

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

Οι Οίκοι Αξιολόγησης και η οικονομική κρίση
Σύγχρονη προσέγγιση και προοπτικές

Διπλωματική εργασία

Πόπη Η. Παπανδρέου
A.M. 1214M044

Επιβλ. καθηγητής: Αναστάσιος Μαστρογιάννης

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 — ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
1.1. Εισαγωγή.....	4
1.2. Ιστορική αναδρομή.....	5
1.2.1. Πρώιμη περίοδος.....	5
1.2.2. Η ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων.....	8
1.2.3. 1980 μέχρι σήμερα.....	8
1.3. Η εξέλιξη των Οίκων Αξιολόγησης.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 — ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ	12
2.1. Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης – Εννοιολογική οριοθέτηση.....	12
2.1.1. Moody's Investors Service.....	13
2.1.2. Standard & Poor's.....	14
2.1.3. Fitch Ratings.....	14
2.2. Η σύγχρονη υπηρεσία αξιολόγησης και οι γενεσιουργές της αιτίες.....	15
2.3. Το πρόβλημα της πληροφοριακής ασυμμετρίας.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 — ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΩΣ ΦΟΡΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΤΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΑΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	20
3.1. Χαρακτηριστικά των Οίκων Αξιολόγησης.....	20
3.2. Η διαδικασία αξιολόγησης.....	21
3.3. Η σύγκρουση συμφερόντων.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 — ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ	29
4.1. Η αναγκαιότητα ρυθμιστικής παρέμβασης.....	29
4.2. Η ρύθμιση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας από την IOSCO.....	30
4.3. Η ρύθμιση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στις ΗΠΑ.....	31
4.4. Η ρύθμιση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.....	33
4.4.1. Εισαγωγικά.....	33
4.4.2. Κανονισμός 1060/2009.....	37
4.4.3. Το ρυθμιστικό πλαίσιο του πρώτου τροποποιητικού Κανονισμού 513/2011 - CRA II.....	49
4.4.4. Το ρυθμιστικό πλαίσιο του δεύτερου τροποποιητικού Κανονισμού CRA III.....	50
4.5. Κριτική προσέγγιση.....	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 — Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	53
5.1. Η εποπτεία των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στις ΗΠΑ: Η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC).....	53
5.2. Η εποπτεία των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.....	53
5.2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	53
5.2.2. Η «Έκθεση de Larosiere».....	54
5.2.3. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας.....	55
5.2.4. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority -ESMA).....	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 — Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2007/8	60
6.1. Η έννοια της οικονομικής κρίσης.....	60
6.2. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007/8.....	62
6.3. Ιστορική εξέλιξη της κρίσης.....	63
6.4. Ο αντίκτυπος της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης στην Ελλάδα.....	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 — Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	71
7.1. Ο ρόλος των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης στην πρόσφατη Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση.....	71
7.2. Ο ρόλος των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης στην Ελληνική Χρηματοπιστωτική Κρίση	77
7.3. Περιπτωσιολογία εσφαλμένων αξιολογήσεων από τους Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας	80
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 — ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ	84
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	90
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ	94

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 — ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Εισαγωγή

Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές και τραπεζικές αγορές, δεδομένου ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, τις οποίες διενεργούν, χρησιμοποιούνται από επενδυτές, δανειολήπτες, εκδότες και κυβερνήσεις, για να λαμβάνουν επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις μετά λόγου γνώσεως. Πιστωτικά ιδρύματα, επενδυτικές εταιρείες, ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών χρησιμοποιούν αυτές τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ως αναφορά για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεών τους, για λόγους φερεγγυότητας ή για τον υπολογισμό των κινδύνων που ενέχει η επενδυτική τους δραστηριότητα.

Ως εκ τούτου, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την λειτουργία των αγορών και την πίστη και την εμπιστοσύνη των επενδυτών και των καταναλωτών. Επομένως, είναι σημαντικό —και αποτελεί καθολικό αίτημα— οι δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να διεξάγονται σύμφωνα με τις αρχές της ακεραιότητας, της διαφάνειας, της υπευθυνότητας και της χρηστής διακυβέρνησης, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι απορρέουσες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και με επαρκή ποιότητα¹.

Στο ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τρεις μεγάλοι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Moody's, Fitch και Standard & Poor's) βρέθηκαν στο στόχαστρο της παγκόσμιας κριτικής, καθώς ο ρόλος τους είχε θεωρηθεί καθοριστικός. Υπήρξε διάχυτη η άποψη ότι, μεταξύ άλλων, η κακή πιστοληπτική αξιολόγηση σύνθετων δομημένων πιστωτικών προϊόντων εκ μέρους των Οργανισμών Αξιολόγησης συνέβαλαν τόσο στην δημιουργία όσο και στην εξέλιξη της οικονομικής κρίσης, ενώ οι τελευταίοι δεν κατάφεραν να προειδοποιήσουν επαρκώς τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους που είχαν αναλάβει με την ανάληψη των σύνθετων αυτών προϊόντων, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης. Για το λόγο αυτό επλήγη η αξιοπιστία τους.

Στην περίπτωση της δημοσιονομικής κρίσης της Ελλάδας, οι τρεις μεγάλες εταιρίες αξιολόγησης εμφανίστηκαν στο παρελθόν μάλλον αισιόδοξες, κυρίως από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης στην χώρα μας, τις μεγάλες συμφωνίες, τα έργα που γίνονταν, την ευρωστία των ελληνικών Πιστωτικών Ιδρυμάτων και την ταχεία ανάπτυξή τους στην Βαλκανική και εν γένει την εξωστρέφεια του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Σήμερα, όμως, υπάρχει μια θεαματική στροφή στις εκτιμήσεις τους. Οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας μας, έχουν δημιουργήσει ένα σύνθετο και συνάμα χωρίς προηγούμενο οικονομικό σκηνικό. Για πολλούς, οι υποβαθμίσεις αυτές συντέιναν σε μεγάλο βαθμό και στην ταχεία υποβάθμιση της άντλησης δανεισμού της Ελλάδας από τις διεθνείς αγορές χρήματος, με συνέπεια την προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου².

Οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης, διά της αξιολόγησης των ομολόγων των χωρών σε παγκόσμιο επίπεδο, δημιουργούν νέο καθεστώς οικονομικής εξουσίας, διαμορφώνοντας στην πράξη τις συνθήκες χρηματοδότησης χρέους των χωρών, γεγονός που αναδεικνύει με τον πιο κατηγορηματικό τρόπο τα νέα δεδομένα της οικονομικής παγκοσμιοποίησης που βιώνουμε σήμερα. Αδιαμφισβήτητα, οι αξιολογήσεις των τριών μεγαλύτερων οίκων πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τα

¹ Προοίμιο Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας.

² Κ. Ζοπουνίδης: Οίκοι αξιολόγησης και αξιοπιστία, σε <http://www.tovima.gr/opinions/article/?aid=490241>.

οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά δεδομένα ολόκληρων χωρών, ακόμη και ηπείρων, διαμορφώνοντας ανάλογες κατά τόπους εξελίξεις στις χώρες που εφαρμόζονται³.

Εκ των ανωτέρω, αναδεικνύεται ήδη η θεμελιώδης σημασία του υπό έρευνα θέματος και ο ζωτικός ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στις οικονομικές εξελίξεις. Στόχος της παρούσας μελέτης είναι να καταδείξει, μεταξύ άλλων, τα χαρακτηριστικά των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης, ως φορέων παροχής της υπηρεσίας αξιολόγησης, το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας τους και την εποπτεία αυτών σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο αντίστοιχα, την εμπλοκή τους και τον ρόλο που διαδραμάτισαν στην οικονομική κρίση —με επίκεντρο τις σημερινές εξελίξεις— αλλά και να επιχειρήσει μια προσπάθεια επισκόπησης των μελλοντικών προοπτικών, αναζητώντας απαντήσεις στο ερώτημα αν και σε ποιο βαθμό η καθιέρωση του κανονιστικού πλαισίου που προβλέπεται θα οδηγήσει σε μια πιο αποτελεσματική και αποδοτική εποπτεία των δραστηριοτήτων των Οίκων Αξιολόγησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση, στην βελτίωση της λειτουργίας τους και στην διαφάνεια των αποφάσεων που λαμβάνουν.

1.2. Ιστορική αναδρομή

1.2.1. Πρώιμη περίοδος

Όταν οι Ηνωμένες Πολιτείες άρχισαν να επεκτείνονται προς τα δυτικά και σε άλλα μέρη της χώρας, το ίδιο ίσχυσε και για τις επιχειρήσεις. Όταν οι επιχειρήσεις ήταν κοντά σε όσους αγόραζαν αγαθά ή υπηρεσίες από αυτές, ήταν εύκολο για τους εμπόρους να χορηγούν πιστώσεις στους πελάτες, λόγω της εγγύτητάς τους και του γεγονότος ότι οι έμποροι γνώριζαν τους τελευταίους προσωπικά και ως εκ τούτου είχαν την δυνατότητα να ελέγχουν αν εκείνοι ήταν σε θέση ή όχι να αποπληρώσουν τις οφειλές τους σε αυτούς. Τουναντίον, όσο μεγάλωναν οι αποστάσεις των συναλλαγών, οι έμποροι δεν γνώριζαν προσωπικά τους πελάτες τους, με συνέπεια να καταστούν πιο επιφυλακτικοί στην χορήγηση πιστώσεων και άλλων διευκολύνσεων σε αυτούς, καθόσον δεν ήταν πλέον σε θέση να ελέγξουν την φερεγγυότητα ή μη των τελευταίων. Ο εν λόγω δισταγμός των ιδιοκτητών επιχειρήσεων στην χορήγηση πιστώσεων σε νέους πελάτες, οδήγησε στην γέννηση της βιομηχανίας παροχής πίστωσης⁴.

Στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 1837, δημιουργήθηκαν εμπορικοί οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι πρόδρομοι των σημερινών Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Οι Οργανισμοί αυτοί βαθμολογούσαν την ικανότητα των εμπόρων να πληρώσουν τα χρέη τους και ενοποίησαν τις βαθμολογίες αυτές σε μορφή οδηγιών τις οποίες δημοσίευσαν. Η πρώτη τέτοια υπηρεσία ιδρύθηκε το 1841 από τον Lewis Tarran στη Νέα Υόρκη. Στη συνέχεια, η υπηρεσία αυτή πέρασε στα χέρια του Robert Dun, ο οποίος δημοσίευσε τον πρώτο οδηγό βαθμολόγησης-αξιολόγησης το 1859. Μια άλλη πρώιμη συναφής υπηρεσία δημιουργήθηκε από τον John Bradstreet το 1849, η οποία δημοσίευσε έναν οδηγό αξιολογήσεων το 1857⁵.

Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, πρωτοεμφανίστηκαν στις ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 1900, όταν αξιολογήσεις άρχισαν να εφαρμόζονται σε κινητές αξίες, ειδικά εκείνες που σχετίζονταν με την αγορά ομολόγων του σιδηροδρόμου. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η κατασκευή εκτεταμένων συστημάτων σιδηροδρόμου είχε ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη των ομολογιακών δανείων για την χρηματοδότησή τους, και,

³ K. Ζοπουνίδης: Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά σε <http://www.accountancygreece.gr>.

⁴ <http://www.buynowpaylatersites.net/buy-now-pay-later-sites-the-history-of-personal-credit>.

⁵ Cantor, Richard / Packer, Frank (Summer–Fall 1994): The credit rating industry. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York), σελ. 1–26. Langohr, Herwig M. / Patricia T., Langohr (2009): The rating agencies and their credit ratings. Wiley, John & Sons, Incorporated. ISBN 9780470018002.

ως εκ τούτου, την ανάπτυξη μιας αγοράς ομολόγων αρκετές φορές μεγαλύτερη απ' ό,τι σε άλλες χώρες. Οι αγορές ομολόγων στην Ολλανδία και την Βρετανία είχαν δημιουργηθεί επί μακρότερο χρόνο, αλλά ήταν συγκριτικά μικρότερες και περιστρέφονταν γύρω από κυρίαρχες κυβερνήσεις, για τις οποίες υπήρχε η πίστη ότι θα εξοφλήσουν τα χρέη τους⁶. Έτσι, ιδρύθηκαν εταιρείες, για να παρέχουν στους επενδυτές οικονομικές πληροφορίες σχετικά με την αυξανόμενη σιδηροδρομική βιομηχανία, συμπεριλαμβανομένης της εταιρείας Henry Varnum Poor's, η οποία εξέδωσε μια δημοσίευση συγκεντρώνοντας χρηματοοικονομικά στοιχεία σχετικά με τον σιδηρόδρομο και τις διώρυγες⁷.

Μετά την οικονομική κρίση του 1907, η ζήτηση για τέτοιου είδους ανεξάρτητες πληροφορίες της αγοράς αυξήθηκε, ιδίως για τις ανεξάρτητες αναλύσεις των ομολόγων πιστοληπτικής ικανότητας⁸. Το 1909, ο οικονομικός αναλυτής John Moody εξέδωσε μια δημοσίευση, η οποία επικεντρωνόταν αποκλειστικά στα ομόλογα σιδηροδρόμου⁹. Οι βαθμολογίες-αξιολογήσεις του ήταν οι πρώτες που δημοσιεύθηκαν ευρέως σε προσιτή μορφή και η εταιρεία του ήταν η πρώτη που χρέωνε συνδρομή στους επενδυτές¹⁰.

Το 1913, η δημοσίευση αξιολογήσεων από την Moody's υπέστη δύο σημαντικές αλλαγές: επεκτάθηκε το αντικείμενο αυτών, ώστε να περιλαμβάνει και βιομηχανικές επιχειρήσεις και επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, ενώ παράλληλα άρχισε να γίνεται χρήση ενός συστήματος αξιολόγησης με αλφαβητικούς χαρακτήρες. Για πρώτη φορά, δημόσια χρεόγραφα αξιολογήθηκαν επί τη βάση ενός συστήματος που ακολουθούνταν από εμπορικούς οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, διά της χρήσεως αλφαβητικών χαρακτήρων για την κατάδειξη της πιστοληπτικής τους ικανότητας¹¹. Τα επόμενα χρόνια, ιδρύθηκαν και άλλοι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Η Poor's Publishing Company άρχισε να εκδίδει αξιολογήσεις το 1916, η Standard Statistics Company το 1922 και η Fitch Publishing Company το 1924¹².

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η βιομηχανία αξιολόγησης εξελίχθηκε με ταχείς ρυθμούς μετά την ψήφιση του νόμου Glass-Steagall του 1933¹³ και τον διαχωρισμό των

⁶ Richard Sylla (1–2 March 2000): A Historical Primer on the Business of Credit Ratings (PDF). The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy. Washington, D.C., The World Bank σε: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf.

⁷ Karp, Gregory (14 August 2011): Ratings game: Power of S&P, other top credit agencies, grew from government action. Chicago Tribune σε: http://articles.chicagotribune.com/2011-08-14/business/ct-biz-0814-sp--20110814_1_credit-rating-rating-agencies-statistical-rating-organizations

⁸ Sinclair, Timothy J. (2005): The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness. Ithaca, New York: Cornell University Press σε: <http://www.cornellpress.cornell.edu/book/?GCOI=80140100511490>

⁹ White, Lawrence J. (Spring 2010): The Credit Rating Agencies. Journal of Economic Perspectives (American Economic Association) 24 (2), σελ. 211–226 σε: <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.24.2.211>,

Yasuyuki, Fuchita / Robert E., Litan (2006): Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?. Washington, D.C.: Brookings Institution Press σε: <http://www.brookings.edu/research/books/2006/financialgatekeepers>,

Sinclair, Timothy J. (2005): The New Masters of Capital, όπ.παρ.

¹⁰ Yasuyuki, Fuchita / Robert E. Litan (2006): Financial Gatekeepers, όπ.παρ.

¹¹ Moody's History: A Century of Market Leadership σε <https://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>.

¹² White, Lawrence J. (Spring 2010): The Credit Rating Agencies. Journal of Economic Perspectives (American Economic Association) 24 (2), σελ. 211–226.

¹³ Η νομοθεσία Glass-Steagall, ειδικότερα, αποτελεί τον Τραπεζικό Νόμο του 1933 (Banking Act of 1933) της δημοκρατικής κυβέρνησης του Franklin Delano Roosevelt (FDR) στα βάθη της Μεγάλης Κρίσης (Great Depression). Οι βασικοί συντάκτες του νομοσχεδίου ήταν ο γεροϋσιαστής Carter Glass (Virginia) και ο βουλευτής Henry Steagall (Alabama), και η κορωνίδα της, η ίδρυση της Ομοσπονδιακής Ασφαλιστικής Εταιρείας Αποθεματικού (Federal Deposit Insurance Corporation- FDIC). Ο Τραπεζικός Νόμος του 1933, ως τμήμα του νέου προγράμματος (New Deal) της κυβέρνησης Roosevelt (1933-1945), συμπεριελάμβανε ρυθμίσεις του τραπεζικού συστήματος σχεδιασμένες να περιορίσουν την ασύστολη κερδοσκοπία που είχε οδηγήσει τον προηγούμενο χρόνο στην κατακλυσμιαία πτώση των μετοχών του δείκτη του Dow Jones στο 90% της αξίας του (Ιούλιος 1932) και στην πτώχευση περίπου δέκα χιλιάδων τραπεζών. Συγκεκριμένα, ο Νόμος-Σύστημα του Glass-Steagall της 16ης Ιουνίου, οι αρχές του οποίου υπήρχαν και σε ευρωπαϊκές χώρες μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980, εισήγαγε αυστηρούς κανονισμούς βάσει των οποίων ο τραπεζικός

ασφαλιστικών επιχειρήσεων από τις Τράπεζες. Δεδομένου ότι η αγορά μεγάλωσε πέρα από τα όρια των παραδοσιακών επενδυτικών τραπεζικών ιδρυμάτων, νέοι επενδυτές επανέφεραν την έκκληση για μεγαλύτερη διαφάνεια, ανοίγοντας τον δρόμο για αναγκαστικού δικαίου ρυθμίσεις και για την δημιουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC)¹⁴. Το 1936, θεσπίστηκε νόμος που απαγόρευε στις Τράπεζες να επενδύουν σε ομόλογα που θεωρούνταν από "αναγνωρισμένα εγχειρίδια αξιολόγησης" (οι πρόδρομοι των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας) ότι είναι "κερδοσκοπικές επενδύσεις σε κινητές αξίες" ("ομόλογα σκουπίδια" κατά την σύγχρονη ορολογία). Αμερικανικές Τράπεζες είχαν την δυνατότητα να κατέχουν μόνο επενδύσιμα ("investment grade") ομόλογα, και ήταν οι αξιολογήσεις των Moody's, Standard & Poor και Fitch που καθόριζαν νομικά ποια ομόλογα ανήκαν σε ποια κατηγορία¹⁵.

Από το 1930 έως το 1980, τα ομόλογα και οι αξιολογήσεις τους είχαν πρωταρχικά εκχωρηθεί σε αμερικάνικες τοπικές αυτοδιοικήσεις και σε αμερικάνικες βιομηχανικές επιχειρήσεις υψηλής κεφαλαιοποίησης. Η αξιολόγηση των διεθνών «κυβερνητικών» ομολόγων, κατά τη διάρκεια της μεγάλης κρίσης, περιορίστηκε σε ένα μικρό αριθμό των πλέον αξιόπιστων επενδυτικά χωρών, κατόπιν μιας σειράς χρεοκοπιών ομολόγων που είχαν εκδοθεί από Κυβερνήσεις όπως της Γερμανίας¹⁶.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1960 και του 1970, οι αξιολογήσεις επεκτάθηκαν στα χρεόγραφα και στις τραπεζικές καταθέσεις. Επίσης, κατά την διάρκεια εκείνης της περιόδου, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις άρχισαν ν' αλλάζουν το επιχειρηματικό μοντέλο τους, ξεκινώντας να χρεώνουν τους εκδότες ομολόγων καθώς και τους επενδυτές. Μεταξύ των λόγων αυτής της αλλαγής εντασσόταν και η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών¹⁷. Επιπλέον, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης πρόσθεσαν επίπεδα διαβάθμισης στα συστήματα αξιολόγησής τους. Το 1973, η Fitch πρόσθεσε τα σύμβολα συν και πλην στο υπάρχον σύστημα αξιολόγησης με αλφαβητικούς χαρακτήρες. Το επόμενο έτος, η Standard & Poor 's έκανε το ίδιο, ενώ η Moody's άρχισε να χρησιμοποιεί αριθμούς για τον ίδιο σκοπό το 1982¹⁸.

τομέας είχε κυρίως το χαρακτήρα των βιομηχανικών τραπεζών, ενώ οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις δεν μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για ριψοκίνδυνες κερδοσκοπικές ενέργειες. Βάσει του Νόμου αυτού, ο οποίος καταργήθηκε το 1999 από το νόμο Gramm-Leach-Bliley, οι εμπορικές τράπεζες, οι επενδυτικές τράπεζες, καθώς και ο ασφαλιστικός τομέας θα πρέπει να διαχωρίζονται πλήρως μεταξύ τους. Έτσι, προκειμένου να αποτραπεί ένα νέο 1929, ο Νόμος καθιστούσε υποχρεωτικό το διαχωρισμό ανάμεσα (α) στις εμπορικές τράπεζες, στις οποίες κατέθεταν τις οικονομίες του οι άνθρωποι και (β) στις επενδυτικές τράπεζες, στις οποίες επιτρεπόταν, για λογαριασμό τους αλλά και εκ μέρους των πελατών τους, να στοιχηματίζουν σε μετοχές, σε προθεσμιακά συμβόλαια, στις τιμές των εμπορευμάτων κ.λπ., αλλά δεν μπορούσαν να δέχονται καταθέσεις. Πιο απλά, ο Νόμος απαγόρευε, και ορθά, στις εμπορικές τράπεζες να στοιχηματίζουν με τα χρήματα των άλλων, ενώ οι επενδυτικές τράπεζες μπορούσαν να λειτουργούν σε υψηλούς κινδύνους. Η ιδέα ήταν ότι εάν μια εμπορική τράπεζα έπεφτε έξω θα την διέσωζε το κράτος (ώστε να μην πληγούν οι καταθέσεις των ανυποψίαστων πολιτών), ενώ μια επενδυτική τράπεζα απλώς θα πτώχευε· βλ. αναλυτικότερα Barth, James R. / Brumbaugh Jr. / R. Dan / Wilcox, James A. (2000): *The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking* (PDF), *Journal of Economic Perspectives* 14 (2), σελ. 191-204, Benston, George J. (1990): *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*, New York: Oxford University Press.

¹⁴ Richard Sylla (1-2 March 2000): *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, όπ.παρ.

¹⁵ White, Lawrence J. (Spring 2010): *The Credit Rating Agencies*, όπ.παρ.

¹⁶ Toffler Alvin (1990): *Powershift: Knowledge, wealth, violence at the edge of the 21st century*, NY, Bantam, σελ. 43-57, Sinclair, Timothy J. (2005): *The new masters of capital*, όπ.παρ., σελ. 26.

¹⁷ White, Lawrence J. (24 January 2009): *Agency Problems and Their Solution*. The American. American Enterprise Institute.

¹⁸ Cantor, Richard / Packer, Frank (1994): *The credit rating industry*. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York), σελ. 1-26.

1.2.2. Η ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων

Η κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods το 1971, οδήγησε στην απελευθέρωση των δημοσιονομικών κανονισμών και την παγκόσμια επέκταση των Κεφαλαιαγορών στις δεκαετίες του 1970 και του 1980. Το 1975, οι κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς άρχισαν να περιλαμβάνουν ρητή αναφορά σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Για παράδειγμα, η Επιτροπή άλλαξε τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις για χρηματιστές-διαπραγματευτές, επιτρέποντας μικρότερα αποθεματικά για υψηλότερης αξιολόγησης ομόλογα. Η βαθμολογία θα γινόταν από «Εθνικά Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής Αξιολόγησης» (NRSROs). Την εποχή εκείνη δέκα οργανισμοί (αργότερα έξι, λόγω ενοποίησης) αναγνωρίζονταν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως NRSROs¹⁹.

Επιπροσθέτως, οι Οίκοι Αξιολόγησης αυξήθηκαν σε μέγεθος και κερδοφορία, καθώς ο αριθμός των εκδοτών που αποκτούσε πρόσβαση στις αγορές χρέους αυξήθηκε εκθετικά, τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στο εξωτερικό. Μέχρι το 2009, η παγκόσμια αγορά ομολόγων (συνολικό ανεξόφλητο χρέος) εκτιμάται ότι ανήλθε σε 82.2 τρισεκατομμύρια δολάρια²⁰.

1.2.3. 1980 μέχρι σήμερα

Δύο οικονομικές τάσεις της δεκαετίας του '80 και του '90, που έφεραν σημαντική επέκταση στην παγκόσμια αγορά κεφαλαίου ήταν: α) Η απομάκρυνση από την «διαμεσολαβητική» (intermediated) χρηματοδότηση (δάνεια) προς φθηνότερη και πιο μακροπρόθεσμη (disintermediated) χρηματοδότηση (εμπορεύσιμων ομολόγων και άλλων τίτλων σταθερού εισοδήματος) και β) Η παγκόσμια τάση απομάκρυνσης από την κρατική παρέμβαση προς την κατεύθυνση του οικονομικού φιλελευθερισμού, με βάση, μεταξύ άλλων, τις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου και τις σχέσεις μεταξύ κυβέρνησης και βιομηχανίας.

Περισσότερα χρεόγραφα σήμαιναν περισσότερη δουλειά για τους τρεις μεγάλους Οργανισμούς Αξιολόγησης, στους οποίους πολλοί επενδυτές βασίζονται για να κρίνουν την ασφάλεια των τίτλων της κεφαλαιαγοράς. Οι ρυθμιστικές αρχές της κυβέρνησης των ΗΠΑ βασίζονταν, επίσης, στην κρίση των Οίκων Αξιολόγησης, καθώς τον επέτρεψαν σε συνταξιοδοτικά ταμεία και αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς να αγοράσουν μόνον τίτλους με αξιολόγηση πάνω από ορισμένα επίπεδα²¹.

Μια αγορά για χαμηλής βαθμολογίας - υψηλής απόδοσης "junk bonds" άνθισε στα τέλη της δεκαετίας του 1970. Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης άρχισαν να εφαρμόζουν τις αξιολογήσεις τους πέραν των ομολόγων σε ρίσκα εταιρικών συναλλαγών, στην επενδυτική επίδοση υπηρεσιών στεγαστικής πίστης και στην μεταβλητότητα τιμών αμοιβαίων κεφαλαίων και ασφαλειών βασισμένων σε προϊόντα στεγαστικής πίστης²². Οι αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο στις χρηματοπιστωτικές αγορές των αναπτυσσόμενων χωρών, αλλά και στις «αναδυόμενες αγορές» του αναπτυσσόμενου κόσμου. Η Moody's και η S&P άνοιξαν γραφεία στην Ευρώπη, την Ιαπωνία, αλλά και στις αναπτυσσόμενες αγορές²³. Επιπλέον, μη-αμερικανικές υπηρεσίες αναπτύσσονται εκτός

¹⁹ White, Lawrence J. (2010): The Credit Rating Agencies. Journal of Economic Perspectives (American Economic Association) 24 (2), σελ. 211-226, Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organization (PDF). *sec.gov*. Securities and Exchange Commission.

²⁰ Clarke, Thomas (2009): European corporate governance: readings and perspectives. Taylor & Francis, σελ. 15.

²¹ Sinclair, Timothy J. (2005): The New Masters of Capital, όπ.παρ., σελ. 54-56, 57-59. βλ. και Financial Crisis Inquiry Report (PDF). GPO. 2011, σελ. 119.

²² Cantor, Richard / Packer, Frank (1994): The credit rating industry, όπ.παρ.

²³ Sinclair, Timothy J. (2005). *The New Masters of Capital*, όπ.παρ.

των Ηνωμένων Πολιτειών. Στις αρχές του 1990, μαζί με τους τρεις μεγαλύτερους Οίκους των ΗΠΑ, ένας βρετανικός, δύο канаδικοί και τρεις ιαπωνικοί Οργανισμοί Αξιολόγησης περιλαμβάνονται μεταξύ των "πλέον σημαινόντων" Οίκων Αξιολόγησης στον κόσμο από τους Financial Times²⁴.

Οι τρεις μεγάλοι Οίκοι Αξιολόγησης εκδίδουν το 97%-98% του συνόλου των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας στις Ηνωμένες Πολιτείες²⁵ και περίπου το 95% σε παγκοσμίως, αποκτώντας έτσι σημαντική τιμολογιακή δύναμη²⁶. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την επέκταση της πιστωτικής αγοράς, τους απέφερε περιθώρια κέρδους της τάξεως του 50 % από το 2004 μέχρι το 2009²⁷.

Όσο η επιρροή και η κερδοφορία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας κέρδιζε έδαφος, τόσο μεγάλωνε και η ανησυχία για τις επιδόσεις τους, αλλά και οι υπόνοιες περί παράνομων πρακτικών. Το 1996, το Υπουργείο Δικαιοσύνης των ΗΠΑ ξεκίνησε έρευνα για πιθανή καταχρηστική άσκηση πιέσεων των εκδοτών από την Moody's για να κερδίσει επιχειρήσεις. Υπηρεσίες υποβλήθηκαν σε δεκάδες μηνύσεις από επενδυτές που διαμαρτύρονταν για ανακριβείς αξιολογήσεις μετά την κατάρρευση της Enron, και ιδιαίτερα μετά την κρίση των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ και την μετέπειτα οικονομική κρίση στα τέλη της δεκαετίας του 2000. Κατά την διάρκεια της εν λόγω κατάρρευσης, το 73% —αξίας πάνω από 800 δισ. δολ.— όλων των ενυπόθηκων τίτλων που η Moody's είχε βαθμολογήσει με τριπλό A για το 2006, υποβαθμίστηκαν σε καθεστώς «junk bonds» δύο χρόνια αργότερα²⁸.

Οι υποβαθμίσεις των ευρωπαϊκών και των αμερικανικών κρατικών χρεογράφων επικρίθηκαν επίσης. Από την άνοιξη του 2010, οι μεγάλοι Οίκοι Αξιολόγησης υποβίβασαν την Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία σε καθεστώς "junk", μια κίνηση που πολλοί αξιωματούχοι της Ε.Ε. ερμήνευσαν ως επιτάχυνση μιας αναπτυσσόμενης ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Τον Ιανουάριο του 2012, εν μέσω συνεχιζόμενης αστάθειας στην Ευρωζώνη, η S&P υποβάθμισε εννέα χώρες της ευρωζώνης, αποστερώντας την Γαλλία και την Αυστρία από τις AAA αξιολογήσεις που ελάμβαναν στο παρελθόν²⁹.

1.3. Η εξέλιξη των Οίκων Αξιολόγησης

Κεντρικό μέλημα κάθε δανειστή, συμπεριλαμβανομένων των δανειστών / επενδυτών σε ομόλογα, συνιστά το αν ένας δυνητικός ή πραγματικός οφειλέτης θα μπορέσει να αποπληρώσει το δάνειο που έλαβε. Εκτός από την συγκέντρωση ίδιων πληροφοριών σχετικά με τους δανειολήπτες και την επιβολή απαιτήσεων (όπως εγγυήσεις, περιοριστικές ρήτρες κ.λπ.) στις εκάστοτε συμφωνίες δανεισμού, οι δανειζόντες χρήματα μπορούν, επίσης, να προσφύγουν στην αναζήτηση εξωτερικών συμβουλών σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα. Σκοπός των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας είναι να βοηθήσουν να αρθεί το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης, προσφέροντας αξιολογήσεις —προτιμούν την λέξη

²⁴ Cantor, Richard / Packer, Frank (1994): The credit rating industry (PDF). Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York), σελ. 2, σε http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.pdf

²⁵ https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency

²⁶ Alessi, Christopher: The Credit Rating Controversy. Campaign 2012. Council on Foreign Relations.

²⁷ Evans, David / Caroline Salas (April 29, 2009): Flawed Credit Ratings Reap Profits as Regulators Fail (Update1) . Bloomberg, Younghi, Rachele / daCosta, Ana (2 August 2011): Insight: When ratings agencies judge the world. Reuters.

²⁸ Sinclair, Timothy J. (2005): όπ.παρ., Gallu, Joshua / Faux, Zeke (27 September 2011): SEC's Notice to S&P May Signal Enforcement Cases Against Raters. Bloomberg Businessweek, Alessi, Christopher: The Credit Rating Controversy. Campaign 2012. Council on Foreign Relations.

²⁹ Alessi, Christopher, όπ.παρ.

"γνώμες"— σχετικά με την πιστωτική ποιότητα των ομολόγων που εκδίδονται από επιχειρήσεις και κυβερνήσεις³⁰.

Στα πρώτα χρόνια λειτουργίας των τριών μεγάλων Οίκων Αξιολόγησης Moody's, Standard & Poor και Fitch, τα έσοδά τους προέρχονταν από την πώληση εκτιμήσεων σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των επενδυτών. Τούτο συνέβη την χρονική περίοδο πριν από την ίδρυση της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC), η οποία έλαβε χώρα το 1934, οπότε ξεκίνησε η υποχρέωση των εταιριών για υποβολή τυποποιημένων οικονομικών καταστάσεων. Οι ως άνω εκτιμήσεις των Οίκων Αξιολόγησης έφεραν τη μορφή «βαθμολογήσεων», οι οποίες ήταν συνήθως μια κλίμακα γραμμάτων-αλφαβητικών χαρακτήρων. Η πιο γνωστή κλίμακα είναι αυτή που χρησιμοποιείται από την Standard & Poor 's και κάποιους άλλους οργανισμούς αξιολόγησης: AAA, AA, A, BBB, BB, και ούτω καθεξής, με συν και πλην επιπρόσθετα.

Ωστόσο, την δεκαετία του 1930, σημειώθηκε μια σημαντική αλλαγή στην σχέση μεταξύ των Οίκων Αξιολόγησης και των αγορών ομολόγων των ΗΠΑ. Οι τραπεζικοί ρυθμιστές ήταν πρόθυμοι να ενθαρρύνουν τις Τράπεζες να επενδύουν μόνο σε ασφαλή ομόλογα, και προς την κατεύθυνση αυτή εξέδωσαν ένα σύνολο κανονισμών, που κορυφώθηκε με το Διάταγμα του 1936, που απαγόρευε στις Τράπεζες να επενδύσουν σε «κερδοσκοπικά επενδυτικά χρεόγραφα», όπως καθορίζονται από τα αποκαλούμενα «αναγνωρισμένα εγχειρίδια αξιολόγησης». Τα «κερδοσκοπικά χρεόγραφα» (που σήμερα αποκαλούνται «ομόλογα σκουπίδια») ήταν κάτω του επιτρεπόμενου βαθμού επένδυσης. Έτσι, οι Τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να κατέχουν μόνο ομόλογα που είχαν αξιολογηθεί από ένα επίπεδο και πάνω (στην σύγχρονη βαθμολογία αυτό θα ισοδυναμούσε με τα ομόλογα που έχουν αξιολογηθεί με BBB ή καλύτερα, με βάση τα πρότυπα της Standard & Poor's κλίμακας). Με αυτούς τους κανονισμούς σε ισχύ, οι Τράπεζες δεν ήταν πλέον ελεύθερες να αναζητήσουν πληροφορίες σχετικά με τα ομόλογα από οποιαδήποτε πηγή θεωρούνταν αξιόπιστη. Τουναντίον, ήταν αναγκασμένες να χρησιμοποιούν τις αποφάσεις των εκδοτών των «αναγνωρισμένων εγχειριδίων αξιολόγησης», που ήταν μόνο η Moody's, η Standard & Poor και η Fitch. Ουσιαστικά, οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών των Οργανισμών είχαν αποκτήσει την «ισχύ νόμου».

Αργότερα, το 1975, η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενίσχυσε τον κεντρικό ρόλο των Οίκων Αξιολόγησης, όταν αποφάσισε να τροποποιήσει το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο για τις χρηματιστηριακές εταιρίες, στις οποίες περιλαμβάνονταν μεγάλες επενδυτικές Τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες. Με βάση το πρότυπο άλλων οικονομικών ρυθμιστικών αρχών, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ήθελε αυτές οι κεφαλαιακές απαιτήσεις να είναι ευαίσθητες στην επικινδυνότητα των χαρτοφυλακίων περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών και, ως εκ τούτου, ήθελε να χρησιμοποιηθούν αξιολογήσεις ομολόγων ως δείκτες κινδύνου. Ωστόσο, υπήρξε η ανησυχία, ότι οι αναφορές σε «αναγνωρισμένα εγχειρίδια βαθμολογίας» ήταν πολύ ασαφείς και ότι ενδέχεται να δημιουργηθεί ένας Οργανισμός Αξιολόγησης «φούσκα», ο οποίος θα υποσχόταν AAA βαθμολογήσεις, έναντι της κατάλληλης αμοιβής, και DDD αξιολογήσεις, σε εκείνους που δεν θα ήταν διατεθειμένοι να καταβάλουν το αντίτιμο.

Για την αντιμετώπιση του ως άνω δυνητικού προβλήματος, η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δημιούργησε μια νέα κατηγορία, τους «Εθνικά Αναγνωρισμένους Στατιστικούς Οργανισμούς Αξιολόγησης» (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO) και αμέσως συμπεριέλαβε στην κατηγορία αυτή την Moody's, την Standard & Poor 's και την Fitch. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παράλληλα δήλωσε, ότι μόνον οι αξιολογήσεις των NRSROs ήταν έγκριτες για τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων των χρηματιστηριακών εταιριών.

³⁰ Βλ. για όσα έπονται White, Lawrence J. (2010): The Credit Rating Agencies. Journal of Economic Perspectives (American Economic Association) 24 (2), σελ. 212-214.

Ακολούθησαν και άλλοι ρυθμιστές του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι οποίοι σύντομα υιοθέτησαν την κατηγορία NRSRO και τους Οίκους Αξιολόγησης μέσα σε αυτήν. Στις αρχές του 1990, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έκανε και πάλι χρήση των αξιολογήσεων των NRSROs, όταν θέσπισε απαιτήσεις ασφαλείας για τα εμπορικά βραχυπρόθεσμα χρέη που προέρχονταν από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς.

Σταχυολογώντας τα ανωτέρω, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι οι επίμαχοι ρυθμιστικοί κανόνες σήμαιναν πως οι αποφάσεις των Οίκων Αξιολόγησης άρχισαν να αποκτούν θεμελιώδη και καίρια σημασία στις αγορές ομολόγων. Τράπεζες και πολλά άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μπορούσαν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις ασφαλείας των ρυθμιστικών αρχών τους, απλά και μόνον δίνοντας προσοχή στις αξιολογήσεις των Οίκων αυτών, παρά στις δικές τους εκτιμήσεις για τους κινδύνους των ομολόγων. Επειδή δε τα εν λόγω ιδρύματα ήταν σημαντικοί παίκτες στην αγορά ομολόγων, οι άλλοι παράγοντες αυτής (της αγοράς), τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές, χρειάστηκε και εκείνοι με τη σειρά τους να δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στις ανακοινώσεις των Οίκων Αξιολόγησης. Η ειρωνεία της εξάρτησης των ρυθμιστικών αρχών από τις αποφάσεις των Οίκων Αξιολόγησης αποκαλύφθηκε από την δήλωση που υπάρχει στο κείμενο των εκθέσεων αξιολόγησης της Standard & Poors, κατά την οποία: «Κάθε χρήστης των πληροφοριών που περιέχονται στο παρόν, δεν θα πρέπει να βασίζεται σε οποιαδήποτε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας ή άλλη γνώμη που περιλαμβάνεται, για την λήψη οποιασδήποτε επενδυτικής απόφασης».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 — ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

2.1. Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης – Εννοιολογική οριοθέτηση

Ως «Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας» (ΟΑΠΙ) νοείται το νομικό πρόσωπο του οποίου η απασχόληση περιλαμβάνει την έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας επί επαγγελματικής βάσεως³¹. Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας ή συνηθέστερα «Οίκοι Αξιολόγησης» είναι ιδιωτικές εταιρίες οικονομικού ενδιαφέροντος που προσφέρουν, κυρίως, συμβουλευτικές, "ανεξάρτητες" και έγκυρες υπηρεσίες στην δευτερογενή αγορά.

Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης, ειδικότερα, εκδίδουν ανεξάρτητες γνώμες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα οντότητας, χρέους, οικονομικής υποχρέωσης ή χρηματοπιστωτικού μέσου. Πιο συγκεκριμένα, ως «αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας» νοείται η γνώμη σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα μιας οντότητας, ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, προνομιούχων μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων ή του εκδότη ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, προνομιούχων μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία εκδίδεται μέσω καθιερωμένου και καθορισμένου συστήματος αξιολόγησης με κατηγορίες αξιολόγησης³². Ως «κατηγορία αξιολόγησης», νοείται το σύμβολο αξιολόγησης, όπως γράμμα ή αριθμός που μπορεί να συνοδεύεται από προσθήκη αναγνωριστικών χαρακτήρων, το οποίο χρησιμοποιείται στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, ώστε να υπάρχει σχετικό μέτρο κινδύνου για την διάκριση των διαφορετικών χαρακτηριστικών κινδύνου των τύπων αξιολογούμενων οντοτήτων, εκδοτών και χρηματοπιστωτικών μέσων ή άλλων στοιχείων ενεργητικού³³.

Οι αξιολογήσεις-γνώμες των Οργανισμών Αξιολόγησης επηρεάζουν άμεσα τις αγορές και την οικονομία³⁴. Συγκεκριμένα, κατέχουν κυρίαρχο ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές, δοθέντος ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν, χρησιμοποιούνται από κυβερνήσεις, επενδυτές, δανειολήπτες και εκδότες, προκειμένου να λαμβάνουν επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις μετά λόγου γνώσεως. Πιστωτικά ιδρύματα, επενδυτικές και ασφαλιστικές εταιρείες και ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, χρησιμοποιούν τις επίμαχες αξιολογήσεις ως αναφορά για τον υπολογισμό των κινδύνων που ενέχει η επενδυτική τους δραστηριότητα³⁵. Οι ΟΑΠΙ, μέσω της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων (κρατών, επιχειρήσεων, ιδιωτών), αλλά και των χρεογράφων που αυτοί εκδίδουν, παρέχουν σχετικές πληροφορίες στους ενδιαφερόμενους, ώστε να λαμβάνουν ασφαλέστερες χρηματοδοτικές αποφάσεις. Πρόκειται για ιδιωτικούς μη-πλειοψηφικούς *ρυθμιστές των διεθνών κεφαλαιαγορών* με σημαίνοντα ρόλο, αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν ακόμα και την διεθνή αγορά³⁶.

Η δράση και η λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης επηρεάζει αμφότερα τα μέρη μιας πιστωτικής σχέσης (ήτοι και τον δανειστή και τον δανειζόμενο). Στον δανειστή παρέχουν πληροφορίες όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις

³¹ Άρθρο 3 Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας.

³² Άρθρο 3 Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

³³ Άρθρο 3 Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

³⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/HTML/?uri=URISERV:mi0009&from=EL>

³⁵ Νίκος Μούσης, Ο μίτος της Αριάδνης στο λαβύρινθο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με βάση το βιβλίο Ευρωπαϊκή Ένωση: δίκαιο, οικονομία, πολιτικές, σε <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>

³⁶ <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>

εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ στον δανειζόμενο προσφέρουν τις πληροφορίες εκείνες που χρειάζεται για να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και λειτουργίες, σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας³⁷.

Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιρειών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, δήμων και κρατών. Η αξιολόγηση του αξιόγραφου βασίζεται στην δυνατότητα ή μη του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους, σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού. Η αξιολόγηση λαμβάνει υπόψη την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη του ομολόγου (κυβέρνησης ή επιχείρησης) και επηρεάζει σημαντικά το επιτόκιο δανεισμού για το αξιολογούμενο ομόλογο. Οι αξιολογήσεις φερεγγυότητας διαιρούνται σε κατηγορίες, που εκκινούν από χαμηλού κινδύνου ή «βαθμό επένδυσης» και καταλήγουν σε υψηλού κινδύνου ή «βαθμό σκουπιδιών». Βασίζονται στα έσοδα και τον ισολογισμό του εκδότη του ομολόγου, καθώς επίσης και στις παρελθούσες χρηματοοικονομικές αποδόσεις.

Προς το παρόν, οι περισσότεροι οργανισμοί πιστοληπτικής ικανότητας έχουν την έδρα τους εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι τρεις πιο σημαντικοί ΟΑΠΙ είναι αμερικανικοί και είναι, ως ήδη ελέχθη, η Moody's Investors Service, η Standard & Poor's και η Fitch Ratings. Οι τρεις μαζί κατέχουν το 95% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας³⁸.

2.1.1. Moody's Investors Service

Η Moody's είναι η πρώτη εταιρεία αξιολόγησης πιστωτικών κινδύνων, με έδρα τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (ΗΠΑ). Ιδρύθηκε το 1909 από τον χρηματοοικονομικό αναλυτή John Moody. Σκοπός της εταιρείας, ήταν η συλλογή πληροφοριών που αφορούσαν την κεφαλαιοποίηση, διαχείριση και οικονομική κατάσταση εταιρειών. Την δεκαετία του '70 η εταιρεία επεκτάθηκε στις αγορές των βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων, των εμπορικών συναλλαγών και στις τραπεζικές καταθέσεις.

Η Moody's, ειδικότερα, αποτελεί θυγατρική εταιρεία του οργανισμού Moody's Corporation, η οποία παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης, έρευνας και ανάλυσης κινδύνων για ένα εύρος σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ανάληψης χρέους. Διαθέτει 17 γραφεία σε όλο τον κόσμο, ενώ παρέχει αξιολογήσεις δημοσίου χρέους χώρας για πάνω από 100 χώρες. Το 2009, η Moody's δημοσίευσε τζίρο εργασιών περί τα 1,79 τρισ. δολάρια από πωλήσεις προερχόμενες κυρίως από τις υπηρεσίες αξιολογήσεών της.

Ο οίκος Moody's, όπως και ο Standard & Poor's (S&P), χρησιμοποιεί ένα συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών για την αξιολόγηση επιχειρήσεων και χωρών. Τα ποσοτικά στοιχεία χρησιμοποιούνται για να υπολογίζονται ιστορικά στοιχεία της απόδοσης και των τάσεων των αγορών. Οι συντελεστές κάθε μεταβλητής (weights, βάρη) που λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας εξαρτώνται από το αν η χώρα διαθέτει υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα με μακρά ιστορία θεσμικής και πολιτικής σταθερότητας, είτε από το αν αυτή βρίσκεται ακόμη υπό ανάπτυξη.

Επίσης, η δημοσιονομική πολιτική λαμβάνεται υπόψη ως ο σημαντικότερος παράγοντας προσδιορισμού της πιστοληπτικής ικανότητας για τις προηγμένες χώρες, ενώ οι τάσεις του ισοζυγίου πληρωμών αποτελούν το ισχυρότερο εργαλείο για την αξιολόγηση των αναπτυσσόμενων χωρών. Ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

³⁷ <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>

³⁸ <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>

- i. Οικονομική διάρθρωση και επίδοση χώρας (π.χ. δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών κ.λπ.),
- ii. Δημοσιονομικούς δείκτες (π.χ. δημόσια έσοδα, δαπάνες, ισορροπία εσόδων – δαπανών, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κ.λπ.),
- iii. Εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές χώρας (π.χ. συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους κ.λπ.),
- iv. Νομισματική ισορροπία και παράγοντες ρευστότητας χώρας (π.χ. βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία πιστωτικών ιδρυμάτων κ.λπ.)³⁹.

2.1.2. Standard & Poor's

Το 1906 ιδρύθηκε η εταιρεία Standard Statistics Bureau, παρέχοντας οικονομικά στοιχεία παρελθόντων ετών τα οποία δεν ήταν διαθέσιμα και αφορούσαν αποκλειστικά αμερικανικές εταιρείες. Το 1916 η Poor's Publishing Company ασχολήθηκε με τον προσδιορισμό και την δημοσιοποίηση αξιολογήσεων χρεών εταιρικών ομολόγων και αργότερα χρεών κρατών καθώς και δημοτικών ομολόγων.

