

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ



*ΟΙΚΟΙ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.
Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑ ΠΟΣΟ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΟΣΟ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΣ*

Διπλωματική Εργασία
του φοιτητή

ΝΤΡΑΠΕ-ΣΤΑΘΟΓΛΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ (ΑΜ:3335)
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Δρ. ΙΩΑΝΝΗΣ ΒΑΡΔΑΣ

ΗΡΑΚΛΕΙΟ, 2013

Copyright ©

Ντράπε-Στάθουλου Ευάγγελος, 2013

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της πτυχιακής εργασίας από το Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων του ΤΕΙ Κρήτης δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο δομικός μετασχηματισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος διεθνώς, με την πάροδο του χρόνου οδήγησε μεταξύ άλλων στη μεγαλύτερη διασύνδεση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με τις αγορές και στην αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ τους, προσδίνοντας βαρύνουσα σημασία στις κινήσεις των αγορών και στην εξωτερική, σωστή και αντικειμενική αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Ενισχύθηκε έτσι σημαντικά ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης, που είναι όμως εκτεθειμένοι σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο.

Η παρούσα εργασία περιγράφει ποιοι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και πώς απέκτησαν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές. Συγκεκριμένα, εστιάζεται στο ρόλο που διαδραμάτισαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, στην κρίση χρέους της Ελλάδας και διεθνώς. Επίσης, γίνεται επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας που ασχολείται με τις αδυναμίες τους. Τέλος, εξετάζεται κριτικά το πώς εξελίχθηκε το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει αυτούς τους οργανισμούς σε προσπάθειες των ρυθμιστικών αρχών να εξυγιάνουν την διαδικασία αξιολόγησης.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θέλω να ευχαριστήσω ιδιαίτερα την Μέλανι και τον Δαβίδ για την πολύτιμη βοήθεια τους, καθώς και τους γονείς μου για την υποστήριξη που μου παρείχαν.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ.....σελ.6
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣσελ.6
1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....σελ.7
1.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ.....σελ.8
1.4 ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣσελ.9
1.5 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....σελ.14
1.6 ΟΙ ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ.....σελ.16
1.7 Η ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....σελ.18
1.7.1 ΑΜΦΙΒΟΛΙΕΣ ΠΕΡΙ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑΣ.....σελ.18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....σελ.20
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑσελ.20
2.2 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....σελ.20
2.2.1 ΤΑ SUB-PRIME ΔΑΝΕΙΑσελ.22
2.3 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....σελ.23
2.4 Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....σελ.24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....σελ.26
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣσελ.26
3.2 Η ΕΚΘΕΣΗ DE LAROSIERE.....σελ.28
3.3 Η ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝσελ.31

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟσελ.36
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑσελ.36
4.2 Ο ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣσελ.36
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....σελ.39
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....σελ.40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1°

ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Τα τελευταία χρόνια έχουν εισβάλει στη ζωή μας διάφορες οικονομικές έννοιες, οι οποίες σχετίζονται κυρίως με αυτό που ο Μαρξ ονόμασε πλασματικό κεφάλαιο. Ένα από τα ζητήματα που αξίζει ιδιαίτερης προσοχής είναι και οι οίκοι αξιολόγησης. Κάποιοι στο άκουσμα αυτών των λέξεων αισθάνονται δέος και αμηχανία, ενώ κάποιοι άλλοι θυμό.

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις και τις περισσότερες φορές είναι οργανωμένες σαν κεφαλαιουχικές ή μετοχικές εταιρίες. Εργάζονται όπως όλες οι καπιταλιστικές επιχειρήσεις, δηλαδή σκοπός τους είναι το κέρδος. Προσφέρουν κυρίως συμβουλευτικές "ανεξάρτητες" και έγκυρες υπηρεσίες στη δευτερογενή αγορά. Ο σκοπός των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, μεταξύ άλλων, είναι να ξεδιαλύνουν την ομίχλη γύρω από την ασύμμετρη πληροφόρηση, προσφέροντας εκτιμήσεις σχετικά με την πιστωτική ποιότητα των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από εταιρείες και κρατικές κυβερνήσεις (White, 2010). Αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων (ιδιωτών, επιχειρήσεων, κρατών) καθώς επίσης και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι παρέχουν σχετικές πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερομένων ώστε να λαμβάνουν ασφαλέστερες χρηματοδοτικές αποφάσεις. Πρόκειται για ιδιωτικούς μη-πλειοψηφικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν μπορούν να επηρεάσουν ακόμα και την διεθνή αγορά. (De Grauwe, 2008)

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης (δηλαδή και στο δανειστή και στο δανειζόμενο). Όσον αφορά στο δανειστή προσφέρει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες και στο δανειζόμενο προσφέρει την απαραίτητη πληροφόρηση για να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας. (BIS, 2003)

Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιριών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, δήμων και κρατών. Η αξιολόγηση του αξιόγραφου βασίζεται στη δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού.

1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η ιστορία των οίκων αξιολόγησης ξεκινάει πριν από 100 χρόνια, όταν στις Η.Π.Α. ξεκίνησε η κατασκευή του τεράστιου σιδηροδρομικού δικτύου. Έπρεπε να βρεθούν επενδυτές ώστε να επενδύσουν τα κεφάλαια τους σε αυτό το πραγματικά δύσκολο εγχείρημα για την εποχή.

Εκείνη την περίοδο ο John Moody, ένας ιδιαίτερα αξιόλογος χρηματοοικονομικός αναλυτής, διέκρινε το πρόβλημα και ανακάλυψε τη λύση του, δημιουργώντας το 1909 την πρώτη εταιρεία αξιολόγησης πιστωτικών κινδύνων. Επινόώντας την αξιολόγηση με τα αρχικά γράμματα του αλφαβήτου, καθιέρωσε τη βαθμολογία AAA (και τα παράγωγα της), η οποία έκτοτε υποδηλώνει το χαμηλότερο δυνατό ρίσκο, με το οποίο βρίσκεται αντιμέτωπος ένας επενδυτής, όταν δανείζει τα χρήματα του σε μία επιχείρηση ή ένα κράτος κλπ. Για το λόγο αυτό χρηματοδοτήθηκαν μεγάλα προγράμματα, όπως το σιδηροδρομικό δίκτυο (καθώς επίσης μεταλλεία, η κατασκευή διωρύγων, πλοίων κ.ά.) μέσω μετοχών ή πιστώσεων. Κατά αυτό τον τρόπο αυτό έγινε δυνατή η κινητοποίηση μεγάλων συσσωρευμένων κεφαλαίων. Τα αξιόγραφα που εκδίδονταν για αυτό το σκοπό, ήταν ταυτόχρονα τόσο επιθυμητά ως επενδύσεις όσο επίσης και ιδεατά για κερδοσκοπία και απάτες – τα όρια την περίοδο αυτή ήταν ρευστά. Οι γρήγορες «πληροφορίες για την αγορά» αποτέλεσαν επομένως ένα σπάνιο και επιθυμητό αγαθό, το οποίο μετατράπηκε σταδιακά σε εμπόρευμα. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1850 ιδρύθηκαν τα πρώτα περιοδικά, τα οποία έδιναν πληροφορίες γύρω από τις αγορές, τα δρώντα πρόσωπα και τα σχέδια των σιδηροδρόμων: Το περιοδικό Poor's American Railroad Journal εκδόθηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1850, ενώ το Poor's έκδωσε το πρώτο εγχειρίδιο για το σιδηροδρομικό δίκτυο των ΗΠΑ. Στις αρχές της δεκαετίας του 1880 το περιοδικό είχε ήδη 5.000 συνδρομητές. Αλλά και το 1909 το ιδρυθέν πρακτορείο Moody's, τα πρώτα χρόνια είχε εξειδικευτεί στην αξιολόγηση δανείων για σιδηροδρόμους. Την ίδια χρονική περίοδο δημιουργήθηκαν επίσης και άλλες μορφές διάδοσης πληροφοριών, όπως το πρακτορείο Ρόιτερ (1851). Το 1916, και αφού είχε κάνει την αρχή ο Moody, εισήλθε στο χώρο η Standard Statistics (η σημερινή Standard & Poor), ενώ ακολούθησε το 1924 η Fitch. Αυτό το ολιγοπώλιο κατέχει σήμερα το 95% της παγκόσμιας αγοράς. (Kolmer, 2008)

Ιστορικά, μπορεί να γίνει χοντρικά ένας διαχωρισμός των οίκων αξιολόγησης σε τρεις φάσεις. Μέχρι το 1933 ιδρύθηκαν τα πιο πάνω πρακτορεία, αλλά και άλλοι οίκοι αξιολόγησης. Αυτοί όμως οι οίκοι εργάζονταν με βάση ένα διαφορετικό επιχειρησιακό μοντέλο από ότι σήμερα, χωρίς να είναι ακόμη αναγνωρισμένοι από την αστική πολιτική σαν υπολογίσιμοι παράγοντες πάνω στην αγορά, ενώ δεν έχουν εμφανιστεί ακόμη στην πολιτική σκηνή. Αυτό συνέβηκε μετά την παγκόσμια καπιταλιστική κρίση, από το 1929. Η δεύτερη φάση αρχίζει από το 1933 και φθάνει μέχρι το 1975. Είναι γνωστό, ότι σαν συνέπεια της

κρίσης, γεννήθηκε το λεγόμενο αμερικάνικο «New Deal» και την περίοδο αυτή ιδρύεται το πρώτο ίδρυμα που σκοπό έχει την επιτήρηση του χρηματιστηρίου, συγκεκριμένα η «Security Exchange Commission» (SEC), σαν αποτέλεσμα του χρηματιστηριακού κραχ το 1929. Στο διάστημα αυτό αρχίζει η άνοδος των οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι κατοχύρωσαν το δικαίωμα από την SEC να έχουν ως νέο τους καθήκον, να κάνουν τη διαφοροποίηση μεταξύ ασφαλούς («investment grade») και κερδοσκοπικής («non investment grade») χρηματιστικής επένδυσης για τους επενδυτές. (BIS, 2005)

Η τρίτη φάση αρχίζει με τον νεοφιλελευθερισμό, μέσω της πολιτικής του οποίου οι οίκοι αξιολόγησης μαζί με τις χρηματιστικές αγορές κερδίζουν έδαφος. Τη δύναμή τους όμως δεν την απέκτησαν από μόνοι τους, αλλά επειδή έτσι ήθελε η αστική κρατική πολιτική. Η αρχή αυτής της φάσης συνοδευόταν από ένα νέο επιχειρησιακό μοντέλο των οίκων αφού δόθηκε από την SEC άδεια μόνο για επτά οίκους αξιολόγησης, οι οποίοι σε μικρό χρονικό διάστημα συγχωνεύτηκαν σε τρεις κι έτσι γεννήθηκαν τα κλασικά μονοπώλια. Ταυτόχρονα από τη δεκαετία του 1970 οι οίκοι αξιολόγησης ελέγχονται όλο και λιγότερο από την SEC. Ενώσω οι οίκοι μέχρι τότε κατανοούσαν την δραστηριότητά τους σαν εργασία/απόδοση για τους επενδυτές, καθώς πληρώνονταν από αυτούς για αναλύσεις και αξιολογήσεις, από τώρα και στο εξής, ζητούσαν χρήματα και από τους εκδότες των αξιόγραφων – μια έκφραση για την αυξανόμενη σημασία που απέκτησαν οι χρηματιστικές αγορές, καθώς και την αυξανόμενη μάζα σε αξιόγραφα διαφορετικού και πιο περίπλοκου είδους.

1.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης είναι να βοηθούν τις αγορές να γίνονται πιο αποδοτικές, βελτιώνοντας τη διαφάνεια και διοχετεύοντας πληροφορίες προς τους επενδυτές, μειώνοντας με τον τρόπο αυτό τις δανειοδοτικές και δανειοληπτικές δαπάνες. Επίσης προσφέρουν τη δυνατότητα σε κυβερνήσεις και μικρές επιχειρήσεις, σε νεοσύστατες εταιρείες, αλλά και σε άλλες σχετικά άγνωστες επιχειρηματικές οντότητες, να αντλήσουν κεφάλαια με την αξιολόγηση του χρέους τους από τους οίκους αξιολόγησης. Οι αξιολογήσεις αποδεικνύονται χρήσιμες για αυτούς που αξιολογούνται, γιατί αποτελούν ανεξάρτητη πηγή πιστοποίησης του επιπέδου της πιστοληπτικής τους ικανότητας, καθώς και για τις κυβερνητικές ρυθμιστικές αρχές, όπως είναι η Κεντρική Τράπεζα και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. (Σπανού, 2008) Η βελτίωση της διαφάνειας στην αγορά και η διάδοση πληροφοριών θεωρείται ότι αποτελούν το ρόλο του παραδοσιακού μοντέλου οίκου αξιολόγησης. Άλλη μια ερμηνεία πίσω από την ανάγκη ύπαρξης και λειτουργίας οίκων

