sprau/ Brudermüller/ Ellenberger/ Thorn/ Wiedlich, Palandt Bürgerliches Gesetzbuch, Auf. 70, München, 2011, 952.

გონებრივი, შემოქმედებითი საქმიანობა ხდება ნარდობის ხელშეკრულების სფეროში. სარეიტინგო კომპანია რეიტინგის შექმნის პროცესის დასრულების შემდეგ, ადგენს ანგარიშს, რომელსაც წარუდგენს კომპანიას, რათა მან გადაამოწმოს და შესაბამისად, გასცეს თანხმობა რეიტინგის გამოქვეყნებაზე. ამრიგად, ხდება რეიტინგის გადაცემა და მისი აღიარება. ამით დაცულია გადაცემის წინაპირობა. როგორც ითქვა, რეიტინგის მიღებასთან ერთად კომპანიამ უნდა გადაწყვიტოს საკითხი რეიტინგის გამოქვეყნებასთან დაკავშირებით. კერძოდ, გასცეს თუ არა ამაზე თანხმობა. სწორედ ეს გამოქვეყნება წარმოადგენს კომპანიისათვის სარეიტინგო ხელშეკრულების დადების მიზანს და მოტივს.⁵⁸⁶ ის ფაქტი, რომ სარეიტინგო კომპანიას რეიტინგის შედგენის პროცესში დამოუკიდებელი ინტერესი ამოძრავებს, კერძოდ მოგების მიზანი, არ აბრკოლებს სარეიტინგო ხელშეკრულების დაკვალიფიცირებას ნარდობის ხელშეკრულებად. მოგებს მიღება წარმოადგენს არა მარტო სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის მახასიათებელს, არამედ ზოგადად ყველა ეკონომიკური ვაჭრობის შემადგენელ ელემენტს.⁵⁸⁷ შესაბამისად, მეცნიერთა გარკვეული წრისთვის რეიტინგის ხელშეკრულების დაკვალიფიცირება ნარდობის ხელშეკრულებად პრობლემას არ წარმოადგენს.⁵⁸⁸ იქიდან გამომდინარე, რომ სარეიტინგო კომპანიასა და დამკვეთს შორის არის კონკრეტული ურთიერთ ვალდებულებები და ხელშეკრულებიდან გამომდინარე მიზანი მიღწეული იქნება რეიტინგის შედგენისა და გამოქვეყნების შემთხვევაში, შეუძლებელია სარეიტინგო ხელშეკრულების მომსახურების ხელშეკრულებად განხილვა.⁵⁸⁹

სარეიტინგო ხელშეკრულების შესაბამისად, საზღაურის სანაცვლოდ უნდა მოხდეს ემიტენტის ობიექტური შეფასება. ამისათვის სარეიტინგო კომპანიას გადაეცემა საიდუმლო ინფორმაცია. შესაძლებელია, რომ რეიტინგის შედგენის პროცესი ემიტენტისთვის არასასურველი რეიტინგის შედგენით დასრულდეს. ეკონომიკური თვალსაზრისით, ამას სარეიტინგო კომპანიისთვის ნეგატიური შედეგი უნდა მოჰყვეს. თუმცა, სარეიტინგო ხელშეკრულებისა და გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 242 პარაგრაფის⁵⁹⁰ მიხედვით, მას აქვს ანაზღაურების მოთხოვნის უფლება.

ცხადია, რომ ამ ეტაპზე დადგინდა, რომ სარეიტინგო კომპანიასა და ემიტენტს შორის დადებული ხელშეკრულება მსგავსია ნარდობის ხელშეკრულების. ასეთ შემთხვევაში, ლოგიკურია, მსჯელობის გაგრძელება. შესაბამისად, მასზე გავრცელდება ნარდობის ხელშეკრულებისთვის მოქმედი ნორმები. გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 633-ე მუხლის მიხედვით, სარეიტინგო კომპანია ვალდებულიაა შეადგინოს უნაკლო ნივთი. გარდა იმისა, რომ ის ვალდებულია შეინახოს საიდუმლო ინფორმაცია, დამატებით მან უნდა მოახდინოს რეიტინგის შესწორება და ემიტენტის

⁵⁸⁶ Mühl, Haftung für fehlerhafte Ratings, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2010, 58-59.

⁵⁸⁷ იქვე, 60.

⁵⁸⁸ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 19.

⁵⁸⁹ Dienstvertrag.

⁵⁹⁰ § 242 BGB Leistung nach Treu und Glauben: “ Der Schuldner ist verpflichtet, die Leistung so zu bewirken, wie Treu und Glauben mit Rücksicht auf Verkehrssitte es erfordern“. Wastermann, Erman-Bürgerliches Gesetzbuch, 12. neubearbeitete Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2008, 818

აქტუალურ მდგომარეობასთან შესაბამისობაში მოყვანა. ეს ვალდებულება მას აკისრია როგორც სარეიტინგო ხელშეკრულებით, ისე გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 242-ე პარაგრაფის მიხედვით. იმისათვის, რომ სახეზე გვექონდეს სახელშეკრულებო მოთხოვნა გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 633-ე და 634-ე პარაგრაფის მე-4 ნომრის მიხედვით, საჭიროა ვალდებულების დარღვევა სარეიტინგო კომპანიის მხრიდან. განვიხილოთ გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 633-ე პარაგრაფით გათვალისწინებული ნიუთობრივად უნაკლო ნივთის გადაცემის ვალდებულება. რეიტინგთან მიმართებაში ეს შეიძლება გამოიხატებოდეს რეიტინგის უსამართლო დაწევაში, ან სარეიტინგო კომპანიის უარში გასცეს სამართლიანად მაღალი რეიტინგი. იქიდან გამომდინარე, რომ რეიტინგი აზრის გამოხატვას წარმოადგენს, პრაქტიკაში ძნელია იმის დამტკიცება, რომ მიღებული შედეგი არ არის იმ ხარისხის, რაზეც მხარეები სარეიტინგო ხელშეკრულებით შეთანხმდნენ.⁵⁹¹

აქვე შეიძლება გამოვიყენოთ IOSCO-ს ქცევის კოდექსით სარეიტინგო კომპანიებისთვის გათვალისწინებული ვალდებულება იხელმძღვანელონ ნეიტრალურობისა და ობიექტურობის პრინციპით. ობიექტურად არასწორი რეიტინგი შეესაბამება გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 633-ე პარაგრაფით გათვალისწინებულ ნაკლს, რომელსაც მიეყვართ ნაკლით გამოწვეული ზიანის ანაზღაურებამდე, რასაც გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 280-ე პარაგრაფის 1 აბზაცის 1 წინადადებით აწესებს. ნაკლით მიყენებული ზიანის გარდა არასწორი რეიტინგით ემიტენტის რეპუტაციასაც ადგება ზიანი.

მაშინაც კი, როდესაც სახეზე გვაქვს მათ შორის დადებული ხელშეკრულება, დაზარალებული ემიტენტისთვის და ინვესტორისთვის, პრაქტიკულად, შეუძლებელია მათი უფლებების სასამართლოს მეშვეობით დაცვა, რადგან მათ აქვთ ვალდებულება დაამტკიცონ, რომ ზიანი სწორედ სარეიტინგო კომპანიის გარკვეული ქმედების გამო არასოწრად შედგენილმა რეიტინგმა გამოიწვია.

რაც შეეხება დელიქტურ პასუხისმგებლობას. აქ უნდა განვიხილოთ გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 826-ე პარაგრაფით გათვალისწინებული ზიანის განზრახ მიყენება. ამასთან არასწორი რეიტინგის შედგენა საკმარისი არ არის.⁵⁹² აქაც მტკიცების ტვირთი მოსარჩელეს მხარეზეა.

მეცნიერებს შორის სარეიტინგო ხელშეკრულებაზე აზრთა სხვადასხვაობის მიუხედავად, ყველა თანხმდება, რომ სარეიტინგო კომპანიების როგორც დელიქტური, ისე სახელშეკრულებო პასუხისმგებლობა გამორიცხულია.⁵⁹³ თუ შევაჯამებთ მიზეზებს, მივიღებთ შემდეგ სურათს:

- როდესაც პროცედურული ნორმები არის დარღვეული, რომლის შედეგადაც სწორი რეიტინგი უნდა იქნეს მიღებული, დგება სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის საკითხი. პროცედურული ნორმების ქვეშ გაიგება ისეთი მნიშვნელოვანი პრინციპები, როგორიცაა ხარისხი,

⁵⁹¹ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 20.

⁵⁹² Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 26.

⁵⁹³ Habersack, ZHR 169/2005, 203.

გამჭვირვალობა, სარეიტინგო კომპანიების დამოუკიდებლობა და რეიტინგის შედგენის პროცესის სანდოობა, რომელიც, თავის მხრივ, სარეიტინგო ხელშეკრულებიდან გამომდინარეობს და შესაბამისად დელიქტურ-სამართლებრივად მნიშვნელოვანია. პრობლემა მდგომარეობს მიზეზობრივ კავშირში, ვალდებულების დარღვევასა და რეიტინგის შედგენის პროცესის საფუძველზე დამდგარი შედეგის შესაბამისობაში. აქედან გამომდინარეობს კითხვა, უნდა აგონ თუ არა პასუხი სარეიტინგო კომპანიებმა პროცედურული ნორმების დარღვევის გამო. რადგან პრაქტიკაში ძნელია ვალდებულების დარღვევასა და რეიტინგის შედგენის პროცესის საფუძველზე დამდგარ შედეგს შორის მიზეზობრივი კავშირის დამტკიცება, სარეიტინგო კომპანიებს ზიანის ანაზღაურება არ ეკისრებათ.⁵⁹⁴

- სარეიტინგო კომპანიებს სახელშეკრულებო პასუხისმგებლობა ვერ დაეკისრებათ მას და ემიტენტებს შორის სახელშეკრულებო ურთიერთობისა და სარეიტინგო ხელშეკრულების სპეციფიკიდან გამომდინარე.⁵⁹⁵

ამრიგად, სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობის დასასაბუთებლად არ გამოგვადგება პასუხისმგებლობისათვის კლასიკური დელიქტური და სახელშეკრულებო ნორმები.

7.3.4. სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ინვესტორის წინაშე

საინტერესოა აგებენ თუ არა სარეიტინგო კომპანიები პასუხს ინვესტორების წინაშე. ინვესტორები ხშირად საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს რეიტინგზე დაყრდნობით იღებენ. შესაბამისად, ხშირია შემთხვევა, როდესაც არასწორი რეიტინგით სწორედ ისინი ზარალდებიან. ინვესტორსა და სარეიტინგო კომპანიას შორის არსებული ურთიერთობა რადიკალურად განსხვავდება ემიტენტთან სარეიტინგო კომპანიის ურთიერთობისგან. გერმანული სამართალი არ იცნობს მოთხოვნის საფუძველს, რომელიც შესაძლებლობას მისცემდა ინვესტორს სარეიტინგო კომპანიასთან რაიმე დოკუმენტური კავშირის გარეშე, დაეცვა თავისი ინტერესი.⁵⁹⁶ ინვესტორსა და სარეიტინგო კომპანიას შორის არ არის სახელშეკრულებო ურთიერთობა.

გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 328-ე პარაგრაფის 1 აბზაცი ითვალისწინებს ხელშეკრულებებს, რომლისგანაც გამომდინარეობს მესამე პირების დაცვის უფლება⁵⁹⁷. ეს არის შემთხვევა, როდესაც ხელშეკრულებიდან გამომდინარე დავის უფლება გააჩნია არამართო ხელშეკრულების მონაწილეებს, არამედ მესამე პირს, რომელსაც ხელშეკრულება შეიძლება შეეხოს. ეს მესამე პირები ჩართულნი არ არიან ხელშეკრულების შედგენის პროცესში. ამ ინსტიტუტის მიხედვით,

⁵⁹⁴ Habersack, ZHR 169/2005, 200-201.

⁵⁹⁵ Wildmoser/ Schiffer/ Langoth, RIW 10/2009, 664.

⁵⁹⁶ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 24.

⁵⁹⁷ Vertrag zugunsten Dritter. მესამე პირის სასარგებლოდ დადებული ხელშეკრულება §328 Vertrag zugunsten Dritter: „(1) Durch Vertrag kann eine Leistung an einen Dritten mit der Wirkung bedungen werden, dass der Dritte unmittelbar das Recht erwirbt, die Leistung zu fordern....“, BGB

ვალდებულების დარღვევის შემთხვევაში, მესამე პირებს წარმოეშობათ დამოუკიდებელი მოთხოვნა ზიანის ანაზღაურების შესახებ.⁵⁹⁸ საჭიროა, დაცული იყოს გარკვეული წინაპირობები: 1) სიახლოვე შესასრულებელ საქმესთან⁵⁹⁹ - ინვესტორი მჭიდროდ უნდა იყოს იმ საქმიანობასთან დაკავშირებული, რომელზეც დაიღო ხელშეკრულება. რეიტინგი პირველ რიგში, ემიტენტისთვის დგება. სარეიტინგო კომპანიისთვის და ემიტენტისთვის ცნობილია კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების შესახებ, რომელიც სარეიტინგო ხელშეკრულებაში, კონკლუდენტურად მაინც, არის შეთანხმებული. რეიტინგის ფუნქციის განხორციელებისათვის საჭიროა რეიტინგი გამოყენებულ იქნეს ინვესტორის მიერ კაპიტალის ბაზარზე. შესაბამისად, ინვესტორების მიმართ პირველი მოთხოვნა დაცულია და განიხილებიან კრედიტორის მსგავსად.⁶⁰⁰ 2) ჩართულობა-⁶⁰¹ ამ კუთხით გადამწყვეტია ის, რომ როგორც ემიტენტს ისე ინვესტორს საერთო ინტერესი გააჩნია დამოუკიდებლად და სერიოზულად შედგენილი რეიტინგის მიმართ. ინვესტორი კონკლუდენტურად ებმება რეიტინგის პროცესში, იმდენად რამდენადაც ინვესტორმა იხელმძღვანელა რეიტინგით და დაეყრდნო მას გადაწყვეტილების მიღების დროს. რეიტინგის უბრალო არსებობა არ კმარა.⁶⁰² 3) აღქმადობა- სარეიტინგო კომპანიას უნდა შეეძლოს ხელშეკრულების დადების დროს გააცნობიეროს ის, თუ ვის მიმართ შეიძლება გახდეს პასუხისმგებელი. რა თქმა უნდა, არ არის საჭირო, რომ იცოდეს კონკრეტული სახელები და გვარები, თუმცა ინვესტორთა წრე წინასწარ უნდა იყოს აღქმადი. სარეიტინგო კომპანიის შემთხვევაში, საკმარისია ის, რომ რეიტინგის შემდგენელმა იცის, რომ მისი რეიტინგი პოტენციური ინვესტორებისთვის, მყიდველისთვის, კრედიტის გამცემისთვის და სხვა პირების მიერ შეიძლება იქნეს გამოყენებული. რეიტინგის შემთხვევაში მისი მომხმარებლის წრე ფაქტიურად შეუზღუდავია, ეს არ აფერხებს ამ პუნქტის დაცულობას. 4) დაცვის საჭიროება- სახეზე უნდა გვქონდეს ინვესტორის დაცვის ობიექტური საჭიროება, წინააღმდეგ შემთხვევაში, ინვესტორი შეუზღუდავად იქნება დაცული. ამ პარაგრაფის მიხედვით, მესამე პირის დაცვის საჭიროება არ იქნებოდა, თუ ინვესტორს შეეძლებოდა თავისი უფლებები მოთხოვნის სხვა საფუძველით დაეცვა, რაც ამ შემთხვევაში არ გვაქვს.⁶⁰³ შუალედური დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ აღნიშნული პარაგრაფის გამოყენების ყველა წინაპირობა დაცულია.

ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნა გამართლებულია იმ შემთხვევაში, თუ სახეზეა ანაზღაურებადი ზიანი, სამართლებრივად ზიანის მომტანი

⁵⁹⁸ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 27.

⁵⁹⁹ Leistungsnahe.

⁶⁰⁰ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 30.

⁶⁰¹ Einbeziehung.

⁶⁰² Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 31.

⁶⁰³ Cristophe, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 32-33.

ქმედება ან უმოქმედობა, მიზეზობრივი კავშირი ქმედაბასა და დამდგარ შედეგს შორის. ინვესტორის შემთხვევაშიც მტკიცების ტვირთი მასზეა, მან უნდა ამტკიცოს, რომ სარეიტინგო კომპანიამ არასწორად შეადგინა რეიტინგი და რომ სწორედ ამ რეიტინგზე დაყრდნობის გამო მიადგა მას ზიანი.⁶⁰⁴ თავს იჩენს მიზეზობრივი კავშირის არსებობის დამტკიცების პრობლემა.

7.3.5. პროსპექტის პასუხისმგებლობა

გერმანიაში ასევე განიხილავენ სარეიტინგო კომპანიების პროსპექტის პასუხისმგებლობის მარეგულირებელი ნორმების საფუძველზე სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობის პრობლემის გადაჭრის შესაძლებლობას.⁶⁰⁵ პროსპექტის პასუხისმგებლობის ქვეშ ყველაზე ხშირად კანონით სპეციალურად დარეგულირებულ შემთხვევებსა და ამასთან სასამართლო პრაქტიკაში განვითარებულ ზოგად სამოქალაქო-სამართლებრივ პროსპექტის პასუხისმგებლობას განიხილავენ.⁶⁰⁶

7.3.5.1. ბირჟების სამართლებრივი პროსპექტის პასუხისმგებლობა

ემისიის პროსპექტი წარმოადგენს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ სავალდებულო „სარეკლამო-საინფორმაციო ხასიათის“ საჯარო დოკუმენტს.⁶⁰⁷ როდესაც უნდა მოხდეს ფასიანი ქაღალდის საჯაროდ შეთავაზება, მაშინ ჩნდება პროსპექტის შედგენის ვალდებულება.⁶⁰⁸ პროსპექტის გამოქვეყნება არის ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებულ ბაზარზე გამოყენების წინაპირობა. როგორც წესი, პროსპექტს მხოლოდ სამართლებრივ საფუძველზე ადგენენ, როდესაც საქმე ეხება ბირჟებზე დაშვებას. საჯაროდ შეთავაზების დროს პროსპექტი გამოიყენება, როგორც გასაყიდი დოკუმენტი, რომლითაც ინვესტორების ინტერესების დაკმაყოფილება უნდა მოხდეს. სამართლებრივი დანაწესები პროსპექტის შედგენის, მიღებისა და გამოქვეყნების შესახებ მოცემულია გერმანიის ფასიანი ქაღალდების პროსპექტის შესახებ კანონში (WpPG)⁶⁰⁹, თუმცა ის არ შეიცავს რეგულირებას სპეციალურ კანონისმიერი პროსპექტის პასუხისმგებლობის შესახებ, რომლებიც განმტკიცებულია გერმანიის ბირჟების კანონის (BörsG) 44 და შემდეგი მუხლები, ასევე გერმანიის პროსპექტის გაყიდვების კანონის (VerkProspG) მე-13 მუხლში⁶¹⁰, რომელიც

⁶⁰⁴ *Cristophe*, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, band 2, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mgH, 2013, 38.

⁶⁰⁵ *Wenzel*, WM 34/1996, 1611.

⁶⁰⁶ *Ebenroth/ Koos* in Büschgen/ Everling, Handbuch Rating. Wiesbaden 1996, 497.

⁶⁰⁷ *ჯიბუტი/ ყორანაშვილი*, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, თბილისი, 2004, 31.

⁶⁰⁸ *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, Eine Einführung, Berlin 2004, 129.

⁶⁰⁹ *Grunewald/ Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, Aufl. 2, München 2009, 201.

⁶¹⁰ §13: Haftung bei fehlerhaftem Prospekt-“ 1) Sind für die Beurteilung der Wertpapiere, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, oder der Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs.1 wesentliche Angaben in einem Prospekt im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes oder in einem

ხარვეზიანი პროსპექტის შემთხვევაში გერმანიის ბირჟების კანონის 44-47 მუხლების გამოყენებაზე მიუთითებს.⁶¹¹ 44-ე და შემდეგი მუხლების მიხედვით გერმანიის ბირჟების კანონის პროსპექტის პასუხისმგებლობა დგება იმ შემთხვევაში, როდესაც ფასიანი ქაღალდების შესაფასებლად პროსპექტში მოცემული მნიშვნელოვანი მონაცემები არასწორი, ან არასრულყოფილია.⁶¹² მონაცემებში უნდა გავიგოთ როგორც ყველა სახის მონაცემი, ისე ის ფაქტები და პროგნოზები, რომლებსაც, თავის მხრივ, პროსპექტის პასუხისმგებლობასთან მიეყავართ. ფაქტები მაშინ არის არასწორი, როდესაც ისინი პროსპექტის გამოქვეყნების დროისათვის სიმართლეს არ შეესაბამება. ამასთან, არასწორია ისეთი შეფასებები და პროგნოზები, რომლებიც ფაქტებით არის გამყარებული.⁶¹³

მონაცემთა არასწორობა, ისევე როგორც მათი არასრულყოფილება არ არის საკმარისი. სახეზე უნდა იყოს მიზეზობრივი კავშირი, ანუ ფასიანი ქაღალდი შეძენილ უნდა იყოს პროსპექტის საფუძველზე და პასუხისმგებლობის ადრესატს ხელთ უნდა ჰქონდეს ამის მტკიცებულება. გერმანიის ბირჟების კანონის 44-ე პარაგრაფის 1 აბზაცის 1 წინადადების 1 და მე-2 ნომრის მიხედვით პროსპექტის პასუხისმგებლობის ადრესატებს წარმოადგენენ ისინი, რომლებმაც პროსპექტზე პასუხისმგებლობა აიღეს და ისინი, რომელთა ხელიდანაც უკვე შედგენილი პროსპექტი გამოქვეყნდა.⁶¹⁴ ამასთან, ინვესტორის მხრიდან პროსპექტზე პასუხისმგებლობის აღება შესაძინევი და გასაგები უნდა იყოს.⁶¹⁵ პროსპექტზე პასუხისმგებლობის აღება ხდება პროსპექტის ხელმოწერის საფუძველზე, ან ყველა იმ პირის საშუალებით, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების პროსპექტის კანონის მე-5 პარაგრაფის მე-4⁶¹⁶ აბზაცის შესაბამისად პროსპექტის შინაარსზე ზეპირად, გარკვევით აიღეს პასუხისმგებლობა.⁶¹⁷

ისმის კითხვა: ხომ არ შეიძლება პროსპექტის პასუხისმგებლობის გავრცელება სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობაზე? იმისათვის, რომ სარეიტინგო კომპანიებმა ბირჟების სამართლებრივი პროსპექტის პასუხისმგებლობის შესაბამისად აგონ პასუხი, საჭიროა სახეზე იყოს შემდეგი გარემოებები: უპირველეს ყოვლისა საჭიროა, რომ რეიტინგი ბირჟებზე დამშვებ პროსპექტში გამოქვეყნდეს, ამასთან პროსპექტი სარეიტინგო კომპანიების მიერ უნდა იყოს შედგენილი და მათ მიერ მოცემული. როგორც წესი, რეიტინგების

Verkaufsprospekt unrichtig oder unvollständig, so sind die Vorschriften der §§ 44 bis 47 des Börsengesetzes mit folgender Maßgabe entsprechend anzuwenden...“: VerkProspG.

⁶¹¹ *Grunewald/ Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, Aufl. 2, München 2009, 203. (44 ff. BörsenG, 13 VerkProspG)

⁶¹² *Siller*, Kapitalmarktrecht, München 2006, 93.

⁶¹³ *Grunewald/ Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, Aufl. 2, München 2009, 224.

⁶¹⁴ *Grunewald/ Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, Aufl. 2, München 2009, 226.

⁶¹⁵ *Schwark*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, München, 2004, 484.

⁶¹⁶ § 5 Prospekt: “.... (4) Der Prospekt muss Namen und Funktionen, bei juristischen Personen oder Gesellschaften die Firma und den Sitz der Personen oder Gesellschaften angeben, die für seinen Inhalt die Verantwortung übernehmen; er muss eine Erklärung dieser Personen oder Gesellschaften enthalten, dass ihres Wissens die Angaben richtig und keine wesentlichen Umstände ausgelassen sind...“: WpPG.

⁶¹⁷ *Grunewald/ Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht, Aufl. 2, München 2009, 226. *Holzborn*, WpPG-Kommentar, Berlin, 2008, 140.

გამოქვეყნება სარეიტინგო კომპანიების პუბლიკაციებში ხდება და არა ბირჟებზე დამშვებ პროსპექტში. აქედან გამომდინარე, სარეიტინგო კომპანიები პასუხს ვერ აგებენ.

ისეთ შემთხვევებში, როდესაც რეიტინგის გამოქვეყნება ხდება პროსპექტში, სარეიტინგო კომპანიები პასუხს აგებენ მხოლოდ მაშინ, როდესაც ისინი განსაზღვრულ პირთა წრეს მიეკუთვნებიან. ანუ პროსპექტი შესაბამისი სარეიტინგო კომპანიის მიერ უნდა იყოს გამოცემული. როგორც ზემოთ უკვე აღვნიშნე, გერმანიის ბირჟების კანონის 44-ე პარაგრაფის 1 აბზაცის 1 წინადადების 1 და მე-2 ნომრის მიხედვით პირთა წრეს მიეკუთვნებიან მხოლოდ ისინი, ვინც პროსპექტს ადგენენ და თავიანთი ხელმოწერით, ან მთელი ჯგუფით იღებენ პროსპექტის შინაარსზე პასუხისმგებლობას. სარეიტინგო კომპანიები არ მიეკუთვნებიან ამ პირთა წრეს, შესაბამისად, მათი პასუხისმგებლობა ამ კუთხით გამორიცხულია.⁶¹⁸

7.3.5.2. ზოგადი სამოქალაქო სამართლებრივი პროსპექტის პასუხისმგებლობა

ზოგადი სამოქალაქო სამართლებრივი პროსპექტის პასუხისმგებლობის დროს პრობლემა ჩნდება თვითონ ტერმინიდან გამომდინარე- „პროსპექტის პასუხისმგებლობა“. თუ რომელი პუბლიკაციები მოიაზრება ამ ცნების ქვეშ და რომელი მათგანი ექვემდებარება პროსპექტის პასუხისმგებლობას, საკამათოა. პროსპექტი ფართო გაგებით მოიცავს „ბაზართან დაკავშირებულ წერილობით დეკლარაციას“.⁶¹⁹ იმის მიუხედავად, რომ რეიტინგი ბაზართან დაკავშირებულ კონკრეტული ემისიების წერილობით დეკლარაციას შეადგენს, ეს პუბლიკაცია ინვესტორების ინფორმაციას წარმოადგენს. სარეიტინგო კომპანიები შეგვიძლია ბირჟების საინფორმაციო მსახურების, ეკონომიკური პუბლიცისტების ან კაპიტალის დაბანდების შესახებ მრჩევლების მსგავსად განვიხილოთ, რომლებიც ინვესტორთა ინფორმაციის ბაზარზე დამოუკიდებელი საქმიანობით მსახურობენ.⁶²⁰ როგორც წესი, სარეიტინგო კომპანიები პროსპექტის პასუხისმგებლობის ქვეშ არ ხვდებიან, რადგან რეიტინგი პროსპექტში საერთოდ არ არის მოცემული. ამასთან რეიტინგის უბრალო გამოქვეყნება არ უთანაბრდება პროსპექტს. მნიშვნელოვანია ისიც, რომ რეიტინგის პროსპექტში ხსენების დროს პირდაპირ არ იგულისხმება, რომ სარეიტინგო კომპანიამ პროსპექტის შედგენაში რაიმე მონაწილეობა მიიღო. ამრიგად სარეიტინგო კომპანიებს ამ კუთხით ვერ დავაკისრებთ პასუხისმგებლობას.⁶²¹ შედეგად შეგვიძლია ვთქვათ, რომ სარეიტინგო კომპანიები ზოგად სამოქალაქო სამართლებრივ პროსპექტის პასუხისმგებლობის საფუძველზეც არ აგებენ პასუხს.

⁶¹⁸ Ebenroth/ Daum, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, 15.

⁶¹⁹ Ebenroth/ Daum, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, 15.

⁶²⁰ Ebenroth/ Koos in Büschgen/Everling, Handbuch Rating, Wiesbaden, 1996, 498.

⁶²¹ Ebenroth/ Daum, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, 16.

