

**ΤΕΙ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ: Ο ΡΟΛΟΣ ΚΑΙ Η
ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ
ΣΥΣΤΗΜΑ, ΚΡΙΤΙΚΗ»**

**«INTERNATIONAL CREDIT RATING AGENLELES THEIR
ROLE AND USEFULNESS IN THE FINANCIAL SYSTEM,
CRITICISM »**



ΕΠΩΝΥΜΟ: ΚΕΝΓΥΕΡΟΚΟ

ΟΝΟΜΑ: NANCY SYSTELLA

ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΔΑΜΟΠΟΥΛΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΠΑΤΡΑ, 2014

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	6
ΟΙ ΜΕΓΑΛΕΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	6
1.1. Η ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥΣ	6
1.2. Ο ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ, Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΟΥ.....	8
1.3. ΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΤΗΣ ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗ ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 70.....	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	13
Ο ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ.	13
2.1 Η ΑΜΟΙΒΗ ΚΑΙ Η ΠΡΟΩΘΗΣΗ ΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ.....	13
2.2.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	14
2.2 ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΤΟ ΟΛΙΓΟΠΩΛΙΟ.....	17
2.3 Η ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	23
Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗ ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.	23
3.1 ΈΝΑ ΜΕΣΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.	23
3.2 ΑΝΑΛΗΨΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	24
3.3 ΤΟ ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ/ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	29
3.4 ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΠΡΟΣΠΑΘΟΥΝ ΝΑ ΔΙΕΥΡΥΝΟΥΝ ΤΟ ΠΕΔΙΟ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ ΤΟΥΣ.	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	32
ΟΙ ΜΕΓΑΛΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΙ ΚΑΙ Η ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ ΤΟΥΣ.....	32
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	32
4.2 ΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑ ΚΑΙ Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΡΟΒΕΨΕΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.	33
4.3 ΚΡΑΤΗ, ΣΗΜΕΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΚΟΙΝΟΤΗΤΕΣ /ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΡΡΟΗ.	35
4.3 ΑΝΤΙΣΤΑΣΗ ΣΤΙΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ	36

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	39
ΘΕΜΑΤΑ ΠΡΟΣ ΣΥΖΗΤΗΣΗ	39
5.1 Η ΑΥΤΟΡΡΥΘΜΙΣΗ	39
5.2 ΤΟ ΘΕΜΑ ΤΗΣ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ.	40
5.3 ΣΥΓΚΡΟΥΣΗ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ.....	43
5.4 Η ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ ΤΟΥ ΟΛΙΓΟΠΩΛΙΟΥ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.	44
5.5 ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ.....	46
5.6 ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ	48
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	52
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	55
ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ.....	58
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Ιστορία ορισμένων οργανισμών αξιολόγησης.....	59

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ιδίως στο πλαίσιο της εκδήλωσης της κρίσης επί του παρόντος, οι μεγαλύτεροι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν διαδραματίσει πολύ σημαντικό ρόλο όσον αφορά τους κινδύνους, την έλλειψη ανταπόκρισης στις σημειώσεις τους κατά την απόσβεση των περιουσιακών στοιχείων και τις μεγάλες ζημιές. Έχουν εμπλακεί στην κατασκευή και στην υπερτίμηση των δομημένων προϊόντων τα οποία έχει αποδειχθεί ότι είναι ισχυροί φορείς διάδοσης κινδύνων. Η επιτακτική επιρροή της κρίσης τους, σε πολλές περιπτώσεις, έχει δείξει ανεπάρκεια ή είναι ακόμα και επιβλαβή στην διαδικασία της συστημένης κρίσης και έχει προκαλέσει σε διάφορους φορείς και σχολιαστές να επικρίνουν και να επιθυμούν να οικοδομήσουν τείχη προστασίας. Λύσεις που έχουν βρεθεί είναι η δημιουργία εποπτικών οργανισμών και η δημιουργία δημόσιων οργανισμών. Παρόλα αυτά όμως πολύ εναντιώθηκαν σε αυτές τις λύσεις συμπεριλαμβανομένης και της ίδιας κομματικής αυτορρύθμισης των οργανισμών. Σήμερα, η ανάπτυξη των νέων κανονισμών είναι ακριβείς.

Στην εργασία μου, προσπαθώ να παρέχω κάποια σαφήνεια στο συγκεκριμένο θέμα και να επικεντρωθώ στην διευκρίνιση του ρόλου και στις δράσεις των σημαντικότερων οργανισμών αξιολόγησης για να δείξω πώς ο ρόλος τους επεκτάθηκε στην δημόσια σφαίρα των εποπτικών αρχών των τραπεζών και των αρχών της νομισματικής, διευκρινίζοντας τα θεμέλια της κριτικής, το περίγραμμα του συγκεκριμένου θέματος και παρουσιάζοντας και συζητώντας τις προτάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙ ΜΕΓΑΛΕΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΙ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

1.1. Η ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥΣ

Τρεις είναι οι μεγάλοι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: η Standard & Poor's (S&P), η Moody's και η Fitch.

Ιστορικά , η παροχή χρηματοοικονομικών πληροφοριών για τις εταιρείες ξεκίνησε το δέκατο ένατο αιώνα στις ΗΠΑ . Τα γραφεία συμβολισμού αναπτύχθηκαν κατά τη διάρκεια του εικοστού αιώνα για την παροχή πληροφοριών στους επενδυτές. Αυτές είναι ιδιωτικές εταιρείες οι οποίες αναπροσδιορίζονται ως παραγωγοί για την αγορά διαχείρισης πληροφοριών του δημοσίου. Έχει ειπωθεί ότι παράγουν ένα κοινό καλό, παρόλο που βρίσκονται υπό καθεστώς ιδιωτικού δικαίου. Ωστόσο, αυτό το δημόσιο αγαθό είναι αφιερωμένο στους συγκεκριμένους επενδυτές (όσον αφορά τον χειρισμό ορισμένων από αυτά τα τεράστια ποσά) και όχι στο σύνολο της κοινωνίας . Το 2009 η S & P θεωρήθηκε ο μεγαλύτερος οίκος αξιολόγησης παροχής πληροφοριών και αναλύσεων σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές και η πρωταρχική πηγή αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, των δεικτών ανάπτυξης, των επενδύσεων στην έρευνα, της αξιολόγησης των κινδύνων και της παροχής των δεδομένων καθώς η S&P προβλέπει στους κατασκευαστές την οικονομική απόφαση και την κατανόηση. Η δραστηριότητα των μεγάλων οργανισμών αξιολόγησης είναι αφιερωμένη στις χρηματοπιστωτικές αγορές ιδιαίτερα στις αγορές χρέους, όπου αξιολογούν τον κίνδυνο αθέτησης . Ιστορικά, άρχισαν με την ανάθεση μιας βαθμολογίας που αφορούσαν ομόλογα τα

οποία εκδίδονταν από τράπεζες, εταιρείες και ασφαλιστικές και στην συνέχεια παρατηρήθηκαν στα κράτη, στις κοινότητες και στο κοινό¹.

Τέλος , με την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών κατά τα έτη 70-80, οι οργανισμοί αξιολόγησης επέκτειναν τις δραστηριότητές τους με τη συμμετοχή τους στη δημιουργία και την αναβάθμιση των νέων προϊόντων. Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα χρησιμοποιούνται για τις πιστώσεις για τη μεταφορά των κινδύνων όσον αφορά τους επενδυτές και τους αγοραστές αυτών των προϊόντων. Συγκεκριμένα, εμπλέκονται σε δομημένα προϊόντα και εκείνοι οι οποίοι συμπεριλαμβανομένων των δανείων αποτέλεσαν την αιτία της τρέχουσας πρωτοφανής εξάπλωσης του κινδύνου. Κατά τα τελευταία 30 χρόνια η δραστηριότητά τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχει αλλάξει. Αρχικά , ήταν κυρίως να προσδιορίσουν τις καλές εταιρείες και ως εκ τούτου να μπορούν να προσελκύσουν κεφάλαια. Στη συνέχεια, η κερδοσκοπία επί των τίτλων κινδυνεύουν να γίνουν μια πολύ προσοδοφόρα επιχείρηση για ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη. Όλοι οι τύποι των περιουσιακών στοιχείων ,ακόμη και η πιο χαμηλή διαβάθμιση, ενδιαφέρει την αγορά και οργανισμοί έχουν ακολουθήσει αυτή την εξέλιξη².

¹ A. Tiomo : « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations », Cahiers Etudes et Recherches de l'Observatoire des Entreprises, Banque de France, 2003

² Rapport Jacques de Larosière: “The high level group on financial Supervision in the EU”, Bruxelles février 2009

1.2. Ο ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ, Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΟΥ.

Η βαθμολογία των ομολογιακών εκδόσεων είναι να εκχωρηθεί μια βαθμολογία στο συγκεκριμένο θέμα με βάση τη βαθμολογική κλίμακα η οποία διαφοροποιείται ανάλογα με τον κίνδυνο αθέτησης. Η σημασία της σημειογραφίας ελέγχεται εκ των υστέρων και τα ποσοστά αθέτησης των στατιστικών ανά ορίζοντες είναι διαδοχικά και ετήσια. Οι στατιστικές που δημοσιεύονται εξετάζουν την τύχη των αξιολογούμενων οντοτήτων από την ημερομηνία χορήγησης του σημειώματος κατά τα επόμενα έτη και μέχρι σήμερα. Η κλίμακα βαθμολόγησης αρχικά θα κατανεμηθεί στα ομόλογα που εκδίδονται και θα επεκταθεί και στις ίδιες τις εταιρείες αλλά και στα κράτη και στις κοινότητες. Η φαινομενική συνοχή των κλιμάκων αξιολόγησης μπορεί να καλύψει πολύ διαφορετικές ποιότητες ανάλογα με τον τύπο του χρέους των ενδιαφερομένων, ιδίως από την άποψη της μεταβλητότητας ή της ομοιογένειας. Υπό την προϋπόθεση ότι είναι συναφείς και αξιόπιστες, αυτή η δραστηριότητα της βαθμολόγησης είναι πράγματι πολύ χρήσιμη για τους επενδυτές και καθοδηγεί τις αποφάσεις τους. Μακρό - οικονομικά θα έπρεπε να είναι δυνατή η αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων που διατίθενται στις αγορές. Ωστόσο, αυτές οι κατανομές των κεφαλαίων για την κάλυψη στοχεύουν όλο και βραχυπρόθεσμα στην κερδοφορία και είναι συχνά η αφορμή της κερδοσκοπικής συμπεριφοράς. Όσον αφορά την ορολογία των σημειώσεων τα ασφαλέστερα προγράμματα είναι γνωστά στην επένδυση ως κερδοσκοπική όρος. Σ' αυτή την τελευταία κατηγορία ανήκουν τα ομόλογα υψηλού

κινδύνου τα οποία είναι αντικείμενο έντονης κερδοσκοπίας για δέκα χρόνια (1978-1987). Ο κυρίαρχος λόγος που δικαιολογεί την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι ότι βελτιώνοντας την κατανομή των πιστώσεων, η αγορά θα έχει την ικανότητα να βελτιωθεί οικονομικά. Αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν και άλλοι τρόποι κατανομής του κεφαλαίου που δεν περνούν μέσω των χρηματοοικονομικών αγορών και των οποίων η χρησιμότητα είναι αναμφισβήτητη. Η αυτό - χρηματοδότηση των δημόσιων επενδύσεων που χρησιμοποιούν αυτούς τους πόρους ή τις δημόσιες προσφορές έχουν σαν στόχο να καλύψουν τις ανάγκες της κοινωνικής και οικονομικής ανάπτυξης³.

Ο προσδιορισμός της κλίμακας :

Για να είναι σχετική η κλίμακα των σημειώσεων πρέπει να πληρούνται διάφορες ιδιότητες :

- πρέπει να υπάρχει μια σταθερή αντιστοιχία στην ιεραρχία του κινδύνου με την πάροδο του χρόνου.
- η κάθε κατηγορία κινδύνου πρέπει να είναι ομοιόμορφη.
- οι σημειώσεις θα πρέπει να διακρίνονται σαφώς όσον αφορά τον κίνδυνο.

Αυτές οι τρεις ιδιότητες υπονοούν ότι οι χρονικές διακυμάνσεις του ποσοστού της εταιρικής αθέτησης ενός σημειώματος που δίνεται σε ένα σταθερό ορίζοντα θα πρέπει να περιορίζονται στο εύρος διακύμανσης και δεν θα πρέπει να επικαλύπτονται με τις σειρές σε γειτονικές σημειώσεις. Για να εξασφαλιστεί η αξιοπιστία της κλίμακας των ιδιοτήτων αυτών και τα ποσοστά αθέτησης των

³ Variances, Revue des anciens élèves de l'ENSAE, dossier « Les agences de notation », n°32, décembre 2007, Pages 15-39

υποχρεώσεων που συνδέονται με αυτό, δεν πρέπει να υπάρχουν πολλές σημειώσεις. Επιπλέον πρέπει να πούμε ότι οι σημειώσεις των οργανισμών αυτών δεν πληρούν πάντοτε τις συγκεκριμένες ιδιότητες.

Η διαδικασία αξιολόγησης θα πρέπει να βασίζεται σε ελεγχόμενες, αξιόπιστες, κατάλληλες και εκσυγχρονισμένες πληροφορίες.

Η ανάθεση του σημειώματος γίνεται από μια ομάδα στην οποία γίνονται συναντήσεις με τον εκδότη, γίνεται έρευνα με βάση εξωτερικές πληροφορίες και προετοιμάζεται μια έκθεση.

Το έργο εποπτεύεται από την επιτροπή αξιολόγησης που αποτελείται από στελέχη της ΙΑΕΑ. Ο φορέας θα πρέπει να είναι σε θέση να έρθει πριν από τη δημοσίευση του σημειώματος .

Ο τύπος της αποζημίωσης για το έργο αυτό είναι ζωτικής σημασίας, διότι μπορεί να οδηγήσει σε επιζήμιες συγκρούσεις όσον αφορά την ποιότητα των αξιολογήσεων των τόκων⁴.

Η δυνατότητα προσφυγής έχει επίσης αναδειχθεί ως μια ανάγκη για μη ζητηθείσες αξιολογήσεις οι οποίες βασίζονται σε εξωτερικές πληροφορίες για την εταιρεία.

Έλεγχοι :

Η αξιοπιστία των στοιχείων και η καταλληλότητα των σημειώσεων θα πρέπει να ελέγχονται τακτικά από την παρακολούθηση των αξιολογούμενων οντοτήτων και των προϊόντων (back testing).

Όσον αφορά τις μήτρες μετάβασης, θα πρέπει να δημοσιεύονται σε τακτά χρονικά διαστήματα. Μελέτες σχετικά με τις μεθόδους είναι απαραίτητη καθώς η δημοσίευσή τους είναι ένα από τα βασικά στοιχεία της διαφάνειας και κρίνεται απαραίτητο να εμπιστεύονται

⁴N. Véron: “Rating agencies: an information privilege whose time has passed”, Bruegel Policy contribution, janvier 2009, Briefing paper for the European Parliament’s ECON Committee

τους χρήστες (τις επιχειρήσεις, τους επενδυτές, τους τραπεζίτες αλλά και τη διαχείριση των κινδύνων τους και τις ρυθμιστικές αρχές για την παρακολούθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας)⁵.

1.3. ΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΤΗΣ ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗ ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 70.

Βασικός στόχος της βαθμολόγησης ήταν αρχικά να παρέχει στους επενδυτές πληροφορίες σχετικά με το ομόλογο. Ο συμβολισμός επεκτείνεται και στους ίδιους τους εκδότες. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο ρόλος του κινδύνου της αθέτησης είναι να αξιολογήσει την πιθανότητα αποπληρωμής του χρέους σε κάποιο χρονικό διάστημα και η πρόβλεψη του είναι σαφώς δύσκολη. Η δυσκολία πρόβλεψης του κινδύνου αποτελεί μια πραγματικότητα της δραστηριότητας αυτής και γίνεται πάντα με ένα περιθώριο λάθους. Με την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών, η διαχείριση του κινδύνου είναι μια συμπλοκή. Οι αρχές που διέπουν την βαθμολογία θα μπορούσε να αλλάξει. Αρχικά ελέγχει την πιστοληπτική ικανότητα της οντότητας η οποία λαμβάνει χώρα σε μια μικροοικονομική άποψη όπου η βάση είναι μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη. Η βιωσιμότητα και οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας είναι υψίστης σημασίας. Επίσης, η άνοδος των χρηματοπιστωτικών αγορών και των πιστωτικών παραγώγων παρουσιάζει πρόβλημα στην απόδοση των χρηματοοικονομικών επενδύσεων και η διαφοροποίηση των επενδύσεων και η στατιστική

⁵. Lordon : “Jusqu’à quand ? Pour en finir avec les crises financiers”, éditions Raison d’agir, 2008

ανάλυση του κινδύνου τοποθετούνται στο πλαίσιο της ανάλυσης χαρτοφυλακίου. Σ' αυτές οι δύο απόψεις θα πρέπει να πούμε ότι το ένα μπορεί να αποκλείει το άλλο, ιδίως αν η οικονομική λογική υπερισχύει. Αυτή η λογική αλλαγή έχει αναδειχθεί υπό την ηγεσία του Michael Milken. Ο ειδικός διαχείρισης χαρτοφυλακίου στην τράπεζα των Βρυξελλών Lambert, είδε ότι στη δεκαετία του '70 η αξιολόγηση με βάση το παρελθόν για τις μελλοντικές υποχρεώσεις αποπληρωμής στην πραγματικότητα δεν παρουσιάζει κίνδυνο. Σε σχέση με την κράτηση ενός μεγάλου αριθμού των ομολόγων με αξιολόγηση τα οποία είναι υποτιμητικά σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, οι μεγάλοι μόνιμοι επενδυτές μπορεί να έχουν υψηλή απόδοση. Αυτή είναι η αρχή της δεκαετίας των ομολόγων Junk όπου ο Michael Milken, ο βασιλιάς junk των ομολόγων, έχει αμφισβητήσει την μέθοδο των οργανισμών της αξιολόγησης και ανοίγει μια νέα εποχή της χρηματοδότησης. Στα επόμενα δέκα χρόνια η αγορά για τα ομόλογα junk έφτασε τα 200 δισ. δολάρια. Στόχος είναι η βραχυπρόθεσμη απόδοση σε μια αναπτυσσόμενη αγορά. Οι βασικοί στόχοι των επενδυτών είναι να κινητοποιηθούν οι πυλώνες της βιομηχανίας σε μακροπρόθεσμη βάση. Αυτή η λογική έχει καταστροφικές αρνητικές επιπτώσεις και βλέπουμε εταιρείες που ήταν προηγουμένως υγιείς να καταρρέουν. Η εξέλιξη αυτή επίσης οδηγεί τον Michael Milken στη φυλακή για κάποιο χρονικό διάστημα. Τέλος, τα πρότυπα για τη διαχείριση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν αλλάξει και οι στόχοι τους είναι όλο και πιο μακριά από την παραγωγική αποτελεσματικότητα της πραγματικής οικονομίας⁶.