αξιολόγησης στηρίζεται σε μια 'θεωρία συντονισμού', σύμφωνα με την οποία οι οίκοι αυτοί ασκούν συντονιστικό ρόλο μεταξύ εκδοτών ομολόγων/δανείων και επενδυτών. (Duffie, D., 2007). Δηλαδή, οι επενδυτές είναι αποδέκτες τεράστιων ποσοτήτων πληροφοριών και οι οίκοι αξιολόγησης τους προσφέρουν βοηθητική καθοδήγηση για να πάρουν τις ορθές αποφάσεις. Ταυτόχρονα, οι οίκοι ενεργούν ως πυξίδα στον περίπλοκο κόσμο των χρηματοοικονομικών αγορών και προς τους εκδότες των ομολόγων/δανείων. Μια τρίτη εξήγηση όσο αφορά στο ρόλο των οίκων αξιολόγησης είναι η μετατροπή εμπιστευτικών πληροφοριών, που μπορεί να κατέχουν λόγω της στενής τους σχέσης με τους εκδότες, σε δημόσιες, και οι οποίες είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν από επενδυτές, ρυθμιστικές αρχές, κ.λπ. (Gibson, M.S., 2004). Θα μπορούσε εύκολα να ειπωθεί ότι λόγω των τεχνολογικών εξελίξεων και της βελτίωσης της ποιότητας των πληροφοριών που φθάνουν στους επενδυτές από πολλές πηγές, ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης θα μειωνόταν κατά τα τελευταία χρόνια. Όμως το αντίθετο συμβαίνει. Έχουν καταστεί όλο και περισσότερο σημαντικοί. Ένας από τους λόγους είναι η παγκοσμιοποίηση. Στις μέρες μας οι εταιρείες και τα άτομα έχουν την επιλογή να επενδύσουν τα χρήματά τους σε τόπους πολύ μακριά από τα πάτρια εδάφη με κύριο λόγο τη διαφοροποίηση των επενδυτικών τους χαρτοφυλακίων. Για το λόγο αυτό οι οίκοι αξιολόγησης συμβάλλουν ώστε να παρέχονται χρήσιμες πληροφορίες οι οποίες διαφορετικά θα ήταν δύσκολο να εξασφαλιστούν. Ένας δεύτερος λόγος είναι η διάθεση στην αγορά εξαιρετικά σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, ενώ οι επενδυτές είτε δεν διαθέτουν τη γνώση είτε το χρόνο να αναλύσουν τους κινδύνους που αυτές οι κινητές αξίες εμπερικλείουν. Μια τρίτη εξήγηση για τον αυξανόμενο ρόλο που διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης είναι το κύμα των οικονομικών σκανδάλων που παρατηρήθηκαν και που είχαν ως συνέπεια οι επενδυτές να χάσουν δισεκατομμύρια. Έτσι, παρά τις όποιες αδυναμίες τους οι οίκοι αξιολόγησης αποτελούν σημαντικό μηχανισμό άμυνας για τους επενδυτές έναντι των καταχρήσεων εκ μέρους ανώτερων διευθυντικών στελεχών που διαχειρίζονται τα λεφτά τους. (Κόλμερ, 2008)

1.4 ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Παγκοσμίως υπάρχουν περίπου 150 οίκοι αξιολόγησης. Μολαταύτα μόνο τρεις απ' αυτούς βρίσκονται καθημερινά στο φως της δημοσιότητας. Standard & Poor's (S&P), Moody's και Fitch, οι οποίοι καλύπτουν το 97% της αγοράς. Μόνο οι δυό πρώτοι κατέχουν από ένα μερίδιο 40% έκαστος, ενώ η Fitch κατέχει πάνω από το 15%. Στην λίστα είναι τα ονόματα μιας σημαντικής πλειοψηφίας οίκων αξιολόγησης. (default.com)

1. Agence d'Évaluation Financière (ADEF)
2. Agosto & Co. Ltd. -- Nigeria
3. BRC Investor Services S.A.
4. Capital Intelligence Limited with offices in Cyprus and Hong Kong
5. Calificadora de Riesgo PCA
6. Caribbean Information & Credit Rating Services Limited (CariCRIS)
7. Central European Rating Agency (CERA) -- Renamed "Fitch Polska S.A."
8. China Lianhe Credit Rating Co. Ltd. -- (China)
9. Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada (Chile)
10. CMC International -- Nigeria
11. Companhia Portuguesa de Rating (CPR)
12. CRA Rating Agency (formerly, Czech Rating Agency)
13. Credit Rating Agency of Bangladesh Ltd. (CRAB)
14. Credit Analysis & Research Ltd (CARE) -- India
15. Credit Information Bureau Ltd. (CIB) -- India
16. Credit Rating Information and Services, Ltd. (CRISL) -- Bangladesh
17. CRISIL, Limited -- India
18. Dagong Global Credit Rating Co., Ltd. -- (China)
19. Dominion Bond Rating Service (DBRS)
20. Ecuability SA -- (Ecuador)
21. Egan-Jones Rating Company -- (US)
22. Equilibrium Clasificadora de Riesgo -- Peru
23. European Rating Agency
24. Feller Rate Clasificadora de Riesgo -- Chile
25. Fitch Ratings
26. Duff & Phelps
27. Global Credit Rating Co. -- South Africa
28. Humphreys Clasificadora de Riesgo -- Chile
29. Interfax Rating Agency (IRA) -- Russia
30. Investment Information and Credit Rating Agency (ICRA) -- India
31. Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCRA) -- Japan
32. JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd. -- Pakistan
33. Korea Investors Service (KIS)
34. Malaysian Rating Corporation Berhad
35. Mikuni

36. Moody's Investors Service
37. National Information and Credit Evaluation (NICE)
38. ONICRA Credit Rating Agency of India Ltd. -- India
39. Pacific Credit Rating
40. Pakistan Credit Rating Agency (PACRA)
41. Philippine Rating Services Corp. -- Philippines
42. P.T. Kasnic Credit Rating Indonesia -- Indonesia
43. P.T. PEFINDO Credit Rating Indonesia
44. Rapid Ratings
45. Rating Agency Malaysia Berhad (RAM)
46. Rating and Investment Information, Inc. -- Japan
47. Ratto-Humphreys Calificadora de Riesgo S.A. (Argentina)
48. Rus Ratings -- (Russian)
49. Seoul Credit Rating & Information, Inc. -- Korea
50. Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. -- China
51. Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.
52. SKATE
53. Slovak Rating Agency
54. Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana SA -- Costa Rica
55. Standard and Poors
56. Taiwan Ratings Corporation (TCR) -- Taiwan
57. Thai Rating and Information Services (TRIS) -- Thailand
58. Thompson BankWatch
59. VALUE Calificadora de Riesgo, S.A.
60. Veribanc
61. Weiss Ratings Inc.
62. Xinhua Far East China Ratings -- (China)

Standard & Poor's Ratings Services

To 1916 ιδρύθηκε η Standard Statistics, η οποία το 1941 συγχωνεύτηκε με την Poor's Publishing ιδρύοντας την Standard & Poor's, η οποία με τη σειρά της αγοράστηκε από την

εταιρεία The McGraw Hill Companies στην οποία ανήκουν επιχειρήσεις των MME, οι οποίες ταυτόχρονα δραστηριοποιούνται σαν λόμπυ: π.χ. Platts (βιομηχανία πετρελαίου, μετάλλου και ενέργειας), Dodge (οικοδομικές επιχειρήσεις), Appleton & Lange (ιατρική), Open University Press, J.D.Power (μάρκετινγκ, έρευνα καταναλωτών), Broadcasting (ειδήσεις, πολυάριθμοι τηλεοπτικοί σταθμοί). Βασικοί ιδιοκτήτες είναι οι εξής εταιρείες: Capital World Investors, Rowe Price, Fidelity Investments, Vanguard Group, State Street, Oppenheimer Funds, Morgan Stanley, Washington Mutual Funds, Blackrock, Allianz Global Investors of America.

Οίκος αξιολόγησης S&P Rating Services

Μετοχική εταιρία, εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με νομική έδρα στη χρηματιστική άσση Delaware. Επιχειρησιακή έδρα στη Νέα Υόρκη, με γραφεία σε 23 κράτη και 8.000 απασχολούμενους. Από το 1969 ηγείται στην Wall Street στο σύστημα καταχώρησης και ταυτοποίησης CUSIP (Committee for Uniform Security Identification Procedures), χωρίς το οποίο το τεράστιο καθημερινό παγκόσμιο εμπόριο χαρτιών θα ήταν αδύνατο. Το 1975 της μεταβιβάστηκαν υψηλά καθήκοντα από την SEC. Αυτό το χρονικό διάστημα αξιολογεί ομόλογα και πιστώσεις της τάξης των 32 δισεκατομμυρίων δολαρίων, ενώ μόνο το έτος 2009 πούλησε συνολικά 850.000 πιστοληπτικές αξιολογήσεις.

Moody's Investors Services

Ο οίκος αυτός ανήκει στην Moody's Corporation, μετοχική εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Ιδρύθηκε το 1909 με σκοπό να συμβουλευεί τους αγοραστές των ομολόγων για τους σιδηροδρόμους. Η νομική έδρα του βρίσκεται στην χρηματιστική άσση Delaware. Η επιχειρησιακή έδρα του είναι στη Νέα Υόρκη. Έχει 12 θυγατρικές εταιρίες στις ΗΠΑ για διάφορες υπηρεσίες συμβουλών και πληροφοριών, όλες με νομική έδρα στο Delaware. Επίσης, σε αυτήν ανήκουν 74 επιχειρήσεις σε άλλα κράτη, όπως στο Ισραήλ, στην Νότιο Αφρική, στην Ινδονησία και στο Ντουμπάι. Στο παράρτημά της στη Γερμανία απασχολούνται αυτή την περίοδο 4.000 εργαζόμενοι. Το έτος 2009 αξιολόγησε 12.000 ιδιωτικές επιχειρήσεις, 25.000 δημόσιες επιχειρήσεις και μονάδες, 110 κράτη και 106.000 δομικά χρηματιστικά προϊόντα. Παράλληλα προσφέρει συμβουλές στο μάνατζμεντ ρίσκου για τους εκδότες των αξιόγραφων, και τελευταία επίσης για τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα κράτη. Βασικοί ιδιοκτήτες είναι οι εξής: (με αυτή τη σειρά) Berkshire Hathaway (Warren

Buffett), Capital Research Global Investors, Capital World Investors, Fidelity Investments, Davis Selected Advisors, Morgan Stanley, Vanguard Group, State Street, Invesco Limited, Wellington Management, American FDS Insurance Growth Income.

Fitch Ratings

Η Fitch Ratings Limited (το σύνθημά της: «Γνώρισε το ρίσκο σου») ανήκει κατά 60% στην γαλλική μετοχική εταιρία Fimalac, η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Παρισιού. Δίπλα στις υπηρεσίες για χρηματιστικά, η Fimalac επενδύει επίσης σε ακίνητα (North Colonnade, Λονδίνο) και σε επιχειρήσεις (ιδιαίτερα σε σούπερ μάρκετ και σε βιομηχανίες αυτοκινήτων). Κατά 40% η Fitch ανήκει στην επιχείρηση των ΗΠΑ Hearst η οποία είναι ιδιοκτήτης σε 23 ημερήσιες και εβδομαδιαίες εφημερίδες, σε 33 ραδιοφωνικούς και τηλεοπτικούς σταθμούς, κατέχει επίσης την Arts & Entertainment Network με την Disney και την General Electric/NBC, το History Channel σε 75 χώρες, καλωδιακή τηλεόραση για σπορ, ενώ έχει στρατηγική σχέση/συμφωνία με την Yahoo, την Nokia και την Microsoft. Στην κατοχή του βρίσκεται επίσης το περιοδικό Cosmopolitan, το οποίο εκδίδεται σε 53 χώρες, το Esquire, το Harper's Bazaar, το Good Housekeeping, το Marie Claire και το The Oprah Winfrey Show. Παρέχει επίσης υπηρεσίες συμβουλών που αφορούν στο σύστημα υγείας. Η νομική έδρα του βρίσκεται στη χρηματιστική όαση Delaware.

Fitch Group

Η Fimalac αγόρασε το 1992 τον μικρό οίκο αξιολόγησης IBCA (International Bank Credit Analyst, Λονδίνο). Για να έχει πρόσβαση στην αγορά των ΗΠΑ, η Fimalac αποκτά το 1997 την Fitch. Στη συνέχεια αγοράστηκαν οι οίκοι αξιολόγησης Duff & Phelps (Σικάγο) και Thomson BankWatch. Από δω προέκυψε η Fitch Group με 3.000 εργαζόμενους.

Fitch Ratings

Η Fitch Publishing ιδρύθηκε το 1913 στη Νέα Υόρκη, ενώ της δόθηκε άδεια από την SEC το 1975. Η επιχειρησιακή έδρα της βρίσκεται στο Λονδίνο και την Νέα Υόρκη. Απασχολεί 2.100 εργαζόμενους σε 49 παραρτήματα. Έχει πελάτες σε 150 κράτη, ενώ ο κύριος όγκος των εργασιών της βρίσκεται στις ΗΠΑ. Ο οίκος αυτός εκτός από τις αξιολογήσεις που κάνει, παρέχει επίσης υπηρεσίες συμβουλών σε μια πληθώρα δημόσιων επιχειρήσεων και σε τμήματα διοίκησης (δήμους, κράτη, σχολικά συγκροτήματα).

Στα κράτη που έχει παραρτήματα δραστηριοποιείται επίσης σαν λομππίστας. Στις ΗΠΑ αυτό το διάστημα είναι αναγνωρισμένοι 10 οίκοι αξιολόγησης σαν «Nationality Recognized Statistical Rating Organization» από την SEC. Μεταξύ αυτών βρίσκεται ένας ιαπωνικός (Japan Credit Rating Agency) και ένας καναδικός (DBRS). Η Κίνα έχει επίσης 5 μεγάλους οίκους αξιολόγησης, ενώ στην Ινδία και στην Ιαπωνία δραστηριοποιούνται ακόμη 5. Στην Ευρώπη υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός τους, όμως αυτοί είναι εξειδικευμένοι κατά κανόνα σε συγκεκριμένους κλάδους, π.χ. στη ναυσιπλοΐα. Οι υπόλοιποι οίκοι είναι διασπαρμένοι σε άλλες χώρες.

