

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤ. ΕΛΛΑΔΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ



Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

**ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ,
ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ**

**ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΧΡ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΓΙΟΒΑΝΗΣ ΝΙΚ. ΧΡΗΣΤΟΣ
ΑΝΔΡΙΚΟΠΟΥΛΟΥ ΔΗΜ. ΒΕΝΕΤΙΑ**

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΗΛΙΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Επιστημονικός Συνεργάτης

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 5

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤ. ΕΛΛΑΔΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

**ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ,
ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ**

ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΧΡ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ (Α.Μ. 15489)

nikooiko1@logistiki.teimes.gr

ΓΙΟΒΑΝΗΣ ΝΙΚ. ΧΡΗΣΤΟΣ (Α.Μ. 15264)

chrigiov@logistiki.teimes.gr

ΑΝΔΡΙΚΟΠΟΥΛΟΥ ΔΗΜ. ΒΕΝΕΤΙΑ (Α.Μ. 14433)

veneandr@logistiki.teimes.gr

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

ΗΛΙΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ Επιστημονικός Συνεργάτης

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 5

-ΕΙΣΑΓΩΓΗ-

«Υπάρχουν δυο υπερδυνάμεις στον κόσμο σήμερα... οι ΗΠΑ και η υπηρεσία πιστοληπτικής αξιολόγησης ομολόγων της Moody's. Οι ΗΠΑ μπορούν να σε καταστρέψουν με βόμβες και η Moody's μπορεί να σε καταστρέψει υποβαθμίζοντας τα ομόλόγά σου. Και, πιστέψτε με, δεν είναι ξεκάθαρο πάντα ποια είναι η πιο δυνατή από τις δυο».

Friedman, T. (1996), remarked on “The News Hour with Jim Lehrer”

Τα τελευταία χρόνια οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αναπτύσσονται με ιλιγγιώδη ρυθμούς, συντελώντας με αυτόν τον τρόπο στην ανάπτυξη της οικονομίας τόσο των επιχειρήσεων όσο και των χωρών. Συγκεκριμένα, η παγκοσμιοποίηση και το ανταγωνιστικό περιβάλλον που επικρατούν στις διεθνείς αγορές, κάνουν ολοένα και πιο αναγκαία την ανάγκη για την εξεύρεση κεφαλαίων που θα δώσουν ώθηση στην κερδοφορία. Τις τελευταίες δεκαετίες λοιπόν, η πιστοληπτική ικανότητα τόσο των εταιρειών και των πιστωτικών ιδρυμάτων αποτελεί κείμενο ζήτημα προσοχής και συζήτησης. Είναι ευρέως γνωστό πως οι οίκοι αξιολόγησης αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Είναι σημαντικοί για τους επενδυτές, τους εκδότες, τις επενδυτικές τράπεζες, τους χρηματιστές και τις κυβερνήσεις επειδή αυξάνουν τις διαθέσιμες εναλλακτικές επενδύσεις και παρέχουν ανεξάρτητη και εύχρηστη αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Έτσι αυξάνεται η αποδοτικότητα της αγοράς κεφαλαίου και μειώνεται το κόστος για τους οφειλέτες και τους δανειστές. Αυτό με τη σειρά του αυξάνει τη συνολική προσφορά επιχειρηματικών κεφαλαίων στην οικονομία, οδηγώντας σε μεγαλύτερη ανάπτυξη. Όλα τα παραπάνω προϋποθέτουν εκ μέρους τους αξιοπιστία, αντικειμενικότητα και υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις.