Το 1941, οι εταιρείες Poor's Publishing Company και Standard Statistics Bureau συγχωνεύθηκαν δημιουργώντας την εταιρεία Standard and Poor's. Σήμερα ο συγκεκριμένος οίκος αξιολόγησης κατέχει το 40% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ο οίκος των Standard & Poor's (S&P) δημιουργήθηκε το 1941 με την συγχώνευση των εταιρειών Standard Statistics και Poor's Publishing. Η εταιρεία, που ξεκίνησε από τον ιδρυτή της Henry Varnum Poor, παρέχει σήμερα υπηρεσίες με εξαγωγή εξειδικευμένων πληροφοριών σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και σε αγορές ανά τον κόσμο.

Η Standard & Poor's εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις αξίας εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις, καθώς και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη. Η ναυαρχίδα των προϊόντων της, βέβαια, είναι ο δείκτης S&P 500, ο οποίος αποτελεί δείκτη βαρόμετρο για τις αγορές των NYSE και NASDAQ, περιλαμβάνει 500 επιλεγμένες μετοχές με βάση το μέγεθος της αγοράς, την ρευστότητα και τον κλάδο δραστηριότητας και φανερώνει τα χαρακτηριστικά ρίσκου/απόδοσης των εταιρειών εκείνων που διαπραγματεύονται στις αγορές των ΗΠΑ. Υπολογίζεται ότι ποσά άνω των 1.5 τρισ. δολαρίων επενδυμένων κεφαλαίων ακολουθούν τον δείκτη S&P 500, μαζί και με άλλους δείκτες της Standard & Poor's.

Οι κύριες κατηγορίες εργασιών της περιλαμβάνουν από υπολογισμό πολιτικού κινδύνου και αποτίμησης δημόσιου χρέους μέχρι και αξιολόγηση πιστοληπτικής διαβάθμισης χώρας, με χρήση σύνθετων ποσοτικών και ποιοτικών μοντέλων, κατά τα πρότυπα της πιστοληπτικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων. Η McGraw-Hill Companies απέκτησε την Standard & Poor's το 1966. Η έδρα της υπό κρίσιν εταιρείας είναι στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (ΗΠΑ)⁴⁰.

2.1.3. Fitch Ratings

Ο τρίτος διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι ο Fitch Ratings, ο οποίος παρέχει αξιολογήσεις και έρευνα για περίπου 150 χώρες. Η Fitch Ratings, ειδικότερα, είναι

³⁹ K. Ζοπουνίδης (2012): Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά, ό.π.παρ., βλ. αναλυτικότερα και <https://www.moody.com>, <https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>, http://www.spratings.com/en_US/what-we-do

⁴⁰ K. Ζοπουνίδης (2012): Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά, ό.π.παρ., βλ. αναλυτικότερα και http://www.spratings.com/en_US/what-we-do

ένας Οργανισμός Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας με δύο έδρες, στη Νέα Υόρκη και στο Λονδίνο. Έχει τις ρίζες της στην Fitch Publishing Company, η οποία ιδρύθηκε το 1913. Η ανάπτυξη της εταιρείας χρονολογείται το 1989 με την αναδιοργάνωση κεφαλαίων και την αλλαγή της διαχειριστικής ομάδας. Στην δεκαετία του '90 επεκτείνεται, παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα, πλήρεις ερμηνείες πολύπλοκων πιστώσεων και αυστηρότερη παρακολούθηση. Η Fitch Ratings καλύπτει πιο περιορισμένο μερίδιο αγοράς σε σχέση με την Moody's και την Standard & Poor's. Προωθεί προϊόντα ομολόγων χρέους, που προσφέρονται σε διάφορους οργανισμούς και επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα, κρατικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές εταιρείες, δημόσια ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ.

Το 1979, η εταιρεία Fimalac S.A., με έδρα το Παρίσι, απέκτησε πλειοψηφικό πακέτο μετοχών του οίκου Fitch Ratings. Η Fimalac S.A. απέκτησε στη συνέχεια το 2000 και την αμερικανική εταιρεία χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης Duff & Phelps. Έκτοτε, ο οίκος Fitch Ratings διευρύνεται σταδιακά, ανοίγοντας νέα γραφεία στην Κεντρική Ευρώπη και δημιουργώντας συνεργασίες με ασιατικές εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ο Fitch Ratings παρήγαγε έσοδα το 2009 ύψους 614,6 εκ. δολαρίων, σημειώνοντας πτώση κατά 15,9% σε σχέση με τη χρήση του 2008 (731,2 εκ. δολάρια), συνεισφέροντας στην εταιρεία Fimalac S.A. με κέρδη ύψους 222,5 εκ. δολαρίων⁴¹.

2.2. Η σύγχρονη υπηρεσία αξιολόγησης και οι γενεσιουργές της αιτίες

Οι αξιολογήσεις των ΟΑΠΙ μπορούν να αφαιρέσουν εκατομμύρια από την αξία μετοχών και ομολόγων, καθώς και να αυξήσουν το κόστος δανεισμού για τις επιχειρήσεις ή τις κυβερνήσεις που βαθμολογούνται κακά. Ως εκ τούτου, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την λειτουργία των αγορών και την πίστη και την εμπιστοσύνη των επενδυτών και των καταναλωτών. Επομένως, είναι σημαντικό οι δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να διεξάγονται σύμφωνα με αυστηρές αρχές ακεραιότητας, διαφάνειας και υπευθυνότητας, προκειμένου να διασφαλίζεται ότι οι απορρέουσες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και με επαρκή ποιότητα⁴².

Τα θεμέλια των υπηρεσιών αξιολόγησης στην σύγχρονη μορφή τους, εντοπίζονται στην εν γένει τροποποίηση του προτύπου της επιχειρηματικής χρηματοδότησης. Αν στο παρελθόν η χρηματοδότηση προσλάμβανε συνήθως την μορφή του τραπεζικού δανεισμού, η αναζήτηση οικονομικών πόρων διά της έκδοσης χρηματοπιστωτικών μέσων⁴³ «σταθερού εισοδήματος»⁴⁴ ("fixed income instruments" ή "fixed income

⁴¹ K. Ζοπουνίδης (2012): Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά, όπ.παρ., βλ. αναλυτικότερα και <http://www.fitch.com/about>

⁴² Προϊμίο Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας.

⁴³ Κατά το άρθρο 5 του Ν. 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις», στην έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων εμπίπτουν: (α) Οι κινητές αξίες. (β) Τα μέσα χρηματαγοράς. (γ) Τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. (δ) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής, οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίματα, επιτόκια ή αποδόσεις ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα. (ε) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που πρέπει να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης). (στ) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση, εφόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ. (ζ) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις (forwards) και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα,

securities") αποτελεί πλέον τον κανόνα⁴⁵. Σύμφωνα με την σύγχρονη τάση, ο ρόλος των πιστωτικών ιδρυμάτων ως πηγών χρηματοδότησης και εντεύθεν ως διαμεσολαβητών ανάμεσα στους καταθέτες χρημάτων και επιστρεπτών κεφαλαίων αφενός και τους δανειοδοτούμενους εμπόρους αφετέρου, έχει σημαντικά υποχωρήσει, με συνέπεια να γίνεται πια λόγος για «απο-διαμεσολάβηση» ("disintermediation"). Αντίστοιχα, οι έμποροι σήμερα εκδίδουν χρηματοπιστωτικά μέσα, συνήθως ομολογίες, και τα διοχετεύουν στην αγορά, με σκοπό την χρηματοδότησή τους.

Η ως άνω αναφερόμενη αλλαγή της βασικής πηγής επιχειρηματικής χρηματοδότησης (πιστωτικά ιδρύματα παλαιότερα, επενδυτικό κοινό σύμφωνα με την σύγχρονη τάση) είχε σαν αναπόφευκτο αποτέλεσμα την επέλευση αφενός μεν της ανάγκης για πληρέστερη πληροφόρηση, αφετέρου δε πληροφοριακού χάσματος ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη (χρηματοδότες και χρηματοδοτούμενους). Και τούτο για τους ακόλουθους λόγους, οι τρεις πρώτοι εκ των οποίων ανάγονται στην φύση και τις συνέπειες της απο-διαμεσολάβησης, ενώ ο τέταρτος στις κατ' ιδίαν συνθήκες έκδοσης και διάθεσης των ομολογιών, ως οχήματος προέκλυσης της επιχειρηματικής χρηματοδότησης⁴⁶:

1) Χαλάρωση του νομικού και οικονομικού δεσμού χρηματοδότη-χρηματοδοτούμενου: Από την μια πλευρά, ο τραπεζικός δανεισμός θεμελιώνεται στην βάση μιας διμερούς συμβατικής σχέσης, πριν από την οποία λαμβάνει χώρα η εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου· για το σκοπό αυτό διερευνάται ενδελεχώς η χρηματοοικονομική υπόσταση του χρηματοδοτούμενου από το πιστωτικό ίδρυμα, με τους διαπιστωθέντες κινδύνους συνήθως να εξισορροπούνται από την ανάληψη ενοχικών δεσμεύσεων από τον πρώτο ή την χορήγηση εμπράγματων εξασφαλίσεων υπέρ του πιστωτικού ιδρύματος⁴⁷. Από την άλλη πλευρά, με την απο-διαμεσολάβηση δημιουργούνται αλλεπάλληλα συναλλακτικά επίπεδα, καθώς τα χρηματοπιστωτικά μέσα κυκλοφορούν σε εθνικές και διεθνείς πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές, στις οποίες οι επενδυτές-χρηματοδότες έχουν χαλαρή σχέση με τους εκδότες, ενώ οι δυνατότητες αυτοτελούς διερεύνησης του αξιόχρεου των εκδοτών ή των προοπτικών έγκαιρης ικανοποίησης των υποχρεώσεων από τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι συγκριτικά περιορισμένες.

που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση, εφόσον δεν αναφέρονται άλλως στην περίπτωση στ' του άρθρου αυτού και δεν προορίζονται για εμπορικούς σκοπούς και που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον υπόκεινται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων. (η) Τα παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου. (θ) Οι χρηματοπιστωτικές συμβάσεις επί διαφορών (contracts for differences). (ι) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με κλιματικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ή ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές, που εκκαθαρίζονται υποχρεωτικά με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης, καθώς και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα, υποχρεώσεις, δείκτες και μέτρα, εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά στο παρόν άρθρο, που έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το κατά πόσον είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ, υπόκεινται σε εκκαθάριση ή διακανονισμό μέσω αναγνωρισμένων γραφείων συμψηφισμού ή σε τακτικές κλήσεις για κάλυψη περιθωρίων.

⁴⁴ Για τα χρηματοπιστωτικά μέσα βλ. αντί άλλων Ν. Ρόκα/Χ. Γκόρτσο (2012): Στοιχεία τραπεζικού δικαίου, Δημόσιο & Ιδιωτικό τραπεζικό δίκαιο, σελ. 302 επ.

⁴⁵ Βλ. για όσα έπονται Ε. Μαστρομανώλη (2013): Οίκοι αξιολόγησης εμπορών & χρηματοπιστωτικών μέσων, Αποστολή. Ρύθμιση, Αστική Ευθύνη, σελ. 14 επ.

⁴⁶ Sic Ε. Μαστρομανώλης, ό.π.παρ., σελ. 15-16, με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές.

⁴⁷ Sinclair, Timothy (2005): The new masters of capital: American Bond Rating Agencies and the politics of creditworthiness, σελ. 5.

2) Απουσία διαπραγματεύσεων: Στην πράξη οι επενδυτές σε χρηματοπιστωτικά μέσα σταθερού εισοδήματος αποδέχονται τους όρους μιας δημόσιας προσφοράς στην πρωτογενή αγορά ή τις συνθήκες διάθεσης των μέσων στη δευτερογενή αγορά, και υπό την έννοια αυτή προσχωρούν σε και «προσυπογράφουν» μια προδιατυπωμένη σύμβαση. Εξ αυτού του λόγου, η πρόσβασή τους σε στοιχεία και πληροφορίες σχετικά με τον εκδότη είναι στη μεν πρωτογενή αγορά τυποποιημένη, ενώ στη δευτερογενή ελεγχόμενη, και πάντως εκτός της σφαίρας επιρροής τους.

3) Κλιμάκωση και διακύμανση των επιπέδων πιστωτικού κινδύνου: Επειδή ο δεσμός δανειστή και οφειλέτη είναι χαλαρός, ευνοείται η προσφυγή σε δανεισμό εμπόρων ακόμη και με υψηλό βαθμό μόχλευσης ("leverage")⁴⁸. Έτσι, επιτείνεται η ανάγκη πλήρους ενημέρωσης του δανειστή όσον αφορά τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων του οφειλέτη. Επίσης, ο πιστωτικός κίνδυνος που απορρέει από τα χρηματοπιστωτικά μέσα σταθερού εισοδήματος αυξάνεται όσο η λήξη τους (δηλαδή η ολοσχερής αποπληρωμή τους), ή η σταδιακή εξόφληση των οφειλόμενων ποσών απομακρύνεται χρονικά από την έκδοσή τους, και μάλιστα όταν η σταδιακή εξόφληση διαμορφώνεται με βάση αστάθμητους, κατά το χρόνο έκδοσης του χρηματοπιστωτικού μέσου, παράγοντες (για παράδειγμα, επιτόκια διατραπεζικού δανεισμού). Τέλος, λόγω του μακροπρόθεσμου ορίζοντα λήξης των χρηματοπιστωτικών μέσων, δεσμεύονται τα επενδύσιμα σε αυτά κεφάλαια και δημιουργείται εν δυνάμει έλλειμμα ρευστότητας στους επενδυτές, πράγμα που ενδυναμώνει την ανάγκη τους για πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο.

4) Συμμετοχή τρίτων διαμεσολαβητών: Συνήθως στην έκδοση και διάθεση των χρηματοπιστωτικών μέσων σταθερού εισοδήματος συμμετέχουν και τρίτοι (ανάδοχοι κ.λπ.) που συνδιαμορφώνουν (λ.χ. θέτοντας τα «πρότυπα αναδοχής», "underwriting standards") έμμεσα τα χαρακτηριστικά και τους όρους ικανοποίησης των υποχρεώσεων που απορρέουν από τα μέσα αυτά. Για παράδειγμα, σε πολλές δικαιοδοσίες η σύμπραξη αναδοχών είναι υποχρεωτική στις δημόσιες προσφορές κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Οι όροι της σύμπραξης και ο βαθμός συμμόρφωσης των εκδοτών με αυτούς, ιδίως όταν έχουν επιπτώσεις στις συνθήκες αθέτησης των υποχρεώσεών τους (και με την έννοια αυτή στον πιστωτικό κίνδυνο) αποτελούν ακόμη μία άγνωστη στους επενδυτές, αλλά κρίσιμη γι' αυτούς, πληροφορία.

Έτσι, ενώ στον τραπεζικό δανεισμό και στις Κεφαλαιαγορές οι οφειλέτες ήταν γνωστοί και αξιόπιστοι, στις σύγχρονες δομές συναλλαγών, υφίσταται έλλειμμα

⁴⁸ Η χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage) είναι η διαδικασία ανάληψης χρέους, με σκοπό την έναρξη, συνέχιση ή επέκταση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Μια επιχείρηση ή οργανισμός θεωρούμε ότι κάνει ιδιαίτερη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης, αν επιδιώκει χρηματοδότηση μέσω ξένων κεφαλαίων έναντι ιδίων κεφαλαίων (έκδοση ομολόγων ή άλλου χρέους έναντι έκδοσης μετοχών-equity). Μια επιχείρηση έχει τριών ειδών τρόπους για να χρηματοδοτήσει το ξεκίνημά της: Την πλήρη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια των μετόχων της, δηλαδή είτε με αποκλειστική χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια, είτε με συνδυασμό των δύο προηγούμενων. Η εισαγωγή ξένων κεφαλαίων απαιτεί τη διάκριση κερδών προ φόρων και κερδών μετά από τόκους (KMT). Ο κίνδυνος που έχουν τα αναμενόμενα καθαρά λειτουργικά κέρδη, εξαρτάται από τις προσδοκίες σε θέματα οικονομικής-πολιτικής κατάστασης της χώρας, τις προβλέψεις για την αγορά, τις πρώτες ύλες, τα εμπορεύματα και γενικότερα το περιβάλλον της επιχείρησης. Οι παράγοντες αυτοί, προσδιορίζουν ως ένα επίπεδο τον επιχειρηματικό κίνδυνο, ο οποίος αναφέρεται στην αδυναμία της πρόβλεψης των παραπάνω παραγόντων που αναφέρθηκαν. Με τη χρήση λοιπόν ξένων κεφαλαίων, η επιχείρηση αντιμετωπίζει τον λεγόμενο χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Όσο πιο μεγάλος είναι ο λόγος ξένα προς ίδια κεφάλαια, τόσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος των αναμενόμενων κερδών από τους μετόχους. Αυτή είναι η έννοια της μόχλευσης. Αυξημένη μόχλευση μπορεί να αυξάνει τα διανεμόμενα κέρδη μιας επιχείρησης ανά μετοχή, αλλά αντίστοιχα αυξάνονται και οι κίνδυνοι, και σε περίπτωση ζημιών αυτοί μπορούν να είναι πολλαπλάσιοι. Η χρήση ξένων κεφαλαίων, απαιτεί τη πληρωμή ενός σταθερού ποσού, το οποίο πρέπει να αφαιρεθεί από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη. Έτσι, αν η εταιρεία έχει χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της μόνο με μετοχικό κεφάλαιο, τα κέρδη ανά μετοχή υπόκεινται μόνο στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Έτσι όμως, δημιουργείται έντονη αβεβαιότητα και επιπλέον η ύπαρξη δανειακών κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση· βλ. https://el.wikipedia.org/wiki/χρηματοοικονομική_μόχλευση.

πληροφορίας και εμπιστοσύνης, με συνέπεια να παρίσταται αδήριτη η ανάγκη για την λειτουργία ανεξάρτητων φορέων που θα καλύπτουν το έλλειμμα αυτό, επιβεβαιώνοντας το αξιόχρεο των εκδοτών των χρηματοπιστωτικών μέσων και χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων, ρόλο που ανέλαβαν στην πράξη οι ΟΑΠΙ⁴⁹.

2.3. Το πρόβλημα της πληροφοριακής ασυμμετρίας

Οι Οίκοι Αξιολόγησης λειτουργούν ως «διαμεσολαβητές», με σκοπό την επίλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, εκτιμώντας τον πιστωτικό κίνδυνο των δανειοληπτών. Όμως, συγκρούσεις συμφερόντων, ηθικός κίνδυνος, μεροληψία και συστηματικά σφάλματα θέτουν ερωτήματα ως προς την αντικειμενικότητα των εκτιμήσεών τους⁵⁰.

Υπηρεσίες αξιολόγησης παρέχονταν ήδη από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα. Την εποχή εκείνη, τρίτοι που απέβλεπαν να αποκτήσουν, ως επενδυτές, μερίδιο συμμετοχής σε εμπορικές εταιρίες υψηλού πιστωτικού κινδύνου ή να συναλλαγούν με αυτές, αναζητούσαν τις υπηρεσίες οίκων εξειδικευμένης τεχνογνωσίας και εγνωσμένου κύρους, ώστε να σχηματίσουν άποψη για το μέγεθος και τις πιθανότητες επέλευσης του πιστωτικού κινδύνου που απέρρεαν από τις επενδύσεις ή τις συναλλαγές τους, και εν τέλει να τον συνεκτιμήσουν προτού λάβουν τις επιχειρηματικές τους αποφάσεις⁵¹.

Ανεξαρτήτως, πάντως, από τις διαφορές του αντικειμένου αξιολόγησης τότε και σήμερα, κοινό παραμένει το επιχειρηματικό υπόβαθρο και οι οικονομικές συνθήκες που γεννούν την ανάγκη προσφυγής στις υπηρεσίες αξιολόγησης. Πράγματι, οι υπηρεσίες αυτές φαίνεται να αναζητούνται περισσότερο κάτω από συνθήκες «πληροφοριακής ένδειας», τόσο μάλλον όταν οι ελλείπουσες πληροφορίες είναι εξειδικευμένες και κατά συνέπεια δυσχερώς ερμηνεύσιμες ή αξιοποιήσιμες από τα ενδιαφερόμενα μέρη. Εκείνο, ακριβώς, το πληροφοριακό κενό που δεν μπορούν να καλύψουν οι υποψήφιοι επενδυτές και αντισυμβαλλόμενοι, αναλαμβάνουν να το συμπληρώσουν οι φορείς παροχής της υπηρεσίας αξιολόγησης⁵².

Η σημασία μάλιστα των Οίκων Αξιολόγησης αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, καθώς οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, εκτός από την πληροφορία που περιέχουν, έχουν άμεση σχέση τόσο με την προληπτική εποπτεία των Τραπεζών για τον καθορισμό των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων τους, όσο και με την επενδυτική συμπεριφορά ασφαλιστικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών. Αυτό, όμως, μπορεί να αλλοιώσει τα κίνητρα των Οίκων Αξιολόγησης και να επιτρέψει την εμπλοκή τους σε πρακτικές θεσμικού arbitrage, όπως λέγεται χαρακτηριστικά⁵³. Με άλλα λόγια, είναι δυνατόν ο Οίκος Αξιολόγησης να «θυσιάσει» την αντικειμενικότητα της αξιολόγησής του, προκειμένου να εκδώσει μια ευνοϊκότερη αξιολόγηση υπέρ της επιχείρησης-πελάτη, από την οποία πληρώνεται.

Πολύ περισσότερο, η άρση ή ο περιορισμός της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ τους αρχικού αποδέκτη εμπόρου ή εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου και του τελικού αποδέκτη υποψήφιου επενδυτή διά της παροχής της υπηρεσίας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας από τους αρμόδιους Οίκους, αποκτά ιδιαίτερη σπουδαιότητα στις περιπτώσεις αξιολογήσεων σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία

⁴⁹ Sinclair, Timothy (2005): The new masters of capital, όπ.παρ. σελ. 5.

⁵⁰ Κατερίνα Πανοπούλου/Χρήστος Τσούμας, Οι απόψεις των Οίκων Αξιολόγησης και οι αγορές, σε Συλλογικό Τόμο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με θέμα: "Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα".

⁵¹ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ. σελ. 11.

⁵² Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ. σελ. 12.

⁵³ Κατερίνα Πανοπούλου/Χρήστος Τσούμας, όπ.παρ.

προκύπτουν από *τιτλοποίηση απαιτήσεων*⁵⁴, καθόσον στις περιπτώσεις αυτές το πληροφοριακό έλλειμμα είναι ακόμη πιο έντονο, για δύο κυρίως λόγους: 1^{ον}) Επειδή η απόσταση ανάμεσα στην αρχική πηγή της πληροφορίας και τον τελικό αποδέκτη, αναφορικά με το προϊόν που προκύπτει από την τιτλοποίηση είναι πολύ μεγαλύτερη από εκείνη της συνήθους αξιολόγησης και 2^{ον}) Επειδή η κατανόηση της φύσης των πιστωτικών κινδύνων που απορρέουν από την τιτλοποίηση των απαιτήσεων απαιτεί πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικά με τις πιθανότητες αθέτησης των υποχρεώσεων (default rate) σε κάθε θέση τιτλοποίησης (tranche) και τις συνέπειες της εν λόγω αθέτησης στις λοιπές θέσεις τιτλοποίησης⁵⁵.

⁵⁴ *Τιτλοποίηση* (αγγλικά: *Securitization*) ονομάζεται η έκδοση τίτλων (π.χ. ομολογιών) που βασίζονται στις ταμειακές ροές που απορρέουν από στοιχεία του ενεργητικού μιας οντότητας (π.χ. δάνεια μιας τράπεζας), των οποίων τίτλων η αποπληρωμή καλύπτεται από την ταμειακή ροή που δημιουργούν τα ίδια τα δάνεια με την αποπληρωμή τους. Η πρακτική αυτή εξυπηρετεί τις πληρωμές μεταξύ πιστωτών και δανειζομένων, ενώ η οντότητα δεν κρατά τα ίδια τα στοιχεία του Ενεργητικού για αποκόμιση τόκων. Τιτλοποίηση συμβαίνει όταν μια ομάδα ομοειδών απαιτήσεων (π.χ. ενυπόθηκα δάνεια για αγορά κατοικίας ή δάνεια για αγορά αυτοκινήτων κλπ.) εκχωρούνται σε έναν άλλο οργανισμό (Οικονομική Οντότητα Ειδικού Σκοπού), ο οποίος εκδίδει χρεόγραφα χρησιμοποιώντας ως εξασφάλιση τις εκχωρηθείσες απαιτήσεις. Τα χρήματα που λαμβάνονται από την πώληση των χρεογράφων, μεταβιβάζονται στην εκχωρούσα επιχείρηση, ενώ οι εισπράξεις των τόκων και των χρεωλυσιών από τα εκχωρηθέντα δάνεια χρησιμοποιούνται για την εξυπηρέτηση των τόκων και των χρεωλυσιών των χρεογράφων που έχει εκδώσει η Οικονομική Οντότητα Ειδικού Σκοπού. Βλ. αναλυτικότερα Χ. Γκίκα (2007): Χρηματοοικονομική Λογιστική: International Financial Reporting Standards, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, σελ.125, Χ. Σταϊκούρα (2005-2006): Τραπεζική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, σελ. 75, Χ. Gortsos (14-5-2008): The Recent Financial Turmoil: a First Assessment and Some Policy Considerations for the International Architecture, Σεμινάριο Jean Monnet, Αίθουσα Συνεδριάσεων Δεριγνύ, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.

⁵⁵ Sic E. Μαστρομανώλης, όπ.παρ. σελ. 67.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 — ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΩΣ ΦΟΡΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΤΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΑΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

3.1. Χαρακτηριστικά των Οίκων Αξιολόγησης

Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, ως ελέχθη, ενόψει του γεγονότος ότι πολλοί από τους συμμετέχοντες σε αυτές βασίζονται στις αξιολογήσεις τους. Η επιρροή τους στην λήψη απόφασης για την υλοποίηση τεκμηριωμένων επενδυτικών και χρηματοπιστωτικών αποφάσεων είναι σημαντική και εδράζεται, μεταξύ άλλων παραγόντων, και στα ακόλουθα χαρακτηριστικά που τους αποδίδονται⁵⁶: Γίνεται δεκτό, ότι οι Οίκοι Αξιολόγησης διαθέτουν *τεχνογνωσία, εμπειρία και αναλυτικές δεξιότητες*, ενόψει του ότι παρακολουθούν τα τοπικά δεδομένα κάθε αγοράς και τις νέες μορφές συναλλαγών και χρηματοπιστωτικών προϊόντων, ανάλογα με τις επιταγές της σύγχρονης συναλλακτικής πρακτικής. Ωστόσο, είναι αμφίβολη η ευστοχία τους όσον αφορά τις αξιολογήσεις, όπως θα καταδειχθεί στην συνέχεια.

Περαιτέρω, κάθε Οίκος Αξιολόγησης διακρίνεται για την *συνοχή των κριτηρίων και την τυποποίηση της μεθοδολογίας αξιολόγησης* που χρησιμοποιεί σε βάθος χρόνου (διαχρονικότητα) και σταθερή βάση (σταθερότητα). Όπως, όμως, επισημαίνεται ορθά, τα κριτήρια και η μεθοδολογία που ακολουθεί το σύνολο των Οίκων Αξιολόγησης, πρέπει να παρουσιάζουν κοινές ως επί τω πλείστον παραμέτρους, ώστε να καθίσταται δυνατός ο έλεγχος της ποιότητας και της ακρίβειας των αξιολογήσεων, χωρίς αυτό να σημαίνει εναρμόνιση στην πράξη των κριτηρίων και των μεθοδολογιών που ακολουθούνται, διότι έτσι «θα νοθευόταν η ανταγωνιστική πρωτοτυπία»⁵⁷.

Έτερο χαρακτηριστικό που αποδίδεται στους Οίκους Αξιολόγησης είναι η *ανεξαρτησία της κρίσης και η «καλή φήμη»*. Η ανεξαρτησία συνέχεται κυρίως με την έλλειψη ιδίου συμφέροντος, όσον αφορά τις αξιολογήσεις, ενώ η «καλή φήμη» αφορά την επί μακρό χρονικό διάστημα δραστηριοποίηση των Οίκων, το ιστορικό ορθών αξιολογήσεων και την σύνδεση αυτών με σταθερή πελατειακή βάση αξιολογούμενων και επενδυτών.

Εφόσον οι Οίκοι Αξιολόγησης πληρούν τις παραπάνω προδιαγραφές, γίνεται δεκτό⁵⁸ σε επίπεδο κόστους-οφέλους, ότι συνδράμουν στην αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς και συντελούν στην μείωση του κόστους κεφαλαίου για όσους εμπόρους αναζητούν χρηματοδότηση. Η ανάθεση της εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου σε έναν ή περισσότερους Οίκους Αξιολόγησης, συντελεί στην ελαχιστοποίηση του κόστους κεφαλαίου των χρηματοδοτούμενων επιχειρήσεων (ή εκδοτών κινητών αξιών που αποσκοπούν στην προσέλκυση χρηματοδότησης) και την ευθυγράμμιση του προς την επικινδυνότητα της εκάστοτε χρηματοδότησης⁵⁹. Ακόμη κι αν καταβάλλεται αντιπαροχή για την υπηρεσία του Οίκου Αξιολόγησης, ο χρηματοδοτών αποφεύγει την επιπλέον επιβάρυνση που άλλως θα επωμιζόταν αν αναλάμβανε ο ίδιος την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου, καθόσον δεν διαθέτει τα μέσα προς τούτο, τις αναγκαίες αναλυτικές δεξιότητες ή την απαραίτητη τεχνογνωσία⁶⁰.

⁵⁶ Βλ. για όσα έπονται Ε. μαστρομανώλη, όπ.παρ., σελ. 23-26, με περαιτέρω παραπομπές.

⁵⁷ Ε. μαστρομανώλης, όπ.παρ.

⁵⁸ S. Schwarcz (2002): Private Ordering of Public Markets, U. Ill. L. Rev. 1, 6, 7, σελ. 1.

⁵⁹ T. Lynch (2008-2009): Deeply and persistently conflicted: Credit Rating Agencies in the current regulatory Environment, 59 case W. Res. L. Rev., σελ. 228, 241.

⁶⁰ Partnoy F. (2001): The Siskel and Ebert of financial markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, 77 Wash U.L.Q 491, σελ. 629 επ.

3.2. Η διαδικασία αξιολόγησης

Με τον όρο «αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας» (credit rating), εννοούμε την διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας ενός οφειλέτη, ειδικά μιας επιχείρησης ή μιας κυβέρνησης, αλλά όχι μεμονωμένων καταναλωτών. Η αξιολόγηση γίνεται από έναν Οργανισμό Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, ο οποίος διερευνά την δυνατότητα-ικανότητα του οφειλέτη να εξοφλήσει την οφειλή του και την πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσής του αυτής⁶¹. Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των ατόμων είναι γνωστές ως «αναφορά πίστωσης» (credit reporting) και γίνεται από πιστωτικά γραφεία ή πρακτορεία αναφοράς πίστωσης των καταναλωτών, τα οποία εκδίδουν πιστωτικά αποτελέσματα (credit scores)⁶².

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας καθορίζονται από τους φορείς πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η πιστοληπτική ικανότητα αντιπροσωπεύει την αξιολόγηση του εκάστοτε Οργανισμού Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας των ποιοτικών και ποσοτικών πληροφοριών για μια εταιρεία ή κυβέρνηση, συμπεριλαμβανομένων των μη δημόσιων πληροφοριών που λαμβάνονται από τους αναλυτές των ΟΑΠΙ, ήτοι από πρόσωπα που εκτελούν τις εργασίες ανάλυσης, οι οποίες απαιτούνται για την έκδοση αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας⁶³.

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιείται από άτομα και οντότητες που αγοράζουν τα ομόλογα που εκδίδονται από εταιρείες και κυβερνήσεις, για να καθορίσουν την πιθανότητα του εάν η κυβέρνηση θα πληρώσει τις υποχρεώσεις του ομολόγου. Μια αρνητική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας δηλώνει τη γνώμη ενός Οργανισμού Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, ότι η αξιολογούμενη εταιρεία ή κυβέρνηση έχει υψηλό κίνδυνο αθέτησης, με βάση την ανάλυση εκ μέρους του Οργανισμού της ιστορίας και των μακροπρόθεσμων οικονομικών προοπτικών της υπό αξιολόγηση οικονομικής οντότητας⁶⁴.

Μια «κυρίαρχη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας» (sovereign credit rating) είναι η πιστοληπτική ικανότητα μιας κυρίαρχης οντότητας, ήτοι μιας εθνικής κυβέρνησης. Η πιστοληπτική διαβάθμιση στην περίπτωση αυτή, δείχνει το επίπεδο κινδύνου του επενδυτικού περιβάλλοντος της χώρας και χρησιμοποιείται από τους επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν στο εξωτερικό. Η εν λόγω αξιολόγηση λαμβάνει υπόψη το πολιτικό ρίσκο.

⁶¹ Kronwald, Christian (2009): *Credit Rating and the Impact on Capital Structure*. Norderstedt, Germany: Druck und Bindung, σελ. 3.

⁶² Ένα πιστωτικό αποτέλεσμα είναι μια αριθμητική έκφραση που βασίζεται σε μια ανάλυση των αρχείων πίστωσης ενός ατόμου, και εκπροσωπεί την πιστοληπτική ικανότητα αυτού. Ένα πιστωτικό αποτέλεσμα βασίζεται κυρίως σε πληροφορίες που συνήθως προέρχονται από πιστωτικά γραφεία. Οι δανειστές, όπως οι τράπεζες και οι εταιρείες πιστωτικών καρτών, χρησιμοποιούν τα πιστωτικά αποτελέσματα για να εκτιμήσουν τον πιθανό κίνδυνο που προέρχεται από τον δανεισμό χρημάτων στους καταναλωτές και για να μετριάσουν τις ζημιές που οφείλονται σε κακό χρέος. Οι δανειστές χρησιμοποιούν ομοίως τα πιστωτικά αποτελέσματα για να καθορίσουν ποιοι πελάτες πληρούν τις προϋποθέσεις για την λήψη ενός δανείου, με τι επιτόκιο και με ποια όρια πίστωσης. Οι δανειστές χρησιμοποιούν, επιπροσθέτως, τα πιστωτικά αποτελέσματα για να καθορίσουν ποιοι πελάτες είναι πιθανό να φέρουν περισσότερα έσοδα. Η χρήση των επίμαχων δεδομένων πριν από την έγκριση της χορήγησης πίστωσης είναι μια περίπτωση εφαρμογής ενός έμπιστου συστήματος. Η χρήση των πιστωτικών αποτελεσμάτων (Credit Scoring) δεν περιορίζεται μόνο στις Τράπεζες. Άλλες επιχειρήσεις, όπως εταιρίες κινητής τηλεφωνίας, ασφαλιστικές εταιρείες, ιδιοκτήτες, αλλά και κυβερνητικές υπηρεσίες χρησιμοποιούν τις ίδιες τεχνικές Βλ. https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_score.

⁶³ Βλ. και Άρθρο 3 Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

⁶⁴ https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating.

Country risk rankings (January 2013)⁶⁵

Least risky countries, Score out of 100	Previous	Country	Overall score
Rank			
1	1	Norway	89.87
2	3	Luxembourg	87.29
3	4	Singapore	86.81
4	5	Sweden	86.81
5	2	Switzerland	86.78
6	6	Finland	84.54
7	7	Denmark	82.64
8	9	Hong Kong	82.43
9	8	Netherlands	81.82
10	8	Canada	81.82

Ο ανωτέρω πίνακας «κατάταξη κινδύνου χώρας», παρουσιάζει τις δέκα λιγότερο ριψοκίνδυνες χώρες για επενδύσεις από τον Ιανουάριο του 2013. Οι αξιολογήσεις αναλύονται, περαιτέρω, σε ποικίλα δεδομένα, συμπεριλαμβανομένων των πολιτικών κινδύνων αλλά και του οικονομικού κινδύνου. Ο εξαμηνιαίος δείκτης κινδύνου χώρας παρακολουθεί την πολιτική και οικονομική σταθερότητα των 185 κυρίαρχων κρατών. Τα αποτελέσματα επικεντρώνονται κυρίως στην οικονομία, ειδικά στον κίνδυνο αθέτησης πληρωμής για τους εξαγωγείς (trade credit risk). Ως «κίνδυνος χώρας» δε, νοείται ο κίνδυνος που απορρέει από συγκεκριμένους παράγοντες μιας χώρας που θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά την ικανότητα του ασφαλιστή να ανταποκριθεί στις οικονομικές του υποχρεώσεις⁶⁶.

Από την άλλη πλευρά, μια βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση (short-term rating) είναι ένας παράγοντας πιθανότητας ένα άτομο να περιέλθει σε αδυναμία μέσα σε ένα χρόνο. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την μακροπρόθεσμη πιστοληπτική διαβάθμιση (long-term rating), η οποία αξιολογείται επί μακρό χρονικό διάστημα. Στο παρελθόν, οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούσαν να λαμβάνουν υπόψη μακροπρόθεσμες αξιολογήσεις. Σήμερα, τουναντίον, γίνεται χρήση περισσότερο των βραχυπρόθεσμων αξιολογήσεων⁶⁷.

Περαιτέρω, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που αφορούν εταιρείες (corporate credit ratings), αναφέρονται συνήθως στα χρηματοπιστωτικά μέσα αυτών,

⁶⁵ Country risk survey - previous ranking from previous quarter, Euromoney Country risk. Euromoney.com.

⁶⁶ <http://www3.ambest.com/ratings/cr/crisk.aspx?l=1&Menu=Country+Risk>. Βλ. και μελέτη Aswath, Damodaran (2015): Country Risk: Determinants, Measures and Implications - The 2015 Edition, New York University - Stern School of Business, σε http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2630871.

⁶⁷ https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating.

όπως για παράδειγμα στις εξασφαλίσεις ενός χρέους, όπως ένα ομόλογο, ενώ και οι ίδιες οι εταιρείες αποτελούν ενίοτε αντικείμενο αξιολόγησης. Για τις διαβαθμίσεις που αποδίδονται από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας χρησιμοποιούνται αλφαβητικοί χαρακτήρες, όπως Α, Β, Γ. Οι ανώτεροι βαθμοί αντιπροσωπεύουν μικρότερη πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων του αξιολογούμενου⁶⁸.

Ορισμένοι Οίκοι δεν αποδίδουν αυστηρές πιθανότητες αθέτησης για κάθε βαθμίδα, προτιμώντας περιγραφικούς ορισμούς όπως: «η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις είναι εξαιρετικά ισχυρή» ή «λιγότερο ευάλωτη σε μη καταβολή από άλλα κερδοσκοπικά θέματα ...» (Ορισμός της Standard & Poor's του βαθμού AAA και BB αντίστοιχα).

Ωστόσο, ορισμένες μελέτες υπολογίζουν τη μέση τιμή κινδύνου και απόδοσης των ομολόγων με βαθμολογία. Μελέτη της Moody's υποστήριξε ότι πάνω από έναν "πενταετή ορίζοντα" ομόλογα στα οποία έδωσε την υψηλότερη βαθμολογία της (AAA), είχαν ένα "σωρευτικό ποσοστό αθέτησης" μόλις 0,18%, η επόμενη υψηλότερη (Aa2) 0,28%, η επόμενη (Baa2) 2,11%, η επόμενη (Ba2) 8,82%, και 31,24% η χαμηλότερη (B2)⁶⁹.

Estimated spreads and default rates by rating grade

Rating	Basis Point spread [12][13][14]	Default rate ^{[9][10]}
AAA/Aaa	43	0.18%
AA/Aa2	73	0.28%
A	99	n/a
BBB/Baa2	166	2.11%
BB/Ba2	299	8.82%
B/B2	404	31.24%
CCC	724	n/a

**Sources: Basis spread from *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Summer-Fall 1994*;
Default rate from study by Moody's investment service**

⁶⁸ Sinclair, Timothy (2005): *The New Masters of Capital*, όπ.παρ., σελ. 36, Bond Rating Symbols and Definitions, Table 2.

⁶⁹ Cantor, R. / Hamilton, D.T. / Kim, F. / Ou, S. (2007): *Corporate default and recovery rates. 1920-2006, Special Comment: Moody's investor Service, June Report 102071, 1-48, σελ. 24.*

Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης, περαιτέρω, χρησιμοποιούν για την αξιολόγηση παραλλαγές των αλφαβητικών συνδυασμών των πεζών και κεφαλαίων γραμμάτων, είτε με συν ή πλην σημεία ή αριθμούς, οι οποίοι προστίθενται για την τελειοποίηση της εκτίμησης (βλ. κάτωθι γράφημα). Η κλίμακα διαβάθμισης της Standard & Poor's χρησιμοποιεί κεφαλαία γράμματα και συν και πλην, ενώ το σύστημα αξιολόγησης της Moody's χρησιμοποιεί αριθμούς και πεζά γράμματα, καθώς και κεφαλαία.

Ενώ η Moody's, η Standard & Poor 's και η Fitch Ratings ελέγχουν περίπου το 95% των επιχειρήσεων αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, δεν είναι οι μόνοι Οργανισμοί Αξιολόγησης⁷⁰. Υφίστανται και οι ακόλουθοι: Augusto & Co. (Nigeria), A. M. Best (U.S.), China Chengxin Credit Rating Group (China), Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co.,Ltd (China), Credit Rating Agency Ltd (Zambia), Credit Rating Information and Services Limited (Bangladesh), CTRISKS (Hong Kong), Dagong Europe Credit Rating (Italy), DBRS (Canada)⁷¹, Dun & Bradstreet (U.S.), Egan-Jones Rating Company (U.S.), Global Credit Ratings Co. (South Africa), HR Ratings (Mexico), PACRA Limited (Pakistan) ICRA Limited (India), Japan Credit Rating Agency (Japan), Levin and Goldstein (Zambia), Morningstar, Inc. (U.S.), Muros Ratings (Russia, alternative rating company), Public Sector Credit Solutions (U.S., not-for profit rating provider), Rapid Ratings International (U.S.), RusRating (Russia), Universal Credit Rating Group (Hong Kong), Veda (Australia, previously known as Baycorp Advantage), Wikirating (Switzerland, alternative rating organization), Humphreys Ltd (Chile, previously known as Moody's Partner in Chile), Credit Research Initiative (Singapore, non-profit rating provider)⁷².

Οι Moody's, Standard & Poor 's, Fitch Ratings και DBRS είναι οι μόνοι τέσσερις Οίκοι Αξιολόγησης που αναγνωρίζονται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για τους σκοπούς του καθορισμού απαιτήσεων εξασφάλισης για τις Τράπεζες προκειμένου να δανειστούν από την Κεντρική Τράπεζα. Η ΕΚΤ λαμβάνει την υψηλότερη βαθμολογία μεταξύ των τεσσάρων Οίκων —S & P, Moodys, Fitch και DBRS— για να προσδιορίσει περικοπές και εξασφαλίσεις για τον δανεισμό. Βαθμολογίες στην Ευρώπη τίθενται υπό στενή παρακολούθηση, ιδιαίτερα οι υψηλότερες βαθμολογίες που έχουν δοθεί σε χώρες όπως η Ισπανία, η Ιρλανδία και η Ιταλία, διότι επηρεάζουν το πόσο που οι Τράπεζες μπορούν να δανειστούν έναντι του κρατικού χρέους που κατέχουν⁷³.

Το σύστημα αξιολόγησης των Διεθνών Οίκων έχει ως ακολούθως:

Moody's		S&P		Fitch		rating description
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime
Aa1		AA+		AA+		High grade
Aa2		AA		AA		

⁷⁰ Alessi, Christopher: The Credit Rating Controversy. Campaign 2012. Council on Foreign Relations.

⁷¹ Το σύστημα αξιολόγησης της DBRS είναι παρόμοιο με αυτό της Standard & Poor's και της Fitch και έχει ως εξής: Από άριστη έως κακή: AAA, AA (υψηλή), AA, AA (χαμηλή), A (υψηλή), A, A (χαμηλή), BBB (υψηλή), BBB, BBB (χαμηλή), BB (υψηλή), BB, BB (χαμηλή), B (υψηλή), B, B (χαμηλή), CCC (υψηλή), CCC, CCC (χαμηλή), CC (υψηλή), CC, CC (χαμηλή), C (υψηλή), C, C (χαμηλή) και D.

⁷² https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating.

⁷³ Jones, Marc (2013): First crunch date in Europe's ratings calendar is April 11. Reuters.

Aa3		AA-	A-1	AA-	F1	Upper medium grade
A1		A+		A+		
A2		A		A		
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Lower medium grade
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Lower medium grade
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1		BB+	B	BB+	B	Non-investment grade speculative
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Highly speculative
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1	Not Prime	CCC+	C	CCC+	C	Substantial risks
Caa2		CCC		CCC		
Caa3		CCC-		CCC-		
Ca		CC		CC		Extremely speculative
		C		C		Default imminent
C		RD		DDD		In default
/	SD	DD				
/	D	D				

3.3. Η σύγκρουση συμφερόντων

Ως «σύγκρουση συμφερόντων», όπως λέγεται χαρακτηριστικά⁷⁴, «νοείται συνήθως μια κατάσταση στην οποία το αυτό πρόσωπο καλείται να λάβει απόφαση και να διαμορφώσει την συμπεριφορά του εκπροσωπώντας παράλληλα συμφέροντα, ώστε τίθεται

⁷⁴ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 26.

σε διακινδύνευση το αδέκαστο της απόφασής του και η ορθότητα της επιλεγόμενης από αυτό συμπεριφοράς. Όταν μάλιστα διατηρεί ίδια συμφέροντα σε υπόθεση στην οποία εκπροσωπεί και τρίτον, είναι πιθανότερο να προκρίνει την εξυπηρέτηση των συμφερόντων αυτών εις βάρος των συμφερόντων του τρίτου».

Η λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης γενικότερα, εγείρει θέματα σύγκρουσης συμφερόντων σε δύο τομείς: 1^{ον} όσον αφορά τον ίδιο τον Οίκο Αξιολόγησης και 2^{ον} όσον αφορά τους υπαλλήλους-αναλυτές οι οποίοι απασχολούνται με σχέση εργασίας από τον Οίκο Αξιολόγησης για την κατάρτιση αξιολογήσεων. Όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά⁷⁵, «ακόμη και αν η εμπειρία, η εξειδίκευση και η τεχνογνωσία ενός Οίκου Αξιολόγησης θεωρηθούν δεδομένες, οι συγκρούσεις συμφερόντων κατά την δραστηριοποίησή του είναι καθολικές και πλήττουν την υπηρεσία αξιολόγησης στον πυρήνα της, γιατί αυτή παρέχεται χωρίς εγγυήσεις ανεξαρτησίας και αντικειμενικότητας. Αντίθετα, συγκρούσεις συμφερόντων που αφορούν τους αναλυτές παρουσιάζονται αφενός ως εξατομικευμένες, αφεντέρου ως ήσσονος σημασίας και βεληνεκούς, και για το λόγο αυτό ολιγότερο ευεπίφορες να υποσκάψουν την ακεραιότητα των Οίκων Αξιολόγησης και την αντικειμενικότητα των αξιολογήσεων».

Τα προβλήματα με τους Οίκους Αξιολόγησης έγιναν κυρίως αισθητά στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007 – 2010. Η κριτική που ασκήθηκε στους Οίκους Αξιολόγησης ήταν έντονη και συνοψίζεται στα ακόλουθα: Λέχθηκε ότι α) ακολούθησαν προβληματικό σύστημα αξιολόγησης (η οποία ενόψει του ότι δεν δημοσιοποιείται, δεν δύναται να ελεγχθεί και αναλόγως), β) έχουν αντικρουόμενους δείκτες παρουσίασης και γ) παρατηρείται σύγκρουση συμφερόντων, καθόσον το 2006 λ.χ. το 46% των εσόδων της Moody's προερχόταν από τις αξιολογήσεις τοξικών προϊόντων, οι οποίες λίγο αργότερα κατέρρευσαν εντός ελάχιστου χρονικού διαστήματος⁷⁶.