1.5 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Το βασικό μέλημα κάθε δανειστή, συμπεριλαμβανομένων και των επενδυτών σε ομόλογα, είναι το αν ο δυνητικός ή πραγματικός δανειολήπτης μπορεί να αποπληρώσει ένα δάνειο. Οι δανειστές, παράλληλα με την συλλογή πληροφοριών σχετικά με τους δανειολήπτες και την επιβολή προϋποθέσεων όπως ασφάλειες, εγγυήσεις, και περιοριστικές ρήτρες κατά την έκδοση ομολογιών ή δανείων, μπορεί να ζητήσουν, και συμβουλές τρίτων για την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι υποκειμενική και αντικατοπτρίζει την επαγγελματική κρίση. Απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται, αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Συνεπώς, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι τόσο αξιόπιστη όσο ο βαθμολογητής και οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί (Rom, 2009). Η γνωστότερη κλίμακα είναι αυτή που χρησιμοποιείται από τη Standard & Poor's και ορισμένες άλλες εταιρείες αξιολόγησης όπως φαίνεται στον Πίνακα 1. (wikipedia.org) (Caprio Gerard and Klingebiel, 2003)

Aaa	Άριστης ποιότητας ομόλογα με το χαμηλότερο ποσοστό επενδυτικού κινδύνου
Aa1 / Aa3	Υψηλής ποιότητας ομόλογα με πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
A1 / A3	Υψηλής ποιότητας ομόλογα με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
Baa1 / Baa3	Μεσαίας ποιότητας ομόλογα με πολύ σημαντικό πιστωτικό κίνδυνο
Ba1 / Ba3	Ομόλογα που το μέλλον τους δεν μπορεί να προβλεφθεί και να εξασφαλιστούν οι αποδόσεις τους
B1 / B3	Ομόλογα τα οποία απέχουν από τον επιθυμητό τύπο επένδυσης
Caa1 / Caa3	Ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας με πολύ υψηλό κίνδυνο
Ca	Ομόλογα τα οποία θεωρούνται έντονα κερδοσκοπικά μη μπορώντας να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους
AAA	Ομόλογα με την υψηλότερη βαθμολογία. Ικανότητα ισχυρή στην πληρωμή των τόκων και στην καταβολή του αρχικού κεφαλαίου
AA+ / AA-	Ομόλογα με ισχυρή ικανότητα στην πληρωμή των τόκων και στην καταβολή του αρχικού κεφαλαίου αλλά είναι κατά ένα μέρος πιο ευαίσθητο στις αρνητικές μεταβολές από τα AAA
A+ / A-	Ομόλογα υψηλής ικανότητας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου αλλά πιο ευάλωτα στις συνέπειες από αλλαγές στις οικονομικές συνθήκες ή συγκυρίες
BBB+ / BBB-	Ομόλογα με επαρκή πιστοληπτική ικανότητα
BB+ / BB-	Ομόλογα αξιόπιστα, ενέχουν όμως στοιχεία κερδοσκοπίας
B+ / B-	Ομόλογα πιο κερδοσκοπικά από την κατηγορία BB
CCC	Ομόλογα με έντονα κερδοσκοπικά χαρακτήρα, με κίνδυνο απώλειας τόκων και αρχικού κεφαλαίου
CC	Τα πιο κερδοσκοπικά ομόλογα με υψηλό κίνδυνο
SD	Ομόλογα που αθετούν τις συμβατικές υποχρεώσεις
D	Ομόλογα που αθετούν οποιαδήποτε πληρωμή τόκων και αρχικού κεφαλαίου

1.6 ΟΙ ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ

Η αξιολόγηση από τους οίκους έγινε αποδεκτή μέσω μιας πληθώρας νόμων και κανονισμών σε ομοσπονδιακό, κρατικό και διεθνές επίπεδο. Έτσι όλοι οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ θα πρέπει να αξιολογούνται απ' τα μέσα της δεκαετίας του 1970 το λιγότερο από δύο οίκους αξιολόγησης που έχουν άδεια για κάτι τέτοιο. Επίσης, οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, καθώς και άλλοι χρηματιστές των ΗΠΑ, επιτρέπεται να επενδύουν μόνο σε τέτοιου είδους αξιόγραφα, τα οποία ισχύουν ως «investment grade», δηλ. ως μη κερδοσκοπικά. Οι επιχειρήσεις στις ΗΠΑ προτού λάβουν δάνεια στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ, πρέπει προηγουμένως να υποβληθούν σε πιστοληπτική αξιολόγηση. Ταυτόχρονα, επενδυτές και αγοραστές, τα αξιόγραφα, τα οποία έχουν αξιολογηθεί ως ασφαλή, έχουν το δικαίωμα στους ισολογισμούς τους, να τα παγώσουν στην ονομαστική τους αξία, ακόμη κι αν πέφτει η αξία τους στην αγορά. Στην πάροδο του χρόνου, με την αύξηση της διεθνοποίησης του κεφαλαίου, οι ΗΠΑ επέβαλαν επίσης διεθνείς λειτουργίες για τους τρεις αμερικάνικους οίκους. Οι κεντρικές κρατικές τράπεζες ίδρυσαν την Bank of Settlements (BIS, με έδρα την Βασιλεία – πόλη της Ελβετίας). Στη συμφωνία «Βασιλεία I» (1988), καθόρισαν, ότι στο διεθνές χρηματιστικό σύστημα, θα πρέπει να αξιολογούνται τα αξιόγραφα απ' τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης των ΗΠΑ, και όταν η αξιολόγηση είναι «non investment grade», τα αξιόγραφα ισχύουν ως κερδοσκοπικά), τότε θεωρούνται ως υποδεέστερα και γι αυτό θα πρέπει να καταβληθεί απ' τους κατόχους τους επιπρόσθετο κεφάλαιο. Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Επιτήρηση των Τραπεζών, στην οποία ανήκουν οι επιτηρήσεις των τραπεζών και οι κεντρικές τράπεζες των G10, αποφάσισε, ότι μετρούν μόνο εκείνα τα αξιόγραφα που έχουν την καλύτερη πιστοληπτική αξιολόγηση στο ίδιο κεφάλαιο (περιουσιακά στοιχεία όταν αφαιρεθούν όλα τα χρέη). Το ίδιο κεφάλαιο καθορίζει την έκταση του δανείου, το οποίο επιτρέπεται να δίνει μια τράπεζα. Μετά την κατάρρευση της Herstatt Bank (ιδιωτική τράπεζα με έδρα την γερμανική πόλη Κολωνία) το έτος 1974, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις έπρεπε να εγγυώνται, ότι οι τράπεζες θα είχαν στη διάθεσή τους αρκετό ίδιο κεφάλαιο έτσι ώστε να είναι δυνατό να εμποδιστεί μια νέα χρεοκοπία τράπεζας. Σε περίπτωση που οι τράπεζες είχαν στους ισολογισμούς τους πολλά ταξινομημένα χαρτιά χαρακτηρισμένα απ' τους οίκους ως χαμηλής αξίας, τότε θα έπρεπε να βελτιώσουν το ίδιον κεφάλαιό τους. Έτσι οι οίκοι αξιολόγησης έγιναν μέρος του πιστωτικού συστήματος. Με την συμφωνία «Βασιλεία II» (1999), οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις έγιναν το διεθνές στάνταρ για το ίδιον κεφάλαιο των τραπεζών ώστε να εμποδιστεί η χορήγηση ριψοκίνδυνων δανείων. (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2010)

Η Ευρωπαϊκή Ένωση ήδη από το 2007 – μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

(ΕΚΤ) - εξαρτά την αξιολόγηση των κρατών μελών της από τους «τρεις μεγάλους» των ΗΠΑ. Όπως όλες οι κεντρικές τράπεζες, έτσι και η ΕΚΤ, ρυθμίζει το ποσό χρημάτων, μεταξύ των άλλων, μέσω ενός στάνταρ τόκου, δηλ. το επιτόκιο με βάση το οποίο μπορούν να δανειστούν οι τράπεζες χρήματα από την ΕΚΤ. Τα χρήματα όμως μπορούν να τα πάρουν μόνο όταν καταθέσουν σαν ανταπόδοση αξιόγραφα. Το 2007 η ΕΚΤ κατείχε κατά τις συναλλαγές στις ανοιχτές αγορές μόνο αξιόγραφα, τα οποία ήταν αποδεκτά ως ασφαλή, αφού προηγουμένως είχαν αξιολογηθεί από τους οίκους με την καλύτερη βαθμολογία. Με τον τρόπο αυτό η προμήθεια χρήματος της οικονομίας, εξαρτάται από τις αξιολογήσεις των οίκων. Γι' αυτό και η υποβάθμιση των ελληνικών ομολόγων το 2010 και το 2011, δεν σήμαινε μόνο ότι οι τράπεζες απειλούνταν με αποσβέσεις από αυτά τα χαρτιά, αλλά και ότι η ασφάλεια στις συναλλαγές με την ΕΚΤ έμπαινε σε κίνδυνο. (Κάμμας Μ., 2008)

Η ΕΚΤ έκανε μεν το τελευταίο διάστημα κάποιες εξαιρέσεις, δεν αποδεδεσμεύτηκε όμως εντελώς από την χρηματική πολιτική των πιστοληπτικών αξιολογήσεων. Αυτός είναι και ο λόγος που η κρατική κρίση χρεών και αντιστοίχως οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, μπορούν να ταρακουνήσουν το τραπεζικό σύστημα. Σε περίπτωση που το ίδιο κεφάλαιο των τραπεζών χτυπηθεί από την υποβάθμιση των κρατικών ομολόγων, τότε οι δυνατότητες να αναχρηματοδοτηθούν αυτές από την ΕΚΤ λιγοστεύουν. Όμως τότε μειώνεται και η εμπιστοσύνη μεταξύ των τραπεζών. Αυτές είτε δεν δίνουν πλέον η μια στην άλλη πιστώσεις, είτε δίνουν μόνο κάτω από πολύ δύσκολες συνθήκες. Η χρηματαγορά αποστραγγίζεται, ενώ και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν δάνεια πολύ δύσκολα.

Η οικονομία απειλείται με χρηματοπιστωτική κρίση. Κατά την συνταξιοδοτική πολιτική, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επίσης έμμεσα τον λόγο. Με την ιδιωτικοποίηση των ασφαλιστικών ταμείων σε πολλές χώρες, η φροντίδα των ηλικιωμένων εξαρτήθηκε από την πρακτική των οίκων αξιολόγησης: Τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες, πρέπει να κατέχουν χαρτιά που πήραν την καλύτερη βαθμολογία. Οι ΗΠΑ είχαν πείσει ώστε να ληφθούν οι αποφάσεις της Βασιλείας II, οι ίδιες όμως δεν υλοποίησαν τους κανονισμούς – ο στόχος να επιβληθούν οι τρεις οίκοι ως θεσμικό όργανο ελέγχου είχε ήδη επιτευχθεί. Έτσι οι ΗΠΑ και οι χρηματιστές της, συμπεριλαμβανομένου και των οίκων αξιολόγησής τους, ώθησαν με την πρακτική τους παραπέρα στην όξυνση της κρίσης. Η κυβέρνηση επίσης του Μπαράκ Ομπάμα, με την υλοποίηση της Βασιλείας II, εν όψη της κρίσης, άλλαξε πολύ λίγο τις λειτουργίες των οίκων. Συνεπεία της παγκόσμιας καπιταλιστικής κρίσης, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Επιτήρηση των Τραπεζών, πρότεινε τον Δεκέμβρη του 2009 ένα σχέδιο (Consultative Document). (Becker, Bo and Milbourn, 2009)

Τα προτεινόμενα μέτρα είναι περίπλοκα και αλληλεξαρτώμενα στην επίδρασή τους. Στη συνέχεια κάτω από τον τίτλο «Βασιλεία III», δημοσιεύτηκε το Δεκέμβρη του 2010 ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο, το οποίο θα τεθεί σταδιακά σε ισχύ από το 2013. Πρόκειται για

ζητήματα που αφορούν στον ορισμό του ίδιου κεφαλαίου και τα απαιτούμενα ελάχιστα για αυτό ποσοστά, το μέγιστο ποσοστό χρεών, καθώς και κανόνες για την ελάχιστη ρευστότητα. Στην ουσία πρόκειται για μια παραπέρα εξέλιξη της "Βασιλείας II», η οποία θα εξακολουθήσει να παραμένει σε ισχύ. (White, 2010).

1.7 Η ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Η αξιοπιστία της αξιολόγησης τίθεται αρχικά διότι ο οργανισμός που πληρώνει τους οίκους για να κάνουν την αξιολόγηση είναι αυτός που αξιολογείται. Έτσι, όταν ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα θέλει να εκδώσει ένα ομολογιακό δάνειο, πρέπει να πληρώσει τουλάχιστον δύο από τους παραπάνω οίκους για να το αξιολογήσει. Το rating που δίνουν οι οίκοι αξιολόγησης σε επιχείρηση – τράπεζα ή κράτος σημαίνει ότι όσο καλύτερη (υψηλότερη) είναι η βαθμολογία, τόσο περισσότερο ασφαλής θεωρείται η επένδυση και, κατά συνέπεια, το επενδυτικό ενδιαφέρον μεγαλύτερο και το κόστος χρήματος φθηνότερο. Άρα ο ρόλος τους είναι κομβικός εκ των πραγμάτων. Το πρόβλημα της αξιολόγησης από τους τρεις οίκους είναι πρώτιστα πρόβλημα δεοντολογικό. Υπάρχουν ισχυρές προσωπικές σχέσεις μεταξύ των στελεχών των οίκων αξιολόγησης με τα στελέχη επιχειρήσεων και οργανισμών που ζητούν αξιολόγηση. Πολλές φορές τα στελέχη των οίκων δίνουν οδηγίες σε διευθυντικά στελέχη των οργανισμών για να λάβουν καλό βαθμό. Αυτή η προσέγγιση δημιουργεί κανόνες λειτουργίας στην αγορά τους οποίους πρέπει υποχρεωτικά να ακολουθούν οι αξιολογούμενες επιχειρήσεις. Ακόμη, έχει πολλές φορές γραφτεί ότι οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαπλέκονται με άλλα εταιρικά συμφέροντα τα οποία κυρίως είναι εκδοτικά.