Σκοπός της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας είναι η μελέτη της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating agencies), στην αξιολόγηση χρεογράφων, αλλά και των αντίκτυπο που έχουν αυτές οι αξιολογήσεις με την επιρροή που ασκούν. Εξετάζουμε επίσης το νομοθετικό τους πλαίσιο διεθνώς και τα βήματα που έχουν γίνει από τις εποπτικές αρχές για την προστασία του επενδυτικού κοινού και των χωρών. Παράλληλα, επισταμένη μελέτη γίνεται στα χρεόγραφα που μέσω της έκδοσής τους και της αξιολόγησης τους από τους οίκους αξιολόγησης οι εταιρείες, οι τράπεζες αλλά και τα κράτη αντλούν κεφάλαια που χρησιμοποιούν για την ρευστότητα τους ή την βιωσιμότητα τους μακροπρόθεσμα. Σε γενικές γραμμές προσπαθούμε να δώσουμε μία σφαιρική άποψη των οίκων αξιολόγησης τόσο με τα θετικά όσο και με τα αρνητικά τους στοιχεία που τους περιβάλλουν

όπως αυτά έχουν παρουσιαστεί από έρευνες ώστε να καταλήξουμε μέσω προτάσεων στα σωστά συμπεράσματα για την πιθανή βελτίωση των υπηρεσιών τους.

Στο πρώτο κεφάλαιο της πτυχιακής εργασίας, γίνεται μια ανάλυση στην χρηματοπιστωτική κρίση: στα αίτια, τις συνέπειες καθώς και στην ευθύνη που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης μέσω των αξιολογήσεων τους στην κρίση του 2008.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, γίνεται μια ιστορική αναδρομή στους οίκους αξιολόγησης καθώς και μια αναφορά στους τρεις μεγαλύτερους οίκους παγκοσμίως. Παράλληλα, παρουσιάζεται το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας μέσω των νομοθετικών πράξεων τόσο στην Ευρωπαϊκή Ένωση όσο και στις ΗΠΑ καθώς και η περίπτωση της Ελλάδας.

Στο τρίτο κεφάλαιο, κάνουμε μια διεξοδική ανάλυση στην λειτουργία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθώς και στις κλίμακες βαθμολόγησης. Συγκεκριμένα, παρουσιάζουμε τις μεθοδολογίες και τα κριτήρια αξιολόγησης μιας εταιρείας, μιας χώρας ή ενός τραπεζικού ιδρύματος, ενώ λόγος γίνεται στη χρησιμότητα των αξιολογήσεων αυτών.

Στο τέταρτο κεφάλαιο της πτυχιακής εργασίας, γίνεται μια συνοπτική αναφορά στην Επιτροπή Βασιλείας καθώς και στις αλλαγές που εισηγήθηκε η επιτροπή αυτή καθώς και οι επιπτώσεις της στους οίκους αξιολόγησης.

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναφερόμαστε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στον Κώδικα IOSCO όπου οι βασικοί του όροι έχουν σχεδιαστεί για να εφαρμόζονται σε κάθε οίκο πιστοληπτικής ικανότητας.

Στο έκτο κεφάλαιο γίνεται μια εκτενής αναφορά στα χρεόγραφα, στις διακρίσεις τους, στην περίπτωση των ελληνικών ομολόγων την περίοδο της χρηματοπιστωτικής κρίσης καθώς και στις συνέπειες των αξιολογήσεων τους.

Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια να παρουσιαστούν οι αλλαγές που προτείνονται στους οίκους αξιολόγησης για την αξιόπιστη λειτουργία τους καθώς η κριτική και κατηγορίες που έχουν δεχτεί οι οίκοι μέσα στο πέρασμα του χρόνου.

Επισήμανση

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας πτυχιακής εργασίας εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα- αποτελούν προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις του σπουδαστή (σπουδάστριας) ή της ομάδας των σπουδαστών που την επιμελήθηκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εισηγητή εκπαιδευτικού, του Εκπαιδευτικού Προσωπικού του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής ή του Α.Τ.Ε.Ι. Δυτικής Ελλάδας.

-ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ-

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

- 1.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ: ΑΡΧΗ, ΑΙΤΙΑ, ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ.....** Σελ 7-13
- 1.2 Η ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008.....**Σελ 13-16

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΕΝΝΟΙΑ, ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ Ε.Ε ΚΑΙ ΤΙΣ ΗΠΑ

- 2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....** Σελ 16-17
- 2.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ....** Σελ 17-19
- 2.3 Η ΚΥΡΙΑΡΧΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....** Σελ 19-24
- 2.4 ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΣΤΗΝ Ε.Ε.....** Σελ 24-25
- 2.4.1 CCSR.....**Σελ 25-26
- 2.4.2 ESMA.....**Σελ 26-27
- 2.4.3 Κανονιστικό Πλαίσιο Λειτουργίας στην Ε.Ε.....** Σελ 27-29
- 2.4.4 Κοινοτικές Οδηγίες.....** Σελ 29-31
- 2.4.5 Έκθεση De Larosière.....**Σελ 31-33
- 2.4.6 Το Κανονιστικό Πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης, η Περίπτωση της Ελλάδας.....** Σελ 33-34
- 2.5 ΤΟ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ ΚΑΙ Η ΠΡΟΔΙΑΓΡΑΦΗ NRSRO.....**Σελ 34
- 2.5.1 NRSRO.....**Σελ 34-35
- 2.5.2 Προτάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC).....**Σελ 35-36
- 2.5.3 Χαρακτηριστικά NRSRO.....**Σελ 36
- 2.5.4 Η Πράξη 2006 και οι Κανόνες της.....** Σελ 36-40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ : 3 Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

3.1 Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	Σελ 40-41
3.2 ΣΤΑΔΙΑ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	Σελ 41-45
3.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ-ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ.....	Σελ 45-48
3.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΡΑΤΩΝ.....	Σελ 49-50
3.5 ΚΛΙΜΑΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	Σελ 50
3.5.1 Μακροπρόθεσμη Κλίμακα Βαθμολόγησης.....	Σελ 50-52
3.5.2 Βραχυπρόθεσμη Κλίμακα Βαθμολόγησης.....	Σελ 53
3.5.3 Investment & Speculative Grades.....	Σελ 53-54
3.5.4 Κλίμακα Βαθμολόγησης Ανάκτησης.....	Σελ 54-56
3.6 ΟΙ ΧΡΗΣΤΕΣ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ.....	Σελ 56-58
3.7 Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΥ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ.....	Σελ 58-59

ΚΕΦΑΛΑΙΟ : 4 ΒΑΣΙΛΕΙΑ 1, 2, 3

4.1 ΒΑΣΙΛΕΙΑ: Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ.....	Σελ 60-61
4.2 ΤΟ ΣΥΜΦΩΝΟ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ 1.....	Σελ 61-64
4.3 ΤΟ ΣΥΜΦΩΝΟ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ 2.....	Σελ 64-65
4.3.1 Στόχοι της Βασιλείας 2.....	Σελ 65-66
4.3.2 Χαρακτηριστικά της Βασιλείας 2.....	Σελ 66-67
4.3.3 Οι Τρείς Πυλώνες της Βασιλείας 2.....	Σελ 67-71
4.3.4 Βασιλεία 2 και Οίκοι Αξιολόγησης.....	Σελ 71-72
4.3.5 Από την Βασιλεία 2 στην 3.....	Σελ 72-73
4.4 ΒΑΣΙΛΕΙΑ 3.....	Σελ 73
4.4.1 Επιπτώσεις Βασιλείας 3 και Οίκοι Αξιολόγησης.....	Σελ 73-74

ΚΕΦΑΛΑΙΟ : 5 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ IOSCO

- 5.1 ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....** Σελ 75-76
- 5.2 IOSCO.....** Σελ 76-77
- 5.3 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ Η IOSCO.....** Σελ 77
- 5.3.1 Το Πρωτόκολλο Συνεργασίας της IOSCO-Σύνοδος 2014.....** Σελ 77-80
- 5.4 Η IOSCO ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΚΡΙΣΗ.....** Σελ 80-81
- 5.4.1 Η Τεχνική Επιτροπή της IOSCO και τα Λογιστικά Πρότυπα.....** Σελ 81-82
- 5.4.2 Ο Κώδικας της IOSCO.....** Σελ 82-84