Ωστόσο, θα πρέπει να γίνουν οι ακόλουθες διακρίσεις: Η εσωτερική διαδικασία που ακολουθείται προκειμένου να λάβει χώρα μια αξιολόγηση ξεκινά με την χορήγηση στον Οίκο Αξιολόγησης βασικού πληροφοριακού υλικού από τον υπό αξιολόγηση έμπορο ή εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου· ακολουθεί ο ορισμός ολιγομελούς ομάδας αναλυτών για την εξέταση του υλικού αυτού των πληροφοριών, οι οποίοι, αφού πραγματοποιήσουν συναντήσεις με εκπροσώπους του υπό αξιολόγηση προσώπου (εμπόρου ή εκδότη), σχηματοποιούν την κρίση τους σχετικά με τα επίπεδα πιστωτικού κινδύνου· ακολουθεί η κατάρτιση αξιολόγησης από επιτροπή που ορίζεται για τον σκοπό αυτό· ενώ, τέλος, ακολουθεί η διαχείριση τυχόν αντιρρήσεων εκ μέρους του εμπόρου ή του εκδότη όσον αφορά την αξιολογική τους κατάταξη⁷⁷. Σε σχέση με την εσωτερική διαδικασία που ακολουθείται, παρατηρείται ότι η επιλογή της ολιγομελούς σύνθεσης των ομάδων εργασίας των Οίκων Αξιολόγησης καταδεικνύει την σημασία που δίνεται στην ατομική κρίση του εκάστοτε αναλυτή σε όλα τα στάδια που προηγούνται της διαμόρφωσης της τελικής αξιολόγησης του εκάστοτε Οίκου, με συνέπεια τον κίνδυνο σύγκρουσης συμφερόντων ακόμη και από αυτό το επίπεδο των αναλυτών⁷⁸.

Πέρα, όμως, από τις συγκρούσεις συμφερόντων που μπορεί να ανακύψουν από την εσωτερική διαδικασία που ακολουθείται στους Οίκους Αξιολόγησης, η σοβαρότερη μορφή τους μπορεί να προκύψει στην περίπτωση που ένα Οίκους Αξιολόγησης, ή ένας αναλυτής του έχων αποφασιστική εξουσία, συμμετέχει στην ιδιοκτησιακή δομή ή στα όργανα διοίκησης της υπό αξιολόγησης εταιρείας ή εκδότη, όπως λ.χ. η συμμετοχή στο εταιρικό ή μετοχικό κεφάλαιο, η κατοχή οποιουδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου που έχει εκδώσει

⁷⁵ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 27.

⁷⁶ Οι Οίκοι Αξιολόγησης και η Ελληνική κρίση, έρευνα σε <http://www.indeepanalysis.gr/?q=node/755>.

⁷⁷ Sinclair, Timothy (2005): όπ.παρ., σελ. 30, 31.

⁷⁸ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ. σελ. 27.

η υπό αξιολόγηση εταιρία ή εκδότης χρηματοπιστωτικού μέσου κ.λπ. Στην περίπτωση αυτή, η σύνδεση αξιολογούμενου-αξιολογούντος είναι ισχυρότερη, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει την αντικειμενικότητα της κρίσης του τελευταίου εγείροντας με σαφήνεια υπόνοιες μεροληψίας⁷⁹.

Περαιτέρω, άλλη μορφή σύγκρουσης συμφερόντων είναι εκείνη κατά την οποία υπάρχει προσωπικό ενδιαφέρον του αξιολογούντος για την οικονομική και επιχειρηματική πορεία του αξιολογούμενου. Το ύψος π.χ. της αμοιβής ενός Οίκου Αξιολόγησης ή ενός αναλυτή μπορεί να εξαρτάται από την επιτυχή διάθεση λ.χ. ενός χρηματοπιστωτικού μέσου με δημόσια προσφορά. Υπό τις συνθήκες αυτές, είναι δυνατόν ο πρώτος να εκφέρει μια ευνοϊκή κρίση για τον εκάστοτε αξιολογούμενο ή αντίστοιχα να υποτιμήσει τις πιθανότητες επέλευσης πιστωτικού κινδύνου, με συνέπεια να ωφελήσει τον τελευταίο, και κατ' επέκταση τον εαυτό του, με την εν λόγω θετική αξιολόγηση⁸⁰.

Τέλος, μια άλλη μορφή σύγκρουσης συμφερόντων είναι εκείνη που γεννάται από την μακρόχρονη παροχή υπηρεσιών αξιολόγησής από τον ίδιο Οίκο Αξιολόγησης ή την επί μακρό συμμετοχή των ίδιων αναλυτών στις ομάδες αξιολόγησης των Οίκων Αξιολόγησης ή την προηγούμενη παροχή υπηρεσιών δυνάμει εξαρτημένης εργασίας των αναλυτών στον αξιολογούμενο⁸¹.

Ανεξαρτήτως, πάντως, της μορφής σύγκρουσης συμφερόντων, αυτό που πρέπει να παρατηρηθεί εν γένει είναι ότι όσο μεγαλύτερο το όφελος που προσδοκά ο Οίκος Αξιολόγησης ή συγκεκριμένος αναλυτής από την συναλλακτική σχέση, βάσει της οποίας παρέχεται η υπηρεσία, τόσες μεγαλύτερες υπόνοιες μεροληψίας εγείρονται και είναι πιθανότερο να αξιολογήσει ευνοϊκότερα τον εκάστοτε αξιολογούμενο.

Η κατηγορία της σύγκρουσης συμφερόντων είναι αυτή που αποδίδεται συχνότερα εις βάρος των Οίκων Αξιολόγησης. Ιδίως στην ιστορία της κατάρρευσης της αμερικανικής αγοράς ακινήτων το 2007-2008, οι «τρεις μεγάλοι» οίκοι, δηλαδή S&P, Moody's και Fitch, κατηγορήθηκαν ότι έδιναν την ανώτερη πιστοληπτική αξιολόγηση σε τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια που στην πραγματικότητα ήταν «σκουπίδια» και τα οποία λίγο αργότερα προκάλεσαν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

Είναι δε χαρακτηριστικό, πως σύμφωνα με την μελέτη των Harald Hau, Sam Langfield και David Marques-Ibanez⁸², η οποία δημοσιεύτηκε από την ΕΚΤ τον Οκτώβριο του 2012, προέκυψε ότι από την εκτίμηση στοιχείων των ετών 1990-2012, οι τρεις μεγάλοι Οίκοι Αξιολόγησης (Standard & Poor's, Moody's και Fitch) έδιναν τις καλύτερες βαθμολογίες σε Τράπεζες που έχουν εκδώσει παράγωγα συνολικής αξίας 6 τρισεκατομμυρίων δολαρίων, με συνέπεια να έχουν αποκομίσει για τις εν λόγω υπηρεσίες τους πολύ υψηλές αμοιβές. Και καταλήγουν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

1) Η ποιότητα των πληροφοριών των αξιολογήσεων είναι υψηλότερη σε περιόδους κρίσης —είναι δηλαδή αντικυκλική— στοιχείο που συμφωνεί με θεωρητικές προβλέψεις ότι τα κέρδη των Οίκων Αξιολόγησης από την παροχή καλών πληροφοριών είναι χαμηλότερα σε περιόδους κρίσης.

2) Οι τραπεζικές αξιολογήσεις στην ανώτερη βαθμίδα δεν σχετίζονται ουσιαστικά με τις πιθανότητες χρεοκοπίας δύο χρόνια αργότερα.

⁷⁹ Bai L. (2010): On regulating conflicts of interest in the credit rating industry, 13 Legis.&Pub.Poly's, σελ. 260.

⁸⁰ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 28.

⁸¹ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 29.

⁸² Bank ratings, What determines their quality?, Working Paper Series No 1484 / OCTOBER 2012, ιδίως σελ. 24 επ.

3) Το μέγεθος της Τράπεζας φαίνεται να συσχετίζεται με θετικότερες αξιολογήσεις από τους Οίκους. Οι ερευνητές το αποδίδουν σε σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους Οίκους και τις Τράπεζες.

4) Οι Τράπεζες που παρέχουν στους Οίκους μεγάλες τιτλοποιήσεις, λαμβάνουν καλύτερες αξιολογήσεις, κάτι που, επίσης, αποδίδεται σε σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους Οίκους και τις Τράπεζες.

Τέλος, πρέπει να επισημανθούν και τα εξής⁸³: Σύμφωνα με την αρχή «ο εκδότης πληρώνει» («the issuers pay»), η οποία ισχύει κατεξοχήν για τον καθορισμό της αμοιβής των Οίκων Αξιολόγησης, οι τελευταίοι αμείβονται για τις υπηρεσίες τους από τους ίδιους τους αξιολογούμενους, ενώ σπανιότερα η αμοιβή καταβάλλεται από τον τελικό αποδέκτη της υπηρεσίας. Η εφαρμογή της αρχής αυτής, να μεν εξασφαλίζει χρηματοδότηση στους Οίκους, από την άλλη πλευρά, όμως, θέτει σε κίνδυνο το ανεπηρέαστο της κρίσης τους και αποτελεί την βασική αιτία ένεκα της οποίας γίνεται λόγος για «έλλειψη αξιοπιστίας» των αξιολογήσεων. Και τούτο διότι είναι σαφές πως ο εκδότης «που πληρώνει» έχει κάθε συμφέρον να διασφαλίσει την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση και αυτό δημιουργεί αμφιβολίες κατά πόσο είναι ανεξάρτητη η διατύπωση της κάθε βαθμολογίας. Όπως, μάλιστα, λέγεται χαρακτηριστικά, «πίσω από την αξιολόγηση κρύβεται συχνά ένας κερδοσκοπικός ελιγμός»⁸⁴. Για τους λόγους αυτούς έχει προταθεί ως αντιστάθμισμα, η ενδυνάμωση της διαφάνειας και η τόνωση του ανταγωνισμού των Οίκων Αξιολόγησης, στοιχεία που παρέχουν ενέγγυα για την κατάρτιση ανεπηρέαστων αξιολογήσεων, αλλά και η πρόβλεψη ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου των Οίκων, καθώς και η υιοθέτηση συναφών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, προς την κατεύθυνση της πρόληψης φαινομένων αθέμιτης επιρροής και στρέβλωσης της κρίσης τους.

⁸³ E. Μαστρομανώλης, όπ.παρ. σελ. 72-73· βλ. και L. White (2010): Credit-Rating Agencies and the financial crisis: Less regulation of CRAs is a better response, 4 J.I.B.L.R., σελ. 173.

⁸⁴ Βλ. την από 29-3-2012 Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής της Ε.Ε. με θέμα την «πρόταση κανονισμού για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας», σελ. 2 στοιχ. 1.8.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 — ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

4.1. Η αναγκαιότητα ρυθμιστικής παρέμβασης

Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης διαδραματίζουν τον ρόλο των «διαμεσολαβητών» στην διαβίβαση των πληροφοριών (information intermediaries) μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών. Μέρος των εν λόγω πληροφοριών είναι διαθέσιμες στους ενδιαφερόμενους επενδυτές, ενώ άλλες είναι γνωστές μόνο στον αξιολογούμενο έμπορο ή εκδότη. Μετά την συγκέντρωση των πληροφοριών αυτών, ο κάθε Οίκος Αξιολόγησης κατηγοριοποιεί και επεξεργάζεται το συλλεγέν πληροφοριακό υλικό και, ανάλογα με την μεθοδολογία που ακολουθεί, κατατάσσει τον αξιολογούμενο σε ορισμένη από τις κατηγορίες της αξιολογικής του κλίμακας.

Ως ήδη ελέχθη ανωτέρω, η παροχή της υπηρεσίας αξιολόγησης από τους αρμόδιους Οργανισμούς, αποκτά ιδιαίτερη βαρύτητα, καθόσον αίρει ή περιορίζει την πληροφοριακή ασυμμετρία ανάμεσα στον έμπορο ή στον εκδότη των χρηματοπιστωτικών μέσων και στον τελικό αποδέκτη, ήτοι τον υποψήφιο επενδυτή. *«Η πλήρωση του εν λόγω πληροφοριακού ελλείμματος, ως η σημαντικότερη αποστολή που εξυπηρετεί η δραστηριότητα των Οίκων Αξιολόγησης, εγκυμονεί ταυτόχρονα και κινδύνους πλημμελούς εκπλήρωσης ή εκφοράς ελαττωματικών κρίσεων, εκ των οποίων ορμώνται όσοι τάσσονται υπέρ της ανάγκης ύπαρξης ενός στιβαρού ρυθμιστικού πλαισίου για την υπόσταση, τη δομή και την λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης»⁸⁵.*

Παρά την μεγάλη σημασία τους για την λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, τα περισσότερα κράτη μέλη της Ε.Ε. δεν ρύθμιζαν τις δραστηριότητες των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας ή τις προϋποθέσεις έκδοσης των αξιολογήσεων. Τον Δεκέμβριο 2004, η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Εποπτείας Χρηματιστηρίων (IOSCO) εξέδωσε, όπως θα δούμε ευθύς κατωτέρω, έναν κώδικα καλής συμπεριφοράς των Οργανισμών Αξιολόγησης, με σκοπό να ενισχύσει την προστασία των επενδυτών, την αντικειμενικότητα, την αποτελεσματικότητα, την διαφάνεια και την μείωση των κινδύνων σύγκρουσης συμφερόντων και άλλων εσωτερικών ενεργειών που μπορούν να πλήξουν την αξιοπιστία και την ποιότητα των βαθμολογήσεων των ΟΑΠΙ. Όμως, ο κώδικας της IOSCO εφαρμόζεται από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης εθελοντικά και μόνον.

Μετά από διάφορα λογιστικά σκάνδαλα μεγάλων επιχειρήσεων, όπως της Enron και της Parmalat, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, σε ψήφισμα του Φεβρουαρίου 2004, τόνισε πόσο σημαντικό ήταν οι Οργανισμοί Αξιολόγησης να ασκούν τα καθήκοντά τους με υπευθυνότητα. Σημείωσε τέσσερα κύρια θέματα που απασχολούν: α) την ποιότητα των αξιολογήσεων· β) την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα των Οργανισμών· γ) την ανάγκη για διαφανείς μεθόδους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας· δ) τον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης σε δραστηριότητες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και τις πιθανές ανταγωνιστικές επιπτώσεις της.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέτασε τότε τους τρόπους λειτουργίας των Οργανισμών Αξιολόγησης και αποφάνθηκε ότι δεν χρειαζόταν νομοθετική ρύθμιση, γιατί οι τρεις προαναφερθείσες οδηγίες και ο Κώδικας της IOSCO κάλυπταν επαρκώς τις δραστηριότητες των ΟΑΠΙ.

Στην συνέχεια, όμως, η συμβολή των Οργανισμών Αξιολόγησης στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση διά της άστοχης αξιολόγησης σύνθετων οικονομικών

⁸⁵ Ε. Μαστρομανώλης, ό.π.παρ., σελ. 67-68.

προϊόντων, που ονομάστηκαν αργότερα «σκουπίδια» (junk), οδήγησε στην έγερση αιτημάτων για μεγαλύτερη ρύθμιση του τομέα, αξίας σχεδόν 4 δισ. ευρώ, που κυριαρχείται από τις αμερικανικές πολυεθνικές⁸⁶.

4.2. Η ρύθμιση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας από την IOSCO

Η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) συστάθηκε το 1983 στη Μαδρίτη, με σκοπό α) την προώθηση της συνεργασίας των εποπτικών αρχών μελών της, β) την παροχή αμοιβαίας συνδρομής για την προώθηση της ακεραιότητας των αγορών και γ) την επεξεργασία και προώθηση διεθνών προτύπων αναφορικά με την διασφάλιση της σταθερότητας, της ακεραιότητας, της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς και της προστασίας των επενδυτών⁸⁷.

Ο Κώδικας IOSCO 2008, με προεξάρχουσα την αρχή “comply or explain”, απευθύνεται στους Οίκους Αξιολόγησης και περιλαμβάνει ρυθμίσεις ήπιου δικαίου⁸⁸, δηλαδή κανόνες, το κύριο χαρακτηριστικό των οποίων είναι ότι στερούνται νομικά εξαναγκαστού χαρακτήρα⁸⁹. Ωστόσο, υπό το πρίσμα της ανωτέρω αρχής, ενισχύεται η έμμεση δεσμευτικότητα και το βεληκεές εφαρμογής των επίμαχων ρυθμίσεων εκ μέρους των Οργανισμών Αξιολόγησης, καθόσον προβλέπεται η υποχρέωση των τελευταίων για την παροχή εξηγήσεων στην IOSCO σε περίπτωση που θα επιλέξουν να ακολουθήσουν άλλες προδιαγραφές λειτουργίας, παρεκκλίνουσες από αυτές του Κώδικα IOSCO. «Έτσι, ο Κώδικας, αν και από συστηματική άποψη χαρακτηρίζεται ως πλαίσιο αυτορρύθμισης, ενθαρρύνει την ανακοίνωση, και διά μέσου αυτής την έμμεση εποπτεία από την IOSCO (παρότι η τελευταία δεν έχει την εξουσία κατασταλτικής παρέμβασης)»⁹⁰.

Ο Κώδικας IOSCO, ειδικότερα, εδράζεται σε τρεις θεμελιώδεις αρχές, επί τη βάση των οποίων πρέπει να λειτουργούν οι Οίκοι Αξιολόγησης: 1) στην ποιότητα και ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης, 2) στην ανεξαρτησία των Οίκων Αξιολόγησης και στην αποφυγή της σύγκρουσης συμφερόντων, και, τέλος, 3) στην αναγνώριση καθηκόντων των Οίκων Αξιολόγησης έναντι τόσο του επενδυτικού κοινού όσο και των αξιολογούμενων εκδοτών κινητών αξιών⁹¹.

Αναφορικά με την πρώτη αρχή, πιο συγκεκριμένα, ο Κώδικας επιβάλλει την χρήση από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης μεθοδολογιών αξιολόγησης που να εφαρμόζονται με τρόπο συστηματικό και αυστηρό, χωρίς αποκλίσεις ανά αξιολογούμενο⁹². Όπως συγκεκριμένα ορίζεται, η ορθή εφαρμογή των μεθοδολογιών παράγει τα βέλτιστα αποτελέσματα, όταν ανατίθεται σε εξειδικευμένο και έμπειρο προσωπικό (αναλυτές) των Οίκων Αξιολόγησης⁹³. τα συμπεράσματα των αξιολογήσεων θεμελιώνονται στο σύνολο των στοιχείων που τίθενται στη διάθεση του Οίκου, και τα οποία θεωρεί ο τελευταίος

⁸⁶ Νίκος Μούσης, Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και η ΕΕ, όπ.παρ., σε <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>.

⁸⁷ Βλ. Χ. Γκόρτσο (2011): Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, σελ. 180-181 και <https://www.iosco.org>.

⁸⁸ Ως «ήπιο δίκαιο» (soft law) νοούνται «οι κανόνες δεοντολογίας που θεσπίζονται σε πράξεις στις οποίες δεν έχει χορηγηθεί δεσμευτική νομική ισχύς, αλλά οι οποίες παρά ταύτα έχουν ορισμένες —έμμεσες— έννομες συνέπειες και αποβλέπουν σε πρακτικά αποτελέσματα τα οποία και μπορούν να παραγάγουν»· βλ. Linda Senden: Soft law, Self-regulation and Co-regulation in European law: where do they meet?, EJLC, Vol. 9, 1-1-2005.

⁸⁹ Πρβλ. και Χ. Γκόρτσο, όπ.παρ., σελ. 151.

⁹⁰ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 76.

⁹¹ Κώδικας IOSCO 2008 άρθρο 4.1.

⁹² Άρθρα 1.2. και 1.3.

⁹³ Άρθρο 1.4.

πρόσφορα για τους σκοπούς της αξιολόγησης⁹⁴. οι αξιολογήσεις είναι ακριβείς και δεν συνιστούν αναληθείς δηλώσεις προς το επενδυτικό κοινό⁹⁵. τα αποτελέσματα της αξιολόγησης υπόκεινται σε συνεχείς ελέγχους επαλήθευσης⁹⁶. και τέλος, επικαιροποιούνται όταν τροποποιηθούν οι παράμετροι που προσδιορίζουν την πιστοληπτική ικανότητα του αξιολογούμενου⁹⁷. Ο Οίκος Αξιολόγησης, οφείλει, επίσης, να απέχει από την κατάρτιση αξιολόγησης, προκειμένου για σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα για τα οποία δεν διαθέτει κατάλληλη υποδομή και αξιόπιστη μεθοδολογία ανάλυσης⁹⁸.

Όσον αφορά στην δεύτερη αρχή, τούτη εκφράζεται ως επιταγή εντοπισμού, ανακοίνωσης και διαχείρισης πραγματικών και δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων που δημιουργούνται κατά τη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης⁹⁹. Συγκεκριμένα, επιτάσσεται η διασφάλιση της ανεξαρτησίας του Οίκου Αξιολόγησης, όταν τον συνδέουν επιχειρηματικές σχέσεις με τον αξιολογούμενο και η απαγόρευση εμπορίας από τον πρώτο κινητών αξιών εκδότη που ο ίδιος αξιολογεί¹⁰⁰, όπως και η τήρηση του νομικού και λειτουργικού διαχωρισμού των τμημάτων του Οίκου Αξιολόγησης που έχουν ως αντικείμενο την κατάρτιση αξιολογήσεων και την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών¹⁰¹. Προβλέπεται, επίσης, η παρακολούθηση των αμοιβών που λαμβάνει ο Οίκος Αξιολόγησης για τις αξιολογήσεις που καταρτίζει, αλλά και της σύνδεσης των αμοιβών των αναλυτών και υπαλλήλων του που καταρτίζουν μια αξιολόγηση και της αμοιβής που λαμβάνει ο ίδιος ο Οίκος για την ίδια αξιολόγηση¹⁰². Επιπλέον, απαγορεύεται η συμμετοχή σε διαδικασία αξιολόγησης ενός αναλυτή ή υπαλλήλου που κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα του αξιολογούμενου εκδότη¹⁰³.

Τέλος, η τρίτη ως άνω αρχή υλοποιείται, μεταξύ άλλων, διά της υποχρέωσης κοινοποίησης στο επενδυτικό κοινό όλων των δεδομένων που προσδιορίζουν την αξιολόγηση, όπως για παράδειγμα του ορισμού της έννοιας της αθέτησης συμβατικών υποχρεώσεων, του χρονικού βεληνεκού της αξιολόγησης κ.λπ.¹⁰⁴.

4.3. Η ρύθμιση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στις ΗΠΑ

Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στις Η.Π.Α. είχε αποτελέσει αντικείμενο ρύθμισης, ήδη από τα μέσα του εικοστού αιώνα¹⁰⁵. Με την σχετική νομοθεσία επιδιωκόταν, ως μία πρώτη μορφή «ρυθμιστικής άδειας» στους Οίκους Αξιολόγησης, η ανάθεση σε αυτούς, ως εξειδικευμένων Υπηρεσιών, της εκτίμησης ευμετάβλητων οικονομικών δεδομένων σε εξατομικευμένη βάση. Αποτέλεσμα της εκτίμησης αυτής θα ήταν η εκφορά κρίσης, η οποία και θα εξασφάλιζε τη συμμόρφωση των «χρηστών» της με τις επιταγές της νομοθεσίας.

Μέχρι το έτος 1975, η νομοθεσία των Η.Π.Α., και κυρίως οι ειδικοί κανόνες που παρείχαν «ρυθμιστική άδεια», με χαρακτηριστικό παράδειγμα τον περίφημο «κανόνα του καθαρού κεφαλαίου» ("Net capital rule")¹⁰⁶, αναφερόταν στους Οίκους Αξιολόγησης αποκλειστικά ως «Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας» ("Credit rating

⁹⁴ Άρθρο 1.1.

⁹⁵ Άρθρο 1.6.

⁹⁶ Άρθρο 1.2.

⁹⁷ Άρθρο 1.9.

⁹⁸ Άρθρο 1.7.-3

⁹⁹ Άρθρο 2.6.

¹⁰⁰ Άρθρο 2.9.

¹⁰¹ Άρθρο 2.5.

¹⁰² Άρθρο 2.11.

¹⁰³ Άρθρο 2.13.

¹⁰⁴ Άρθρα 3.5. και 3.8.

¹⁰⁵ Βλ. για όσα έπονται στο παρόν υποκεφάλαιο Ε. Μαστρομανώλη, όπ.παρ., σελ. 112-124.

¹⁰⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/Net_capital_rule με ειδικές βιβλιογραφικές παραπομπές.

agencies”), σπανιότερα δε ως «εγνωσμένης ποιοτικής στάθμης» ΕΑΟΣΑΠΙ (δηλαδή ως «Εθνικώς Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής και Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας» — “ΕΑΟΣΑΠΙ”, “Nationally Recognized Statistical and Rating Organizations” — “NRSROs”)· από το έτος 2006 και μετά, όμως, οι ΕΑΟΣΑΠΙ λειτουργούσαν πλέον υπό καθεστώς εποπτευόμενο από την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (“Securities and Exchange Commission” — SEC).

Στις Η.Π.Α., η Credit Rating Agency Reform Act 2006 (εφεξής “CRARA”) αποτέλεσε την πρώτη προσπάθεια νομοθετικής ρύθμισης των Οίκων Αξιολόγησης. Με την CRARA, ειδικότερα, ο αμερικανός νομοθέτης εισήγαγε ένα σύστημα εγγραφής (registration) των Οίκων Αξιολόγησης παρόμοιο με την διαδικασία εγγραφής που προβλέπεται στον Κανονισμό 1060/2009 της Ε.Ε., για τον οποίο θα γίνει λόγος αναλυτικότερα σε επόμενο τμήμα της παρούσας μελέτης. Σύμφωνα με την ως άνω αμερικανική νομοθεσία, η «εγγραφή» των Οίκων Αξιολόγησης εξαρτάται από ορισμένες προϋποθέσεις που πρέπει να συγκεντρώνουν οι τελευταίοι, προκειμένου να χαρακτηριστούν ως «Εθνικώς Αναγνωρισμένοι Οργανισμοί Στατιστικής και Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας». Οι προϋποθέσεις αυτές περιλαμβάνουν το χρονικό διάστημα δραστηριοποίησης του αιτούμενου την εγγραφή Οργανισμού Αξιολόγησης (τουλάχιστον τρία έτη πριν από την υποβολή της αίτησης), την πιστοποίηση της αξιοπιστίας του από θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι υπήρξαν αποδέκτες των υπηρεσιών του συγκεκριμένου Οίκου, και, τέλος, την υποβολή σχετικής αίτησης στην Ομοσπονδιακή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC)¹⁰⁷. Επιπροσθέτως, γίνεται δεκτή από την CRARA και η παράλληλη λειτουργία όσων Οίκων Αξιολόγησης δεν πληρούν τις απαιτούμενες στην Πράξη προϋποθέσεις, υπό τον περιορισμό, όμως, ότι δεν έχουν την δυνατότητα να εκφέρουν κρίσεις για το αξιόχρεο αναφορικά με τις «ρυθμιστικές άδειες». Έτσι, υπό την ισχύ της CRARA, προβλεπόταν στις Η.Π.Α. ένα σύστημα Οίκων Αξιολόγησης «δύο ταχυτήτων». Στην πράξη, ωστόσο, οι κυριότεροι Οίκοι που καταρτίζουν την πλειοψηφία των αξιολογήσεων σε παγκόσμια κλίμακα πληρούν και τις προϋποθέσεις εγγραφής ως ΕΑΟΣΑΠΙ¹⁰⁸.

Κατά ρητή πρόβλεψη, ΟΑΠΙ και ΕΑΟΣΑΠΙ δεν προσφέρουν εμπορικές υπηρεσίες¹⁰⁹. τουναντίον εξυπηρετούν το δημόσιο συμφέρον διαμεσολαβώντας στη μετάδοση πληροφοριών, αλλά και στην αύξηση της διαφάνειας στην αγορά¹¹⁰. Επίσης οι υπηρεσίες τους δεν έχουν εξειδικευμένους αποδέκτες, αλλά απευθύνονται στο ευρύ κοινό. Για το λόγο αυτό και η εκφορά των κρίσεων τους δεν πρέπει να υπόκειται παρά στους ελάχιστους περιορισμούς που αποκλειστικά εξυπηρετούν την ασφαλή ρυθμιστική χρήση των αξιολογήσεων, ενώ παρέλκει η ανάγκη ελέγχου τους¹¹¹. Ωστόσο, η SEC διατηρεί το δικαίωμα αναστολής ή απόσυρσης της εγγραφής ενός ΕΑΟΣΑΠΙ ή της θέσης περιορισμών στην χρήση των αξιολογήσεων του, ιδίως στην περίπτωση της παράλειψης υποβολής των απαιτούμενων περιοδικών εκθέσεων ή της μη διατήρησης του απαιτούμενου οικονομικού υποβάθρου ή της οργανωτικής δομής που θα του επιτρέψει να εκδίδει αξιολογήσεις αντικειμενικές και ουδέτερες¹¹².

Στη συνέχεια, η CRARA τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από την πρόσφατη Dodd-Frank Act 2010. Το ρυθμιστικό πεδίο της τελευταίας είναι ευρύτερο και αποσκοπεί σε μια καθολική διευθέτηση των στρεβλώσεων της κεφαλαιαγοράς στις οποίες αποδόθηκε η χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2008¹¹³.

¹⁰⁷ Βλ. Sec. 15 E of Credit Rating Agency Reform Act of 2006.

¹⁰⁸ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 113.

¹⁰⁹ Άρθρο 3 της CRARA.

¹¹⁰ Άρθρο 2 της CRARA.

¹¹¹ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 114.

¹¹² Άρθρο 15 E (d) της CRARA.

¹¹³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. No 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

Ειδικότερα όσον αφορά τους ΕΑΟΣΑΠΙ, η Dodd-Frank Act 2010 διαλαμβάνει τις διατάξεις των άρθρων 931-939, που περιλαμβάνουν ρυθμίσεις που επανακαθορίζουν την έννοια και τα άκρα όρια των αξιολογήσεων, θεμελιώνουν ή κατανέμουν την ευθύνη λόγω παροχής ελαττωματικών αξιολογήσεων ή διευκολύνουν την απόδειξη των προϋποθέσεων της εν λόγω ευθύνης και, τέλος, συντελούν στην απομείωση της ρυθμιστικής βαρύτητας των αξιολογήσεων ή εξουσιοδοτούν τα αρμόδια νομοθετικά ή εποπτικά όργανα να αναλάβουν σχετική δράση. Επίσης, διαλαμβάνονται διατάξεις που επιτάσσουν την επέκταση των υποχρεώσεων κοινοποίησης στοιχείων και πληροφοριών από τους ΕΑΟΣΑΠΙ, είτε με σκοπό την ανάδειξη του επιπέδου ποιότητας των υπηρεσιών τους, είτε προς ενίσχυση του ανταγωνισμού στην αγορά παροχής υπηρεσιών αξιολόγησης¹¹⁴.

4.4. Η ρύθμιση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση

4.4.1. Εισαγωγικά

Προς το παρόν, οι περισσότεροι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας εδρεύουν εκτός Κοινότητας. Τα περισσότερα κράτη μέλη δεν ρυθμίζουν τις δραστηριότητες των Οργανισμών Αξιολόγησης. Παρά την μεγάλη σημασία τους για την λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης διέπονταν σε περιορισμένους μόνο τομείς από την κοινοτική νομοθεσία, κυρίως την οδηγία 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, την οδηγία 2006/48/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14ης Ιουνίου 2006, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων και την οδηγία 2006/49/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14ης Ιουνίου 2006, για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ενόψει του ρόλου των Οίκων Αξιολόγησης στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές, κρίθηκε σημαντικό να ορισθούν κανόνες που να εξασφαλίζουν ότι όλες οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται από τους εγγεγραμμένους στην Κοινότητα Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας έχουν επαρκή ποιότητα και εκδίδονται από οργανισμούς αξιολόγησης που υπόκεινται σε αυστηρές απαιτήσεις¹¹⁵.

Υπό το πρίσμα των ανωτέρω, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 20 Ιουνίου και στις 16 Οκτωβρίου 2008 ζήτησε μια νομοθετική πρόταση για την ενίσχυση των κανόνων για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και την επίβλεψή τους σε επίπεδο Ε.Ε., θεωρώντας ως προτεραιότητα την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και την καλή λειτουργία του χρηματοοικονομικού τομέα. Μετά από αυτή την πρόσκληση, η Επιτροπή πρότεινε και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο υιοθέτησαν στις 16 Σεπτεμβρίου 2009, τον υπ' αριθ. 1060/2009 Κανονισμό για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Ο Κανονισμός αυτός, εντάσσεται στις

¹¹⁴ Βλ. αναλυτικότερα για την Dodd-Frank Act 2010, William Sweet / Skadden, Arps / Slate, Meagher / Flom LL: Dodd-Frank Act Becomes Law σε <http://corp.gov.law.harvard.edu/2010/07/21/dodd-frank-act-becomes-law/>, Paletta, Damian (June 25, 2010): It Has A Name: The Dodd/Frank Act. The Wall Street Journal, Summary and Implementation Schedule of the Dodd-Frank Act. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. July 15, 2010, Aline Darbellay / Frank Partnoy (2012): Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2042111>.

¹¹⁵ Βλ. Προοίμιο Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας.

πρωτοβουλίες που έχει αναλάβει η Ευρώπη στο πλαίσιο των δεσμεύσεων που ανέλαβαν οι G20 στην Σύνοδο Κορυφής της Ουάσινγκτον το Νοέμβριο του 2008¹¹⁶.

Στόχος του Κανονισμού είναι να ρυθμίσει την δραστηριότητα των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, με σκοπό την προστασία των επενδυτών και των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών κατά του κινδύνου αθέμιτων πρακτικών. Διά του Κανονισμού αυτού, εισάγεται κοινή ρυθμιστική προσέγγιση για την ενίσχυση της ακεραιότητας, της διαφάνειας, της υπευθυνότητας, της χρηστής διακυβέρνησης και της αξιοπιστίας των δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, συμβάλλοντας έτσι στην ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται στην Κοινότητα και στην ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, επιτυγχάνοντας παράλληλα υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών. Ορίζονται οι προϋποθέσεις για την έκδοση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και οι κανόνες για την οργάνωση και συμπεριφορά των Οργανισμών Αξιολόγησης, ώστε να προωθείται η ανεξαρτησία τους και να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων¹¹⁷, για τις οποίες έγινε ήδη λόγος ανωτέρω.

Ο Κανονισμός επιβάλλει κανόνες που έχουν δεσμευτικό νομικό χαρακτήρα και κατά το μεγαλύτερο μέρος τους βασίζονται στα πρότυπα που καθορίζονται στον Κώδικα της Διεθνούς Οργάνωσης Επιτροπών Εποπτείας Χρηματιστηρίων (IOSCO). Καταρχήν, κάθε Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που θέλει να χρησιμοποιούνται στην Ε.Ε. οι αξιολογήσεις του, θα πρέπει να υποβάλει αίτηση για την εγγραφή του ώστε να αναγνωριστεί ως «Εξωτερικός Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας» (ECAI). Οι αιτήσεις εγγραφής πρέπει να υποβάλλονται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών αξιών (ΕΡΑΑΚΑ) και να εγκρίνονται κατά τρόπο συναινετικό από τους αρμόδιους ρυθμιστές τίτλων οργανωμένους σε σώμα. Το σώμα των ρυθμιστών πρέπει, επίσης, να συμμετέχει στην καθημερινή επίβλεψη των Οργανισμών Αξιολόγησης¹¹⁸.

Για να εγγραφούν στην Ε.Ε., οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας πρέπει να συμμορφώνονται με αυστηρούς κανόνες για να εξασφαλίζεται:

(α) ότι οι αξιολογήσεις δεν επηρεάζονται από συγκρούσεις συμφερόντων,

(β) ότι οι Οργανισμοί Αξιολόγησης είναι άτεγκτοι ως προς την ποιότητα της μεθοδολογίας εκτίμησης και των αξιολογήσεων, και

(γ) ότι οι Οργανισμοί Αξιολόγησης ενεργούν κατά τρόπο διαφανή. Οι νέοι κανόνες περιλαμβάνουν τα εξής:

• Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας δεν μπορούν να παρέχουν γνωμοδοτικές υπηρεσίες.

• Δεν επιτρέπεται να εκτιμούν χρηματοοικονομικά προϊόντα, εάν δεν έχουν αρκετές ποιοτικές πληροφορίες πάνω στις οποίες να βασίσουν τις αξιολογήσεις τους.

• Πρέπει να αποκαλύπτουν τα πρότυπα, τις μεθοδολογίες και τις βασικές υποθέσεις στις οποίες βασίζουν τις εκτιμήσεις τους.

• Πρέπει να διαθέτουν μια εσωτερική υπηρεσία αρμόδια για την αναθεώρηση της ποιότητας των αξιολογήσεών τους.

¹¹⁶ Βλ. και Fabian Amtenbrink / Jakob de Haan (2009): *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, *Common Market Law Review* 46, σελ. 1915-1949.

¹¹⁷ Βλ. άρθρο 1 Κανονισμού.

¹¹⁸ Νίκος Μούσης, *Ο μίτος της Αριάδνης στο λαβύρινθο της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, με βάση το βιβλίο *Ευρωπαϊκή Ένωση: δίκαιο, οικονομία, πολιτικές*, σε <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>.

· Πρέπει να έχουν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητους διευθυντές στα διοικητικά συμβούλια τους, η αμοιβή των οποίων δεν εξαρτάται από την επιχειρηματική δραστηριότητα του Οργανισμού Αξιολόγησης.

Περαιτέρω, σύμφωνα με τον Κανονισμό, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας θα πρέπει να χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αξιολόγησης αυστηρές, συστηματικές και συνεχείς, υποκειμένες σε επικύρωση, μεταξύ άλλων, βάσει της κατάλληλης ιστορικής εμπειρίας και του δοκιμαστικού εκ των υστέρων ελέγχου.

Για την αποφυγή δε δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης δεν θα πρέπει να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες ή γνωμοδοτήσεις, ιδίως ως προς το σχεδιασμό διαρθρωμένου χρηματοπιστωτικού μέσου, ενώ θα πρέπει να κοινοποιούν πληροφορίες σχετικά με τις μεθοδολογίες, τα πρότυπα και τις βασικές παραδοχές που χρησιμοποιούν κατά τις δραστηριότητές τους όσον αφορά την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται σε τρίτες χώρες χρησιμοποιούνται στην Κοινότητα για κανονιστικούς σκοπούς, υπό τον όρο ότι πληρούν απαιτήσεις εξίσου αυστηρές με τις απαιτήσεις του ευρωπαϊκού Κανονισμού. Αυτός ο Κανονισμός εισάγει καθεστώς προσυπογραφής που επιτρέπει στους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, οι οποίοι είναι εγκατεστημένοι στην Κοινότητα και έχουν εγγραφεί σύμφωνα με τον υπό κρίσιν Κανονισμό, να προσυπογράφουν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που έχουν εκδώσει τρίτες χώρες. Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης, όταν προσυπογράφουν αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί σε τρίτη χώρα, πρέπει να καθορίζουν και να παρακολουθούν συνεχώς, εάν οι δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, που οδηγούν στην έκδοση αυτής της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, πληρούν απαιτήσεις για την έκδοση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που είναι εξίσου αυστηρές με τις απαιτήσεις του ευρωπαϊκού κανονισμού και επιτυγχάνουν στην πράξη τους ίδιους στόχους και αποτελέσματα¹¹⁹.

Πράξη	Έναρξη ισχύος	Προθεσμία για μεταφορά στο εθνικό δίκαιο των κρατών μελών	Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Κανονισμός αριθ. 1060/2009	7.12.2009.	-	EE L 302 της 17.11.2009
Πράξη (εις) τροποποίησης	Έναρξη ισχύος	Προθεσμία για μεταφορά στο εθνικό δίκαιο των κρατών μελών	Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης
Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 513/2011	1.6.2011.	-	EE L 145 της 31.5.2011
Οδηγία 2011/61/ΕΕ	21.7.2011.	22.7.2013.	EE L 174 της 1.7.2011
Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 462/2013	20.6.2013.	-	EE L 146 της 31.5.2013
Οδηγία 2014/51/ΕΕ	23.5.2014	31.3.2015	EE L 153 της 22.5.2014

■ Συναφείς Πράξεις

- Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 272/2012 της Επιτροπής, της 7ης Φεβρουαρίου 2012, που συμπληρώνει τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τα τέλη που χρεώνει η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών στους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Επίσημη Εφημερίδα L 90 της 28-3-2012).
- Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 446/2012 της Επιτροπής, της 21ης Μαρτίου 2012, που συμπληρώνει τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά το περιεχόμενο και

¹¹⁹ Βλ. Προοίμιο Κανονισμού.

τη μορφή των περιοδικών αναφορών για τα δεδομένα των αξιολογήσεων που υποβάλλονται στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών από τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Επίσημη Εφημερίδα L 140 της 30-5-2012).

- Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 447/2012 της Επιτροπής, της 21ης Μαρτίου 2012, που συμπληρώνει τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας με τη θέσπιση κανονιστικών τεχνικών προτύπων για την αξιολόγηση της συμμόρφωσης των μεθοδολογιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Επίσημη Εφημερίδα L 140 της 30-5-2012).
- Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 448/2012 της Επιτροπής, της 21ης Μαρτίου 2012, που συμπληρώνει τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά κανονιστικά τεχνικά πρότυπα για την παρουσίαση των πληροφοριών που διαβιβάζουν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε κεντρικό αρχείο που δημιουργεί η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (Επίσημη Εφημερίδα L 140 της 30-5-2012).
- Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 449/2012 της Επιτροπής, της 21ης Μαρτίου 2012, που συμπληρώνει τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα κανονιστικά τεχνικά πρότυπα όσον αφορά τις πληροφορίες για την εγγραφή και την πιστοποίηση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Επίσημη Εφημερίδα L 140 της 30-5-2012).
- Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 946/2012 της Επιτροπής, της 12ης Ιουλίου 2012, για τη συμπλήρωση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τους διαδικαστικούς κανόνες σχετικά με τα πρόστιμα που επιβάλλονται σε οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, συμπεριλαμβανομένων κανόνων για το δικαίωμα υπεράσπισης και διατάξεων περί χρονικών ορίων (Επίσημη Εφημερίδα L 282 της 16-10-2012).
- Οδηγία 2013/14/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Μαΐου 2013, για την τροποποίηση της οδηγίας 2003/41/ΕΚ για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, της οδηγίας 2009/65/ΕΚ για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων όσον αφορά την υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας (Επίσημη Εφημερίδα L 145 της 31-5-2013):
- Στόχος της οδηγίας αυτής είναι να αποτρέπει καταστάσεις στις οποίες ιδρύματα που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, εταιρείες διαχείρισης και επενδύσεων ΟΣΕΚΑ και διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, στηρίζονται αποκλειστικά ή αυτόματα σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ή τις χρησιμοποιούν ως μοναδικό κριτήριο αξιολόγησης κινδύνου.
- Έκθεση της Επιτροπής προς το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σχετικά με τη σκοπιμότητα ενός δικτύου μικρότερων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας [COM(2014)0248 final]. Η έκθεση αξιολογεί την σκοπιμότητα ενός δικτύου μικρότερων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής

ικανότητας στην ΕΕ καθώς και τον τρόπο με τον οποίο ένα τέτοιο δίκτυο μπορεί να συμβάλει στην ενίσχυση των μικρότερων οργανισμών προκειμένου να τους καταστήσει πιο ανταγωνιστικούς. Η έκθεση προτείνει να εκτιμηθεί η προστιθέμενη αξία ενός δικτύου μικρότερων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα με βάση ανάλυση των αποτελεσμάτων της νέας νομοθεσίας.

4.4.2. Κανονισμός 1060/2009

Ο Κανονισμός 1060/2009, ειδικότερα, ισχύει για τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται από Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που έχουν εγγραφεί στην Κοινότητα και οι οποίες κοινοποιούνται δημοσίως ή διανέμονται με την καταβολή συνδρομής. Ο εν λόγω Κανονισμός δεν εφαρμόζεται, τουλάχιστον, στις κάτωθι περιπτώσεις:

α) στις ιδιωτικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που διενεργούνται κατόπιν προσωπικής παραγγελίας και παρέχονται αποκλειστικά στο πρόσωπο που τις παρήγγειλε, χωρίς να προορίζονται για δημόσια κοινοποίηση ή για διανομή με την καταβολή συνδρομής·

β) στις βαθμολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, συστήματα βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή παρόμοιες αξιολογήσεις που έχουν σχέση με υποχρεώσεις οι οποίες απορρέουν από σχέσεις κατανάλωσης, εμπορίου ή βιομηχανίας·

γ) στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που διενεργούνται από οργανισμούς εξαγωγικών πιστώσεων· ή

δ) στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που διενεργούνται από τις κεντρικές τράπεζες και οι οποίες:

i) δεν πληρώνονται από την αξιολογούμενη οντότητα,

ii) δεν κοινοποιούνται δημοσίως,

iii) εκδίδονται σύμφωνα με τις αρχές, τα πρότυπα και τις διαδικασίες που εξασφαλίζουν την επαρκή ακεραιότητα και ανεξαρτησία των διαδικασιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, όπως προβλέπονται στον παρόντα κανονισμό και

iv) δεν έχουν σχέση με τα χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδουν οι αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών.

Ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας ζητεί την εγγραφή του, δυνάμει του παρόντος κανονισμού, προκειμένου να μπορέσει να αναγνωρισθεί ως ο Εξωτερικός Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας («ECAI») σύμφωνα με το μέρος 2 του παραρτήματος VI της οδηγίας 2006/48/EK, εκτός εάν εκδίδει μόνο τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που αναφέρονται στην παράγραφο 2 του άρθρου 2 του υπό κρίσιν Κανονισμού.

Όσον αφορά την χρήση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, προβλέπεται¹²⁰ ότι τα πιστωτικά ιδρύματα¹²¹, οι επιχειρήσεις επενδύσεων¹²², οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που υπόκεινται στην πρώτη οδηγία 73/239/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 24ης Ιουλίου 1973 περί συντονισμού των νομοθετικών κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη δραστηριότητας πρωτασφαλίσεως, εκτός της ασφαλίσεως ζωής και την άσκηση αυτής, και στην οδηγία 2002/83/EK του

¹²⁰ Άρθρο 4 Κανονισμού 1060/2009.

¹²¹ Όπως ορίζονται με την οδηγία 2006/48/EK.

¹²² Όπως ορίζονται στην οδηγία 2004/39/EK.

Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 5ης Νοεμβρίου 2002, σχετικά με την ασφάλιση ζωής, οι αντασφαλιστικές επιχειρήσεις¹²³, οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)¹²⁴ και τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών¹²⁵, δύνανται να χρησιμοποιούν για κανονιστικούς σκοπούς μόνο τις αξιολογήσεις που εκδίδονται από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που είναι εγκατεστημένοι στην Κοινότητα και έχουν εγγραφεί σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό.

Ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που είναι εγκατεστημένος στην Κοινότητα και έχει εγγραφεί σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό, θεωρείται ότι έχει εκδώσει αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, όταν η αξιολόγηση αυτή έχει δημοσιοποιηθεί στο δικτυακό τόπο του Οργανισμού Αξιολόγησης ή με άλλο μέσο ή έχει διανεμηθεί με την καταβολή συνδρομής, έχει δε παρουσιασθεί και κοινοποιηθεί σύμφωνα με τις υποχρεώσεις του άρθρου 10¹²⁶, με σαφή προσδιορισμό του γεγονότος ότι η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας έχει προσυπογραφεί σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 4 του Κανονισμού.

Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που είναι εγκατεστημένοι στην Κοινότητα και έχουν εγγραφεί σύμφωνα με τον παρόντα Κανονισμό, μπορούν να προσυπογράψουν αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί σε τρίτη χώρα, μόνον εφόσον οι δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που είχαν ως αποτέλεσμα την έκδοση της αξιολόγησης αυτής πληρούν τους ακόλουθους όρους:

α) οι δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που είχαν ως αποτέλεσμα την έκδοση της αξιολόγησης που θα πρέπει να προσυπογραφεί έχουν αναληφθεί εν μέρει ή καθ' ολοκληρία από τον προσυπογράφοντα οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που ανήκουν στον ίδιο όμιλο.

¹²³ Όπως ορίζονται με την οδηγία 2005/68/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Νοεμβρίου 2005, σχετικά με τις αντασφαλίσεις.

¹²⁴ Όπως ορίζονται με την οδηγία 85/611/EOK.