7.4 სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა ამერიკის შეერთებულ შტატებში

აქამდე სარეიტინგო კომპანიები ფაქტობრივად ხელშეუხებლები იყვნენ, განსაკუთრებით ამერიკის შეერთებულ შტატებში.⁶²²

აშშ-ის სარეიტინგო კომპანიების საწინააღმდეგოდ სასამართლოში მესამე ინვესტორების უამრავი სარჩელი შევიდა. ისინი ითხოვდნენ ზიანის ანაზღაურებას, რომელიც მათ არასწორი რეიტინგის შედეგად მიადგათ. აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ არც ერთ სარჩელში არ იყო მითითებული მოთხოვნის საფუძველი. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, არც ერთი სარჩელი არ შეიცავდა კონკრეტულ ნორმაზე მითითებას, რომლითაც მოსარჩელე ზიანის ანაზღაურების ვალდებულებას დაამტკიცებდა.⁶²³ 2009 წლის შემოდგომაზე აშშ-ის ოპიოს შტატის პროკურორმა სარჩელი შეიტანა სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის— S&P-ის, Fitch-ის, Moody's-ის წინააღმდეგ. პროკურორის განცხადებით, სამივე სარეიტინგო კომპანია ობლიგაციებს ხელოვნურად შექმნილ რეიტინგს ანიჭებდა, რითაც შტატის საპენსიო ფონდმა 457 მილიონი დოლარი დაკარგა. სარჩელში რეიტინგის შედგენის მეთოდი და კომპანიების ანაზღაურების პრინციპი იყო კითხვის ნიშნის ქვეშ დაყენებული და გაკრიტიკებული. ოპიოს შტატი იყო ერთ-ერთი იმ შტატებიდან, რომლებმაც სარეიტინგო კომპანიების წინააღმდეგ შეიტანეს სარჩელი.⁶²⁴ სარეიტინგო კომპანიების წინააღმდეგ შეტანილი არც ერთი სარჩელი, მოთხოვნის საფუძველთან ერთად, არ ეყრდნობოდა რაიმე კონკრეტულ ნორმას, რომელიც რეიტინგის ხარისხსა და რეიტინგის გამოყენების შედეგებს არეგულირებდა. ისინი მხოლოდ აბსტრაქტულად ასაბუთებდნენ თავიანთ მოთხოვნას და მიუთითებდნენ შედეგზე, რომელიც სარეიტინგო კომპანიების არაკომპეტენტური და დაუდევარი ქმედებების შედეგად დადგა. ერთ-ერთ ცნობილ საქმეში *County of Orange vs. The McGraw Hill Companies*, *Orange County*-იმ⁶²⁵, მოსარჩელემ შეძლო სარეიტინგო კომპანიის S&P-ის ბრალეულობის ნაწილობრივ დასაბუთება. მან დამაჯერებელი და უდავო დამადასტურებელი საბუთები წარმოადგინა იმისა, რომ აღნიშნული სარეიტინგო კომპანია ამორალურად იქცეოდა. ასეთ შემთხვევებში, მოსარჩელე ვალდებულია დაამტკიცოს, რომ სარეიტინგო კომპანიამ იცოდა რეიტინგის არაადეკვატურობის შესახებ ან უხეში გაუფრთხილებლობის გამო, ვერ შეამჩნია რეიტინგის არასწორობა, არაადეკვატურობა. მოსარჩელემ ვერ შეძლო სარეიტინგო კომპანიის ბრალის დასაბუთება.⁶²⁶

ზოგიერთ გადაწყვეტილებაში სარეიტინგო კომპანიები, ჟურნალისტების მსგავსად, სიტყვის თავისუფლებისა და პრესის თავისუფლების პრინციპის

⁶²² *Staikouras*, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc., 2012, 130.

⁶²³ *Schweinitz*, WM 21/2008, 954.

⁶²⁴ *США против рейтингов*. <http://interfax.ru/business/txt.asp?id=111780>.

⁶²⁵ *County of Orange vs. McGraw Hill Companies INC.*; United State District Court for the Central District of California; No – SA CV 96-765-GLT.

⁶²⁶ *Schweinitz*, WM 21/2008, 954.

შესაბამისად არიან დაცულები⁶²⁷. ამერიკის სასამართლოს ზოგიერთ გადაწყვეტილებაში კი პირდაპირ ჩაიწერა, რომ რეიტინგი არ არის ყიდვაზე მრჩეველი ფუნქციის მატარებელი. შესაბამისად, ეს სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობას გამორიცხავს. პირველი სასამართლო გადაწყვეტილება, რომელიც შეეხო სიტყვის თავისუფლების ინტერპრეტაციასა და საკრედიტო ინფორმაციას, თარიღდება 1921 წლით. სასამართლო გადაწყვეტილებით დამკვიდრებული იყო მოსაზრება, რომ არ არსებობდა არანაირი საფუძველი იმისთვის, რომ ფასიანი ქაღალდების შესახებ გამოთქმული მოსაზრება არ ყოფილიყო სიტყვის თავისუფლების პრინციპით დაცული. დადგენილი იყო „განზრახი ქმედების სტანდარტი“⁶²⁸, რაც იმას გულისხმობდა, რომ ბრალდებულის მხრეს უნდა დაემტკიცებინა, რომ სარეიტინგო კომპანიის „მოსაზრება“ შეიცავდა არასწორ ფაქტობრივ კონოტაციას, რომელიც დამტკიცებაც მას შეეძლო, ან სარეიტინგო კომპანიებმა რეიტინგი გამოუშვეს იმის შეცნობით, რომ ის არასწორი იყო, ან უხეში გაუფრთხილებლობით არ გადაამოწმეს სწორი იყო თუ არა, ანუ გულგრილად მოიქცნენ ამ საკითხს. რეიტინგი ძირითადად ეყრდნობა ისეთ ინფორმაციას, რომელთა სისწორის, ან არამართებულობის დადგენა, ხშირ შემთხვევაში, შეუძლებელია. შესაბამისად, პრაქტიკაში ძნელია, თუ შეუძლებელი არა, დაზარალებულმა მხარემ ზემოთქმული დამტკიცოს.⁶²⁹

2010 წელს ამერიკის შეერთებული შტატების კონგრესმა მიიღო Dodd-Frank Act⁶³⁰-ი იმისათვის, რომ ხელი შეეწყო ფინანსური სისტემის აღდგენისთვის. სარეიტინგო კომპანიები ყოველთვის სიტყვის თავისუფლების ქვეშ იყვნენ დაცულები. არის მოსაზრება, რომ კომპლექსურ ფინანსურ პროდუქტებთან მიმართებით ისინი ვეღარ იქნებიან დაცულნი სიტყვის თავისუფლების ქვეშ. განვიხილოთ ეს ჰიპოთეზა.⁶³¹ სარეიტინგო კომპანიები ყოველთვის მიუთითებდნენ, რომ რეიტინგი მათი მოსაზრებაა, რის გამოც სასამართლოში დაცვის უფლებით სარგებლობდნენ. შემდეგ საფეხურად მარეგულირებელმა მიიღო Dodd-Frank Act-ი, რომლის ძირითადი მიზანიც მომავალი კრიზისის თავიდან აცილება იყო. Dodd-Frank Act-ი სარეიტინგო

⁶²⁷ არსებობს სხვადასხვა სახის გამონათქვამი, რომელთა კონსტიტუციური დაცვა შესაძლებელია. ის მოიცავს არაკომერციულ გამონათქვამებს, რომელიც ეხება სხვადასხვა სახის მოსაზრებას პოლიტიკურ, რელიგიურ თუ სხვა თემებთან დაკავშირებით. ამასთან არსებობს კომერციული გამონათქვამები, რომელიც კონსტიტუციური დაცვის სხვა სტანდარტებს ექვემდებარება. *Dhooge, The First Amendment and Disclosure Regulations: Compelled Speech or Corporate Opportunism?*, *American Business Law Journal*, Vol. 51, Issue 3, Fall 2014, 603. კომერციულ გამონათქვამებზე კონსტიტუციური დაცვა 1970 წლამდე არ ვრცელდებოდა. 1975 წლიდან დაიწყო კომერციული გამონათქვამების დაცვა და შემდგომ წლებში აბსოლუტურად იქნა დაცული. ეს გამართლებული იყო, ერთი მხრივ, აზრის გამომთქმელის ეკონომიკური ინტერესით, მეორე მხრივ, მომხმარებლისა და საზოგადოების კომერციული ინფორმაციის თავისუფალი მიმოსვლის ინტერესით. *Dhooge, The First Amendment and Disclosure Regulations: Compelled Speech or Corporate Opportunism?*, *American Business Law Journal*, Vol. 51, Issue 3, Fall 2014, 606.

⁶²⁸ *Actual malice*.

⁶²⁹ *Staikouras*, *New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc.*, 2012, 131-132.

⁶³⁰ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

⁶³¹ *Harper*, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1928. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

კომპანიებთან მიმართებით განიხილავს შემდეგ საკითხებს: გაზრდილი პასუხისმგებლობა, ინტერესთა კონფლიქტი, რეიტინგის სიზუსტე, ფედერალური აგენტების მიერ რეიტინგზე დაყრდნობა და რეიტინგის მეთოდოლოგიის საჯაროობა. Dodd-Frank Act-ში ჩაიწერა, რომ რეიტინგის სისტემური მნიშვნელობის გამო სარეიტინგო კომპანიები „ემსახურებიან საჯარო ინტერესებს“. ის წარმოადგენს ობლიგაციების ბაზარზე შესვლის წინაპირობას და ხშირად ხდება მისი შედარება ფასიანი ქაღალდების ანალიტიკოსებთან და აუდიტორებთან. იქიდან გამომდინარე, რომ სარეიტინგო კომპანია დაკვეთის საფუძველზე ახორციელებს შეფასებით და ანალიტიკურ საქმიანობას, მისი საქმიანობა ძირეულად კომერციულია და მასზე უნდა გავრცელდეს პასუხისმგებლობის ისეთივე სტანდარტები, როგორიც ვრცელდება აუდიტორზე, საინვესტიციო ბანკზე, ფასიანი ქაღალდების ანალიტიკოსებზე. რეიტინგთან მიმართებით, აღნიშნული აქტის მიზანია ნაციონალურად აღიარებული სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების, გამჭვირვალობისა და პასუხისმგებლობის ამაღლება.⁶³²

Dodd-Frank Act-ის რამდენიმე ნაწილი ეხება სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობის საკითხს. ისტორიულად სარეიტინგო კომპანიები მიუთითებენ, რომ მათი ბიზნესი არის ფინანსური პუბლიკაციები და ფუძე ჟურნალისტიკაში აქვს. ისინი თვლიან, რომ ახორციელებენ ინფორმაციის შეგროვებასა და შეფასებას და ამის საფუძველზე ჩამოყალიბებულ აზრს აწვდიან საზოგადოებას. შესაბამისად, სარეიტინგო სიტყვის თავისუფლებით. ის, რომ სარეიტინგო კომპანიებს აქვთ ამის უფლება, ეჭვს არ იწვევს, რადგან ისტორიულად საქმიანობდნენ, როგორც ფინანსური პრესის წარმომადგენლები. სარეიტინგო კომპანია გამოსცემდა ინფორმაციას თავისსავე გამოშვებულ პუბლიკაციაში. შესაბამისად, გამომცემელი პასუხს არ აგებს მასში მოცემული აზრისთვის. თუ გადავხედავთ სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობას 1970 წლიდან, უკვე საეჭვოა, თუ რამდენად უნდა გაგრძელდეს მათი დაცვა სიტყვის თავისუფლების პრინციპით. ეს არის პერიოდი, როდესაც ემიტენტებმა დაიწყეს საკუთარი რეიტინგების ყიდვა. სარეიტინგო კომპანიებს არ შეუძლიათ დაიწყონ იმის მტკიცება, რომ რეიტინგი არის მხოლოდ მოსაზრება მაშინ, როდესაც რეიტინგის არსებობას კანონი ითხოვს. ამ ფონზე, სასამართლოები კვლავ განაგრძობენ იმის მითითებას, რომ სარეიტინგო კომპანიები სარეიტინგო სიტყვის თავისუფლებით.⁶³³

სიტყვის თავისუფლება შეუზღუდავი უფლება არაა. ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში, უნდა შეფასდეს ეკუთვნის თუ არა სარეიტინგო კომპანიას ჟურნალისტების მსგავსი დაცვა. ამ კუთხით სასამართლო განიხილავს მრავალ კრიტერიუმს იმისათვის, რათა გაარკვიოს, არის თუ არა სარეიტინგო კომპანია პრესის წარმომადგენელი. პირველი კრიტერიუმი იმის გარკვევა, აფასებს თუ არა სარეიტინგო კომპანია მხოლოდ იმ ფასიან ქაღალდს, რომლის შეფასებისთვისაც იქნა დაქირავებული, თუ

⁶³² Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1948–1949.

<http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁶³³ Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1958.

<http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

ახორციელებს ყველა სახელმწიფო ობლიგაციის შეფასებას. პრესის წარმომადგენლები აქვეყნებენ ინფორმაციას მნიშვნელოვანი ტრანზაქციების შესახებ, ისინი არ ზღუდავენ მათ ინფორმაციას იმით, რისთვისაც ისინი დაიქირავეს.⁶³⁴ ამასთან, სასამართლოები მიიჩნევენ, რომ სიტყვის თავისუფლების პრინციპით დაცვა გავრცელდება სარეიტინგო კომპანიაზე იმ შემთხვევაში, თუ ის ინფორმაციას მიიღებს კლიენტისგან და არავითარ შემთხვევაში არ გასცემს რეკომენდაციას იმასთან დაკავშირებით, თუ როგორ მოახერხოს ემიტენტმა ტრანზაქციების სტრუქტურირება. ამ მიმართულებით უნდა აღინიშნოს, რომ სარეიტინგო კომპანიების ისტორია შეიცვალა განსაკუთრებით სტრუქტურირებადი ფინანსური ინსტრუმენტების წამოშობით. სარეიტინგო კომპანიები აქტიურ როლს თამაშობდნენ სტრუქტურირებადი ფინანსური ინსტრუმენტების შედგენაში, რადგან ისინი რეკომენდაციას აძლევდნენ ემიტენტებს.⁶³⁵ ამ მიმართულების კარგად გამოკვლევის შემთხვევაში, შეიძლება დადგეს სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა სტრუქტურირებადი ფინანსური პროდუქტის რეიტინგთან მიმართებით.