⁶ . Lordon : “Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financiers”, éditions Raison d'agir, 2008

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ο ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ.

2.1 Η ΑΜΟΙΒΗ ΚΑΙ Η ΠΡΟΩΘΗΣΗ ΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ.

Οι πόροι των Οργανισμών αξιολόγησης αποτελούνται από τρεις κύριες πηγές:

Από τη μία πλευρά, χορηγούνται από οντότητες που επιθυμούν αξιολόγηση, προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια από τις χρηματοπιστωτικές αγορές όπως είναι τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες. Στο πλαίσιο της ανάπτυξης και της πολυπλοκότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών η δραστηριότητα των γραφείων αυτών έχει επεκταθεί. Για την επέκταση της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης υπάρχουν μη ζητηθείσες αξιολογήσεις οι οποίες έχουν προκαλέσει έντονες διαμαρτυρίες και οι οποίες έχουν οδηγήσει σε αλλαγές στην συμπεριφορά των οργανισμών κατά την διάρκεια της διαδικασίας της αξιολόγησης.

Η δεύτερη πηγή χρηματοδότησης προέρχεται από έσοδα τα οποία αυξήθηκαν σημαντικά χάρη σε δομημένα προϊόντα των οποίων η εξέλιξη υπήρξε σημαντική. Τα προϊόντα αυτά συχνά πωλούνται σε έξω χρηματιστηριακές αγορές και δεν λαμβάνονται αναγκαστικά υπόψη κατά τον έλεγχο των ρυθμιστικών αρχών. Η ανάπτυξή τους ευνοήθηκε από μια πιο ανεκτική ρύθμιση, μέσω της μεταφοράς του

κινδύνου, η οποία ταιριάζει με την κατασκευή των δομημένων προϊόντων⁷.

Η τρίτη πηγή χρηματοδότησης προέρχεται από την πώληση των στατιστικών πληροφοριών, τις μελέτες και τα αρχεία. Για να πραγματοποιήσουν το έργο τους οι οργανισμοί πρέπει συνεχώς να εμβαθύνουν τη σκέψη τους και να χρησιμοποιήσουν την εργασία ως μοχλό στρατηγικού σχεδιασμού. Για την επίτευξη του επιθυμητού αποτελέσματος χρησιμοποιούνται εργαλεία όπως: οικονομικές μελέτες, μαθηματικά μοντέλα για την κατασκευή χρηματοπιστωτικών προϊόντων και της αξιολόγησης κινδύνου, βάσεις δεδομένων. Οι πληροφορίες εξαπλώνονται μέσω ενός συστήματος εγγραφής το οποίο είναι ιδιαίτερα ακριβό⁸.

2.2.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Οι Οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που συμμετέχουν στην τιτλοποίηση

Το 1988 η γαλλική νομοθεσία του νομισματικού και χρηματοπιστωτικού κώδικα απαιτεί την παρουσία ενός εγγράφου σε χαρακτηριστικά του SPV απαιτήσεων (FCC) και προτίθεται να αποκτήσει μετοχές και πριν από την έκδοση, αν υπάρχει δημόσια προσφορά. Η βαθμολογία αποδίδεται από έναν οργανισμό του

⁷ Matapli , Revue de la Société de Mathématiques Appliquées et Industrielles, « Faut-il avoir peur des mathématiques financières ? », n°87, novembre 2008.

⁸ AMF, Autorité des Marchés Financiers, « Rapport 2008 de l'A. M. F. sur les agences de notation », janvier 2009

οποίου η μόνη υποχρέωση είναι να εγγραφεί με το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, μετά από διαβούλευση με την AMF. Στο πλαίσιο αυτό, οι οίκοι της αξιολόγησης δεν έχουν ειδικό καθεστώς, αλλά μπορούν να εγγράφονται στον κατάλογο της διαπίστευσης που χορηγείται από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών χωρίς αυτό να συνεπάγεται τον έλεγχο. Στις 31 Δεκεμβρίου 1992 ο κατάλογος αποτελείται από τρεις οργανισμούς: την IBCA (Fitch IBCA στο μέλλον), την γαλλική Moody και την S&P. Η ανάπτυξη της τιτλοποίησης στη Γαλλία ευνοήθηκε από τις διατάξεις που είναι αρκετά αυστηρές και ακριβείς. Αρχικά, υποστηρίζει ότι το πολύ σε 2 χρόνια θα μπορούσε να είναι μια τιτλοποίηση και αυτή η άδεια παίρνει παράταση λόγω βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων. Σ' αυτό το σημείο εξαιρούνται οι εισπρακτέες απαιτήσεις ενώ οι επισφαλείς απαιτήσεις αποκλείστηκαν. Αυτές οι συνθήκες σταδιακά άλλαξαν και παρέμειναν περιορισμένες μόνο οι επισφαλείς απαιτήσεις για εκείνους που παρουσίασαν καθυστέρηση πληρωμών λόγω προβλημάτων στην ταμειακή ροή. Τέλος, η τιτλοποίηση των μελλοντικών απαιτήσεων ήταν ακόμη δυνατή σε μερικές οικονομικές οντότητες οι μπορούσαν να ασφαλιστούν με βάση την πρόβλεψη των πωλήσεών τους. Η προώθηση του εμπορίου ασκείται από τους οργανισμούς και έχει σαν στόχο να ενισχύσει την εξουσία τους και την εμπιστοσύνη που έχουν σε αυτές. Προωθούν τους σημείωμα αναφέροντας ότι η κρίση τους βασίζεται σε αμερόληπτες επιστημονικές βάσεις για όλους τους εμπλεκόμενους φορείς. Όμως, ο τελικός βαθμός επικεντρώνεται σε πολλαπλές ποσοτικές και ποιοτικές πληροφορίες, ενώ η ανάλυσή τους έχει επίσης ένα αναμφισβήτητο υποκειμενικό περιεχόμενο. Οι

συμβατικές τεχνικές επικοινωνίας που χρησιμοποιούνται για να προωθήσουν τη φήμη τους είναι: οι δημοσιεύσεις στα μέσα ενημέρωσης, οι ιστοσελίδες, τα CD – ROMs, τα σεμινάρια και οι συνεντεύξεις τύπου τα οποία αποτελούν μέσα άσκησης πίεσης.

Η ομιλία είναι τα εμπορικά γραφεία εργασίας και στόχος τους είναι να πείσουν. Η επιβεβαίωση της ποιότητας του σημειώματος, η έξωση των κρίσιμων συζητήσεων σχετικά με τις μεθόδους είναι όλα ψυχολογικά και δεν αποτελούν πάντα ενήμερες τεχνικές. Όταν οι κριτικοί εναντίον τους συσσωρεύονται, οι οργανισμοί αναγκάζονται να αλλάξουν τη στάση τους⁹.

Ένα από τα σημαντικότερα παραδείγματα της τεχνικής της συζήτησης σχετικά με το ρόλο της αξιολόγησης του κινδύνου του επιχειρηματικού κύκλου είναι τα γραφεία που εκμεταλλεύτηκαν τις μεθόδους που λαμβάνουν υπόψη τον οικονομικό κύκλο με σκοπό να διακρίνουν την ένδειξη «μέσα από τον κύκλο» (μέσω του κύκλου) που εφαρμόζεται για την πρόβλεψη μεσοπρόθεσμων ομολόγων και την ένδειξη «την κατάλληλη στιγμή» (σημείο - in-time) για τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση έχει παρουσιάσει αμφιλεγόμενες αντιδράσεις μεταξύ των ειδικών με επαναλαμβανόμενες κρίσεις που έχουν ξεφύγει από την επιτήρηση των οργανισμών και που έχουν μειωθεί σε πέντε έτη της αξιολόγησης "μέσα από τον κύκλο" ενώ πληρούσαν τα δέκα χρόνια. Πρόσφατα, με την μαζική υποβάθμιση των σημειώσεων, οι

⁹ Basel Committee on Banking Supervision: « International Convergence of Capital measurement and Capital Standards », juin 2004

όροι αυτοί χρησιμοποιούνται λιγότερο για να υποστηρίξουν τα επιχειρήματά τους¹⁰.

Στην πραγματικότητα υπάρχει μια πραγματική δυσκολία της σημείωσης «μέσα από τον κύκλο». Τα μοντέλα αφορούν μακροοικονομικές μεταβλητές καθώς επίσης και τα δεδομένα της αγοράς που μπορούν να ενσωματωθούν στην οικονομία αλλά και τον ενθουσιασμό για τα νέα προϊόντα και τις συμπεριφορές των οποίων η ευελιξία φαίνεται να συνάδει με το μακροπρόθεσμο.

Τέλος, η φύση της επιχείρησης του οργανισμού είναι κυρίως εμπορική. Η λειτουργία τους όσον αφορά τις θέσεις αποδοχών παρομοιάζεται με την θέση του δικαστή και ενόρκων καθώς η βαθμολογία έχει την υποχρέωση να επωφελούνται από αυτήν οι πελάτες τους, κυρίως όσον αφορά το θέμα των δομημένων προϊόντων που βοηθούν στην οικοδόμηση και τα οποία αντλούν περισσότερα έσοδα. Για παράδειγμα, τα καθαρά έσοδα από δομημένα προϊόντα Moody αυξήθηκαν από 159 εκατομμύρια δολάρια το 2000 σε 754 εκατομμύρια δολάρια το 2006 και 701.000.000 δολάρια το 2007¹¹.

2.2 ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΤΟ ΟΛΙΓΟΠΩΛΙΟ.

Στις ΗΠΑ , οι οργανισμοί ευνοούνται σταδιακά από τον κανονισμό ολιγοπώλιο: από το 1931 η κυβέρνηση των ΗΠΑ έχει συμπεριληφθεί ρητά στο σύστημα αξιολόγησης της ρύθμισης και το

¹⁰ S. Blockvitz, A. Hamerle, S. Hohl, R. Ranhmeir : “Myth and Reality of Discriminatory Power for Rating Systems” , Wilmott magazine, 2007

¹¹ M. Aglietta, S. Rigot : « Crise et rénovation de la finance », éditions Odile Jacob, 2009

1936 απαγόρευσε στις τράπεζες να κατέχουν ομόλογα με διαβάθμιση από τουλάχιστον δύο οργανισμούς κάτω από BBB και οι οργανισμοί αυτοί υποχρεούνται να αποθηκεύουν στο 70 SEC σύμφωνα με το άρθρο 15C3 – 1. Το φαινόμενο αυτό είναι μια χαρακτηριστική αμερικανική αποχώρηση και η διαβάθμιση του κινδύνου γίνεται διακρατικά. Στην Ευρώπη από τα μέσα της δεκαετίας του '80, ο ρόλος των χρηματοοικονομικών αγορών στη χρηματοδότηση των μεγάλων επιχειρήσεων ενισχύεται, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των εξωτερικών πόρων των ΜΜΕ έρχεται προς το παρόν πάντα από τις τράπεζες¹². Παρ' όλα αυτά, οι τρεις σημαντικότεροι οργανισμοί αξιολόγησης (S & P, Moody και Fitch) χρησιμοποιούνται ως σημείο αναφοράς για τις αγορές financiers¹² σε μεγάλες συναλλαγές. Οι μεγάλοι ιδιωτικοί οικονομικοί και χρηματοπιστωτικοί φορείς (εταιρείες, τράπεζες, ασφάλειες και επενδυτές), συχνά με βάση τις αποφάσεις τους σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης ενισχύουν την ιδέα ότι έχουν στην κατοχή τους το σωστό τρόπο σκέψης της οικονομίας. Η εμπιστοσύνη αυτή έχει επεκταθεί και στις δημόσιες αρχές και στις ρυθμιστικές αρχές. Έτσι, για την ανανέωση των κανονισμών τους, τα ιδρύματα που αναφέρονται στους οργανισμούς παρουσιάζουν σημειώσεις για τη δημιουργία σημείων αναφοράς (Βασιλεία II, BCE). Τα μέτρα αυτά συνέβαλαν στην ενίσχυση των οργανισμών ολιγοπωλίου¹³.

¹² F. Bouguerra-Gentile: “ Les différents organismes de notation implantés en France : leurs échelles de classement, procédures et critères d'évaluation”, Revue du Financier n°92, 1993

¹³ Banque de France, « La crise financière », Documents et débats n°2, février 2009

2.3 Η ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ

Ένα μέσο για την προώθηση των υπηρεσιών των οργανισμών αξιολόγησης είναι οι στατιστικές δημοσιεύσεις. Η ποιότητα της αξιολόγησης των ομολόγων ελέγχεται εκ των υστέρων από στατιστικές σχετικές με την αθέτηση υποχρεώσεων. Μέχρι το 2006, η ετήσια έκδοση του S&P είχε μια σειρά από σκορ σύμφωνα με το σημείωμα και το έτος της ανάθεσης και τη συνοχή της μεθόδου εκχωρήσεως και με την πάροδο του χρόνου η απόδοση θα μπορούσε να δοκιμαστεί. Οι μεταβατικές μήτρες και το ένα σημείωμα στο άλλο, ανάμεσα στην αρχή και το τέλος του έτους, επέτρεψαν επίσης να εξεταστεί η χρονική σταθερότητα των σημειώσεων. Η πρόσβαση σε αυτά τα στατιστικά στοιχεία ήταν ελεύθερη. Η αναθεώρησή τους παρείχε ένα από τα πιο ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Όμως, μετά τη δημοσίευση, το 2007, μόνο τα συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία αλλά και τα συγκεντρωτικά ετήσια στοιχεία κερδοσκοπικού ή επενδυτικού βαθμού διατίθενται δωρεάν στο κοινό. Τα συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία του σημειώματος της βελτίωσης ή επιδείνωσης υποβάλλονται τακτικά, χωρίς να διευκρινίζεται το σημείωμα εκκίνησης¹⁴. Το πιο ενδιαφέρον για την συνθετική φάση παρατήρησης του κύκλου είναι ότι δεν αντικαθιστούν τη λεπτομερή παρατήρηση. Τα στατιστικά στοιχεία με βαθμολογία δεν είναι πλέον διαθέσιμα στο κοινό και για περισσότερες λεπτομέρειες, είναι απαραίτητο να αγοραστούν πράγμα που αποκλείει πολλούς ερευνητές στον τομέα των στατιστικών. Πρέπει να πούμε ότι τα

¹⁴ J. Cazes : « Notation : comment rétablir la confiance ? », dans La Lettre de l'AFGE, n°20 décembre 2008 - janvier 2009.