¹²⁵ Όπως ορίζονται στην οδηγία 2003/41/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

¹²⁶ Κατά το οποίο, υπό τον τίτλο «Κοινοποίηση και παρουσίαση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας» ορίζεται ότι «Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κοινοποιεί οιαδήποτε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας καθώς και οιαδήποτε απόφαση παύσης μιας αξιολόγησης, σε μη επιλεκτική βάση και εγκαίρως. Εφόσον ληφθεί απόφαση παύσης αξιολόγησης, οι πληροφορίες που κοινοποιούνται περιλαμβάνουν πλήρη αιτιολογία της απόφασης. Η πρώτη παράγραφος ισχύει επίσης για τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που διανέμονται με την καταβολή συνδρομής. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εξασφαλίζουν ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας παρουσιάζονται και αντιμετωπίζονται σύμφωνα με τις απαιτήσεις που ορίζονται στο παράρτημα Ι ενότητα Δ. Σε περίπτωση που οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, διασφαλίζει ότι οι κατηγορίες αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται για τα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα διακρίνονται σαφώς με τη χρήση πρόσθετου συμβόλου που τις διαφοροποιεί από τις κατηγορίες αξιολογήσεων που χρησιμοποιούνται για άλλες οντότητες, χρηματοπιστωτικά μέσα ή πιστωτικές υποχρεώσεις. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κοινοποιεί τις πολιτικές και τις διαδικασίες που εφαρμόζει σχετικά με τις μη ζητηθείσες αξιολογήσεις. Σε περίπτωση που οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδει μη ζητηθείσα αξιολόγηση, αναφέρει ευδιάκριτα όταν κοινοποιεί την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας εάν η αξιολογούμενη οντότητα ή οι σχετιζόμενοι με αυτήν τρίτοι συμμετείχαν στη διαδικασία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και εάν ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είχε πρόσβαση στους λογαριασμούς και σε άλλα συναφή εσωτερικά έγγραφα της αξιολογούμενης οντότητας ή σχετιζόμενων τρίτων. Οι μη ζητηθείσες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επισημαίνονται ως τέτοιες. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν χρησιμοποιεί το όνομα αρμόδιας αρχής με τρόπο που να δείχνει ή να υποδηλώνει ότι αυτή η αρμόδια αρχή προσυπογράφει ή εγκρίνει τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ή οιαδήποτε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες αναλαμβάνει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας».

β) ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας έχει επαληθεύσει και είναι σε θέση να αποδεικνύει συνεχώς στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης ότι η διενέργεια δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τρίτης χώρας, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την έκδοση της αξιολόγησης που θα πρέπει να προσυπογραφεί, πληροί απαιτήσεις τουλάχιστον εξίσου αυστηρές με τις προβλεπόμενες στα άρθρα 6 έως 12 του Κανονισμού 1060/2009.

γ) η ικανότητα της αρμόδιας αρχής του κράτους μέλους προέλευσης του προσυπογράφοντος οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή του σώματος αρμοδίων αρχών του άρθρου 29 («σώμα») να αποτιμούν και να παρακολουθούν την εκπλήρωση των απαιτήσεων που αναφέρονται στον παρόντα Κανονισμό δεν είναι περιορισμένη.

δ) ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας διαθέτει στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης, κατ' αίτησή της, όλες τις πληροφορίες που απαιτούνται ώστε να μπορεί η αρμόδια αρχή να εποπτεύει συνεχώς την εκπλήρωση των απαιτήσεων του παρόντος κανονισμού.

ε) υπάρχει αντικειμενικός λόγος για να διενεργηθεί σε τρίτη χώρα η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.

στ) ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που είναι εγκατεστημένος στην τρίτη χώρα έχει λάβει άδεια λειτουργίας ή έχει εγγραφεί και υπόκειται σε εποπτεία στην εν λόγω τρίτη χώρα.

ζ) το κανονιστικό καθεστώς της τρίτης χώρας αποτρέπει την παρέμβαση των αρμοδίων αρχών ή άλλων δημοσίων αρχών στην εν λόγω χώρα στο περιεχόμενο των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και

η) υπάρχει κατάλληλη ρύθμιση συνεργασίας μεταξύ της αρμόδιας αρχής του κράτους προέλευσης του προσυπογράφοντος Οργανισμού Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και της σχετικής αρμόδιας αρχής του Οργανισμού που είναι εγκατεστημένος σε τρίτη χώρα. Η αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης διασφαλίζει ότι οι εν λόγω ρυθμίσεις συνεργασίας προσδιορίζουν τουλάχιστον:

i) το μηχανισμό ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των σχετικών αρμοδίων αρχών, και

ii) τις διαδικασίες σχετικά με το συντονισμό των εποπτικών δραστηριοτήτων, ώστε να μπορεί η αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης του προσυπογράφοντος Οργανισμού Αξιολόγησης να παρακολουθεί συνεχώς τις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που έχουν ως αποτέλεσμα την έκδοση της προσυπογραφομένης αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει προσυπογραφεί σύμφωνα με τα ανωτέρω, θεωρείται αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκε από Οργανισμό Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας εγκατεστημένο στην Κοινότητα και εγγεγραμμένο σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό.

Περαιτέρω, όσον αφορά στην ανεξαρτησία των Οργανισμών Αξιολόγησης και στην αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων, ορίζεται¹²⁷ ότι ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας λαμβάνει όλα τα αναγκαία μέτρα, ώστε να διασφαλίζει ότι η έκδοση αξιολόγησης δεν επηρεάζεται από υπάρχουσες ή ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων ή επαγγελματικές σχέσεις στις οποίες συμμετέχει ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που εκδίδει την αξιολόγηση, τα στελέχη του, οι

¹²⁷ Άρθρο 6 Κανονισμού 1060/2009.

αναλυτές αξιολογήσεων, οι εργαζόμενοι ή οποιοδήποτε άλλο φυσικό πρόσωπο, οι υπηρεσίες του οποίου τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του Οργανισμού Αξιολόγησης ή κάθε πρόσωπο που συνδέεται μαζί του μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα.

Για την διασφάλιση της συμμόρφωσης με τα ανωτέρω, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας πρέπει να πληρούν τις απαιτήσεις που ορίζονται στο παράρτημα Ι ενότητες Α και Β του Κανονισμού 1060/2009. Ειδικότερα:

Α. Οργανωτικές απαιτήσεις: Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διαθέτει διοικητικό ή εποπτικό συμβούλιο. Η ανώτερη διοίκησή του διασφαλίζει:

α) την ανεξαρτησία των δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, μεταξύ άλλων από οποιαδήποτε πολιτική επιρροή ή περιορισμό και από οικονομικές πιέσεις·

β) τον ορθό εντοπισμό, διαχείριση και κοινοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων·

γ) τη συμμόρφωση του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προς τις υπόλοιπες απαιτήσεις του παρόντος κανονισμού. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι οργανωμένος κατά τρόπο ώστε το επιχειρηματικό συμφέρον του να μη μειώνει την ανεξαρτησία και την ακρίβεια των δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η ανώτερη διοίκηση ενός οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να έχει καλή φήμη και επαρκείς ικανότητες και εμπειρία, να εξασφαλίζει δε τη χρηστή και συνετή διαχείριση του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Το ένα τρίτο τουλάχιστον και όχι λιγότερα από δύο μέλη του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου ενός οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι ανεξάρτητα μέλη που δεν συμμετέχουν στις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Η *αμοιβή* των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου δεν εξαρτάται από την επιχειρηματική απόδοση του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και ορίζεται έτσι ώστε να εξασφαλίζει την ανεξαρτησία της κρίσης τους. Η *θητεία* των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου είναι προκαθορισμένης διάρκειας, δεν υπερβαίνει τα πέντε έτη και δεν δύναται να ανανεωθεί. Η *καθαίρεση* των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου λαμβάνει χώρα μόνο σε περίπτωση επαγγελματικού παραπτώματος ή ανεπαρκούς επαγγελματικής απόδοσης. Η πλειονότητα των μελών του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου, περιλαμβανομένων των ανεξάρτητων μελών του, πρέπει να διαθέτει επαρκή εμπειρία στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Εφόσον ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, τουλάχιστον ένα ανεξάρτητο μέλος και άλλο ένα μέλος του συμβουλίου διαθέτει σε βάθος γνώση και εμπειρία υψηλού επιπέδου όσον αφορά τις αγορές διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Εκτός από τη *συλλογική ευθύνη του συμβουλίου*, τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου έχουν το ιδιαίτερο καθήκον να παρακολουθούν:

α) την ανάπτυξη της πολιτικής στον τομέα της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και των μεθοδολογιών που χρησιμοποιεί ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας·

β) την αποτελεσματικότητα του εσωτερικού συστήματος ποιοτικού ελέγχου του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε σχέση με τις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας·

γ) την αποτελεσματικότητα των θεσπιζόμενων μέτρων και διαδικασιών, ώστε να διασφαλίζεται ότι τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων εντοπίζονται, εξαλείφονται ή αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης και κοινοποίησης και

δ) τις διεργασίες συμμόρφωσης και διακυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένης της αποτελεσματικής άσκησης του καθήκοντος επανεξέτασης, όπως περιγράφεται στο σημείο 9 της παρούσας ενότητας.

Οι γνωμοδοτήσεις των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου σχετικά με τα θέματα περί των οποίων τα στοιχεία α) έως δ) παρουσιάζονται περιοδικά στο συμβούλιο και τίθενται στη διάθεση της αρμόδιας αρχής κατ' αίτησή της. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεσπίζει κατάλληλες πολιτικές και διαδικασίες που διασφαλίζουν τη συμμόρφωσή του προς τις υποχρεώσεις που υπέχει δυνάμει του παρόντος κανονισμού.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διαθέτει υγιείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, αποτελεσματικές διαδικασίες αξιολόγησης κινδύνων καθώς και αποτελεσματικές ρυθμίσεις ελέγχου και προστασίας των συστημάτων επεξεργασίας πληροφοριών.

Οι ως άνω μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου σχεδιάζονται ώστε να εξασφαλισθεί η συμμόρφωση προς τις αποφάσεις και τις διαδικασίες σε όλα τα επίπεδα του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εφαρμόζει και διατηρεί διαδικασίες λήψης αποφάσεων και οργανωτική διάρθρωση που προσδιορίζει σαφώς και με τεκμηριωμένο τρόπο τις ιεραρχικές σχέσεις και την κατανομή καθηκόντων και αρμοδιοτήτων.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθιερώνει και διατηρεί μόνιμη και αποτελεσματική υπηρεσία συμμόρφωσης, η οποία λειτουργεί ανεξάρτητα. Η υπηρεσία συμμόρφωσης παρακολουθεί και υποβάλλει εκθέσεις σχετικά με τη συμμόρφωση του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και των εργαζομένων του προς τις υποχρεώσεις του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δυνάμει του παρόντος κανονισμού. Η υπηρεσία συμμόρφωσης έχει τις ακόλουθες ευθύνες:

α) παρακολούθηση και τακτική αξιολόγηση της καταλληλότητας και της αποτελεσματικότητας των μέτρων και διαδικασιών που θεσπίζονται σύμφωνα με το σημείο 3 καθώς και των ενεργειών που αναλαμβάνονται για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων αδυναμιών στη συμμόρφωση του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προς τις υποχρεώσεις του·

β) παροχή συμβουλών και συνδρομής στα στελέχη, τους αναλυτές αξιολογήσεων, τους εργαζομένους καθώς και σε οποιοδήποτε άλλο φυσικό πρόσωπο οι υπηρεσίες του οποίου τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή σε κάθε πρόσωπο που συνδέεται μαζί του μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα, εφόσον τα πρόσωπα αυτά είναι υπεύθυνα για την εκτέλεση δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σύμφωνα με τις υποχρεώσεις που υπέχει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δυνάμει του παρόντος κανονισμού.

Προκειμένου να καταστεί δυνατή η απρόσκοπτη και ανεξάρτητη λειτουργία της υπηρεσίας συμμόρφωσης, ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διασφαλίζει ότι πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

α) η υπηρεσία συμμόρφωσης διαθέτει την απαραίτητη εξουσία, πόρους και εμπειρογνωμοσύνη καθώς και πρόσβαση σε όλες τις σχετικές πληροφορίες·

β) ορίζεται υπεύθυνος συμμόρφωσης που θα φέρει την ευθύνη για την υπηρεσία συμμόρφωσης και για την υποβολή οποιασδήποτε σχετικής έκθεσης σύμφωνα με το σημείο 3·

γ) τα στελέχη, οι αναλυτές αξιολογήσεων, οι εργαζόμενοι καθώς και οποιοδήποτε άλλο φυσικό πρόσωπο οι υπηρεσίες του οποίου τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή κάθε πρόσωπο που συνδέεται μαζί του μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα, εφόσον συμμετέχουν στη λειτουργία της υπηρεσίας συμμόρφωσης, δεν συμμετέχουν στις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες παρακολουθούν·

δ) Η αμοιβή του υπευθύνου της υπηρεσίας συμμόρφωσης δεν εξαρτάται από την επιχειρηματική επίδοση του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και ορίζεται έτσι ώστε να εξασφαλίζει την ανεξαρτησία της κρίσης του. Ο υπεύθυνος συμμόρφωσης εξασφαλίζει ότι οιοσδήποτε συγκρούσεις συμφερόντων των προσώπων που τίθενται στη διάθεση της υπηρεσίας συμμόρφωσης εντοπίζονται και εξαλείφονται. Ο υπεύθυνος συμμόρφωσης υποβάλλει τακτικά εκθέσεις σχετικά με την άσκηση των καθηκόντων του στην ανώτερη διοίκηση και τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού και εποπτικού συμβουλίου.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεσπίζει κατάλληλες και αποτελεσματικές οργανωτικές και διοικητικές ρυθμίσεις για την πρόληψη, τον εντοπισμό, την εξάλειψη ή τη διαχείριση και την κοινοποίηση τυχόν συγκρούσεων συμφερόντων που αναφέρονται στο σημείο 1 της ενότητας Β. Μεριμνά για την τήρηση αρχείου όλων των σοβαρών απειλών κατά της ανεξαρτησίας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, μεταξύ άλλων όσον αφορά τους κανόνες για τους αναλυτές αξιολογήσεων που αναφέρονται στην ενότητα Γ, καθώς και των μέτρων προστασίας που εφαρμόζονται για να μετριαστούν αυτές οι απειλές.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιεί κατάλληλα συστήματα, πόρους και διαδικασίες για να διασφαλίζει τη συνέχεια και την κανονικότητα στην εκτέλεση των δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεσπίζει υπηρεσία επανεξέτασης στο πλαίσιο της οποίας θα διεξάγεται περιοδική επανεξέταση των μεθοδολογιών του, των μοντέλων και βασικών παραδοχών αξιολόγησης όπως μαθηματικές παραδοχές ή παραδοχές συσχέτισης και οιοδήποτε σημαντικών αλλαγών ή τροποποιήσεων τους καθώς και της καταλληλότητας των εν λόγω μεθοδολογιών, μοντέλων και βασικών παραδοχών αξιολόγησης στην περίπτωση χρήσης τους ή προτεινόμενης χρήσης τους για την αξιολόγηση νέων χρηματοπιστωτικών μέσων. Αυτή η υπηρεσία επανεξέτασης πρέπει να είναι ανεξάρτητο από τα επιχειρηματικά καθήκοντα που περιλαμβάνουν τις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και τα στελέχη που το αναλαμβάνουν πρέπει να υποβάλλουν εκθέσεις στα μέλη του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου σύμφωνα με το σημείο 2 της παρούσας ενότητας.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας παρακολουθεί και αξιολογεί την επάρκεια και αποτελεσματικότητα των συστημάτων του, των εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου και των ρυθμίσεων που θεσπίζονται σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό, λαμβάνει δε τα κατάλληλα μέτρα για να αντιμετωπίσει τυχόν ελλείψεις.

Β. Επιχειρησιακές απαιτήσεις: Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εντοπίζει, εξαλείφει ή διαχειρίζεται και κοινοποιεί ρητά και ευδιάκριτα οιοσδήποτε υπάρχουσες ή ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων που είναι δυνατόν να επηρεάσουν

τις αναλύσεις και την κρίση των αναλυτών αξιολογήσεων των εργαζομένων του, καθώς και οιαδήποτε άλλων φυσικών προσώπων οι υπηρεσίες των οποίων τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, συμμετέχουν δε άμεσα στην έκδοση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κοινοποιεί δημοσίως τα ονόματα των αξιολογούμενων οντοτήτων ή των σχετιζόμενων με αυτές τρίτων από τους οποίους εισπράττει περισσότερο από το 5% των ετήσιων εσόδων του. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν εκδίδει αξιολόγηση σε καμία από τις ακόλουθες περιπτώσεις, ή, στην περίπτωση υπάρχουσας αξιολόγησης, ανακοινώνει αμέσως ότι η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας ενδέχεται να παρουσιάζει ελαττώματα, στις εξής περιπτώσεις:

α) ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή τα πρόσωπα που αναφέρονται στο σημείο 1, κατέχουν άμεσα ή έμμεσα χρηματοπιστωτικά μέσα της αξιολογούμενης οντότητας ή οποιουδήποτε σχετιζόμενου με αυτήν τρίτου ή έχει κάποιο άλλο άμεσο ή έμμεσο ιδιοκτησιακό συμφέρον στην εν λόγω οντότητα ή τρίτο, με εξαίρεση τα μερίδια σε προγράμματα διαφοροποιημένων συλλογικών επενδύσεων ή τα κεφάλαια υπό διαχείριση, συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων και των ασφαλίσεων ζωής·

β) η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδεται για μια αξιολογούμενη οντότητα ή οποιονδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο που συνδέεται με τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα·

γ) πρόσωπο κατά το στοιχείο 1 συμμετέχει στα διοικητικά ή εποπτικά συμβούλια της αξιολογούμενης οντότητας ή οποιουδήποτε σχετικού τρίτου· ή

δ) αναλυτής αξιολογήσεων που συμμετείχε στις εργασίες αξιολόγησης ή άτομο που εγκρίνει τις αξιολογήσεις είχε οιαδήποτε άλλη σχέση με την αξιολογούμενη οντότητα ή οιαδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτον, η οποία μπορεί δυνητικά να προκαλέσει σύγκρουση συμφερόντων.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εκτιμά επίσης αμέσως μήπως υπάρχουν λόγοι για επαναξιολόγηση ή απόσυρση της υπάρχουσας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες στην αξιολογούμενη οντότητα ή σε οιαδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο σχετικά με την εταιρική ή νομική δομή, το ενεργητικό, το παθητικό ή τις δραστηριότητες της αξιολογούμενης οντότητας ή οιαδήποτε σχετιζόμενου με αυτήν τρίτου.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να παρέχει άλλες υπηρεσίες εκτός της έκδοσης των αξιολογήσεων (εφεξής «συναφείς υπηρεσίες»). Οι συναφείς υπηρεσίες δεν αποτελούν μέρος των δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας· περιλαμβάνουν προβλέψεις της αγοράς, εκτιμήσεις οικονομικών τάσεων, αναλύσεις τιμών και άλλες αναλύσεις γενικών δεδομένων καθώς και σχετικές υπηρεσίες διανομής.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εξασφαλίζει ότι η παροχή των συναφών υπηρεσιών δεν δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων με τις δραστηριότητές του που αφορούν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και στις τελικές εκθέσεις αξιολόγησης γνωστοποιεί τις συναφείς υπηρεσίες που παρασχέθηκαν στην αξιολογούμενη οντότητα ή σε σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διασφαλίζει ότι οι αναλυτές αξιολόγησης ή τα πρόσωπα που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις δεν υποβάλλουν προτάσεις ή συστάσεις, επίσημα ή ανεπίσημα, σχετικά με το σχεδιασμό των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων για τα οποία ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αναμένεται να εκδώσει αξιολόγηση.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σχεδιάζει τους διαύλους υποβολής εκθέσεων και επικοινωνίας κατά τρόπο ώστε να διασφαλίζει την ανεξαρτησία των προσώπων που αναφέρονται στο σημείο 1 από τις υπόλοιπες δραστηριότητες του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που εκτελούνται υπό εμπορικούς όρους.

Ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μεριμνά ώστε να τηρούνται τα δέοντα αρχεία και, εφόσον χρειάζεται, ιστορικό ελέγχων των δραστηριοτήτων του αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Στα ως άνω αρχεία περιλαμβάνονται:

α) για εκάστη απόφαση αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η ταυτότητα των αναλυτών αξιολόγησης που συμμετέχουν στον προσδιορισμό της αξιολόγησης, η ταυτότητα των ατόμων που έχουν εγκρίνει την αξιολόγηση, πληροφορίες περί του εάν η αξιολόγηση ζητήθηκε ή ήταν μη ζητηθείσα και την ημερομηνία κατά την οποία ανελήφθη η δράση της αξιολόγησης·

β) οι εγγραφές που σχετίζονται με τις αμοιβές που ελήφθησαν από οιαδήποτε αξιολογούμενη οντότητα ή σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους ή από οιαδήποτε χρήστη των αξιολογήσεων·

γ) οι εγγραφές για έκαστο εγγεγραμμένο χρήστη των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας ή σχετιζομένων με αυτές υπηρεσιών·

δ) οι καταγραφές που τεκμηριώνουν τις καθιερωμένες διαδικασίες και μεθοδολογίες που χρησιμοποιεί ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για να προσδιορίσει τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας·

ε) οι καταγραφές και φάκελοι για εσωτερική χρήση, περιλαμβανομένων μη δημοσίων πληροφοριών και εγγράφων εργασίας, που χρησιμοποιήθηκαν ως βάση για οιαδήποτε απόφαση αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχει ληφθεί·

στ) εκθέσεις ανάλυσης πιστοληπτικής ικανότητας, εκθέσεις αποτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας και εκθέσεις ιδιωτικής αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και εσωτερικές καταγραφές, συμπεριλαμβανομένων μη δημοσίων πληροφοριών και εγγράφων εργασίας, που χρησιμοποιήθηκαν ως βάση των γνώμων που εκφράζονται στις εν λόγω εκθέσεις·

ζ) καταγραφές των διαδικασιών και των μέτρων που εφαρμόζει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για να συμμορφούται προς τον παρόντα κανονισμό και

η) αντίγραφα των εσωτερικών και εξωτερικών επικοινωνιών, περιλαμβανομένων των ηλεκτρονικών, που ελήφθησαν και εστάλησαν από τον οργανισμό αξιολόγησης και τους υπαλλήλους του, οι οποίες σχετίζονται δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Τα αρχεία και το ιστορικό ελέγχων κατά το σημείο 7 φυλάσσονται στους χώρους όπου εδρεύει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επί πέντε έτη τουλάχιστον και τίθενται στη διάθεση των αρμοδίων αρχών των οικείων κρατών μελών κατ' αίτησή τους.

Σε περίπτωση απόσυρσης της εγγραφής του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τα αρχεία φυλάσσονται επί πρόσθετο χρονικό διάστημα τουλάχιστον τριών ετών.

Τα αρχεία που περιγράφουν τα αντίστοιχα δικαιώματα και υποχρεώσεις του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και της αξιολογούμενης οντότητας ή των σχετιζόμενων με αυτήν τρίτων, στο πλαίσιο συμφωνίας παροχής υπηρεσιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, φυλάσσονται τουλάχιστον όσο διαρκεί η σχέση με την εν λόγω αξιολογούμενη οντότητα ή τον σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο.

Κατ' αίτηση οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης μπορεί να εξαιρεί οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την εκπλήρωση των ως άνω απαιτήσεων του παραρτήματος I, ενότητα A, σημεία 2, 5 και 6, και του άρθρου 7 παράγραφος 4¹²⁸, εφόσον ο οργανισμός αξιολόγησης είναι σε θέση να αποδείξει ότι, λόγω της φύσης, της κλίμακας και της πολυπλοκότητας των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της καθώς και της φύσης και του φάσματος των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, οι απαιτήσεις αυτές δεν είναι σε αναλογία και ότι:

α) ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας απασχολεί λιγότερους από πενήντα εργαζομένους·

β) ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχει εφαρμόσει μέτρα και διαδικασίες, ιδίως μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, ρυθμίσεις όσον αφορά την υποβολή εκθέσεων και μέτρα που εγγυώνται την ανεξαρτησία των αναλυτών αξιολόγησης και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, ώστε να εξασφαλίζεται πραγματική τήρηση των στόχων του παρόντος κανονισμού και

γ) το μέγεθος του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν έχει καθορισθεί κατά τρόπο ώστε να αποφεύγεται η εκπλήρωση των απαιτήσεων του παρόντος κανονισμού από οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή από όμιλο οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Σε περίπτωση ομίλου οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι αρμόδιες αρχές μεριμνούν ώστε ένας τουλάχιστον από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας του ομίλου να μην εξαιρείται από την εκπλήρωση των ως άνω απαιτήσεων του παραρτήματος I ενότητα A, σημεία 2, 5 και 6 και του άρθρου 7 παράγραφος 4.

Εξάλλου, για τους αναλυτές αξιολογήσεων, τους εργαζομένους και τα λοιπά πρόσωπα που συμμετέχουν στην έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, προβλέπεται ότι ο Οργανισμός Αξιολόγησης εξασφαλίζει ότι:

α) τα πρόσωπα αυτά, καθώς και οιοδήποτε άλλο φυσικό πρόσωπο, οι υπηρεσίες του οποίου τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του Οργανισμού Αξιολόγησης, που συμμετέχουν άμεσα στις δραστηριότητες έκδοσης της αξιολόγησης, διαθέτουν την κατάλληλη γνώση και εμπειρία για τα καθήκοντα που τους ανατίθενται,

β) δεν επιτρέπεται στα πρόσωπα αυτά να κινούν ή να συμμετέχουν σε διαπραγματεύσεις σχετικά με αμοιβές ή πληρωμές με οιαδήποτε αξιολογούμενη οντότητα, σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο ή κάθε άλλο πρόσωπο που συνδέεται μαζί της μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα,

¹²⁸ Κατά το οποίο «Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεσπίζει κατάλληλο σταδιακό μηχανισμό εναλλαγής των αναλυτών αξιολόγησης και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, όπως ορίζονται στο παράρτημα I ενότητα Γ. Ο μηχανισμός αυτός εναλλαγής διενεργείται κατά φάσεις στη βάση ατόμων παρά ολόκληρης ομάδας».

γ) τα πρόσωπα αυτά πληρούν τις απαιτήσεις που ορίζονται με το παράρτημα Ι Ενότητα Γ. Ειδικότερα, σύμφωνα με τους «Κανόνες σχετικά με τους αναλυτές αξιολογήσεων και τα άλλα πρόσωπα που συμμετέχουν άμεσα στις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», οι αναλυτές των αξιολογήσεων και οι εργαζόμενοι στον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθώς και οιαδήποτε άλλα φυσικά πρόσωπα οι υπηρεσίες των οποίων τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και τα οποία συμμετέχουν άμεσα στις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθώς και τα πρόσωπα που σχετίζονται στενά με όλους τους ανωτέρω, κατά την έννοια του άρθρου 1 παράγραφος 2 της οδηγίας 2004/72/EK, δεν αγοράζουν ούτε πωλούν ούτε συμμετέχουν σε συναλλαγές σχετικά με οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό μέσο το οποίο εκδίδει, εγγυάται ή κατ' άλλον τρόπο προωθεί οποιαδήποτε αξιολογούμενη οντότητα στο πλαίσιο της κύριας αναλυτικής αρμοδιότητας των εν λόγω προσώπων, με εξαίρεση τα μερίδια σε προγράμματα διαφοροποιημένων συλλογικών επενδύσεων ή τα κεφάλαια υπό διαχείριση, περιλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων και των ασφαλίσεων ζωής.

Επίσης, κανένα από τα ανωτέρω αναφερόμενα πρόσωπα 1 δεν συμμετέχει ούτε επηρεάζει κατ' άλλον τρόπο τον καθορισμό μιας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας οποιασδήποτε συγκεκριμένης αξιολογούμενης οντότητας, εάν:

α) κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα της αξιολογούμενης οντότητας, με εξαίρεση τα μερίδια σε προγράμματα διαφοροποιημένων συλλογικών επενδύσεων·

β) κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα οποιασδήποτε οντότητας που σχετίζεται με την αξιολογούμενη οντότητα, η κατοχή των οποίων μπορεί να δημιουργήσει ή να θεωρηθεί γενικά ότι δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων, με εξαίρεση τα μερίδια σε προγράμματα διαφοροποιημένων συλλογικών επενδύσεων·

γ) είχε πρόσφατη εργασιακή ή άλλη επαγγελματική σχέση ή οποιαδήποτε άλλη σχέση με την αξιολογούμενη οντότητα που μπορεί να δημιουργήσει ή να θεωρηθεί γενικά ότι δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εξασφαλίζουν ότι τα αναφερόμενα παραπάνω πρόσωπα:

α) λαμβάνουν όλα τα εύλογα μέτρα για την προστασία των περιουσιακών στοιχείων και των αρχείων του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από απάτη, κλοπή ή κατάχρηση, λαμβανομένων υπόψη της φύσης, της κλίμακας και της πολυπλοκότητας των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του καθώς και της φύσης και του φάσματος των δραστηριοτήτων του όσον αφορά την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας·

β) δεν κοινοποιούν καμία πληροφορία σχετικά με τις αξιολογήσεις ή τις πιθανές μελλοντικές αξιολογήσεις του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, με εξαίρεση εκείνες που έχουν αποδέκτη την αξιολογούμενη οντότητα ή σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο·

γ) δεν ανταλλάσσουν πληροφορίες οι οποίες έχουν κοινοποιηθεί εμπιστευτικά στον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με αναλυτές αξιολογήσεων και εργαζομένους κάθε προσώπου που συνδέεται με τον οργανισμό μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα, καθώς και με οιαδήποτε άλλα φυσικά πρόσωπα οι υπηρεσίες των οποίων τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο κάθε προσώπου που συνδέεται με τον οργανισμό μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα, εφόσον το πρόσωπο αυτό συμμετέχει άμεσα στις δραστηριότητες όσον αφορά την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας και

δ) δεν χρησιμοποιούν ούτε ανταλλάσσουν εμπιστευτικές πληροφορίες με σκοπό τις συναλλαγές με χρηματοπιστωτικά μέσα ή για οποιονδήποτε άλλο σκοπό εκτός από την εκτέλεση των δραστηριοτήτων του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Τα προαναφερόμενα πρόσωπα, περαιτέρω, δεν ζητούν ούτε αποδέχονται χρήματα, δώρα ή διευκολύνσεις από οποιονδήποτε με τον οποίο συναλλάσσεται ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Εφόσον πρόσωπο αναφερόμενο ανωτέρω κρίνει ότι οιοδήποτε άλλο σχετικό πρόσωπο έχει εμπλακεί σε ενέργειες που είναι κατά τη γνώμη του παράνομες, ενημερώνει αμέσως τον υπεύθυνο συμμόρφωσης, χωρίς να υφίσταται ο ίδιος αρνητικές συνέπειες.

Σε περίπτωση διακοπής της σχέσης εργασίας ενός αναλυτή αξιολογήσεων, ο οποίος στη συνέχεια προσλαμβάνεται από αξιολογούμενη οντότητα στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας της οποίας είχε συμμετάσχει ο εν λόγω αναλυτής ή από χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, με το οποίο ο εν λόγω αναλυτής αξιολογήσεων είχε συναλλαγές στο πλαίσιο των καθηκόντων του στον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επανεξετάζει τις σχετικές εργασίες του αναλυτή αξιολογήσεων για τα τελευταία δύο έτη πριν από την αποχώρησή του.

Πρόσωπο αναφερόμενο ανωτέρω δεν αναλαμβάνει σημαντική διοικητική θέση στην αξιολογούμενη οντότητα ή σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο πριν παρέλθουν έξι μήνες από την εν λόγω αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.

Για τους σκοπούς του άρθρου 7 παράγραφος 4¹²⁹, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διασφαλίζουν ότι: α) οι κύριοι αναλυτές αξιολογήσεων δεν συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά την ίδια αξιολογούμενη οντότητα ή σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους για χρονικό διάστημα που υπερβαίνει τα τέσσερα έτη· β) οι αναλυτές αξιολογήσεων δεν συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά την ίδια αξιολογούμενη οντότητα ή σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους για χρονικό διάστημα που υπερβαίνει τα πέντε έτη· γ) τα πρόσωπα που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας δεν συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά την ίδια αξιολογούμενη οντότητα ή σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους για χρονικό διάστημα που υπερβαίνει τα επτά έτη. Τα πρόσωπα κατά τα στοιχεία α), β) και γ) του πρώτου εδαφίου δεν μπορούν να συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά την αξιολογούμενη οντότητα ή σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους κατά τα εν λόγω στοιχεία επί δύο έτη από το πέρας του χρονικού διαστήματος που καθορίζουν τα εν λόγω στοιχεία.

Επιπροσθέτως, προβλέπεται ότι η αμοιβή και η αξιολόγηση της απόδοσης των αναλυτών αξιολογήσεων και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις δεν εξαρτάται από το ύψος των εσόδων που εισπράττει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από τις αξιολογούμενες οντότητες ή τους σχετιζόμενους με αυτές τρίτους.

Τέλος, όσον αφορά τις μεθοδολογίες, τα πρότυπα και τις βασικές παραδοχές αξιολόγησης, ορίζεται¹³⁰ ότι ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κοινοποιεί στο κοινό τις μεθοδολογίες, τα πρότυπα και τις βασικές παραδοχές αξιολόγησης που χρησιμοποιεί στις δραστηριότητές του όσον αφορά την αξιολόγηση

¹²⁹ Βλ. ανωτέρω υποσ. 62.

¹³⁰ Άρθρο 8 Κανονισμού 1060/2009.

πιστοληπτικής ικανότητας, κατά τα οριζόμενα στο παράρτημα Ι ενότητα Ε μέρος Ι σημείο 5 του Κανονισμού¹³¹.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεσπίζει, εφαρμόζει και επιβάλλει την εφαρμογή καταλλήλων μέτρων για να εξασφαλίζει ότι οι αξιολογήσεις που εκδίδει στηρίζονται σε προσεκτική ανάλυση όλων των πληροφοριών που διαθέτει οι οποίες είναι σχετικές με την ανάλυσή του σύμφωνα με τις δικές του μεθοδολογίες αξιολόγησης. Λαμβάνει όλα τα απαραίτητα μέτρα και διαδικασίες ώστε η ποιότητα των πληροφοριών που χρησιμοποιεί για την έκδοση μιας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να είναι επαρκής και οι εν λόγω πληροφορίες να προέρχονται από αξιόπιστες πηγές.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιεί μεθοδολογίες αξιολόγησης που είναι αυστηρές, συστηματικές και συνεχείς και οι οποίες υπόκεινται σε

¹³¹ Ενότητα Ε: Κοινοποιήσεις / Γενικές κοινοποιήσεις: Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κοινοποιεί γενικά το γεγονός ότι έχει εγγραφεί σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό και τις ακόλουθες πληροφορίες: οιοσδήποτε υπάρχουσες και ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων που αναφέρονται στο σημείο 1 της ενότητας Β· κατάλογο συναφών υπηρεσιών· την πολιτική του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σχετικά με τη δημοσίευση των αξιολογήσεων και άλλες σχετικές ανακοινώσεις· την γενική φύση των ρυθμίσεων σχετικά με την αμοιβή· τις μεθοδολογίες και περιγραφές μοντέλων και βασικών παραδοχών αξιολόγησης, όπως μαθηματικές παραδοχές ή παραδοχές συσχέτισης που χρησιμοποιούνται σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθώς και τις ουσιώδεις αλλαγές τους· ενδεχόμενες ουσιώδεις τροποποιήσεις των συστημάτων, πόρων ή διαδικασιών του και εφόσον απαιτείται, τον κώδικα συμπεριφοράς του. Περιοδικές κοινοποιήσεις: Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κοινοποιεί περιοδικά τις ακόλουθες πληροφορίες: κάθε έξι μήνες, δεδομένα για τα ιστορικά αθέτησης των υποχρεώσεων των κατηγοριών αξιολόγησης, με διάκριση μεταξύ των κύριων γεωγραφικών ζωνών των εκδοτών, και εάν τα ποσοστά αθέτησης των υποχρεώσεων των εν λόγω κατηγοριών μεταβάλλονται με το χρόνο· κατ' έτος, τις ακόλουθες πληροφορίες: α) κατάλογο των είκοσι μεγαλύτερων πελατών του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με βάση τα έσοδα που δημιούργησαν αυτοί και β) κατάλογο των πελατών του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας των οποίων η συμβολή στο ποσοστό ανάπτυξης των εσόδων του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που δημιουργήθηκαν κατά το προηγούμενο οικονομικό έτος υπερέβη το ποσοστό ανάπτυξης των συνολικών εσόδων του οργανισμού το ίδιο έτος κατά μιάμιση φορά. Κάθε σχετικός πελάτης περιλαμβάνεται στον εν λόγω κατάλογο μόνο στην περίπτωση που τα έσοδα που δημιούργησε κατά το συγκεκριμένο έτος αντιστοιχούσαν σε ποσοστό μεγαλύτερο από 0,25 % των συνολικών εσόδων του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε παγκόσμιο επίπεδο. Για τους σκοπούς του παρόντος στοιχείου, ως «πελάτης» νοείται μια οντότητα, οι θυγατρικές της και οι συνδεδεμένες οντότητες στις οποίες η οντότητα κατέχει μερίδιο μεγαλύτερο από 20 % καθώς και κάθε άλλη οντότητα με την οποία ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διαπραγματεύθηκε τη διάρθρωση έκδοσης δανείου για λογαριασμό ενός πελάτη και έλαβε αμοιβή, άμεσα ή έμμεσα, για την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά την εν λόγω έκδοση δανείου. Έκθεση διαφάνειας: Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθιστά διαθέσιμες, κάθε έτος, τις ακόλουθες πληροφορίες: αναλυτικά στοιχεία της νομικής δομής και του ιδιοκτησιακού καθεστώτος του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, περιλαμβανομένων στοιχείων σχετικά με συμμετοχές, κατά την έννοια των άρθρων 9 και 10 της οδηγίας 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Δεκεμβρίου 2004, για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά περιγραφή του μηχανισμού εσωτερικού ελέγχου που διασφαλίζει την ποιότητα των δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας· στατιστικά στοιχεία για την κατανομή του προσωπικού σε νέες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, επανεξετάσεις αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, αξιολόγηση μεθοδολογιών και μοντέλων και ανώτερη διοίκηση· περιγραφή της πολιτικής τήρησης αρχείων· αποτέλεσμα του ετήσιου εσωτερικού ελέγχου της υπηρεσίας συμμόρφωσης προς τις απαιτήσεις ανεξαρτησίας· περιγραφή της πολιτικής εναλλαγής διοίκησης και αναλυτών· χρηματοπιστωτικές πληροφορίες σχετικά με τα έσοδα του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καταναμημένα σε αμοιβές από τις υπηρεσίες αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και τις λοιπές δραστηριότητες, με αναλυτική περιγραφή κάθε κατηγορίας και δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης κατά την έννοια του άρθρου 46α παράγραφος 1 της οδηγίας 78/660/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 25ης Ιουλίου 1978, περί των ετησίων λογαριασμών εταιρειών ορισμένων μορφών. Για τους σκοπούς της εν λόγω δήλωσης, τα στοιχεία που αναφέρονται στο άρθρο 46α παράγραφος 1 στοιχείο δ) της εν λόγω οδηγίας παρέχονται από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ανεξάρτητα από το εάν υπόκειται στην οδηγία 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς.

επικύρωση με βάση την ιστορική εμπειρία, περιλαμβανομένου του δοκιμαστικού εκ των υστέρων ελέγχου. Σε περίπτωση που ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιεί υπάρχουσα αξιολόγηση που έχει εκδοθεί από άλλον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά υποκείμενα στοιχεία του ενεργητικού ή διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, δεν αρνείται την έκδοση αξιολόγησης οντότητας ή χρηματοπιστωτικού μέσου επειδή μέρος της οντότητας ή του χρηματοπιστωτικού μέσου είχε αξιολογηθεί στο παρελθόν από κάποιον άλλο οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καταγράφει όλες τις περιπτώσεις στο πλαίσιο των οποίων η διαδικασία αξιολόγησης που εφαρμόζει παρεκκλίνει από υπάρχουσες αξιολογήσεις οι οποίες εκδόθηκαν από άλλον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά υποκείμενα στοιχεία του ενεργητικού ή διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, αιτιολογώντας τη διαφορετική εκτίμηση.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας παρακολουθεί τις αξιολογήσεις και επανεξετάζει τις δικές του αξιολογήσεις και μεθοδολογίες σε συνεχή βάση και τουλάχιστον μια φορά το χρόνο, ιδίως όταν σημειώνονται ουσιώδεις αλλαγές που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αξιολόγηση ενός μέσου. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεσπίζει εσωτερικές διαδικασίες για την παρακολούθηση της επίδρασης που έχουν οι αλλαγές των συνθηκών των μακροοικονομικών ή χρηματοπιστωτικών αγορών στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Όταν οι μεθοδολογίες, τα πρότυπα ή οι βασικές παραδοχές αξιολόγησης που χρησιμοποιούνται στις δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τροποποιούνται, ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας:

α) κοινοποιεί αμέσως το πιθανό εύρος των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που ενδέχεται να επηρεασθούν, χρησιμοποιώντας τα ίδια μέσα επικοινωνίας όπως αυτά που χρησιμοποιήθηκαν για τη διανομή των εν λόγω αξιολογήσεων·

β) επανεξετάζει τις εν λόγω αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας το συντομότερο δυνατόν και το αργότερο εντός έξι μηνών από τις αλλαγές, ενώ στο μεταξύ θέτει υπό παρακολούθηση τις εν λόγω αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και

γ) επαναξιολογεί όλες τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που βασίσθηκαν στις εν λόγω μεθοδολογίες, πρότυπα ή βασικές παραδοχές αξιολόγησης εφόσον, μετά την επανεξέταση, το συνολικό συνδυασμένο αποτέλεσμα των αλλαγών επηρεάζει τις εν λόγω αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας.

4.4.3. Το ρυθμιστικό πλαίσιο του πρώτου τροποποιητικού Κανονισμού 513/2011 - CRA II

Δύο χρόνια περίπου μετά την θέση σε ισχύ του Κανονισμού 1060/2009, ο πρώτος τροποποιητικός Κανονισμός 513/2011 ("CRA II")¹³² έρχεται να «διορθώσει» τις αστοχίες του πρώτου. Στα θετικά σημεία των τροποποιήσεων που επιφέρει, εντάσσεται η πρόβλεψη κεντρικής αρμοδιότητας της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών για εγγραφή, εποπτεία και παρακολούθηση των Οίκων Αξιολόγησης στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι, όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά¹³³, επιλύονται προβλήματα από την αναγνώριση παράλληλων αρμοδιοτήτων σε περισσότερες εθνικές αρχές, όσο κι αν δεν καταργείται η ad hoc ανάθεση αρμοδιοτήτων, στις οποίες περιλαμβάνονται οι «θεμελιώδεις» εξουσίες εγγραφής και πιστοποίησης, σε εθνικές αρχές που προβλέπονται

¹³² Κανονισμός ΕΕ 513/2011 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, ΕΕ L 145/30 (31-5-2011).

¹³³ Προοίμιο του Κανονισμού, παρ. 6.

από τομεακές νομοθεσίες (όπως η τραπεζική και η ασφαλιστική). Στην ΕΑΚΑΑ ανατίθεται, επίσης, η εκπόνηση των τεχνικών προϋποθέσεων που πρέπει να πληροί κάθε αιτούμενος την εγγραφή του Οίκου Αξιολόγησης¹³⁴.

Επίσης, για πρώτη φορά γίνεται αναφορά στις εξουσίες έρευνας, επιτόπιας επιθεώρησης και καταστολής που διαθέτει η ΕΑΚΑΑ ως εποπτεύουσα τους Οίκους Αξιολόγησης ενωσιακή αρχή¹³⁵. Η καταστολή μπορεί να λάβει είτε τη μορφή της επιβολής περιοδικών χρηματικών ποινών, ώστε να δοθεί τέλος σε παραβάσεις, να εξασφαλιστεί η παροχή αιτούμενων πληροφοριών από τον Οίκο Αξιολόγησης ή η υποβολή του σε έρευνα ή επιτόπια επιθεώρηση, είτε τη μορφή της επιβολής προστίμων σε περίπτωση που μια παράβαση έχει ήδη διαπιστωθεί. Τα επιβαλλόμενα πρόστιμα είναι δυνατόν να ανέλθουν μέχρι του ποσού των 750.000 ευρώ¹³⁶. Με τον τρόπο αυτό εξασφαλίζεται η αποτελεσματικότερη συμμόρφωση προς τις διατάξεις του Κανονισμού.

Σημαντική, περαιτέρω, είναι και η αύξηση της διαφάνειας σχετικά με το πληροφοριακό υπόβαθρο, με βάση το οποίο καταρτίζονται οι αξιολογήσεις, που έτσι συντελεί στην ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των Οίκων Αξιολόγησης¹³⁷. Το ζήτημα πλέον ρυθμίζεται από τους κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμούς 446/2012 και 448/2012.

4.4.4. Το ρυθμιστικό πλαίσιο του δεύτερου τροποποιητικού Κανονισμού CRA III

Οι ρυθμίσεις του δεύτερου τροποποιητικού Κανονισμού CRA III έχουν περισσότερο «δομικό» χαρακτήρα. Ειδικότερα, στον CRA III εντοπίζονται τα ψήγματα μιας σφαιρικότερης πολιτικής γύρω από τους Οίκους Αξιολόγησης, που εστιάζει στην ενδυνάμωση του ανταγωνισμού εντός της αγοράς των υπηρεσιών αξιολόγησης· στην εξαγγελία της σταδιακής απαγκίστρωσης από την κανονιστική αξία των αξιολογήσεων ("regulatory licenses")· και τέλος στην πρόβλεψη καθεστώτος αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης με στόχο την αποκατάσταση όσων ζημιών υπέστησαν οι επενδυτές εξαιτίας του ότι έλαβαν υπόψη τις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης κατά τις τοποθετήσεις τους, όταν οι ζημίες αυτές προκλήθηκαν εξαιτίας παραβατικών συμπεριφορών που προβλέπει ο CRA I.

Επιπροσθέτως, ο CRA III εισάγει και επιπρόσθετες καινοτομίες: την εξομοίωση των προβλέψεων αξιολόγησης ("rating outlooks") και του καθεστώτος πιστοληπτικής επιτήρησης ("credit watch"), με τις αξιολογήσεις για τους ρυθμιστικούς σκοπούς των CRA I, II και III¹³⁸· την ρυθμιστική παρακολούθηση και αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων, οι οποίες ανακύπτουν εξαιτίας της ύπαρξης δεσμού μετόχων Οίκων Αξιολόγησης (που διατηρούν ελάχιστο ποσοστό συμμετοχής 5 % στο μετοχικό κεφάλαιο των Οίκων) με τους αξιολογούμενους¹³⁹· την επέκταση των προδιαγραφών δημοσιότητας των αξιολογήσεων κρατών ("sovereign ratings")¹⁴⁰· τέλος, την ενημέρωση του αξιολογούμενου κράτους για την αξιολογήσή του τουλάχιστον μία εργάσιμη ημέρα πριν από τη δημοσίευσή της, ώστε να του δοθεί η δυνατότητα να διατυπώσει τα σχόλια και τις παρατηρήσεις του¹⁴¹. Αξίζει δε να σημειωθεί, ότι στο νομοθέτημα αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναλαμβάνει την υποχρέωση σύνταξης έκθεσης σχετικά με τις προοπτικές ίδρυσης ενός Ευρωπαϊκού Οίκου Αξιολόγησης¹⁴².

¹³⁴ Προοίμιο του Κανονισμού, παρ. 11.

¹³⁵ Για την εποπτεία των Οίκων Αξιολόγησης θα γίνει αναλυτική αναφορά στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης.

¹³⁶ Βλ. άρθρο 36 α Του Κανονισμού, όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 1 του τροποποιητικού Κανονισμού.

¹³⁷ Προοίμιο του Κανονισμού, παρ. 7.

¹³⁸ Σημείο 4 του Προοιμίου.

¹³⁹ Σημείο 6 του Προοιμίου και Παράρτημα I, Μέρος Β, σημεία 3 και 4.