ΚΕΦΑΛΑΙΟ : 6 ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΚΑΙ Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

- 6.1 ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ.....** Σελ 84-85
- 6.1.1 Βραχυπρόθεσμα Χρεόγραφα.....** Σελ 85-87
- 6.1.2 Μακροπρόθεσμα Χρεόγραφα.....** Σελ 87-92
- 6.1.3 Φορολογία Χρεογράφων.....** Σελ 92-93
- 6.1.4 Περιθώριο Απόδοσης-Spread.....** Σελ 93-94
- 6.2 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....** Σελ 94-95
- 6.2.1 Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2008-2010.....** Σελ 95-99
- 6.2.2 Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2011.....** Σελ 99-100
- 6.2.3 Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2012 και το PSI.....** Σελ 100-101
- 6.2.4 Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2013.....** Σελ 101
- 6.2.5 Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2014 μέχρι Σήμερα.....** Σελ 102-104
- 6.3 ΟΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ
ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΤΟ ΕΥΡΩ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ
ΤΟΥΣ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΜΑΧΗ.....** Σελ 104-107

ΚΕΦΑΛΑΙΟ : 7 ΑΛΛΑΓΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΤΙΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΚΡΙΤΙΚΗ

- 7.1 ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΚΡΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ
ΔΕΧΘΕΙ ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....** Σελ 107-115
- 7.2 ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....** Σελ 115-116

7.3 ΑΛΛΑΓΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΑΙ.....	Σελ 116
7.3.1 Ενιαίο Πλαίσιο Λειτουργίας Διεθνώς.....	Σελ 117
7.3.2 Παγκόσμιο Συμβούλιο Εποπτείας.....	Σελ 117-118
7.3.3 Σύστημα Αμοιβών Οίκων Αξιολόγησης και Δημοσιοποίηση τους... Σελ 118-119	
7.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	Σελ 120-121
7.5 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	Σελ121-127



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

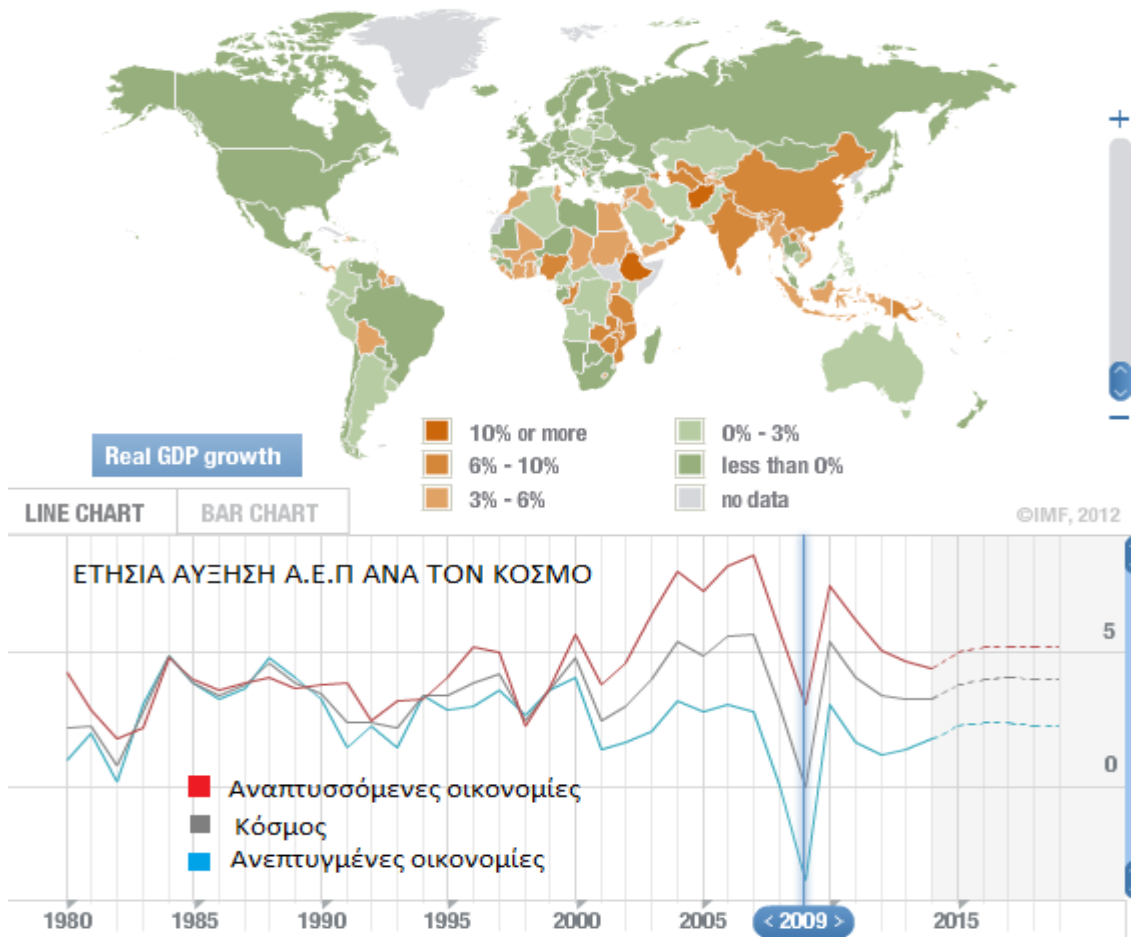
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.1: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ: ΑΡΧΗ, ΑΙΤΙΑ, ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ

«Χρειάστηκαν 62 χρόνια για να αναπτυχθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά μόλις ένας μήνας για να καταρρεύσει - τουλάχιστον όσον αφορά την καταρρακωθείσα αξιοπιστία του. Προηγουμένως είχε μηδενισθεί κάθε πιστωτικός έλεγχος των Τραπεζών, που αφέθηκαν να αλωνίζουν ελεύθερες, να παράγουν διάφορες 'φούσκες', ακινήτων, υποθηκών, δανείων, μοχλεύσεων, τιτλοποιήσεων κτλ»

Κόλμερ Κ., «Ο πανικός της Απληστίας».

Σε μια προσπάθεια να αποτυπώσουμε την τελευταία παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση μπορούμε να αναφέρουμε αρχικά πως επρόκειτο για την μεγαλύτερη κρίση στην μεταπολεμική ιστορία η οποία απαριθμεί πολύ μεγαλύτερες συνέπειες κυρίως το 2009 απ' ότι οι αντίστοιχες προηγούμενες που τα αποτελέσματά τους έγιναν αισθητά κυρίως τα έτη 1975,1982,1991 (με βάση την παγκόσμια μεταβολή του ΑΕΠ) όπως προκύπτει στην εικόνα(1) παρακάτω.

Εικόνα 1 ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΥ ΑΕΠ



Πηγή: IMF data mapper

Πολύ πριν από τις βασικές αιτίες της κρίσης τις οποίες θα αναλύσουμε στην συνέχεια, το εύπορο κλίμα για την ανάπτυξη αυτής της κρίσης σχηματίστηκε αρκετά χρόνια πριν. Το 1999 στις Η.Π.Α με την κατάργηση του νόμου Glass-Steagall (βάση του οποίου απαγορευόταν σε εμπορικές τράπεζες να έχουν επενδυτική δραστηριότητα), υιοθετήθηκε το δόγμα της αυτορρύθμισης των επενδυτικών τραπεζών. Επιπρόσθετα υιοθετήθηκε και η μετακίνηση σχετικών δραστηριοτήτων εκτός του ισολογισμού, μειώνοντας την ικανότητα της αγοράς να αποτιμήσει το μέγεθος του κινδύνου.