დღევანდელი რეალობის მიხედვით, სარეიტინგო კომპანიები არასწორი რეიტინგისთვის პასუხს არ აგებენ. წარმოვიდგინოთ, რომ სარეიტინგო კომპანიები მიეცენ პასუხისგებაში არასწორი რეიტინგისთვის, მაშინ სარეიტინგო კომპანია იქნებოდა გაუსაძლის ფინანსურ სიტუაციაში. თუ მათ მიეცემთ პასუხისგებაში, შედეგად შეიძლება მივიღოთ ის, რომ სარეიტინგო კომპანიას აღარ ექნება სურვილი, გამოაქვეყნოს თავისი დამოუკიდებელი აზრი.⁶³⁶ ამასთან გასათვალისწინებელია სხვა გარემოებები, რომელიც დაფიქრებას მოითხოვს: ერთი— არარეალურია სარეიტინგო კომპანიამ რეიტინგის ყველა „მსხვერპლს“ აუნაზღაუროს ზიანი. ეს მის საქმიანობას ბოლოს მოუღებს; მეორე— ზემოთქმულიდან გამომდინარე შეიძლება არსებულ დავაზე სტრუქტურირებადი ფასიანი ქაღალდების არასწორი რეიტინგის შემთხვევაში, სარეიტინგო კომპანიებმა ვეღარ ისაარგებლონ სიტყვის თავისუფლების დაცვის ქვეშ. შედეგი იქნება ის, რომ სარეიტინგო კომპანიები შეწყვეტენ კომპლექსური სტრუქტურირებული ფინანსური პროდუქტების შეფასებას, რაც, თავის მხრივ, ამერიკის შეერთებულ შტატებში საცხოვრებელი ფართების დაფინანსების პარალიზებას გამოიწვევს. შესაბამისად, შემცირდება ამ კუთხით ინფორმაცია, რომელიც მიეწოდებოდა საჯარო ინვესტორებს. გასათვალისწინებელია, რომ Dodd-Frank Act-ი ეხება მხოლოდ ნაციონალურად აღიარებულ სარეიტინგო კომპანიებს, შესაბამისად სარეიტინგო კომპანიები უარს განაცხადებენ ამ სტატუსზე პასუხისმგებლობის თავიდან არიდების მიზნით. ამას მოჰყვება ჯაჭვური რეაქცია— ემიტენტები და ბაზრის სხვა მონაწილეები ვეღარ შეიძლება დააკმაყოფილონ მარეგულირებელი ნორმების მოთხოვნები. უნდა დავსვათ

⁶³⁴ Harper, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1960. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁶³⁵ იქვე. 1962.

⁶³⁶ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 182-183.

კითხვა, პრაქტიკულია თუ არა სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობის დაყენება?⁶³⁷

7.5 სარეიტინგო კომპანიის პასუხისმგებლობა საქართველოს კანონმდებლობის მიხედვით

საქართველო, როგორც ქვეყანა ფლობს რეიტინგს, მასთან ერთად შეფასებულია ექვსი ბანკი, საქართველოს რეიტინგ ზა, მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია „ბი აი ჯი“⁶³⁸, სახელმწიფო საინვესტიციო ფონდი სს „საპარტნიორო ფონდი“⁶³⁹ საქართველოს სუვერენული რეიტინგი დაკვეთის საფუძველზე შედგენილი რეიტინგის კატეგორიას მიეკუთვნება, ანუ საქართველო სარეიტინგო მომსახურებისათვის სახელმწიფო ბიუჯეტიდან გასწევს ხარჯებს. წარმოვიდგინოთ შემთხვევა, როდესაც საქართველო სარეიტინგო კომპანიის ისეთი ინტერესის სფეროში მოხვდა, როდესაც მან გადაწყვიტა შეადგინოს საქართველოს რეიტინგი თავისი ინიციატივით და გამოსცეს სუვერენული რეიტინგი თავისი დამოუკიდებელი შეფასების საფუძველზე. რა მოხდება, თუ საბერძნეთის ისტორიას საქართველოზე გადმოვიტანთ? სავარაუდოდ, მივიღებთ იმაზე ცუდ მდგომარეობას ვიდრე საბერძნეთში იყო. თუნდაც იმიტომ, რომ საბერძნეთი ევროპის კავშირის წევრ ქვეყანას წარმოადგენს, მისი ეკონომიკური რყევები პირდაპირ აისახება ევროპის კავშირზე, შესაბამისად მისი მდგომარეობის გამოსწორებაში დაინტერესებული იყო მთელი ევროპის კავშირი. შედეგად, მიიღო დახმარება ევროპის კავშირიდან და გაუძლო სუვერენული რეიტინგით მიყენებულ ზიანს. მსგავს შემთხვევაში საქართველო შეიძლება უსუსური აღმოჩნდეს, რაც გამოწვეულია სხვადასხვა მიზეზებით. განსაკუთრებით კი იმით, რომ სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებით არც ერთი სიტყვა არ არის ნახსენები საქართველოს კანონმდებლობაში. მართალია, ევროპის და მსოფლიოს განვითარებულ სახელმწიფოთა კანონმდებლობაში სარეიტინგო ხელშეკრულებების ნორმატიული ბაზა ცალკე არ არის გამოტანილი მიუხედავად ევროპელი და ამერიკელი მეცნიერების დიდი მცდელობის მიუხედავად. თუმცა ამ ქვეყნებში რეიტინგის მომხმარებლის სამართლებრივი დაცვის მექანიზმები მოცემულია. მართალია მათი პრაქტიკული განხორციელება ძალიან სუსტია, თუმცა შესაძლებლობის სახით არსებობს. მნიშვნელოვანია აგრეთვე ისიც, რომ საქართველო ისევე როგორც ყველა ქვეყანა იძულებულია დაეთანხმოს სარეიტინგო კომპანიის პირობას ხელშეკრულების დადების დროს. კერძოდ იმ ნაწილში, რომ ქვეყნისათვის მინიჭებული სუვერენული რეიტინგი მხოლოდ სარეიტინგო კომპანიის აზრს წარმოადგენს საქართველოს გადახდისუნარიანობის შესახებ და ამ რეიტინგზე დაყდნობით განხორციელებული ქმედებით გამოწვეული ზიანის დადგომის შემთხვევაში სარეიტინგო კომპანია თავისუფალი იქნება პასუხისმგებლობისგან. თუ საქართველო რეიტინგზე

⁶³⁷ *Harper*, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1965-1967. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol68/iss4/8>

⁶³⁸ <http://www.big.com.ge/structure/1/geo>, ბოლო ნახვა 09.04.2014.

⁶³⁹ http://www.fund.ge/geo/who_we_are/4, ბოლო ნახვა 09.04.2014.

დაყრდნობით გამოუშვებს ევრობონდებს, რომელსაც ფასიანი ქაღალდების მსოფლიო ბაზარზე შეექმნება პრობლემები, დადგება დეფოლტისა და სხვა ფინანსური პრობლემები. საქართველოს ვალდებულებით დახმარების გამოწვევი ქვეყნები, საბერძნეთისათვის ევროკავშირის მსგავსად, არ არსებობს.

მიზანშეწონილია, ქართველმა კანონმდებელმა იფიქრონ რეიტინგის ნაციონალური სამართლებრივი სისტემის შექმნის შესახებ, რომლის შემადგენელი ნაწილი იქნება არასწორი რეიტინგისგან დაცვის მექანიზმების ჩამოყალიბება. ამ ნაწილში ქართული სამართლის მეცნიერებაც ვალშია, რომელმაც ამ მიმართულებით უნდა ჩაატაროს შესაბამისი კვლევები და შეუქმნას თეორიული საფუძველი ზოგადად ფინანსური, ეკონომიკური და კერძოდ სარეიტინგო სამართლის პოლიტიკის შემუშავებას.

საქართველოში არ მოქმედებენ სარეიტინგო კომპანიები. საქართველოში არაა ჩამოყალიბებული რეიტინგების ეროვნული ბაზარი. საქართველოს სუვერენული რეიტინგი, ისევე როგორც ის რეიტინგები, რომელიც მიღებული აქვს საქართველოში მოქმედ კომპანიებს, გაცემულია ამერიკის შეერთებულ შტატებში დაფუძნებული სარეიტინგო კომპანიის მიერ. საეჭვოა, რომ დღევანდელი მდგომარეობით, რაიმე საფუძველი მოიძებნოს იმისათვის, რომ ქართული სასამართლო განსჯადი იყოს არასწორი რეიტინგით გამოწვეული ზიანის შესახებ დავის შემთხვევაში. თუ მაინც დაუშვებთ, რომ პირმა პრაქტიკაში რეიტინგის გამოყენებით გამოწვეული ზიანის გამო მაინც შეიძლება მიმართოს ქართულ სასამართლოს, მაშინ როგორ განიხილავდა ის სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობის საკითხს მოქმედი კანონმდებლობის მიხედვით.

იქიდან გამომდინარე, რომ სარეიტინგო კომპანიების შესახებ საქართველოს კანონმდებლობაში მათი საქმიანობის მომწესრიგებელი არავითარი ნორმა არ არის მოცემული, სასამართლომ შეიძლება იხელმძღვანელოს მხოლოდ საქართველოს სამოქალაქო კოდექსით.

თავდაპირველად შეიძლება დადგეს სახელშეკრულებო პასუხისმგებლობის საკითხი. სარეიტინგო ხელშეკრულება ქართული კანონმდებლობით, ისევე როგორც გერმანულით, ყველაზე ახლოს დგას ნარდობის ხელშეკრულებასთან, რომელიც მოცემულია საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 629-ე მუხლში. ამ მუხლის 1 პუნქტის შესაბამისად: „ნარდობის ხელშეკრულებით მენარდე კისრულობს შეასრულოს ხელშეკრულებით გათვალისწინებული სამუშაო, ხოლო შემკვეთი ვალდებულია გადაუხადოს მენარდეს შეთანხმებული საზღაური.“ ნარდობის ხელშეკრულებისთვის მნიშვნელოვანია შედეგი, რადგან სწორედ მენარდის მიერ შესრულებული სამუშაოს შედეგი, რეზულტატი წარმოადგენს ნარდობის ხელშეკრულების საგანს. სწორედ ეს განასხვავებს მას მომსახურების ხელშეკრულებიდან, რომლის საგანიც არის მომსახურება და როგორც წესი არ გააჩნია შედეგი, რადგან მატერიალური სახით არ არის წარმოდგენილი. სარეიტინგო კომპანია რეიტინგის შექმნის პროცესის დასრულების შემდეგ, ადგენს ანგარიშს, რომელსაც წარუდგენს კომპანიას (და/ან სახელმწიფოს), რათა მან გადაამოწმოს და შესაბამისად, გასცეს თანხმობა რეიტინგის გამოქვეყნებაზე. ამრიგად, ხდება რეიტინგის გადაცემა და მისი აღიარება. ამით დაცულია წინაპირობა იმისათვის, რომ სარეიტინგო ხელშეკრულება ქართული კანონმდებლობის შესაბამისად გაუუთანაბროთ

ნარდობის ხელშეკრულებას. რეიტინგის შემკვეთს ინტერესი აქვს ობიექტურად შედგენილი რეიტინგისათვის. არასწორი რეიტინგის შემთხვევაში კი შეიძლება სახეზე იყოს ზიანი. იქიდან გამომდინარე, რომ სარეიტინგო კომპანია გავუთანაბრეთ ნარდობის ხელშეკრულებას, ლოგიკურია მასზე გავრცელდება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსში ნარდობისთვის დადგენილი ნორმები. საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 641-ე მუხლის მიხედვით გათვალისწინებულია ნივთობრივად უნაკლო ნაკეთობის გადაცემა, რაც გულისხმობს, რომ ნაკეთობა უნდა შეესაბამებოდეს შეთანხმებულ პირობებს. „ხოლო თუ ეს პირობები შეთანხმებული არ არის, მაშინ ნაკეთობა ნივთობრივად უნაკლოდ მიიჩნევა, თუკი იგი ვარგისია ხელშეკრულებით გათვალისწინებული ან ჩვეულებრივი გამოყენებისათვის.“ ამრიგად, მნიშვნელოვანია ნაკლის მქონე ნივთის გადაცემა. რეიტინგთან მიმართებაში ეს შეიძლება გამოიხატებოდეს რეიტინგის უსამართლო დაწევაში, ან სარეიტინგო კომპანიის უარში გასცეს სამართლიანად მაღალი რეიტინგი. იქიდან გამომდინარე, რომ რეიტინგი აზრის გამოხატვას წარმოადგენს, პრაქტიკაში ძნელია იმის დამტკიცება, რომ მიღებული შედეგი არ არის იმ ხარისხის, რაზეც მხარეები სარეიტინგო ხელშეკრულებით შეთანხმდნენ. ამასთან, რეიტინგი უვარგისია ხელშეკრულებით გათვალისწინებული მიზნებისთვის იქიდან გამომდინარე, რომ რეიტინგის შემკვეთის ინტერესია რეიტინგის გამოქვეყნება და იმ სარგებლის მიღება, რომელიც მასთან არის დაკავშირებული, რასაც არასწორად შედგენილი რეიტინგით ვერ მიიღებს.

როგორც ვნახეთ, გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 328-ე პარაგრაფის 1 აბზაცი ითვალისწინებს ხელშეკრულებებს, რომლისგანაც გამომდინარეობს მესამე პირების დაცვის უფლებას. აღნიშნული მუხლის ანალოგს ქართულ კანონმდებლობაში სამოქალაქო კოდექსის 350-ე მუხლი წარმოადგენს. ამ შემთხვევაშიც, ინვესტორის მხარესაა მტკიცების ტვირთი. კერძოდ იმისა, რომ სარეიტინგო კომპანიამ არასწორად შეადგინა რეიტინგი და რომ სწორედ ამ რეიტინგზე დაყრდნობის გამო მიადგა მას ზიანი.