1.7.1 ΑΜΦΙΒΟΛΙΕΣ ΠΕΡΙ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑΣ

Ακόμη και τα μεγαλύτερα σκάνδαλα δεν άλλαξαν σε τίποτα την καλή φήμη των οίκων αξιολόγησης. Το 2001 για παράδειγμα, διαπιστώθηκε, ότι και οι τρεις οίκοι είχαν αξιολογήσει με την καλύτερη βαθμολογία την πιστοληπτική ικανότητα της μεγαλύτερης επιχείρησης παραγωγής ενέργειας των ΗΠΑ, της Enron. Τέσσερις μέρες μετά η επιχείρηση πτώχευσε. Για μια ακόμη φορά οι οίκοι δέχτηκαν τη δημόσια κριτική. Σε καμιά κρίση που έλαβε χώρα στις τελευταίες δεκαετίες οι οίκοι δεν έκαναν καμιά αξιόπιστη πρόγνωση, ούτε διόρθωσαν έγκαιρα τις αξιολογήσεις τους. Κι αν το έπραξαν, η κρίση είχε κάνει ήδη την εμφάνισή της,

ενώ η καθυστερημένη δράση τους το μόνο που πέτυχε ήταν να επιταχύνει την κρίση και να σπείρει τον πανικό στους επενδυτές. Οι οίκοι φαίνεται να μην γνώριζαν τίποτα για την κρίση που θα ξεσπούσε στο Μεξικό (1994/95), ενώ το ίδιο συνέβηκε και για την κρίση στην Ασία το 1997, που τις έπιασε στον ύπνο. Κατά τις κρίσεις στη Ρωσία και στη Βραζιλία το 1998 οι οίκοι αξιολόγησης έτρεχαν πίσω από τα γεγονότα. Πριν από μερικούς μήνες η S&P διέδωσε την είδηση για υποβάθμιση της Γαλλίας. Λίγο μετά δήλωσε ότι έγινε δόλιχο ένα λάθος στον υπολογιστή. Το αποτέλεσμα ήταν ότι τα κρατικά ομόλογα της Γαλλίας είχαν την μεγαλύτερη απώλειά τους από τότε που εισήχθη το ευρώ. Σαν αντίδραση στην περίπτωση της Επρον αλλά και σε πολλά άλλα σκάνδαλα, καθορίστηκε το 2002 στην Sarbanes-Oxley Act, μεταξύ των άλλων, ότι θα πρέπει να ελέγχεται ο τρόπος λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης. Το 2006 ψηφίζεται νόμος για την μεταρρύθμιση των οίκων αξιολόγησης (Credit Rating Agency Reform Act) στον οποίο επαναλαμβάνεται η ίδια ρητορική: απαιτείται διαφάνεια, υπευθυνότητα, ανταγωνισμός κτλ. Από τότε οι οίκοι θα πρέπει να αποκτήσουν άδεια λειτουργίας σε μια τυπική διαδικασία – μέχρι τότε η SEC έδινε την άδεια ελεύθερα. Από το 2007 έλαβαν άδεια 7 νέοι οίκοι αξιολόγησης. Αυτό όμως δεν άλλαξε τίποτα σε ότι αφορά στην κυριαρχία των «τριών μεγάλων», οι οποίοι όπως και πριν ελέγχουν το 97% της παγκόσμιας πιστοληπτικής αξιολόγησης. (Becker, Bo Milbourn, 2009)

Στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση οι οίκοι αυτοί έπεσαν έξω, κυρίως διότι αμείβονται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις στις οποίες αξιολογούσαν τα ομόλογά τους. Μάλιστα, όταν η αγορά στέγης κατάρρευσε στα τέλη του 2007, η Moody's έβαλε στο περιθώριο και απομόνωσε κάποιους αναλυτές και στελέχη της που προειδοποιούσαν για την επερχόμενη οικονομική καταστροφή. (Bryan D. και M. Rafferty, 2006)

.Σύμφωνα με τα παραπάνω: α) Υποστηρίζεται ότι το σημαντικότερο λάθος κατά την μεταρρύθμιση του χρηματιστικού συστήματος στις ΗΠΑ από τον Ρούσβελτ το 1930, βρισκόταν στο ότι δεν δημιουργήθηκε καμιά κρατική υπηρεσία, αλλά το ότι μεταβιβάστηκαν αρμοδιότητες στους οίκους αξιολόγησης, ότι αυτοί αυτονομήθηκαν και ότι το συμφέρον τους συνδέθηκε άμεσα με τις τράπεζες. Το κράτος με τον τρόπο αυτό έγινε συνένοχος. Το ίδιο ισχύει και για τους οικονομικούς ελεγκτές, οι οποίοι στο New Deal απέκτησαν επίσης υψηλές αρμοδιότητες, καταλήγοντας έτσι σε παρόμοια αποτελέσματα. β) Οι προπαγανδιστές της απορρύθμισης, με τους οίκους αξιολόγησης καθιέρωσαν οι ίδιοι έναν θεσμό ρύθμισης, και μάλιστα τέτοιο, ο οποίος είναι επίσης ισχυρός όσο επίσης αδιαφανής και διεφθαρμένος. Αυτό φαίνεται από το ότι οι ισχυροί αντίπαλοι της ρύθμισης δεν υποστηρίζουν την απορρύθμιση, αλλά μια ρύθμιση, η οποία θα ελέγχεται από αυτούς τους ίδιους. γ) Οι τρεις μεγάλοι οίκοι είναι συνδεδεμένοι με ένα ιδιωτικό και κρατικό δίκτυο από χρηματιστές των ΗΠΑ και με αυτό τον τρόπο αποτελούν ένα ενεργό στοιχείο του καπιταλιστικού κρισιακού κέντρου. (Bordo, 2008)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

Η κρίση, η οποία ταλανίζει την Ελλάδα και την Ευρωζώνη από το 2009 είναι ένα πολύ σύνθετο φαινόμενο. Ξεκίνησε, το 2007, στις ΗΠΑ και επεκτάθηκε σαν τσουνάμι στην Ευρώπη, το 2008. Ανέδειξε τις αδυναμίες της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση, ως προς το οικονομικό σκέλος της οικονομικής και νομισματικής ένωσης. Απειλήσε με χρεοκοπία τους αδύναμους κρίκους της Ευρωζώνης, όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία. Απειλεί με διάλυση την ίδια τη ζώνη του ευρώ, οι ηγέτες της οποίας αντιδρούν σπασμωδικά και με καθυστέρηση στις επιταγές των οίκων αξιολόγησης και των χρηματοπιστωτικών αγορών. (Μούσης, 2012)

2.2 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η περίοδος στις αρχές της χιλιετίας σημαδεύτηκε από μια σημαντική αύξηση στην ποσότητα του χρήματος στην οικονομία. Η αύξηση αυτή προκλήθηκε από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, η οποία υπό τη διοίκηση του Alan Greenspan, ακολούθησαν πολιτική μηδενικών σχεδόν επιτοκίων. Το επιτόκιο που προσέφερε η κεντρική τράπεζα κυμαινόταν κατά τη διάρκεια των πρώτων χρόνων της δεκαετίας του 2000 ανάμεσα στο 0 και το 1%. Με όλο αυτό το φθηνό χρήμα στην αγορά συνέβη το αναμενόμενο, δημιουργήθηκε μια φούσκα. (Diamond, Douglas W. and Rajan, 2009)

Σε αντίθεση με το 1929, όταν η φούσκα εκδηλώθηκε κυρίως στο χρηματιστήριο και στις τιμές των μετοχών, στις αρχές της χιλιετίας, στην Αμερική, η φούσκα εκδηλώθηκε στις τιμές των ακινήτων. Με τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων σε πολύ χαμηλό επίπεδο, η πλειοψηφία των Αμερικάνων απέκτησε τη δυνατότητα να αγοράσει σπίτι. Και όταν λέμε η πλειοψηφία εννοούμε σχεδόν το σύνολο του πληθυσμού, ακόμα και ένας άνεργος, ή ημιαπασχολούμενος μπορούσε να πάρει στεγαστικό δάνειο. Το ποσοστό των αιτήσεων για στεγαστικά δάνεια που απορριπτόταν στο 14% το 2003 από το 28% που βρισκόταν το 1997. Οι τιμές όμως ανέβαιναν με τέτοια ταχύτητα που μέσα σε λίγους μήνες ξαναπουλούσε το

ακίνητο αποκομίζοντας και κέρδος. Ολόκληρο το έθνος είχε επιδοθεί σε επενδύσεις στην αγορά ακινήτων καθώς στις ΗΠΑ ένα μεγάλο μέρος των στεγαστικών δανείων δεν το χορηγούσαν οι τράπεζες, αλλά οι κτηματομεσίτες. (Ashcraft, A. και Schuermann T., 2008)

Στο πλαίσιο της καλύτερης εξυπηρέτησης του πελάτη και της απλοποίησης των συναλλαγών, ο υποψήφιος αγοραστής ολοκλήρωνε τη διαδικασία της αγοραπωλησίας ερχόμενος σε επαφή αποκλειστικά με το μεσίτη. Ο μεσίτης έφερνε σε επαφή πωλητή και αγοραστή, διεκπεραίωνε τη μεταβίβαση του ακινήτου, αναλαμβάνοντας το συμβολαιογραφικό και νομικό κομμάτι και μεσολαβούσε στην τράπεζα για τη χορήγηση του δανείου. Αυτή η μεσολάβηση είναι παρόμοια με τον τρόπο που μερικές αντιπροσωπείες αυτοκινήτου μεσολαβούν για τη λήψη χρηματοδότησης από τον αγοραστή για την αγορά αυτοκινήτου στην Ελλάδα. Για αυτή τη μεσολάβηση ο μεσίτης λάμβανε από την τράπεζα και ένα εφ' άπαξ ποσοστό.

Το κίνητρο του μεσίτη να χορηγηθεί το δάνειο λοιπόν ήταν πολύ σημαντικό. Το κίνητρό για την αποπληρωμή του αντίθετα ήταν ανύπαρκτο. Αυτή η κατάσταση είχε σαν αποτέλεσμα να χορηγηθεί μεγάλος αριθμός επισφαλών στεγαστικών δανείων. Τα δάνεια, τα οποία ο δανειζόμενος κατά πάσα πιθανότητα δεν θα έχει χρήματα για να εξυπηρετήσει ονομάζονται subprime τα οποία αναφέρονται λεπτομερώς και στη συνέχεια. Για μια μικρή χρονική περίοδο το σύστημα δούλεψε. Τα ακίνητα άλλαζαν χέρια με μεγάλη ταχύτητα, σε όλο και μεγαλύτερες τιμές και όλοι αποκόμιζαν κέρδη. (Reinhart, Carmen M., 2002)

Εν τω μεταξύ οι τράπεζες, οι οποίες πρώτες από όλους συνειδητοποίησαν ότι αυτή η κατάσταση δεν θα συνεχιζόταν επ' άπειρο, προσπάθησαν να ξεφορτωθούν αυτές τις επισφάλειες, τιτλοποιώντας τις απαιτήσεις τους και πουλώντας τις σε τρίτους. Οι τράπεζες που είχαν χορηγήσει επισφαλή στεγαστικά, τα συγκέντρωναν κάτω από την ομπρέλα ενός τίτλου, τον οποίο πουλούσαν σε τρίτους. Έπαιρναν πχ 100 επισφαλή δάνεια και πουλούσαν τις μελλοντικές εισπράξεις από αυτά σε κάποιον τρίτο. Εξ αρχής ξεκαθάριζαν ότι πρόκειται για προϊόντα υψηλής απόδοσης, αλλά και υψηλού ρίσκου. Τα προϊόντα αυτά ονομάστηκαν Collateralized Debt Obligations (CDOs). (Poon, Winnie P. H., 2003) Τα CDOs ήταν στην πραγματικότητα σκουπίδια, τα οποία διοχετεύτηκαν στην αγορά, σε επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικά ταμεία, τράπεζες του εξωτερικού. Και ήταν πολλά. Τα χρεόγραφα που βασιζόταν σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια ανερχόταν το 2007 σε 7,3 τρισεκατομμύρια δολάρια. \$7.300.000.000.000. Το 1/3 από αυτά βασιζόταν σε subprime δάνεια, δηλαδή πάνω από δύο τρις δολάρια. Όταν προωθήθηκαν στην αγορά αυτά τα επενδυτικά προϊόντα αξιολογήθηκαν από οίκους αξιολόγησης και έλαβαν καλές αξιολογήσεις. Κάποια στιγμή όμως κάποιοι συνειδητοποίησαν ότι πολλά λεφτά αλλάζουν χέρια με αντάλλαγμα το τίποτε. (Eichengreen, Barry, 2008),

2.2.1 ΤΑ SUB-PRIME ΔΑΝΕΙΑ

Τα ενυπόθηκα δάνεια μπορεί να είναι σταθερά ή κυμαινόμενα. Τα σταθερά έχουν ένα σταθερό επιτόκιο για όλη την διάρκεια του δανείου ενώ τα κυμαινόμενα μεταβάλλονται με κάποιο κριτήριο. Τα δάνεια επίσης διακρίνονται σε αυτά για αξιόπιστους δανειολήπτες (prime), για άτομα με άριστο πιστωτικό προφίλ και για δανειολήπτες με περιορισμένο πιστωτικό προφίλ (sub-prime). Την περασμένη δεκαετία τα ενυπόθηκα δάνεια που δοθήκαν αφορούσαν στην μεγάλη τους πλειοψηφία δανειολήπτες “sub-prime”. Παραδοσιακά, τα πιστωτικά ιδρύματα σύναπταν ενυπόθηκα δάνεια των οποίων η αποπληρωμή γινόταν από τον δανειζόμενο στην πάροδο του χρόνου. Ωστόσο από το 1980 και μετά εμφανίστηκαν ενυπόθηκα δάνεια ομαδοποιημένα σε πιο σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα. Δυο σημαντικά τέτοια μέσα είναι τα Τιτλοποιημένα Ενυπόθηκα Στεγαστικά Δάνεια (Mortgage-Backed Securities/MBSs) και οι Εγγυημένες Δανειακές Υποχρεώσεις (Collateralized Debt Obligations/CDOs). Οι λεπτομέρειες αυτών των προϊόντων είναι αρκετά περίπλοκες και αυτή η πολυπλοκότητα συνετέλεσε και στην κρίση. Ενώ τα CDOs έχουν αρκετά κοινά χαρακτηριστικά, τα MBSs αποτελούνται από χιλιάδες υποθήκες που «πακετάρονται» σε ένα σύνθετο προϊόν από επενδυτικές τράπεζες.