Στις αρχές του 2000 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α μείωσε τα επιτόκια και τα ποσοστά των ενυπόθηκων δανείων έπεσαν, η στεγαστική αναχρηματοδότηση αυξήθηκε από 460 εκατ. δολάρια το 2000 σε 2,8 τρισεκ. δολάρια το 2003, αφήνοντας έτσι τους πολίτες να ξοδεύουν κεφάλαια που είχαν συγκεντρώσει τις προηγούμενες δεκαετίες και να καταναλώνουν περισσότερο παρά τους στάσιμους μισθούς¹. Τα στεγαστικά δάνεια ευνοήθηκαν εκείνη την περίοδο και από το σύστημα αμοιβών των στελεχών του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η δομή των υπεραμοιβών των στελεχών έδινε ιδιαίτερη σημασία στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία σε βάρος της μακροπρόθεσμης εταιρικής κερδοφορίας. Αυτό ουσιαστικά έθεσε τα κίνητρα για αλόγιστη χορήγηση στεγαστικών δανείων, ανεξάρτητα από τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών, έτσι χορηγούνταν δάνεια γνωστά στη διεθνή βιβλιογραφία ως δάνεια (NINJA:No-income,No-Job,No-Assets)².

Το 2004, η Fed (Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α) προσπαθεί να αντιμετωπίσει το πληθωρισμό και 16 συνεχόμενες αυξήσεις επιτοκίων έπονται, με πρώτη την 30η Ιούνη του 2004, με συνέπεια να επηρεαστούν οι Αμερικανοί δανειζόμενοι³. Η σταδιακή περιστολή της νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των πληθωριστικών πιέσεων ανέκοψε την άνοδο των τιμών των ακινήτων το 2006, επαναφέροντας στο προσκήνιο τον πιστωτικό κίνδυνο των εν λόγω προϊόντων, ο οποίος στη διάρκεια της ευφορίας είχε αμεληθεί⁴. Η αύξηση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου (ARM) μετά το πέρας της περιόδου χάριτος επέφερε πολλές καθυστερήσεις των δόσεων των δανείων (όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα-1) και στην πλειονότητα των περιπτώσεων οδήγησε σε μαζικές πωλή-

¹ The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), *The Financial Crisis Inquiry Report*, Washington: U.S. Government Printing Office, σελ 5.

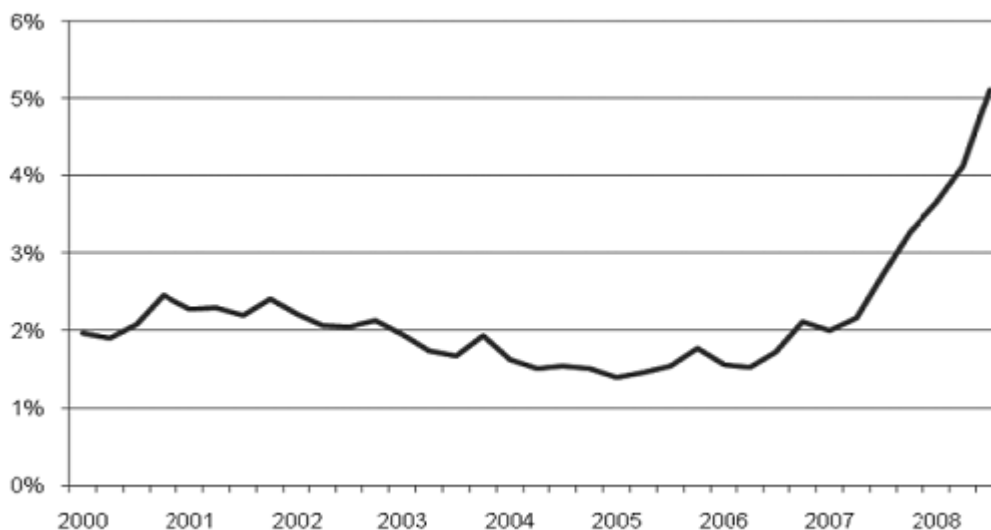
² Καμπόλης, Χ. και Τραυλός, Ν. (2011), «Από την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση στην Ελληνική Δημοσιονομική Κρίση: Αίτια, Επιπτώσεις και Τρόποι Αντιμετώπισης», στον συλλογικό τόμο Επιτροπάκη, Ο., Κυριακόπουλος, Κ. και Ζάρκος, Σ. (Επιμέλεια), *Το μάνατζμεντ σε καιρούς κρίσης*, Αθήνα: Καστανιώτη, σελ.46.