¹⁴⁰ Άρθρο 30 α του Προοιμίου και Παράρτημα I Μέρος Δ, III.

¹⁴¹ Σημείο 31 του Προοιμίου.

¹⁴² Σημείο 32 α του Προοιμίου.

4.5. Κριτική προσέγγιση

Όπως έχει παρατηρηθεί¹⁴³, το κανονιστικό πλαίσιο των Η.Π.Α. και της Ευρωπαϊκής Ένωσης ακολουθεί παράλληλες κατευθύνσεις επί των Οίκων Αξιολόγησης. Και τα δύο κινήθηκαν από την αυτορρύθμιση στη ρύθμιση της οργάνωσης και λειτουργίας των Οίκων Αξιολόγησης με εποπτεία, χωρίς, ωστόσο, να παρεμβαίνουν στην διαμόρφωση της μεθοδολογίας ή του ειδικού περιεχομένου των αξιολογήσεων. Βασική δε επιδίωξη αμοτέρων των νομοθετικών συστημάτων είναι κατ' αρχήν η καθιέρωση διαδικασιών «πιστοποίησης» των Οίκων Αξιολόγησης («καταχώρισης» στις Η.Π.Α., «εγγραφής» στην Ε.Ε.), με τις οποίες διασφαλίζεται η επάρκεια της δομής και των προδιαγραφών λειτουργίας τους, διευρύνεται η διαφάνεια και αντιμετωπίζονται —ή επιχειρείται να αντιμετωπιστούν— οι συγκρούσεις συμφερόντων. Επιπλέον, βαρύτητα δίνεται και από τα δύο νομοθετικά συστήματα και στην καταστολή, σε περίπτωση αθέτησης εκ μέρους των Οίκων Αξιολόγησης του κανονιστικού πλαισίου. Ειδικότερα σε επίπεδο Ε.Ε. προβλέπεται η δυνατότητα επιβολής χρηματικών προστίμων από την εποπτεύουσα αρχή, κάτι το οποίο, τουναντίον, δεν προβλέπεται στη νομοθεσία των Η.Π.Α.

Ο ενωσιακός νομοθέτης, ειδικότερα, επικεντρώθηκε στους ακόλουθους τέσσερις στόχους, δυνάμει των κάτωθι αναφερόμενων σκέψεων αντίστοιχα¹⁴⁴:

1) Διασφάλιση ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν στηρίζονται τυφλά μόνο στις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για τις επενδύσεις τους: Οι αξιολογήσεις σήμερα έχουν οιονεί θεσμικό ρόλο. Επί τη βάση αυτού διαπιστώνεται ότι πρέπει να μειωθεί η στήριξη σε αυτές. Επιπλέον, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης και οι ίδιες οι αξιολογούμενες οντότητες, θα πρέπει να κοινοποιούν περισσότερες και καλύτερες πληροφορίες, στις οποίες θα βασίζονται οι αξιολογήσεις, έτσι ώστε οι επαγγελματίες επενδυτές να είναι καλύτερα ενημερωμένοι προκειμένου να προβαίνουν σε δικές τους κρίσεις. Για παράδειγμα: οι ΟΑΠΙ θα πρέπει να κοινοποιούν τις αξιολογήσεις τους στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), η οποία θα διασφαλίζει ότι όλες οι διαθέσιμες αξιολογήσεις που κυκλοφορούν στην αγορά σχετικά με έναν χρεωστικό τίτλο θα δημοσιεύονται στο πλαίσιο ενός Ευρωπαϊκού Δείκτη Αξιολόγησης (EURIX), που θα είναι απολύτως διαθέσιμος στους επενδυτές.

Παράλληλα, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης θα πρέπει να συμβουλευονται τους εκδότες και τους επενδυτές σχετικά με κάθε προβλεπόμενη αλλαγή στις μεθοδολογίες αξιολόγησης που εφαρμόζουν. Οι εν λόγω αλλαγές κρίνεται ότι πρέπει να κοινοποιούνται στην ΕΑΚΑΑ, η οποία θα ελέγχει κατά πόσον έχουν τηρηθεί οι εφαρμοστέοι κανόνες όσον αφορά τους τύπους και την δέουσα διαδικασία.

2) Διαφανέστερες και συχνότερες αξιολογήσεις της κρατικής πιστοληπτικής ικανότητας: Τα κράτη μέλη θα αξιολογούνται πιο συχνά (κάθε έξι μήνες αντί για κάθε δώδεκα μήνες) και οι επενδυτές και τα κράτη μέλη θα ενημερώνονται για τα βασικά γεγονότα και τις βασικές παραδοχές για κάθε αξιολόγηση. Για να αποφευχθεί η διαταραχή των αγορών, οι αξιολογήσεις της κρατικής πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να δημοσιεύονται μόνο μετά το πέρας των εργασιών και τουλάχιστον μία ώρα πριν την έναρξη των τόπων διαπραγμάτευσης στην Ε.Ε.

3) Περισσότερη ποικιλομορφία και αυστηρότερη διασφάλιση της ανεξαρτησίας των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας προκειμένου να εξαλειφθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων: Κάθε τρία χρόνια θα πρέπει να εναλλάσσονται οι εκδότες μεταξύ των Οργανισμών που τους αξιολογούν. Επιπλέον, θα απαιτούνται δύο αξιολογήσεις από δύο διαφορετικούς Οργανισμούς Αξιολόγησης για πολυσύνθετα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα και, επίσης, ένας μεγαλομέτοχος οργανισμού

¹⁴³ Ε. Μαστρομανώλης, όπ.παρ., σελ. 124-126.

¹⁴⁴ Βλ. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1355_el.htm.

αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει ταυτόχρονα να είναι μεγαλομέτοχος σε άλλον Οργανισμό Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας.

4) Μεγαλύτερη υποχρέωση λογοδοσίας των ΟΑΠΙ για τις αξιολογήσεις που εκδίδουν: Ένας ΟΑΠΙ θα πρέπει να είναι υπόλογος σε περίπτωση παραβίασεως, εκ προθέσεως ή λόγω βαρείας αμελείας, του κανονισμού CRA/ΟΑΠΙ, προκαλώντας έτσι ζημία σε έναν επενδυτή ο οποίος βασίστηκε στην αξιολόγηση που εκδόθηκε μετά την εν λόγω παράβαση. Οι εν λόγω επενδυτές θα πρέπει να καταθέτουν αγωγές για αστική ευθύνη στα εθνικά δικαστήρια. Ο Οργανισμός Αξιολόγησης θα φέρει το βάρος της απόδειξης.

Υπό τις διαπιστώσεις αυτές, τέθηκε σε ισχύ (από τον Δεκέμβριο του 2010) ο Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 της 16^{ης} Σεπτεμβρίου του 2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας (CRA/ΟΑΠΙ), ο οποίος τροποποιήθηκε τον Μάιο του 2011 από τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Μαΐου 2011, προκειμένου να προσαρμοστεί μετά την δημιουργία της ΕΑΚΑΑ.

Ωστόσο παρατηρήθηκε, ότι στην πράξη οι Οίκοι Αξιολόγησης κατά την παροχή των υπηρεσιών τους αναπτύσσουν «σχέσεις» με μικρό αριθμό εκδοτών και επενδυτικών τραπεζών που αποτελούν το κύριο πελατολόγιό τους. Τούτο, σε συνδυασμό με την επικρατούσα ακόμη αρχή «ο εκδότης πληρώνει», συντελεί στην δημιουργία διαπλοκής που αλλοιώνει την ευθυκρισία τους¹⁴⁵ παρά την ύπαρξη ρυθμιστικού πλαισίου για την δράση και την λειτουργία τους. Στα μέχρι στιγμής δε προταθέντα θεωρητικά μοντέλα για την άμβλυνση των στρεβλώσεων που προκαλεί η αρχή «ο εκδότης πληρώνει», υπάγονται¹⁴⁶:

α) Η τυχαία ή εναλλακτική επιλογή Οίκων Αξιολόγησης από ειδικά διαπιστευμένη για το σκοπό αυτό δημόσια ή άλλη αρχή, και όχι από τον εκδότη των αξιολογούμενων χρηματοπιστωτικών μέσων (Random selection model). Η λύση αυτή μάλλον ευνοείται στις Η.Π.Α., και ακολουθεί την πρόταση του Γερουσιαστή Al Franken για την σύσταση της Credit Agency Reform Board που θα ήταν επιφορτισμένη με το καθήκον επιλογής των Οίκων Αξιολόγησης. Το μοντέλο αυτό φαίνεται ως το επικρατέστερο.

β) Η σύσταση και λειτουργία Οίκων Αξιολόγησης το κεφάλαιο των οποίων καλύπτεται από θεσμικούς επενδυτές, άρα εξυπηρετεί τα συμφέροντά τους (Investor-owned credit rating agency model). Το μοντέλο αυτό, ωστόσο, έχει δεχτεί κριτική, καθόσον δεν διευθετεί το ζήτημα της σύγκρουσης συμφερόντων που γεννάται στο επίπεδο των θεσμικών επενδυτών, ως των σημαντικότερων πελατών των Οίκων αξιολόγησης.

γ) Η ανταμοιβή των Οίκων Αξιολόγησης από τους ίδιους τους χρήστες αξιολογήσεων (User pay model). Και το μοντέλο αυτό έχει δεχτεί κριτική, με βάση την σκέψη ότι είναι πιθανόν να δημιουργηθούν φαινόμενα «λαθρεπιβατών», διότι ορισμένοι επενδυτές θα πληροφορούνται την αξιολογική κατάταξη των χρηματοπιστωτικών μέσων, χωρίς στο μεταξύ να έχουν καταβάλει οποιαδήποτε αμοιβή.

δ) Η διακύμανση της αμοιβής του Οίκου Αξιολόγησης, ανάλογα με τις σε βάθος χρόνου αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών μέσων που αξιολογήθηκαν από αυτόν. Το μοντέλο αυτό, παρατηρήθηκε ότι προσκρούει στην πρακτική δυσκολία ότι η καταβολή της αμοιβής θα αναβάλλεται επί μακρό, ήτοι για όσο χρόνο θα παρακολουθούνται η πορεία και οι αποδόσεις τους αξιολογηθέντος χρηματοπιστωτικού μέσου.

¹⁴⁵ J. Coffee (2011): Ratings Reform: The Good, the Bad and the Ugly, 1 Harv. Bus. L. Rev., σελ. 237.

¹⁴⁶ Βλ. Ε. Μαστρομανώλη, όπ.παρ., σελ. 125 με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 — Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

5.1. Η εποπτεία των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στις ΗΠΑ: Η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC)

Η Dodd-Frank Act 2010 απαιτεί από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) να εξετάζει κάθε NRSRO μία φορά το χρόνο και να εκδίδει ετήσια έκθεση που να συνοψίζει τα ευρήματα. Εκτός από την κάλυψη των τομέων που απαιτούνται από το νόμο Dodd-Frank, οι Επιθεωρητές της SEC χρησιμοποιούν εργαλεία εκτίμησης των κινδύνων για να χαρτογραφήσουν συγκεκριμένα πεδία έρευνας, όπως η τεχνολογία των πληροφοριών, η ασφάλεια στον κυβερνοχώρο ή συγκεκριμένες δραστηριότητες αξιολογήσεων¹⁴⁷.

Το 2006, ειδικότερα, το Κογκρέσο ψήφισε την Credit Rating Agency Reform Act, με την οποία παρέιχε στην SEC την εξουσία να θεσπίσει πρόγραμμα για την εγγραφή και την εποπτεία των Οργανισμών Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας που καταχωρίζονται από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως NRSROs. Σε γενικές γραμμές, η εποπτεία των NRSROs από την SEC στοχεύει στην διασφάλιση της τήρησης του ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου, στον εντοπισμό τυχόν παραβιάσεων αυτού και στην παρακολούθηση της λήψης επανορθωτικών μέτρων. Οι διενεργούμενοι έλεγχοι επίσης αποσκοπούν στο να ενημερώσουν την Επιτροπή και το προσωπικό της περί της συμμόρφωσης των NRSROs με τις ρυθμιστικές υποχρεώσεις τους και περί των αξιοσημείωτων εξελίξεων στον κλάδο. Εάν οι αρμόδιοι ελεγκτές διαπιστώσουν παραβίαση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου κατά την διεξαγωγή του ελέγχου, υποβάλλεται αναφορά στο αρμόδιο Τμήμα της SEC, το οποίο έχει την δυνατότητα διενέργειας περαιτέρω έρευνας και λήψης των αναγκαίων δικαστικών ή διοικητικών μέτρων¹⁴⁸.

Η πρώτη ετήσια έκθεση της SEC διαπιστώνει ότι οι NRSROs παρουσιάζουν προβλήματα στην λειτουργία τους και μειώνεται η αξιοπιστία τους. Το έτος 2011, η SEC εξέτασε 10 εταιρίες αξιολόγησης, ανάμεσα στις οποίες η Standard & Poor's, η Moody's και η Fitch, και διαπίστωσε ότι αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα. Η έλλειψη επαρκών πολιτικών για την καταπολέμηση αλληλοσυγκρουόμενων συμφερόντων, όπως στην περίπτωση που οι αναλυτές είναι κάτοχοι μετοχών εταιριών τις οποίες αξιολογούν, είναι ένα από τα βασικά "παραπτώματα" που καταλογίζει η SEC στους οίκους αξιολόγησης, ενώ μια άλλη σημαντική παρατυπία είναι ότι σε κάποιες περιπτώσεις απέτυχαν να ακολουθήσουν πιστά την σωστή μεθοδολογία αξιολόγησης¹⁴⁹.

5.2. Η εποπτεία των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση

5.2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε την ανάγκη επανεξέτασης του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου που διέπει την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην Κοινότητα. Οι πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί προς την κατεύθυνση αυτή, αφορούν τόσο τους κανόνες σύμφωνα με τους οποίους ασκείται η ρυθμιστική παρέμβαση

¹⁴⁷ <http://www.sec.gov/news/pressrelease/2014-293.html>.

¹⁴⁸ Βλ. την από Σεπτέμβριο του 2011 Summary report of Commission Staff's Examinations of each Nationally Recognized, Statistical Rating Organization σε http://www.sec.gov/news/studies/2011/2011_nrsro_section15e_examinations_summary_report.pdf.

¹⁴⁹ Βλ. αναλυτικότερα σε <http://www.sec.gov/ocr>, όπου διατίθενται οι ετήσιες εκθέσεις της SEC για τους NRSROs.

στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όσο και τους αρμόδιους φορείς για την άσκηση των μέσων υλοποίησης των πολιτικών ρυθμιστικής παρέμβασης σε αυτό.

Στο πλαίσιο αυτό, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέθεσε σε ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων, υψηλού επιπέδου, υπό την Προεδρία του Jacques de Larosiere (“High-Level Group on Financial Supervision in the EU”) την διερεύνηση των κατάλληλων μέσων για την αναπροσαρμογή των διατάξεων του ισχύοντος ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου, σχετικά με τους φορείς άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η εν λόγω Ομάδα έλαβε την εντολή να υποβάλει συγκεκριμένες προτάσεις αναφορικά με την ενίσχυση του ευρωπαϊκού πλαισίου εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και ειδικότερα να αποφανθεί όσον αφορά:

- τον τρόπο της βέλτιστης οργάνωσης της εποπτείας των κοινοτικών φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και των αγορών, ώστε να διασφαλιστεί η σε προληπτική βάση ευρωστία των εν λόγω φορέων, η ομαλή λειτουργία των αγορών και η προστασία των καταθετών, των επενδυτών και των ασφαλισμένων (στον τομέα της ιδιωτικής ασφάλισης),
- τον τρόπο ενίσχυσης της ευρωπαϊκής συνεργασίας αναφορικά με την επίβλεψη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, τους μηχανισμούς έγκαιρης προειδοποίησης και την διαχείριση κρίσεων, περιλαμβανομένης της διαχείρισης διασυννοριακών και διατομεακών κινδύνων, και
- τον τρόπο συνεργασίας των αρμόδιων αρχών στην Κοινότητα με άλλες μείζονος σημασίας δικαιοδοσίες, ώστε να συμβάλουν στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε παγκόσμιο επίπεδο¹⁵⁰.

5.2.2. Η «Έκθεση de Larosiere»

Η Ομάδα de Larosiere υπέβαλε την έκθεσή της¹⁵¹ στις 25 Φεβρουαρίου 2009, η οποία χωρίζεται σε τέσσερα (4) κεφάλαια:

(α) Το πρώτο κεφάλαιο, έχει τίτλο “Causes of the Financial Crisis” και περιλαμβάνει ανάλυση των αιτιών της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

(β) Το δεύτερο κεφάλαιο, έχει τίτλο “Policy and Regulatory Repair” και περιλαμβάνει προτάσεις για την «διόρθωση» των αδυναμιών του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου και την διαχείριση και αντιμετώπιση των συνεπειών της κρίσης.

(γ) Το τρίτο κεφάλαιο, έχει τίτλο “EU Supervisory Repair” («Ευρωπαϊκή εποπτική αποκατάσταση») και διαλαμβάνει ανάλυση των «μαθημάτων» που προέκυψαν από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και συγκεκριμένα του «τι πήγε στραβά» («what went wrong?»), ποια βήματα πρέπει να ληφθούν για την αναπροσαρμογή του ευρωπαϊκού πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα και

(δ) Τέλος, το τέταρτο κεφάλαιο, έχει τίτλο “Global Repair” και επικεντρώνεται σε προτάσεις για την προώθηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, την ρυθμιστική συνεκτικότητα, την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών, την μακροοικονομική εποπτεία και την πρόληψη της κρίσης, την ευρωπαϊκή διακυβέρνηση σε διεθνές επίπεδο και την εμβάθυνση των διμερών οικονομικών σχέσεων της Ε.Ε.

¹⁵⁰ Sic X. Γκόρτσος, Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosiere», Χρηματοπιστωτικό δίκαιο 1/2009, σελ. 5-27 (7).

¹⁵¹ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

5.2.3. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας

Η Έκθεση de Larosiere, προτείνει όσον αφορά την διαμόρφωση ενός «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας» του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την θεσμοθέτηση δύο νέων φορέων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με την κατανομή των ακόλουθων αρμοδιοτήτων:

- ο πρώτος φορέας θα είναι αρμόδιος για την μακρο-προληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ως μακρο-προληπτική εποπτεία νοείται «το σύνολο των ενεργειών που αναλαμβάνονται από τις αρμόδιες προς αυτό αρχές με στόχο τον περιορισμό της έκθεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του σε συστημικούς κινδύνους, οι οποίοι απορρέουν από παράγοντες που δεν αφορούν μεμονωμένους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ή μεμονωμένες αγορές, αλλά έχουν γενικότερο χαρακτήρα»¹⁵².
- ο δεύτερος φορέας θα είναι αρμόδιος για τη μικρο-προληπτική εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ως μικρο-προληπτική εποπτεία, αντιστοίχως, «νοείται το σύνολο των ενεργειών που αναλαμβάνουν οι αρμόδιες προς αυτό αρχές με στόχο τον περιορισμό της έκθεσης των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε κινδύνους που απορρέουν από τη δραστηριότητά τους, και την αποφυγή της επέλευσης αλυσιδωτών συστημικών κινδύνων που μπορούν να εκδηλωθούν αν υπάρξει αφερεγγυότητα ενός τέτοιου φορέα (ιδίως αν αυτός είναι «συστημικά σημαντικός», συνήθως λόγω του μεγέθους του)»¹⁵³.

Ο δεύτερος φορέας του «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας», που, όπως αναφέρθηκε, είναι αρμόδιος για τα θέματα μικρο-προληπτικής εποπτείας, καλείται «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας» (“European System of Financial Supervision” – εφεξής «ΕΣΧΕ»)¹⁵⁴. Το σύστημα αυτό θα λειτουργεί εκτός της ΕΚΤ· δεν προτείνεται να αναχθεί σε κοινοτικό όργανο, ούτε σε ενιαία υπερεθνική εποπτική αρχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τουναντίον, θα αποτελεί ένα ενοποιημένο δίκτυο των εθνικών εποπτικών αρχών [“an integrated network of European financial supervisors, working with enhanced level 3 committees (“Authorities”)”], θα είναι αποκεντρωμένο, και θα αποτελείται από τρεις νέες Αρχές που θα θεσμοθετηθούν, σταδιακά, σε ευρωπαϊκό επίπεδο με μετασηματισμό των τριών Επιτροπών, δηλαδή της CEBS, της CESR και της CEIOPS, και συγκεκριμένα:

- την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (European Banking Authority) ως διάδοχο της CEBS, με τη συμμετοχή εκπροσώπων των εθνικών εποπτικών αρχών του τραπεζικού τομέα·
- την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών (European Securities Authority) ως διάδοχο της CESR, με τη συμμετοχή εκπροσώπων των εθνικών εποπτικών αρχών του τομέα της κεφαλαιαγοράς και
- την Ευρωπαϊκή Ασφαλιστική Αρχή (European Insurance Authority) ως διάδοχο της CEIOPS, με τη συμμετοχή εκπροσώπων των εθνικών εποπτικών αρχών του τομέα ιδιωτικής ασφάλισης και αντασφάλισης.

Κάθε μία από τις τρεις Ευρωπαϊκές Αρχές, σύμφωνα με την Έκθεση, θα διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο, στο οποίο θα συμμετέχουν οι πλέον υψηλόβαθμοι εκπρόσωποι (σε επίπεδο Προέδρων) των κατά περίπτωση αρμόδιων εθνικών εποπτικών αρχών.

Οι Ευρωπαϊκές Αρχές θα απολαύουν θεσμικής ανεξαρτησίας τόσο έναντι των κοινοτικών οργάνων όσο και έναντι των κυβερνήσεων των κρατών μελών. Θα

¹⁵² Χ. Γκόρτσος, όπ.παρ.

¹⁵³ Χ. Γκόρτσος, όπ.παρ.

¹⁵⁴ Βλ. για όσα έπονται την μελέτη του Χ. Γκόρτσου, όπ.παρ., με περαιτέρω βιβλιογραφικές παραπομπές και με κριτική προσέγγιση των παρατιθέμενων προτάσεων της Έκθεσης de Larosiere.

απολαύουν, επίσης, (σχετικής) οικονομικής ανεξαρτησίας, καθώς θα έχουν δικό τους προϋπολογισμό, ανάλογο με τα καθήκοντά τους, ο οποίος θα χρηματοδοτείται από τον ιδιωτικό ή/και το δημόσιο τομέα (περιλαμβανομένου του προϋπολογισμού της Κοινότητας). Σε αντιστάθμισμα της ανεξαρτησίας τους, οι Αρχές θα υπόκεινται σε λογοδοσία έναντι του Συμβουλίου, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, υποβάλλοντας στα εν λόγω κοινοτικά όργανα εκθέσεις σε τακτική βάση.

Σύμφωνα με την Έκθεση, στις Ευρωπαϊκές Αρχές προτείνεται να ανατεθεί, μεταξύ άλλων¹⁵⁵, και το καθήκον της αδειοδότησης και εποπτείας ορισμένων κατηγοριών φορέων που ασκούν δραστηριότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της Κοινότητας και καλούνται «πανευρωπαϊκά ιδρύματα» (“EU-wide institutions”). Ως ενδεικτικό μάλιστα παράδειγμα τέτοιων ιδρυμάτων αναφέρονται οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και οι μετα-συναλλακτικές υποδομές (“post-trading infrastructures”).

5.2.4. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority -ESMA)

Από τον Ιούλιο του 2011, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority - ESMA)¹⁵⁶, ειδικότερα, ασκεί *αποκλειστικές εποπτικές εξουσίες έναντι των Οργανισμών Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας* που είναι καταχωρισμένοι στην Ε.Ε. και έχει πλήρεις εξουσίες έρευνας, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας να ζητήσει οποιοδήποτε έγγραφο ή στοιχεία, να καλεί σε ακρόαση πρόσωπα, να διεξάγει επιτόπιους ελέγχους και να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις, πρόστιμα και περιοδικές χρηματικές ποινές. Έτσι, συγκεντρώνεται και απλοποιείται η εποπτεία των ΟΑΠΙ σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η συγκεντρωτική εποπτεία εξασφαλίζει ένα ενιαίο σημείο επαφής για τους καταχωρισμένους Οργανισμούς Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας, σημαντική βελτίωση της αποτελεσματικότητας, λόγω της συντομότερης και λιγότερο περίπλοκης διαδικασίας εγγραφής και εποπτείας, και πιο συνεκτική εφαρμογή των κανόνων για τους ΟΑΠΙ. Οι ΟΑΠΙ είναι επί του παρόντος τα μόνα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία εποπτεύονται άμεσα από μία ευρωπαϊκή εποπτική αρχή¹⁵⁷.

Η ESMA, αναλυτικότερα¹⁵⁸, συστάθηκε την 1 Ιανουαρίου 2011 σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης 1095/2010, της 15ης Δεκεμβρίου 2010 και διαδέχθηκε την CESR. Η CESR υπήρξε η συμβουλευτική επιτροπή με μέλη τις εποπτικές αρχές κινητών αξιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και συμβούλευε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή από το 2001 έως το 2010 σε θέματα πολιτικής που αφορούν στη νομοθεσία κινητών αξιών, ενώ προώθησε την ρυθμιστική και εποπτική σύγκλιση.

Η ESMA είναι μια ανεξάρτητη ευρωπαϊκή εποπτική αρχή, η οποία συστάθηκε με σκοπό να συμβάλει στην διαφύλαξη της σταθερότητας του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού συστήματος. Προκειμένου να υλοποιήσει το σκοπό της, η ESMA προωθεί την ακεραιότητα, τη διαφάνεια, την αποτελεσματικότητα και την εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, ενισχύοντας παράλληλα την προστασία των επενδυτών και των εν γένει χρηστών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η δράση της ESMA στη ρύθμιση των αγορών κινητών αξιών στοχεύει στην υιοθέτηση ενός ενιαίου βιβλίου κανόνων στην Ευρώπη. Αυτό επιτυγχάνει δύο στόχους: 1^ο) ενισχύει την συνεπή αντιμετώπιση των επενδυτών στην Ευρώπη με την δημιουργία επαρκούς επιπέδου προστασίας των επενδυτών μέσω της αποτελεσματικής ρύθμισης και

¹⁵⁵ Βλ. αναλυτικότερα μελέτη Χ. Γκόρτσου, όπ.παρ.

¹⁵⁶ <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>.

¹⁵⁷ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1355_el.htm.

¹⁵⁸ <https://www.esma.europa.eu/page/Credit-Rating-Agencies>, https://en.wikipedia.org/wiki/European_Securities_and_Markets_Authority.

της εποπτείας. 2^ο) προωθεί ίσους όρους ανταγωνισμού για τους παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ενώ διασφαλίζει την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα του κόστους της εποπτείας των εταιριών. Όσον αφορά στο ρόλο της να θέτει πρότυπα και να περιορίζει τον κίνδυνο ρυθμιστικού αθέμιτου ανταγωνισμού (regulatory arbitrage), η ESMA ενισχύει την διεθνή εποπτική συνεργασία.

Όπου απαιτείται από το Ευρωπαϊκό δίκαιο, η ESMA αναλαμβάνει την εποπτεία συγκεκριμένων εταιριών με πανευρωπαϊκή παρουσία, όπως οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (CRAs) καθώς και των Αρχείων Καταγραφής Συναλλαγών (TRs).

Η ESMA είναι, επίσης, υπεύθυνη για τον συντονισμό της δραστηριότητας των εθνικών εποπτικών αρχών κινητών αξιών ή την λήψη μέτρων επείγοντος χαρακτήρα, όταν ανακύπτει περίπτωση κρίσης. Λειτουργεί δε ως ανεξάρτητη εποπτική αρχή, αλλά είναι υπόλογη απέναντι στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, όπου παρουσιάζεται ενώπιον της αρμόδιας Επιτροπής, της ECON, κατόπιν πρόσκλησής της για επίσημη αναφορά. Είναι, επίσης, πλήρως υπόλογη απέναντι στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η ESMA, περαιτέρω, αποτελεί μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision-ESFS), που επίσης συγκροτήθηκε το 2011 ως αποτέλεσμα των νομοθετικών προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την δημιουργία νέου θεσμικού πλαισίου χρηματοπιστωτικής εποπτείας στην Ευρώπη. Το σύστημα αυτό αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board - ESRB) και τις τρεις ανεξάρτητες ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, την ESMA με έδρα στο Παρίσι, την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (European Banking Authority - EBA) με έδρα στο Λονδίνο και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) με έδρα στην Φρανκφούρτη.

Το ESRB, ειδικότερα, παρακολουθεί και αξιολογεί πιθανούς κινδύνους στην χρηματοπιστωτική σταθερότητα που προέρχονται από τις μακροοικονομικές εξελίξεις και από εξελίξεις εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνολικά. Η ESMA συνεισφέρει στην εργασία του ESRB, παρέχοντας στοιχεία και αναλαμβάνοντας stress-tests σε στενή συνεργασία με τις άλλες δύο ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές και το ESRB και συμμετέχει ως μέλος με δικαίωμα ψήφου στο Διοικητικό Συμβούλιο του τελευταίου. Μαζί με τις άλλες δύο ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, την EBA και την EIOPA, η ESMA αποτελεί μέλος της Joint Committee που εργάζεται για την διασφάλιση της συνοχής μεταξύ των τριών τομέων του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την υιοθέτηση κοινών θέσεων σε θέματα εποπτείας χρηματοπιστωτικών ομίλων.

Την 29η Μαΐου 2014, τέθηκε σε ισχύ το κείμενο του νέου Πολυμερούς Πρωτοκόλλου Συνεργασίας ανάμεσα στις εθνικές εποπτικές αρχές του ΕΟΧ και ανάμεσα στις εθνικές εποπτικές αρχές και την ESMA, το οποίο έχει υπογραφεί από 31 εποπτικές αρχές. Το νέο Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας συμφωνήθηκε στη βάση της αυξανόμενης διεθνοποίησης, της ανάγκης εποπτικής σύγκλισης και αλληλεξάρτησης των χρηματοοικονομικών αρχών και αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έχει σχεδιασθεί έτσι, ώστε να ενισχύσει τους όρους συνεργασίας και της ανταλλαγής των πληροφοριών ανάμεσα στις εθνικές εποπτικές αρχές, και ανάμεσα στις εθνικές εποπτικές αρχές και την ESMA, στο πλαίσιο υλοποίησης των υποχρεώσεων τους που απορρέουν από το Ενωσιακό Δίκαιο για τις Κεφαλαιαγορές. Επιπλέον, επικαιροποίησε και αντικατέστησε το Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών των χωρών-μελών της CESR (ex FESCO) που είχε τεθεί σε ισχύ την 26η Ιανουαρίου 1999.

Μεταξύ των διαρκών τεχνικών επιτροπών που λειτουργούν στο πλαίσιο της ESMA υπάγεται και η *Τεχνική Επιτροπή για τις Εταιρίες Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας* (Credit Rating Agencies Technical Committee). Για την Επιτροπή αυτή παρατηρούνται τα εξής: Η ευρωπαϊκή νομοθεσία για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Κανονισμός 1060/2009) θεσπίστηκε τον Δεκέμβριο 2009. Με την ανακοίνωση της δημιουργίας της ESMA, ο Κανονισμός αναθεωρήθηκε το Μάιο 2011, με σκοπό να αναθέσει στην ESMA την αποκλειστική αρμοδιότητα της εγγραφής και εποπτείας των Οίκων Αξιολόγησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Σύμφωνα με τον Κανονισμό, η ESMA καλείται επίσης να προετοιμάσει Εποπτικά Τεχνικά Πρότυπα, παράλληλα με το παραδοσιακό της έργο που είναι η προώθηση της εποπτικής σύγκλισης με την έκδοση κατευθυντήριων οδηγιών και συστάσεων. Επιπλέον, ο Κανονισμός απαιτεί από την ESMA την τήρηση κεντρικού αρχείου πληροφοριών που θα περιλαμβάνει τις ιστορικές επιδόσεις των Οίκων Αξιολόγησης, καθώς και τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκαν στο παρελθόν. Οι πληροφορίες αυτές είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό.

Η ως άνω Τεχνική Επιτροπή δημιουργήθηκε για να βοηθήσει την ESMA στην εκτέλεση των νέων της καθηκόντων σχετικά με τους Οίκους Αξιολόγησης. Η Τεχνική Επιτροπή έχει την ευθύνη των κάτωθι εργασιών:

- Να παρέχει συμβουλές σε αποφάσεις πολιτικής σε θέματα που αφορούν τις Εταιρίες αξιολόγησης. Οι συμβουλές απευθύνονται στο προσωπικό της ESMA, στο Συμβούλιο Εποπτών, ή σε κάθε άλλη εσωτερική επιτροπή ή ομάδα εργασίας της ESMA.
- Να παρέχει συμβουλές αναφορικά με αποφάσεις που αφορούν τον τομέα των Οίκων Αξιολόγησης που αφορούν ειδικότερα στα κατωτέρω θέματα:
 - Την αξιολόγηση εάν το νομικό καθεστώς μίας τρίτης χώρας περιλαμβάνει απαιτήσεις εξίσου αυστηρές με αυτές που θεσπίζουν τα άρθρα 6 έως 12 του ευρωπαϊκού Κανονισμού.
 - Τη σύναψη συμφωνιών συνεργασίας με εποπτικές αρχές τρίτων χωρών.
 - Τεχνικές συμβουλές προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τα σχέδια τεχνικών προτύπων και τις κατευθυντήριες οδηγίες και συστάσεις που αφορούν θέματα πολιτικής σχετικά με τις Εταιρίες Αξιολόγησης.
 - Σε θέματα πολιτικής ή σε εποπτικά θέματα που μπορεί να έχουν ευρύτερες επιπτώσεις και για τα οποία ζητείται συμβουλή¹⁵⁹.

Όσον αφορά, τέλος, στις δράσεις της ESMA, αξίζει να σημειωθεί ότι δημοσίευσε μια έκθεση¹⁶⁰, σχετικά με τον έλεγχο κρατικών αξιολογήσεων (διερεύνηση του συστήματος διακυβέρνησης, των συγκρούσεων συμφερόντων, της επάρκειας των πόρων και των διαδικασιών διασφάλισης της εμπιστευτικότητας των τριών διεθνών CRAs), όπου προσδιορίζει μια σειρά από ελλείψεις στις διαδικασίες για την παραγωγή και την έκδοση των αξιολογήσεων δημοσίου χρέους των τριών μεγαλύτερων Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, δηλ. της Fitch Ratings, της Moody's Investors Services και της Standard & Poor 's, ενώ προέβη και στην λήψη του εποπτικού μέτρου της δημόσιας μομφής εναντίον της S&P για ελλείψεις του συστήματος εσωτερικού ελέγχου¹⁶¹, καθώς και στην επιβολή κυρώσεων στην DBRS Ratings Limited (DBRS)¹⁶² για παραβίαση του

¹⁵⁹ <http://www.hcmc.gr/el/europeanauth>.

¹⁶⁰ Βλ. την από 2-12-2013 ESMA/2013/1775 έκθεση σε http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1780_esma_identifies_deficiencies_in_cras_sovereign_ratings_processes.pdf.

¹⁶¹ Βλ. σε http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-596_esma_censures_standard_poors_for_internal_control_failings.pdf.

¹⁶² Βλ. σε http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-1050_esma_fines_dbrs_for_internal_control_failings.pdf.

Κανονισμού των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, και συγκεκριμένα γιατί δεν συμμορφώθηκε με τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης και δεν τήρησε τις απαιτήσεις λογιστικής απεικόνισης του ως άνω Κανονισμού, επιβάλλοντας πρόστιμο 30.000 ευρώ για την αποτυχία λογιστικής απεικόνισης καταλογίζοντας σε αυτήν αμέλεια.

Η έκθεση της ESMA, ειδικότερα, συντάχθηκε κατόπιν της σχετικής έρευνας που διενεργήθηκε από την τελευταία στις διαδικασίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στους τρεις ως άνω Οργανισμούς, μεταξύ του Φεβρουαρίου και του Οκτωβρίου του 2013. Η έρευνα παρακινήθηκε από ανησυχίες σχετικά με δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων, τον αντίκτυπο των αξιολογήσεων δημόσιου χρέους σε άλλους τύπους αξιολογήσεων, την ικανότητα των Οίκων Αξιολόγησης να αντιμετωπίσουν τον αριθμό των δράσεων αξιολόγησης κατά την διάρκεια μιας περιόδου υψηλής μεταβλητότητας, την χρήση μαζικών αξιολογήσεων, και θέματα που αφορούν την εμπιστευτικότητα και το χρονοδιάγραμμα των υπηρεσιών αξιολόγησης.

Η ESMA διαπίστωσε ελλείψεις και θέματα προς βελτίωση στους ακόλουθους τομείς:

- Ανεξαρτησία και αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων·
- Εμπιστευτικότητα των πληροφοριών πιστοληπτικής ικανότητας·
- Χρόνος δημοσίευσης των δράσεων αξιολόγησης και
- Πόροι που διατίθενται για τις αξιολογήσεις δημοσίου χρέους.

Ο Πρόεδρος της ESMA, Steven Maijoor, δήλωσε σχετικά: «Η έρευνα της ESMA αποκάλυψε ελλείψεις στην διαδικασία αξιολόγησης δημόσιου χρέους που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν κινδύνους για την ποιότητα, την ακεραιότητα και την ανεξαρτησία των αξιολογήσεων και της διαδικασίας αξιολόγησης. Η έμφαση στην διαδικασία αξιολόγησης δημοσίου χρέους κατά την παρούσα έρευνα προέκυψε από την αυξημένη μεταβλητότητα των αξιολογήσεων αυτών κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών, την σημασία τους από την πλευρά της χρηματοπιστωτικής αγοράς και της οικονομικής σταθερότητας, και τις επιπτώσεις τους σε άλλες αξιολογούμενες οντότητες και προϊόντα. Η επίδραση των αλλαγών αυτών στις αξιολογήσεις για τις αγορές και τις κυβερνήσεις είναι σημαντική. Ως εκ τούτου, είναι επιτακτική ανάγκη οι χρήστες να μπορούν να έχουν εμπιστοσύνη στο ότι οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας έχουν επαρκή συστήματα και ελέγχους, ώστε να διασφαλιστεί ότι οι αξιολογήσεις είναι αυστηρές, απαλλαγμένες από συγκρούσεις συμφερόντων και έγκαιρες. Οι ΟΑΠΙ που αποτέλεσαν αντικείμενο της επίμαχης έρευνας πρέπει ακόμα να προχωρήσουν σε βελτιώσεις στις μεθόδους εργασίας τους, για να εξασφαλιστεί η πλήρης συμμόρφωσή τους με τον Κανονισμό CRA και για την εξάλειψη ανεπαρκών πρακτικών του παρελθόντος».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 — Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2007/8

6.1. Η έννοια της οικονομικής κρίσης

Ως «κρίση», ορίζεται η χρονική περίοδος κατά την οποία διαταράσσεται η ομαλή λειτουργία ενός συστήματος και αλλοιώνονται οι αρχικές του ιδιότητες. Με τον όρο «οικονομική κρίση», εννοούμε το φαινόμενο κατά το οποίο η οικονομία χαρακτηρίζεται από μια αισθητή μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η οικονομική δραστηριότητα, υπό την έννοια αυτή, αναφέρεται σε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη, όπως το εισόδημα, η απασχόληση, οι επενδύσεις, τα επιτόκια, το επίπεδο τιμών κ.λπ. Αν και η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, γενικά, παραπέμπει στην έννοια της οικονομικής ύφεσης, ωστόσο, η οικονομική κρίση είναι έννοια ευρύτερη και ως φαινόμενο αρκούντως πιο σύνθετο και επίμονο¹⁶³.

Ο περισσότερο αποδεκτός ορισμός είναι ότι η ύφεση (recession) εκδηλώνεται όταν το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ)¹⁶⁴ μειωθεί επί δύο συνεχόμενα τρίμηνα. Η οικονομική κρίση (depression) είναι μια σοβαρή, παρατεταμένη ύφεση. Οι ΗΠΑ έχουν βιώσει πολλές υφέσεις από το τέλος του Β' Παγκόσμιου πολέμου, όμως μόνο μία οικονομική κρίση μέσα στον 20^ο αιώνα, την Μεγάλη Ύφεση (Great Depression) από το 1929 έως το 1942. Οι υφέσεις δεν είναι κάτι ασυνήθιστο. Αποτελούν μέρος των μεγάλων και απότομων διακυμάνσεων του επιχειρηματικού κύκλου, που ολοκληρώνεται κάθε τέσσερα ή πέντε χρόνια. Οι υφέσεις διαρκούν, συνήθως, δέκα με δώδεκα μήνες. Παρακάτω φαίνονται οι προηγούμενες υφέσεις και η διάρκειά τους:

ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΥΦΕΣΕΩΝ ΑΠΟ ΤΟΝ Β' ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΠΟΛΕΜΟ

1948-49:	11 μήνες
1953-54:	10 μήνες
1957-58:	8 μήνες
1960-61:	10 μήνες
1969-70:	11 μήνες
1973-75:	16 μήνες
1980-82:	22 μήνες
1990-91:	8 μήνες
2001:	8 μήνες

Ακολούθως, η ύφεση συμπίπτει με το χαμηλότερο επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας κατά την διάρκεια ενός συνήθους οικονομικού κύκλου. Με τον όρο «οικονομικοί κύκλοι» αναφερόμαστε σε διακυμάνσεις της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας, οι οποίες διαχέονται ευρέως σε ολόκληρη την οικονομία και έχουν αναγνωρίσιμα ανώτερα και κατώτερα σημεία. Η ανάκαμψη και η επέκταση ακολουθούνται από ύφεση και συστολή¹⁶⁵.

Οι οικονομικοί κύκλοι, περαιτέρω, διακρίνονται: α) στους κλασικούς οικονομικούς κύκλους (classical cycles) που αναφέρονται στις διακυμάνσεις του επιπέδου της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας και β) στους οικονομικούς κύκλους που

¹⁶³ Α. Κότιος/Γ. Παυλίδης, Διεθνείς οικονομικές κρίσεις. Κρίσεις του συστήματος ή της πολιτικής;, 2012, σελ. 13 επ.

¹⁶⁴ Ως ΑΕΠ νοείται η εμπορική αξία όλων των αγαθών και υπηρεσιών μέσα σε μια χώρα σε έναν χρόνο

¹⁶⁵ Βλ. αναλυτικότερα Gregory N. Mankiw / Mark P. Taylor (2010): Αρχές οικονομικής θεωρίας. Με αναφορά στις Ευρωπαϊκές Οικονομίες, τομ. Β', Μακροοικονομική, σελ. 397 επ.

αναφέρονται στις διακυμάνσεις του ποσοστού μεγέθυνσης της οικονομίας γύρω από μία μακροχρόνια τάση ανάπτυξης (growth cycles). Η διάκριση αυτή βοηθάει στην κατανόηση της πληθώρας των διακυμάνσεων που συμβαίνουν στην οικονομία. Για παράδειγμα, είναι σημαντικό για τους ασκούντες οικονομική πολιτική να γνωρίζουν αν η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας που προβλέπεται, από τους Προπορευόμενους Οικονομικούς Δείκτες (leading economic indicators)¹⁶⁶ και συμβαίνει, είναι πιθανό να οδηγήσει σε μία ύφεση και έπειτα πόσο βαθιά και παρατεταμένη μπορεί να είναι η ύφεση αυτή.

Ο κλασικός ορισμός αναφέρεται στην πρώτη κατηγορία και είναι ο εξής: «Οικονομικός - επιχειρηματικός κύκλος» είναι ο τύπος των διακυμάνσεων που εντοπίζουμε στην συνολική οικονομική δραστηριότητα των εθνών και εκφράζεται μέσα από την δραστηριότητα των επιχειρήσεων: ο κύκλος αποτελείται από διαστολές που συμβαίνουν περίπου την ίδια χρονική στιγμή σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες και ακολουθείται από παρόμοιες γενικές συστολές και υφέσεις που οδηγούν στην φάση της ανόδου του επόμενου οικονομικού κύκλου. Αυτή η σειρά των αλλαγών είναι επαναλαμβανόμενη, αλλά όχι περιοδική. Η διάρκεια του οικονομικού κύκλου ποικίλει, από περισσότερο του ενός έτους μέχρι δέκα ή δώδεκα έτη και δεν διαιρείται σε μικρότερους κύκλους με παρόμοια χαρακτηριστικά¹⁶⁷.

Ο ορισμός των Burns και Mitchell στο βιβλίο τους *Measuring Business Cycles*¹⁶⁸, δίνει έμφαση σε τρία σημαντικά χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου, που είναι η διάρκεια, το βάθος και η διάχυση. Για παράδειγμα, η ύφεση πρέπει να έχει αρκετά μεγάλη διάρκεια, να σημειώνεται ουσιαστική πτώση στην παραγωγή και θα πρέπει να επηρεάζει πολλούς τομείς της οικονομίας.

Σε έναν οικονομικό κύκλο παρατηρούμε τα σημεία στροφής (turning points), που είναι το κατώτατο σημείο (trough) και το ανώτατο σημείο ή κορυφή (peak) του οικονομικού κύκλου. Η κορυφή προηγείται της πτώσης (ύφεση) στην οικονομική δραστηριότητα και το κατώτατο σημείο προηγείται της οικονομικής άνθησης. Σύμφωνα με τον Arthur Okun, τα σημεία στροφής ορίζονται ως εξής¹⁶⁹: Η αρχή της ύφεσης (το τέλος της ανόδου) ορίζεται ως το πρώτο από τα δύο συναπτά τρίμηνα της πτώσης του πραγματικού ΑΕΠ και το τέλος της ύφεσης (η αρχή της ανόδου) σημειώνεται με το πρώτο από τα δύο συναπτά τρίμηνα ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ.

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου σύμφωνα με τον Bergman¹⁷⁰:

1) Ο οικονομικός κύκλος υπολογίζεται είτε από κορυφή σε κορυφή, είτε από κατώτατο σημείο σε κατώτατο σημείο.

2) Παρατηρείται ασυμμετρία στον οικονομικό κύκλο. Συγκεκριμένα, η φάση της διαστολής είναι κατά κανόνα μεγαλύτερη από την φάση της συστολής (ύφεση). Για την ακρίβεια, η απόσταση από την κορυφή στο κατώτατο σημείο είναι συνήθως μικρότερη απ' ό,τι η απόσταση από το κατώτατο σημείο στην κορυφή. Από τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο και μετά, οι πιο πολλοί οικονομικοί κύκλοι διήρκεσαν τρία με πέντε χρόνια από κορυφή σε κορυφή. Η μέση διάρκεια των διαστολών ήταν 44,8 μήνες και των συστολών ήταν 11 μήνες. Τουναντίον, η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας από το 1929 -

¹⁶⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/Economic_indicator.

¹⁶⁷ Βλ. και http://www.wikinvest.com/concept/U.S._Economic_Cycles. Robert E. Lukas Jr. (1977): *Understanding business cycles*, σελ. 7-29.

¹⁶⁸ Arthur F. Burns / Wesley C. Mitchell (1946): *Measuring Business Cycles*, NBER, σελ. 56 επ.

¹⁶⁹ http://drakoulakis.blogspot.gr/2010/01/blog-post_19.html.

¹⁷⁰ http://drakoulakis.blogspot.gr/2010/01/blog-post_19.html.

1933, που οδήγησε στην μεγάλη ύφεση το 1933, διήρκεσε 43 μήνες. Η ασυμμετρία στον οικονομικό κύκλο απασχόλησε και τον Keynes (1936).

3) Τόσο ο μέσος όσο και η διακύμανση του οικονομικού κύκλου είναι πεπερασμένοι αριθμοί και δεν εξαρτώνται από τον χρόνο. Με άλλα λόγια, ο οικονομικός κύκλος είναι μία σταθερή, ως προς το μέσο, επαναλαμβανόμενη χρονολογική σειρά¹⁷¹.

Συνεπώς, εν αντιθέσει προς την οικονομική ύφεση ως φάση πτώσης κατά την διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου, τα αίτια της οικονομικής κρίσης¹⁷² είναι πλέον σύνθετα και η διάρκειά της πολύ μεγαλύτερη, ενώ, συνήθως, έχει την τάση να μετασχηματίζει ολόκληρο το οικονομικό περιβάλλον διαμορφώνοντας, εν πολλοίς, τόσο κατά την διάρκειά της όσο και κυρίως μετά το πέρας της, νέα ρυθμιστικά πλαίσια ως και νέα οικονομικά μοντέλα ή θεωρίες. Ακολούθως αναλύεται η πλέον πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008, η οποία και οδήγησε στην Παγκόσμια Οικονομική Κρίση του 2008.