Τα MBSs κατατάσσουν τα προϊόντα τους με κριτήριο αρχαιότητας έτσι ώστε αν αθετηθεί κάποια πληρωμή από τους οφειλέτες των υποθηκών, αυτοί οι οποίοι δεν θα λάβουν το επιτόκιο για την επένδυσή τους στα MBSs να είναι οι νεότεροι. Έτσι, τα προϊόντα με μεγάλο ρίσκο (νεότερα) έχουν μεγάλες αποδόσεις καθιστώντας τα πολύ ελκυστικά. Όμως, ακόμα και οι αρχαιότεροι τίτλοι των MBSs και CDOs, με υψηλή διαβάθμιση AAA, προσέφεραν επιτόκια μεγαλύτερα από τα εταιρικά και κρατικά ομόλογα. Το αποτέλεσμα ήταν η αγορά των MBSs και CDOs να γιγαντωθεί, φτάνοντας το 2006 μόνο στις Η.Π.Α την αξία των έξι τρισεκατομμυρίων δολαρίων. Τον Μάρτιο του 2008 οι επενδυτικές τράπεζες Freddie Mac και Fannie Mae μόνο, είχαν εκδώσει MBSs αξίας τεσσεράμισι τρισεκατομμυρίων δολαρίων ενώ η παγκόσμια αγορά για τα CDOs ήταν περίπου ενάμισι τρισεκατομμύριο δολάρια.

(Calomiris, Charles W. and Joseph R. Mason, 2009),

2.3 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Στο νέφος της τρέχουσας οικονομικής κρίσης, πολλοί αναλυτές προσπάθησαν να εντοπίσουν τις αιτίες. Ανάμεσα στις σημαντικότερες ήταν και η μεγάλη εξάρτηση των επενδυτών στις, όπως αποδείχτηκαν, ανακριβείς αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας. (Hirtle, 2007) Η θεαματική αποτυχία των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που βασίζονταν στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου έφερε στο προσκήνιο την ανεπάρκεια των οίκων αξιολόγησης. (Becker, Bo and Milbourn, 2009),

Τα αίτια της κρίσης έχουν ως υπόβαθρο τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου των οποίων η πληρωμή όταν αθετήθηκε, κατέρρευσε και όλη η πυραμίδα παρασύροντας τη διεθνή οικονομία σε βαθιά ύφεση, μια ύφεση που είχε να δοκιμάσει ο κόσμος από το 1929. Οι επενδυτικές τράπεζες, οι χρηματιστηριακές εταιρείες τοποθέτησαν τα χρήματα των πελατών τους σε αυτές τις πυραμίδες πιστωτικών προϊόντων για να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις, αναλαμβάνοντας συνάμα μεγαλύτερο κίνδυνο. Τελικά, οι επενδυτές, αντί για υπεραποδόσεις εισέπραξαν 10 σεντς σε κάθε επενδύσιμο κεφάλαιο, όταν ξέσπασε η κρίση το φθινόπωρο του 2008. (Calomiris et al, 2009), Ως κύρια αίτια αυτής της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, μεταξύ άλλων, αναγνωρίζονται από πολλούς οικονομολόγους και αναλυτές τα παρακάτω:

1. Η αυξημένη ρευστότητα που υπήρχε διεθνώς για μεγάλη χρονική περίοδο,
2. Τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν στις διεθνές αγορές, επίσης για αρκετά έτη,
3. Οι χαμηλές αποδόσεις οδήγησαν λόγω και του έντονου ανταγωνισμού στην αυξημένη ανάληψη ή και πρόθεση για ανάληψη μεγαλύτερων κινδύνων
4. Η κακή χρησιμοποίηση του θεσμού των τιλοποιήσεων λόγω και της μη αποτελεσματικής λειτουργίας του ρυθμιστικού-εποπτικού πλαισίου.
5. Η προφανής αδυναμία της κυβέρνησης των ΗΠΑ, καθώς και πολλών ευρωπαϊκών χωρών να ελέγξουν τη λειτουργία των επενδυτικών τραπεζών, οι οποίες για χρόνια δημιούργησαν σωρεία σύνθετων, πολύπλοκων παραγωγών προϊόντων που με υψηλό ρίσκο τα μεταπωλούσαν και τα διοχέτευαν στην αγορά.
6. Η χαλαρή νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, που οδήγησε στην αύξηση των στεγαστικών δανείων και στη «φούσκα» των ακινήτων.
7. Ο ρόλος των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας ο οποίος θα εξεταστεί παρακάτω. (De Grauwe, 2008)

Η κρίση φαίνεται να ήταν το συνδυασμένο αποτέλεσμα των δυσμενών μακροοικονομικών συνθηκών, κακής εταιρικής διακυβέρνησης και χαλαρής ρυθμιστικής

εποπτείας. Κατά συνέπεια, οι σημερινές απόψεις σχετικά με την κρίση διαφέρουν μεταξύ τους κυρίως για την έμφαση που αποδίδουν σε κάθε μία από αυτές τις αιτίες. Η ατελής διακυβέρνηση του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα είναι σύμφωνα με τους Pagano et al (2010) ένας κοινός παρανομαστής σε αυτές τις απόψεις. Υποστηρίζεται η άποψη ότι οι λανθασμένες πρακτικές διακυβέρνησης, οι οποίες είναι παγκόσμιο φαινόμενο και δεν συμβαίνουν μόνο στην Αμερική, τόσο στο δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα, είναι σε μεγάλο βαθμό υπεύθυνες για αυτήν την οικονομική καταστροφή. Με τις αιτίες της οικονομικής κρίσης, έχουν ασχοληθεί και οι Bannier et al (2010) συγκρίνοντας την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση με τις οικονομική κρίση στα τέλη της δεκαετίας του 1920 και του 1930. Η προσφυγή σε αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας άρχισε ως απάντηση στην κρίση του 1929 και έγινε η πρωταρχική αιτία της πρόσφατης κρίσης. Κατά τη διάρκεια του 1930, οι ρυθμιστικές

αρχές ανέπτυξαν κανόνες για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας:

οι κανόνες αυτοί είναι οι πρόγονοι της σημερινής ευρείας εμπιστοσύνης των ρυθμιστικών αρχών στις αξιολογήσεις. Οι ελεγκτές της Bear Stearns, η εταιρεία ορκωτών- ελεγκτών Deloitte είχαν σημειώσει ότι υψηλό ποσοστό του καθαρού ενεργητικού των δύο εταιρειών αποτιμώνται χρησιμοποιώντας εκτιμήσεις οι οποίες παρέχονται από τη διοίκηση, επειδή δεν υπήρχαν αντικειμενικές αξίες. Η Deloitte επίσης σημείωνε ότι αυτές οι τιμές μπορεί να διαφέρουν από τις αξίες που θα είχαν χρησιμοποιηθεί αν υπήρχε ενεργός αγορά για τις επενδύσεις αυτές και οι διαφορές μπορεί να ήταν σημαντικές.

2.4 Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Ελλάδα προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Τα δάνεια αυτά χορηγούνταν χωρίς εγγύηση σε οικογένειες με ιδιαίτερα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, σε πολλές περιπτώσεις μη ευκατάστατες. Η προσπάθεια απομάκρυνσης του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες, η μετατροπή των επισφαλών δανείων εμπορεύσιμους τίτλους και σε σύνθετους επενδυτικούς τίτλους προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα. (Diamond et al, 2009)

Η πιστωτική κρίση βρήκε την ελληνική οικονομία υπερχρεωμένη καθώς το δημόσιο χρέος ήταν στα 275 περίπου δις ευρώ, το εξωτερικό έλλειμμα ίσο με το 14% του ΑΕΠ, οι τράπεζες και τα νοικοκυριά υπερδανεισμένα. Για την αντιμετώπιση των πρώτων προβλημάτων που

εμφανίστηκαν, η κυβέρνηση έσπευσε να διαθέσει 23 δις ευρώ σε δάνεια και 5 δις ευρώ σε εγγυήσεις μέσω συμμετοχής στο κεφάλαιο των Τραπεζών. Σε ό,τι αφορά την ελληνική οικονομική κρίση, φαίνεται να συνδέεται με πέντε κύριες αιτίες:

1. με τη δημοσιονομική αδυναμία του ελληνικού κράτους,
2. με τον περιορισμό στην άσκηση εθνικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, "ρίχνοντας" την πίεση της οικονομικής προσαρμογής στην αγορά εργασίας με μη ικανοποιητικά αποτελέσματα σε ό,τι αφορά την ανταγωνιστικότητα,
3. τη σταθερή διαχρονική χειροτέρευση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας,
4. την παγκόσμια οικονομική κρίση που χειροτέρευσε τα δημοσιονομικά μεγέθη
5. τη δραματική αύξηση των επιτοκίων.

(Cantor et al, 1996)

Πάντως η τελευταία αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας από τη Standards and Poor's μετά από την πρόσφατη απόφαση για εκταμίευση της δόσης στη χώρα μας αποτελεί ενδεχομένως θετική εξέλιξη. Έτσι πλέον η ελληνική οικονομία «βαθμολογείται» από το συγκεκριμένο οίκο με «B-», βγήκε δηλαδή από την κατηγορία της «επιλεκτικής χρεοκοπίας», ενώ αναβαθμίστηκαν και οι προοπτικές της σε «σταθερές». Η εξέλιξη αυτή θα προκαλέσει αναβάθμιση των ελληνικών τραπεζών με το ζητούμενο να είναι η διοχέτευση ρευστότητας στην πραγματική οικονομία. (Smith και Walter, 2002).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν δεχτεί πολύ έντονη κριτική από κυβερνήσεις των οποίων η πιστοληπτική ικανότητα έχει κριθεί ότι χειροτερεύει (π.χ. μείωση βαθμολογίας σε Ευρωπαϊκές χώρες αλλά και για τις ΗΠΑ το 2011), με την αιτιολογία ότι πρόκειται για μια ολιγοπωλιακή αγορά χωρίς έλεγχο αξιοπιστίας από άλλους οργανισμούς (εκτός από μία τυπική αξιολόγηση τη Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των αγορών κινητών αξιών). Οι κυβερνήσεις αυτές κατηγορούσαν τους οίκους αξιολόγησης κατά το 2011 ότι οι επιπτώσεις των συνεχόμενων υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών τους επηρεάζουν αρνητικά την χρηματοπιστωτική σταθερότητά τους με αποτέλεσμα να ασκείται αυστηρή κριτική ως προς τα αποτελέσματα που παρουσιάζουν οι οίκοι και να γίνεται προσπάθεια για αυστηρότερη εποπτεία των οίκων αξιολόγησης προτείνοντας τη δημιουργία ενός «ανεξάρτητου» ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης. Ήδη από την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης, η Ευρωπαϊκή Ένωση άρχισε να εισάγει μεταρρυθμίσεις με στόχο την καλύτερη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών και την προστασία των επενδυτών. (Pagano, et al, 2010)

Μία από τις αλλαγές ήταν η μεγαλύτερη εποπτεία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, ο περιορισμός της σύγκρουσης συμφερόντων, η υποχρέωση των οίκων αυτών για μεγαλύτερη λογοδοσία και η παροχή περισσότερων πληροφοριών στους επενδυτές. Σήμερα οι οίκοι αυτοί εποπτεύονται από τη νέα Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), η οποία μπορεί να τους επιβάλλει ποινές όταν παραβαίνουν τους κανόνες. Η συνεχιζόμενη κρίση χρέους της ευρωζώνης έφερε στην επιφάνεια τομείς στους οποίους απαιτείται μεγαλύτερη εποπτεία. Για να καλυφθούν τα υφιστάμενα κενά, η Επιτροπή προτείνει νέα μέτρα ώστε να σταθεροποιηθούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές και να παρέχεται στους επενδυτές καλύτερη πληροφόρηση όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας αναφέρεται στη φερεγγυότητα, π.χ. στον κίνδυνο που ενέχει η επένδυση στα χρεόγραφα που εκδίδει μια εταιρεία ή μια χώρα. (Βεζύρογλου, 2007) Η αξιολόγηση αυτή μπορεί να έχει τεράστιο αντίκτυπο. Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια, γεγονός που καθιστά ακριβότερη τη δανειοληψία για τη χώρα αυτή. (Yeoh, 2010)

Τα νέα μέτρα σκοπό έχουν:

- να μειώσουν την υπερμεγέθη στήριξη στις αξιολογήσεις: οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δεν θα στηρίζονται στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας όταν επιλέγουν το που θα επενδύσουν. Θα πρέπει να κάνουν τις δικές τους αξιολογήσεις. Οι οίκοι θα οφείλουν να παρέχουν λεπτομερέστερα στοιχεία για τις αξιολογήσεις τους.
- να καταστήσουν υποχρεωτική και αναγκαία τη συχνότερη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών: οι οίκοι θα πρέπει να επικαιροποιούν τις αξιολογήσεις των χωρών της ΕΕ δύο φορές τον χρόνο (αντί για μία). Για να αποφευχθεί η αναστάτωση στις αγορές, οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών θα πρέπει να δημοσιεύονται μόνο μετά το κλείσιμο των αγορών και τουλάχιστον μία ώρα πριν από το άνοιγμα των τόπων διαπραγμάτευσης στην ΕΕ.
- να διασφαλίσουν την αρχή της ανεξαρτησίας που σημαίνει ότι: ο οίκος αξιολόγησης θα πρέπει να αλλάζει για τους εκδότες χρεογράφων κάθε 3 χρόνια. Επιπλέον, για πολυσύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα θα απαιτούνται αξιολογήσεις από δύο διαφορετικούς οίκους αξιολόγησης. Επίσης, ένας μεγαλομέτοχος οίκου αξιολόγησης δεν θα πρέπει ταυτόχρονα να είναι μεγαλομέτοχος σε άλλον τέτοιο οργανισμό.
- να κάνουν τους οίκους περισσότερο υπόλογους συνεπάγοντας ότι οι επενδυτές θα μπορούν να ασκούν αγωγές ενώπιον αστικών δικαστηρίων κατά ενός οίκου, εάν αυτός έχει παραβεί λόγω δόλου ή αμελείας τους κανόνες της ΕΕ.

(Winn, 2008)

3.2 Η ΕΚΘΕΣΗ DE LAROSIERE

Η έκταση και η ένταση της τρέχουσας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης ανέδειξαν, όπως ήταν εύλογο, την ανάγκη επανεξέτασης του ρυθμιστικού σχεδιασμού που διέπει τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην Κοινότητα. Η διερεύνηση των κατάλληλων μέσων για την ικανοποίηση του αιτήματος που αφορά την αναπροσαρμογή των διατάξεων του ισχύοντος ευρωπαϊκού δικαίου σχετικά με τους φορείς άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα ανατέθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων, υψηλού επιπέδου, υπό την Προεδρία του γαλλικής υπηκοότητας, πρώην κεντρικού τραπεζίτη, Jacques de Larosière (“High- Level Group on Financial Supervision in the EU”).