³ Χουλιαράς, Α. (2011), *Η Τρέχουσα Χρηματοοικονομική Κρίση (2007-σήμερα): Αίτια, Συνέπειες και Πολιτικές Αντιμετώπισης για τα Κράτη, τις Αγορές, τους Οργανισμούς και τους Ιδιώτες*, Διπλωματική Εργασία, Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο, σελ.33.

⁴ Τσούμας, Χ. και Πανοπούλου, Κ. (2011), «Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές», στον συλλογικό τόμο Χαρδούβελης, Γ. και Γκόρτσος, Χ. (Επιμέλεια), *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ.166.

σεις και πλειστηριασμούς σε χαμηλές τιμές επειδή η προσφορά ήταν μεγαλύτερη από την ζήτηση τους, δημιουργώντας πτώση των τιμών των ακινήτων δηλαδή το αποκαλούμενο σπάσιμο της φούσκας των ακινήτων το καλοκαίρι του 2006.

Διάγραμμα 1 Η ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΤΩΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΟΥ ΠΑΡΑΤΗΡΗΘΗΚΕ ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ ΠΛΗΡΩΜΩΝ



Πηγή: Ομοσπονδιακή Τράπεζα ΗΠΑ (Fed)

Καθ'ολη την διάρκεια βέβαια αυτού του υπέρμετρου στεγαστικού δανεισμού οι τράπεζες εξασφάλιζαν την απαραίτητη ρευστότητά τους με την τεχνική της τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων (MBS) με σκοπό την αναχρηματοδότηση του δανεισμού και την πλήρωση των αναγκών τους, θεωρούμε λοιπόν καίριο να εξετάσουμε αυτόν τον παράγοντα ώστε να κατανοήσουμε την φυσική ροή των πραγμάτων που ακολούθησαν.

Με τον όρο τιτλοποίηση ονομάζουμε έναν μηχανισμό μετακίνησης δανείων από τον ισολογισμό των εμπορικών τραπεζών στους ισολογισμούς άλλων διαμεσολαβητικών (επενδυτικών) χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Η πρακτική αυτή εξυπηρετεί τις πληρωμές μεταξύ πιστωτών (επενδυτική τράπεζα) και δανειζομένων, ενώ η οντότητα (εμπορική τράπεζα) δεν κρατά τα ίδια τα στοιχεία του ενεργητικού για αποκόμιση τόκων⁵. Επομένως η τιτλοποίηση αφαιρεί από τον παραδοσιακό τραπεζίτη το κίνητρο της σωστής αξιολόγησης του πιστοληπτικού κινδύνου, αφού ο κίνδυνος μεταφέρεται σε άλλους οργανισμούς.

Στη συνέχεια οι διαμεσολαβητικοί οργανισμοί που δέχονταν τα τιτλοποιημένα δάνεια (MBS) τα χρηματοδοτούσαν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα τα οποία τα πουλούσαν κυρίως σε θεσμικούς επενδυτές, αφού

⁵ Σταϊκούρας, Χ. (2005-2006), *Τραπεζική Χρηματοοικονομική*, Αθήνα: Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, σελ. 75.

όμως πρώτα είχαν εξασφαλίσει μια υψηλή βαθμολόγηση από τους οίκους αξιολόγησης. Τέτοιοι θεσμικοί επενδυτές ήταν συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και κεφάλαια υψηλού κινδύνου(hedge funds)⁶, αυτοί δραστηριοποιούνταν στις χρηματαγορές όλου του κόσμου, συμπεριλαμβανομένης και της Ευρώπης, αγοράζοντας εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης(sub-prime) και άλλα δομημένα πιστωτικά προϊόντα(CDO) που είχαν αντίκρισμα στα τιτλοποιημένα δάνεια των εμπορικών τραπεζών. Αυτόν τον κύκλο της τιτλοποίησης μπορούμε να τον αντιληφθούμε καλύτερα με την εικόνα-2.