λεπτομερή στατιστικά στοιχεία είναι μια αστείρευτη πηγή πληροφοριών για τις μεθοδολογικές ιδιότητες της σημειογραφίας. Ωστόσο επιτράπηκαν ορισμένες σημαντικές παρατηρήσεις σχετικά με τα όρια της σημειογραφίας: η μεταβλητότητα των ποσοστών αθετήσεων με βαθμολογία, η επίδραση του περιβάλλοντος σχετικά με τα ποσοστά αθέτησης, η έλλειψη των ποσοστών αθετήσεων και η διαχωριστικότητα έχουν δείξει τα υψηλότερα σκορ σύμφωνα με το έργο του Blockwitz [8] Tiomo [19]. Στην πραγματικότητα, αυτοί οι περιορισμοί περιλαμβάνουν από την μια πλευρά τη δυσκολία της εκτίμησης και από την άλλη πλευρά το μικρό αριθμό των εταιρειών που αξιολογήθηκαν με βαθμολογία από τους μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Τα όρια αυτά θεωρείται ότι παρέχουν ένα μικτό μήνυμα με διθυραμβικές κριτικές για την εμπορική ποιότητα ομιλίας ενώ η S & P μπορεί να προτιμούσε να κρύψει την πραγματικότητα. Ωστόσο, είναι απαραίτητο να μειωθεί η αστάθεια, ο κύκλος της ευαισθησίας και η έλλειψη της διαχωριστικότητας καθώς είναι σαφές ότι αυτά τα προβλήματα δεν μπορούν ποτέ να εξαλειφθούν εντελώς¹⁵. Κρίνεται τότε απαραίτητο να ξέρουμε την ποιότητα της αξιολόγησης για να αξιολογηθούν πραγματικά. Έτσι, οι μεγάλοι οργανισμοί αξιολόγησης δεν μπορούν να στηριχθούν απόλυτη ποιότητα καλύτερα από ότι οι άλλοι οργανισμοί αξιολόγησης. Εάν η εκτίμηση των κινδύνων σ' αυτή τη δραστηριότητα είναι απαραίτητη, δεν μπορούμε να παραβλέψουμε την αβεβαιότητα που αποδίδουν. Για να προσποιηθούμε το αντίθετο θα πρέπει να επιβληθεί η εξουσία της πλαστογραφίας. Τις περισσότερες φορές υπάρχει μια σειρά αντιφάσεων που θα

¹⁵ Commission Européenne, « Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation », 12 novembre 2008

μπορούσαν να εκπλήξουν τον αναγνώστη όπως για παράδειγμα ομάδες με την ίδια αρχική ημερομηνία η οποία άλλαξε με την πάροδο των εκδόσεων του S&P. Η παρακολούθηση των αξιολογούμενων οντοτήτων είναι δύσκολη λόγω των πολλών γεγονότων που μπορεί να συμβούν (παύση της δραστηριότητας, η προεπιλογή της αναδιάρθρωσης, η παραίτηση κ.λπ.). Είναι δύσκολο να καταλάβουμε γιατί οι εταιρείες με αρίθμηση έχουν αξιολογηθεί A 484 το 2001 και η δημοσίευση το 2002 ήταν μόνο 480, ενώ στη συνέχεια, το 2005 θα ανέλθει σε 494 και τα επιτόκια υπερημερίας στα επόμενα τρία χρόνια με την αλλαγή της σειράς έφθασαν αντίστοιχα 0,41 % και 0,21 % και τέλος 0,20 %, δίνοντας την εικόνα μιας καλύτερης απόδοσης του σημειώματος A πάνω από τις δημοσιεύσεις. Φανταστείτε την έκπληξη του επενδυτή, ο οποίος το 1981 αγόρασε ομόλογα που αξιολογήθηκαν με A και μετά από τρία χρόνια βρίσκει τις αλλαγές στα ποσοστά αθέτησης. Οι τρέχουσες στατιστικές μειώνονται σε σύνολα για τη σειρά και η μεταβλητότητα των ποσοστών αθέτησης είναι παραπλανητική για τον επενδυτή. Εδώ και πάνω από είκοσι χρόνια παρουσιάζονται με συνολικό ποσοστό και δεν μπορεί να υπάρξει περιθώριο λάθους που να είναι σύμφυτο με τον συμβολισμό. Οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν στις δημοσιεύσεις τους μια σειρά από στατιστικούς δείκτες, όπως είναι οι καμπύλες Lorenz , οι καμπύλες Ginny ή οι δείκτες ROC και άλλοι λιγότερο συνήθεις δείκτες. Παρ'όλα αυτά οι παρουσιάσεις είναι υποτυπώδεις. Από τη μία πλευρά, ο υπολογισμός δεν είναι σαφής υπό την έννοια ότι δεν υπάρχει αρχείο ή στατιστικοί πίνακες διαθέσιμοι που να επιτρέπουν να καταλάβουμε πώς και ποια στοιχεία είναι κατασκευασμένα με αυτούς τους δείκτες και από την άλλη πλευρά οι εξηγήσεις που

παραδίδονται στα παραρτήματα εκδόσεων είναι γενικές και δεν εμποδίζουν τα πλεονεκτήματα και τους περιορισμούς των εν λόγω δεικτών. Πράγματι, σύμφωνα με πολλές στατιστικές μελέτες, η απόδειξη της ποιότητας που παρέχουν είναι σχετική: μπορούμε να συγκρίνουμε διάφορους οργανισμούς αξιολόγησης μεταξύ τους, αν οι καμπύλες και οι δείκτες δεν έχουν αναπτυχθεί στις ίδιες εταιρείες. Ως εκ τούτου, οι δείκτες ευπάθειας και η διάκριση μεταξύ διαλύτη και αφερέγγυων εταιρειών, εξαρτώνται από τα χαρακτηριστικά του σχετικού πληθυσμού της επιχείρησης. Έτσι, για άλλη μια φορά υποτίθεται ότι αποδεικνύεται η εξαιρετικά αφελής ποιότητα. Η διαφάνεια είναι επίσης να φέρει στο κοινό τη γνώση της μεθοδολογίας αξιολόγησης¹⁶. Έχουμε ήδη αναφέρει τη δυσκολία εκτίμησης του κινδύνου αλλά οι εξηγήσεις σχετικά με τις τοποθεσίες υπάρχουν μόνο σε φυλλάδια που παρουσιάζουν έλλειψη ακρίβειας. Αξίζει να αναφέρουμε ένα εισαγωγικό πανεπιστημιακό σύγγραμμα χρηματοοικονομικής ανάλυσης που παρουσιάζει ορισμένες γενικές αρχές για να αποφευχθεί ο ανταγωνισμός με αποτέλεσμα την διατήρηση της ηγεμονίας¹⁷. Όλα αυτά είναι πιθανόν να προορίζονται για τις αρχές (υπουργεία, χρηματοπιστωτικές αγορές, επόπτες). Επειδή πρέπει να ελέγχουν τις πληροφορίες και τις μεθόδους, η αρμοδιότητα τους απαιτεί εμπειρία και εμβάθυνση¹⁸.

¹⁶ Basel Committee on Banking Supervision: “Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance”, octobre 2002.

¹⁷ Conseil d’Analyse Economique : Rapport “La crise des subprimes” par P.Artus, J-P Betbèze, Ch.de Boissieu, G. Cappelle-Blancard, La Documentation Française, 2008

¹⁸ CRT rapport du Joint Forum – Banque de France – juillet 2008

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗ ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.

3.1 ΈΝΑ ΜΕΣΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.

Η βασική επιχειρηματική δραστηριότητα των οργανισμών συνδέεται με τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Όργανα της χρηματιστικοποίησης της οικονομίας μπορούμε να πούμε ότι είναι οι εκδότες των ομολόγων και των δομημένων προϊόντων που παραδίδουν τις αναφορές για τους επενδυτές. Η Σχολή του Σικάγου που γίνεται ολοένα και πιο ισχυρή για την οικονομική σκέψη έχει μεγάλη σημασία καθώς υποστηρίζει την πίστη της στην αγορά και την ικανότητα της να ισορροπήσει και να ρυθμίσει την οικονομική ζωή άσχετα από κάποιες αναπόφευκτες επεισοδιακές κρίσεις. Ακόμη και σήμερα εξακολουθούν να υπάρχουν υποστηρικτές αυτής της σκέψης που ελαχιστοποιούν τις επιπτώσεις των κρίσεων και εξετάζουν τον καθαρισμό της αγοράς. Ο ρόλος των εποπτικών αρχών της Τράπεζας, των αρχών των χρηματοπιστωτικών αγορών και των κεντρικών τραπεζών είναι να προωθήσουν την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας, εξασφαλίζοντας μια σταθερή χρηματοδότηση και την χρηματοπιστωτική σταθερότητα προς το συμφέρον όλων. Δηλαδή, όχι μόνο για τους επενδυτές, αλλά και για τους εργαζόμενους, τους επιχειρηματίες, τους συνταξιούχους κλπ. Τώρα όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης έχουν διεισδύσει σταδιακά στον κόσμο των φορέων που εμπλέκονται στην ρύθμιση του κινδύνου. Η κρίση τους αντικατοπτρίζει συγκεκριμένους

τρόπους σκέψης και παραιτούνται από άλλους. Σχετικά με τους φορείς στο πλαίσιο της ανάπτυξης της χρηματοπιστωτικοποίησης της οικονομίας επωφελούνται όλο και περισσότερο από θέση της αρχής της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής ορθοδοξίας που μεταδίδεται. Οι Εργασίες του Οργανισμού ενσωματώνουν τα στοιχεία της οικονομίας. Η ιδεολογία της «βέλτιστης πρακτικής» έχει ένα δομημένο τρόπο σκέψης¹⁹.

Οικονομικά έχουμε τρία στάδια:

- Επενδύσεις : η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει αλλάξει τα κριτήρια σχετικά με τις επενδυτικές αποφάσεις και το κόστος του χρέους έχει επηρεάσει την συμπεριφορά των επιχειρήσεων και τις δημόσιες αρχές.
- Γνώση : μπορεί να οριστεί ως μια κοινωνική διαδικασία στην οποία πολλές φορές τα γραφεία έχουν προωθήσει μια απόφαση που δεν είναι αντικειμενική και έχει συνέπειες για την κοινωνία και την παγκόσμια οικονομική και χρηματοπιστωτική πολιτική που αφορά τις συναλλαγές.
- Διακυβέρνηση : οι κανόνες διακυβέρνησης καθορίζουν τη λειτουργία των θεσμών.

3.2 ΑΝΑΛΗΨΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Τα Γραφεία χρησιμοποιήθηκαν ως αναφορά σε νομισματικά ιδρύματα και την προληπτική .

Νομισματική Πολιτική :

¹⁹ Amadou N.R. Sy: « The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets”, IMF Working Paper, june 2009

Σχετικά με τη νομισματική πολιτική στην Ευρώπη, ακόμη και πριν από τη δημιουργία του ευρώ, ορισμένες χώρες ασκούν την αναχρηματοδότηση των τραπεζών με την κεντρική τράπεζα του ιδιωτικού χρέους και αυτό αποτελεί μια πολύτιμη διαδικασία όταν οι τράπεζες αναζητούν ρευστότητα. Ως μέρος των εθνικών νομισματικών πολιτικών, επικρατεί η δυσπιστία των μεγάλων οργανισμών αξιολόγησης. Επιπλέον, πρόσφατα σημειώθηκαν πολύ λίγες εταιρείες στην Ευρώπη για την κάλυψη αυτών των αναγκών της αναχρηματοδότησης. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες δημιούργησαν το δικό τους σύστημα αποτίμησης των επιχειρήσεων. Με τη δημιουργία του ευρώ, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είχε την επιθυμία να ενοποιήσει την ποιότητα των δανείων για την αναχρηματοδότηση και επέλεξε ένα κοινό πρότυπο :για να είναι επιλέξιμες οι αιτήσεις πρέπει να λάβουν ένα σκορ ίσης ή καλύτερης ποιότητας με το σημείωμα Α των οργανισμών αξιολόγησης των ΗΠΑ. Και αυτά έχουν χρησιμοποιηθεί για τη δημιουργία μιας αναφοράς για τις σημειώσεις που εκδίδονται από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες ενώ οι οργανισμοί εκτιμούσαν ότι είναι οι μόνοι που έχουν εδώ και καιρό δημοσιεύσει στατιστικά στοιχεία της αθέτησης σε ομόλογα. Αυτά τα στατιστικά στοιχεία είναι ένα μέτρο της απόδοσης της δικής τους δραστηριότητας αξιολόγησης. Ο Χρυσός Πελάτης "επιχείρηση" των ευρωπαϊκών εμπορικών τραπεζών είναι πολύ διαφορετικός από το μικρό πληθυσμό που καταγράφονται από τους οργανισμούς (μερικές Εκατοντάδες εταιρείες στην Ευρώπη) . Ωστόσο, το κύρος των υπηρεσιών είναι τέτοιο ώστε οι δημοσιεύσεις τους χρησιμοποιήθηκαν ως αναφορές στις εποπτικές αρχές για να παρακολουθούν τον κίνδυνο του τραπεζικού δανεισμού και σε ένα

πολύ ευρύτερο πεδίο των επιχειρήσεων όπως στη Γαλλία, όπου η Τράπεζα της Γαλλίας σημειώνει περισσότερες από 220.000 επιχειρήσεις ανά έτος, από τις έγγραφες περιεκτικές και ο πληθυσμός της οποίας είναι επιχειρήσεις των οποίων οι απαιτήσεις είναι επιλέξιμες για αναχρηματοδότηση²⁰.

Προληπτική εποπτεία :

Εάν οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιήσουν τους οίκους αξιολόγησης για τις μεγάλες παρεμβάσεις στην αγορά εφαρμόζουν τη δική τους μέθοδο αξιολόγησης που βασίζεται σε πληροφορίες στις οποίες έχουν την δυνατότητα να παρέμβουν οι Οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και οι οποίες είναι συχνά εξειδικευμένες σε τοπικούς φορείς για τον καλύτερο έλεγχο των γνώσεων των εταιρειών των οποίων το πεδίο έρευνας είναι μεγαλύτερο. Κυρίως όμως βασίζονται σε δικές τους πηγές που πραγματοποιούνται από λογαριασμούς, από τον διάλογο με τον ιδιοκτήτη της επιχείρησης και την ανάλυση των λόγων για το δάνειο (επενδυτικό σχέδιο, δυσχέρειες ταμειακής ροής κλπ). Ωστόσο, μέσα από τις εποπτικές αρχές, οι αξιολογήσεις των οργανισμών χρησιμοποιούνται επίσης σαν σημείο αναφοράς για όλους όσους ασχολούνται με σκορ όταν οι τράπεζες ή οι οντότητες που χαρακτηρίζουν την επιχείρηση έχουν ένα ρόλο στην ρύθμιση της προληπτικής εποπτείας. Η διεθνής επιτροπή τραπεζών στη μεταρρύθμιση των εποπτικών προτύπων, που ονομάζεται Βασιλεία

²⁰ Committee on Global Financial System: « Rating in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings? », Bank of International Settlements, CGFS Papers n°32, july 2008.

II, τέθηκε σε ισχύ στην Ευρώπη το 2006 και έχει ορίσει τους συντελεστές, δανειολήπτες κινδύνου να καθορίζουν την βάση της κεφαλαιακής επάρκειας. Στην ευρωζώνη, η Γαλλία, η Γερμανία, η Αυστρία, η Ισπανία εφαρμόζουν αυτή την πρακτική της αναχρηματοδότησης . Αυτή η αναγνώριση από τα θεσμικά όργανα ενίσχυσε την ισχύ στην αγορά των οργανισμών και βοήθησε στην ενίσχυση του κύρους τους και στην ενίσχυση του συστήματος των αξιών που μεταφέρει.

Η Βασιλεία II και οι οίκοι αξιολόγησης απαιτούν από τις τράπεζες να κατέχουν ένα επαρκές επίπεδο κεφαλαίων για την αντιμετώπιση των πιθανών κινδύνων που οφείλονται σε πιστώσεις. Στη συνέχεια, ο Cooke προώθησε μια νέα μέθοδο που υπολογίζει το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο, λαμβάνοντας υπόψη τον ατομικό κίνδυνο του πελάτη και των δανειοληπτών μέσω ενός συστήματος στάθμισης με βάση τον επιμέρους κίνδυνο του κάθε πελάτη. Η στάθμιση αυτή ορίζεται σε σχέση με την κλίμακα των σημειώσεων των σημαντικότερων οργανισμών αξιολόγησης.

Στη Βασιλεία II, η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου των πελατών και του πιστωτικού ιδρύματος μπορεί να γίνει με δύο μεθόδους: η πρώτη μέθοδος χρησιμοποιεί τις σημειώσεις των οργανισμών ικανότητας που είναι αναγνωρισμένοι από τον επιβλέποντα και η δεύτερη είναι η εσωτερική μέθοδος που σχεδιάστηκε από την τράπεζα και η ποιότητα της αξιολόγησης της αναγνωρίζεται από τον τραπεζικό επόπτη. Όπως και στα υπόλοιπα, ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης αποτελεί μια υπόθεση αξιολογη²¹.

²¹ Michel Castel et Dominique Plihon : « Propositions pour une prévention renforcée des risques systémiques », Rapport Moral sur l'Argent dans le monde – 2008

Στην πρώτη μέθοδος, ο ρόλος τους είναι άμεσος καθώς χρησιμοποιείται η βαθμολογία τους. Στην δεύτερη μέθοδο που αναφέρεται και εσωτερική μέθοδος, οι τράπεζες χρησιμοποιούν τις εξωτερικές πληροφορίες οι οποίες είναι διαθέσιμες για την είσοδο στο εσωτερικό σύστημα βαθμολόγησης τους και λειτουργούν σαν βάση για την σύγκριση των αποτελεσμάτων. Οι Νέοι οργανισμοί έχουν εγκριθεί από την τραπεζική εποπτεία η οποία θα πρέπει να συγκρίνει την βαθμολογία με τους κύριους διεθνείς οργανισμούς μέσω του σωρευτικού ποσοστού αθέτησης για τα επόμενα τρία χρόνια. Αυτό ορίζεται από δύο επίπεδα των ποσοστών αθέτησης τα οποία δεν πρέπει να υπερβαίνουν το επίπεδο ελέγχου και το επίπεδο ενεργοποίησης (το δεύτερο μέρος του πίνακα). Επίσης, υπάρχει διαφορά και στα επίπεδα των γραφείων S&P και του Moody (3ο μέρος του πίνακα), επειδή η Επιτροπή της Βασιλείας έλαβε υπόψη τη μεταβλητότητα των οργανισμών διαβάθμισης. Στη Γαλλία μπορεί να χρησιμοποιηθεί από αρκετούς οργανισμούς αξιολόγησης: τα μεγάλα διεθνή γραφεία (συνήθως σημειώστε τις μεγάλες ομάδες επιχειρήσεων), την Τράπεζα της Γαλλίας (η οποία θεσπίζει ένα απόσπασμα για τις μεγάλες επιχειρήσεις (βλ. Παράρτημα 1) και άλλες οργανώσεις η COFACE, η Euler Hermes, η AFDCC αλλά και τα μοντέλα αποτελέσματα της S&P, KMV, της Moody's και Fitch. Οι Οργανισμοί που έχουν επιτύχει την ιδιότητα των εξωτερικών φορέων με τη γαλλική τραπεζική εποπτική αρχή, οκτώ στον αριθμό, παρουσιάζονται στο Παράρτημα IV. Οι πίνακες αντιστοιχίας μεταξύ των σημειώσεων του κάθε οργανισμού και των συντελεστών είναι διαθέσιμοι στην ιστοσελίδα της Τράπεζας της Γαλλίας²².