Η Ομάδα de Larosière υπέβαλε την έκθεσή της, η οποία είναι δομημένη σε τέσσερα (4) κεφάλαια, στις 25/02/2009. Το *τρίτο και σημαντικότερο κεφάλαιο*, με τίτλο “EU Supervisory Repair” («Ευρωπαϊκή εποπτική αποκατάσταση») επιλαμβάνεται του ζητήματος της αναπροσαρμογής του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο εν λόγω κεφάλαιο εντοπίζονται και αναλύονται, κατ’ αρχήν, οι αδυναμίες οι οποίες, κατά την άποψη της Ομάδας de Larosière, αναδείχθηκαν κατά την άσκηση της εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα μέσα από την τρέχουσα διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο γίνεται στη συνέχεια αναφορά στις αναπροσαρμογές που κρίνεται απαραίτητο να λάβουν χώρα στις συναφείς διατάξεις του ισχύοντος δικαίου. Σε σχέση με την εν λόγω θεματική, η Έκθεση περιέχει δύο βασικές προτάσεις:

- μια πρώτη με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα υλοποίησης και
- μια δεύτερη με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα υλοποίησης.

Η πρώτη πρόταση, που συνιστά τον πυρήνα του κεφαλαίου III της Έκθεσης, αποτελεί απόρροια της επιλογής να μην θεσμοθετηθούν, τουλάχιστον στην τρέχουσα συγκυρία, υπερεθνικές εποπτικές αρχές του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Κοινότητα, και περιέχει δύο συστατικά στοιχεία:

(α) Το *πρώτο συστατικό στοιχείο* είναι η ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας που ασκείται σε ευρωπαϊκό επίπεδο με τη διαμόρφωση ενός «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας και διαχείρισης κρίσεων» του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε ό,τι αφορά το πρώτο και βασικό σκέλος, το «ευρωπαϊκό σύστημα εποπτείας», προτείνεται η θεσμοθέτηση δύο νέων φορέων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ενός για τη μακροπροληπτική εποπτεία και ενός

για τη μικρο-προληπτική εποπτεία.

(β) Το *δεύτερο συστατικό στοιχείο* της «βραχυπρόθεσμης» πρότασης είναι η ενίσχυση, παράλληλα, της ποιότητας της εποπτείας που ασκείται από τις εθνικές εποπτικές αρχές, οι οποίες προτείνεται να συνεχίσουν να υφίστανται. *Ειδικά: οι δύο φορείς του «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας»* Η πρόταση που περιέχεται στην Έκθεση de Larosière ως προς τη διαμόρφωση ενός «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας» του χρηματοπιστωτικού συστήματος βασίζεται στη θεσμοθέτηση δύο (2) νέων φορέων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με την κατανομή διακριτών (αλλά στενά συνδεδεμένων) καθηκόντων:

(α) Ο πρώτος φορέας προτείνεται να είναι αρμόδιος σε θέματα μακροπροληπτικής εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, το πεδίο στο οποίο η Έκθεση εντοπίζει ότι υπάρχουν οι μεγαλύτερες αδυναμίες στο ισχύον πλαίσιο. Καλείται «Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου» (“European Systemic Risk Council”), προτείνεται να λειτουργήσει στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, και η σύστασή του να γίνει άμεσα.

(β) Ο δεύτερος φορέας προτείνεται να είναι αρμόδιος σε θέματα μικροπροληπτικής εποπτείας, πεδίο στο οποίο απαιτείται σημαντική ενίσχυση σύμφωνα με την Έκθεση:

- καλείται «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας» (“European System of Financial Supervision” – στη συνέχεια το «ΕΣΧΕ»),
- θα λειτουργεί εκτός της ΕΚΤ,
- θα είναι αποκεντρωμένο και θα αποτελείται από τρεις (3) νέες Αρχές που θα θεσμοθετηθούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο με μετασχηματισμό των υφισταμένων τριών Επιτροπών του επιπέδου 3 σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy, και συγκεκριμένα την «Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή» (“European Banking Authority”) ως διάδοχο της CEBS, την «Ευρωπαϊκή Ασφαλιστική Αρχή» (“European Insurance Authority”) ως διάδοχο της CEIOPS, και την «Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών» (“European Securities Authority”) ως διάδοχο της CESR. Το εύρος των καθηκόντων του ΕΣΧΕ προτείνεται να είναι σχετικά μεγάλο. Κύριοι άξονες των εν λόγω καθηκόντων, τα οποία κρίθηκε ότι είναι εκείνα που μπορούν να ασκούνται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο πιο αποτελεσματικά, θα είναι ο συντονισμός της εφαρμογής των εποπτικών προτύπων, και η διασφάλιση στενής συνεργασίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών. Η υλοποίηση των αναγκαίων ενεργειών για τη σύσταση αυτού του φορέα προτείνεται να γίνει με βάση συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα, σε δύο στάδια, μέχρι το 2012. Η επιλογή αυτή αποτελεί, μεταξύ άλλων, απόρροια της θέσης που εκφράζεται ρητά στην Έκθεση, σύμφωνα με την οποία η μικρο-προληπτική εποπτεία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, σε αντίθεση με τη μακρο-προληπτική, δεν πρέπει να ανατεθεί στην ΕΚΤ. Μεταξύ των επιχειρημάτων που παρατίθενται για τη δικαιολόγηση αυτής της επιλογής, δύο είναι, κατά τη γνώμη του γράφοντος, οι σημαντικότεροι προβληματισμοί

αναφορικά με το ενδεχόμενο αναγωγής της ΕΚΤ σε υπερεθνική αρχή αρμόδια (και) για την άσκηση της μικρο-προληπτικής εποπτείας:

(α) Ο πρώτος προβληματισμός είναι ουσιαστικός και σχετίζεται με το κατά πόσον μια νομισματική αρχή, όπως η ΕΚΤ, είναι ορθό να λειτουργεί παράλληλα και ως εποπτική αρχή λόγω της πιθανής ύπαρξης σύγκρουσης συμφερόντων. Το ενδεχόμενο ύπαρξης μιας τέτοιας σύγκρουσης είναι μάλιστα εκείνο που έχει οδηγήσει αρκετά κράτη ανά τον κόσμο (και την πλειοψηφία των κρατών μελών της Κοινότητας) να καταφύγουν, σε εθνικό επίπεδο, στο διαχωρισμό της νομισματικής από τη χρηματοπιστωτική εποπτική λειτουργία.

(β) Ο δεύτερος προβληματισμός σχετίζεται με ένα θεσμικό ζήτημα. Ειδικότερα, σύμφωνα με τη διάταξη της παρ. 6 του άρθρου 105 της Συνθήκης, καθιερώθηκε η δυνατότητα αναγωγής της ΕΚΤ στο μέλλον σε μια υπερεθνική εποπτική αρχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Κοινότητα, σε αντιστοιχία με τη λειτουργία της ως ενιαίας νομισματικής αρχής. Εφόσον ενεργοποιείτο αυτή η διάταξη, θα μπορούσε να ανατεθεί στην ΕΚΤ η εξουσία άσκησης της μικρο-προληπτικής εποπτείας τόσο των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και άλλων κατηγοριών φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Ρητή είναι, όμως, η εξαίρεση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, η ΕΚΤ δεν θα μπορούσε να αποτελέσει εποπτική αρχή για ορισμένους από τους «συστημικά σημαντικούς» ομίλους ετερογενών χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων, οι οποίοι λειτουργούν στην Κοινότητα και συμπεριλαμβάνουν στη δομή τους ασφαλιστικές επιχειρήσεις, εκτός, βέβαια, αν επερχόταν τροποποίηση της διάταξης. (Τράπεζα Πειραιώς, 2009)

Η δεύτερη, εξίσου βασική και σαφώς ριζικότερη (εφόσον υλοποιηθεί πλήρως) πρόταση της Έκθεσης, είναι η διερεύνηση της δυνατότητας μετεξέλιξης του ΕΣΧΕ σε ένα σύστημα που θα στηρίζεται σε δύο μόνο Ευρωπαϊκές Αρχές, κατά το πρότυπο της λειτουργικής προσέγγισης της διάρθρωσης της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (που ακολουθείται σήμερα στην Ολλανδία). Η διερεύνηση αυτή προτείνεται να γίνει με επανεξέταση του τρόπου λειτουργίας του ΕΣΧΕ το αργότερο τρία (3) χρόνια μετά την έναρξη λειτουργίας του.

Τα καθήκοντα των δύο Αρχών προτείνεται να είναι τα ακόλουθα:

- η πρώτη Αρχή θα είναι αρμόδια για ζητήματα προληπτικής εποπτείας αναφορικά με τον τραπεζικό και τον ασφαλιστικό τομέα, καθώς και για κάθε άλλο θέμα σχετικό με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, και
- η δεύτερη Αρχή θα είναι αρμόδια για θέματα κεφαλαιαγορών και κανόνων συμπεριφοράς σε αυτές.

Στο πλαίσιο αυτό, η Έκθεση αναφέρει ότι θα πρέπει να αξιολογηθεί αν είναι εφικτή:

- η εκχώρηση στις εν λόγω Αρχές ευρύτερων ρυθμιστικών εξουσιών οριζόντιου χαρακτήρα (χωρίς, πάντως, να καθορίζεται το περιεχόμενό τους), και

- η ανάθεση στις εν λόγω Αρχές ευρύτερων εποπτικών καθηκόντων (χωρίς, όμως, και πάλι να διευκρινίζεται αν και σε ποιά έκταση αυτά τα καθήκοντα θα υποκατασταθούν στα αντίστοιχα καθήκοντα των εθνικών εποπτικών αρχών).

Με την εν λόγω πρόταση τίθεται επί της ουσίας το ενδεχόμενο της θεσμοθέτησης αμιγώς υπερεθνικών εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Κοινότητα, σε βάθος χρόνου πάντως. (Γκόρτσος, 2009)

3.4 Η ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ

Οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές ρυθμιστικές αρχές εξετάζουν τώρα το ρόλο που έχουν διαδραματίσει οι οίκοι αξιολόγησης στην παρούσα πιστωτική κρίση. Η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας (IOSCO) σκέφτεται και συζητά μια συντονισμένη λύση, ως απάντηση στις αποτυχίες των οίκων αξιολόγησης, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) διεξάγουν παρόμοιες έρευνες. Οι οίκοι αξιολόγησης εξετάζονται διεξοδικά και τίθενται υπό αναθεώρηση η αντικειμενικότητά τους και οι επιδόσεις τους στον απόηχο της πιστωτικής κρίσης. Αυτές οι οργανώσεις έχουν εκφράσει τις ανησυχίες τους σχετικά με την ολιγοπωλιακή φύση της αγοράς, τις καθυστερημένες αντιδράσεις των οίκων αξιολόγησης στις αλλαγές των συνθηκών της αγοράς και την έλλειψη ανεξαρτησίας όσον αφορά τις εταιρείες που αξιολογούν. (Yeoh, P.,2010)

IOSCO

Η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας (IOSCO) διερεύνησε τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης, όσον αφορά την πρόσφατη πιστωτική κρίση. Έτσι, εξέτασε τον υφιστάμενο κώδικα καλής συμπεριφοράς των οίκων αξιολόγησης, ένα παγκοσμίως αποδεκτό πρότυπο, ώστε να μειώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων και να αυξήσει την διαφάνεια στον κλάδο. Μέρος της διαδικασίας επανεξέτασης είναι να διασφαλίσει ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν ένα ικανοποιητικό επίπεδο αντικειμενικότητας και ότι οι αξιολογήσεις τους είναι σύμφωνες με την εμπειρία αθέτησης των χρεογράφων. Οι προτάσεις που προέκυψαν, από την παραπάνω διαδικασία επανεξέτασης από την IOSCO, περιλαμβάνουν:

- Βελτίωση της γνωστοποίησης των υποθέσεων στις οποίες στηρίζονται οι αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, καθώς και βελτίωση της ποιότητας των πληροφοριών που χρησιμοποιούνται για τη στήριξη μιας αξιόπιστης αξιολόγησης.

- Απαγόρευση στους οίκους αξιολόγησης να προσφέρουν συμβουλές σχετικά με το σχεδιασμό των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία επίσης αξιολογούν, προκειμένου να εξαιρεθούν πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.
- Προτροπή των οίκων αξιολόγησης να διακρίνουν τις αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων από τις εταιρικές αξιολογήσεις και να βελτιώσουν τις διαδικασίες τους.
- Εισαγωγή μιας ξεχωριστής κατηγορίας αξιολογήσεων που διακρίνει τις αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων από τις αξιολογήσεις εταιρικών και εμπορικών χρεογράφων.

(Σπανού, 2008)

SEC

Η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διερεύνησε τις επιχειρηματικές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τον ρόλο τους στην διαδικασία δανεισμού, τον τρόπο με τον οποίο οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνται, καθώς και πως η δημιουργία CDOs άλλαξε την βιομηχανία ενυπόθηκων δανείων. Μέρος αυτής της διαδικασίας αναθεώρησης, έχει σαν στόχο να διασφαλίσει ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επαρκή βαθμό αντικειμενικότητας και να επιφέρει μεγαλύτερη διαφάνεια για κάθε αξιολόγηση. Αυτό θα πρέπει να υλοποιηθεί, ζητώντας από τους οίκους αξιολόγησης την παροχή πληροφοριών σχετικά με προηγούμενες αξιολογήσεις και την ακρίβεια που πέτυχαν όσον αφορά την επίδοση του χρεογράφου.

CESR

Κατόπιν αιτήματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR), ξεκίνησε μια διαδικασία διαβούλευσης στο τέλος του 2007, για την αναθεώρηση του ρόλου των οίκων αξιολόγησης, όσον αφορά κυρίως τα δομημένα χρηματοοικονομικά χρεόγραφα. Οι κυριότεροι τομείς που καλύπτονται στην παραπάνω αναθεώρηση είναι:

- Διαφάνεια στις διαδικασίες αξιολόγησης και στις μεθοδολογίες
- Παρακολούθηση της επίδοσης των αξιολογήσεων
- Πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.