ერთადერთი ხელმოსაჭიდი შეიძლება იყოს დელიქტური პასუხისმგებლობა. საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 992-ე მუხლი გვეუბნება „პირი, რომელიც სხვა პირს მართლსაწინააღმდეგო, განზრახი, ან გაუფრთხილებელი მოქმედებით მიაყენებს ზიანს, ვალდებულია აუნაზღაუროს მას ეს ზიანი.“ გერმანიის სამოქალაქო კოდექსისგან განსხვავებით, ზემოთხსენებული მუხლი გენერალურ დათქმას შეიცავს. შესაბამისად, დაცულია ამხოლოდ აბსოლუტური სიკეთეების დაზიანებისაგან, არამედ ზოგადად ქონებაც. დელიქტური პასუხისმგებლობა მოქმედებს ნებისმიერი ქონებრივი დანაკლისის ბრალეულად და მართლსაწინააღმდეგოდ გამოწვევის შემთხვევაზე. ამასთან ქონებრივი ზიანი, რომელიც გამოხატულებას პოულობს მატერიალურ შედეგში, ეკონომიკურ შედეგში, ქონების შემცირებაში და აქვს ღირებულებითი ფორმა. ამის საწინააღმდეგოდ გერმანიის სამოქალაქო კოდექსის 823 მუხლის 1 პუნქტი შეიცავს კონკრეტულ დათქმას, სადაც წერია „პირი, ვინც განზრახ ან გაუფრთხილებლობით აყენებს ზიანს სხვა პირის სიცოცხლეს, სხეულს, ჯანმრთელობას, თავისუფლებას, საკუთრების უფლებას ან სხვა უფლებას, ვალდებულია აუნაზღაუროს ამ პირს ამით გამოწვეული ზიანი.“

შესაბამისად, ამ მუხლში საუბარია მხოლოდ აბსოლუტური უფლებების დარღვევაზე. მართალია, ქართული სამოქალაქო სამართალი მეტწილად გერმანულ სამართალს ეყრდნობა, თუმცა ამ შემთხვევაში გერმანული სამართლის ოჯახიდან ახლოს დგას შვეიცარიის სამართალთან. ადრე შვეიცარიის ფედერალური სასამართლოს დოქტრინის მიხედვით შესაძლებელი იყო არასწორი დასკვნისათვის პასუხისმგებლობის დაკისრება.⁶⁴⁰

საინტერესოა როგორ ასაბუთებს აღნიშნული სასამართლო პასუხისმგებლობის საკითხს გენერალური დათქმის პირობებში. შვეიცარიის ფედერალურმა სასამართლომ 1995 წლის გადაწყვეტილებაში აღნიშნა, რომ როდესაც პირს თავისი კომპეტენციის ფარგლებში გააჩნია შესაძლებლობა აზრი გამოთქვას ამა თუ იმ საკითხზე და შეადგინოს დასკვნა გააჩნია კონკრეტული ვალდებულება. კერძოდ, თუ მისთვის წინასწარ ნათელია, რომ ამ დასკვნის შედეგი ადრესატისთვის გადამწყვეტი მნიშვნელობისაა, ან გადამწყვეტი მნიშვნელობის შეიძლება იყოს, უფლება არ აქვს განზრახ მოახდინოს ფაქტების არასწორი ინტერპრეტაცია ან დაუდევრად შეაფასოს ფაქტები, რომელთა არასწორობაც ან უზუსტობაც, დამატებითი გადამოწმების გარეშეც, მარტივად შესამჩნევია. ამასთან დასკვნის შედგენა მაშინაც კანონსაწინააღმდეგოა, როდესაც მისი შემდგენელი შეგნებულად ან გაუაზრებლად ზედმეტად პოზიტიურ ცნობების შემცველ დასკვნას ადგენს. ასევე, დაუშვებელია დასკვნაში არ იქნას ასახული ისეთი ფაქტები, რომელთაც მიღებულ დასკვნაზე სხვაგვარი გავლენის მოხდენა შეუძლიათ.⁶⁴¹

ქართულ რეალობაში პრობლემა შეიძლება იყოს მართლსაწინააღმდეგობის დამტკიცებაში, მიზეზობრივ კავშირსა და ბრალის საკითხშიც. მიზეზი კი არის კვლავ ის ფაქტი, რომ მტკიცების ტვირთი ინვესტორის მხარესაა და შეუძლებელია სარეიტინგო კომპანიის ბრალის დასაბუთება.

რეკომენდაცია: საქართველოს კანონმდებლობაში საჭიროა ჩამოყალიბდეს რეიტინგის ბაზრის მომწესრიგებელი ნორმები, რომლითაც განსაზღვრული იქნება ერთი მხრივ, რეიტინგის მწარმოებელთა და მეორე მხრივ, რეიტინგის მომხმარებელთა უფლება-ვალდებულებები. დაცული იქნება ამ ბაზარზე თავისუფალი კონკურენცია, თავისუფალი ფასწარმოქმნა, მომხმარებელთა უფლებები კარტელური და მონოპოლიური მოქმედებებისაგან. მნიშვნელოვანია, განისაზღვროს რეიტინგის, როგორც პროდუქტის არსი. ეს ყველაფერი უნდა დაეფუძნოს საერთაშორისო გამოცდილებას, კარგ პრაქტიკას, მეცნიერებას, ქართული სინამდვილის სპეციფიკასა და ქართული სამართლის ტრადიციებს. ამისათვის ყველაზე რეალური, პრაგმატული და უმოკლესი გზაა საქართველომ გამოიყენოს საქართველო-ევროკავშირის ასოცირების ხელშეკრულების შესაძლებლობები და სარეიტინგო

⁶⁴⁰ Schroeter, Ratings- Bonitätsbeurteilungen durch Dritte im Sztstem des Finanzmarkt-, Gesellschafts- und Vertragsrechts, Mohr Siebeck, 2014, 922.

⁶⁴¹ BGE 80 III 41, 54.

კომპანიების სამართალთან დაკავშირებულ საკითხებში მოახდინოს ევროკავშირის კანონმდებლობასთან ჰარმონიზება.

VII. დასკვნა

სარეიტინგო კომპანიებს ას წელზე მეტი ხნის ისტორია გააჩნიათ, თუმცა დღემდე არ არსებობს ერთიანი სამართლებრივი ნორმა, რომელიც მათ საქმიანობას მოაწესრიგებდა. მხოლოდ უკანასკნელ ორ ათწლეულში დაიწყო ფიქრი სარეიტინგო კომპანიებისათვის სამართლებრივი საფუძვლის შექმნის შესახებ, თუმცა ეს ძირითადად კონცეფციის დონეზე განხორციელდა. ეჭვს არ იწვევს ის, რომ როგორც თავის დროზე საკრედიტო ბაზრისა და ბანკების წარმოშობამ ხელი შეუწყო საბანკო სამართლის ჩამოყალიბებას, ისე ჩამოყალიბდება სარეიტინგო კომპანიების სამართალი სარეიტინგო კომპანიების ბაზრის განვითარება-ჩამოყალიბებასთან ერთად. სარეიტინგო კომპანიების სამართლის საფუძვლები შეიძლება განისაზღვროს რეიტინგის შედგენით, მისი რეალიზებითა და რეიტინგის გამოყენების პროცესში წარმოშობილი ურთიერთობებით. დღეს სარეიტინგო კომპანიები განვითარების ისეთ ფაზაში იყოფებიან, როდესაც მათი მომწესრიგებელი ერთიანი ნორმების ჩამოყალიბება გარდაუვალია. სარეიტინგო კომპანიების წარმოშობის ისტორიიდან ადვილია იმის დანახვა, თუ რამდენად მნიშვნელოვანი გახდა მათთვის ერთიანი მარეგულირებელი ნორმების შექმნა. ისინი თავიანთ საქმიანობაში მყარად არიან დაკავშირებულნი ფასიანი ქაღალდების ბაზართან, ამიტომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსებობა არსებითია სარეიტინგო კომპანიების არსებობისთვის. სარეიტინგო კომპანიები წარმოიშვნენ სპონტანურად, როდესაც ინვესტორებსა და კომპანიებს შორის ინფორმაციული ასიმეტრია პრობლემა გახდა. მნიშვნელოვანია ის, რომ სარეიტინგო კომპანიების საქმიანობა თავიანთი არსებობის საუკუნეზე მეტი ხნის განმავლობაში არ მოქცეულა სახელმწიფო რეგულირებისა და ზედამხედველობის ქვეშ. გასული საუკუნის 1900-იანი წლებიდან 70-80-იან წლებამდე ისინი ძირითადად აშშ-ს ნაციონალურ ფარგლებში ფუნქციონირებდნენ. მათი შემოსავლის წყარო ანალიტიკური მასალის რეალიზაცია იყო. 1970-80-იან წლებში ჩამოყალიბდა გლობალური ფასიანი ბაზარი და მასთან ერთად მსოფლიო სარეიტინგო ბაზარი. ამ დროისათვის სარეიტინგო კომპანიების შემოსავლის მთავარი წყარო ემიტენტებისაგან მიღებული მომსახურების საფასური გახდა. რეიტინგების ბაზარზე კონკურენციის ზრდამ სარეიტინგო მომსახურების სახეების ზრდა გამოიწვია: გარდა ფასიანი ქაღალდებისა, რეიტინგების მინიჭება დაიწყო ინსტიტუტებზე და ქვეყნებზე. რეიტინგს ითხოვდა როგორც ნაციონალური, ისე საერთაშორისო მასშტაბის სამართლებრივი ნორმები. ამ პრაქტიკის შედეგად კი რეიტინგი სხვადასხვა გადაწყვეტილებებისთვის და მოქმედებებისთვის სავალდებულო გახდა. ოფიციალურად რეიტინგი წარმოადგენს როგორც ნაციონალურ ისე ინტერნაციონალურ ბაზარზე შესვლის წინაპირობას. საბუღალტრო ჩანაწერების გვერდით რეიტინგის მოთხოვნის შედეგად ინვესტორთა უმრავლესობამ დაიწყო დოკუმენტებისა და სუბიექტურ შეფასებაზე დაყრდნობილი რეიტინგის ერთნაირად ნდობა. დროთა განმავლობაში სარეიტინგო კომპანიებმა მოიპოვეს უზარმაზარი ავტორიტეტი და ძალაუფლება, რომელიც მათ შესაძლებლობას აძლევს

გავლენა მოახდინონ მსოფლიო ფინანსური განვითარების მიმართულებაზე და ბევრი ქვეყნის პოლიტიკურ მდგომარეობაზე. ასეთმა მიდგომამ, მსოფლიო ბაზარზე გამოსულ ამერიკულ სარეიტინგო კომპანიებს მისცა ისტორიული უპირატესობა და 1970-იანი წლებიდან მათ უჭირავთ ოლიგოპოლური მდგომარეობა ბაზარზე, მათ შორის ევროპის ბაზარზეც. მე-20 საუკუნის ფინანსური კრიზისების დროს სარეიტინგო კომპანიების მიმართ ყოველთვის ისმოდა კრიტიკა. საყოველთაოდ მიუთითებდნენ, რომ საჭირო იყო მათი მარეგულირებელი ნორმების შექმნა, თუმცა კრიზისის დასრულების შემდეგ, აღნიშნულ პრობლემას მალე ივიწყებდნენ. 1999 წელს ამასთან დაკავშირებით ნობელის პრემიის მფლობელმა პოლ კრუგმანმა (Paul Krugman) განაცხადა: „მსოფლიო ფინანსური სისტემის რეფორმის წყურვილმა ამჯერადაც მალე ჩაიარა მთავრობამ და საერთაშორისო ორგანიზაციებმა არაფერი არ გააკეთეს იმისთვის, რომ ძირითადი, ფუძემდებლური წესები შეეცვალათ. ამიტომ არსებობს იმის დიდი ალბათობა, რომ ჩვენ კიდევ სხვა კრიზისებსაც გადავიტანთ“⁶⁴². სარეიტინგო კომპანიების ძალა და გავლენა დღემდე შენარჩუნებულია. აშშ-ში და ევროკავშირში 2007-2008 წლების კრიზისის გაკვეთილები სხვანაირად იქნა აღქმული. წინა წლების მსგავსად სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებით ისტორია ამჯერადაც განმეორდა იმ განსხვავებით, რომ მათი კრიტიკა ამჯერად უფრო მკაცრი იყო. ბევრი მიიჩნევდა, რომ სარეიტინგო კომპანიებს დიდი წვლილი მიუძღვოდათ გლობალური ფინანსური კრიზისის დადგომაში, ზოგი კი მათ კრიზისის გამომწვევი მიზეზების თავში აყენებდა.⁶⁴³ კრიტიკის პარალელურად რეიტინგის ბაზარი განაგრძობდა განვითარებას. ნათელია, რომ რეიტინგი ბუნებრივად შექმნილი პროდუქტია და ამიტომ მნიშვნელოვანია რეიტინგის არსის დრმა ანალიზი და მისი ჩართვა სამართლის სისტემაში. ის, რომ დღეს ჯერ კიდევ არ არის სარეიტინგო კომპანიების სამართალი განვითარებული, უნდა დავაბრალოთ რეიტინგის ერთიანი განმარტების არარსებობას, რომლის გამოყენებაც სამართლის სისტემაში იქნებოდა შესაძლებელი. სხვადასხვა მოსაზრება არსებობს იმის შესახებ თუ რას წარმოადგენს რეიტინგი. ამ ყველაფრის მიღმა რეალურ ცხოვრებაში მოქმედებს უზარმაზარი ბაზარი, სადაც ადამიანები მათი „გამოთქმული აზრით“ ვაჭრობენ. რეიტინგის სახით უამრავი პროდუქტი იყიდება, რომელთა საფუძველზეც ფინანსურ ბაზარზე სხვადასხვა გადაწყვეტილების მიღება ხდება. აზრის გამოხატვა ყოველთვის რჩება სუბიექტის სფეროში და ამიტომ ძნელია მისი რაიმე კონკრეტული სამართლებრივი ნორმის ქვეშ მოქცევა. ასე იყო კრიზისამდე და კრიზისის შემდეგ. კრიზისის დროს გამოვლენილი ნაკლოვანებების აღმოსაფხვრელად მიზნად იქნა დასახული სარეიტინგო კომპანიების რეგულირების დროს შემდეგ ასპექტებზე ყურადღების გამახვილება: 1. ინტერესთა კონფლიქტი. 2. რეიტინგის შედგენის მეთოდი. 3. გამჭვირვალობა. 4. რეგისტრაცია და ზედამხედველობა.

დასაწყისიდანვე ჩანდა, რომ ახალი რეგულიაციები არ იქნებოდა საკმარისი ისეთი სისტემის შექმნისათვის, რომელიც მომავალი ფინანსური კრიზისის წინასწარ შეცნობისა და შესაბამისი პრევენციული ღონისძიებების გატარების საშუალებას შექმნიდა. როგორც ჩანს

⁶⁴² Schäfer, Der Crash des Kapitalismus, Frankfurt/Main 2009, 121.

⁶⁴³ Münchau, Vorbeben, München 2008, 40.

სარეიტინგო კომპანიების მიმდინარე რეფორმაც ვერ გადაწყვეტს არსებულ პრობლემებს. ახალი დანაწესებით სარეიტინგო კომპანიების მნიშვნელობა უფრო იზრდება. დანაწესები, რომელიც ეხება პოტენციურ ინტერესთა კონფლიქტს რა თქმა უნდა მნიშვნელოვანია, მაგრამ ინტერესთა კონფლიქტი იარსებებს ყოველთვის, სანამ ემიტენტები საკუთარ რეიტინგებს უკვეთავენ და საკუთარი რეიტინგებისთვის იხდიან ფულს. ახალი დანაწესებით ინტერესთა კონფლიქტი მხოლოდ შემცირდება და არ აღმოიფხვრება.⁶⁴⁴ ყურადღების გარეშეა დატოვებული უშუალოდ მომხმარებელი: ერთი მხრივ, ემიტენტი და მეორე მხრივ, ინვესტორი იმ პროდუქტის ხარისხთან დაკავშირებით, რაც მას სარეიტინგო კომპანიის მიერ მიეწოდა. უნდა შეიქმნას სამართლებრივი საფუძვლები რეიტინგისგან დაზღვევისათვის, ან არასწორი რეიტინგისათვის პასუხისმგებლობისათვის. თავიდან უნდა იქნას აშორებული სიტუაცია, როდესაც არასწორი რეიტინგით შეიძლება დაზარალდეს ემიტენტი, ინვესტორი, მაგრამ არა სარეიტინგო კომპანია. საჭიროა შემუშავდეს რეიტინგის წარმოების საერთაშორისო სტანდარტი. სარეიტინგო კომპანიების მიმართ მოსალოდნელი და განხორციელებული ცვლილებები გვაჩვენებენ, რომ საქმე გვაქვს მხოლოდ კოსმეტიკურ ცვლილებებთან, რომლებიც სარეიტინგო კომპანიების მდგომარეობას საფუძვლიანად არ ცვლიან და გლობალური განვითარების კონტექსტს ჯერ კიდევ არ ითვალისწინებენ.