6.2. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007/8

Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007 υπήρξε μια παγκόσμια κατάσταση απειλούμενης οικονομικής ύφεσης στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό και τραπεζικό τομέα με γενεσιουργό χώρα τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής¹⁷³. Η κρίση αυτή ήρθε 78 χρόνια μετά την τελευταία μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση του 1929, ενώ μεσολάβησαν και άλλες κρίσεις, όπως η πετρελαϊκή. Προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων (όπως CDO's – Collateralized Debt Obligations) που είχαν άμεση εξάρτηση από την δυνατότητα

¹⁷¹ http://drakoulakis.blogspot.gr/2010/01/blog-post_19.html.

¹⁷² Για την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και τα αίτια αυτής βλ. Birdsall N. (2009): How to unlock the \$1 trillion that developing countries urgently need to cope with the crisis. Center for Global development, σελ. 1-5, Busch, K. (1986): Η κρίση των ευρωπαϊκών κοινοτήτων, Αθήνα, εκδ. Ερατώ, Stephen G. Cecchetti, Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14134, James Crotty (2009): Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical assessment of the "New Financial Architecture", Cambridge Journal of Economics 2009, σελ. 33, European Commission (2009): Economic and Financial Affairs: Economic crisis in Europe: Causes, consequences and responses. European Economy, Brussels, σελ. 1-87, Giavazzi F. / Pagano M.: Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries, MBER Macroeconomics Annual 5, Krugman P. (2012): Τέλος στην ύφεση Τώρα!, Εκδόσεις Πόλις, σελ. 224, David M. Kotz: The Financial and Economic Crisis of 2008: A Systematic Crisis of Neoliberal Capitalism, Review of Radical Political Economics, 2009, Krugman, P. / Obstfeld, M. / Melitz M. J. (2012), International Economics Theory & Policy, 9th Edition Addison-Wesley, Jonathan Lipson, Re: Defining Securitization, Legal Studies Research Paper Series, Temple University, Beasley School of Law, Research Paper No. 2013-05, Mizen, Paul: The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October 2008, 90(5), Murphy Antoine E.: The Celtic Tiger – An Analysis of Ireland's Economic Growth Performance. Robert Schuman Center for Advance Studies. European University Institute, RSC No 2000/16, Maurice Obstfeld / Kenneth Rogoff: Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, November 2009, Pickford St, Leo Panitch / Martijn Konings: Myths of Neoliberal Deregulation, New Left Review, May-June 2009, Rodrik, D. (2012): Το Παράδοξο της Παγκοσμιοποίησης, Εκδόσεις Κριτική, Stiglitz J. E. (2006): Making globalization work. Norton WW & Co, New York· Δ. Βαγιανός / Ν. Βέττας / Κ. Μεγήρ (2010): Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα: Μεταρρυθμίσεις και ευκαιρίες σε μία κρίσιμη συγκυρία, σε www.greekeconomistsforreform.com, Τ. Κολλιντζάς / Μ. Ψαλιδόπουλος: Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους, Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009, Γ. Κουφάρης (2010): Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματιστηριακές αγορές. Περιοδικό Χρήμα, Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2010, Ρουμελιώτης Π. (2009): Προς έναν πολυπολικό κόσμο, εκδ. Λιβάνη, Θ. Σταματόπουλος / Ε. Θαλασσινός (2010): Διεθνή οικονομικά, εκδ. Σταμούλη, Υπουργείο Οικονομικών (2010): Οικονομικές εξελίξεις του 2009 και προοπτικές για το 2010, Γκίκας Α. Χαροδούβελης: Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας, Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009.

¹⁷³ Βλ. αναλυτικότερα και Α. Κότιο / Γ. Παυλίδη, όπ.παρ., σελ. 119 επ.

αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Η προσπάθεια απομάκρυνσης του πιστωτικού και επιτοκιακού κινδύνου από τις Τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους και η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

Χαρακτηριστικά αυτής της γενικευμένης κατάστασης ήταν ο κίνδυνος κατάρρευσης Τραπεζών από φημολογία, πώληση άλλων σε ιδιαίτερα χαμηλό τίμημα και άσκηση νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες, με σκοπό την διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι την διασφάλιση των τιμών, όπως παραδοσιακά οφείλουν να πράττουν. Ζημιωμένα βγήκαν τα συστήματα που εκτέθηκαν στα "τοξικά", όπως χαρακτηρίστηκαν, ομόλογα, συστήματα που στρέφονται πλέον προς ένα νέο κρατικό παρεμβατισμό, παράλληλα με την κατάρτιση σχεδίων επίλυσης της κρίσης, προτού αυτή επεκταθεί στην ευρύτερη οικονομία των κρατών που επλήγησαν¹⁷⁴.

6.3. Ιστορική εξέλιξη της κρίσης

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, όλοι επένδυναν στις εταιρείες του Ίντερνετ, μολονότι οι περισσότερες εξ αυτών δεν ήταν καν κερδοφόρες. Η κατάσταση αυτή έφτασε στην κορύφωσή της τον Ιανουάριο του 2000, όταν η AOL (American Online) εξαγόρασε με το αστρονομικό ποσό των 200 δισ. δολ. τον όμιλο Time Warner. Δύο μήνες αργότερα, η κατάσταση άλλαξε ριζικά: Η «φούσκα έσκασε», με τον δείκτη μετοχών υψηλής τεχνολογίας Nasdaq να χάνει μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 το 78% της αξίας του. Οι συνέπειες ήταν ευρύτερες: Η αμερικανική οικονομία προσγειώθηκε απότομα, οι επενδύσεις "πάγωσαν", ενώ τα χτυπήματα της 11^{ης} Σεπτεμβρίου έδωσαν την χαριστική βολή. Εξαιτίας της έγκαιρης παρέμβασης της Fed, όμως, η οποία, διαδοχικά, κατά την διάρκεια του 2001, μείωσε τα επιτόκια από το 6,25% στο 1%, η μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη μπόρεσε να σταθεί ξανά στα πόδια της.

Εντούτοις, αυτή η δραστική μείωση των επιτοκίων, κατέστησε τα παραδοσιακά επενδυτικά προϊόντα, όπως τα διάφορα κρατικά ή τραπεζικά ομόλογα, λιγότερο ελκυστικά λόγω των χαμηλών αποδόσεων. Οι κλασικοί θεσμικοί επενδυτές [ασφαλιστικές εταιρείες, ταμεία συντάξεων, ταμεία εξασφάλισης (hedge funds), εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds)], αναζητούσαν πλέον νέα επενδυτικά προϊόντα για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους, στα οποία οι επενδυτικές Τράπεζες ανταποκρίθηκαν με την δημιουργία δομημένων επενδυτικών εργαλείων (Structured Credit Instruments).

Οι Τράπεζες, βάσει της παραδοσιακής λειτουργίας τους ως διαμεσολαβητές μεταξύ των θετικών και των αρνητικών αποταμιευτών, εκτίθενται στον πιστωτικό κίνδυνο και στον κίνδυνο των επιτοκίων. Το γεγονός αυτό, οφείλεται στην ασυμμετρία της πληροφόρησης που επικρατεί στις αγορές χρήματος, για την οποία έγινε λόγος ανωτέρω, καθώς στην κεφαλαιαγορά έχουν πρόσβαση κυρίως πλούσιες σε κεφάλαια εταιρίες. Η χρονική υστέρηση που παρατηρείται μεταξύ της εισροής χρημάτων από τις καταθέσεις και της εκροής χρημάτων κατά τις χορηγήσεις δανείων, οι οποίες χρηματοδοτούνται από τις καταθέσεις, είναι η βασική αιτία αυτής της έκθεσης στον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο.

Μεταξύ των επιλογών που εν γένει διαθέτουν οι Τράπεζες για την αποφυγή αυτού του κινδύνου είναι η αποσύνδεση των δύο λειτουργιών των Τραπεζών (narrow banks), η αυξημένη εποπτεία ως προς την κεφαλαιακή επάρκεια, καθώς και η επιλογή της τιτλοποίησης. Είναι σαφές ότι κατά τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης, έως και δεκαετίες πριν από αυτήν, όλοι οι προαναφερθέντες παράγοντες περιορισμού του

¹⁷⁴ https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_Χρηματοπιστωτική_Κρίση_2007-2008.

πιστωτικού κινδύνου και υγιούς λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα αποδομήθηκαν σταδιακά φτάνοντας μέχρι την πλήρη κατάργησή τους.

Μετά την Μεγάλη Ύφεση του 1929, που εν πολλοίς είχε προκληθεί από το «άνοιγμα» των καταθετικών Τραπεζών σε κερδοσκοπικές τοποθετήσεις κεφαλαίων στο χρηματιστήριο και την επακόλουθη πτώχευση πολλών από αυτές μετά την κατάρρευση του τελευταίου, ελλείψει, μάλιστα, οποιασδήποτε προσπάθειας ενίσχυσης της τραπεζικής ρευστότητας από την Fed, τέθηκε σε ισχύ ο νόμος “Glass-Steagall” (“The Banking Act of 1933”), ο οποίος έθετε πλέον σαφή διαχωρισμό μεταξύ των καταθετικών και των επενδυτικών Τραπεζών (*narrow banks*), απαγορεύοντας την πρόσβαση της μιας κατηγορίας στα κεφάλαια της άλλης και προστατεύοντας έτσι, κυρίως, τα καταθετικά κεφάλαια των πολιτών απέναντι σε κερδοσκοπικές τακτικές των Κεφαλαιαγορών.

Με το πέρας όμως του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου και την μεγέθυνση των ΗΠΑ ως χρηματοπιστωτικής παγκόσμιας δύναμης, επήλθαν ριζικές μεταβολές στο εν λόγω σκηνικό, μέσω σταδιακών απορρυθμίσεων του τραπεζικού τομέα, οι οποίες έλαβαν χώρα κατά το β΄ μισό του 20^{ου} αιώνα. Η τελευταία και σημαντικότερη ώθηση προς απορρύθμιση δόθηκε με το νόμο “Gramm-Leach-Bliley” [“Financial Services Modernization Act” (1999)] κατά την διάρκεια της προεδρίας του Bill Clinton. Με το νόμο αυτό, καταργούνταν πλέον η πρότερη υποχρέωση που επέβαλε, οι εμπορικές Τράπεζες, οι επενδυτικές Τράπεζες και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, να είναι ξεχωριστές οντότητες. Ο νόμος αυτός οδήγησε σε ένα ξέφρενο κύμα συγχωνεύσεων μεταξύ επενδυτικών, ασφαλιστικών και εμπορικών Τραπεζών, δίδοντας το εναρκτήριο λάκτισμα για την άμετρη επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα και τις αμφιλεγόμενες χρηματοοικονομικές πρακτικές που οδήγησαν τελικά στην κρίση.

Είναι αξιοσημείωτο, ότι ακόμα και μέχρι σήμερα, ειδικοί στα χρηματοοικονομικά δεν εκφράζουν σαφή άποψη σχετικά με το εάν η εν λόγω απορρύθμιση υπήρξε κατ’ ανάγκη κακή κίνηση, καθώς, όπως αρκετοί υποστηρίζουν, ήταν αυτή ακριβώς η απορρύθμιση που επέτρεψε στις ΗΠΑ να καθιερωθούν, και να παραμείνουν μέχρι και σήμερα, ως διεθνής χρηματοπιστωτική δύναμη, όπως άλλωστε μαρτυρεί και η σχετική κατάταξη της αμερικανικής οικονομίας, σύμφωνα με το World Economic Forum (WEF), ακόμη και στον απόηχο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

Εξάλλου, όσον αφορά την τεχνική της τιτλοποίησης¹⁷⁵, θα πρέπει να αναφερθεί, ειδικότερα, ότι εκ πρώτoids παρουσίαζε μεγάλο ενδιαφέρον, στον βαθμό που περιόριζε τον πιστωτικό κίνδυνο στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια, και συχνά αναφερόταν ως η δεύτερη πιο αποτελεσματική πρακτική μετά την δημιουργία των *narrow banks*. Ως πρακτική υπήρξε ταυτόχρονα συμβατή και με τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, παράλληλα με την μετατροπή παγωμένων κεφαλαίων (δάνεια) σε λειτουργικά εργαλεία (τίτλους). Η αύξηση της ρευστότητας στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και η εξάλειψη του ετεροχρονισμού ανάμεσα σε απαιτήσεις και υποχρεώσεις, ήταν ορισμένα από τα πλεονεκτήματα που παρείχε το εργαλείο της τιτλοποίησης. Οι απαιτήσεις σε ABSs (Asset Backed Securities) από θεσμικούς επενδυτές που επιζητούσαν υψηλότερες αποδόσεις από τα ομόλογα του Δημοσίου και κάποια εταιρικά ομόλογα ήταν αυξημένες, ενώ τα πλεονεκτήματα από την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ήταν άμεσα ορατά.

Ένα δεύτερο κύμα τιτλοποιήσεων παρουσιάστηκε με την δημιουργία των δομημένων επενδυτικών εργαλείων (Structured Credit Instruments). Τα πιο χαρακτηριστικά δομημένα προϊόντα¹⁷⁶ ήταν οι Τίτλοι Εγγυημένων Δανειακών

¹⁷⁵ Βλ. ανωτέρω υποσημ. 54.

¹⁷⁶ Τα δομημένα προϊόντα συνιστούν χρηματοοικονομικά προϊόντα που αποτελούνται από συνδυασμό μετοχών, ομολόγων ή παραγώγων. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μια ευέλικτη εναλλακτική των παραδοσιακών επενδύσεων σε μετοχές, ομόλογα ή άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα ή ως ένα συμπλήρωμα επενδυτικής στρατηγικής. Τα δομημένα προϊόντα επιτρέπουν στον επενδυτή να επενδύσει αναλογικά με τα

Υποχρεώσεων («Collateralized Debt Obligations» ή CDOs)¹⁷⁷. Επάνω σε αυτούς τους τίτλους παρήχθησαν και τα CDOs δεύτερης γενιάς, τα λεγόμενα CDOs-square. Κατ' αυτά, η εταιρική οντότητα εμφάνιζε στο παθητικό της υποχρεώσεις από τίτλους CDOs (καταβολή τοκομεριδίων και της αξίας κατά την λήξη) και στο ενεργητικό της απαιτήσεις σε δάνεια τιτλοποιήσιμα. Συνεπώς, με την είσπραξη των δόσεων από τα δάνεια, μπορούσε, εν συνεχεία, να πληρώνει τις υποχρεώσεις της στους ομολογιούχους. Το νέο χαρτοφυλάκιο, ουσιαστικά, αποτελείτο από στοιχεία με διαφορετική έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο. Έκαστος τίτλος (tranche) θα μπορούσε να πωληθεί σε διάφορες ομάδες επενδυτών, με διαφορετική αντιμετώπιση του ρίσκου (risk aversion), με μία αναλογική σχέση μεταξύ του αναλαμβανόμενου ρίσκου και της απόδοσης. Το εισόδημα από τα τοκομερίδια διανεμόταν με σειρά προτεραιότητας. Οι επενδυτές των τελευταίων στη σειρά έκδοσης τίτλων, που είχαν και το μεγαλύτερο βαθμό επικινδυνότητας, απολάμβαναν και μεγαλύτερες απολαβές από τόκους. Ένα μέρος των χρεογράφων διακρατείτο από την αρχική Τράπεζα. Το πλεονέκτημα που παρουσίαζαν τα CDOs έναντι των προκατόχων τους (ABSs), ήταν ότι τα πρώτα εν αντιθέσει προς τα δεύτερα, έδιναν την δυνατότητα στις Τράπεζες να αναδομήσουν και εν συνεχεία να πουλήσουν ομαδοποιημένα ABSs, τα οποία μεμονωμένα θα θεωρούνταν αρκετά ριψοκίνδυνα, προκειμένου να επενδύσει κάποιος σε αυτά.

Μεταξύ των μειονεκτημάτων της τιτλοποίησης, θα μπορούσε να καταγραφεί η δυσκολία που αντιμετώπισαν οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου, θεματική που θα μας απασχολήσει εκτενέστερα σε επόμενο κεφάλαιο της παρούσας. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός, πως οι επενδυτές βασιζόνταν τυφλά στις βαθμολογήσεις που τους έδιναν οι Οίκοι Αξιολόγησης. Αυτή η «τυφλή εμπιστοσύνη» αποδίδεται στο γεγονός ότι τα CDOs λειτουργούσαν σε μια άτυπη αγορά, με μικρό βαθμό ρευστοποίησής τους, καθώς οι τίτλοι που δεν απορροφώνταν από την ζήτηση, έπρεπε να επαναγορασθούν από την αρχική Τράπεζα. Να σημειωθεί δε ότι στην Ελλάδα, η τιτλοποίηση, ως πρακτική, ξεκίνησε μόλις το 2002, ενώ διεθνώς υπήρχε ήδη από τη δεκαετία του '70.

Το συγκεκριμένο μοντέλο που αναπτύχθηκε, δημιουργούσε μεγάλο χάσμα ανάμεσα στους δανειολήπτες της Τράπεζας-παραγωγού και τους τελικούς επενδυτές. Επιπλέον, το μοντέλο υστερούσε στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου, λόγω της «ανάμειξης» μεγάλου αριθμού ομοειδών στοιχείων με διαφορετική έκθεση στον κίνδυνο. Συχνά γίνονταν πρόχειρες βαθμολογήσεις από τους Οίκους Αξιολόγησης, λόγω της ποικιλίας διαφόρων τύπων CDOs.

Με την πώληση των τελικών τίτλων στους επενδυτές, εξαλειφόταν και το τελευταίο κίνητρο που είχε η Τράπεζα να αναγκάσει τους δανειολήπτες να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους λόγω της μετακύλισης του πιστωτικού κινδύνου στους κατόχους πλέον των δομημένων επενδυτικών προϊόντων.

Από την άλλη πλευρά, στην αμερικανική αγορά, στο πλαίσιο πολιτικών επιλογών αλλά και της οικοδομικής φιλοσοφίας των ΗΠΑ, είχε ήδη αναπτυχθεί ευρέως μια

διαφορετικά σενάρια των αγορών και να έχει καλές αποδόσεις στην περίπτωση που τα σενάρια αυτά επαληθευτούν. Επιπλέον, τα δομημένα προϊόντα δεν χρειάζεται απαραίτητα να προσθέσουν επιπλέον ρίσκο σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, αλλά μπορούν και να το μειώσουν, εάν αυτός είναι ο στόχος του επενδυτή, είτε αντισταθμίζοντας κινδύνους είτε επενδύοντας σε ένα δομημένο ομόλογο εγγυημένου ή προστατευμένου κεφαλαίου. Υπάρχουν ακόμα δομημένα ομόλογα τα οποία δίνουν συγκεκριμένο επιτόκιο ανά συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα όπως κλασικά ομόλογα προσφέροντας τη δυνατότητα περαιτέρω κέρδους υπό προϋποθέσεις. Για τα δομημένα προϊόντα βλ. αναλυτικότερα σε http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/07/structured_products.asp, http://www.hedgefund-index.com/d_structured.asp.

¹⁷⁷ Βλ. και Partnoy F. (2006): How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers σε http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257.

ιδιαίτερη κατηγορία στεγαστικών δανείων, τα λεγόμενα Δάνεια Χαμηλής Εξασφάλισης (Sub-Prime mortgages ή απλά subprimes)¹⁷⁸. Πρόκειται, ουσιαστικά, για δάνεια που χορηγούνταν χωρίς εγγύηση, σε οικογένειες με ιδιαίτερα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, σε πολλές περιπτώσεις μη ευκατάστατες. Τα δάνεια αυτά δίνονταν με ευκολία και ανέρχονταν στο 13% της συνολικής στεγαστικής πίστης των ΗΠΑ.

Υπήρχαν δύο κυρίως λόγοι που αιτιολογούσαν την επέκταση της στεγαστικής πίστης σε δανειολήπτες χαμηλής εξασφάλισης. Αφενός, υπήρχε μεγάλη ζήτηση της επενδυτικής αγοράς για CDOs δομημένα επί στεγαστικών δανείων, ακόμη και μετά την σχετική εξάντληση του πρώτου κύματος δανειοληπτών, οι οποίοι θεωρούνταν φερέγγυοι. Αφετέρου, υπήρχε η λανθασμένη πεποίθηση ότι η αξία του υποκείμενου παγίου, ήτοι των ακινήτων, δεν θα μπορούσε να πέσει ποτέ κάτω από την αξία κτήσης. Με άλλα λόγια, με την τιμή του ακινήτου να αυξάνει συνεχώς, καθώς ακόμη και στο ενδεχόμενο χρεοκοπίας του δανειολήπτη, η οικία του θα εκποιείτο σε αξία ανώτερη της τιμής στην οποία αποκτήθηκε και συνεπώς θα καλυπτόταν και η υπολειπόμενη αξία του μη εξυπηρετούμενου δανείου, μπορούσε έτσι η Τράπεζα όχι μόνο να μην εγγράψει λογιστικές ζημίες αλλά να αποκομίσει και κέρδη. Η εν λόγω παραδοχή, ωστόσο, δεν είχε λάβει υπόψη το γεγονός ότι, στο ενδεχόμενο μιας μαζικής αδυναμίας εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων — η οποία δεν άργησε να ακολουθήσει— θα παρατηρούνταν μαζικές εκποιήσεις ακινήτων, προκαλώντας στην αγορά μεγαλύτερη προσφορά από την ζήτηση, και κατά συνέπεια διαρκή πίεση των τιμών των ακινήτων προς τα κάτω. Σε συνθήκες, μάλιστα, ύφεσης και πιστωτικής συρρίκνωσης, η ζήτηση περιορίζεται, περαιτέρω, από την έλλειψη δανειακών κεφαλαίων (στεγαστικών δανείων), ωθώντας έτι περισσότερο τις τιμές προς τα κάτω.

Τα προβλήματα, που δεν άργησαν να ανακύψουν από την χορήγηση αυτών των δανείων, οφείλονται στην καταστρατήγηση ενός από τους πλέον βασικούς κανόνες της τραπεζικής πίστης: την αναγκαιότητα διεξαγωγής της δέουσας πιστοληπτικής αξιολόγησης των δανειοληπτών, ώστε να διαφοροποιηθούν οι επιτοκιακές χρεώσεις ανάλογα με τον κίνδυνο. Όταν τα επιτόκια θα άρχιζαν σύντομα να ανεβαίνουν λόγω της δυσπιστίας στη διατραπεζική αγορά, πολλοί δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις, πολλές φορές ακόμη και πριν από την μεταβολή των επιτοκίων. Ειδικότερα, καθώς ο ρυθμός εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων άρχισε να ελαττώνεται σημαντικά, και οι αντίστοιχες εισερχόμενες χρηματοροές των CDOs να περιορίζονται, οι Τράπεζες που διέθεταν τίτλους σε Conduits και SVIs¹⁷⁹ χρειάζονταν άμεσα ρευστότητα, ώστε να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους επί των εγγυήσεων που είχαν δώσει για να μεταφέρουν τα υποκείμενα δάνεια στον ισολογισμό

¹⁷⁸ <http://www.investopedia.com/ask/answers/07/subprime-mortgage.asp>.

¹⁷⁹ Τα τελευταία χρόνια ανέκυψαν νέα επενδυτικά-εταιρικά μορφώματα, γνωστά ως «Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες» (Special Investment Companies), που λειτουργούσαν στο πλαίσιο τραπεζικών ομίλων, προσφέροντας εξελιγμένα προϊόντα. Μορφές των εταιριών αυτών αποτελούν τα Conduits και τα SVIs (από το Structured Investment Vehicles, δηλαδή Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων). Κεντρικό χαρακτηριστικό των μορφωμάτων αυτών, είναι η διακράτηση CDOs που εξασφάλιζαν μακροχρόνια ρευστότητα και κεφάλαια από την έκδοση βραχυπρόθεσμων Εμπορικών Τίτλων Δανειακών Εγγυήσεων (Asset-Backed Commercial Papers, ABCPs). Οι μητρικές εταιρίες, ειδικότερα, προέβαιναν στην ίδρυση των μορφωμάτων αυτών, προκειμένου να παρακάμψουν τις απαιτήσεις για την κεφαλαιακή επάρκεια των Τραπεζών. Μόνη υποχρέωση των τελευταίων ήταν να εγγυηθούν την δυνατότητα των Conduits και των SVIs να ξεχρεώσουν τους επενδυτές τους (δηλαδή τους κατόχους τίτλων ABCPs), εάν τα εν λόγω μορφώματα δεν κατόρθωναν να εκδώσουν νέους τίτλους στην αγορά. Το βασικό πρόβλημα-μειονέκτημα του όλου αυτού εγχειρήματος είναι η απόκρυψη της διακράτησης τέτοιου είδους τίτλων από τους ισολογισμούς των Τραπεζών. Βλ. Αναλυτικότερα σε https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_χρηματοπιστωτική_κρίση_2007-2008. Christopher O' Leary: Move over CDO's... SIV's are coming of age, σε <http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/SIVs.pdf>, <http://askville.amazon.com/SIV/AnswerViewer.do?requestId=6540261>, https://en.wikipedia.org/wiki/Structured_investment_vehicle, The Financial Crisis Inquiry Report (PDF). National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. 2011, σελ. 252.

τους, κάτι που δημιουργούσε αναπροσαρμογές και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Όσες διέθεταν αντίστοιχους τίτλους, αντιμετώπιζαν με διστακτικότητα το ενδεχόμενο δανεισμού μιας άλλης Τράπεζας στην διατραπεζική αγορά, εξαιτίας της έλλειψης διαφάνειας από την έκθεσή τους στον κίνδυνο ρευστότητας. Απόρροια του τελευταίου τούτου ήταν και η απότομη αύξηση των επιτοκίων στην "αφερέγγυα" πλέον διατραπεζική αγορά. Τα ιδρύματα που εξαρτώνταν από την αγορά μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων υπέστησαν τότε και τις μεγαλύτερες απώλειες.

Οι κεντρικές Τράπεζες των κρατών επενέβησαν συγχρονισμένα, με σκοπό να εξασφαλίσουν ρευστότητα με εγγυήσεις και περιόρισαν την αστάθεια στα επιτόκια της βραχυπρόθεσμης αγοράς. Η αμερικανική Fed, προέβη σε μείωση επιτοκίων, τα οποία ήδη από τις αρχές της δεκαετίας και μετά το σπάσιμο της φούσκας των εταιρειών ίντερνετ είχαν μειωθεί σημαντικά, ενώ η EKT πάγωσε τις αυξήσεις και άρχισε να προσανατολίζεται σε πιθανές μειώσεις.

Πιο συγκεκριμένα ως προς την εξέλιξη των γεγονότων, ήδη από τις αρχές του 2007 επικρατούσε έντονη φημολογία ότι η στεγαστική αγορά των ΗΠΑ παρουσίαζε εμφανή σημάδια κόπωσης. Παρά τις προσπάθειες πολλών επίσημων παραγόντων της αμερικανικής οικονομίας να καθησυχάσουν την αγορά, το καλοκαίρι του 2007, η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα CDOs άρχισε να υποχωρεί, μετά μάλιστα και την πτώχευση μεμονωμένων κεφαλαίων κορυφαίων επενδυτικών Τραπεζών (Bear Stearns) σε CDOs, καθώς και την υποβάθμιση των τελευταίων από τους Οίκους Αξιολόγησης. Ορόσημο για την καταγιστική εξέλιξη της κρίσης, υπήρξε η 9^η Αυγούστου 2007, κατά την οποία ξέσπασε μεγάλη κρίση στις ΗΠΑ, λόγω της αδυναμίας μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για την αποπληρωμή δανείων sub-prime.

Περαιτέρω, λόγω της αδυναμίας των Τραπεζών να ανταποκριθούν από τη μια στην είσπραξη των απαιτήσεων από τους δανειολήπτες και από την άλλη στην αποπληρωμή υποχρεώσεων τοκομεριδίων και αξιών ομολόγων CDOs, ταυτόχρονα με την έξαρση του φαινομένου των αναλήψεων πανικού (bank run) λόγω του ταχύτατα διαδιδόμενου κλίματος απαισιοδοξίας και κλονισμού της εμπιστοσύνης, ακολούθησε αλυσιδωτή αντίδραση πτώχευσης κολοσσών της αμερικανικής επενδυτικής, στεγαστικής αλλά και ασφαλιστικής αγοράς (Lehman Brothers, AIG, Freddie Mac, Fannie Mae κ.ά.), η οποία αντιμετωπίστηκε οριακά την τελευταία στιγμή χάρη στην δυναμική κρατική παρέμβαση της κυβέρνησης των ΗΠΑ με την μορφή ενέσεων ρευστότητας και της αγοράς των «τοξικών ομολόγων» με δημόσιο χρήμα, εξαγορών από μεγαλύτερες επιχειρήσεις κλπ.

Ο πανικός επεκτάθηκε αυτόματα και στην Ευρώπη, κυρίως όπου η έκθεση στα εν λόγω «τοξικά ομόλογα», είτε των Τραπεζών είτε και Κυβερνήσεων, όπως η Ισλανδία, υπήρξε εκτεταμένη. Πολλές μεγάλες ευρωπαϊκές Τράπεζες αλλά και στεγαστικές επιχειρήσεις είτε κρατικοποιήθηκαν, είτε συγχωνεύθηκαν είτε απλώς αφέθηκαν να καταρρεύσουν. Πράγματι, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που προκλήθηκε στις ΗΠΑ και διαδόθηκε διεθνώς δεν μπορούσε να μην επηρεάσει τις χώρες του ευρώ. Η στενή διασύνδεση των ευρωατλαντικών χρηματοπιστωτικών αγορών, η αλληλεξάρτηση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών, οι υψηλές εκατέρωθεν άμεσες επενδύσεις, οι κοινές επιχειρηματικές αλυσίδες, η ψυχολογική αλληλεπίδραση κ.α. προσέφεραν τα κανάλια μετάδοσης της κρίσης και στις χώρες του ευρώ. Πρώτο μέλημα της οικονομικής πολιτικής των ευρωπαϊκών χωρών ήταν η διάσωση των εθνικών τραπεζικών συστημάτων τους και η αποφυγή ενός γενικευμένου bank run μέσω της λήψης μέτρων, όπως, λ.χ. της ενίσχυσης της κεφαλαιουχικής βάσης των τραπεζών με δημόσια κεφάλαια και εγγυήσεις καταθέσεων. Σε δεύτερο χρόνο η κρίση έπληξε τις πραγματικές οικονομίες λόγω της μείωσης του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων, της περιστολής της ενεργού ζήτησης και της περιοριστικής πιστοδοτικής πολιτικής των Τραπεζών.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, σε συνδυασμό με την ύφεση της πραγματικής οικονομίας, προκάλεσε αυξημένες δημόσιες δαπάνες, οι οποίες με τη σειρά τους κλόνησαν τη δημοσιονομική σταθερότητα ορισμένων χωρών της Ευρωζώνης και οδήγησαν σε κρίσεις δημοσίου χρέους (π.χ. Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιταλία) ή σε τραπεζικές κρίσεις, η αντιμετώπιση των οποίων απαιτούσε σημαντικά δημόσια κεφάλαια μέσω δανεισμού από τις αγορές (π.χ. Ισπανία, Ιρλανδία)¹⁸⁰.

Παράλληλα με την εξέλιξη της κρίσης και την αναδιαμόρφωση του χάρτη της παγκόσμιας αγοράς λόγω των συνεχόμενων ανακατατάξεων, καταβαλλόταν συνεχόμενη προσπάθεια σε επίπεδο πολιτικών ηγεσιών και κεντρικών Τραπεζών, τόσο για την απομάκρυνση του κλίματος απαισιοδοξίας και πανικού, όσο και για την εκπόνηση ενός ρυθμιστικού πλαισίου για την εξάλειψη του πιστωτικού κινδύνου, αλλά και την αποφυγή της επανάληψης παρόμοιων κρίσεων μελλοντικά¹⁸¹. Έτσι, πέραν των ενέσεων ρευστότητας που επανειλημμένα διοχετεύθηκαν στην αγορά από τις κεντρικές Τράπεζες (Fed, ECB κ.ά.), διεξήχθησαν έντονες και ποικίλες συζητήσεις και ελήφθησαν συγκεκριμένα μέτρα, αναφορικά με τις εγγυήσεις των καταθέσεων, την μετάβαση του μοντέλου παραγωγής και διανομής δανείων σε ένα νέο χρηματοοικονομικό σύστημα με επίκεντρο την Κεφαλαιαγορά, καθώς και τον ρόλο των κεντρικών Τραπεζών στη διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας¹⁸².

6.4. Ο αντίκτυπος της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, ο αντίκτυπος της Διεθνούς Οικονομικής Κρίσης του 2007-2008 υπήρξε συγκριτικά περιορισμένος ως προς την έκθεση, είτε του Κράτους είτε των συστημικών Τραπεζών, σε τοξικά ομόλογα. Οι αρχικές συνέπειες της κρίσης ήταν συγκριτικά ήπιες για την χώρας μας: 1^{ον}) Δεν προκλήθηκαν ανυπέρβλητα προβλήματα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, αφενός μεν λόγω του χαμηλού βαθμού διασύνδεσής του με το αμερικανικό και το βρετανικό σύστημα, αφετέρου δε λόγω της μη κατοχής σημαντικού ποσοστού «τοξικών» τίτλων. 2^{ον}) Οι επιδράσεις στην πραγματική οικονομία, με εξαίρεση τον τουρισμό και τη ναυτιλία, ήταν σχετικά ήπιες, ενόψει του χαμηλού βαθμού ανοίγματος της ελληνικής οικονομίας¹⁸³.

Κατά το αρχικό ξέσπασμα της κρίσης και το πρόβλημα ρευστότητας που προκάλεσε αύξηση στα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς, οποιαδήποτε πιθανή δανειοδότηση της μιας ελληνικής Τράπεζας από μια άλλη (ελληνική ή ευρωπαϊκή) κατέστη πιο δύσκολη και χρονοβόρα απ' ότι στο παρελθόν. Το κόστος της διατραπεζικής αγοράς στην Ελλάδα έγινε ιδιαίτερα αισθητό τον Οκτώβριο του 2008, με αύξηση 0,5% στα επιχειρηματικά και 1% στα στεγαστικά δάνεια. Η στεγαστική αγορά πάγωσε και υπολογίζονταν περίπου 200.000 απούλητα ακίνητα, μεταξύ των οποίων και πολλά νεόδμητα, με τους κατασκευαστές να προχωρούν σε ελκυστικές προσφορές και μεγάλη υποχώρηση τιμών. Μάλιστα, ο πρόεδρος του ΕΒΕΑ διατύπωσε τότε την άποψη, ότι η κρίση δεν οφειλόταν αποκλειστικά στα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης, αλλά γενικότερα στον τρόπο διακυβέρνησης των επιχειρήσεων και του τραπεζικού κλάδου, αλλά και στην ίδια την διακυβέρνηση της αμερικανικής πολιτείας κατά τα τελευταία 15 έτη.

¹⁸⁰ Βλ. Α. Κότιο / Γ. Παυλίδη: όπ.παρ., σελ. 166-167.

¹⁸¹ Βλ. αντί άλλων Christos V. Gortsos, The Single Supervisory Mechanism (SSM). Legal aspects of the first pillar of the European Banking Union, 2015.

¹⁸² https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_Χρηματοπιστωτική_Κρίση_2007-2008, <http://underwriter.gr/> Οι μεγαλύτερες οικονομικές κρίσεις του 20^{ου} αιώνα.

¹⁸³ Βλ. Α. Κότιο / Γ. Παυλίδη: όπ.παρ., σελ. 222 επ., Χ. Γκόρτσο, Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό δίκαιο, όπ.παρ., σελ. 141, με περαιτέρω παραπομπές, ο οποίος επισημαίνει ότι η τρέχουσα δημοσιονομική κρίση στην ευρωζώνη, η οποία ξεκίνησε από την Ελλάδα, είναι ως επί τω πλείστον προϊόν των σωρευμένων επί δεκαετίες δημοσιονομικών ανισορροπιών.

Επιπροσθέτως, μειώθηκαν οι ρυθμοί της μέχρι πρότινος φρενήρους πιστωτικής επέκτασης, με τις Τράπεζες να προτείνουν ευέλικτα τραπεζικά προϊόντα ή δάνεια σταθερού επιτοκίου, αντί των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο. Παράγοντες της κτηματομεσιτικής αγοράς έκαναν εκκλήσεις για νομοθετική ρύθμιση, με σκοπό τον περιορισμό των εκτελούμενων οικοδομικών αδειών, εφόσον δεν είχε πουληθεί πρώτα ένα συγκεκριμένο ποσοστό των ολοκληρωθεισών κατασκευών.

Η κρίση, αν και δεν προκάλεσε, επέτεινε την κρίση χρέους της ελληνικής οικονομίας. Είναι ενδεικτικό ότι το 2007, δηλαδή πριν καν ξεσπάσει η κρίση, η χώρα εμφάνιζε δημόσιο χρέος ίσο με το 105% του ΑΕΠ και δημοσιονομικό έλλειμμα -6,4% του ΑΕΠ. Η κατάσταση χειροτέρευσε δραματικά το 2009, όταν χωρίς να υπάρχουν τα περιθώρια άσκησης επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτινάχθηκε στο -15,4% / ως προς το ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος στο 126,8%. Παρά ταύτα η χώρα συνέχιζε να δανείζεται με σχετικά ευνοϊκούς όρους. Εν συνεχεία, μια σειρά από δυσμενή γεγονότα, όπως οι συνεχείς αρνητικές δηλώσεις για την κατάσταση της χώρας, οι παλινωδίες της οικονομικής πολιτικής, οι διαδοχικές υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τους Οίκους Αξιολόγησης, η δημοσιοποίηση νέων οικονομικών στοιχείων κ.α. εκτίνασαν σταδιακά τα επιτόκια δανεισμού και καθιστούσαν την χρηματοδότηση του ελληνικού Δημοσίου ιδιαίτερα δυσχερή.

Την κατάσταση αυτή την εκμεταλλεύτηκαν οι κερδοσκόποι τίτλων και συναλλάγματος και την αξιοποίησαν χώρες, όπως η Γερμανία και οι ΗΠΑ, που είχαν όφελος από ένα υποτιμημένο ευρώ· η Γερμανία για να αυξήσει τις εξαγωγές της και οι ΗΠΑ για να ενισχύσουν το δολάριο και να αποφύγουν την μετατροπή συναλλαγματικών αποθεμάτων πλεονασματικών χωρών από το δολάριο στο ευρώ, γεγονός που θα δυσχέραινε την εξωτερική χρηματοδότηση της δικής τους οικονομίας. Τελικά, στις 23 Απριλίου 2010 η χώρα κατέθεσε στο ΔΝΤ και στο Συμβούλιο της ΟΝΕ αίτημα για δημόσια χρηματοδότηση¹⁸⁴.

Τα μέτρα αντιμετώπισης οιονεί προβλημάτων στην Ελλάδα, εστιάστηκαν στην διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των Τραπεζών, με την χορήγηση 28 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 8 δισ. σε μορφή κρατικών ομολόγων, ενώ καθορίστηκε ως κεφαλαιακή βάση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ποσό μέχρι 5 δισ. ευρώ. Ο τότε Διευθυντής της Τράπεζας της Ελλάδος Γ. Προβόπουλος σε ανοιχτή συνέντευξη, είχε την πεποίθηση πως το πρόβλημα ορισμένων Τραπεζών θα αφορά τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας λόγω των απωλειών τους στο χρηματιστήριο, ενώ ο τότε Υπουργός των Οικονομικών Γ. Αλογοσκούφης είχε δηλώσει, ότι θα έπρεπε να επαναπροσδιορισθούν οι αμοιβές των μεγάλων στελεχών, οι οποίες μάλιστα δεν θα έπρεπε να ξεπερνούν τις αμοιβές του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, μια συζήτηση που έχει ήδη ανοίξει στην Ευρώπη κατά τα προηγούμενα δύο χρόνια. Περαιτέρω, οι πρώτες ανακατατάξεις στην τραπεζική αγορά έγιναν αισθητές με την συγχώνευση της Proton Bank με την Τράπεζα Πειραιώς. Ωστόσο, και παρά την πτώση των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά χάρη στην ενισχυτική δράση της ΕΚΤ, οι ελληνικές Τράπεζες αύξησαν ισόποσα τα περιθώρια κέρδους, με αποτέλεσμα να μην γίνει αντιληπτή η ελάφρυνση στους πελάτες-δανειολήπτες.

Συμπερασματικά, τα οικονομικά ιδρύματα που επηρεάστηκαν περισσότερο από την κρίση αφορούσαν σε εκμετάλλευση ακινήτων (real estate), χωρίς να απουσιάζουν προβλήματα σε τραπεζικές ή ασφαλιστικές υπηρεσίες. Τα πραγματικά προβλήματα της κρίσης άρχισαν να διαφαίνονται στην ελληνική οικονομία με την άνοδο των επιτοκίων και την συντηρητικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, με συνέπεια να πλήττονται δανειολήπτες, μικρομεσαίες επιχειρήσεις, η ίδια η αγοραστική συμπεριφορά των

¹⁸⁴ Βλ. αναλυτικότερα Α. Κότιο / Γ. Παυλίδη: όπ.παρ., σελ. 223 επ. και Ελληνική κρίση χρέους 2010-σήμερα σε https://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνική_κρίση_χρέους_2009-σήμερα.

καταναλωτών, καθώς και οι λοιπές πτυχές της αγοράς, με άμεσο αντίκτυπο στο σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας¹⁸⁵.

¹⁸⁵ [https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση 2007-2008](https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_Χρηματοπιστωτική_Κρίση_2007-2008).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 — Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

7.1. Ο ρόλος των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης στην πρόσφατη Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση

Κυκλοφορεί ένα διάσημο γνωμικό όσον αφορά την κριτική απέναντι στον ρόλο των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης κατά την πρόσφατη Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007-2008, αλλά και την επακολουθήσασα και εν εξελίξει ευρισκόμενη κρίση κυβερνητικού χρέους (sovereign debt): *“First they were too late, and now they are too early”*. Με άλλα λόγια, οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης άργησαν να διαγνώσουν την «τοξικότητα» των σύνθετα δομημένων επενδυτικών προϊόντων, βασισμένων σε επισφαλή στεγαστικά δάνεια, τα οποία προκάλεσαν, ως ήδη ελέχθη, το «ντόμινο» κρίσης του διεθνούς χρηματοπιστωτικού τομέα. Αντίστοιχα βιάστηκαν να αξιολογήσουν ως «σκουπίδια» (junk bonds) τα κρατικά ομόλογα κρατών, όπως για παράδειγμα της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας, «πατώντας την σκανδάλη» για την εκκίνηση της πλέον επικίνδυνης σύγχρονης κρίσης κυβερνητικού χρέους, από την οποία, μάλιστα, δεν διαφαίνεται ασφαλής έξοδος λόγω εγγενών ελαττωμάτων του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁸⁶.

Είναι αναγκαίο, προκειμένου να κατανοηθεί η προαναφερθείσα αντίφαση στην ταχύτητα αλλά και την ποιότητα αντίδρασης των Οίκων Αξιολόγησης απέναντι στις δύο μορφές πιστωτικού κινδύνου, προερχομένων, αντίστοιχα, από ιδιωτικά και κυβερνητικά χρέη, να αναλυθεί ο τρόπος με τον οποίο δραστηριοποιούνται οι εν λόγω Οίκοι Αξιολόγησης, αλλά και η πηγή προέλευσης της κινητήριας δύναμής τους, που είναι, όπως και στην περίπτωση κάθε ιδιωτικής επιχείρησης, τα έσοδά τους.

Όπως αναλύθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, οι Οίκοι Αξιολόγησης έχουν ως αντικείμενο την έκδοση αξιολογήσεων, κυρίως επί ομολόγων (Corporate Debt), συνταξιοδοτικών ή ασφαλιστικών σχημάτων, κυβερνήσεων κ.λπ. Η αξιολόγηση αφορά τόσο στον ίδιο τον εκδότη (issuer), όσο και σ' αυτό καθαυτό το επενδυτικό προϊόν. Συνεπώς, η τελική αξιολόγηση επηρεάζεται από την φερεγγυότητα αμφοτέρων των παραγόντων. Όπως ομοίως προεκτέθηκε, υφίστανται τρεις μεγάλοι Οίκοι, εκ των οποίων η Moody's και η Standard & Poor's είναι αμερικανικών συμφερόντων κατέχουσες το 50% της αγοράς, ενώ η Fitch έχει την διοίκησή της σε ευρωπαϊκό έδαφος, κατέχουσα περίπου το 15% της αγοράς, ενώ το υπόλοιπο 35% της αγοράς μοιράζεται σε μικρότερες επιχειρήσεις.

Τα έσοδα των μεγάλων Οίκων Αξιολόγησης είναι τεράστια, με την Moody's για παράδειγμα να έχει μέσο ετήσιο κύκλο εργασιών (annual turnover) της τάξεως των 2 δις. δολ. περίπου. Αυτά τα έσοδα προέρχονται από δύο κατηγορίες: τους εκδότες (issuers) επενδυτικών προϊόντων, οι οποίοι πληρώνουν τους Οίκους για να λάβουν αξιολογήσεις επί των προϊόντων αυτών, και τους διάφορους συνδρομητές / χρήστες που ζητούν να συγκεντρώσουν και να αναλύσουν περαιτέρω τις διάφορες αξιολογήσεις. Είναι προφανές, ότι ο κύριος όγκος των εσόδων προέρχεται από την πρώτη κατηγορία, ήτοι τους εκδότες (issuers), και αυτό συνιστά ακριβώς το σημείο που οι Οίκοι δέχονται την πιο έντονη κριτική, ως κατεξοχήν περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων (Conflict of interest).

Αντίθετα, δεν προκύπτει κανένα έσοδο για τους Οίκους Αξιολόγησης, για το έτερο, δευτερεύον θα λέγαμε αντικείμενο, που έγκειται στην αξιολόγηση της οικονομικής κυρίως επίδοσης (Performance) διαφόρων Κυβερνήσεων. Αν και στο εν λόγω αντικείμενο απουσιάζει κάθε βάση για άσκηση κριτικής ως προς την σύγκρουση συμφερόντων,

¹⁸⁶ Βλ. και την από 29-3-2012 Γνωμοδότηση με θέμα την «πρόταση κανονισμού για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας».

ωστόσο, η εν λόγω αξιολόγηση επηρεάζει πληθώρα οικονομικών παραγόντων που δραστηριοποιούνται στην διεθνή αγορά ομολόγων δημοσίου χρέους (sovereign debt), ενώ εγείρονται πολλαπλά ζητήματα αμφισβήτησης της ανεξαρτησίας των Οίκων Αξιολόγησης, όταν εκφράζουν γνώμη για την οικονομική επίδοση ξένων χωρών, δρώντων μεμονωμένα ή εντός συμμαχιών, και εχόντων ανταγωνιστικά προς τις ΗΠΑ οικονομικά ή και γεωπολιτικά συμφέροντα¹⁸⁷.

Συνεπώς, οποιοδήποτε συμπέρασμα ως προς την διαφοροποίηση της ταχύτητας αντίδρασης και ποιότητας της αξιολόγησης των Διεθνών Οίκων, στις δύο ως άνω περιπτώσεις, ήτοι των CDOs των αμερικανικών επενδυτικών Τραπεζών και του κυβερνητικού χρέους ευρωπαϊκών χωρών, θα πρέπει να λάβει σοβαρά υπόψη την εσωτερική δομή και λειτουργία, καθώς και την πηγή προέλευσης των εσόδων των Οίκων Αξιολόγησης.