Η CESR έχει καταλήξει σε μια σειρά προτάσεων για τη βελτίωση της διαφάνειας κατά την διαδικασία αξιολόγησης και την αποτελεσματικότερη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων.

ESME

Παράλληλα με την CESR, η Ευρωπαϊκή Ομάδα Εμπειρογνομόνων Χρηματαγορών (ESME) δέχθηκε μια παρόμοια εντολή, τον Νοέμβριο του 2007, να συμβουλευσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με ορισμένα θέματα που αφορούν το ρόλο των οίκων αξιολόγησης και τη σημασία των αξιολογήσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η ESME εστίασε σε συγκεκριμένα θέματα, όπως, την ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς, την ποιότητα των αξιολογήσεων και των μεθοδολογιών αξιολόγησης, την διαφάνεια των μεθόδων αξιολόγησης, την αξιολόγηση δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με την εταιρική πιστοληπτική αξιολόγηση και τέλος, την διαφάνεια όσον αφορά αλλαγές στις αξιολογήσεις και την παρακολούθηση των υφιστάμενων αξιολογήσεων.

(Wolfson, Crawford, 2010),

ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

Με τις ευρωπαϊκές οικονομίες στη μέγγενη της κρίσης, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο στρέφει το βλέμμα του στο ρόλο των οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που, όπως απεδείχθη και στην περίπτωση της Ελλάδας, με μία απόφασή τους μπορούν να αυξήσουν δραματικά το κόστος δανεισμού μιας ολόκληρης χώρας. Τον ανεξέλεγκτο ρόλο που διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης επεσήμανε και ο Γερμανός ευρωβουλευτής στην ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στο Στρασβούργο στις 14 Ιουνίου 2010. Ο Jürgen Klute ένας από τους πέντε ευρωβουλευτές που έχουν καταθέσει προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προφορικές ερωτήσεις για το ρόλο των οίκων, ο οποίος ζήτησε την χαλιναγωγή των οίκων αξιολόγησης και δήλωσε: "Σπέρνουν αναίτιως τον πανικό βασιζόμενες στον, κατά τα άλλα αβάσιμο, κίνδυνο χρεοκοπίας των χωρών του ευρωπαϊκού νότου". Στο σημείο αυτό αξίζει να παραθέσουμε πρόσφατες ερωτήσεις που τέθηκαν στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Στις 22 Φεβρουαρίου 2010, ο έλληνας ευρωβουλευτής Νικόλαος Χουντής επιστά την προσοχή επιτροπής του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στον αρνητικό ρόλο που έπαιξαν οι οίκοι αξιολόγησης στην κρίση και στο ότι τους έχει παραχωρηθεί από την ΕΕ το δικαίωμα να αξιολογούν, όχι μόνο επιχειρήσεις, αλλά και τις οικονομίες των κρατών μελών. Υποστηρίζει ότι ο κανονισμός 1060/2009, αντί να περιορίζει τη δραστηριότητα τους, στην ουσία την επισημοποιεί και την αναβαθμίζει. Συνεχίζει, αναφέροντας την περίπτωση της Ελλάδας, όπου από τις αρχές του 2009 υποβαθμίζουν την πιστοληπτική της ικανότητα, με αποτέλεσμα η χώρα να πληρώνει διπλάσιο επιτόκιο απ' ότι πριν, να έχει εισέλθει σε ένα φαύλο κύκλο απαξίωσης- κερδοσκοπικού δανεισμού. Έτσι, ρωτά την Επιτροπή αν έχουν γίνει ενέργειες προκειμένου να αφαιρεθεί το δικαίωμα στους οίκους αξιολόγησης να αξιολογούν τις οικονομίες των κρατών μελών. Η Επιτροπή, σε απάντησή της, αν και αναγνωρίζει τη

σημασία της αποφυγής της υπερβολικής εξάρτησης από τις γνώμες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ανέφερε ότι δεν έχει κανένα άμεσο σχέδιο να επιβάλει απαγόρευση στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να αξιολογούν τις οικονομίες των κρατών μελών αν και δεσμεύτηκε να εξετάσει το ζήτημα της εξάρτησης από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ. Παρέπεμψε στον κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σύμφωνα με τον οποίο καθιερώθηκε η υποχρεωτική εγγραφή σε μητρώο για όλους τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που λειτουργούν στην ΕΕ και τους επέβαλε μια σειρά αυστηρών απαιτήσεων που στοχεύουν στη διασφάλιση της ανεξαρτησίας και της ακεραιότητας της διαδικασίας αξιολόγησης καθώς και της υψηλότερης ποιότητας των αξιολογήσεων που εκδίδονται. (White, 2010).

Στόχος της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι σταδιακά και με χρονικό ορίζοντα το 2020 να απεξαρτηθούν οι διαδικασίες λήψης των οικονομικών αποφάσεων από τις εκθέσεις των τριών βασικών οίκων αξιολόγησης (Standard & Poor's, Moody's και Fitch), οι οποίοι ελέγχουν το 90% της σχετικής αγοράς. Η βασική υποχρέωση που επιβάλλεται στους οίκους αξιολόγησης είναι ότι εφεξής πρέπει να εξηγούν τους βασικούς παράγοντες στους οποίους βασίζονται οι αξιολογήσεις τους, ενώ δεν θα μπορούν να κάνουν οποιαδήποτε άμεση ή ρητή σύσταση που αφορά τις οικονομικές πολιτικές κυβερνήσεων. Εγκρίνοντας με 579 ψήφους υπέρ, 58 κατά και 60 αποχές τον προταθέντα ευρωπαϊκό Κανονισμό και με 599 ψήφους υπέρ, 27 κατά και 68 αποχές την σχετική κοινοτική Οδηγία, η Ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου συμφώνησε να επιβληθούν περιορισμοί στην λειτουργία των διάφορων οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. (ec.europa.eu)

Μετά και την έγκριση του Ευρωκοινοβουλίου, οι επιχειρήσεις θα μπορούν να εκδίδουν αξιολογήσεις του αξιόχρεου που δεν τους έχουν ζητηθεί μόνο σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, ενώ οι ιδιώτες επενδυτές θα μπορούν να τους μηνύσουν σε περιπτώσεις αμέλειας. Παράλληλα, με την νέα ευρωπαϊκή νομοθεσία, οι οίκοι θα πρέπει να εξηγούν τους βασικούς παράγοντες στους οποίους βασίζονται οι αξιολογήσεις τους, ενώ όπως αναφέρεται ρητά, οι αξιολογήσεις τους δεν θα πρέπει να επιδιώκουν να επηρεάζουν τις κρατικές πολιτικές. (Verschoor, 2007)

Οι αξιολογήσεις δημόσιου χρέους θα μπορούν να εκδίδονται τρεις φορές τον χρόνο, σε συγκεκριμένες ημερομηνίες, που θα δημοσιεύει ο εν λόγω οίκος αξιολόγησης στο τέλος του προηγούμενου έτους. Παράλληλα, οι επενδυτές, οι οποίοι έχουν βασιστεί σε μία αξιολόγηση κατά την αγορά ή πώληση ενός αξιολογούμενου μέσου, θα μπορούν να ασκήσουν προσφυγή εφόσον ο οίκος παραβιάσει τους κανόνες που ορίζει η νέα ευρωπαϊκή νομοθεσία. (Yeoh, 2010) Εξάλλου, για να μειωθεί η υπερβολική εξάρτηση από τις αξιολογήσεις, τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης παροτρύνουν τα πιστωτικά ιδρύματα

και τις εταιρείες επενδύσεων να αναπτύξουν τις δικές τους αξιολογήσεις κινδύνου, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα πρέπει επίσης να εξετάσει το ενδεχόμενο δημιουργίας ενός πλήρως ανεξάρτητου δημόσιου ευρωπαϊκού οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Σημαντική εξέλιξη που αλλάζει τα δεδομένα για τους οίκους είναι ότι εφεξής θα πρέπει να απέχουν από την έκδοση αξιολογήσεων, ή να αποκαλύπτουν ότι οι αξιολογήσεις τους μπορεί να επηρεαστούν, στις περιπτώσεις όπου ένας μέτοχος ή ένα μέλος τους το οποίο κατέχει τουλάχιστον το 10% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου του εν λόγω οίκου έχει επενδύσει στην αξιολογούμενη επιχείρηση (κράτος ή φορέα). Για την προώθηση ορθών πρακτικών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, οι οίκοι θα πρέπει να εξηγούν τους βασικούς παράγοντες στους οποίους βασίζονται οι αξιολογήσεις τους. Οι αξιολογήσεις δεν θα πρέπει να επιδιώκουν να επηρεάσουν τις κρατικές πολιτικές και οι οίκοι δεν θα μπορούν να κάνουν οποιαδήποτε άμεση ή ρητή σύσταση που αφορά τις οικονομικές πολιτικές κυβερνήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

Η Ευρωπαϊκή Ένωση προσπάθησε επί σειρά ετών να συγκροτήσει ένα ισχυρό νομικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ), συμπεριλαμβανομένων των εποπτικών εξουσιών που παραχωρήθηκαν πέρυσι στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο. Τον Νοέμβριο 2008 η Επιτροπή πρότεινε κανονισμό της ΕΕ για τους ΟΑΠΙ, ο οποίος πραγματεύεται μεταξύ άλλων την έλλειψη διαφάνειας και τις περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων. Το κείμενο εγκρίθηκε τον Σεπτέμβριο 2009 και τέθηκε σε ισχύ τον Δεκέμβριο 2009. Τον Ιούνιο 2009 η Επιτροπή υπέβαλε δεύτερη πρόταση για την ΕΑΚΑΑ, ώστε να επιφορτισθεί με αποκλειστικές εποπτικές εξουσίες επί των ΟΑΠΙ που είναι εγγεγραμμένοι στην ΕΕ. Το κείμενο εγκρίθηκε τον Μάιο 2011 και τέθηκε σε ισχύ τον Ιούνιο 2011. Η ΕΑΚΑΑ αποτελεί τον κεντρικό επόπτη των ΟΑΠΙ που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ. Η ΕΑΚΑΑ έχει την εξουσία να διερευνά και να επιβάλλει πρόστιμα εάν ένας ΟΑΠΙ παραβιάζει τις υποχρεώσεις που υπέχει βάσει του ενωσιακού δικαίου. Τον Μάρτιο 2012 η ΕΑΚΑΑ εξέδωσε την πρώτη έκθεσή της σχετικά με την εποπτεία των ΟΑΠΙ. Η Επιτροπή έχει επίγνωση του γεγονότος ότι παραμένουν σημαντικές ανησυχίες, ιδίως όσον αφορά, μεταξύ άλλων, τις αξιολογήσεις του δημόσιου χρέους, τις μεθοδολογίες για τις αξιολογήσεις, την ευθύνη των ΟΑΠΙ και την υπερβολική εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις. Ως εκ τούτου, τον Νοέμβριο 2011 η Επιτροπή υπέβαλε τρίτη πρόταση για την τροποποίηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου, προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα προαναφερόμενα ζητήματα. Η πρόταση αυτή αποτελεί τώρα αντικείμενο διαπραγματεύσεων μεταξύ του Συμβουλίου και του Κοινοβουλίου, αναμένεται δε να εγκριθεί έως τα τέλη 2013.

4.2 Η ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι οίκοι αξιολόγησης διανύουν μια περίοδο απολογισμού και έχουν ξεκινήσει προσπάθειες για την αποκατάσταση της φήμης τους. Η πίεση για αλλαγές από τις ρυθμιστικές αρχές στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ, προκάλεσε την υιοθέτηση αμυντικής στάσης από τους οίκους αξιολόγησης, που προσπαθούν να αποφύγουν την κριτική, εξηγώντας το ρόλο τους και, ταυτόχρονα, πραγματοποιώντας προσπάθειες για τη μεταρρύθμιση των

διαδικασιών τους. Σύμφωνα με τους οίκους αξιολόγησης, μεγάλο μέρος της κριτικής που έχουν λάβει βασίζεται σε έλλειψη πραγματικής κατανόησης των ρόλων τους και του πεδίου εφαρμογής των αξιολογήσεών τους. Ο κλάδος αξιολόγησης έχει ήδη αρχίσει να προειδοποιεί τους επενδυτές και τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, ότι υπάρχει ανάγκη για αναθεώρηση του τρόπου με τον οποίο χρησιμοποιούν αυτές τις αξιολογήσεις, αφού αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο εκτός πλαισίου, ενώ πάρα πολλοί επενδυτές έχουν στηριχθεί σε αξιολογήσεις ως απόδειξη ποιότητας. Ακόμα, οι οίκοι υποστηρίζουν ότι αυτό που δημοσιεύουν είναι απλά γνώμες για την πιστοληπτική ικανότητα, ενώ θεωρούν πως οι αξιολογήσεις είναι ένα μόνο μέσο για τον καθορισμό του κινδύνου και την διαφοροποίηση της πιστωτικής ποιότητας.

Ακόμη, υποστηρίζουν ότι οι αξιολογήσεις δίνουν μόνο μια εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης στο μέλλον και δεν αποτελεί σύσταση, έγκριση ή εγγύηση των επενδύσεων. Επιπλέον, η αξιολόγηση δεν αποτελεί εκτίμηση της δυνητικής απόδοσης του εκάστοτε δομημένου προϊόντος, αλλά ούτε και σχολιασμός της ρευστότητας, της αγοραίας αξίας του ή της αστάθειας των τιμών του. Οι οίκοι αξιολόγησης, από την άλλη μεριά υποστηρίζουν ότι οι αξιολογήσεις βασίζονται στα στοιχεία που έχουν οι αναλυτές στα χέρια τους όταν πραγματοποιείται η αξιολόγηση. Οι αξιολογήσεις έχουν σχεδιαστεί για να είναι σχετικά σταθερές, δεν μεταβάλλονται όπως πχ οι τιμές των μετοχών. Για το επιχειρηματικό μοντέλο που χρησιμοποιούν, ο αντιπρόεδρος της Standard & Poor's σε άρθρο του αναφέρει: «το μοντέλο που χρησιμοποιείται καθιστά δυνατό, οι αξιολογήσεις μας να είναι ευρέως διαθέσιμες, γεγονός που ενισχύει τη διαφάνεια...Οι οίκοι αξιολόγησης που χρησιμοποιούν πληρωμή μέσω συνδρομής, αντιμετωπίζουν επίσης συγκρούσεις συμφερόντων». Τέλος, υποστηρίζει ότι οι αξιολογήσεις δεν είναι παρά γνώμες και πως αυτή είναι η φύση της γνώμης, να μην συμφωνούν όλη με αυτή (Winn,2008).