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა ნათლად დაგვანახა, რომ ევროპული და ამერიკული ეკონომიკა მჭიდროდ არის დაკავშირებული ერთმანეთთან და შესაბამისად სამართლებრივი რეფორმაც ჰარმონიულად უნდა განხორციელდეს.

მარეგულირებელი ნორმების უმეტესობა მიღებულია გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ. სარეიტინგო კომპანიების დღეისათვის არსებული მარეგულირებელი დოკუმენტები მიღებულ იქნა ან ადგილობრივი, ან, ევროპის კავშირის შემთხვევაში, რეგიონალური მარეგულირებლის მიმართ. ეს ყოველივე გულისხმობს იმას, რომ არ არსებობს საერთაშორისო, ერთიანი წესები ამ სფეროში. საინტერესოა, რომ თითქმის ყველა მარეგულირებელი დოკუმენტი თავდაპირველად მიზნად ისახავდა სამი წამყვანი სარეიტინგო კომპანიის რეგულირებას, შესაბამისად ისინი სხვადასხვა მარეგულირებლისა და რეგულირების გავლენის ქვეშ იყო მოქცეული. თითქმის ყველა სამართლებრივ სისტემაში სარეიტინგო კომპანიებს იცავს კონსტიტუცია, იქიდან გამომდინარე, რომ რეიტინგი განიხილება როგორც „მოსაზრება“, შესაბამისად დაცულია სიტყვის და აზრის თავისუფლების პრინციპით. ამასთან, სარეიტინგო კომპანიები იზიარებენ პრესის, პერიოდული საინფორმაციო გამოშვებებისა და ინფორმაციული საიტების მახასიათებლებს. ეს მიმართულება განსაკუთრებით ძლიერია ამერიკის შეერთებულ შტატებში, სადაც სასამართლო პირდაპირ მიუთითებს, რომ სარეიტინგო კომპანიები პასუხს ვერ აგებენ არასწორი რეიტინგისთვის, რადგან მომხმარებლისთვის თავიდანვე ცნობილია, რომ ეს მათი მოსაზრებაა.⁶⁴⁵

⁶⁴⁴ Möllers, JZ 18/2009,S.861-871(865).

⁶⁴⁵ Schroeter, Credit Ratings and Credit Rating Agencies, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier Inc., 2013, 388.

სარეიტინგო კომპანიების კრიტიკის მიუხედავად სახელმწიფოები მაინც იყენებდნენ მათ პროდუქტს.⁶⁴⁶ განსაკუთრებით სენსეტიურია სუვერენული რეიტინგები. სუვერენული რეიტინგებს ძირითადად, წამყვანი სარეიტინგო კომპანიები ადგენენ. მნიშვნელოვანია აღნიშნოს, რომ სუვერენულ რეიტინგს არსებობის მთელი პერიოდის განმავლობაში თან სდევს პრობლემები. მათ მიმართ მუდამ კრიტიკა ისმის, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი იყო აზიის კრიზისი, გლობალური ფინანსური კრიზისი და ევროპის საკრედიტო კრიზისი. ხშირად მიუთითებდნენ, რომ სარეიტინგო კომპანიებმა ხელი შეუწვევს კრიზისის დადგომას, რადგან ვერ შეძლეს მისი წინასწარ განსაზღვრა. იმ აზრის გასამყარებლად, რომ რეიტინგი არ წარმოადგენს აბსოლუტურად შეუმცდარს მოაქვთ არგუმენტი— თუ საარეიტინგო კომპანია შეძლებდა აბსოლუტურად განეჭვრიტა წინასწარ მომავალი, მაშინ სხვადასხვა სახის რეიტინგის მაგივრად, იარსებებდა მხოლოდ ორი სახის რეიტინგი „გადაიხდის“ ან „ვერ გადაიხდის“.⁶⁴⁷

2007 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე სუვერენული ვალდებულების შეუსრულებლობა განიხილებოდა ღარიბი და განვითარებადი ქვეყნების პრობლემად, თუმცა უკანასკნელ პერიოდში, ეს პრობლემა შეეხო ევროპის კარგად განვითარებულ ქვეყნებს— ლატვიას, უნგრეთს, ასევე საბერძნეთს, ამასთან ესპანეთი და იტალია დადგა ვალდებულების შეუსრულებლობის საშიშროების წინაშე. ასევე სხვა ევროპული ქვეყნებიც, რომლებიც, მართალია, არ დგანან ამ რისკის ქვეშ, თუმცა მათზე ამ ყველაფერმა ნეგატიურად იმოქმედა, რადგან მოუწიათ დახმარების პაკეტის დაფინანსება. ყოველივე ეს იმას მიუთითებს, რომ გადახდისუნარიანობის შეფასება მნიშვნელოვანია არა მარტო რისკის მატარებელი ქვეყნებისთვის.⁶⁴⁸ სუვერენული რეიტინგის შედგენა მარტივ პროცესს არ წარმოადგენს. ძირითადად მისი შედგენის პროცესში გაკრიტიკებულია სარეიტინგო კომპანიისა და რეიტინგის მომხმარებელს შორის არსებული მჭიდრო კავშირი და ის ფაქტი, რომ მომხმარებელი თავად ყიდულობს საკუთარ რეიტინგს. სახეზე გვაქვს ინტერესთა კონფლიქტი. ისევე როგორც მედალს, რეიტინგსაც ორი მხარე აქვს, რაც გარკვეულწილად მნიშვნელოვანია ქვეყნისთვის. მიიჩნევა, რომ უმჯობესია ქვეყანას ჰქონდეს დაბალი რეიტინგი, ვიდრე საერთოდ არ ჰქონდეს, რადგან ინვესტორებისთვის გადაწყვეტილების მიღებისას ინფორმაციის მნიშვნელოვან წყაროს დღესაც სუვერენული რეიტინგი წარმოადგენს. სარეიტინგო კომპანიის საქმიანობის რეგულირებას თუ გადავხედავთ,

⁶⁴⁶ *Langhor/ Langhor*, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 15. „However, whatever the regulators' complaints about rating agencies, they use them. A major international regulatory lobby, the Basel Committee on Banking Supervision, under the auspices of the Bank of International Settlements (BIS), assigned credit ratings a central role in its revised framework for bank capital measurement and capital standards, announced in June 2004. Accordingly, the equity capital that banks must have will be based upon the credit risk of their assets as measured, among others, by CRA credit ratings of these assets. In addition, many critics of CRAs rely on them to provide objective information to facilitate investment decisions—for instance, pension funds, which base their investment criteria on bond ratings“.

⁶⁴⁷ *Langhor/ Langhor*, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 332.

⁶⁴⁸ *Karmann/ Maltritz*, Review of International Economics, 20 (4), 2012, 723.

ვნახავთ, რომ სწორედ ამ პრაქტიკის შეცვლა არის მისი მიზანი, ანუ მაქსიმალურად მოხდეს გარე რეიტინგებზე, სარეიტინგო კომპანიის მიერ შედგენილ რეიტინგებზე დაყრდნობის შემცირება. სუვერენულ რეიტინგს იყენებენ იმიტომ, რომ მასთან არის დაკავშირებული გარკვეული სარგებელის მიღება. თუ რეიტინგი აღარ იქნება მნიშვნელოვანი, შედეგად რეიტინგისადმი ინტერესის ნაკლებობას მივიღებთ და, შეიძლება ითქვას, რომ რეიტინგს აღარ გამოიყენებენ.⁶⁴⁹ თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ახალი რეგულაციები არც ისე ეფექტურია. ჯერ კიდევ ბევრი ხარვეზი არსებობს. საჭიროა ჩამოყალიბდეს ერთიანი სამართლებრივი ნორმები, რომელიც სახელმწიფოების მიერ ერთიანად იქნება შემუშავებული და რომელიც გავრცელდება ყველა სარეიტინგო კომპანიაზე, მიუხედავად მისი სიდიდისა და დაფუძნების ადგილისა. ეს უკანასკნელი შესაძლებელს გახდის მთავარი მიზნის მიღწევას, კერძოდ კი ხელს შეუწყობს სარეიტინგო კომპანიების ძალაუფლების შემცირებას და რეიტინგის მომხმარებლების არასწორი რეიტინგებისაგან დაცვას. დღევანდელი რეალობა კი შემდეგია: სარეიტინგო კომპანიებს საუკუნეზე მეტი ხნის ისტორია გააჩნიათ და დღემდე არ არსებობს მათი საქმიანობის ერთიანი მომწესრიგებელი ნორმები.

ეჭვგარეშეა, რომ სარეიტინგო კომპანიების არსებული სახით არსებობა წინააღმდეგობრივია და დროში შეზღუდული. ბაზრის ლიბერალიზებით, რეიტინგის, როგორც სხვადასხვა სამართლებრივი და ეკონომიკური ქმედებების წინაპირობის აღმოფხვრითა და იმ ნორმების გაუქმებით, რომლებიც რეიტინგს სავალდებულოს ხდის შეიძლება რეიტინგთან დაკავშირებული პრობლემის გადაჭრა. კონკურენციისა და თავისუფალი სარეიტინგო ხელშეკრულებითი ურთიერთობის საშუალებით რეიტინგი განთავისუფლდება ფინანსური და/ან ფსიქოლოგიური, და/ან პოლიტიკური გავლენისაგან. შედეგად ის გახდება უფრო იაფი, აღარ იქნება სარეიტინგო კომპანიების პასუხისმგებლობის საკითხი პრობლემა, რეიტინგის ხარისხი გაუმჯობესდება და ინვესტორები რეიტინგს გამოიყენებენ, როგორც დამხმარე საშუალებას პირველადი ფინანსური ინფორმაციის გვერდით. უნდა აღინიშნოს, რომ ასეთ გადაწყვეტას შორეული პერსპექტივა აქვს და უნდა განხორციელდეს იქამდე, სანამ სარეიტინგო კომპანიები სრულ ძალაუფლებას მოიხვეჭენ ბაზარზე. რა თქმა უნდა, თუ ჯერ კიდევ არ მოუხვეჭიათ. ახლო პერსპექტივით საჭიროა რეიტინგის შედგენის ერთიანი სტანდარტის შემუშავება. შეიძლება ითქვას, რომ დღეს მარეგულირებელს სამი არჩევნის გაკეთება შეუძლია: ერთი, განაგრძოს სარეიტინგო კომპანიის დარეგულირება ისე, როგორც დღეს, თუმცა აქცენტი გააკეთოს ძირეულ პრობლემებზე და შეძლოს მათი არა ფორმალური, არამედ მკაცრი რეგულირება; მეორე, მარეგულირებელმა მთელ მსოფლიოში შეიმუშაონ ერთიანი უნივერსალური მარეგულირებელი დოკუმენტი, რომელსაც სარეიტინგო კომპანია დაექვემდებარება იმ შემთხვევაში, თუ ის გასცემს რეიტინგს გლობალურად; მესამე, მოახდინოს რეიტინგის ლიბერალიზაცია, ანუ სარეიტინგო კომპანიები დაუბრუნდეს მათ პირვანდელ მდგომარეობას. რეიტინგი აღარ იქნას გამოყენებული, როგორც

⁶⁴⁹ Langhor/ Langhor, The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and their Credit Ratings, England, 2008, 307.

დადგენილი, საგაღდებულო ინსტრუმენტი რეგულირების მიზნით. მარეგულირებელი ორგანოების მიერ რეიტინგზე, როგორც ფინანსურ სფეროში ამა თუ იმ შემთხვევაში შეღწევის წინაპირობის მიმთითებელი ნორმების საყოველთაოდ ამოღების შემთხვევაში შესაბამისად, აღმოიფხვრება ყველა ის პრობლემა, რომლის დარეგულირებასაც დღეს წარმატებით თუ წარუმატებლად ცდილობენ. ალბათ, ეს უკანასკნელი გზა ყველაზე მიზანშეწონილია, თუმცა ამავე დროს ხანგრძლივ პროცესზე გაწეული და ძნელად მისაღწევი. მარეგულირებელი რეიტინგზე მიმთითებელი ნორმების ამოღების ინიციატივით გამოდის, შესაბამისად, უნდა ვივარაუდოთ, რომ სწორედ მესამე ალტერნატივაზე აქვს აქცენტი. თუ როგორ გაკვაღავს ამ გზას, დრო გვიჩვენებს.

ბ ი ბ ლ ი ო გ რ ა ფ ი ა

სამეცნიერო ლიტერატურა

Alsakka, Rasha/ Gwilym ap Owain: Rating agencies' signals during the European sovereign debt crisis: Market impac and spillovers, Journal of Economic Behavior & Organization 85, 2013, 144-162.

Alfonso, Antonio/ Gomes Pedro/ Taamouti Abderrahim: Sovereing credit rating, market volatility and financial gains, Computational Statistics and Data Analysis, 2013, 1-14.
<http://dz.doi.org/10.1016/j.csda.2013.09028>

Alp, Aysun: Stuctural shifts in Credit Rating Standards, The Journal of Finance, Vo. LXVIII, No. 6, December 2013, 2435-2470.

Altman, I. Edward/ Rijken, A. Herbert: How rating agencies achieve rating stability, Journal fo Banking & Finance 28, 204, 2679-2714.

Alissa, Walid/ Bonsall, IV B. Samuel/ Koharki, Kevin/ Penn Jr., W. Michael: Firms' use of accounting descretion to influence their credit ratings, Journal of Accounting and Economics 55, 2013, 129-147.

Aktug, R. Erdem/ Nayar (Nandu), Nandkumar/ Vasconcellos, M. Geraldo: Is sovereign risk related to the banking sector? Global Financial Journal 24, 2013, 222-249.

Arntz, Marthe-Marie: Strengere Regeln für Ratings: Die neue Verordnung über Ratingagenturen, ZBB: Zeitschrift für Bankenrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 15 Okt. 2013, 297-372.

Андреянова, Людмила Николаевна. Рейтинг ценных бумаг : Основы теории и практика : диссертация . кандидата экономических наук : 08.00.10 Москва, 2002

Bahena J. Amanda: What Role die Credit Rating-Agencies Play in the Credit Crisis?, March 2010. <http://www.uiowa.edu/ifdebook/ebook2/contents/part5-III.shtml> .

ბურდული, ირაკლი: ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, თბილისი უნივერსიტეტის გამომცემლობა 2008.

ბარათაშვილი, ევგენი: საქართველო მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ფონზე. სოციალური ეკონომიკა 1(13)/2011, 52-53.

Büschgen, Hans / Everling, Oliver: Handbuch Ratings, Wiesbaden 1996.

Bruckner-Hammerschmied, Basel II, Wien 2003.