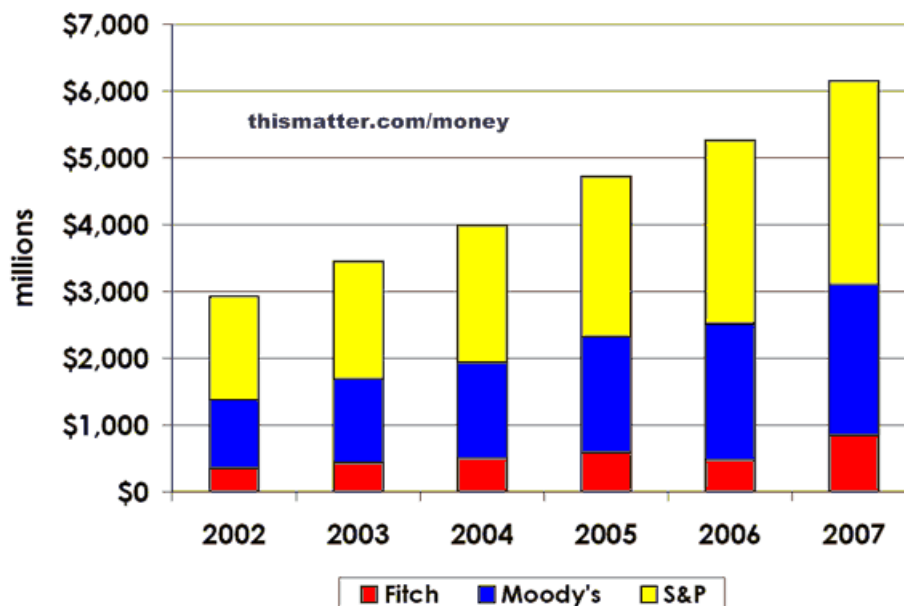
Ο λόγος που ουσιαστικά γίνεται αναφορά μόνο στους τρεις μεγάλους Οίκους Αξιολόγησης (Moody's, S&Ps και Fitch), όσον αφορά στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, δεν οφείλεται μόνον στο γεγονός ότι κατέχουν την μερίδα του λέοντος στην αγορά, αλλά και σε έναν ακόμη πολύ σημαντικότερο συστημικό παράγοντα. Εξαιτίας του διαμορφωθέντος ρυθμιστικού πλαισίου στις ΗΠΑ, οι θεσμικοί λεγόμενοι επενδυτές ήταν υποχρεωμένοι ή ενθαρρύνονταν σημαντικά, μέσω ισχυρών κινήτρων, να αγοράζουν τα εν λόγω δομημένα επενδυτικά προϊόντα αποκλειστικά υπό τον όρο της προηγούμενης αξιολόγησης των προϊόντων αυτών από τους πιστοποιημένους προς τούτο Οίκους Αξιολόγησης, και μάλιστα με την προϋπόθεση της λήψης κορυφαίων αξιολογήσεων επί των προϊόντων αυτών. Η "Investment Company Act (1940)" απαιτεί τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, να αγοράζουν μόνον ομόλογα που έχουν προηγουμένως λάβει μία από τις δύο κορυφαίες αξιολογήσεις εκ μέρους των Οίκων Αξιολόγησης. Ταυτόχρονα, η Fed επιτρέπει στις Τράπεζες υψηλή μόχλευση, εφόσον τα χρηματικά τους διαθέσιμα χρησιμοποιούνται για την κάλυψη επενδυτικών προϊόντων με υψηλότερους δείκτες αξιολόγησης. Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, όπου η εξάρτηση από τις υψηλές βαθμολογίες των Οίκων Αξιολόγησης είχε γίνει ο κανόνας αλλά και το προαπαιτούμενο για την προσέλκυση επενδυτών, ακόμη και η αγορά χρηματοοικονομικών παραγώγων, η οποία μέχρι και το 2010 ήταν πλήρως απορρυθμισμένη, βρέθηκε να εξαρτάται άμεσα από τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις.

Με βάση το εν λόγω ρυθμιστικό πλαίσιο, οι μόνοι Διεθνείς Οίκοι που ήταν, και εξακολουθούν να είναι ακόμη και σήμερα, εξουσιοδοτημένοι και πιστοποιημένοι από την ίδια την Κυβέρνηση των ΗΠΑ, προκειμένου να διενεργούν αξιολογήσεις για τα συγκεκριμένα επενδυτικά προϊόντα, ήταν η Moody's, η Standard & Poor's και η Fitch, ενώ παράλληλα η αξιολόγηση των τελευταίων θα έπρεπε να είναι εξαιρετική ως προϋπόθεση για την απορρόφησή τους από την επενδυτική αγορά. Με άλλα λόγια, το ίδιο το ρυθμιστικό πλαίσιο, αφενός μεν δημιουργούσε ένα σαφές ολιγοπώλιο στην αγορά των Οίκων Αξιολόγησης, αφετέρου δε υποχρέωνε ή ενθάρρυνε την συντριπτική μερίδα των αγοραστών (θεσμικών επενδυτών) των δομημένων προϊόντων να αγοράζουν αυτά αποκλειστικά υπό τον όρο της λήψης άριστης αξιολόγησης από τους προαναφερθέντες Διεθνείς Οίκους.

Ταυτόχρονα, οι Οίκοι Αξιολόγησης δέχονταν αδρές αμοιβές για την αξιολόγηση των δομημένων επενδυτικών προϊόντων, οι οποίες έβαιναν διαρκώς αυξανόμενες στα έτη προ της κρίσης, καθόσον η ζήτηση από τους θεσμικούς επενδυτές ολοένα και αυξανόταν, λόγω της εξαιρετικής κερδοφορίας που επέφεραν σε αυτούς τα νέα επενδυτικά προϊόντα, τα οποία, πέραν των παραδοσιακών θεσμικών επενδυτών εντός ΗΠΑ, αγοράζονταν πλέον από Τράπεζες και κυβερνήσεις του εξωτερικού (όπως η Ισλανδία).

¹⁸⁷ Dir. Chris Ferguson: Inside Job. Sony Pictures Classics, 2010. Film.

Revenue of Big 3 Credit Rating Agencies: 2002-2007



Όλοι οι ανωτέρω παράγοντες δημιουργούσαν ένα «εκρηκτικό μείγμα» στην αγορά των νέων δομημένων επενδυτικών προϊόντων, όπου συνυπήρχαν παράλληλα καταστάσεις ολιγοπωλιακές που ενθαρρύνονταν τόσο από ρυθμιστικές αρχές όσο και από το γενικότερο κλίμα εξάρτησης της επενδυτικής αγοράς από τις υψηλές αξιολογήσεις, καθώς και συνθήκες σύγκρουσης συμφερόντων (conflict of interests) μεταξύ πωλητή και πελάτη, αφού οι Οίκοι Αξιολόγησης πληρώνονταν από τους ίδιους τους εκδότες (issuers) των επενδυτικών προϊόντων, τα οποία στη συνέχεια αξιολογούσαν.

Οι ως άνω περιγραφόμενες συνθήκες, ιδίως δε η σύγκρουση συμφερόντων, υπήρξαν η βάση για την άσκηση έντονης κριτικής απέναντι στο ρόλο που διαδραμάτισαν οι Οίκοι Αξιολόγησης στην πρόσφατη Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση. Κατά τα έτη που προηγήθηκαν της κρίσης, δεν υπήρχε ουσιαστικά καμία δέσμευση των Οίκων Αξιολόγησης για τις παρεχόμενες αξιολογήσεις στους πελάτες τους, υπό την έννοια ότι δεν υπήρχε καμία χρηματοοικονομική επίδραση για τους Οίκους στην περίπτωση που το προϊόν αποτύγχανε παρά τις καλές αξιολογήσεις. Επί δεκαετίες οι επίμαχοι Οργανισμοί τηρούσαν υπερασπιστική γραμμή έναντι αγωγών για ανακριβείς αξιολογήσεις παραθέτοντας συχνά τη φράση “Δεν μπορείτε να μας κατηγορείτε για την άποψή μας”¹⁸⁸. Επίσης σημαντικό είναι και το γεγονός ότι οι ίδιοι οι Οίκοι Αξιολόγησης πολύ σπάνια έως ποτέ δεν επένδυναν στα προϊόντα τα οποία αξιολογούσαν. Προκαλεί, επίσης, εντύπωση ότι ακόμη και μετά το ξέσπασμα της κρίσης και την προσπάθεια ρύθμισης των Οίκων Αξιολόγησης με το “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010)”, δεν τέθηκαν σαφείς οδηγίες ή κατευθύνσεις για το σχέδιο δράσης που πρέπει να ακολουθηθεί για τον εντοπισμό και εκμηδένιση των περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων, παρά μόνο γενικές κατευθύνσεις ή παραινήσεις¹⁸⁹.

Επιπλέον, η διαπραγμάτευση των συγκεκριμένων τίτλων ήταν δύσκολη, καθώς δεν μπορούσαν να πωληθούν στην δευτερογενή αγορά. Η ρευστότητα ήταν χαμηλή, ιδιαίτερος σε εχθρικές αγορές, και οι εκτιμήσεις της αξίας των CDOs καθορίζονταν από το

¹⁸⁸ Davis, Gerald F. (2009): *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*. New York: Oxford UP.

¹⁸⁹ Staff Report. *Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Cadwalader, Wickersham & Taft LLP. New York. 20 July 2010.

ίδιο το μοντέλο. Καθώς τέτοια μοντέλα απαιτούν αγοραίες τιμές που αντικατοπτρίζονταν σε σχετικούς δείκτες, η απουσία αξιόπιστων τιμών δημιούργησε ρήγμα στην λειτουργία του μοντέλου¹⁹⁰.

Συγκεκριμένα, και με βάση τις μετέπειτα επίσημες παραδοχές διευθυντικών και άλλων ανώτερων στελεχών των Οίκων Αξιολόγησης, τόσο ενώπιον του Κογκρέσου, όσο και σε πληθώρα δημοσιευμάτων σε έντυπο και ηλεκτρονικό τύπο, τα μοντέλα στα οποία οι Οίκοι βασίζονταν για την αξιολόγηση των τόσο σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, τα οποία μάλιστα είχαν δημιουργηθεί από κορυφαίους μαθηματικούς, στατιστικολόγους και οικονομολόγους, έπασχαν από ένα σοβαρότατο εγγενές ελάττωμα. Καθώς η ίδια η ύπαρξη των νέων αυτών επενδυτικών προϊόντων υπήρξε βραχύτατη και χωρίς προηγούμενο στις επενδυτικές αγορές, δεν υπήρχαν και χρονικά επαρκή δεδομένα, προκειμένου τα εν λόγω λογισμικά να μπορούν να εξάγουν ασφαλείς μακροπρόθεσμες προβλέψεις για την «συμπεριφορά» τόσο των επενδυτικών προϊόντων όσο και των αγοραστών τους. Ωστόσο, οι εν λόγω παραδοχές πλέον, παρά το ευλογοφανές του επιχειρήματος της έλλειψης επαρκών στατιστικών δεδομένων, φαντάζουν ως μια αναζήτησιμη λογικής επίφασης σε μια προσπάθεια μετακύλισης της ευθύνης της καταστροφής, που δεν είχε άλλη γενεσιουργό αιτία από την άμετρη επιδίωξη γρήγορων και τεράστιων κερδών σε ένα περιβάλλον ρυθμισμένο ως προς την εξασφάλιση ζήτησης και πελατών, αλλά και έλλειψης ανταγωνισμού από πλευράς προσφοράς παρόμοιων υπηρεσιών αξιολόγησης. Ταυτόχρονα, διαπνεόταν από την επίγνωση ότι και με την επέλευση της καταστροφής, αφενός μεν δεν θα επερχόταν ζημία στους ίδιους τους Οίκους Αξιολόγησης, καθώς δεν ήταν αυτοί που διέθεταν τα επενδυτικά προϊόντα αλλ' απλώς τα αξιολογούσαν, αφετέρου δε το ίδιο το ρυθμιστικό πλαίσιο θα παρέμενε απaráλλαχτο υπέρ των εν λόγω Οίκων, εξασφαλίζοντας μακροπρόθεσμα το σημαντικότερο μερίδιο των πελατών τους, ήτοι των αγοραστών των ίδιων ή παρόμοιων επενδυτικών προϊόντων¹⁹¹.

Από την παραπάνω ανάλυση καθίσταται σαφές, ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο που επιβλήθηκε στους Οίκους Αξιολόγησης πριν από το ξέσπασμα της κρίσης, προκάλεσε μια καταφανή στρέβλωση της ελεύθερης αγοράς υπέρ τους, εξασφαλίζοντας σε αυτούς αφενός μεν ολιγοπωλιακά προνόμια, αφετέρου δε συγκεκριμένο μερίδιο αγοράς, το οποίο μάλιστα αντιπροσώπευε σημαντικότερο ποσοστό του κύκλου εργασιών τους. Η ανοχή της σύγκρουσης συμφερόντων φαινόταν ως αναπόφευκτη επιλογή ενώπιον του διλήμματος του άμεσου κρατικού παρεμβατισμού, ήτοι της αξιολόγησης των επενδυτικών προϊόντων από αμιγώς κυβερνητικό οργανισμό και της δυσπιστίας που κάτι τέτοιο θα προκαλούσε στους επενδυτές με την συνεπαγόμενη απευκταία κάμψη της επενδυτικής δραστηριότητας, στην οποία βασίζεται μεγάλο ποσοστό των δεικτών οικονομικής δραστηριότητας των ΗΠΑ.

Εντούτοις, όπως προκύπτει από τα ιστορικά γεγονότα και τα στοιχεία που αποκαλύφθηκαν εκ των υστέρων στο πλαίσιο εξεταστικών επιτροπών, ερευνών και δημοσιευμάτων, εκείνο που θα ήταν αρκετό για να ανακόψει ολόκληρη την χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2008, η οποία στη συνέχεια επεκτάθηκε στην παγκόσμια οικονομική κρίση του έτους 2008, είναι η αμεροληψία και η εφαρμογή αξιόπιστων μοντέλων βασιζομένων σε επαρκή στατιστικά και μαθηματικά δεδομένα για την εκπόνηση των αξιολογήσεων. Ως προς τους παράγοντες αυτούς, η αμεροληψία διακυβευόταν ευθέως από το καθεστώς σύγκρουσης συμφερόντων, το οποίο περιεθάλπετο μέσα στο τεχνηέντως δημιουργηθέν ολιγοπωλιακό περιβάλλον δράσης των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης με την ανοχή της κυβέρνησης των ΗΠΑ, την ραγδαία αύξηση της ζήτησης από τους επενδυτές, αλλά και την εξαιρετικά προσοδοφόρα για τους Οίκους Αξιολόγησης ενασχόληση με τα δομημένα επενδυτικά προϊόντα. Η έλλειψη επαρκών

¹⁹⁰ https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_Χρηματοπιστωτική_Κρίση_2007-2008.

¹⁹¹ Yaron Brook: Credit rating agencies, You Tube.

στατιστικών δεδομένων για την βέλτιστη πρόβλεψη της συμπεριφοράς του επενδυτικού κοινού, αλλά και της απόδοσης των νέων επενδυτικών προϊόντων, θα έπρεπε να θεωρείται δεδομένη απ' όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, αλλά ταυτόχρονα θα έπρεπε να αποτελεί ακριβώς τον λόγο, προκειμένου όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά, ιδίως οι Οίκοι Αξιολόγησης, να είναι αρκετά επιφυλακτικοί στις αναλύσεις και τις αποφάσεις τους, και σε κάθε περίπτωση να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στον μοναδικά ελεγχόμενο εξισορροπητικό του κινδύνου παράγοντα, δηλαδή στην εξασφάλιση αμεροληψίας στις διενεργούμενες αξιολογήσεις.

Δεν ήταν, όμως, μόνο η προφασισζόμενη έλλειψη στατιστικών δεδομένων που οδήγησε στην αποτυχία των μαθηματικών μοντέλων των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά όπως επιπρόσθετα προκύπτει, μια «σκόπιμη χειραγώγηση των ίδιων των μοντέλων», προκειμένου να παράξουν τα επιθυμητά για τους πελάτες των οίκων αποτελέσματα (βαθμολογίες)¹⁹². Το 1996, ειδικότερα, η Moody's άρχισε να χρησιμοποιεί ένα μοντέλο αξιολόγησης για CDOs, το οποίο ήταν βασισμένο σε μια τεχνική με την ονομασία «Δυωνυμική Επέκταση» (binomial expansion). Το εν λόγω μοντέλο ήταν βασισμένο στην συντηρητική θεωρία ότι η διαφοροποίηση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου είναι η λιγότερο ριψοκίνδυνη επενδυτική προσέγγιση. Με άλλα λόγια, το μοντέλο έδινε χαμηλές αξιολογήσεις σε επενδυτικά πακέτα που εξαρτώνταν σημαντικά από ομοειδή επί μέρους επενδυτικά προϊόντα. Ωστόσο, με την ραγδαία αύξηση της ζήτησης για CDOs, η εφαρμογή του μοντέλου αυτού κατέστη μη προσοδοφόρος, καθόσον τα CDOs αποτελούνταν πλέον από ολοένα και περισσότερα subprime δάνεια, τα οποία ούτως ή άλλως ως επενδυτικά προϊόντα ήταν πανομοιότυπα, και ως εκ τούτου λάμβαναν χαμηλότερες αξιολογήσεις από το ήδη υφιστάμενο μοντέλο.

Κατόπιν συνεχόμενων πιέσεων από τη Wall Street, η Moody's εισήγαγε το 2004 ένα νέο μοντέλο, που ελαχιστοποιούσε την αρνητική επίδραση στη βαθμολογία ενός επενδυτικού προϊόντος λόγω της μη διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Με τον τρόπο αυτό, η ζήτηση για αξιολογήσεις CDOs από την Moody's άρχισε κι αυτή να αυξάνεται αλματωδώς, όπως και τα κέρδη της εταιρείας. Ακολούθως, στα τέλη του 2004, και προκειμένου να ανταπεξέλθει στον αυξανόμενο ανταγωνισμό, η S&P εισήγαγε κι αυτή το δικό της αντίστοιχο μοντέλο, που έδινε, επίσης, υψηλές βαθμολογίες στα CDOs, παρά την παντελή έλλειψη διαφοροποίησης ως μέσο αντιστάθμισης του πιστωτικού κινδύνου. Ως εκ τούτου προκύπτει, ότι η μετάβαση στα πιο «επιεική» μοντέλα αξιολόγησης, υπήρξε συνειδητή επιλογή της διοίκησης των Οίκων Αξιολόγησης, αφού κατ' αυτόν τον τρόπο εξυπηρετούνταν η αύξηση της κερδοφορίας τους, σε βάρος, ωστόσο, της ποιότητας των παρεχόμενων αξιολογήσεων επί μιας ιδιόζουσας κατηγορίας επενδυτικών προϊόντων, η οποία θα προκαλούσε αργά ή γρήγορα το σπάσιμο της στεγαστικής φούσκας των ΗΠΑ, συμπαρασύροντας, ακολούθως, ολόκληρο τον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Ως ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας που ευθύνεται για την αρνητική επίδραση των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στην διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, θα πρέπει να θεωρηθεί και η γενικότερη τάση κατά τις τελευταίες δεκαετίες των αμερικανικών εταιρειών να εισαγάγουν τις μετοχές τους στη χρηματιστηριακή αγορά, σε μια προσπάθεια διεύρυνσης της πηγής άντλησης κεφαλαίων τους, μακριά από το μέχρι τότε κυρίαρχο μοντέλο της ιδιοκτησιακής συνεισφοράς των εταιρικών κεφαλαίων¹⁹³. Από την δεκαετία του 1980, άρχισε να εμφανίζεται στις ΗΠΑ το φαινόμενο αυτό, γνωστό και ως «μετοχικός καπιταλισμός» ("shareholder capitalism")¹⁹⁴. Ωστόσο, υπήρξε ένα βαρύτατο τίμημα για αυτήν την διεύρυνση των χρηματοδοτικών πηγών των

¹⁹² Kevin Selig: Greed, Negligence or system failure? Credit rating Agencies and the Financial Crisis, The Kenan Institute for Ethics, Duke University, σελ. 1-13 (σελ. 7).

¹⁹³ Kevin Selig: όπ.παρ., σελ. 9-10.

¹⁹⁴ Loizos Heracleous / Luh Luh Lan (2010): The Myth of Shareholder Capitalism, Harvard Business Review, April 2010, στην ιστοσελίδα <https://hbr.org/2010/04/the-myth-of-shareholder-capitalism>.

εταιρειών από το επενδυτικό κοινό. Οι εισηγμένες εταιρείες έπρεπε πλέον να κοινοποιούν τις οικονομικές τους καταστάσεις σε τριμηνιαία βάση, ασκώντας εντονότατη πίεση στις διοικήσεις των εταιρειών για την επίτευξη υψηλότερων στόχων κερδοφορίας, η οποία, αναπόφευκτα, θα ερχόταν σε αντίθεση με τις αρχές της εταιρικής ακεραιότητας και συνέπειας.

Το έτος 2000, η Moody's εισήγαγε για πρώτη φορά τις μετοχές της στο χρηματιστήριο, κατόπιν διάσπασης με την μέχρι τότε εταιρεία συμμετοχών της, την Dun & Bradstreet. Το γεγονός αυτό είχε δύο άμεσες συνέπειες στην εταιρική κουλτούρα: 1^ο) Τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη άρχισαν να αμείβονται με δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών (stock options), γεγονός που ουσιαστικά υποκινούσε τα εν λόγω στελέχη να θέτουν την χρηματοοικονομική επίδοση της εταιρείας πάνω από την συνέπειά της για την εξασφάλιση ορθότητας και αμεροληψίας στις αξιολογήσεις της. 2^ο) Η εταιρεία έπρεπε πλέον να δημοσιεύει τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, γεγονός που ασκούσε έντονη πίεση στην διοίκηση για την επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών, επίσης εις βάρος της ποιότητας των παρεχόμενων αξιολογήσεων. Όπως, μάλιστα, ειπώθηκε από τον Mark Froeba, πρώην Senior Vice President της Moody's μετά από 10 έτη απασχόλησης, στην κατάθεσή του ενώπιον της Ομοσπονδιακής Εξεταστικής Επιτροπής για την Κρίση (Federal Crisis Inquiry Commission): «Όταν πρωτοήλθα στη Moody's στα τέλη του 1997, ο χειρότερος φόβος ενός αναλυτή θα ήταν η συμμετοχή του σε μια λανθασμένη αξιολόγηση, η δυσφήμιση της Moody's λόγω της αποτυχίας και κατά συνέπεια η απώλεια της θέσης εργασίας του. Όταν έφυγα από την Moody's (το 2007), ο χειρότερος φόβος ενός αναλυτή θα ήταν να πράξει το οτιδήποτε θα τον στιγμάτιζε πως διακύβευσε το μερίδιο αγοράς της Moody's, ότι μείωσε την κερδοφορία της εταιρείας ή ότι έβλαψε τις πελατειακές σχέσεις, χάνοντας κατά συνέπεια την θέση εργασίας του»¹⁹⁵.

Συνεπώς, η δράση των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης, αν και δεν μπορεί να θεωρηθεί η γενεσιουργός αιτία της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθόσον αυτή εντοπίζεται σε ένα συνονθύλευμα άμετρης πιστωτικής επέκτασης, με μεγάλους βαθμούς μόχλευσης, απορρύθμισης της πιστωτικής και ασφαλιστικής αγοράς, σταδιακής εξάλειψης ή περιορισμού των εγγυήσεων και της χαλάρωσης της εποπτείας σε έναν ανεξέλεγκτα αναπτυσσόμενο χρηματοπιστωτικό τομέα¹⁹⁶, εντούτοις συνιστά αναμφίβολα τον κύριο παράγοντα που θα μπορούσε να ανακόψει ή και να αντιστρέψει με διορθωτικές παρεμβάσεις την επελθούσα κρίση.

Συμπερασματικά, στην κρίση των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης έπαιξαν κυρίαρχο ρόλο οι κάτωθι πέντε παράγοντες¹⁹⁷:

1. Η αλλαγή της φιλοσοφίας των χρησιμοποιούμενων μαθηματικών μοντέλων, τα οποία άρχισαν να δίνουν ελάχιστη έμφαση στον πιστωτικό κίνδυνο που απορρέει από την μη διαφοροποίηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, προκειμένου να παρέχονται ευνοϊκότερες αξιολογήσεις στα CDOs.
2. Η εγγενής στην αγορά σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ αξιολογούντος και αξιολογούμενου, η οποία, εντούτοις, γινόταν ανεκτή απ' όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, ακόμη και από τις ρυθμιστικές αρχές, καθόσον τα βραχυπρόθεσμα οφέλη διαχέονταν εξίσου σε όλους, ενώ ταυτόχρονα αντικατοπτρίζονταν στους ολοένα αυξανόμενους ρυθμούς ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού τομέα, αλλά και της αμερικανικής οικονομίας γενικότερα.

¹⁹⁵ "Testimony of Mark Froeba." Testimony before The Financial Crisis Inquiry Commission. 2 June 2010. Report available at <http://www.fcic.law.stanford.edu>.

¹⁹⁶ Βλ. αναλυτικότερα Α. Κότιο / Γ. Παυλίδη, Διεθνείς Οικονομικές Κρίσεις, όπ.παρ., σελ. 119 επ.

¹⁹⁷ Kevin Selig, όπ.παρ.

3. Η εντεινόμενη πίεση στις διοικήσεις των Οίκων Αξιολόγησης από παράγοντες της επενδυτικής αγοράς για την χαλάρωση των κριτηρίων αξιολόγησης υπέρ των νέων δομημένων επενδυτικών προϊόντων, η οποία, όταν με τη σειρά της επήλθε, προκάλεσε έντονο ανταγωνισμό μεταξύ των μεγάλων Οίκων Αξιολόγησης για την απόκτηση ή διατήρηση του μεγαλύτερου δυνατού μεριδίου της αγοράς.
4. Η ριζική μεταστροφή της εταιρικής κουλτούρας των Οίκων Αξιολόγησης, συνεπεία της εισόδου αυτών στις χρηματιστηριακές αγορές, γεγονός που σηματοδότησε τον μετασχηματισμό των στόχων, από την εταιρική ακεραιότητα και φήμη στην βραχυπρόθεσμη επιδίωξη κερδοφορίας και βέλτιστων δεικτών χρηματοοικονομικής επίδοσης.
5. Το ρυθμιστικό πλαίσιο που ενθάρρυνε και σε πολλές περιπτώσεις υποχρέωνε θεσμικούς και άλλους μεγάλους επενδυτές να απευθύνονται στους Οίκους Αξιολόγησης για την εξασφάλιση υψηλών αξιολογήσεων των επενδύσεών τους, διαχέοντας ένα γενικότερο κλίμα εξάρτησης στο σύνολο της επενδυτικής αγοράς από το σύστημα αξιολογήσεων των Οίκων αυτών.

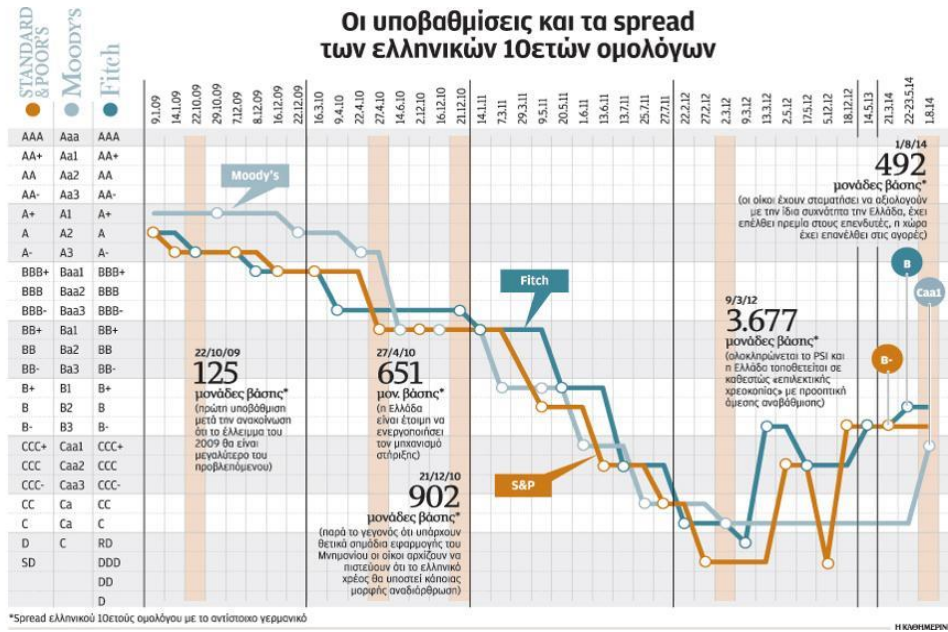
Η κρίση των Οίκων Αξιολόγησης, σε συνδυασμό με την σταδιακή απορρύθμιση του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού τομέα κατά το β' μισό του 20^{ου} αιώνα, την ραγδαία επέκταση της στεγαστικής πίστης που υποκινούνταν από την επιταχυνόμενη ζήτηση παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων βασισμένων σε επισφαλή στεγαστικά δάνεια και το βαθμό διεθνοποίησης των χρηματαγορών, συνέθεσαν το μείγμα εκείνο που αναμφίβολα πυροδότησε την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008, βυθίζοντας την υφήλιο σε μια πρωτοφανή οικονομική κρίση από την οποία αδυνατεί να εξέλθει μέχρι και σήμερα.

7.2. Ο ρόλος των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης στην Ελληνική Χρηματοπιστωτική Κρίση

Κατά τα έτη που προηγήθηκαν της κρίσης και όσον αφορά, ειδικότερα, την δημοσιονομική κρίση της Ελλάδας, οι τρεις μεγάλοι Οίκοι Αξιολόγησης (Moody's, Fitch και S&P) εμφανίστηκαν μάλλον αισιόδοξοι, κυρίως λόγω του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, των μεγάλων συμφωνιών, των εκτεταμένων δημόσιων έργων, της ευρωστίας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, της ταχείας ανάπτυξής τους στην Βαλκανική και εν γένει της εξωστρέφειας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Από τα τέλη, όμως, του έτους 2009 σημειώνεται μια θεαματική στροφή στις εκτιμήσεις τους. Μέσα στα τρία επόμενα χρόνια, οι τρεις μεγάλοι Οίκοι προχώρησαν σε 33 ανακοινώσεις υποβάθμισης ή προειδοποιήσεις για μελλοντική υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας, όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα¹⁹⁸. Οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας είχαν ως αποτέλεσμα την δημιουργία ενός σύνθετου και συνάμα χωρίς προηγούμενο οικονομικού σκηνικού για τη χώρα, το οποίο εξελίχθηκε εν είδη αυτοεκπληρούμενης προφητείας. Για πολλούς, οι υποβαθμίσεις αυτές συνέτειναν σε μεγάλο βαθμό στην ταχεία υποβάθμιση της δυνατότητας άντλησης δανεισμού της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές χρήματος, με συνέπεια την προσφυγή της στο μηχανισμό στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

¹⁹⁸ Σωτήρης Νίκας: Οι οίκοι αξιολόγησης επιτάχυναν την χρεοκοπία, σε <http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxyinan-th-xreokopia>.



Ως ήδη ελέχθη, οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, με βάση το σύστημα βαθμολογίας των ομολόγων που εκδίδουν τα κράτη και οι εταιρείες, διά της αξιολόγησης των ομολόγων των χωρών ανά τον κόσμο, δημιουργούν νέα δεδομένα οικονομικής εξουσίας, διαμορφώνοντας στην πράξη τις συνθήκες χρηματοδότησης του χρέους των χωρών, γεγονός που αναδεικνύει με τον πιο κατηγορηματικό τρόπο τα νέα δεδομένα της οικονομικής παγκοσμιοποίησης που βιώνουμε σήμερα. Αδιαμφισβήτητα, οι αξιολογήσεις των τριών μεγαλύτερων οίκων πιστοληπτικής ικανότητας κρίνουν σε σημαντικό βαθμό τα οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά δεδομένα ολόκληρων χωρών, ακόμη και ηπείρων, διαμορφώνοντας ανάλογες, κατά τόπους, εξελίξεις στις χώρες που εφαρμόζονται¹⁹⁹.

Ως προς το κόστος δανεισμού μιας χώρας, υπάρχει άμεση σχέση αλληλεξάρτησης με τις λαμβανόμενες από τους Οίκους Αξιολόγησης βαθμολογίες, όπως φαίνεται ξεκάθαρα στον ανωτέρω πίνακα. Συγκεκριμένα, η κάθε υποβάθμιση ή ανακοίνωση μελλοντικής υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας επιφέρει ακαριαία την αύξηση των spreads²⁰⁰ των ελληνικών δεκαετών ομολόγων, η ζήτηση των οποίων λαμβάνεται

¹⁹⁹ Κ. Ζοπουνίδης, Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά σε <http://www.accountancygreece.gr>.

²⁰⁰ Το spread είναι μια έννοια που εκφράζει τη διαφορά (διασπορά) δύο τιμών ή δύο πραγμάτων. Στην οικονομία, ο όρος έχει διάφορες έννοιες: 1) Η διαφορά των τιμών αποδόσεων δύο ομολόγων. Κάθε ποσοστιαία μονάδα (1%) αποτελεί 100 "μονάδες βάσης". Αυτό μπορεί να είναι για παράδειγμα τα επιτόκια δανεισμού μεταξύ δύο χωρών όπου η μία χρησιμοποιείται ως χώρα βάσης. Συνήθως ως χώρα βάσης χρησιμοποιείται μια χώρα με ισχυρή και σταθερή οικονομία. Για παράδειγμα στην Ευρωζώνη συγκρίνουμε τα spread μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού μιας χώρας σε σχέση με τα επιτόκια δανεισμού της Γερμανίας καθώς στην δεδομένη περίοδο στην Ευρωζώνη η πιο σταθερή οικονομία είναι αυτή της Γερμανίας. Όταν λοιπόν μιλάμε για το spread των ελληνικών ομολόγων αναφερόμαστε στη διαφορά της απόδοσης των ελληνικών από τα γερμανικά δεκαετή ομόλογα αναφοράς. Για παράδειγμα, όταν το επιτόκιο δανεισμού της Ελλάδας είναι 11%, ενώ της Γερμανίας είναι 3%, το spread (διαφορά) των δύο είναι 8%, συνεπώς το ελληνικό spread κυμαίνεται στις 800 μονάδες βάσης Μέχρι και τον Οκτώβριο του 2008 το spread των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου δεν ξεπερνούσε τις 100 μονάδες βάσης (1%), ενώ το Σεπτέμβριο του 2011 το spread εκτινάχτηκε στις 2000 (20%) μονάδες βάσης. 2) Η διαφορά δύο επιτοκίων. Αυτή είναι η διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα και το επιτόκιο που αυτή δανείζει. Για παράδειγμα ένας όρος στην σύμβαση δανεισμού μπορεί να προβλέπει ότι το επιτόκιο δανεισμού είναι ίσο με EURIBOR + Spread. Έτσι αν το EURIBOR διαμορφώνεται στο 2% και το spread του συγκεκριμένου πελάτη έχει οριστεί από την τράπεζα στο 4% το τελικό επιτόκιο είναι 6%. 3) Η διαφορά ανάμεσα στις τιμές αγοράς και πώλησης συναλλάγματος,

συνήθως ως βάση για τον προσδιορισμό της δανειοληπτικής ικανότητας μιας χώρας στις διεθνείς αγορές. Η αύξηση των spreads, δηλώνει την αύξηση του επιτοκίου απόδοσης των ομολόγων (yield), σε αντίθεση με το ονομαστικό επιτόκιο, η οποία σηματοδοτεί την μείωση της ζήτησης των ελληνικών ομολόγων και ταυτόχρονα την αύξηση της επικινδυνότητας διακράτησης αυτών στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια.

Εφόσον οι αντιδράσεις της αγοράς έπονται των αξιολογήσεων των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, συνάγεται ότι στην πραγματικότητα είναι περισσότερο οι ίδιες οι αξιολογήσεις και όχι η πραγματική κατάσταση / επίδοση της οικονομίας που καθορίζει την ζήτηση των ομολόγων μιας χώρας, και άρα και το κόστος δανεισμού ή την όλως διόλου ικανότητα αυτής να προσφεύγει στις διεθνείς αγορές. Με άλλα λόγια, είναι εξαιρετικά αμφίβολο το ότι οι διεθνείς αγορές θα απέκλειαν τόσο γρήγορα ή και καθόλου την δυνατότητα δανεισμού της ελληνικής οικονομίας στις διεθνείς αγορές, εάν δεν είχαν μεσολαβήσει οι εν λόγω αξιολογήσεις, οι οποίες μάλιστα δημοσιεύτηκαν με τόση πυκνότητα εντός τόσο συντόμου χρονικού διαστήματος.

Οι συνεχείς και αδικαιολόγητες υποβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας έγιναν αντικείμενο σχολιασμού και έντονης κριτικής από ειδικούς και επιστήμονες ανά τον κόσμο. Έτσι την 19-8-2014 ο καθηγητής Οικονομικών του ελβετικού πανεπιστημίου St. Gallen, Μάνφρεντ Γκέρτνερ, σύμφωνα με την Deutsche Welle δήλωνε ότι ήταν αδικαιολόγητες οι συνεχείς υποβαθμίσεις της Ελλάδας. Δεν δίστασε, δε, να θέσει ευθέως το ερώτημα προς τους Οίκους κατά πόσον η στάση τους οδήγησε στο «κούρεμα» των ελληνικών ομολόγων το 2012. Ο ίδιος, μάλιστα, σε συνεργασία με τον συνάδελφό του, Μπιόρν Γκρίσμπαχ, δημοσίευσαν μελέτη το 2012, στην οποία κατηγορούσαν ευθέως τους τρεις οίκους αξιολόγησης για λανθασμένους χειρισμούς την περίοδο της κρίσης, οι οποίοι επιτάχυναν την πορεία των υπερχρεωμένων χωρών της Ευρωζώνης προς την οικονομική καταστροφή, γιατί, όπως υποστήριζαν, τροφοδοτούσαν συνεχώς την ανασφάλεια των επενδυτών και τελικά προκάλεσαν έναν φαύλο κύκλο υποβαθμίσεων και ανόδου των επιτοκίων δανεισμού²⁰¹.

Όπως λέγεται χαρακτηριστικά²⁰², οι αποφάσεις των Οίκων Αξιολόγησης στην περίπτωση της Ελλάδας ανέκαθεν στηρίζονταν περισσότερο στην πολιτική κατάσταση και στο κλίμα που υπήρχε απέναντι στο ενδεχόμενο εξόδου της χώρας από την Ευρωζώνη, παρά στα αποτελέσματα των οικονομετρικών τους μοντέλων που θα μπορούσαν να στοιχειοθετήσουν την επιχειρηματολογία τους για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Προς επίρρωση της θέσεως αυτής αναφέρεται το ακόλουθο παράδειγμα: Την 1^η Αυγούστου 2014, η Moody's αποφάσισε να προχωρήσει σε αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας και στο σκεπτικό της περιλαμβανόταν και η πρόβλεψη ανάπτυξης της τάξης του 0,4%. Η αμέσως προηγούμενη πρόβλεψή της ήταν στις 29 Νοεμβρίου του 2013 και αφορούσε ύφεση 0,5% για το ίδιο έτος (2014), όταν μάλιστα όλοι οι επίσημοι φορείς προέβλεπαν ανάπτυξη.

Αντιθέτως, φοβούμενοι ότι θα βρεθούν εκτεθειμένοι απέναντι στους επενδυτές, ιδιαίτερα μετά το κλίμα δυσπιστίας που είχε δημιουργηθεί εις βάρος των Οίκων από την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, οι Οίκοι Αξιολόγησης προχωρούσαν σε διαδοχικές υποβαθμίσεις της Ελλάδας κατά την κρίση, αφήνοντας στην άκρη τις διαχρονικές δεσμεύσεις των Ευρωπαίων για στήριξη της χώρας.

μετοχών και άλλων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Για την συναλλαγματική ισοτιμία με ένα ξένο νόμισμα οι τράπεζες καθορίζουν μια χαμηλή τιμή (bid) και μία υψηλότερη τιμή (ask). Στην χαμηλή τιμή αγοράζουν το συγκεκριμένο νόμισμα και το πωλούν στην υψηλότερη κερδίζοντας από την διαφορά. Η διαφορά αυτή ονομάζεται spread συναλλαγματικής ισοτιμίας βλ. και <http://www.investopedia.com/terms/s/spread.asp>.

²⁰¹ Βλ. και <http://www.kathimerini.gr/780939/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/m-gkertner-oi-xwres-na-kanoy-n-mhnyseis-gia-lan8asmenes-a3iologhseis>.

²⁰² <http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxynan-th-xreokopia>.

Η πρώτη πράξη από την πλευρά των Οίκων ήρθε στις 9 Ιανουαρίου 2009. Ήταν από την S&P που εντελώς απρόσμενα, όπως υποστηρίζεται²⁰³, άρχισε να ασχολείται με το ελληνικό ζήτημα και να αναδεικνύει έκτοτε διαρκώς πως κάτι δεν πάει καλά με την οικονομία της χώρας έπειτα από σχεδόν 5 χρόνια. Τελευταία φορά που η S&P είχε ασχοληθεί με την Ελλάδα ήταν στις 17 Νοεμβρίου 2004, ενώ τον Δεκέμβριο του 2004 ήταν η τελευταία φορά —πριν από τον Οκτώβριο του 2009— που αξιολόγησε και η Fitch την Ελλάδα. Όσο για την Moody's θα πρέπει να ανατρέξει κανείς στο έτος 2002 και στις 4 Νοεμβρίου για να εντοπίσει πότε σταμάτησε να αξιολογεί την χώρα πριν από το 2009.

«Ο κίνδυνος έγκειται στο ότι μία γνωμοδότηση μπορεί να γίνει μία αυτοεκπληρούμενη προφητεία» είχε δηλώσει επίσης στις 19-8-2014 ο Γκέρτνερ προσθέτοντας πως «η αδικαιολόγητη και λανθασμένη υποβάθμιση μιας χώρας μπορεί να υπονομεύσει σε τέτοιο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών στην αξιοπιστία της, ώστε τα επιτόκια δανεισμού να φτάσουν στα επίπεδα εκείνα που θα δικαιολογούσαν την αδικαιολόγητη υποβάθμιση ή ακόμα και να τα ξεπεράσουν. Όλα αυτά μπορούν να οδηγήσουν ακόμα και μία οικονομικά εύρωστη χώρα στη χρεοκοπία»²⁰⁴.

7.3. Περιπτωσιολογία εσφαλμένων αξιολογήσεων από τους Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Προκειμένου να εξαχθεί ένα σφαιρικό συμπέρασμα για τον ρόλο και την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των Οίκων Αξιολόγησης στο σύγχρονο οικονομικοπολιτικό γίνεσθαι είναι σκόπιμο, πέρα από την περίπτωση του ελληνικού ζητήματος, να παρατεθούν και άλλες περιπτώσεις αστοχίας των προβλέψεων / αξιολογήσεων των εν λόγω Οίκων, είτε επρόκειτο για ιδιωτικές εταιρείες είτε για την αξιολόγηση κρατικών ή δημοσίων οργανισμών ή και ολόκληρων κυβερνήσεων.

Οι επίμαχες αστοχίες διατυπώθηκαν ευθέως, μαζί με ρητές επιφυλάξεις για την αξιοπιστία των Οίκων Αξιολόγησης, από την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή της Ε.Ε., στην από 29-3-2012 Γνωμοδότηση αυτής με θέμα την «πρόταση κανονισμού για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας», όπου αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι: «Ακριβώς επειδή δεν κατάφεραν να προβλέψουν σωστά μελλοντικές εξελίξεις και, κυρίως, διότι οι αξιολογήσεις αποτελούν έως ένα βαθμό αυτοεκπληρούμενη προφητεία, πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη προσοχή στην περιορισμένη διαφάνεια όσον αφορά τις μεθόδους αξιολόγησης που χρησιμοποιούν οι ΟΑΠΙ. Η ΕΟΚΕ έχει σοβαρές αμφιβολίες για την ανεξαρτησία των αξιολογήσεων που διατυπώνονται, ή μάλλον είναι πεπεισμένη ότι εξαρτώνται εν μέρει από ένα σύστημα συμφερόντων, κυρίως λόγω του μηχανισμού "ο εκδότης πληρώνει". Είναι σαφές ότι ο εκδότης έχει κάθε συμφέρον να διασφαλίσει την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση και αυτό δημιουργεί αμφιβολίες κατά πόσο είναι ανεξάρτητη η διατύπωση της κάθε βαθμολογίας. Πράγματι πίσω από την αξιολόγηση κρύβεται συχνά ένας κερδοσκοπικός ελιγμός, που υπαγορεύεται τουλάχιστον από το αποτέλεσμα που προκάλεσε η αναγγελία της αξιολόγησης».

²⁰³ <http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxyntan-th-xreokopia>.

²⁰⁴ Ο ίδιος μάλιστα θεωρεί ότι «πρέπει οι χώρες να έχουν την δυνατότητα να καταθέτουν μηνύσεις κατά των οίκων αξιολόγησης για υποβαθμίσεις που θεωρούν αδικαιολόγητες». Επιπλέον, όπως σημειώνει, «έναν ευρωπαϊκό οίκο αξιολόγησης, ανεξάρτητος τόσο από τις κυβερνήσεις όσο και από τον χρηματοπιστωτικό κλάδο, θα ήταν αναμφίβολα ένα βήμα στη σωστή κατεύθυνση» βλ. <http://www.kathimerini.gr/780939/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/m-gkertner-oi-xwres-na-kanoy-n-mhnyseis-gia-lan8asmenes-a3iologhseis>.

Πράγματι, από την έρευνα των σχετικών δεδομένων προκύπτει ότι τα παραδείγματα αστοχίας των Οίκων Αξιολόγησης είναι πολλά²⁰⁵. Από το 1975 μέχρι το 2009 μόνο μία χώρα πτώχευσε απ' όσες είχαν βαθμολογηθεί με την χαμηλότερη αξιολόγηση (CCC-). Αντίθετα, πτώχευσαν τέσσερις χώρες με βαθμολογία B- και χώρες με BB-. Διευκρινίζεται ότι οι βαθμολογίες κάτω του BB- είναι γνωστές και ως non investment grade, δηλαδή ενέχουν κινδύνους χρεωκοπίας ή σημαντικής καθυστέρησης στην εξυπηρέτηση των υποχρεώσεών τους. Είναι επίσης γνωστές και ως βαθμολογίες για «ομόλογα σκουπίδια» (junk bonds).

Η κρίση χρέους στην Ευρώπη βρήκε την Ελλάδα το 2008 με βαθμολογία A από την Fitch, με A1 από τη Moody's και με A- από την S&P. Η Ισλανδία πριν από την χρεοκοπία είχε βαθμό A+ από τη Fitch, Aaa από τη Moody's και A+ από την S&P. Αντίστοιχα, η Ιρλανδία εισήλθε στην κρίση (καταλήγοντας τελικά στον Μηχανισμό Στήριξης) με βαθμολογία AAA από την Fitch. Ο ίδιος Οίκος μέχρι το 2010 υποβάθμισε την Ιρλανδία κατά τρεις μονάδες, σε AA-.

Αστοχίες υπήρξαν και στο παρελθόν. Για παράδειγμα, την περίοδο της ασιατικής κρίσης (1997-1998) η Ινδονησία ξεκίνησε με αξιολόγηση BBB- και υποβαθμίστηκε μέχρι το B-. Η Κορέα εισήλθε στην κρίση με AA από την Fitch, ενώ η Ρωσία, λίγο προτού χρεοκοπήσει, είχε βαθμολογία BB+ από την Fitch, Ba2 από τη Moody's και BB- από την S&P. Την ίδια περίοδο, η πιστοληπτική ικανότητα της Βενεζουέλας ήταν Ba2.

Τα ανωτέρω, μεταξύ άλλων, οδήγησαν την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή στην ως άνω αναφερόμενη Γνωμοδότηση να διατυπώσει ευθέως την κρίση ότι «Δεν πρέπει να λησμονούμε ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας δεν είναι σε θέση να προβλέπουν πραγματικές μελλοντικές εξελίξεις· τούτο συνεπάγεται εντελώς αρνητικό αντίκτυπο στις οικονομίες των χωρών...», παραθέτοντας, ενδεικτικά, τα ακόλουθα παραδείγματα αστοχιών²⁰⁶:

- Το 1975, η πόλη της Νέας Υόρκης έλαβε πολύ θετική αξιολόγηση την παραμονή της αναγγελίας πτώχευσης (παύση πληρωμών).
- Λίγο αργότερα, η Standard & Poor's διαβεβαίωνε τους επενδυτές ότι η οικονομία της Orange County (Καλιφόρνια) ήταν υγιής και με σωστή διαχείριση, παρά το γεγονός ότι 2 δις. δολάρια ΗΠΑ είχαν απωλεσθεί, λόγω κερδοσκοπίας σε παράγωγα. Ο οργανισμός αυτός αντιμετώπισε στη συνέχεια σειρά από αγωγές.
- Υπήρξαν παρόμοιες περιπτώσεις που αφορούν το Long Term Capital Management hedge fund, την Bank of Credit and Commerce International (BCCI), την κατάρρευση αμερικανικών αποταμιευτικών τραπεζών και τις δόλιες χρεοκοπίες των εταιρειών Enron, Worldcom, Tyco κλπ. και της Τράπεζας Lehman Brothers.
- Πριν από την οικονομική κρίση, οι Οργανισμοί έδιναν βαθμολογία AAA ακόμη και στα πιο ύποπτα παράγωγα (subprime) στεγαστικών δανείων, η οποία έπεισε τους επενδυτές —συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων— να τα αγοράζουν μαζικά.
- Πριν από το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης το 2008, όλοι οι ΟΑΠΙ έδωσαν την καλύτερη βαθμολογία σε τράπεζες και ταμεία που ανήκαν στις πιο αναξιόπιστες – κερδοσκοπικές— κινητές αξίες, όπως αυτές της αμερικανικής ασφαλιστικής εταιρείας AIG.