²² J. C. Rochet : « Conflicts of interest and reputation of rating agencies »,

Οι τρεις από τους σημαντικότερους οργανισμούς αξιολόγησης παρέχουν αξιολογήσεις μέχρι την λογική ασυμμετρία πληροφόρησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τώρα, λειτουργούν και ως σημείο αναφοράς για άλλα είδη του χρέους. Όμως, οι στόχοι των παραγόντων της αγοράς είναι μικροοικονομικοί όπως η μεγιστοποίηση ROE των οποίων τα υπέρογκα επίπεδα που απαιτούνται από τις αγορές τα τελευταία χρόνια (15 % ή 20 %) είναι σε αντίθεση με ένα βιώσιμο επίπεδο της ανάπτυξης της πραγματικής οικονομίας και επίσης μακροοικονομικοί που είναι συμβατοί με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα όσον αφορά το σύνολο της οικονομίας. Τα στατιστικά στοιχεία των νέων οργανισμών θα πρέπει να συμβάλουν στην διεύρυνση της προοπτικής. Επίσης αυτά τα στοιχεία δημοσιοποιούνται και μπορούν να οδηγήσουν σε συζητήσεις οι οποίες μπορεί να είναι αμφιλεγόμενες αλλά τουλάχιστον παρέχουν πιο ακριβείς ιδέες σχετικά με τον κίνδυνο σε διάφορους τομείς της πίστωσης.

3.3 ΤΟ ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ/ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Το μεγάλο μέρος της οικονομικής δραστηριότητας δεν αποτελεί ενδιαφέρον για τους φορείς. Αυτοί προσπαθούν να καλύψουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ως εκ τούτου, πρέπει να αναφέρουμε ότι οι δραστηριότητες τους αφορούν πολύ μεγαλύτερους πληθυσμούς. Στη Γαλλία, ο πληθυσμός των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στο γαλλικό έδαφος είναι περίπου 2,5 εκατομμύρια εκ των οποίων 600.000 εταιρίες που εκτελούν μια συνολική αναθεώρηση. Σε αυτόν τον πληθυσμό των

επιχειρήσεων, δηλαδή των εταιριών των οποίων η οικονομική επιβάρυνση είναι αρκετά μεγάλη, η Βασιλεία II απαιτεί ειδική αξιολόγηση του κινδύνου (ειδικά αν το τραπεζικό χρέος τους είναι μεγαλύτερο από 1 εκατομμύριο). Οι άλλες, οι μικρότερες εταιρείες, ανήκουν στο πλαίσιο της Βασιλείας II της λιανικής που περιλαμβάνει τις μικρές επιχειρήσεις (δάνεια μικρότερα των € 1.000.000) και επαγγελματίες. Στη Γαλλία, οι εταιρείες ακολούθησαν μακροπρόθεσμα τουλάχιστον έναν από τους τρεις οργανισμούς, το 2007 ήταν 349 σε αριθμό και μεταξύ αυτών είναι η συντριπτική πλειοψηφία των τραπεζών, των ασφαλιστικών εταιρειών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων²³.

3.4 ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΠΡΟΣΠΑΘΟΥΝ ΝΑ ΔΙΕΥΡΥΝΟΥΝ ΤΟ ΠΕΔΙΟ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ ΤΟΥΣ.

Οι νέοι τραπεζικοί κανονισμοί ενθαρρύνουν τις τράπεζες να αξιολογούν καλύτερα τους κινδύνους. Για τις επιχειρήσεις του πιστωτικού κινδύνου, μπορούν να χρησιμοποιηθούν αξιολογήσεις των εξωτερικών φορέων ή των εσωτερικών μοντέλων που αξιολογούν το επίπεδο κινδύνου των πελατών τους. Γραφεία τα οποία κινούνται στο πλαίσιο αυτό έχουν την ευκαιρία να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους. Όμως δεν περιλαμβάνονται δεδομένα για την εκτίμηση σε μοντέλα με μεγάλο αριθμό εταιριών. Πρότειναν λοιπόν να χτίσουν μοντέλα με βάση δεδομένα των πελατών των τραπεζών. Οργάνωσαν ακόμη και ομαδοποιήσεις των δεδομένων από διάφορες τράπεζες της χώρας (είναι όντως

²³ J. C. Rochet : « Conflicts of interest and reputation of rating agencies », intervention au colloque 2008 du Conseil scientifique de l'AMF

απαραίτητο να εργαστούν στη χώρα, δεδομένου ότι οι διαφορές στη διάρθρωση του ισολογισμού και οι διαφορές μεταξύ των εθνικών νομοθεσιών εισαγάγουν ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών). Και η S&P έχει δημιουργήσει μοντέλα που ταιριάζουν σε κάθε ευρωπαϊκή χώρα, όμως με το ίδιο επίπεδο κινδύνου σε όλες τις χώρες και στην πραγματικότητα μπορεί να επιτρέψει μια επιθυμητή συνοχή στην αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου. Αυτό το εργαλείο βαθμολόγησης που ονομάζεται Risk Tracker αποτελεί μια λύση. Η Moody έχει επίσης δημιουργήσει το δικό της μοντέλο όπως και η Risk Calc και η Fitch έχουν αναπτύξει διάφορα μοντέλα και ανάλογα με την κατηγορία των επιχειρήσεων ομαδοποιούνται σε Fitch CRS. Τότε έρχεται το ερώτημα: ποιο θα είναι το μέλλον αυτής της προσέγγισης; Από τη μία πλευρά, οι τράπεζες που συμμετέχουν στη ρύθμιση των εν λόγω μοντέλων μπορούν να αξιοποιήσουν να δοκιμάσουν τα δικά τους εσωτερικά υποδείγματα, τα οποία στη συνέχεια θα είναι τα ανταγωνιστικά μοντέλα οργανισμών. Από την άλλη πλευρά, η διατήρηση του πρακτορείου των μοντέλων απαιτεί μια σταθερή ροή των νέων αντιπροσωπευτικών δεδομένων όλων των εθνικών εταιρειών που συμμετέχουν στο εθνικό μοντέλο. Σε αντίθετη περίπτωση το μοντέλο γρήγορα θα γίνει ανεξέλεγκτης ποιότητας και έτσι χωρίς κοινή δέσμευση από τις τράπεζες να διατηρούν τέτοια μοντέλα οι οργανισμοί θα αναγκαστούν να εγκαταλείψουν αυτό το είδος της δραστηριότητας ²⁴.

²⁴ T. J. Sinclair: “The New Masters of Capital : American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness” , Cornell University Press, 2005

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΟΙ ΜΕΓΑΛΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΙ ΚΑΙ Η ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ ΤΟΥΣ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε μια οικονομία όπου οι αγορές είναι τέλειες, αποτελεσματικές και πλήρης αν οι οργανισμοί αξιολόγησης πραγματοποιούνται σε όλες τις αγορές, η αξιολόγηση της ποιότητας μπορεί να αυξήσει την ασυμμετρία στην πληροφόρηση, που πραγματικά θα μπορούσε να θέσει την οικονομία στην υπηρεσία του δημόσιου αγαθού, της βαθμολόγησης και της καλύτερης κατανομής των πόρων. Ωστόσο, οι αγορές στις οποίες είναι οι οργανισμοί επαληθεύονται οι παραδοχές της οικονομικής θεωρίας. Παρά το γεγονός ότι οι σημαντικές ροές περνούν μέσα από αυτά, είναι πολύ περιορισμένος ο αριθμός παραγόντων που παρεμβαίνουν άμεσα σε σύγκριση με το σύνολο της οικονομίας. Οι έμμεσες επιπτώσεις της συμπεριφοράς της αγοράς και των αποφάσεων των οργανισμών είναι τα φυσικά και νομικά πρόσωπα τα οποία δεν είναι αυτά που αποφασίζουν και επίσης οι ορφανισμένες βαθμολογίες που δεν αντικατοπτρίζουν την αλήθεια των καταστάσεων. Οι χρηματοδοτικές ανάγκες της πραγματικής οικονομίας δεν καλύπτονται και ένα σημαντικό μέρος των πόρων αντιμετωπίζει μια βραχυπρόθεσμη σίτιση στην κερδοσκοπική πρακτική²⁵.

²⁵ M. Fried : «De la crise des subprimes à la crise financière », Cahier Lasaire n°35, avril 2008

4.2 ΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑ ΚΑΙ Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.

Στη σημερινή κρίση, το A.M.F. προώθησε μια σειρά από υπερεκτιμημένες σημειώσεις από τους παράγοντες με αποτέλεσμα οι ταχείες εκπτώσεις να έχουν δυσκολίες στο να ενισχύονται.

Στο συμβολισμό των εκδοτών των ομολόγων :

Το πρώτο εξάμηνο του 2007 ήταν μια συνέχεια των προηγούμενων τάσεων. Η αγορά των εταιρικών δανείων που έχουν λάβει την κατάλληλη καθοδήγηση παρουσιάζουν ποσοστά αθέτησης ιστορικά χαμηλά. Το καλοκαίρι του 2007, η κρίση στις αγορές ενυπόθηκων δανείων και η διεθνής κρίση ρευστότητας έχει επηρεάσει όλες τις αγορές του χρέους στην αγορά ομολόγων. Μεταξύ Ιανουαρίου και Σεπτεμβρίου του 2007 οι αποδόσεις των ομολόγων κατηγορίας BBB χρηματοοικονομικών εταιρειών αυξήθηκαν κατά περισσότερο από 500 μονάδες βάσης έναντι 170 για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Ωστόσο, τα ποσοστά αθέτησης παρέμειναν ιστορικά σε χαμηλά επίπεδα μέχρι το τέλος του 2007, ιδιαίτερα στην Ευρώπη. Όμως, στα τέλη του 2007 εμφανίζεται η επιδείνωση της πιστωτικής ποιότητας η οποία προκαλεί υποβαθμίσεις και αναπτύσσεται ένα κίνημα κατά το έτος 2008. Σύμφωνα με την AMF αυτές οι υποβαθμίσεις συνέβαλαν στην κρίση ρευστότητας καυσίμου. Η τάση αυτή συνεχίζεται στις δημοσιεύσεις του 2009 όπου τα ποσοστά αθέτησης είναι ήδη πολύ υψηλά σε αριθμό. Οι μέθοδοι της βαθμολόγησης αμφισβητούνται ολοένα και περισσότερο από την αγορά.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2007, παρά την αύξηση των ποσοστών αθέτησης και την παρακμή των τιμών στην αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ, οι οργανισμοί αυτοί δεν έχουν αλλάξει τις σημειώσεις τους και τα τιτλοποιημένα προϊόντα της αγοράς παρέμειναν εξαιρετικά ισχυρά μέχρι τον Αύγουστο του 2007. Από την ημερομηνία αυτή οι επενδυτές μαζικά έκαναν εκτροπή των προϊόντων αυτών. Το γεγονός αυτό οξύνθηκε το 2008 στον κόσμο και για τους πρώτους 9 μήνες του 2007 η αγορά ήταν στα 2150000000000 ευρώ κατά την ίδια περίοδο ενώ το 2008 ανήλθε σε 700 δισ. ευρώ. Αυτή η ύφεση έχει επηρεάσει ιδιαίτερα το ABS και CDO, αλλά σε μικρότερο βαθμό το RMBS. Τα γραφεία στην συνέχεια, προβαίνουν σε ένα αρχικό κύμα υποβαθμίσεων των σημειώσεων και σε αλλαγές προοπτικής. Για παράδειγμα, οι αξιολογήσεις των δομημένων προϊόντων της Moody είχαν αναπτυχθεί σημαντικά (ο ρυθμός αύξησης αυτών των δύο ήταν από 14 % έως 64 %) και αναγκάζεται να υποβαθμίσει το 31% εκ των οποίων το 14% CDOs με AAA. Επίσης, πολλοί RMBS δόσεις με ενσωμάτωση subprime βιώνουν απότομη διόρθωση των τιμών. Κατά τους πρώτους τέσσερις μήνες του 2008, έρχεται ένα δεύτερο κύμα μαζικών υποβαθμίσεων στις αξιολογήσεις στα γραφεία το οποίο συνέπεσε με την επιδείνωση των ασφαλιστών. Επιπλέον, διαπιστώθηκαν σφάλματα στα μοντέλα αποτίμησης των σύνθετων προϊόντων. Τα γραφεία στη συνέχεια προχωρούν σε αλλαγές στη μεθοδολογία. Τα Μαθηματικά μοντέλα χρησιμοποιούν ισχυρές παραδοχές και συχνά στερούνται της πραγματικότητας.

- Ο ρόλος της επιστήμης στην υπηρεσία των τεχνικών της χρηματοδότησης αναφέρεται συχνά. Πράγματι, για να αναπτύξουν τις επιχειρήσεις τους οι οργανισμοί έχουν καταφύγει σε

μαθηματικούς υψηλού επιπέδου. Χωρίς κατ' ανάγκη να είναι άπληστοι έχουν το συλλογικό ενθουσιασμό. Δεν είναι ούτε οικονομολόγοι, ούτε υπεύθυνοι για την παρακολούθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Έχουν προσληφθεί από ιδιωτικές εταιρείες και έχει διαφύγει η ανησυχία των ρυθμιστικών αρχών που αφορά την επίγνωση του αυξανόμενου προϊόντος, τους κινδύνους και τα παράγωγά τους. Ωστόσο, στην αλυσίδα της ευθύνης του εργοδότη ή του χορηγού τους, τα μοντέλα έχουν υποστεί επεξεργασία με μεγαλύτερη προσοχή. Μια προληπτική άποψη, θα έπρεπε να ληφθεί καλύτερα υπόψη. Η αλλαγή της λειτουργίας του τραπεζικού κλάδου έχει ως συνέπεια ότι οι μαθηματικές θεωρίες γρήγορα αμφισβητήθηκαν από την άποψη της εφαρμογής τους στα σημερινά προβλήματα²⁶.

4.3 ΚΡΑΤΗ, ΣΗΜΕΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΚΟΙΝΟΤΗΤΕΣ /ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΙΡΡΟΗ.

Τα γραφεία έχουν σημειωθεί στα κράτη μέλη, στους δήμους, στις εθνικές, περιφερειακές ή τοπικές αρχές, στα αμερικανικά πανεπιστήμια κλπ.

Οι δημοτικές αρχές οικονομικά αντιπροσωπεύουν σημαντικά κονδύλια. Για παράδειγμα, σημειώνει η Moody σχεδιάζει το 2005 για μια συνολική επένδυση 280 δισεκατομμυρίων δολαρίων για να διατηρήσει τη φυσιολογική δραστηριότητα κατά τα επόμενα είκοσι χρόνια σχεδόν 1.500 φορείς στις ΗΠΑ. Η επένδυση σε αυτά τα

²⁶ S. Blockvitz, C. S. Wehn, S. Hohl : « Reconsidering Ratings » , Wilmott magazine, 2007

ομόλογα μπορεί να είναι ελκυστική, ακόμη και αν το κέρδος είναι χαμηλό, διότι τα συμφέροντα είναι καθαρά από φόρους. Στο δημόσιο και στον ιδιωτικό τομέα, οι οργανισμοί έχουν εξαπλώσει το όραμά τους για την οικονομία και παρεμβαίνουν στην πολιτική. Σημειώστε ότι σε μια χώρα είναι δυνατόν να υπάρξει μείωση και η πρόσβαση στην πίστωση σε αυτή τη χώρα που έχει πληγεί να έχει σαν αποτέλεσμα δυσκολίες στην εφαρμογή των προγραμμάτων με συχνά δυσμενείς κοινωνικές επιπτώσεις. Ενώ υπάρχει η υποβάθμιση στο σημείωμα, είναι δυνατόν να προκύψει πολιτική χειραγώγηση. Στις 70 αποφάσεις των τοπικών κυβερνήσεων είναι ικανοποιητική η αποζημίωση και η παραγωγικότητα, ωθώντας την ιδιωτικοποίηση των υπηρεσιών (αποκομιδή απορριμμάτων, αεροδρόμια, αστυνομία κλπ). Κάποια Παραδείγματα παρέχονται από την T. Sinclair για την αξιολόγηση της Πολιτείας της Βικτώρια στην Αυστραλία όπου οι οίκοι αξιολόγησης και οι αλλαγές τους έχουν βοηθήσει στην υποστήριξη ενός νεοφιλελεύθερου προσανατολισμού της πολιτικής. Επί του παρόντος, οι αλλαγές των αξιολογήσεων πολλών ευρωπαϊκών χωρών (Ελλάδα, Ισπανία, Ιρλανδία) θα μπορούσε να επιδεινώσει τις δυσκολίες τους ²⁷.