Boehm, Kristina: Credit Rating Agencies (CRAs) The EU Regulatory Framework Assessment, Helsinki Metropolia University of Applied Sciences, Bachelor of Business Administration, International Business and Logistics, Thesis, 18 Mai 2013, 40.

Becker, Bo/ Milbourn, Todd: How did increased competition affect credit ratings?, Journal of Financial Economics 101, 2011, 493-514.

Borensztein, Eduardo/ Cowan, Kevin/ Valenzuela, Patricio: Sovereign ceilings "lite"? The impact of sovereign ratings on corporate ratings, Journal of Banking & Finance 37, 2013, 4014-4024.

Byoun, Soku/ Fulkerson, A. Jon/ Han, Hun Seung/ Shin, S. Yoon: Are unsolicited ratings biased? Evidence from long-run stock performance, Journal of Banking & Finance 42, 2014, 326-338.

Burghof, Hans-Peter/ Schneider, Johannes/ Wegner, Andreas: Der Informationsgehalt von Ratingänderungen für US- und europäische Unternehmen. Eine empirische Analyse, ZBB Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25. Jahrgang, 25 Juni 2013, 171-182.

Barkbu, Bergjot/ Eichengreen, Barry/ Mody, Ashoka: Financial crisis and the multilateral response: What the historical record shows, Journal of International Economics 88, 2012, 422-435.

Bassenge, Peter. Diedrichsen, Uwe/ Grünberg, Christian/ Sprau, Hartwig/ Bruder Müller, Gerd/ Ellenberger, Jürgen/ Thorn, Karsten/ Weidlich, Dietmar: Palandt Bürgerliches Gesetzbuch, 70. Auflage, München, 2011, 3085.

Behr, Patrick/ Güttler Andre: The informational content of unsolicited ratings, Journal of Banking & Finance 32, 2008, 587-599.

Bonsall, B. Samuel: The Impact of issue-pay on corporate bond rating properties: Evidence from Moody's and S&P's initial adoptions, Journal of Accounting and Economics 57, 2014, 89-109.

Brennan, J. Michael/ Hein, Julia/ Poon, Ser-Huang: Tranching and Rating, European Financial Management, Vol. 15, No. 5, 2009, 891-922.

Brooks, Robert/ Faff, W. Robert/ Hillier, David/ Hillier, Joseph: The national market impact of sovereign rating changes, Journal of Banking & Finance 28, 2004, 233-250.

Bolton, Patrick/ Freixas, Xavier/ Shapiro, Joel: The Credit Ratings Game, The Journal of Finance, Vol. LXVII, No. 1, february 2012, 85-111.

Bongaerts, Dion: Alternatives for Issuer-Paid Credit Rating Agencies, Working Paper Series No 1703/2014, European Central Bank, 2014.

Bar-Isaac, Heski/ Shapiro, Joel: Ratings quality over the business cycle, Journal of Financial Economics 108, 2013, 62-78.

Bergmann: Handelslexikon der Europäische Union, 4. Auflage, 2012.

Böhm, Christian: Die Finanzmarktkrise im Überblick, Amerikanische Häuslebauer, die Ratingagenturen und die Banken, Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2010.

Cavallo, Eduardo/ Powell, Andrew/ Rigobon, Roberto: Do Credit Rating Agencies add value? Evidence from Sovereign Rating Business, International Journal of finance & Economics, Volume 18, Issue 3, 21 Mar. 2012, 240-265.

Chatterji, K.Aaron/ Toefel, W. Michael: How Firms Respond to Being Rated, Strategie Management Journal, Vol. 31, Issue 9, 4 Jan. 2010, 917-945.

Correa, Ricardo/ Lee, Kuan-Hui/ Sapriz, Horacio/ Suarez, A. Gustavo: Sovereign Credit Risk, Bank's Government Support and Bank Stock Returns around the World, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 46, Issue s1, 27 Jan 2014, 93-121.

Cantor, Richard/ Packer, Frank: Professional Forum- Sovereign risk assessment and agency credit ratings, European Financial Management, Vol. 2, No. 2 1996, 247-256.

Cantor, Richard/ Packer, Frank: differences of opinion and selection bias in the credit rating industry, Journal of Banking & Finance 21, 1997, 1395-1417,

Chang, H. Kee/ Frost, Ann Carol/ Kim, Myungsun: Characteristics and Information value of Credit Watches, Financial Management, Spring 2012, 119-158.

Caparole, Maria Guglielmo/ Matousek, Roman/ Stewart, Cris: Ratings assignments: Lessons from international banks, Journal of International Money and Finance 31, 2012, 1593-1606.

ცაავა, გიორგი: საბანკო საქმე, გამომცემლობა „აფხაზეთის მეცნიერთა აკადემია“, თბილისი, 2005.

ცაცანაშვილი, მარიამი: ინფორმაცია, როგორც სამართლებრივი რეგულირების ობიექტი, ავტორეფერატი, თბილისი, 1999.

ცაცანაშვილი, მარიამი: ინფორმაცია, როგორც სამართლებრივი რეგულირების ობიექტი, დისერტაცია, თბილისი, 1999.

ცაცანაშვილი, მარიამი: ინფორმაციული საზოგადოება და ინფორმაციის სამართლებრივი რეგულირება, ტექნიკური, თბილისი, 1999.

ცერცვაძე, გიორგი: შესავალი საერთაშორისო საინვესტიციო სამართალში, მერიდიანი, თბილისი, 2013.

Christoph, Rosset: Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe, Ruhwedel Peter (Hrsg.), Band 2, 2013, 48.

Cheng, Mei/ Neamtiu, Monica: An empirical analysis of changes in credit rating properties: Timeliness, accuracy and volatility, *Journal of Accounting and Economics* 47, 2009, 108-130.

Dicken, Jacques Andre: Kreditwürdigkeitsprüfung, S+W Steuer und Wirtschaftsverlag GmbH, Hamburg 1997, 356.

Dhooge, J. Lucien: The First Amendment and Disclosure Regulations: Compelled Speech or Corporate Opportunism?, *American Business Law Journal*, Vol. 51, Issue 3, Fall 2014, 599-659.

Duffie, Parrell/ Singleton, J. Kenneth: Credit Risk: Pricing, Measurement and Management, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2003, 396.

Doherty, A. Neil/ Kartasheva, V. Anastasia/ Phillips, D. Richard: Information effect of entry into credit ratings market: The case of insurers' ratings, *Journal of Financial Economics*, 106, 2012, 308-330.

Dhooge, J. Lucien: The First Amendment and Disclosure Regulations: Compelled Speech or Corporate Opportunism?, *American Business Law Journal*, Vol. 41, Issue 3, Fall 2014, 599-659.

Duan, Jin-Chuan/Laere, Van Elisabeth: A public good approach to credit ratings- From concept to reality, *Journal of Banking & Finance* 36, 2012, 3239-3247.

Doherty A. Neil/ Kartasheva V. anastasia/ Phillips D. Richard: Information effect of entry into credit ratings market: The case of insurers' ratings, *Journal of Financial Economics* 106, 2012, 308-330

Duompos, Michael/ Niklis, Dimitrios/ constantin, Zopounidis/ Andriosopoulos, Kostas: Combining accounting data and a structural model for predicting credit ratings. Empirical evidence from European listed firms, *Journal of banking & Finance*, 2014, 1-9.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.010>

Duff, Angus/ Einig, Sandra: Credit ratings quality: The perceptions of market participants and other interested parties, *The British Accounting Review* 41, 2009, 141-153.

Drudi, Francesco/ Durre, Alain/ Mongell, Paolo Francesco: The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy: The case of Eurozone, *Journal of Common Market Studies*, Vol.5, No.6, 2012, 881-898.

Eijffinger, C.W Sylvester: Rating Agencies: Role and Influence of Sovereign Credit Risk Assessment in the Eurozone, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 50, Issue 6, 2012, 912-921.

Everling, Oliver: Credit Rating durch internationale Agenturen, Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Ratings, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH, Wiesbaden 1991.

Ekmekci, Mehmet: Sustainable reputations with rating systems, Journal of Economic Theory 146, 2011, 479-503.

Ebenroth, Daum: Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen, WM Sonderbeilage 5/1992, 2.

Eckart, Jahn: Rating Bonitätsindikator- eine Analyse, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 10/1995, 510-513.

Fabozzi, J. Frank/ Modigliani, Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1992, 726.

Feidicker, Markus: Kreditwürdigkeitsprüfung- Entwicklung eines Bonitätsindikators, IDW-Verlag GmbH, Düsseldorf, 1992, 282.

Fabozzi, J. frank/ Uink, Dennis: Looking Beyond Credit Ratings: Factors Investors Consider In Pricing European Asset-Backed Securities, European financial Management, Vol. 18, No. 4, 2012, 515-542.

Ferry, G/ Lui, L.-G./ Stiglitz, E.J: The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from East Asian Crisis, Economic Notes, Vol. 28, Issue 3, 2. Dec 2003, 335-355.

Gaillart, Norbert: What is the Volume of Sovereign Ratings?, German Economic Review, Vol. 15, Issue 1, 27 Jun 2013, 208-224.

გაბისონია, ზვიადი: საინვესტიციო დავის მონაწილე იურიდიულ პირთა იურისდიქცია, დისერტაცია, თბილისი, 2002.

გაბისონია, ზვიადი: საბანკო სამართალი, მერიდიანი, 2012.

Grauwe, De Paul/ Ji, Yuemei: Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone, JCMS: Journal of Common Market Studies, Vol. 50, Issue 6, 17 Oct 2012, 866-880.

Gruppe, Mario/ Lange, Carsten: Spain and the European sovereign debt crisis, European Journal of Political Economy, 2013, 1-6.

Galil, Koresh/ Soffer Gil: Good news, bad news and rating announcement: An empirical investigation, Journal of Banking & Finance 35, 2011, 3101-3119.

Güttler, Andre/ Wahrenburg, Mark: The adjustment of credit ratings in advance of defaults, Journal of Banking & Finance 31, 2007, 751-767.

Grunewald / Schlitt: Einführung in das Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., München 2009.

Habersack, Mathias: Rechtsfragen des Emittenten-Ratings, ZHR 169/2005, S. 185-211.

Hoffmann, Peter: Bonitätsbeurteilung durch Credit Rating, Berlin 1991.

Haar, Brigitte: Civil Liability of Credit Rating Agencies-Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence, University of Oslo, Research Paper Series No. 2013-02, 2013.

Haper, Steven: Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007-2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act, Washington and Lee Law Review, Vol. 68, Issue 4, Article 8, 2011, 1921-1972.

Horsch, Andreas/ Kleinow, Jacob/ Traun, Maximilian: Ökonomische Analyse von Konzepten einer Europäischen Ratingagentur, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25 Jargang, 15 Dezember 2013, 417-435.

Han, Hun Seung/ Pagano, S. Michael/ Shin, S. Yoon: Rating Agency Reputation, the Global Financial Crisis and the Cost of Debt, financial Management, 2012, 849-884

Hanso, Gustavo: Feedback effects of credit ratings, Journal of Financial Economics 109, 2013, 535-548.

Hoti, Suhejla/ McAleer, Michael: An Empirical Assessment of Country Risk Ratings and Associated Models, Journal of Economic Survey, Vol. 18, No. 4, 10 Sep. 2004, 539-588.

Hill, Paula/ Brooks, Romert/ Faff, Robert: Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies, Journal of Banking & Finance 34, 2010, 1327-1343.

Hüsstege, Rainers/ Mansel, Heiz-Peter: BGB Rom-Verordnungen zum Internationalen Privatrecht, Nomos, Hrsg. Hüsstege, Band 6, 2014, 758.

იურისტის ბიბლიოთეკა, ბონა კაუზა, თბილისი, 2006,

Joachim, Neupeil / Rudolph, Bernd / Hahnenstein, Lutz: Aktuelle Entwicklungen im Bank-Controlling Ratings, Gesamtbanksteuerung und Basel II, Düsseldorf 2005.

Jiang (Xuefeng), John/ Stanford, Harris Mary/ Xie, Yuan: Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence, Journal of Financial Economics 105, 2012, 607-621.

Jeon, Doh. Shin/ Lovo, Stefano: Credit rating industry: A helicopter tour of stylized facts and recent theories, International Journal of Industrial Organization 31, 2013, 643-651.

Kleinov, Jacob/ Heinrich Lars/ Horsch, Andreas: Die neue Europäische Ratingverordnung CRA III- eine kritische Bestandsaufnahme, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 66. Jahrgang, 15 März 2013, 297-300.

Kemper, J. Kristopher/ Rao P. Ramesh: Do Credit Rating REally Affect Capital Structure?, Financial Review, Vol. 4, Issue 4, 8 Oct. 2013, 573-595.

Kim, S. Young/ Kim, Yura/ Song, "Roy" Kyojik: Credit Rating Changes and Earnings Management, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Vol. 42m Issue 3, 19 Jun 2013, 109-140.

Kim, Suk-Joong/ Wu, Eliza: International bank flows to emerging markets: Influence of Sovereign Credit Rating and their Regional Spillover Effects, The Journal of financial Research, Vol. XXXIV, No. 2, 2011, 331-364.

Karmann, Alexander/ Maltritz, Dominik: Sovereign Default Risk and Recovery Rates: What Government Bond Market for Greece, Review of International Economics 20 (4), 2012, 723-729.

Kisgen, J. Darren: Credit Rating and Capital Structure, The Journal of Finance, Vol. LXI, No. 3, Jun 2006, 1035-1072.

Kolb, W. Robert/ Rodriguez, J. Ricardo: Financial Markets, Blackwell Publisher Inc., 1996, 356.

Kümpel, Siegfried: Kapitalmarktrecht- Eine Einführung, Berlin 2004.

Karampatsas, Nikolas/ Petmezas, Dimitris/ Travlos, G. Nickolaos: Credit ratings and the choice of payment method in mergen and acquisitions, Journal of Corporate Finance 25, 2014, 474-493.

Langohr, M. Herwig/ Langohr, T. Patricia: The Rating Agencies and their credit ratings- What They Are, How They Work and Why They are Rellevant, England, 2008, 510.

Löffler, Gunter: Avoiding the rating balance: Why rating agencies are slow to react to new information, Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 56, 2005, 305-381.

Livingston, Miles/ Wei, (Diana) Jie/ Zhou, Lei: Moody's and S&P Ratings Are They Equivalent? Conservative Ratings and split Rated bond Yields, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 42, No. 7, Oct. 2010.

Levin, Ross: The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis, International Review of Finance, Vol. 12, issue 1, 8 Sep 2011, 39-56.

Liu, Pu/ Seyyed, J. Fazal/ Smith, D. Stanley: The Independent Impact of Credit Rating Changes- The Case of Moody's Rating Refinement on Yield Premiums, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 26, Issue 3-4, 3 Mar. 2003, 337-363.