²⁰⁵ Βλ. για όσα έπονται <http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxynan-th-xreokopia>, <http://www.kathimerini.gr/800699/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/oikoi-a3iologhshs-va8mologoy-n-ta-krath--me-th-voh8eia-e3wterikwn-synergatwn>.

²⁰⁶ Βλ. την από 29-3-2012 Γνωμοδότηση με θέμα την «πρόταση κανονισμού για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας».

- Τον Δεκέμβριο του 2009, η Standard & Poor's έδωσε στο ελληνικό χρέος την διαβάθμιση A, την ίδια με την Εσθονία, η οποία ετοιμαζόταν να εισέλθει στην ευρωζώνη.

Άστοχες αξιολογήσεις, όμως, έχουν καταγραφεί και στην περίπτωση επιχειρήσεων. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι Οίκοι Αξιολόγησης:

- Δεν πρόβλεψαν το σκάσιμο της φούσκας των εταιρειών νέας τεχνολογίας και Ιντερνετ (Dotcom) στις αρχές της δεκαετίας του 2000.
- Αξιολογούσαν με Baa1 (Moody's) τον ενεργειακό κολοσσό Enron που κατέρρευσε εν μια νυκτί το 2001, όταν αποκαλύφθηκε το επί ετών λογιστικό «μαγείρεμα» των ισολογισμών του.
- Έδιναν υψηλές βαθμολογίες («επενδυτικού βαθμού») στα subprimes, δηλαδή στα «τοξικά» ή αλλιώς ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, που προκάλεσαν την παγκόσμια πιστωτική κρίση το 2008, με αφετηρία την κατάρρευση της αμερικανικής αγοράς ακινήτων.
- Έδιναν σχεδόν άριστες βαθμολογίες στις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρείες που κατέρρευσαν το 2008, λόγω της πιστωτικής κρίσης, ή που δέχτηκαν κρατικά κεφάλαια για να επιβιώσουν. Ενδεικτικά, αναφέρεται η Lehman Brothers, η οποία είχε βαθμό «A» τρεις μέρες προτού χρεοκοπήσει. Με βαθμό «A-» κατέρρευσε ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG το 2008 και με τον ίδιο βαθμό διασώθηκε επίσης με κρατικά κεφάλαια η βρετανική NorthernRock²⁰⁷.

Σχετική, μάλιστα, έρευνα της SEC²⁰⁸, διαπιστώνει ότι οι Οίκοι Αξιολόγησης το 2014 είχαν παραβεί όλο τον κώδικα που διέπει την λειτουργία τους. Οι παραλείψεις ξεκινούν από περιπτώσεις περιορισμένης πρόσβασης σε βασικές πληροφορίες, ενώ οι παρατυπίες από ατεκμηρίωτες αξιολογήσεις μέχρι την χρήση εξωτερικών συνεργατών για την βαθμολόγηση κρατών και επιχειρήσεων. Σύμφωνα με την SEC:

1. Οι τρεις μεγάλοι οίκοι και ένας μικρότερος παρουσιάζουν αδυναμίες ως προς την πρόσβαση των αξιολογητών στα οικονομικά μεγέθη του Οίκου Αξιολόγησης. Θεωρητικά, δεν πρέπει να υπάρχει πρόσβαση, ώστε ο αξιολογητής να μην κρίνει με βάση τις οικονομικές ανάγκες ή τους στόχους του Οίκου.

2. Ένας μεγάλος οίκος και έξι μικρότεροι είχαν αδυναμίες όσον αφορά τις πολιτικές, τις διαδικασίες και τους ελέγχους που διέπουν την ιδιοκτησία τίτλων των εργαζομένων τους. Σε έναν μικρό οίκο, αναλυτής συμμετείχε στις αξιολογήσεις δύο εταιρειών και ταυτόχρονα είχε και μετοχές τους. Σε έξι οίκους διαπιστώθηκε ότι δεν υπήρχε αξιόπιστο σύστημα/διαδικασία ελέγχου για τις κινητές αξίες που κατέχει το προσωπικό τους.

3. Τέσσερις Οίκοι δεν έχουν ξεχωρίσει τις εμπορικές τους δραστηριότητες με αυτές της αξιολόγησης και της ανάλυσης. Έτσι, σε μία περίπτωση εντοπίστηκε υπάλληλος που κάνει μάρκετινγκ (πώληση υπηρεσιών αξιολόγησης) και ταυτόχρονα συμμετέχει σε επιτροπή αξιολογήσεων.

4. Σε έναν μικρό Οίκο Αξιολόγησης επιτρεπόταν στους αναλυτές/αξιολογητές να δίνουν δώρα στους εκδότες ομολόγων.

²⁰⁷<http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxyntan-th-xreokopia>.

²⁰⁸<http://www.kathimerini.gr/800699/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/oikoi-a3iologhshs-va8mologoynta-krath--me-th-voh8eia-e3wterikwn-synergatwn>.

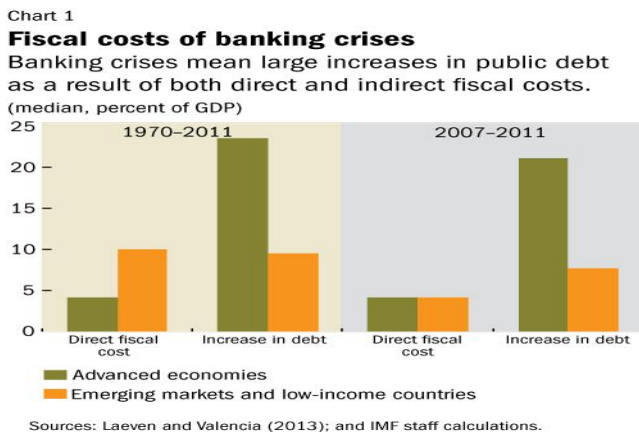
5. Ένας μεγάλος Οίκος επέτρεπε σε μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου να έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες ή/και σε αλλαγές σχετικά με την μεθοδολογία αξιολογήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 — ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

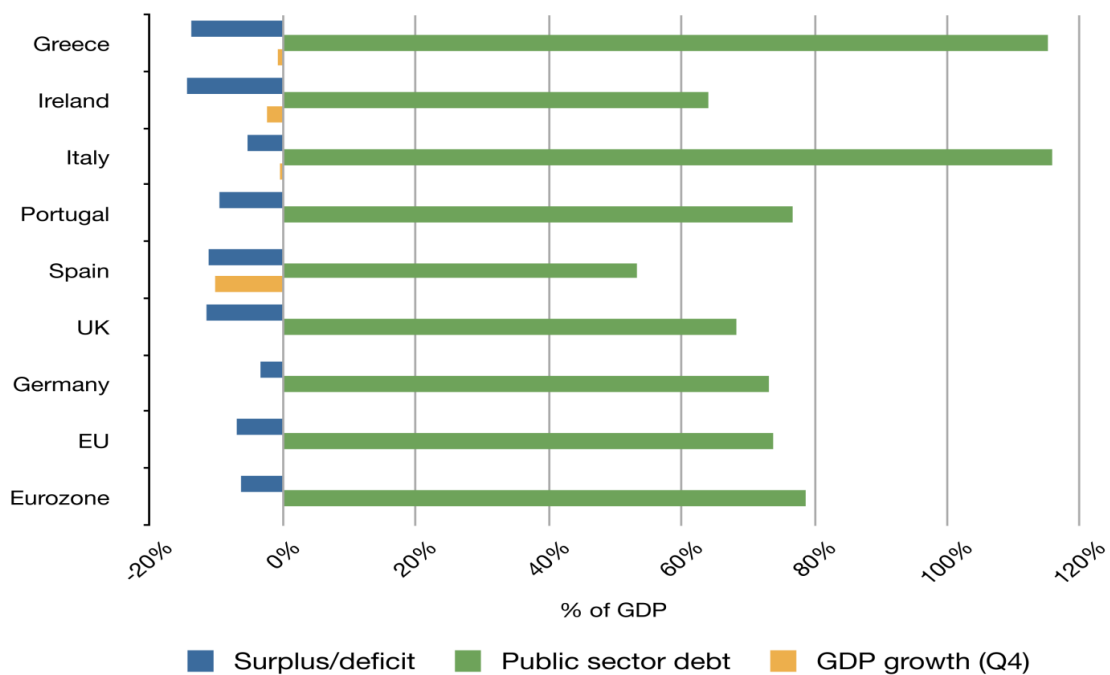
Όπως αναλύθηκε εκτενώς, οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης συνέβαλαν σημαντικά — σε συνδυασμό με την εκτεταμένη απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος— στην πρόσφατη Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση. Κατά την τελευταία Μεγάλη Κρίση (Great Depression) του περασμένου αιώνα (1929), είχε ακολουθηθεί εντελώς διαφορετικό μοντέλο για την αντιμετώπισή της, καθώς το bank run που σημειώθηκε μετά το χρηματιστηριακό κραχ δεν αντιμετωπίστηκε από την Fed με ενέσεις ρευστότητας, όπως κατά τα έτη 2007-2008, με την τελευταία, μάλιστα, να αρνείται κάθε βοήθεια. Τουναντίον, πολλές Τράπεζες αφέθηκαν να πτωχεύσουν σε μια ένδειξη της πρόθεσης της Πολιτείας να εμπνεύσει το αίσθημα της δημοσιονομικής ευθύνης για το μέλλον. Επιπλέον, ο βαθμός διεθνοποίησης των χρηματαγορών κατά το παρελθόν ήταν ελάχιστος, κι έτσι η Μεγάλη Κρίση περιορίστηκε στις ΗΠΑ. Ωστόσο, το αποτέλεσμα υπήρξε μια παρατεταμένη οικονομική ύφεση, από την οποία η αμερικανική οικονομία δεν εξήλθε παρά μόνο επ' αφορμή του Β' παγκοσμίου πολέμου (1942).

Στην πρόσφατη κρίση, ακολουθήθηκε εντελώς αντίθετο μοντέλο διαχείρισης. Λόγω του συγκριτικά πολύ μεγαλύτερου ρυθμού συγκεντροποίησης της χρηματοπιστωτικής αγοράς, τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θεωρήθηκαν «πολύ μεγάλα για να αποτύχουν» (“too big to fail”), κι έτσι η αμερικανική κυβέρνηση προχώρησε μέσω της Fed στην ενίσχυση της κεφαλαιακής τους επάρκειας με ενέσεις ρευστότητας, ενώ ακολούθησαν πακέτα ποσοτικών χαλαρώσεων (quantitative easings - QE), προκειμένου να απορροφηθούν τα εναπομείναντα «τοξικά» στοιχεία ενεργητικού και οι Τράπεζες να επανέλθουν στην συνήθη πιστωτική τους δραστηριότητα. Λόγω δε του ασύγκριτα μεγαλύτερου βαθμού διεθνοποίησης των χρηματαγορών —και εντεύθεν και της κρίσης— οι Κυβερνήσεις και οι Κεντρικές Τράπεζες ανά τον κόσμο έσπευσαν να κάνουν ακριβώς το ίδιο, αν και σε διαφορετική κάθε φορά έκταση και ποιότητα.

Εντούτοις, ο νέος τρόπος αντιμετώπισης (“bail-out”) της χρηματοπιστωτικής κρίσης, είχε ως άμεση συνέπεια την επιβάρυνση των προϋπολογισμών των Κυβερνήσεων που ανέλαβαν την διάσωση του ιδιωτικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, λόγω αντίστοιχης δημόσιας δανειακής επιβάρυνσης, η οποία κατέληξε, αναπόφευκτα, στους φορολογουμένους των αντίστοιχων χωρών. Πρόκειται για την αιχμή του δόρατος της σύγχρονης κριτικής απέναντι στον χρηματοοικονομικό καπιταλισμό του 21^{ου} αιώνα, όπου διαπιστώνεται «ιδιωτικοποίηση των κερδών και δημοσιοποίηση των ζημιών». Στον ακόλουθο πίνακα φαίνεται παραστατικά η ποιοτική διαφοροποίηση της τακτικής του bail-out ως προς την δημοσιονομική επιβάρυνση των Κυβερνήσεων.



Μπορεί, λοιπόν, το bail-out να εξομάλυνε προσωρινά την κρίση μετατρέποντάς την ουσιαστικά σε μια παρατεταμένη ύφεση, ανέδειξε, ωστόσο, ένα έτερο μείζον ζήτημα, εκείνο του υπέρμετρου δημοσίου χρέους, το οποίο —αν και προϋπήρχε— εντούτοις γιγαντώθηκε εξαιτίας της οικονομικής κρίσης και της πολιτικής επιλογής της δημοσιοποίησης των ζημιών του χρεοκοπημένου χρηματοπιστωτικού τομέα. Πολλοί οικονομολόγοι ανά τον κόσμο, κρούουν πλέον ανοικτά τον κώδωνα του κινδύνου, ότι πρόκειται για την αφετηρία της επόμενης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, με την κρίσιμη διαφορά ότι αυτή τη φορά η λύση του bail-out έχει εξαντληθεί όχι μόνο ως πολιτική επιλογή, αλλά και ως οικονομική διέξοδος. Καταδεικνύεται πλέον με κάθε τρόπο, ότι το παγκόσμιο δημόσιο χρέος είναι ιδιαίτερα δύσκολο αν όχι αδύνατο να εξυπηρετηθεί, ενώ ο εκτεταμένος βαθμός παγκοσμιοποίησης των αγορών και διασποράς του δημοσίου χρέους καθιστά «εύθραυστη» την υφιστάμενη «φαινομενική» ισορροπία, καθόσον μια μικρή ή επουσιώδης πτώχευση ακόμη κι ενός μικρού σχετικά κράτους (με συγκριτικά μικρό δημόσιο χρέος), θα μπορούσε να πυροδοτήσει μια σειρά χρεοκοπιών με ανεξέλεγκτες συνέπειες. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται ενδεικτικά η δανειακή επιβάρυνση των χωρών του ευρωπαϊκού νότου, σε σύγκριση με τις ισχυρότερες ευρωπαϊκές οικονομίες, καθώς και το μέσο ευρωπαϊκό όρο και τον αντίστοιχο της ευρωζώνης (το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ).



(Wikipedia, The Economy of Portugal)

Εντεύθεν προκύπτει, ότι μέσα σε ένα παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον εντεινόμενης ανησυχίας και με δεδομένη την μονοπωλιακή δράση των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης, οι τελευταίοι αναμένεται να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στις επερχόμενες διεθνείς οικονομικές αλλά και κοινωνικοπολιτικές εξελίξεις. Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη τις αστοχίες των αξιολογήσεών τους κατά το παρελθόν, την συμβολή τους στην πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, τις ατέλειες του ρυθμιστικού πλαισίου, αλλά και τα ζητήματα που ανακύπτουν από την εσωτερική λειτουργία και δομή των Οίκων Αξιολόγησης, είναι εύλογο να αναρωτηθεί κανείς για το

εάν και κατά πόσο δύνανται να αποτρέψουν —ή τουλάχιστον να δράσουν διορθωτικά— κατά το ξέσπασμα της επόμενης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Υπάρχει, ωστόσο, κάποια αντιπρόταση στον τρόπο λειτουργίας των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης; Θα μπορούσε να αναζητηθεί κάποια εναλλακτική λύση;

Είναι γεγονός, ότι κατά τα τελευταία έτη, ιδίως δε μετά την κρίση, διεξήχθησαν έντονες συζητήσεις για την αναδιοργάνωση του ρόλου και της λειτουργίας των Οίκων Αξιολόγησης. Εν πολλοίς, οι νέες ρυθμιστικές παρεμβάσεις που έλαβαν χώρα κινούνταν προς την κατεύθυνση της αποκατάστασης της φήμης και της ακεραιότητας των Οίκων Αξιολόγησης, όπως ο ανωτέρω αναφερθείς νόμος “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, που τέθηκε σε ισχύ το 2010, στο τρίτο μέρος του οποίου, με τίτλο “Entitled improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies”, παρατίθενται κατευθυντήριες οδηγίες για την ανάπτυξη εσωτερικών δικλίδων εντοπισμού και καταπολέμησης των περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων, παρόμοιων με εκείνες που προκάλεσαν την χρηματοπιστωτική κατάρρευση του έτους 2007. Αντίστοιχα, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης δημιουργήθηκε, όπως αναλυτικώς προεκτέθηκε, μια διεθνής ρυθμιστική υπηρεσία, γνωστή ως “European Securities and Markets Authority” (ESMA), η οποία εποπτεύει όλους τους Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που εδρεύουν εντός Ε.Ε., με αρμοδιότητα επιβολής κυρώσεων ή και ανάκλησης του δικαιώματος έκδοσης αξιολογήσεων.

Ωστόσο, οι παραπάνω ρυθμιστικές παρεμβάσεις αφενός μεν προσανατολίζονται στην κατεύθυνση της ενίσχυσης της εποπτείας, αφετέρου δε βρίσκονται σε αρχικό στάδιο εφαρμογής, ενώ είναι αμφίβολο αν επιλύουν το σύνολο των εγγενών αδυναμιών που υφίστανται, όπως εκτέθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο. Οι αδυναμίες αυτές φαίνεται να διατηρούνται και αφορούν στην πρόσφατα διαμορφωθείσα εταιρική κουλτούρα των Οίκων, στα χρησιμοποιούμενα μοντέλα αξιολόγησης, την εντεινόμενη ανταγωνιστική πίεση μεταξύ των Οίκων Αξιολόγησης, και ουσιαστικά στην *αδυναμία αντιμετώπισης της σύγκρουσης συμφερόντων και της έλλειψης ευθύνης των Οίκων για τις παρεχόμενες αξιολογήσεις*.

Εύλογα μπορεί να αναρωτηθεί κανείς, εάν η ενίσχυση της εποπτείας —κινούμενη σαφώς προς την ορθή κατεύθυνση— μπορεί αφ’ εαυτής να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη, την αξιοπιστία, αλλά και την αποτελεσματικότητα των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης. Συναφώς, η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή (ΕΟΚΕ) εξέφρασε τη γνώμη²⁰⁹, ότι *«ένα από τα βασικά προβλήματα είναι η αξιοπιστία των αξιολογήσεων που παρέχουν οι Οργανισμοί, οι περισσότεροι εκ των οποίων εδρεύουν στις ΗΠΑ, οι οποίοι εκτίθενται σε πολυάριθμες συγκρούσεις συμφερόντων»*. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο η ΕΟΚΕ ζήτησε από την Επιτροπή να ιδρύσει έναν ανεξάρτητο Ευρωπαϊκό Οργανισμό Αξιολόγησης, ικανό να αξιολογεί το δημόσιο χρέος λαμβάνοντας υπόψη το κοινό συμφέρον. Κατά την ΕΟΚΕ, *«οι ΟΑΠΙ έχουν ιστορικό αποτυχιών όσον αφορά την πρόβλεψη εξελίξεων και τούτο έχει πλήξει την αξιοπιστία τους. Παρά τις σαφείς ενδείξεις από την αγορά και τις οικονομικές τάσεις, δεν είχαν την ικανότητα ή την βούληση να εντοπίσουν εγκαίρως επενδυτικούς κινδύνους και απέτυχαν, κατ’ επανάληψη, στην εκτέλεση των βασικών καθηκόντων τους»*.

Όπως αναλύθηκε σε προηγούμενα κεφάλαια, η αγορά των Οίκων Αξιολόγησης δέχθηκε έντονη κρατική παρέμβαση, η οποία αλλοίωσε αισθητά την ελεύθερη αγορά, είτε αποκλείοντας τον ανταγωνισμό με άλλους Οίκους, είτε εξασφαλίζοντας την πελατειακή τους βάση, είτε απορρυθμίζοντας το χρηματοπιστωτικό περιβάλλον για λογαριασμό του

²⁰⁹ Βλ. την από 29-3-2012 Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής της Ε.Ε., με θέμα την «πρόταση κανονισμού για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας».

οποίου προέβαιναν σε αξιολογήσεις. Οι διαπιστώσεις αυτές, μεταξύ άλλων, δημιούργησαν αμφιβολίες σχετικά με την επιτυχία ή μη του διαμορφωθέντος ολιγοπωλιακού περιβάλλοντος. Συναφώς, ο αρμόδιος για την Εσωτερική Αγορά Επίτροπος κ. Michel Barnier προέβη στην ακόλουθη δήλωση: «Οι αξιολογήσεις έχουν άμεσο αντίκτυπο στις αγορές και στην ευρύτερη οικονομία και επομένως στην ευημερία των ευρωπαϊκών πολιτών. Δεν είναι απλώς γνώμες. Και οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν κάνει σοβαρά λάθη στο παρελθόν. Επίσης, με εξέπληξε ο χρόνος εμφάνισης ορισμένων αξιολογήσεων κρατικής πιστοληπτικής ικανότητας – για παράδειγμα, αξιολογήσεων που ανακοινώθηκαν κατά τη διάρκεια διαπραγματεύσεων για ένα διεθνές πρόγραμμα βοήθειας για μία χώρα. Δεν μπορούμε να αφήσουμε τις αξιολογήσεις να αυξάνουν περαιτέρω την αστάθεια των αγορών. Πρώτος στόχος μου είναι να μειωθεί η υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις, βελτιώνοντας ταυτόχρονα την ποιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να ακολουθούν αυστηρότερους κανόνες, να έχουν περισσότερη διαφάνεια όσον αφορά τις αξιολογήσεις τους και να λογοδοτούν για τα λάθη τους. Επιθυμώ επίσης να υπάρξει αύξηση του ανταγωνισμού στον τομέα αυτό». Πράγματι, η απελευθέρωση της αγοράς στον τομέα αυτό, ενδεχομένως να επέφερε ορθολογικοποίηση του μεγέθους των εταιρειών και του μεριδίου αγοράς που κατέχουν, εξομάλυνση των τιμών και του τρόπου αμοιβής των επιχειρήσεων και των στελεχών τους, και, ως εκ τούτου, επαναφορά της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών, ως μέσου διαφοροποίησης αυτών έναντι των ομογενοποιημένων πλέον τιμολογήσεων.

Προς την κατεύθυνση αυτή, και με κεντρική σκέψη ότι ένα από τα βασικά προβλήματα είναι η αξιοπιστία των αξιολογήσεων που παρέχουν οι Οργανισμοί, οι περισσότεροι εκ των οποίων εδρεύουν στις ΗΠΑ, εκτιθέμενοι σε πολυάριθμες συγκρούσεις συμφερόντων, προτείνεται ως αντίβαρο η ίδρυση ενός ανεξάρτητου «Ευρωπαϊκού Οργανισμού Αξιολόγησης» ικανού να αξιολογεί το δημόσιο χρέος, λαμβάνοντας υπόψη το κοινό συμφέρον²¹⁰, και του οποίου οι αξιολογήσεις να είναι οι μόνες που θα λαμβάνονται υπόψη από τη Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και από τις κεντρικές Τράπεζες των κρατών μελών για την δανειοληπτική ικανότητα των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων και των επιχειρήσεων²¹¹.

Εξάλλου, οι προτάσεις που υπέβαλε η Επιτροπή De Larosiere αναφορικά με τον έλεγχο των Οίκων Αξιολόγησης στην Ευρώπη, καταδεικνύουν την ανάγκη ρυθμιστικών παρεμβάσεων στην λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης. Είναι σημαντικό, κατά την Επιτροπή, οι αξιολογήσεις τους να είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και με την υψηλότερη δυνατή ποιότητα. Η ενισχυμένη Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών (CESR) θα πρέπει να επιφορτιστεί με την παρακολούθησή τους. Η αλλαγή στον τρόπο πληρωμής τους και ο διαχωρισμός των αξιολογήσεων από τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσφέρουν —που όπως ήδη εκτέθηκε εγείρει θέματα σύγκρουσης συμφερόντων— θα πρέπει να συζητηθεί και να εφαρμοσθεί σε διεθνές επίπεδο. Στο μέλλον δε, όπως λέγεται χαρακτηριστικά, θα πρέπει να μειωθεί η χρήση των αξιολογήσεων από τις ρυθμιστικές αρχές και η αξιολόγηση των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως ήταν τα τοξικά ομόλογα, θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες. Τέλος, για την Επιτροπή είναι κρίσιμο, οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις να συνοδεύονται από μια αυξημένη προσοχή και κρίση από τους επενδυτές, αλλά και από μια ενισχυμένη εποπτεία.

Πώς όμως αντιμετωπίζεται το πλέον δυσεπίλυτο πρόβλημα της ουσιαστικής έλλειψης ευθύνης των Οίκων για τις διενεργούμενες από αυτούς αξιολογήσεις; Για να απαντήσουμε στο ερώτημα αυτό, χρήσιμο εργαλείο θα μπορούσε να αποτελέσει η

²¹⁰ Βλ. την από 29-3-2012 Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής της Ε.Ε., ό.π.παρ.

²¹¹ <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>.

συναπτική στο πλαίσιο της παρούσης εργασίας εξέταση του πώς ακριβώς αντιμετωπίζεται το ίδιο πρόβλημα σε μια παρόμοια διεθνοποιημένη αγορά. Είναι γνωστό, ότι ανά τον κόσμο δραστηριοποιούνται εταιρείες πιστοποιημένων ελεγκτών λογιστών, στις οποίες απευθύνονται οι διάφοροι οικονομικοί φορείς, ιδιωτικοί ή δημόσιοι. Οι ελεγκτικές εταιρείες έχουν ως αντικείμενο την «έκφραση γνώμης» σχετικά με το εκάστοτε ελεγχόμενο ζήτημα, το οποίο, συνήθως, αφορά σε περιοδικές οικονομικές καταστάσεις, αλλά μπορεί, επίσης, να αφορά σε επιχειρηματικά ή επενδυτικά projects, δάνεια κ.λπ. Οι εν λόγω ελεγκτικές εταιρείες είναι ποικίλου μεγέθους, εκκινώντας από πολυεθνικούς κολοσσούς (Ernst & Young, KPMG, Deloitte, PwC) μέχρι μικρές προσωπικές εταιρείες.

Εκείνο που διαφοροποιεί την συγκεκριμένη αγορά από την αντίστοιχη των Οίκων Αξιολόγησης —αν και φαινομενικά πρόκειται για παραπλήσιο έργο, ήτοι την έκφραση γνώμης ή αξιολόγησης επί οικονομικού αντικείμενου— είναι ότι οι ελεγκτικές εταιρείες, ανεξαρτήτως μεγέθους και μεριδίου αγοράς που κατέχουν, διεξάγουν τους ελέγχους τους βάσει διεθνώς καθιερωμένων και αποδεκτών ελεγκτικών προτύπων²¹² και όχι με βάση κάποια ιδιαίτερη εταιρική μεθοδολογία ή μοντέλο που θα μπορούσε να διαφοροποιήσει τα αποτελέσματα ελέγχου της μιας εταιρείας από την άλλη. Υπό το πρίσμα αυτό, η επιλογή εκ μέρους του πελάτη της μιας ή της άλλης εταιρείας, διαμορφώνεται επί τη βάση σειράς παραγόντων, όπως είναι η φήμη της εταιρείας-παρόχου, η τιμή των υπηρεσιών, η ταχύτητα διεκπεραίωσης κ.λπ., αλλά σε καμία περίπτωση δεν βασίζεται στην προσδοκία ότι το αποτέλεσμα του ελέγχου θα είναι ευνοϊκότερο από τη μια ελεγκτική εταιρεία στην άλλη. Και τούτο συμβαίνει, διότι κάθε ελεγκτική εταιρεία είναι υποχρεωμένη να διενεργεί τους ελέγχους βάσει διεθνώς καθιερωμένης και κοινώς αποδεκτής τυποποιημένης μεθοδολογίας, όπως ορίζεται λεπτομερώς από τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα, χωρίς να έχει περιθώριο ουσιώδους παρέκκλισης από αυτά. Ταυτόχρονα, υφίστανται διεθνείς εποπτικοί οργανισμοί που διασφαλίζουν την πιστή τήρηση των διεθνών ελεγκτικών προτύπων, και εντεύθεν την φήμη και την ακεραιότητα του ελεγκτικού επαγγέλματος. Επιπλέον, η οποιαδήποτε δικαστική διαμάχη μπορεί να προκύψει λόγω αστοχίας μιας εκφρασθείσας ελεγκτικής γνώμης βάσει αποτελέσματος, μπορεί, επίσης, να κριθεί με βάση τα ισχύοντα ελεγκτικά και λογιστικά πρότυπα, με συνέπεια να μην δύναται να γίνει δεκτή οποιαδήποτε μονομερής δήλωση περί «προσωπικής κρίσης του ελεγκτή», εφόσον τούτη δεν εδράζεται απόλυτα στα πρότυπα αυτά.

Αν και ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων παρατηρήθηκαν και στον χώρο των ελεγκτικών εταιρειών στα χρόνια πριν από την κρίση, κυρίως όπου οι ελεγκτικές υπηρεσίες συνέπιπταν με την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών στον ίδιο πελάτη (είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα της ελεγκτικής Arthur Andersen που κατέρρευσε μετά την πτώχευση της Enron), ωστόσο τα εν λόγω ζητήματα επιλύθηκαν σε μεγάλο βαθμό με την καθιέρωση ρυθμιστικού πλαισίου σε διεθνές επίπεδο που επέβαλε τον οριστικό διαχωρισμό μεταξύ των δύο λειτουργιών, δηλαδή της ελεγκτικής λειτουργίας και της παροχής χρηματοοικονομικών συμβουλών ή άλλων υπηρεσιών²¹³.

Κατ' αντιστοιχία, λοιπόν, το έλλειμμα ευθύνης που χαρακτηρίζει την αγορά των Οίκων Αξιολόγησης θα μπορούσε να επιλυθεί, κατ' αντιστοιχία με τα ανωτέρω αναφερθέντα, διά της καθιέρωσης και υποχρεωτικής εφαρμογής διεθνών προτύπων αξιολόγησης τόσο του επιχειρηματικού όσο και του δημόσιου χρέους. Τα πρότυπα αυτά,

²¹² Βλ. αναλυτικότερα Ν. 3693/2008 (ΦΕΚ 174 Α'/25-8-2008) Εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την Οδηγία 2006/43/ΕΚ περί υποχρεωτικών ελέγχων των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των Οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου και άλλες διατάξεις· Ν. 3148/2003 (ΦΕΚ Α' 136/05-06-2003) Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων, αντικατάσταση και συμπλήρωση των διατάξεων για τα ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος και άλλες διατάξεις.

²¹³ The Sarbanes-Oxley Act of 2002· βλ. Σχετικώς <http://www.soxlaw.com>.

περαιτέρω, θα μπορούσαν να αποτελέσουν και σημείο αναφοράς για την άσκηση εποπτείας, η οποία με τον τρόπο αυτό θα γίνει περισσότερο διαφανής, ευχερέστερη και θα μπορεί να επεκταθεί σε ολόκληρη την αγορά των Οίκων Αξιολόγησης χάρη στην ομοιομορφία και την τυποποίηση των εφαρμοζόμενων πρακτικών²¹⁴.

Συνεπώς, το τρίπτυχο απελευθέρωση αγοράς – αυξημένη εποπτεία – καθιέρωση διεθνών προτύπων αξιολόγησης, θα μπορούσε, ενδεχομένως, να επιλύσει τα διαπιστωθέντα στην πράξη προβλήματα από την λειτουργία των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης, οι οποίοι με τη σειρά τους θα αποκτούσαν την δυνατότητα να ανακτήσουν το κύρος και την ακεραιότητά τους και να διαδραματίσουν σημαντικό εξισορροπητικό ρόλο στο σύγχρονο ρευστό χρηματοπιστωτικό περιβάλλον, συμβάλλοντας καθοριστικά και στην ανάσχεση της επαπειλούμενης παγκόσμιας κρίσης κυβερνητικού χρέους.

²¹⁴ Πρβλ. και Ε. Μαστρομανώλη, όπ.παρ., σελ. 310-311, ο οποίος αφού αναφέρεται στην γενικότερη ανάγκη τιθάσευσης της αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης σημειώνει σχετικά ότι: « Ο στόχος αυτός έχει ήδη επισημανθεί από τη θεωρία και έχει μετουσιωθεί σε νομοθετική πράξη και νομολογιακή θέση στο παράδειγμα άλλων «πυλωρών» όπως οι ελεγκτές. Μια εγγύτερη εξέταση του σχετικού νομοθετικού και νομολογιακού υλικού και του γενικότερου πλαισίου αποκαλύπτει ότι στην ελληνική και την ενωσιακή έννομη τάξη η ευθύνη των ελεγκτών υπόκειται σε ποσοτικό περιορισμό· τα άκρα όριά της κατά τα ελεγκτικά πρότυπα χαράσσονται σε συνάρτηση με την έκταση της πρόσβασης των ελεγκτών στο κρίσιμο πληροφοριακό υλικό και την δυνατότητα διερεύνησης από αυτούς των παρατυπιών των ελεγχόμενων· και τέλος, η ευθύνη των ελεγκτών στην αμερικανική και γαλλική έννομη τάξη ορίζεται με βάση το βαθμό συμμετοχής τους στην παράνομη συμπεριφορά, όπως και τις ανάγκες των συναλλαγών που εξυπηρετεί ο έλεγχος. Τηρουμένων των αναλογιών, τα κριτήρια αυτά είναι δυνατόν υπό προϋποθέσεις να αποβούν χρήσιμοι οδηγοί και για την θεμελίωση της ευθύνης ... των ΟΑ».

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. Ελληνόγλωσση

Δ. Βαγιανός / Ν. Βέττας / Κ. Μεγήρ (2010): Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα: Μεταρρυθμίσεις και ευκαιρίες σε μία κρίσιμη συγκυρία, σε www.greekeconomistsforreform.com.

Δ. Χ. Γκίκας (2007): Χρηματοοικονομική Λογιστική: International Financial Reporting Standards, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου.

Χ. Γκόρτσος (2011): Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, έκδ. Νομική Βιβλιοθήκη.

Χ. Γκόρτσος (2009): Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosiere», Χρηματοπιστωτικό δίκαιο 1/2009, σελ. 5-27.

Κ. Ζοπουνίδης: Οίκοι αξιολόγησης και αξιοπιστία, σε <http://www.tovima.gr/opinions/article/?aid=490241>.

Κ. Ζοπουνίδης: Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά σε <http://www.accountancygreece.gr>.

Τ. Κολλιντζάς / Μ. Ψαλιδόπουλος: Οι κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους, Eurobank Reasearch, Οικονομία και Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009.

Α. Κότιος / Γ. Παυλίδης (2012): Διεθνείς οικονομικές κρίσεις. Κρίσεις του συστήματος ή της πολιτικής;, εκδ. Rosili.

Γ. Κουφάρης (2010): Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματιστηριακές αγορές. Περιοδικό Χρήμα, Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2010.

Ε. Μαστρομανώλης (2013): Οίκοι αξιολόγησης εμπορών & χρηματοπιστωτικών μέσων, Αποστολή. Ρύθμιση, Αστική Ευθύνη.

Ν. Μούσης: Ο μίτος της Αριάδνης στο λαβύρινθο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με βάση το βιβλίο Ευρωπαϊκή Ένωση: δίκαιο, οικονομία, πολιτικές, σε <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>.

Κ. Πανοπούλου / Χ. Τσούμας: Οι απόψεις των Οίκων Αξιολόγησης και οι αγορές, σε Συλλογικό Τόμο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με θέμα: "Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα".

Ν. Ρόκας / Χ. Γκόρτσος (2012): Στοιχεία τραπεζικού δικαίου, Δημόσιο & Ιδιωτικό τραπεζικό δίκαιο.

Π. Ρουμελιώτης (2009): Προς έναν πολυπολικό κόσμο, εκδ. Λιβάνη.

Χ. Σταϊκούρας (2005-2006): Τραπεζική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Θ. Σταματόπουλος / Ε. Θαλασσινός (2010): Διεθνή οικονομικά, εκδ. Σταμούλη,

Υπουργείο Οικονομικών (2010): Οικονομικές εξελίξεις του 2009 και προοπτικές για το 2010.

Γ. Α. Χαρδούβελης (2009): Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας, Eurobank Reasearch, Οικονομία και Αγορές, Τόμος IV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009.

Β. Ξενόγλωσση

Alessi, Christopher: The Credit Rating Controversy. Campaign 2012. Council on Foreign Relations.

Fabian Amtenbrink / Jakob de Haan (2009): Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies, Common Market Law Review 46.

Aswath, Damodaran (2015): Country Risk: Determinants, Measures and Implications - The 2015 Edition, New York University - Stern School of Business, σε http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2630871.

Bai L. (2010): On regulating conflicts of interest in the credit rating industry, 13 Legis.&Pub.Poly's.

Barth, James R. / Brumbaugh Jr. / R. Dan / Wilcox, James A. (2000): The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking (PDF), Journal of Economic Perspectives 14 (2), σελ. 191-204.

Benston, George J. (1990): The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered, New York: Oxford University Press.

Birdsall N. (2009): How to unlock the \$1 trillion that developing countries urgently need to cope with the crisis. Center for Global development.

Arthur F. Burns / Wesley C. Mitchell (1946): Measuring Business Cycles, NBER.

Busch, K. (1986): Η κρίση των ευρωπαϊκών κοινοτήτων, Αθήνα, εκδ. Ερατώ.

Cantor, Richard / Packer, Frank (Summer-Fall 1994): The credit rating industry. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York). ISSN 0147-6580.

Cantor, R. / Hamilton, D.T. / Kim, F. / Ou, S. (2007): Corporate default and recovery rates. 1920-2006, Special Comment: Moody's investor Service, June Report 102071.

Stephen G. Cecchetti: Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14134.

Clarke, Thomas (2009): European corporate governance: readings and perspectives. Taylor & Francis, σελ. 15.

J. Coffee (2011): Ratings Reform: The Good, the Bad and the Ugly, 1 Harv. Bus. L. Rev.

James Crotty (2009): Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical assessment of the "New Financial Architecture", Cambridge Journal of Economics 2009.

Aline Darbellay / Frank Partnoy (2012): Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2042111>.

European Commission (2009): Economic and Financial Affairs: Economic crisis in Europe: Causes, consequences and responses. European Economy, Brussels, σελ. 1-87.

Giavazzi F. / Pagano M.: Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries, MBER Macroeconomics Annual 5.

Davis, Gerald F. (2009): Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America. New York: Oxford UP.

Christos V. Gortsos (2015): The Single Supervisory Mechanism (SSM). Legal aspects of the first pillar of the European Banking Union, 2015.

Christos V. Gortsos (14-5-2008): The Recent Financial Turnoil: a First Assessment and Some Policy Considerations for the International Architecture, Σεμινάριο Jean Monnet, Αίθουσα Συνεδριάσεων Δερηνύ, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.

Jones, Marc (19 December 2013): First crunch date in Europe's ratings calendar is April 11. Reuters.

Karp, Gregory (14 August 2011): Ratings game: Power of S&P, other top credit agencies, grew from government action. Chicago Tribune σε: http://articles.chicagotribune.com/2011-08-14/business/ct-biz-0814-sp--20110814_1_credit-rating-rating-agencies-statistical-rating-organizations.

David M. Kotz: The Fianancial and Economic Crisis of 2008: A Systematic Crisis of Neoliberal Capitalism, Review of Radical Political Economics, 2009.

Kronwald, Christian (2009): Credit Rating and the Impact on Capital Structure. Norderstedt, Germany: Druck und Binging.

Krugman, P. / Obstfeld, M. / Melitz M. J. (2012): International Economics Theory & Policy, 9th Edition Addison-Wesley.

Krugman P. (2012): Τέλος στην ύφεση Τώρα!, Εκδόσεις Πόλις.

Loizos Heracleous / Luh Luh Lan (2010): The Myth of Shareholder Capitalism, Harvard Business Review, April 2010, στην ιστοσελίδα <https://hbr.org/2010/04/the-myth-of-shareholder-capitalism>.

Langohr, Herwig M. / Patricia T., Langohr (2009): The rating agencies and their credit ratings. Wiley, John & Sons, Incorporated. ISBN 9780470018002.

Christopher O' Leary: Move over CDO's... SIV's are coming of age, σε <http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/SIVs.pdf>,

Jonathan Lipson: Re: Defining Securitization, Legal Studies Research Paper Series, Temple University, Beasley School of Law, Research Paper No. 2013-05.

Robert E. Lukas Jr. (1977): Understanding business cycles.

T. Lynch (2008-2009): Deeply and persistently conflicted: Credit Rating Agencies in the current regulatory Environment, 59 case W. Res. L. Rev.

Gregory N. Mankiw / Mark P. Taylor (2010): Αρχές οικονομικής θεωρίας. Με αναφορά στις Ευρωπαϊκές Οικονομίες, τομ. Β', Μακροοικονομική, εκδ. Gutenberg.

Mizen, Paul: The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October 2008, 90(5).

Murphy Antoin E.: The Celtic Tiger – An Analysis of Ireland's Economic Growth Performance. Robert Schuman Center for Advance Studies. European University Institute , RSC No 2000/16,

Maurice Obstfeld / Kenneth Rogoff: Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, November 2009, Pickford St.

National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (2011): The Financial Crisis Inquiry Report (PDF).

Paletta, Damian (June 25, 2010): It Has A Name: The Dodd/Frank Act. The Wall Street Journal, Summary and Implementation Schedule of the Dodd–Frank Act. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. July 15, 2010.

Leo Panitch / Martijn Konings: Myths of Neoliberal Deregulation, *New Left Review*, May–June 2009.

Partnoy F. (2006): How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers σε http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257.

Partnoy F. (2001): The Siskel and Ebert of financial markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, 77 *Wash U.L.Q* 491.

Richard Sylla (1–2 March 2000): A Historical Primer on the Business of Credit Ratings (PDF). The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy. Washington, D.C. The World Bank σε: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf

Rodrik, D. (2012): Το Παράδοξο της Παγκοσμιοποίησης, Εκδόσεις Κριτική.

Schwarcz S. (2002): Private Ordering of Public Markets, *U. Ill. L. Rev.* 1, 6, 7.

Selig K.: Greed, Negligence or system failure? Credit rating Agencies and the Financial Crisis, The Kenan Institute for Ethics, Duke University.

Senden L.: Soft law, Self-regulation and Co-regulation in European law: where do they meet?, *EJLC*, Vol. 9, 1-1-2005.

Sinclair, T. J. (2005): The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness. Ithaca, New York: Cornell University Press σε: <http://www.cornellpress.cornell.edu/book/?GCOI=80140100511490>.

Stiglitz J. E. (2006): Making globalization work. Norton WW & Co, New York.

Sweet W. /Arps S. / Meagher S. / Flom LL: Dodd-Frank Act Becomes Law σε <http://corp.gov.law.harvard.edu/2010/07/21/dodd-frank-act-becomes-law>.

Toffler A. (1990): Powershift: Knowledge, wealth, violence at the edge of the 21st century, NY, Bantam, σελ. 43-57.

White, L. (Spring 2010): The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives* (American Economic Association) 24 (2), σελ. 211–226 σε: <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.24.2.211>,

White, L. (24 January 2009): Agency Problems and Their Solution. The American. American Enterprise Institute.

White, L. (2010): Credit-Rating Agencies and the financial crisis: Less regulation of CRAs is a better response, 4 *J.I.B.L.R.*

Yasuyuki, Fuchita / Robert E., Litan (2006): Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?. Washington, D.C.: Brookings Institution Press σε: <http://www.brookings.edu/research/books/2006/financialgatekeepers>.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://www.buynowpaylatersites.net/buy-now-pay-later-sites-the-history-of-personal-credit>.

<http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EL/TXT/HTML/?uri=URISERV:mi0009&from=EL>.

<http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>.

<https://www.moody.com>.

<https://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>.

http://www.spratings.com/en_US/what-we-do.

https://en.wikipedia.org/wiki/Credit_score.

<http://www.ambest.com/ratings/cr/crisk.aspx?l=1&Menu=Country+Risk>.

<http://www.indepanalysis.gr/?q=node/755>.

<https://www.iosco.org>.

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1355_el.htm.

<http://www.sec.gov/news/pressrelease/2014-293.html>.

http://www.sec.gov/news/studies/2011/2011_nrsro_section15e_examinations_summary_report.pdf.

<http://www.sec.gov/ocr>.

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

<http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>.

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1355_el.htm.

<https://www.esma.europa.eu/page/Credit-Rating-Agencies>.

https://en.wikipedia.org/wiki/European_Securities_and_Markets_Authority.

<http://www.hcmc.gr/el/europeanauth>.

http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1780_esma_identifies_deficiencies_in_cras_sovereign_ratings_processes.pdf.

http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-596_esma_censures_standard_poors_for_internal_control_failings.pdf.

http://www.esma.europa.eu/system/files/2015-1050_esma_fines_dbrs_for_internal_control_failings.pdf.

https://en.wikipedia.org/wiki/Economic_indicator.

http://www.wikinvest.com/concept/U.S._Economic_Cycles.

http://drakoulakis.blogspot.gr/2010/01/blog-post_19.html.

https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_Χρηματοπιστωτική_Κρίση_2007-2008.

http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/07/structured_products.asp.

http://www.hedgefund-index.com/d_structured.asp.

<http://www.investopedia.com/ask/answers/07/subprime-mortgage.asp>.

[https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση 2007-2008.](https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_Χρηματοπιστωτική_Κρίση_2007-2008)
[http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/07/structured_products.asp.](http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/07/structured_products.asp)
[http://www.hedgefund-index.com/d_structured.asp.](http://www.hedgefund-index.com/d_structured.asp)
[http://www.investopedia.com/ask/answers/07/subprime-mortgage.asp.](http://www.investopedia.com/ask/answers/07/subprime-mortgage.asp)
[http://askville.amazon.com/SIV/AnswerViewer.do?requestId=6540261.](http://askville.amazon.com/SIV/AnswerViewer.do?requestId=6540261)
[https://en.wikipedia.org/wiki/Structured_investment_vehicle.](https://en.wikipedia.org/wiki/Structured_investment_vehicle)
[https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση 2007-2008.](https://el.wikipedia.org/wiki/Διεθνής_Χρηματοπιστωτική_Κρίση_2007-2008)
[http://underwriter.gr/ Οι μεγαλύτερες οικονομικές κρίσεις του 20^{ου} αιώνα.](http://underwriter.gr/Οι_μεγαλύτερες_οικονομικές_κρίσεις_του_20ου_αιώνα)
[https://el.wikipedia.org/wiki/ Ελληνική κρίση χρέους 2009-σήμερα.](https://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνική_κρίση_χρέους_2009-σήμερα)
[http://www.fcic.law.stanford.edu.](http://www.fcic.law.stanford.edu)
[http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxynan-th-xreokopia.](http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxynan-th-xreokopia)
[http://www.investopedia.com/terms/s/spread.asp.](http://www.investopedia.com/terms/s/spread.asp)
[http://www.kathimerini.gr/780939/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/m-gkertner-oi-xwres-na-kanoy-n-mhnyseis-gia-lan8asmenes-a3iologhseis.](http://www.kathimerini.gr/780939/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/m-gkertner-oi-xwres-na-kanoy-n-mhnyseis-gia-lan8asmenes-a3iologhseis)
[http://www.kathimerini.gr/800699/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/oikoi-a3iologhshs-va8mologoy-n-ta-krath--me-th-voh8eia-e3wterikwn-synergatwn.](http://www.kathimerini.gr/800699/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/oikoi-a3iologhshs-va8mologoy-n-ta-krath--me-th-voh8eia-e3wterikwn-synergatwn)
Dir. Chris Ferguson: Inside Job. Sony Pictures Classics, 2010. Film.
Yaron Brook: Credit rating agencies, You Tube.