4.3 ΑΝΤΙΣΤΑΣΗ ΣΤΙΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

Η δυσκολία στην πρόβλεψη του κινδύνου οδηγεί σε μια ισχυρή συμμετοχή της ευθύνης του εκτιμητή. Θα πρέπει να εναρμονίσει το χρονικό ορίζοντα των προβλέψεων, τη σταθερότητα του σημειώματος και το επίπεδο. Πραγματικά, υποβαθμίζεται ο φόβος

²⁷ Basel Committee on Banking Supervision: “Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance”, octobre 2002

από την αξιολογούμενη οντότητα, επειδή βοηθά να περιορίσει την πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων, να αυξήσει το κόστος της πίστωσης, να μειώσει την τιμή των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών, ακόμη και να παίξει διαθήκες. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδυτής επιθυμεί, να αυξηθεί η εφαρμογή της και στη χειρότερη περίπτωση να περιορίσει τις αποτυχίες. Οι Οργανισμοί έχουν συνεπώς συχνά διστάσει και τελικά έχουν υποβαθμιστεί σε μεγάλο βαθμό κάποιες σημειώσεις αλλά και είναι πολύ αργά για τους επενδυτές καθώς έχουν παγιδευτεί με επισφαλή στοιχεία ενεργητικού. Βεβαίως αυτό το δίλημμα είναι συχνά δύσκολο να προσδιοριστεί. Ως εκ τούτου, φέρουν βαριά ευθύνη για τη δραστηκότητά τους αφενός έναντι των αναλυθειςών εταιρειών που έχουν αξιολογηθεί και αφετέρου έναντι των αναλυθειςών εταιρειών από άλλους επενδυτές. Τέλος, η εμπειρία δείχνει ότι στο πλαίσιο της κρίσης, έχουν μια «οπαδός» στάση και αντιστέκονται στις προβλέψεις. Κατά τις διάφορες κρίσεις οι οργανισμοί αποδίδουν πολύ αργά. Το τελικό σκορ βασίζεται κυρίως στο παρελθόν. Οι οργανισμοί δεν μπορούν να αγνοούν ορισμένα πραγματικά περιστατικά, αλλά κολλάνε στην αγορά και θέλουν να αποκηρύξουν τον εαυτό τους. Έχουν τη δική τους λογική και ο λόγος συμβάλλει στην άμυνα. το ερώτημα είναι: το υποστηρίζουν αυτό; περισσότερη ανάλυση είναι απαραίτητη, λαμβάνοντας υπόψη ρητά τις ορατές διάφορες πτυχές της εξέλιξης της αξιολογούμενης οντότητας. Αντί να υπάρχει μια ενιαία συνολική βαθμολογία, θα μπορούσε να υπάρχει η προώθηση μιας πολύπλευρης αξιολόγησης. Παρόλο που περιπλέκει την κατανόηση του κινδύνου, θα αντικατοπτρίζει καλύτερα την πραγματικότητα μιας κατάστασης εγγενώς πολύπλοκης. Οι οικονομικοί παράγοντες έχουν πολύ μεγάλη

εμπιστοσύνη στους οίκους αξιολόγησης. Αν οι αγορές χρειάζονται παραπομπές, οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη την πραγματική δυσκολία πρόβλεψης του κινδύνου. Σε αυτό το σημείο, είναι απαραίτητο να εξεταστεί λεπτομερώς η διαδικασία πρόβλεψης των κινδύνων καθώς και ο σκοπός της. Οι αρχές που είναι υπεύθυνες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα δεν μπορούν να ακολουθούν απλά τον ηγέτη. Τα σήματα εκδίδονται από άλλους δείκτες αξιολογήσεις του οργανισμού και εμφανίζονται σε λεπτομερείς ενέργειες των διαφόρων με βάση τα στατιστικά στοιχεία της αγοράς σχετικά με την εξέλιξη της πιστοληπτικής ικανότητας και την εμφάνιση ορισμένων επικίνδυνων πρακτικών. Οι αρχές παρακολουθούν επειδή είναι ενδεικτικές για τον σχηματισμό των κινδύνων. Όταν φαίνεται να υπάρχει κίνδυνος ενδέχεται να χρειαστεί να αναλάβουν την σταθεροποίηση και τις ρυθμιστικές δράσεις. Η προοπτική τους είναι θεμελιωδώς διαφορετική από τους οργανισμούς. Ωστόσο, οι αρχές αυτές έχουν ενσωματώσει παραπομπές σε πρότυπα τους (benchmarks) με βάση τα αποτελέσματα των οργανισμών αξιολόγησης (συντελεστής κεφαλαίου της Βασιλείας II, πιστωτικές απαιτήσεις αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ)²⁸.

²⁸ S. Blockvitz, S. Hohl : « Reconciling Ratings », Risk magazine, 14 (6), juin 2001

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΘΕΜΑΤΑ ΠΡΟΣ ΣΥΖΗΤΗΣΗ

Η έλλειψη της πρόβλεψης δεν είναι καινούργια και υπάρχουν πολλά κίνητρα που μπορούν να αλλάξουν την συμπεριφορά των οργανισμών με περιορισμένο αντίκτυπο την απώλεια της ανεξαρτησίας τους που υποστήριζαν την αυτορρύθμιση. Εξετάζουμε εδώ πως αυτό δεν είναι μια λύση και επίσης εξετάζουμε ποια είναι τα κύρια αιτήματα των παραγόντων της αγοράς ή των ρυθμιστικών αρχών. Σ' αυτό το σημείο επιχειρείται μια κριτική εξέταση των προτάσεων αυτών. Η αυτορρύθμιση, ζητώντας περισσότερη διαφάνεια όσον αφορά την μεταρρύθμιση της διαδικασίας αξιολόγησης, προκειμένου να μειώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων αμφισβητεί το ολιγοπώλιο των τριών μεγάλων οργανισμών, τη δημιουργία ενός εποπτικού φορέα και την δημιουργία δημόσιων οργανισμών.

5.1 Η ΑΥΤΟΡΡΥΘΜΙΣΗ

Σε οικονομικά θέματα, μόλις εμφανιστεί το σχέδιο νόμου, η αυτορρύθμιση είναι από τους φορείς που αναφέρεται ως η λύση για την ομαλή λειτουργία των επιχειρήσεων. Αλλά το μέγεθος της κρίσης και τα δραματικά λάθη που έχουμε δει, έχουν γίνει περισσότερο από αμφιβολία. Επιστρέφοντας στους οργανισμούς αξιολόγησης το 2004, η IOSCO ορίζει τον «κώδικα συμπεριφοράς». Είναι σαφές ότι απέτυχαν να τροποποιήσουν τις συμπεριφορές υψηλού κινδύνου. Ωστόσο, οι υποστηρικτές του

παρέμειναν πεπεισμένοι και έχουν αναδειχθεί ως μια νέα λύση το 2007. Η διαμάχη όσον αφορά την αυτορρύθμιση έχει ενταθεί. Δεδομένης της αυξανόμενης κριτικής και των προτάσεων ελέγχου, τα γραφεία πήραν πρώτα μια αμυντική στάση. Το 2008, υποστηρίζουν το status quo διότι φοβούνται για την ανεξαρτησία τους και «δεν θέλουν να αναλάβουν το ρόλο του αποδιοπομπαίου τράγου». Ωστόσο, η απώλεια της εμπιστοσύνης είναι τόσο ισχυρή που το 2009 έρχονται να δεχτούν την ιδέα της καταγραφής και της παρακολούθησης. Επιτρέπονται οι μέθοδοι ελέγχου, τα μοντέλα και οι επιδόσεις, οι περιοδικοί έλεγχοι και οι κυρώσεις για τη μη συμμόρφωση σύμφωνα με τα αναγνωρισμένα πρότυπα. Οι ίδιοι οι οργανισμοί φαίνονται έτοιμοι να συμμορφωθούν με τους ελέγχους. Ωστόσο, αναγνωρίζοντας παράλληλα την τάση αυτή, ο Deven Sharma, πρόεδρος της S&P θέλει να προστατέψει τους οργανισμούς από τον ελεγκτή και τις παρεμβολές.

5.2 ΤΟ ΘΕΜΑ ΤΗΣ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑΣ.

Κάθε φορά που κάτι δεν πάει καλά ζητείται η διαφάνεια, ως έκκληση προς τον λόγο δηλαδή εκφραζόμαστε όλοι και αποφασίζουμε. Αυτό που θα πρέπει να σκεφτούμε είναι κατά πόσο σοβαρό και αποτελεσματικό είναι το περιεχόμενο της διαφάνειας.

Από τη μία πλευρά, η δραστηριότητα της σημείωσης είναι δύσκολη και δεν λειτουργεί αντικειμενικά αλλά υποκειμενικά. Επομένως, δεν εξηγείται πλήρως η διαδικασία.

Από την άλλη πλευρά, πρέπει να είμαστε πρόθυμοι να υπάρχει η διαφάνεια. Δείξαμε από πολλά παραδείγματα για το πώς οι

οργανισμοί έχουν τη μεγαλύτερη απροθυμία για τη διαφάνεια. Θα ήταν γι 'αυτούς σημαντικό, να αποκαλύπτουν τις αδυναμίες και τις αμφιβολίες τους καθώς κινδυνεύουν να χάσει τη δεσπόζουσα θέση τους. Οπότε θα πρέπει να εμβαθύνουμε στο τι μπορεί και τι πρέπει να εξηγηθεί.

Παρακάτω παρουσιάζουμε μια πρόχειρη εξέταση δηλώνοντας ευθύς εξαρχής ότι η αξιολόγηση του ομολόγου και οι βαθμολογίες των δομημένων προϊόντων δημιουργούν διάφορα προβλήματα.

Για τα ομόλογα

Σύσταση: θα πρέπει να εισάγουμε τις μεθόδους, τα δεδομένα και τα σχόλια από την βαθμολογία για κάθε μεμονωμένη περίπτωση. Σχόλιο: οι οργανισμοί καλούνται να αναρτήσουν σχόλια για την αποσαφήνιση και την βελτίωση των διαδικασιών τους και θα πρέπει να παρέχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις μεθόδους τους στα σεμινάρια και στα φυλλάδια τους. Θα δημοσιεύονται επίσης σχόλια σχετικά με τις σημειώσεις σε κάθε περίπτωση. Ενώ αυτό είναι μια βελτίωση στην ουσία δεν οδηγεί πολύ μακριά, επειδή η ίδια η διαδικασία λήψης αποφάσεων δεν μπορεί να περιγραφεί. Επίσης, αυτές οι περιγραφές στην πραγματικότητα και δεν είναι δυνατές και δεν είναι απαραίτητα χρήσιμες.

Σχόλια : τα στατιστικά στοιχεία αποτελούν το κύριο μέσο για μια πραγματική κριτική εξέταση και για την διαφάνεια. Αλλά αυτό δεν είναι ο δρόμος που ακολούθησαν οι οργανισμοί τα τελευταία χρόνια. Αντί αυτού, έχουν αλλάξει κι έχουν επισκιάσει τις στατιστικές δοκιμές τους. Σε αυτό τον τομέα πρέπει να γίνει σημαντική πρόοδος. Για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη πρέπει

να δημοσιευτούν λεπτομερή στοιχεία και πρέπει να δίνουν σαφείς απαντήσεις σε ερωτήσεις που παράγουν οι στατιστικές.

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 εκτιμήσεων αυτών²⁹.

Η σημασία των οίκων αξιολόγησης αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, καθώς οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, εκτός από την πληροφορία που περιέχουν, σχετίζονται άμεσα 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. Με άλλα λόγια, ο οίκος αξιολόγησης μπορεί δυνητικά να θυσιάσει την αντικειμενικότητα της αξιολόγησής του προκειμένου να προσφέρει στην επιχείρηση από την οποία πληρώνεται την ευνοϊκότερη αξιολόγηση που εκείνη επιθυμεί. Οι Blume et al. (1998) τεκμηριώνουν εμπειρικά τη σταδιακή εμφάνιση υψηλότερων αξιολογήσεων με την πάροδο των ετών. το φαινόμενο αυτό, γνωστό ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 με τον όρο πληθωρισμός αξιολογήσεων (ratings inflation) ήταν, σύμφωνα με όλους τους μελετητές, ένα από τα προβλήματα που οδήγησαν στην πρόσφατη κρίση. Ένα δεύτερο πρόβλημα, η χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων, αναδείχθηκε μόνο πρόσφατα εξαιτίας της κρίσης. Σύμφωνα με τους Calomiris and Mason (2009) οφείλεται στη σύγκρουση συμφερόντων

²⁹ <http://62.1.43.74/5Ekdosis/UplPDFs/syllogikostomos/8-b%20PANOPOYLOY-TSOYMAS%20165-176.pdf>

μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των πελατών τους. Οι θεσμικοί επενδυτές δεν έχουν τα κίνητρα να απαιτήσουν και να επιβάλουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί είτε μη αγοράζοντας χρεόγραφα με χαμηλής ποιότητας αξιολόγηση, είτε ζητώντας σημαντική έκπτωση στην τιμή τους (Calomiris and Mason, 2009· Pagano and Volpin, 2010). Η αιτία της μείωσης της ποιότητας των αξιολογήσεων σύμφωνα με τους Becker and Milbourn (2008) είναι ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των οίκων αξιολόγησης για τη διατήρηση ή αύξηση των μεριδίων αγοράς τους για ένα προϊόν -την πιστοληπτική αξιολόγηση- η ποιότητα του οποίου κρίνεται μετά την αγορά του και -κυρίως- σε βάθος χρόνου. Έχουν έτσι κίνητρο να μειώσουν την ποιότητα του προϊόντος, δηλαδή να παρέχουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις ευχαριστώντας τον πελάτη - αξιολογούμενο. Οι Becker and Milbourn (2008) τεκμηριώνουν εμπειρικά τη σταδιακή μείωση της ποιότητας των αξιολογήσεων τα τελευταία χρόνια με την αύξηση του ανταγωνισμού, καθώς και τη μείωση της συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων (εταιρικών) ομολόγων και του βαθμού αξιολόγησής τους. το τελευταίο έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς αφορά στην επίδραση των αξιολογήσεων στη συμπεριφορά των επενδυτών³⁰.

5.3 ΣΥΓΚΡΟΥΣΗ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Οι τροποποιήσεις καθιερώνουν την υποχρεωτική εναλλαγή των οίκων αξιολόγησης – οι εκδότες χρεογράφων θα πρέπει να αλλάζουν οίκο αξιολόγησης τουλάχιστον ανά τετραετία. Ο κανόνας αυτός θα

³⁰ S. Blockvitz, S. Hohl : « Reconciling Ratings », Risk magazine, 14 (6), juin 2001

εφαρμόζεται στις επανατιτλοποιήσεις, που αποτελούν σύνθετα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Επιπλέον, θα προβλέπονται περιορισμοί έναντι των μετόχων: θα απαγορεύεται στους επενδυτές να έχουν ταυτόχρονα στην κατοχή τους μεγάλα ποσοστά μεριδίων σε περισσότερους από έναν οίκους αξιολόγησης, εκτός εάν αυτοί οι οίκοι ανήκουν στον ίδιο όμιλο.

Ο κανόνας αυτός θα πρέπει να διασφαλίσει τη δέουσα ανεξαρτησία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας³¹.

5.4 Η ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ ΤΟΥ ΟΛΙΓΟΠΩΛΙΟΥ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.

Το πρώτο σημαντικό πλήγμα για τους οίκους αξιολόγησης ήρθε το 2003 με την κατάρρευση του αμερικάνικου κολοσσού Enron, καθώς οι οίκοι αξιολόγησης υποτίμησαν την πιστοληπτική της ικανότητα ελάχιστες μέρες πριν καταρρεύσει, ενώ γνώριζαν αρκετούς μήνες την κατάσταση της εταιρείας. Τότε μάλιστα η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ζήτησε την διερεύνηση της υπόθεσης, αναζητώντας πρακτικές που αντιβαίνουν τους κανόνες υγιούς ανταγωνισμού αλλά και την σύγκρουση συμφερόντων.

Οι οίκοι συνέχισαν την λειτουργία τους μέχρι και το ξέσπασμα της πρόσφατης κρίσης. Ο ρόλος τους αν και δεν συζητήθηκε εκτενώς ήταν καίριος, καθώς οι αξιολογήσεις τους για τα τοξικά ομόλογα δεν ήταν σωστές-είχαν βαθμολογηθεί υψηλά- ενώ μέχρι και τη μέρα κατάρρευσης του μεγάλου χρηματοοικονομικού κολοσσού Lehman Brothers, θεωρούσαν τα χρεόγραφα του αξιόπιστα και τα βαθμολογούσαν με

³¹ <http://ue.eu.int/homepage/showfocus?focusName=stricter-eu-rules-on-credit-rating-agencies-agreed&lang=el>

Α.Μόνο η Fitch είχε δημοσιοποιήσει ένα χρόνο πριν από την κρίση μια έκθεση για τους κινδύνους των τοξικών ομολόγων. Η περίπτωση της Ισλανδίας έρχεται να προστεθεί στις αποτυχίες των μεγάλων οίκων αξιολόγησης. Η Standard & Poor's δεν κατάφερε να προβλέψει την πτώχευση των μεγαλύτερων τραπεζών και υποτίμησε ελάχιστα σε –Α την οικονομία της Ισλανδίας. Λίγους μήνες μετά, όταν το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ετοίμαζε το πακέτο στήριξης της για να αποτραπεί η χρεοκοπία της χώρας, οι τρεις οίκοι συζητούσαν (!) την πλήρη υποβάθμιση της χώρας. Ένα ακόμα αρνητικό γεγονός, προσάπτεται στον αμερικανικό κολοσσό Standard & Poor's. Τον Απρίλιο της προηγούμενης χρονιάς ένα στέλεχος της έκανε λόγο για την ανάγκη νέων προσώπων στην κυβέρνηση της Ιρλανδίας, τα οποία θα λύσουν το πρόβλημα της οικονομικής κρίσης που αντιμετωπίζει η χώρα. Προκάλεσε τις έντονες αντιδράσεις της κυβέρνησης και εκλήφθηκε ως άμεση παρέμβαση στην λειτουργία της δημοκρατίας, με αποτέλεσμα ο διεθνής οίκος να αναδιπλωθεί και να δηλώσει ότι υπήρξε παρεξήγηση³². Πριν από λίγα χρόνια προσφέρθηκε να αξιολογήσει χωρίς να πληρωθεί τον γερμανικό ασφαλιστικό κολοσσό Hannover Re, ο οποίος ήδη πλήρωνε αδρά τις δύο ανταγωνίστριες εταιρείες. Και ο κατάλογος συνεχίζεται με τις 3 εταιρείες να βρίσκονται μετά την κρίση σε δικαστικές διαμάχες με επενδυτές και με εκδότριες εταιρείες. Η κριτική για τους οίκους αξιολόγησης δεν σταματά εδώ. Η κυριαρχία των 3 έχει δημιουργήσει ένα ολιγοπώλιο, με όλους τους κινδύνους που συνεπάγεται αυτή η κατάσταση. Έχουν δεχθεί κατηγορίες ότι, λόγω της μεθοδολογίας που ακολουθούν, υπάρχουν πολλές συναντήσεις με το μάνατζμεντ των εταιρειών, το οποίο συμβουλεύουν για τις αποφάσεις που πρέπει να πάρει ώστε να διατηρήσει την βαθμολόγησή της η εταιρεία. Η χρέωση των εκδοτών για

³² <http://finance.in.gr/Article.aspx?articleID=1231166785>

τις υπηρεσίες αξιολόγησης, έχει δώσει τροφή για να κατηγορηθούν για σύγκρουση συμφερόντων, καθώς οι οίκοι ως ιδιωτικές εταιρείες εύλογα αναζητούν το κέρδος και η πληρωμή από τους εκδότες χρέους μπορεί να αποτρέψει μια αντικειμενική αξιολόγηση. Επιπλέον, έχουν ονομαστεί και δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης, του αγγλοσαξονικού μοντέλου αγοράς, καθώς οι δαπάνες για το προσωπικό, για την προστασία του περιβάλλοντος και οι δράσεις για την μεσοπρόθεσμη ανάπτυξη ξεφεύγουν από τα αυστηρά όρια αυτού του μοντέλου και μπορεί να στοιχίσουν σε μια εταιρεία την υποβάθμισή της³³.