Metiu, Norbert: Sovereign risk contagion in the Eurozone, Economics Letters 117, 2012, 35-38.

მენქიუ, გრეგორი: ეკონომიკის პრინციპები, დიოგენე, 2008.

Mink, Mark/ Haan, de Jakob: Contagion during the Freek sovereign debt crisis, Journal of International Money and Finance, 34, 2013, 102-113.

Mählmann, thomas: Multiple Credit Ratings, cost of Debt and Self-Selection, Journal of Business Finance & Accounting 36 (9) & (10), November/December 2009, 1228-1251.

Mathis, Jarome. McAndrew, James. Rochet, Jean-Charles: Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?, Journal of Monetary Economics 56, 2009, 657-674.

Milidonis, Andreas: Compensation incentives of credit rating agencies and predictability of changes in bond ratings and financial strength ratings, Journal of Banking & Finance 37, 2013, 3716-3732.

Majek, Petr/ Michalak, Krzysztof: Feature selection in corporate credit rating prediction, Knowledge-Based Systems 51, 2013, 72-84.

Morkötter, Stefan / Westerfeld, Simone: Asset Securitisation- Die Geschäftsmodelle von Ratingagenturen im Spannungsfeld einer Principal-Agent-Betrachtung, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 6/2008, 393-396.

Mühl, Thomas: Haftung für fehlerhafte Ratings, Erich Schmidt Verlag, Berlin, 2010, 180.

Opp, C. Christian/ Opp, M. Marcus/ Harris, Milton: Rating agencies in the face of regulation, Journal of Financial Economics 108, 2013, 46-61.

Ozerturk, Saltuk: Ratings are regulatory stamps, Journal of Economic Behavior & Organization 105, 2014, 17-29.

Oldrich, Alfons Vasicek: Credit Valuation, KMV, LLC (KMV), San Francisco, California, USA, 1944, 19.

Ott, Christine: Der Informationsgehalt von Credit Ratings am deutschen Aktienmarkt. Eine empirische Untersuchung, Gabler Verlag, Aufl. 1, 2011.

Ponce, Jorge: The quality of credit rating: A two-sided market perspective, Economic Systems 36, 2012, 294-306.

Pohlmann, Jörg: Das Aktienrecht des 19. Jahrhunderts, Baden-Baden 2007.

Pagano, Marco/ Volpin, Paolo: Credit ratings failure and policy options, Economic Policy, Great Britain, April 2010, 410-431.

Persaud, Avinash: Rating war?, ppr: public polict research, Dec. 2008- Feb. 2009, 187-191.

Podding, Thorsten/ Fieberg, Cristian/ Frädrich Corinne/ Grigat, Eike/ Moys, Gunnar: Eine empirische Analyse zum Informationsgehalt von Ratingänderungen für die Aktienkursrenditen von Banken, ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 25 Jahrgang, 15. Feb 2013, 60-68.

Poon, P.H Winnie: Are unsolicited credit ratings biased downward?, Journal of Banking & Finance 27, 2003, 593-614.

Prütting, Hans/ Wegen, Gerhard/ Weinreich, Gerd: BGB Kommentar, Luchtehand Verlag, 2014, 3758.

პაგლიაშვილი, სოლომონი: მიმდინარე ეკონომიკური კრიზისის ხასიათი და თავისებურებანი. სოციალური ეკონომიკა 1(13)/ 2011, 30-37.

Raguss, Gerd: Der Vorstand einer Aktiengesellschaft, Verlag Berlin Heidelberg 2005.

Research: Interne Rating- die Erfahrungen amerikanischer Grossbanken, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 3/1999, S. 152-164.

Rüsberg, Lars: Banken-Rating, Wiesbaden 1992.

Reisen, Helmut/ Maltzan von Julia: Boom and Bust and Sovereign Rating, International Finance, Vol. 2, Issue 2, 16 Dec. 2002, 273-293.

Ratha, Dilip/ De, K. Prabel/ Mohapatra, Sanket: Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries, World Development, Vol. 39, No. 3, 2010, 295-307.

Rom, Carl Mark: The Credit Rating Agencies and the Subprime Mess: Greedy, Ignorant and stressed?, Public Administration Review, July/August 2009, 640-650.

Shen, Chung-Hua/ Huang, Yu-Li. Hasan, Iftekhar: Assymetric benchmarking in bank credit rating, Int. Fin. Markets, Inst. and Money 22, 2012, 171-193.

Stolper, Anno: Regulation of credit rating agencies, Journal of Banking & Finance 33, 2009, 1266-1273.

Schroeter, Ulrich: Ratings- Bonitätsbeurteilungen durch Dritte im Szstem des Finanzmarkt-, Gesellschafts- und Vertragsrechts, Mohr Siebeck, 2014.

შენგელია, რომანი: საქდვარგარეთის ქვეყნების საფინანსო სამართალი, თბილისი 2004.

შენგელია, რომანი: საფინანსო სამართალი, თბილისი 2004.

Spatt, Chester: Discussion of "Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Rating Inflation", journal of Monetary Economics 56, 2009, 696-699.

Schroeter, U.G: Credit Ratings and Credit Rating Agencies. Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Instruments, Elsevier Inc, 2013.

Staikouras K. Panagiotis: A Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies. In Search of Truth, Not Scapegoats, Financial Markets, Institutions & Instruments, New York University Salomon Center and Wiley Periodicals Inc, 2012, 71-155.

Schroeder, K. Susan: The Underpinnings of Country Risk Assessment, Journal of Economic Surveys, Vol. 22, No. 3, 2008, 498-535.

Santoni, Alessandro/ Arbia, Barbara: Assessing Rating Agencies' Ability to Predict Bank Bankruptcy- The Lace Financial case, Economic Notes, Vol. 42, Issue 2, 20 Jun. 2013, 203-215.

Stier, Franklin: Rating the RatersL Conflict of Interest in the Credit Rating firms, Business and Society Review 113:4, 533-553.

Schwark, Eberhard: Kapitalmarktrechts-Kommentar, München 2004.

Schweinitz, Oliver: Die Haftung von Ratingagenturen, WM 21/2008, S. 953-959.

Schwintowski, Hans-Peter: Bank- und Kapitalmarktrecht, München 2007.

Siller, Christian: Kapitalmarktrecht, München 2006.

Schäfer, Der Crash des Kapitalismus, Frankfurt/Main 2009.

Strunz, Anne: Externe Ratingagenturen-Marktregulierung durch Basel II- Vorgaben zur Anerkennung als ECAI und die aufsichtsrechtliche Behandlung von externen Ratings, WM 3/2004, S. 115-120.

Sacomanni, Fabrizio: Managing international Financial Instability, Cheltenham, UK, Northampton, MA,USA 2008.

ურიდია, სამსონი: მოხელის სამაგიდო ლექსიკონი/ გაეროს განვითარების პროგრამა, რედ. ვაჟა გურგენიძე, თბილისი, 2004.

<http://www.nplg.gov.ge/gsdll/cgi-bin/library.exe?e=d-01000-00---off-0dictiona--00-1--0-10-0--0-0---0prompt-10--.%2e-4---4---0-0l--11-ru-10---10-about-50--00-3-1-00-0-00-11-1-0utfZz-8-00-0-11-1-0utfZz-8-00&a=d&c=dictiona&cl=CL1.1> [17/06/2014]

Wastermann, Peter: Erman- Bürgerliches Gesetzbuch, 12. neubearbeitete Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2008, 3243.

Williams, Gwion/ Alsakka, Rasha/ Gwilym, ap Owain: The impact of sovereign credit rating actions on bank ratings in emerging markets, Journal of Banking & Finance 37, 2013, 563-577.

Woo, Pei Sarah: Stress before Consumption: A Proposal to Reform Agency Ratings, European Law Journal, Vol. 18, No. 1, January 2012, 62-82.

Wenzel, Frank: Rechtsfragen der vorzeitigen Beendigung von Finanzierungen und das Rating von Unternehmen, WM 36/1996, 1605.

Wildmoser/ Schiffer/ Langoth: Haftung von Ratingagenturen, RIW 10/2009, 657-668

Xia, Han: Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies?, Journal of financial Economics 111, 2014, 450-468.

Verdun, Amy: Introduction to the Symposium Economic and Monetary Union and the Crisis of the Eurozone, Journal of Common Market Studies, Vol. 50, No.6, 863-865.

ჯიბუტი, ნინო: სუვერენული რეიტინგის არსი და მნიშვნელობა, იურიდიული ფაკულტეტის სამეცნიერო პერიოდული გამოცემა „სამართლის ჟურნალი“, 2014, II ნომერი (რედაქციაში დასაბეჭდად).

ჯიბუტი, ნინო: „სარეიტინგო კომპანიის სამართალი, როგორც სამართლის დამოუკიდებელი დარგი და მისი ობიექტი– რეიტინგი“, სამეცნიერო ჟურნალი „მეცნიერება და ცხოვრება“, თბილისის ტექნიკური უნივერსიტეტი, 2013, 362–375.

ჯიბუტი, ნინო: ცვლილებები სარეიტინგო კომპანიის სამართალში (გერმანულ ენაზე), თბილისი, 2010, 39.

ჯიბუტი, ნინო: „სარეიტინგო კომპანიის სამართლის საფუძვლები“ მახარობლიშვილი, გიორგი/ ქირია, აკაკი/ ზუბიტაშვილი, ნონა/ ჯიბუტი, ნინო/ ჯიბუტი, სალომე: საკორპორაციო სამართლის კრებული II, მერიდიანი, რედ. ბურდული ი., თბილისი, 2014.

ჯიბუტი, ნინო: „ვინც ფულს იხდის, მუსიკასაც ის უკვთავს“ (ინგლისურ ენაზე), სოციალური ეკონომიკა, თბილისი, 2011, 1 (13), 274–276.

ჯიბუტი, ნინო: „კოპორაციის ცნება სამართლებრივი სისტემების მიხედვით“, სარჩევი N.1-2 (3-4), 2012, 40-58.

ჯიბუტი, მიხეილი: გლობალიზაცია-უცოდნელი ცოდნა, სოციალური ეკონომიკა 1(13)/2011, 55-58.

ჯიბუტი, მიხეილი/ ყორანაშვილი, ქართლოსი: „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, თბილისი 2004.

ჯიბუტი, მამუკა: ქვეყნის რისკის შეფასება კომპოზიტური ინდექსის მეშვეობით, ბანკი 2002. 5/13, 41-49.

ნორმატიული მასალა

VERORDNUNG (EG) Nr. 593/2008 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I)

EU-Kommission: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen, 12.11.2008.

IOSCO: Statement of Principles regarding of Credit Rating Agencies, September 2003,

EU-Kommission: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen, 12.11.2008

Verordnung (EU) Nr. 513/2011 Des Europäischen Parlament und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen.

European Parliament and the Council: Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies

Regulation (EU) No 513/2011 of the European parliament and of the Council, 11 .05.2011

Verordnung (EG) No 1060/2009 des europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen, 16 September 2009.

Credit Agency Reform Act 2006

Kommission der europäischen Gemeinschaft: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde. KOM(2009) 503. Brüssel 23.09.2009.

U.S. Securities and Exchange Commission: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, January 2003, 24.

BGB Bürgerliches Gesetzbuch 72. Auflage 2013.

ZPO Zivilprozessordnung, Aufl. 53, 2014.

WpPG Wertpapierprospektgesetz und EU-Prospektverordnung, Aufl.1, 2009.

საქართველოს კანონი „კომერციული ბანკების შესახებ“.

სარეიტინგო კომპანიის ოფიციალური დოკუმენტები

Moody's Investors Service: Code of Professional Conduct, December 2013.

Standard & Poor's Rating Services: Standard & Poor's Rating Services Code of Conduct, 29 Jun. 2012.

Standard & Poor's Rating Services: Research- Understanding National Rating Scales, 14 Apr. 2005.

Standard & Poor's Rating Services: RatingsDirect- Standard & Poor's Rating Definition, 22 June 2012.

Standard & Poor's Rating Services: General Description of Credit Rating Process, 28 February 2013.

Standard & Poor's Rating Services: Credit Rating Assignment, Withdrawal, & suspension, 29 February 2012.

Standard & Poor's Rating Services: Credit Rating Information and Data, 30 November 2012.

Standard & Poor's Rating Services: Appeals Policy, 31 October 2012.

Standard & Poor's Rating Services: Pre-Publication Notice to Issuers, 30 April 2012.

Standard & Poor's Rating Services: Ratings Release Standards, 7 September 2010.

Standard & Poor's Rating Services: Management Meetings, 7 September 2010.

Standard & Poor's Rating Services: Surveillance, 29 February 2012.

Standard & Poor's Rating Services: Glossary of Terms, 31 January 2013.

Standard & Poor's Rating Services: RatingsDirect- Principles of Credit Ratings, 16 February 2011.

Standard & Poor's Rating Services: Ratings Services Use of Credit Ratings of other NRSROs, 26 June 2007.

Standard & Poor's Rating Services: Policy Against Structuring Transactions, 7 September 2010.

Standard & Poor's Rating Services: Avoiding Selective Disclosure, 30 December, 2010.

Standard & Poor's Rating Services: Confidential and Sensitive Information, 30 November 2010.

Standard & Poor's Rating Services: Error Correction, 30 March 2012.

Standard & Poor's Rating Services: Outside Activities/ Professional Conduct, 1 June 2011.

Standard & Poor's Rating Services: Employee Education, Certification, and Licensing, 3 October 2011.

Standard & Poor's Rating Services: RatingsDirect: Calendar of 2014 Publication Dates For EMEA Sovereign, Regional, And Local Government Ratings, 30 December 2013.

Standard & Poor's Rating Services: Securities Disclosure, 18 June 2012.

სასამართლო გადაწყვეტილებები

County of Orange vs. McGrew Hill Companies INC.; United State District Court for the Central District of California; No – SA CV 96-765-GLT.

ინტერნეტ გვერდები

www.bafin.de
www.bundesregierung.de
www.standardandpoors.com
www.moodys.com
www.sec.gov
www.europarl.europa.eu
www.government.gov.ge
www.bog.ge
www.nbg.gov.ge
www.tbcbank.com.ge
<http://ge.vtb.com.ge>
www.procreditbank.ge
www.railway.ge
<http://mof.gov.ge>
http://www.fund.ge/geo/who_we_are/4
<http://www.big.com.ge/structure/l/geo>

დადასტურება ნაშრომის ორიგინალობის შესახებ

ნაშრომი შესრულებულია ჩემს მიერ, არ გამოიყენებია ლიტერატურა სათანადო მითითების გარეშე და ვაცნობიერებ სიყალბის გამოვლენის შემთხვევაში მისი შედეგის ბათილად ცნობისა და სადოქტორო პროგრამიდან აღდგენის უფლების გარეშე გარიცხვის რეალობას.

ნინო ჯიბუტი