Ανάμεσα στις πολιτικές που έχουν θέσει οι οίκοι αξιολόγησης είναι και τα παρακάτω:

- Οι αξιολογήσεις αναθέτονται από επιτροπή και όχι από μεμονωμένους αναλυτές
- Οι αναλυτές δεν συμμετέχουν στις διαπραγματεύσεις των αμοιβών και σε άλλες εμπορικές δραστηριότητες
- Οι αμοιβές των αναλυτών έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να μην συνδέονται με την τιμή που θα λάβει ο οίκος για την αξιολόγηση

(Rajan, 2006)

Οι οίκοι αξιολόγησης προβαίνουν, επίσης, στην επανεξέταση των διαδικασιών τους. Οι τρεις μεγάλες οίκοι αξιολόγησης, Standard & Poor's, Moody's και Fitch, παρέθεσαν πρόσφατα διάφορες προτάσεις ως απάντηση στην ευρεία κριτική σχετικά με την ποιότητα και την ακρίβεια των αξιολογήσεών τους. Ειδικότερα, αναθεωρούν τις μεθοδολογίες τους και

παίρνουν μέτρα για να εγγυηθούν ότι οι αξιολογήσεις και οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζονται αυτές είναι αναλυτικά διατυπωμένες, υπό το πρίσμα μεταβαλλόμενων συνθηκών. Επιδιώκουν, επίσης, να αντικρούσουν την κριτική ότι αντιμετωπίζουν σύγκρουση συμφερόντων με τη δημιουργία συμβουλευτικών επιτροπών και τον διαχωρισμό των ομάδων πωλήσεων από τις ομάδες ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου. (Wolfson, Crawford, 2010)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με την πάροδο του χρόνου ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις αποφάσεις των επενδυτών αναβαθμίστηκε. Στις μέρες μας, εκτός από τα κρατικά, τίθενται στην κρίση των οίκων αξιολόγησης και τα δημοτικά χρεόγραφα. Η νωπή στη συλλογική μνήμη κατάρρευση της Lehman brothers το 2008 και η ίδια η κρίση των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ αποτελεί το χαρακτηριστικότερο ίσως παράδειγμα αποτυχίας των προβλέψεων των οίκων αξιολόγησης. Το χτύπημα όμως που δέχτηκαν, από κοινού με τη διεθνή οικονομία, δεν κατάφερε να κλονίσει την αξιοπιστία τους στην αγορά. Κι αυτό παρά τη δριμύτατη κριτική που δέχτηκαν. Χαρακτηριστική έχει μείνει η φράση του αμερικανού νομπελίστα οικονομολόγου Πολ Κρούγκμαν που τις αποκάλεσε κλόουν. Από την άλλη πλευρά, η πρόσφατη και μοναδική στην ιστορία υποβάθμιση της αμερικανικής πιστοληπτικής ικανότητας έδωσε νέες λαβές κριτικής για τις μεθόδους που χρησιμοποιούν και που οδηγούν σε λανθασμένες εκτιμήσεις. Κατά πόσο μπορούν να ερμηνευτούν, όμως, λάθη και αβλεψίες από εταιρείες με τέτοια παράδοση και εμπειρία στον τομέα των οικονομικών μελετών και με ικανότατο και εξειδικευμένο προσωπικό. Αξιοποιώντας τις μαρτυρίες παλαιών υπάλληλων των τριών σημαντικότερων οίκων αξιολόγησης –Standart and Poor’s, Moody’s, Fitch– που δημοσιεύτηκαν στη γαλλική «Μοντ» φαίνεται ότι τα τελευταία χρόνια οι οίκοι αξιολόγησης αδυνατούν να αντεπεξέλθουν οικονομικά στις υποχρεώσεις έναντι των πελατών τους. Ή σωστότερα, προκειμένου να παράξουν και να πουλήσουν το προϊόν τους με το ελάχιστο κόστος, υιοθετούν προγράμματα εξυγίανσης προκειμένου να μειώσουν τα έξοδα. Και ειδικά το εργασιακό κόστος.

. Η υποταγή των ίδιων των εταιριών αξιολόγησης στους νόμους της αγοράς και κυρίως στη λογική του κέρδους φαίνεται να αποτελεί βασικό παράγοντα στη διαμόρφωση των εκτιμήσεών τους. (Wolfson et al, 2010)

Ως γενικό συμπέρασμα μπορεί να λεχθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης αποτελούν ακόμα σημαντικό παίκτη στις χρηματοοικονομικές αγορές καθώς οι ενέργειές τους επηρεάζουν το οικονομικό σκηνικό των εκδοτών που αξιολογούν, αλλά επίσης και τις επενδύσεις εκατομμυρίων ατόμων και εταιριών σε ολόκληρο τον κόσμο. Συνεπώς, είναι εξαιρετικά σημαντικό για τους επενδυτές, τις ρυθμιστικές αρχές, αλλά και για τους εκδότες ομολόγων/δανείων να έχουν σαφή αντίληψη του τι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και ποιος είναι ο ρόλος τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ashcraft, A. και Schuermann T., 2008, “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 318. Back, K. 2005. A Course in Derivative Securities, Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Bannier, Christina E., Patrick Behr and Andre Güttler (2010), Rating Opaque Borrowers: Why are Unsolicited Ratings
- Becker, Bo and Todd Milbourn (2009), Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry, Harvard Business School Working Paper pp. 09-051.
- Blume, Marshall E., Felix Lim and A. Craig MacKinlay (1998), The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality?, Journal of Finance 4, pp. 1389-1413.
- Bordo, Michael D. (2008), An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008, NBER Working Paper, No. 14569.
- Calomiris, Charles W. and Joseph R. Mason (2009), Conflicts of Interest, Low-Quality Ratings, and Meaningful Reform of Credit and Corporate Governance Ratings, unpublished manuscript.
- Cantor, Richard, and Frank Packer (1996), Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, Economic Policy Review 2, pp. 37-53.
- De Grauwe, Paul (2008), The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies, Centre for European Policy Studies, Policy Brief, No. 178, (Brussels: CEPS).
- Diamond, Douglas W. and Raghuram Rajan (2009), The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies, NBER Working Paper No. 14739.
- Eichengreen, Barry (2008), Origins and Responses to the Crisis, unpublished manuscript, University of California, Berkeley.
- Hellwig, Martin F. (2009), Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, De Economist 157, No. 2.
- Financial Stability in a Global Economy. Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole Symposium, pp. 55-96.
- Pagano, Marco and Paolo Volpin (2010), Credit Ratings Failures and Policy

Options, *Economic Policy* 25, pp. 401-431.

- Poon, Winnie P. H. (2003), *Are Unsolicited Credit Ratings Biased*
- Reinhart, Carmen M. (2002), *Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises*, in R. Levich, Giovanni Majnoni (eds)
- and C. M. Reinhart (ed.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston: Kluwer Academic Press.
- BIS, 2003. *Credit Risk Transfer*, Basel Committee on Banking Supervision, <http://www.bis.org/>
- BIS, 2005. "The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications." Committee on the Global Financial System, διαθέσιμο σε <http://www.bis.org/publ/cgfs23.htm>.
- BIS, 2008, *International banking and financial market developments*, Quarterly Review, March 2008.
- Bomfim, A. N. 2001, "Understanding Credit Derivatives and their Potential to Synthesize Riskless Assets", Federal Reserve Board.
- Bryan D. και M. Rafferty, 2006. *Capitalism with Derivatives. A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*, New York: Palgrave – Macmillan, 2006.
- Caprio Gerard and Daniela Klingebiel 2003. "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", The World Bank, Mimeo, <http://go.worldbank.org/5DYGICS7B0>.
- Cvitanic, J. και Zapatero F., 2004, *Introduction to the Economics and Mathematics of Financial Markets*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Duffie D. και Gârleanu N., 2001. "Risk and Valuation of Collateralized Debt Obligations", <http://www.stanford.edu/%7Eduffie/working.htm>.
- Duffie, D., 2007. "Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability," Stanford University GSB Working Paper, διαθέσιμο σε <http://www.stanford.edu/~duffie/BIS.pdf>.
- Fabozzi, F. και Choudhry M. (editors), 2004. *The Handbook of European Structured Financial Products*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Gibson, M.S., 2004, "Understanding the risk of synthetic CDOs", *Finance and*

Economics Discussion Series 2004-36, Board of Governors of the Federal Reserve System,

www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200436/200436pap.pdf.

- Greenspan, A., 1997. "Government regulation and Derivative Contracts". Financial Markets Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/1997/19970221.htm>.
- Greenspan, A., 2005. "Risk Transfer and Financial Stability", Conference on Bank Structure, Federal Reserve Bank of Chicago's <http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2005/20050505/default.htm>
- Hirtle, B., 2007. "Credit Derivatives and Bank Credit Supply", Staff Reports, Federal Reserve Bank of New York.
- Hull, J., 2003. Options, Futures and Other Derivatives, (Fifth Edition), Prentice Hall, New Jersey.
- IMF, 2006. Global Financial Stability Report, International Monetary Fund April 2006, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/index.htm>
- Jobst, A., 2003. "Collateralised Loan Obligations (CLO) - A Primer", The Securitisation Conduit, Vol. 6, No. 1-4. (και σε <http://ideas.repec.org/p/fra/franaf/96.html>).
- Jobst, A., 2006. "What is Structured Finance? An Analysis of Derivatives, Securitization and Islamic Finance", The Securitization Conduit, Vol. 8, No. 1.
- Kolb, R. και Overdahl J., 2003. Financial Derivatives, Third Edition. John Wiley & Sons, New Jersey.
- Kregel, J., 2008. Minsky's Cushions of Safety, Public Policy Brief No. 93, The Levy Economics Institute of Bard College.
- MacKenzie, D., 2003. "Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage", Economy and Society Volume 32 Number 3 August, σσ. 349–380.
- Marx-Engels-Werke (MEW) τ. 27, 1974, Berlin: Dietz Verlag.
- Mengle, D., 2007. "Credit Derivatives: An Overview", 2007 Financial Markets Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Merrill Lynch, 2006. Credit Derivatives Handbook 2006 – Vol. 1 και Vol.
- Milios J., 2007. Book Review: Capitalism with Derivatives. A Political Economy

- of Financial Derivatives, Capital and Class, by D. Bryan and M. Rafferty, New York: Palgrave-MacMillan 2006, Science & Society Vol. 71, No. 4, pp. 509-11.
- Partnoy, F. και Skeel D., 2006. “The Promise and Perils of Credit Derivatives”, University of Pennsylvania Law School, <http://sr.nellco.org/upenn/wps/papers/125>.
 - Rajan R.G., 2005. “Has Finance Development Made the World Riskier?”, Conference 2005, Federal Reserve Bank of Kansas, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/sym05prg.htm>.
 - Rajan R.G., 2006. “Has Finance Development Made the World Riskier?”, European Financial Management, Vol. 12, No. 4, 499–533
 - Stone, C. A. και Zissu A., 2005. The Securitization Markets Handbook. Structures and Dynamics of Mortgage- and Asset-Backed Securities, Bloomberg Press, Princeton.
 - Stulz, R. M. 2004, “Should We Fear Derivatives?”, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, No. 3. (Summer), σσ. 173-192.
 - Verschoor Curtis C. (2007), “Who should be blamed the most for the subprime loan scandal?”, *Strategic Finance*, December 01, 2007
 - Wolfson Josh, Crawford Corinne, (2010), “Lessons From The Current Financial Crisis: Should Credit Rating Agencies Be Re-Structured?”, *Journal of Business Economics Research*, Volume 8, Number 7, pp 85-91
 - White Lawrence J., (2010), “The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol 24, No 2, pp 211–226
 - Winn Martin (2008), “Demythologising credit ratings”, *Money Marketing*, p18.
 - Yeoh, P. (2010), “Causes of the global financial crisis: Learning from the competing insights”, *International Journal of Disclosure and Governance*, Volume 7, No 1, pp. 42-69\
 - Βεζύρογλου Κ. (2007), «Ενυπόθηκα Δάνεια Υψηλού Κινδύνου: Οι αιτίες και επιπτώσεις της πρόσφατης κρίσης», Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη
 - Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2010), «Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2009», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο <http://www.hba.gr>.

- Κάμμας Μ. (2008), «Προβληματισμοί σε σχέση με την Παγκόσμια Οικονομική Κρίση και κάποια θέματα που εγείρονται σε σχέση με το ρυθμιστικό/εποπτικό πλαίσιο», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο <http://www.acb.com.cy/cgibin/hweb?-A=641&-V=news>
- Κόλμερ Κ. (2008), Ο Πανικός της απληστίας, Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, Αθήνα
- Σπανού Α. (2008), «Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις, Αίτια και αφορμές», Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη
- Τράπεζα Πειραιώς (2009), «Συνοπτική και συγκριτική επισκόπηση των Turner Review και de Larosière Report», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο: http://www.piraeusbank.gr/Documents/internet/Economic_Research/Announcements/2009/PlaisioTrapezikisEropteias_EE_060409.pdf
- Τράπεζα της Ελλάδος (2010), «Έκθεση για τη χρηματοπιστωτική Σταθερότητα», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο <http://www.bankofgreece.gr>
- Ναυτεμπορική (2007), «Η χρηματοπιστωτική κρίση δεν επηρεάζει την Ελλάδα», Ναυτεμπορική 25/10/2007, Διαθέσιμη στο διαδίκτυο: <http://www.naftemporiki.gr/premium/archive/story.asp?id=1429038>
- Χρήστος Γκόρτσος, “Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosière»”, ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 27-04-2009,
- Μηλιός Γ. - Οικονομάκης Γ. και Λαπατσιώρας Σ., 2000, Εισαγωγή στην Οικονομική Ανάλυση, Αθήνα, Ελληνικά Γράμματα.
- Wikipedia.org
- <http://ec.europa.eu>