5.5 ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ

Ήδη από την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης, η ΕΕ άρχισε να εισάγει μεταρρυθμίσεις με στόχο την καλύτερη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών και την προστασία των επενδυτών.

Μία από τις αλλαγές ήταν η μεγαλύτερη εποπτεία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, ο περιορισμός της σύγκρουσης συμφερόντων, η υποχρέωση των οίκων αυτών για μεγαλύτερη λογοδοσία και η παροχή περισσότερων πληροφοριών στους επενδυτές. Σήμερα οι οίκοι αυτοί εποπτεύονται από τη νέα Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), η οποία μπορεί να τους επιβάλλει ποινές όταν παραβαίνουν τους κανόνες.

Η συνεχιζόμενη κρίση χρέους της ευρωζώνης έφερε στην επιφάνεια τομείς στους οποίους απαιτείται μεγαλύτερη εποπτεία. Για να καλυφθούν τα υφιστάμενα κενά, η Επιτροπή προτείνει νέα μέτρα, ώστε να

³³ S. Blockvitz, S. Hohl : « Reconciling Ratings », Risk magazine, 14 (6), juin 2001

σταθεροποιηθούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές και να παρέχεται στους επενδυτές καλύτερη πληροφόρηση όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο.

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας αναφέρεται στη φερεγγυότητα, π.χ. στον κίνδυνο που ενέχει η επένδυση στα χρεώγραφα που εκδίδει μια εταιρεία ή μια χώρα. Η αξιολόγηση αυτή μπορεί να έχει τεράστιο αντίκτυπο. Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια, γεγονός που καθιστά ακριβότερη τη δανειοληψία για τη χώρα αυτή.

Τα νέα μέτρα σκοπό έχουν:

- **να μειώσουν την υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις:** οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δεν θα στηρίζονται τυφλά στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας όταν επιλέγουν πού θα επενδύσουν. Θα πρέπει να κάνουν τις δικές τους αξιολογήσεις. Οι οίκοι θα οφείλουν να παρέχουν λεπτομερέστερα στοιχεία για τις αξιολογήσεις τους.
- **να καταστήσουν υποχρεωτική τη συχνότερη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών:** οι οίκοι θα πρέπει να επικαιροποιούν τις αξιολογήσεις των χωρών της ΕΕ δύο φορές τον χρόνο (αντί για μία). Για να αποφευχθεί η αναστάτωση στις αγορές, οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών θα πρέπει να δημοσιεύονται μόνο μετά το κλείσιμο των αγορών και τουλάχιστον μία ώρα πριν από το άνοιγμα των τόπων διαπραγμάτευσης στην ΕΕ.
- **να διασφαλίσουν την αρχή της ανεξαρτησίας:** ο οίκος αξιολόγησης θα πρέπει να αλλάζει για τους εκδότες χρεωγράφων κάθε 3 χρόνια. Επιπλέον, για πολυσύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα θα απαιτούνται αξιολογήσεις από δύο διαφορετικούς οίκους αξιολόγησης. Επίσης, ένας μεγαλομέτοχος οίκου αξιολόγησης δεν θα πρέπει ταυτόχρονα να είναι μεγαλομέτοχος σε άλλον τέτοιον οργανισμό.

- να κάνουν τους οίκους περισσότερο υπόλογους: οι επενδυτές θα μπορούν να ασκούν αγωγές ενώπιον αστικών δικαστηρίων κατά ενός οίκου, εάν αυτός έχει παραβεί λόγω δόλου ή αμελείας τους κανόνες της ΕΕ³⁴.

5.6 ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο εντείνει την πίεση για μεγαλύτερη διαφάνεια στη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και αποσαφήνιση των μεθόδων εργασίας, ενόψει των νομικών προτάσεων που θα υποβάλει σε δυο μήνες η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Εγκρίθηκε χθες μη νομοθετικό ψήφισμα

Η Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής της Ευρωβουλής, ενέκρινε χθες μη νομοθετικό ψήφισμα της Επιτροπής Νομισματικής και Οικονομικής Πολιτικής του ΕΚ, το οποίο, ωστόσο, δεν βρήκε ομόφωνη στήριξη.

Οι Σοσιαλιστές επέλεξαν να απέχουν και σχεδιάζουν να τροποποιήσουν το ψήφισμα πριν από την ψηφοφορία στην Ολομέλεια. Τα βασικά σημεία διαφωνίας τους αφορούν τις μεθόδους αξιολόγησης του δημοσίου χρέους και τη δομή του προτεινόμενου Ευρωπαϊκού Ιδρύματος Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΕΙΑΠΙ).

Το ψήφισμα αποφεύγει να μειώσει τις δυνατότητες ιδιωτικών οίκων

³⁴ T. Garnier, C. Jaffeux : « La Titrisation, aspects juridique et financier », *Economica* 2004

Το παρόν ψήφισμα αποφεύγει να μειώσει σημαντικά τις δυνατότητες των ιδιωτικών οίκων σε ό,τι αφορά τις αξιολογήσεις του δημόσιου χρέους, όπως είχε αρχικά προτείνει η πολιτική ομάδα της Ευρωπαϊκής Ενωτικής Αριστεράς και Σοσιαλιστών. Ζητεί, ωστόσο, να χυθεί περισσότερο φως στον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι αυτοί πραγματοποιούν τις αξιολογήσεις δημοσίου χρέους και τονίζει ότι πρέπει να εξηγήσουν τη μεθοδολογία που χρησιμοποιούν, καθώς και τους λόγους για τους οποίους οι αξιολογήσεις τους αποκλίνουν από τις προβλέψεις των κυριότερων διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Το ψήφισμα επισημαίνει επίσης ότι οι αξιολογήσεις αυτές έχουν την τάση να οδηγούν σε αύξηση των spreads και απαιτεί να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στο θέμα αυτό.

Το δεύτερο σημείο διαφωνίας αφορά τη δομή που πρέπει να έχει το ΕΙΑΠΠ ώστε να λειτουργήσει ως ευρωπαϊκό αντίβαρο έναντι των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι φαίνεται να έχουν μία δεσπόζουσα θέση στην ευρωπαϊκή σκηνή.

Λεπτομερής εκτίμηση

Το ψήφισμα καλεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προβεί σε λεπτομερή εκτίμηση του αντίκτυπου και της βιωσιμότητας ενός πλήρως ανεξάρτητου ιδρύματος αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, με χρηματοδότηση από τον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, για τα πρώτα πέντε έτη κατ' ανώτατο όριο. Οι πολιτικές ομάδες της αριστεράς θα προτιμούσαν έναν δημόσιο οργανισμό αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και λιγότερες λεπτομέρειες σχετικά με τις πηγές χρηματοδότησης του οργανισμού μετά την αρχική περίοδο.

Υπέρ της λήψης μέτρων το ψήφισμα

Το ψήφισμα τάσσεται υπέρ μιας σειράς μέτρων προκειμένου να μειωθεί η εξάρτηση από λίγες πηγές αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτά περιλαμβάνουν την αύξηση της χρήσης των εσωτερικών αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας, κυρίως από μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν τη δυνατότητα να προβαίνουν σε αξιολογήσεις κινδύνων και την ενίσχυση του ανταγωνισμού.

Οι συμμετέχοντες στην αγορά, οι οποίοι δεν είναι σε θέση να πραγματοποιούν αναλύσεις κινδύνου, δεν θα πρέπει να μπορούν να επενδύουν σε δομημένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα ή εναλλακτικά, θα υποχρεούνται να χρησιμοποιούν την υψηλότερη στάθμιση κεφαλαιακού κινδύνου, όπως προτείνει το ψήφισμα.

Σε ό,τι αφορά την ενίσχυση του ανταγωνισμού, το ψήφισμα καλεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να εκτιμήσει τις δυνατότητες δημιουργίας ενός ευρωπαϊκού δικτύου οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, το οποίο, όπως υποστηρίζει, θα επέτρεπε στους μικρότερους οργανισμούς να ανταγωνιστούν τους «τρεις μεγάλους». Το ψήφισμα, ωστόσο, προσθέτει ότι χρειάζεται να εξασφαλιστεί ότι ο αυξημένος ανταγωνισμός δεν θα οδηγήσει σε μείωση της ποιότητας των αξιολογήσεων³⁵.

Σειρά έχει η Κομισιόν

Το ψήφισμα εξετάζει επίσης τους τρόπους με τους οποίους θα πρέπει να λογοδοτούν οι οργανισμοί αυτοί για τις συμβουλές που δίνουν. Το κείμενο καλεί την Κομισιόν να προσδιορίσει τους τρόπους με τους οποίους θα μπορεί να καταλογιστεί ευθύνη στους

³⁵<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20110314IPR15465+0+DOC+XML+V0//EL>

οργανισμούς μέσα στα πλαίσια του αστικού δικαίου των κρατών μελών.

Προτείνει επίσης ότι όλοι οι εγγεγραμμένοι οργανισμοί θα πρέπει να εκτιμήσουν την ακρίβεια των προηγούμενων αξιολογήσεων που έχουν κάνει και θα πρέπει να θέσουν αυτές τις εκτιμήσεις στη διάθεση των εποπτικών αρχών. Τονίζει ακόμη ότι η Ευρωπαϊκή Αρχή κινητών αξιών και αγορών θα πρέπει να εξουσιοδοτηθεί ώστε να διεξάγει αιφνιδιαστικούς ελέγχους των εν λόγω αξιολογήσεων.

Τέλος, το ψήφισμα προτείνει διάφορους τρόπους προκειμένου να ριχθεί φως στο πώς οι οργανισμοί αυτοί καταλήγουν στις αξιολογήσεις που κάνουν και προτείνει την παροχή περαιτέρω τεκμηρίωσης στους επόμενους³⁶.

³⁶ Committee on Global Financial System: « Rating in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings? », Bank of International Settlements, CGFS Papers n°32, july 2008.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Κάθε οίκος αξιολόγησης έχει αναπτύξει το δικό του σύστημα διαβάθμισης για τους δανειζόμενους του Δημοσίου, αλλά και για τις επιχειρήσεις.

Η Fitch Ratings ανέπτυξε ένα σύστημα αξιολόγησης το 1924, που υιοθέτησε και η Standard & Poor's. Το σύστημα αξιολόγησης της Moody's είναι λίγο διαφορετικό. Μάλιστα, η Moody's υποστηρίζει πως οι διαβαθμίσεις της ενσωματώνουν μια θεμελιωδώς ανώτερη προσέγγιση, που δεν αντικατοπτρίζει μόνο την πιθανότητα χρεοκοπίας, αλλά και τη σοβαρότητα της ζημίας σε περίπτωση χρεοκοπίας.

Η Fitch Ratings και η Standard & Poor's χρησιμοποιούν ένα σύστημα γραμμάτων, από το «AAA» (που δίδεται στους πλέον αξιόπιστους δανειολήπτες, που δεν παρουσιάζουν προβλέψιμο ρίσκο σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές πληρωμές τόκων και κεφαλαίου) μέχρι το «D» (που δίδεται στους δανειολήπτες που έχουν ήδη αφήσει ακάλυπτες κάποιες υποχρεώσεις).

Η Moody's ακολουθεί ένα σύστημα γραμμάτων και αριθμών, από το «Aaa» (για τους ποιοτικότερους τίτλους, με το μικρότερο βαθμό ρίσκου), μέχρι το «C» που είναι και η χαμηλότερη διαβάθμιση που προβλέπει ο οίκος.

Οι τρεις οίκοι αξιολόγησης – Standard & Poor's, Moody's και Fitch κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας αγοράς. Η αξιοπιστία της αξιολόγησης τίθεται αρχικά διότι ο οργανισμός που πληρώνει τους οίκους για να κάνουν την αξιολόγηση, είναι αυτός που αξιολογείται. Έτσι, όταν ένα

χρηματοπιστωτικό ίδρυμα θέλει να εκδώσει ένα ομολογιακό δάνειο, πρέπει να πληρώσει τουλάχιστον δύο από τους παραπάνω οίκους για να το αξιολογήσει. Το rating που δίνουν οι οίκοι αξιολόγησης σε επιχείρηση – τράπεζα ή κράτος σημαίνει ότι όσο καλύτερη (υψηλότερη) είναι η βαθμολογία, τόσο περισσότερο ασφαλής θεωρείται η επένδυση και, κατά συνέπεια, το επενδυτικό ενδιαφέρον μεγαλύτερο και το κόστος χρήματος φθηνότερο. Άρα ο ρόλος τους είναι κομβικός εκ των πραγμάτων.

Το πρόβλημα της αξιολόγησης από τους τρεις οίκους είναι πρώτιστα πρόβλημα δεοντολογικό. Υπάρχουν ισχυρές προσωπικές σχέσεις μεταξύ των στελεχών των οίκων αξιολόγησης με τα στελέχη επιχειρήσεων και οργανισμών που ζητούν αξιολόγηση. Πολλές φορές τα στελέχη των οίκων δίνουν οδηγίες σε διευθυντικά στελέχη των οργανισμών για να λάβουν καλό βαθμό. Αυτή η προσέγγιση δημιουργεί κανόνες λειτουργίας στην αγορά τους οποίους πρέπει υποχρεωτικά να ακολουθούν οι αξιολογούμενες επιχειρήσεις. Ακόμη, έχει πολλές φορές γραφτεί στον τύπο ότι οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαπλέκονται με άλλα εταιρικά συμφέροντα τα οποία κυρίως είναι εκδοτικά. Στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση οι οίκοι αυτοί έπεσαν έξω, κυρίως διότι αμείβονται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις στις οποίες αξιολογούσαν τα ομόλογά τους.

Μάλιστα, όταν η αγορά στέγης κατάρρευε στα τέλη του 2007, η Moody's έβαλε στο περιθώριο και απομόνωσε κάποιους αναλυτές και στελέχη της που προειδοποιούσαν για την επερχόμενη οικονομική καταστροφή. Όλα τα παραπάνω καταδεικνύουν τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν οι τρεις βασικοί οίκοι αξιολόγησης. Πολλοί πολιτικοί αναλυτές και οικονομολόγοι έχουν

γράφει ότι οι οίκοι αυτοί είναι η νέα μεγάλη δύναμη στην ευρωπαϊκή πολιτική σκηνή και ότι η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας μεταφράζεται άμεσα σε κλυδωνισμούς στην αγορά χρήματος, σε αύξηση του κόστους δανεισμού και σε περαιτέρω κοινωνικές επιπτώσεις (επώδυνα μέτρα σε μισθωτούς, αύξηση της ανεργίας κ.λπ.). Οι οίκοι αυτοί έχουν γίνει τόσο σημαντικοί διότι δεν υπάρχει άλλος μηχανισμός που να αξιολογεί τις χώρες και τις επιχειρήσεις ενός κράτους (Είχαμε προτείνει το 2009 την ίδρυση ενός Ευρωπαϊκού οίκου Αξιολόγησης για την Ευρωζώνη αλλά και για όλες τις άλλες χώρες της Ευρώπης). Ο ευμετάβλητος χαρακτήρας των αποφάσεων των οίκων φαίνεται από την αναβάθμιση της Ελληνικής οικονομίας από την Standard and Poor's μετά την πρόσφατη απόφαση για εκταμίευση της δόσης στη χώρα μας. Έτσι πλέον η ελληνική οικονομία «βαθμολογείται» από το συγκεκριμένο οίκο με «B-», βγήκε δηλαδή από την κατηγορία της «επιλεκτικής χρεοκοπίας», ενώ αναβαθμίστηκαν και οι προοπτικές της σε «σταθερές». Η εξέλιξη αυτή θα προκαλέσει αναβάθμιση των Ελληνικών τραπεζών με το ζητούμενο να είναι η διοχέτευση ρευστότητας στην πραγματική οικονομία.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- [1] M. Aglietta, S. Rigot : « Crise et rénovation de la finance », éditions Odile Jacob, 2009.
- [2] AMF, Autorité des Marchés Financiers, « Rapport 2008 de l’A. M. F. sur les agences de notation », janvier 2009
- [3] Banque de France, « La crise financière », Documents et débats n°2, février 2009.
- [4] Basel Committee on Banking Supervision: « International Convergence of Capital measurement and Capital Standards », juin 2004.
- [5] Basel Committee on Banking Supervision: “Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance”, octobre 2002.
- [6] S. Blockvitz, C. S. Wehn, S. Hohl : « Reconsidering Ratings » , Wilmott magazine, 2007
- [7] S. Blockvitz, A. Hamerle, S. Hohl, R. Rahnmeir : “Myth and Reality of Discriminatory Power for Rating Systems” , Wilmott magazine, 2007
- [8] S. Blockvitz, S. Hohl : « Reconciling Ratings », Risk magazine, 14 (6), juin 2001.
- [9] F. Bouguerra-Gentile: “ Les différents organismes de notation implantés en France : leurs échelles de classement, procédures et critères d’évaluation”, Revue du Financier n°92, 1993.
- [10] J. Cazes : « Notation : comment rétablir la confiance ? », dans La Lettre de l’AFGE, n°20 décembre 2008 - janvier 2009.
- [11] Commission Européenne, « Proposition de règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation », 12 novembre 2008.
- [12] CRT rapport du Joint Forum – Banque de France – juillet 2008.
- [13] M. Fried : «De la crise des subprimes à la crise financière », Cahier Lasaire n°35, avril 2008.

- [14] T. Garnier, C. Jaffeux : « La Titrisation, aspects juridique et financier », *Economica* 2004
- [15] F. Lordon : “Jusqu’à quand ? Pour en finir avec les crises financiers”, éditions Raison d’agir, 2008.
- [16] Matapli , *Revue de la Société de Mathématiques Appliquées et Industrielles*, « Faut-il avoir peur des mathématiques financières ? », n°87, novembre 2008.
- [17] J. C. Rochet : « Conflicts of interest and reputation of rating agencies », intervention au colloque 2008 du Conseil scientifique de l’AMF.
- [18] T. J. Sinclair: “The New Masters of Capital : American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness” , Cornell University Press, 2005
- [19] A. Tiomo : « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations », *Cahiers Etudes et Recherches de l’Observatoire des Entreprises*, Banque de France, 2003
- [20] *Variances*, *Revue des anciens élèves de l’ENSAE*, dossier « Les agences de notation », n°32, décembre 2007, Pages 15-39
- [21] N. Véron: “Rating agencies: an information privilege whose time has passed”, *Bruegel Policy contribution*, janvier 2009, Briefing paper for the European Parliament’s ECON Committee.
- [22] Rapport Jacques de Larosière: “The high level group on financial Supervision in the EU”, Bruxelles février 2009.
- [23] Michel Castel et Dominique Plihon : « Propositions pour une prévention renforcée des risques systémiques », *Rapport Moral sur l’Argent dans le monde – 2008*.
- [24] *Committee on Global Financial System*: « Rating in structured finance: what went wrong and what can be done to address

shortcomings? », Bank of International Settlements, CGFS Papers n°32, July 2008.

[25] Conseil d'Analyse Economique : Rapport "La crise des subprimes" par P.Artus, J-P Betbèze, Ch.de Boissieu, G. Cappelle-Blancard, La Documentation Française, 2008.

[26] Amadou N.R. Sy: « The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets », IMF Working Paper, June 2009.

[27] "Les agences de notation: évolutions et questions stratégiques", bulletin mensuel de la BCE, Mai 2009.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20110314IPR15465+0+DOC+XML+V0//EL>

<http://ue.eu.int/homepage/showfocus?focusName=strict-eu-rules-on-credit-rating-agencies-agreed&lang=el>

<http://finance.in.gr/Article.aspx?articleID=1231166785>

<http://62.1.43.74/5Ekdosis/UpIPDFs/syllogikostomos/8-b%20PANOPOYLOY-TSOYMAS%20165-176.pdf>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Ιστορία ορισμένων οργανισμών αξιολόγησης.

Οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί να βρίσκονται στο φως της δημοσιότητας εδώ και μερικά χρόνια, πίσω τους όμως έχουν μια μακρά ιστορία. Το ιστορικό αφηγηματικό τους σημείο βρίσκεται στην χρονική περίοδο κατασκευής και επέκτασης του σιδηροδρομικού δικτύου των ΗΠΑ. Το πόσο σημαντικός ήταν ο σιδηρόδρομος, αυτό φάνηκε κυρίως κατά τον αμερικανικό εμφύλιο πόλεμο του 1861-1865. Αυτό το νέο μέσο συγκοινωνίας, έκανε δυνατή τη γρήγορη μετακίνηση στρατευμάτων και υλικού. Αλλά και για το κεφάλαιο αυξήθηκε η σημασία αυτού του μέσου λόγω της επιτάχυνσης της περιστροφής του, καθώς και γιατί συμπεριλήφθησαν στο πεδίο δράσης του νέες αγορές. Η κατασκευή όμως των σιδηροδρόμων για τους ξεχωριστούς καπιταλιστές δεν ήταν δυνατό να χρηματοδοτηθεί – ακόμη κι αν υπήρχε η κρατική υποστήριξη. Για το λόγο αυτό χρηματοδοτήθηκαν μεγάλα προγράμματα, όπως το σιδηροδρομικό δίκτυο (καθώς επίσης μεταλλεία, η κατασκευή διωρύγων, πλοίων κ.ά.) μέσω μετοχών ή πιστώσεων. Με τον τρόπο αυτό έγινε δυνατή η κινητοποίηση μεγάλων συσσωρευμένων κεφαλαίων. Τα αξιόγραφα που εκδίδονταν για αυτό το σκοπό, ήταν ταυτόχρονα τόσο επιθυμητά ως επενδύσεις όσο επίσης και ιδεατά για κερδοσκοπία και απάτες – τα όρια την περίοδο αυτή ήταν ρευστά. Η πρώτη μεγάλη «απάτη στους σιδηροδρόμους» έλαβε χώρα το 1844/45 στην Αγγλία. Η κερδοσκοπία επίσης που αφορούσε στις τιμές του σιδήρου συνδεόταν στενά με την ανάπτυξη του σιδηροδρομικού δικτύου. Μέχρι αυτού του σημείου η κερδοσκοπία με τις πρώτες ύλες δεν είναι κάτι καινούργιο.

Την περίοδο αυτή για το κεφάλαιο υπήρχαν σημαντικές δυσκολίες που αφορούσαν σε μεγάλες (και μακροπρόθεσμες) επενδύσεις. Τέλος, δεν έπρεπε να εξεταστεί μόνο για το αν τα προσφερόμενα σχέδια (projects)

ήταν αξιόπιστα και ασφαλή, αλλά επίσης για το αν εγγυούνταν επιτυχία και κέρδος. Όλα αυτά συνέβαιναν κάτω από συνθήκες μιας αργής, δύσκολης και δαπανηρής επικοινωνίας. Πρώτα το 1866 έγινε δυνατή μια διαρκής σύνδεση μέσω τηλεγράφου μεταξύ Αμερικής και Ευρώπης. Οι γρήγορες «πληροφορίες για την αγορά» αποτέλεσαν επομένως ένα σπάνιο και επιθυμητό αγαθό, το οποίο μετατράπηκε σταδιακά σε εμπόρευμα.

Απ' τα μέσα της δεκαετίας του 1850 ιδρύθηκαν τα πρώτα περιοδικά, τα οποία έδιναν πληροφορίες γύρω απ' τις αγορές, τα δρώντα πρόσωπα και τα σχέδια των σιδηροδρόμων: Το περιοδικό Poor's American Railroad Journal εκδόθηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1850, ενώ το Poor's έκδωσε το πρώτο εγχειρίδιο για το σιδηροδρομικό δίκτυο των ΗΠΑ. Στις αρχές της δεκαετίας του 1880 το περιοδικό είχε ήδη 5.000 συνδρομητές. Αλλά και το 1909 το ιδρυθέν πρακτορείο Moody's, τα πρώτα χρόνια είχε εξειδικευτεί στην αξιολόγηση δανείων για σιδηροδρόμους. Την ίδια χρονική περίοδο δημιουργήθηκαν επίσης και άλλες μορφές διάδοσης πληροφοριών, όπως το πρακτορείο Ρόιτερ (1851). Στα χρόνια όμως που ακολούθησαν άλλαξαν οι βάσεις: κυρίως λόγω της ταχύτερης μετάδοσης πληροφοριών μέσω της τηλεγραφίας καθώς και άλλων τεχνικών έγιναν δυσκολότερες οι μεγάλες «απάτες».

Ιστορικά, μπορεί να γίνει χοντρικά ένας διαχωρισμός σε τρεις φάσεις. Μέχρι το 1933 ιδρύθηκαν τα πιο πάνω πρακτορεία, αλλά και άλλοι οίκοι αξιολόγησης. Αυτοί όμως οι οίκοι εργάζονταν με βάση ένα διαφορετικό επιχειρησιακό μοντέλο απ' ό,τι σήμερα, χωρίς να είναι ακόμη αναγνωρισμένοι απ' την αστική πολιτική σαν υπολογίσιμοι παράγοντες πάνω στην αγορά, ενώ δεν έχουν εμφανιστεί ακόμη στην πολιτική σκηνή. Αυτό συνέβηκε μετά την παγκόσμια καπιταλιστική κρίση, από το 1929.

Η δεύτερη φάση αρχίζει απ' το 1933 και φθάνει μέχρι τη δεκαετία του 1970. Είναι γνωστό, ότι σαν συνέπεια της κρίσης, γεννήθηκε το λεγόμενο αμερικάνικο «New Deal», σπανίως όμως αναφέρεται στη βιβλιογραφία, ότι την περίοδο αυτή ιδρύεται το πρώτο ίδρυμα που σκοπό έχει την επιτήρηση του χρηματιστηρίου, συγκεκριμένα η «Security Exchange Commission» (SEC), το 1934, σαν αποτέλεσμα του χρηματιστηριακού κραχ το 1929. Στο διάστημα αυτό αρχίζει η «πολιτική» άνοδος των οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι κατοχύρωσαν το δικαίωμα από την SEC να έχουν ως νέο τους καθήκον, να κάνουν τη διαφοροποίηση μεταξύ ασφαλούς («investment grade») και κερδοσκοπικής («non investment grade») χρηματιστικής επένδυσης για τους επενδυτές. Οι πολιτικοί πίστευαν ότι μ' αυτό τον τρόπο θα εμποδίζονταν μια νέα χρηματιστική/οικονομική κρίση.

Η τρίτη φάση αρχίζει με τον νεοφιλελευθερισμό, μέσω της πολιτικής του οποίου οι οίκοι αξιολόγησης μαζί με τις χρηματιστικές αγορές κερδίζουν έδαφος. Τη δύναμή τους όμως δεν την απέκτησαν από μόνοι τους, αλλά επειδή έτσι ήθελε η αστική κρατική πολιτική. Η αρχή αυτής της φάσης συνοδευόταν από ένα προτσές συγκέντρωσης και από ένα αλλαγμένο επιχειρησιακό μοντέλο των οίκων. Σε μια μυστική διαδικασία δόθηκε απ' την SEC άδεια μόνο για επτά οίκους αξιολόγησης, οι οποίοι σε μικρό χρονικό διάστημα συγχωνεύτηκαν σε τρεις – έτσι γεννήθηκαν κλασικά μονοπώλια. Ταυτόχρονα απ' τη δεκαετία του 1970 οι οίκοι αξιολόγησης ελέγχονται όλο και λιγότερο απ' την SEC. Σημαντικό όμως ήταν επίσης και το νέο επιχειρησιακό μοντέλο. Ενόσω οι οίκοι μέχρι τότε κατανοούσαν την δραστηριότητά τους σαν εργασία/απόδοση για τους επενδυτές, δηλ. πληρώνονταν από αυτούς για αναλύσεις και αξιολογήσεις, από τώρα και στο εξής, ζητούσαν χρήματα και από τους εκδότες των αξιόγραφων – μια έκφραση για την αυξανόμενη σημασία

που απέκτησαν οι χρηματιστικές αγορές, καθώς και την αυξανόμενη μάζα σε αξιόγραφα διαφορετικού και πιο περίπλοκου είδους. Παραπέρα, αυτό οφειλόταν επίσης στο γεγονός, ότι με την πολιτική των υψηλών τόκων που ακολουθούσαν οι τράπεζες απ' τα τέλη της δεκαετίας του 1970, το ίδιο το βιομηχανικό κεφάλαιο έδειξε ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την χρηματοδότηση μέσω της κεφαλαιαγοράς. Επιπλέον, το ίδιο το βιομηχανικό κεφάλαιο έβγαζε όλο και περισσότερα κέρδη απ' τις επενδύσεις. Αυτό απ' την άλλη είχε και σαν αποτέλεσμα να διογκωθεί ο κλάδος της προσφοράς υπηρεσιών σε χρηματιστικά ζητήματα. Το ποσοστό του στο συνολικό κέρδος όλων των μετοχικών εταιριών αυξήθηκε από 11% το έτος 1950 σε πάνω από 40% το 2001. Η τάση αυτή επιταχύνθηκε μέσω της φιλελευθεροποίησης των χρηματαγορών, η οποία συνοδευόταν παράλληλα και από μια αύξηση των θεσμικών επενδυτών (π.χ. κλάδος ασφαλιστικών εταιριών, συνταξιοδοτικά ταμεία κ. ά.).

Για τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις, με την αύξηση της σημασίας των χρηματιστικών αγορών, αυξήθηκε ταυτόχρονα και η πίεση να αξιολογούνται τα αξιόγραφα. Το γεγονός έλλειψης πιστοληπτικής αξιολόγησης, μπορούσε να ληφθεί απ' τους δυνητικούς επενδυτές ως μη επαρκής ασφάλεια.

Δίπλα στις μετοχές και στα αξιόγραφα με σταθερό επιτόκιο, αυξήθηκε η μάζα και η σημασία των παραγώγων, δηλ. αξιόγραφων τα οποία σχετίζονταν με μελλοντικές τιμές άλλων εμπορικών αγαθών ή αξιόγραφων. Παρομοίως, αυξήθηκε η μάζα και ο όγκος των δανείων τα οποία έπρεπε να πιστοποιηθούν εγγράφως. Κατά την έγγραφη πιστοποίηση δανείων «μαζεύονται» δανειακές σχέσεις σε ένα αξιόγραφο, το οποίο μπορεί να πουληθεί σε κάποιον τρίτο. Με τον τρόπο αυτό ο αγοραστής αποκτά το δικαίωμα για πληρωμή των τόκων. Η τράπεζα, η οποία αρχικά έχει δώσει το δάνειο σε έναν πελάτη, για παράδειγμα με τη

μορφή ενός δανείου για κατοικία, εκποιεί έτσι όχι μόνο τα έσοδα από τους τόκους, αλλά και το ρίσκο που συνδέεται με τη δανειακή σχέση σε περίπτωση διακοπής της πληρωμής. Στη μορφή ενός αξιόγραφου το ρίσκο όμως αυτό δεν εξαφανίζεται, αλλά απλά μετατοπίζεται. Τώρα δεσμεύεται στον ισολογισμό μιας άλλης επιχείρησης. Ο υπολογισμός του ρίσκου και της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών των αξιόγραφων, έγινε δουλειά των οίκων αξιολόγησης.

Οι «τρεις μεγάλοι»

Παγκοσμίως υπάρχουν περίπου 150 οίκοι αξιολόγησης. Μολαταύτα μόνο τρεις απ' αυτούς βρίσκονται καθημερινά στο φως της δημοσιότητας: Standard & Poor's (S&P), Moody's και Fitch, οι οποίοι καλύπτουν το 97% της αγοράς. Μόνο οι δύο πρώτοι κατέχουν από ένα μερίδιο 40% έκαστος, ενώ η Fitch κατέχει πάνω από το 15%.

Standard & Poor's Ratings Services

Το 1916 ιδρύθηκε η Standard Statistics, η οποία το 1941 συγχωνεύτηκε με την Poor's Publishing ιδρύοντας την Standard & Poor's, η οποία με τη σειρά της αγοράστηκε απ' το κοντσέρν The McGraw Hill Companies. Στο κοντσέρν αυτό ανήκουν επιχειρήσεις των MME, οι οποίες ταυτόχρονα δραστηριοποιούνται σαν λόμπυ: π.χ. Platts (βιομηχανία πετρελαίου, μετάλλου και ενέργειας), Dodge (οικοδομικές επιχειρήσεις), Appleton & Lange (ιατρική), Open University Press, J.D.Power (μάρκετινγκ, έρευνα καταναλωτών), Broadcasting (ειδήσεις, πολυάριθμοι τηλεοπτικοί σταθμοί).

Βασικοί ιδιοκτήτες: Capital World Investors, Rowe Price, Fidelity Investments, Vanguard Group, State Street, Oppenheimer Funds, Morgan Stanley, Washington Mutual Funds, Blackrock, Allianz Global Investors of America.

Οίκος αξιολόγησης S&P Rating Services: Μετοχική εταιρία, εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με νομική έδρα στη χρηματιστική όαση Delaware. Επιχειρησιακή έδρα στη Νέα Υόρκη, με γραφεία σε 23 κράτη και 8.000 απασχολούμενους. Απ' το 1969 ηγείται στην Wall Street στο σύστημα καταχώρησης και ταυτοποίησης CUSIP (Committee for Uniform Security Identification Procedures), χωρίς το οποίο το τεράστιο καθημερινό παγκόσμιο εμπόριο χαρτιών θα ήταν αδύνατο. Το 1975 της μεταβιβάστηκαν υψηλά καθήκοντα απ' την SEC. Αυτό το χρονικό διάστημα αξιολογεί ομόλογα και πιστώσεις της τάξης των 32 δισεκατομμυρίων δολαρίων [1], ενώ μόνο το έτος 2009 πούλησε συνολικά 850.000 πιστοληπτικές αξιολογήσεις [2].

Moody's Investors Services

Ο οίκος αυτός ανήκει στο κοντσέρν Moody's Corporation, μετοχική εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Ιδρύθηκε το 1909 με σκοπό να συμβουλεύει τους αγοραστές των ομολόγων για τους σιδηροδρόμους. Η νομική έδρα του βρίσκεται στην χρηματιστική όαση Delaware. Η επιχειρησιακή έδρα του είναι στη Νέα Υόρκη. Έχει 12 θυγατρικές εταιρίες στις ΗΠΑ για διάφορες υπηρεσίες συμβουλών και πληροφοριών, όλες με νομική έδρα στο Delaware. Επίσης, σ' αυτήν ανήκουν 74 επιχειρήσεις σε άλλα κράτη, όπως στο Ισραήλ, στην Νότιο Αφρική, στην Ινδονησία και στο Ντουμπάι. Στο παράρτημά της στη Γερμανία απασχολούνται αυτή την περίοδο 4.000 εργαζόμενοι.

Το έτος 2009 αξιολόγησε 12.000 ιδιωτικές επιχειρήσεις, 25.000 δημόσιες επιχειρήσεις και μονάδες, 110 κράτη και 106.000 δομικά χρηματιστικά προϊόντα [3]. Παράλληλα προσφέρει συμβουλές στο μάνατζμεντ ρίσκου για τους εκδότες των αξιόγραφων, και τελευταία επίσης για τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα κράτη. Στις ΗΠΑ και στα άλλα κράτη δραστηριοποιείται επίσης ως λομπίστας.

Βασικοί ιδιοκτήτες: (με αυτή τη σειρά) Berkshire Hathaway (Warren Buffett), Capital Research Global Investors, Capital World Investors, Fidelity Investments, Davis Selected Advisors, Morgan Stanley, Vanguard Group, State Street, Invesco Limited, Wellington Management, American FDS Insurance Growth Income.

Fitch Ratings

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

Houskeeping, το Marie Claire και το The Oprah Winfrey Show. Παρέχει επίσης υπηρεσίες συμβουλών που αφορούν στο σύστημα υγείας. Η νομική έδρα του βρίσκεται στη χρηματιστική όαση Delaware.

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

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

Στις ΗΠΑ αυτό το διάστημα είναι αναγνωρισμένοι 10 οίκοι αξιολόγησης σαν «Nationality Recognized Statistical Rating Organization» απ' την SEC [4]. Μεταξύ αυτών βρίσκεται ένας ιαπωνικός (Japan Credit Rating Agency) και ένας καναδικός (DBRS). Η Κίνα έχει επίσης 5 μεγάλους οίκους αξιολόγησης, ενώ στην Ινδία και στην Ιαπωνία δραστηριοποιούνται ακόμη 5. Στην Ευρώπη υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός τους, όμως αυτοί είναι εξειδικευμένοι κατά κανόνα σε συγκεκριμένους κλάδους, π.χ. στη ναυσιπλοΐα. Οι υπόλοιποι οίκοι είναι διασπαρμένοι σε άλλες χώρες.

Οι Συμφωνίες της Βασιλείας

Η αξιολόγηση απ' τους οίκους έγινε αποδεκτή μέσω μιας πληθώρας νόμων και κανονισμών σε ομοσπονδιακό, κρατικό και διεθνές επίπεδο. Έτσι όλοι οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ θα πρέπει να αξιολογούνται απ' τα μέσα της δεκαετίας του 1970 το λιγότερο από δύο οίκους αξιολόγησης που έχουν άδεια για κάτι τέτοιο. Επίσης, οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, καθώς και άλλοι χρηματιστές των ΗΠΑ, επιτρέπεται να επενδύουν μόνο σε τέτοιου είδους αξιόγραφα, τα οποία ισχύουν ως «investment grade», δηλ. ως μη κερδοσκοπικά. Οι επιχειρήσεις στις ΗΠΑ προτού λάβουν δάνεια στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ, πρέπει προηγουμένως να υποβληθούν σε πιστοληπτική αξιολόγηση. Ταυτόχρονα, επενδυτές και αγοραστές, τα αξιόγραφα, τα οποία έχουν αξιολογηθεί ως ασφαλή, έχουν το δικαίωμα στους ισολογισμούς τους, να τα παγώσουν στην ονομαστική τους αξία, ακόμη κι αν πέφτει η αξία τους στην αγορά.

Στην πάροδο του χρόνου, με την αύξηση της διεθνοποίησης του κεφαλαίου, οι ΗΠΑ επέβαλαν επίσης διεθνείς λειτουργίες για τους τρεις αμερικάνικους οίκους. Οι κεντρικές κρατικές τράπεζες ίδρυσαν την Bank of Settlements (BIS, με έδρα την Βασιλεία – πόλη της Ελβετίας). Στη συμφωνία «Βασιλεία I» (1988), καθόρισαν, ότι στο διεθνές χρηματιστικό σύστημα, θα πρέπει να αξιολογούνται τα αξιόγραφα απ' τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης των ΗΠΑ, και όταν η αξιολόγηση είναι «non investment grade» (δηλ. τα αξιόγραφα ισχύουν ως κερδοσκοπικά), τότε θεωρούνται ως υποδεέστερα και γι αυτό θα πρέπει να καταβληθεί απ' τους κατόχους τους επιπρόσθετο κεφάλαιο.

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Επιτήρηση των Τραπεζών, στην οποία ανήκουν οι επιτηρήσεις των τραπεζών και οι κεντρικές τράπεζες των

G10, αποφάσισε, ότι μετρούν μόνο εκείνα τα αξιόγραφα που έχουν την καλύτερη πιστοληπτική αξιολόγηση στο ίδιο κεφάλαιο (περιουσιακά στοιχεία όταν αφαιρεθούν όλα τα χρέη). Το ίδιο κεφάλαιο καθορίζει την έκταση του δανείου, το οποίο επιτρέπεται να δίνει μια τράπεζα. Μετά την κατάρρευση της Herstatt Bank (ιδιωτική τράπεζα με έδρα την γερμανική πόλη Κολωνία) το έτος 1974, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις έπρεπε να εγγυώνται, ότι οι τράπεζες θα είχαν στη διάθεσή τους αρκετό ίδιο κεφάλαιο έτσι ώστε να είναι δυνατό να εμποδιστεί μια νέα χρεοκοπία τράπεζας. Σε περίπτωση που οι τράπεζες είχαν στους ισολογισμούς τους πολλά ταξινομημένα χαρτιά χαρακτηρισμένα απ' τους οίκους ως χαμηλής αξίας, τότε θα έπρεπε να βελτιώσουν το ίδιον κεφάλαιό τους. Έτσι οι οίκοι αξιολόγησης έγιναν μέρος του πιστωτικού συστήματος.

Με την συμφωνία «Βασιλεία II» (1999), οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις έγιναν το διεθνές στάνταρ για το ίδιον κεφάλαιο των τραπεζών ώστε να εμποδιστεί η χορήγηση ριψοκίνδυνων δανείων.

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

τράπεζες απειλούνταν με αποσβέσεις από αυτά τα χαρτιά, αλλά και ότι η ασφάλεια στις συναλλαγές με την ΕΚΤ έμπαινε σε κίνδυνο. Η ΕΚΤ έκανε μεν το τελευταίο διάστημα κάποιες εξαιρέσεις, δεν αποδεσμεύτηκε όμως εντελώς απ' την χρηματική πολιτική των πιστοληπτικών αξιολογήσεων.

Αυτός είναι και ο λόγος που η κρατική κρίση χρεών και αντιστοίχως οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, μπορούν να ταρακουνήσουν το τραπεζικό σύστημα. Σε περίπτωση που το ίδιο κεφάλαιο των τραπεζών χτυπηθεί απ' την υποβάθμιση των κρατικών ομολόγων, τότε οι δυνατότητες να αναχρηματοδοτηθούν αυτές απ' την ΕΚΤ λιγοστεύουν. Όμως τότε μειώνεται και η εμπιστοσύνη μεταξύ των τραπεζών. Αυτές είτε δεν δίνουν πλέον η μια στην άλλη πιστώσεις, είτε δίνουν μόνο κάτω από πολύ δύσκολες συνθήκες. Η χρηματαγορά αποστραγγίζεται, ενώ και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν δάνεια πολύ δύσκολα. Η οικονομία απειλείται με χρηματοπιστωτική κρίση.

Κατά την συνταξιοδοτική πολιτική, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επίσης έμμεσα τον λόγο. Με την ιδιωτικοποίηση των ασφαλιστικών ταμείων σε πολλές χώρες, η φροντίδα των ηλικιωμένων εξαρτήθηκε απ' την πρακτική των οίκων αξιολόγησης: Τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες, πρέπει να κατέχουν χαρτιά που πήραν την καλύτερη βαθμολογία.

Οι ΗΠΑ είχαν πείσει ώστε να ληφθούν οι αποφάσεις της Βασιλείας II, οι ίδιες όμως δεν υλοποίησαν τους κανονισμούς – ο στόχος να επιβληθούν οι τρεις οίκοι ως θεσμικό όργανο ελέγχου είχε ήδη επιτευχθεί. Έτσι οι ΗΠΑ και οι χρηματιστές της, συμπεριλαμβανομένου και των οίκων αξιολόγησής τους, ώθησαν με την πρακτική τους παραπέρα στην όξυνση της κρίσης. Η κυβέρνηση επίσης του Μπαράκ Ομπάμα, με την

υλοποίηση της Βασιλείας II, εν όψη της κρίσης, άλλαξε πολύ λίγο τις λειτουργίες των οίκων.

Συνεπεία της παγκόσμιας καπιταλιστικής κρίσης, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Επιτήρηση των Τραπεζών, πρότεινε τον Δεκέμβρη του 2009 ένα σχέδιο (Consultative Document). Τα προτεινόμενα μέτρα είναι περίπλοκα και αλληλεξαρτώμενα στην επίδρασή τους. Στη συνέχεια κάτω απ' τον τίτλο «Βασιλεία III», δημοσιεύτηκε το Δεκέμβρη του 2010 ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο, το οποίο θα τεθεί σταδιακά σε ισχύ απ' το 2013. Πρόκειται για ζητήματα που αφορούν στον ορισμό του ίδιου κεφαλαίου και τα απαιτούμενα ελάχιστα γι αυτό ποσοστά, το μέγιστο ποσοστό χρεών, καθώς και κανόνες για την ελάχιστη ρευστότητα. Στην ουσία πρόκειται για μια παραπέρα εξέλιξη της «Βασιλείας II», η οποία θα εξακολουθήσει να παραμένει σε ισχύ.

Πρακτική προσανατολισμένη στο κέρδος

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις και τις περισσότερες φορές είναι οργανωμένοι σαν κεφαλαιουχικές ή μετοχικές εταιρίες. Εργάζονται όπως όλες οι καπιταλιστικές επιχειρήσεις, δηλ. σκοπός τους είναι το κέρδος. Η Moody's για παράδειγμα αύξησε τον τζίρο της κατά το πρώτο εξάμηνο του 2011 κατά 44%. Παρόμοια είναι και τα κέρδη της S&P και της Fitch. Η S&P η οποία, όπως ειπώθηκε, ανήκει στο αμερικάνικο κοντσέρν των MME McGraw Hill, το οποίο είναι εισηγμένο στο χρηματιστήριο. Η Moody's είναι και αυτή εισηγμένη στο χρηματιστήριο, ενώ σε αντίθεση με την S&P, η ιδιοκτησία της είναι διασκορπισμένη. Σύμφωνα με μελέτη του συμβούλου επιχειρήσεων Ronald Berger, το αμερικάνικο μονοπώλιο The Capital Group κατέχει τις περισσότερες μετοχές της Moody's (16,2%) και της S&P (13,2%). Αυτό

από μόνο του δείχνει την ύπαρξη καρτέλ. Η γερμανική ασφαλιστική επιχείρηση Allianz ανήκει επίσης στους μετόχους της Moody's.

Ακόμη και τα μεγαλύτερα σκάνδαλα δεν άλλαξαν σε τίποτα την καλή φήμη των οίκων αξιολόγησης. Το 2001 για παράδειγμα, διαπιστώθηκε, ότι και οι τρεις οίκοι είχαν αξιολογήσει με την καλύτερη βαθμολογία την πιστοληπτική ικανότητα της μεγαλύτερης επιχείρησης παραγωγής ενέργειας των ΗΠΑ, της Enron (σ.σ. το 10ο μεγαλύτερο σε μέγεθος κοντσέρν κάποτε στις ΗΠΑ). Τέσσερις μέρες μετά η επιχείρηση πτώχευσε. Για μια ακόμη φορά οι οίκοι δέχτηκαν τη δημόσια κριτική. Η SEC διαπίστωσε εκ νέου, αυτό που διαπίστωνε ήδη με διαφορετικούς τρόπους: Οι οίκοι αξιολόγησης δεν είναι αντικειμενικοί, αλλά οι αξιολογήσεις τους καθοδηγούνται απ' τα ίδια συμφέροντα κέρδους. Αυτοί πληρώνονται απ' τις αξιολογηθείσες επιχειρήσεις και κερδίζουν επιπρόσθετα μέσω διάφορων υπηρεσιών με συμβουλές που παρέχουν στις ίδιες τις επιχειρήσεις. Είναι σαν να πληρώνει κανείς σ' ένα δικαστήριο μια απ' τις δύο πλευρές, ή κατά το ποδόσφαιρο, μια απ' τις δύο ομάδες τον διαιτητή.

Σε καμιά κρίση που έλαβε χώρα στις τελευταίες δεκαετίες οι οίκοι δεν έκαναν καμιά αξιόπιστη πρόγνωση, ούτε διόρθωσαν έγκαιρα τις αξιολογήσεις τους. Κι αν το έπραξαν, η κρίση είχε κάνει ήδη την εμφάνισή της, ενώ η καθυστερημένη δράση τους το μόνο που πέτυχε ήταν να επιταχύνει την κρίση και να σπείρει τον πανικό στους επενδυτές. Οι οίκοι φαίνεται να μην γνώριζαν τίποτα για την κρίση που θα ξεσπούσε στο Μεξικό (1994/95), ενώ το ίδιο συνέβηκε και για την κρίση στην Ασία το 1997, που τις έπιασε στον ύπνο. Κατά τις κρίσεις στη Ρωσία και στη Βραζιλία το 1998 οι οίκοι αξιολόγησης έτρεχαν πίσω απ' τα γεγονότα. Πριν από μερικούς μήνες η S&P διέδωσε την είδηση για υποβάθμιση της Γαλλίας. Λίγο μετά δήλωσε ότι έγινε δήθεν ένα λάθος

στον υπολογιστή. Το αποτέλεσμα ήταν ότι τα κρατικά ομόλογα της Γαλλίας είχαν την μεγαλύτερη απώλειά τους από τότε που εισήχθη το ευρώ.

Σαν αντίδραση στην περίπτωση της Enron αλλά και σε πολλά άλλα σκάνδαλα, καθορίστηκε το 2002 στην Sarbanes-Oxley Act, μεταξύ των άλλων, ότι η SEC θα πρέπει να ελέγχει τον τρόπο λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης – αλλά αυτό έτσι κι αλλιώς ήταν το καθήκον της. Το 2006 ψηφίζεται νόμος για την μεταρρύθμιση των οίκων αξιολόγησης (Credit Rating Agency Reform Act) στον οποίο επαναλαμβάνεται η ίδια ρητορική: απαιτείται διαφάνεια, υπευθυνότητα, ανταγωνισμός κτλ. Από τότε οι οίκοι θα πρέπει να αποκτήσουν άδεια λειτουργίας σε μια τυπική διαδικασία – μέχρι τότε η SEC έδινε την άδεια ελεύθερα. Απ' το 2007 έλαβαν άδεια 7 νέοι οίκοι αξιολόγησης. Αυτό όμως δεν άλλαξε τίποτα σε ό,τι αφορά στην κυριαρχία των «τριών μεγάλων», οι οποίοι όπως και πριν ελέγχουν το 97% της παγκόσμιας πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Σύμφωνα με τα παραπάνω: α) Υποστηρίζεται ότι το σημαντικότερο λάθος κατά την μεταρρύθμιση του χρηματιστικού συστήματος στις ΗΠΑ απ' τον Ρούσβελτ το 1930, βρισκόταν στο ότι δεν δημιουργήθηκε καμιά κρατική υπηρεσία, αλλά το ότι μεταβιβάστηκαν αρμοδιότητες στους οίκους αξιολόγησης, ότι αυτοί αυτονομήθηκαν και ότι το συμφέρον τους συνδέθηκε άμεσα με τις τράπεζες. Το κράτος με τον τρόπο αυτό έγινε συνένοχο. Το ίδιο ισχύει και για τους οικονομικούς ελεγκτές, οι οποίοι στο New Deal απέκτησαν επίσης υψηλές αρμοδιότητες, καταλήγοντας έτσι σε παρόμοια αποτελέσματα. β) Οι προπαγανδιστές της απορρύθμισης, με τους οίκους αξιολόγησης καθιέρωσαν οι ίδιοι έναν θεσμό ρύθμισης, και μάλιστα τέτοιο, ο οποίος είναι επίσης ισχυρός όσο επίσης αδιαφανής και διεφθαρμένος. Αυτό φαίνεται απ' το ότι οι ισχυροί αντίπαλοι της ρύθμισης δεν υποστηρίζουν την απορρύθμιση, αλλά μια

ρύθμιση, η οποία θα ελέγχεται απ' αυτούς τους ίδιους. γ) Οι τρεις μεγάλοι οίκοι είναι συνδεδεμένοι με ένα ιδιωτικό και κρατικό δίκτυο από χρηματιστές των ΗΠΑ και μ' αυτό τον τρόπο αποτελούν ένα ενεργό στοιχείο του καπιταλιστικού κρισιακού κέντρου.