Εικόνα 2

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ



Πηγή: wikipedia.org/wiki/Τιτλοποίηση

Με την σειρά τους οι θεσμικοί επενδυτές ανά τον κόσμο αγόραζαν συμβόλαια προστασίας έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας των ομολόγων τα λεγόμενα (Credit Default Swaps) από συγκεκριμένες μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες όπως η AIG

Μόλις έσπασε λοιπόν η φούσκα των ακινήτων το 2006 λόγω της χρεοκοπίας των στεγαστικών δανείων ξεκίνησε μία αλυσιδωτή αντίδραση με όλα τα συμβαλλόμενα μέρη των ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης(sub-prime) αλλά και των αντίστοιχων δομημένων πιστωτικών προϊόντων(CDO) που βρέθηκαν εκτεθειμένα (με διαφορετικό βαθμό έκθεσης το καθένα στον κίνδυνο) και χαρακτηρίστηκαν ως τοξικά. Τα συμβαλλόμενα μέρη ήταν, καταθέτες, εμπορικές τράπεζες, επενδυτικές τράπεζες, θεσμικοί επενδυτές, ασφαλιστικές εταιρείες κτλ.

⁶ Καμπόλης, Χ. και Τραυλός, Ν.(2011),«Από την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση στην Ελληνική Δημοσιονομική Κρίση: Αίτια, Επιπτώσεις και Τρόποι Αντιμετώπισης», στον συλλογικό τόμο Επιτροπάκη, Ο., Κυριακόπουλος, Κ. και Ζάρκος, Σ. (Επιμέλεια), *Το μάννατζμεντ σε καιρούς κρίσης*, Αθήνα: Καστανιώτη, σελ.45.

Η ανασφάλεια των επενδυτών εντάθηκε, καθώς κανείς δεν ήταν σε θέση να προβλέψει ποια ιδρύματα τελικά θα διέτρεχαν κίνδυνο επιβίωσης και σε ποιο βαθμό. Ουσιαστικά παρέμεινε άγνωστο το ακριβές μέγεθος των «τοξικών χρηματοοικονομικών προϊόντων». Το κόστος δυσμενούς επιλογής (adverse selection cost) που συνοδεύει παρόμοιες καταστάσεις ασυμμετρικής πληροφόρησης έκανε την εμφάνισή του υπό τη μορφή υψηλών επιτοκίων δανεισμού στη διατραπεζική αγορά, καθώς κανείς δεν ήταν διατεθειμένος να εμπιστευθεί κεφάλαια σε πιστωτικά ιδρύματα, ούτε καν για σύντομο χρονικό διάστημα. Με άλλα λόγια, για μία ακόμη φορά το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα επέδειξε προκυκλική συμπεριφορά, μεγεθύνοντας το πρόβλημα της οικονομικής και πιστωτικής συρρίκνωσης. Παράλληλα, αυξήθηκε και το κόστος ασφάλισης έναντι πτώχευσης, ακόμα και των εταιρικών ομολόγων επιχειρηματικών κολοσσών με άριστη πιστοληπτική ικανότητα (στις ΗΠΑ οι Xerox και IBM και στην Ευρώπη η Siemens κ.α.), γεγονός που αποτυπώθηκε στην πορεία των δεικτών που παρακολουθούν τις διεθνείς πιστωτικές αγορές.

Για πρώτη φορά λοιπόν η κρίση έγινε ορατή τον Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση, τις συγχωνεύσεις και τις κρατικοποιήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μακράς ιστορίας (Lehman Brothers, Wachovia Bank, Merrill Lynch, Bear Sterns, Fannie Mae, Freddie Mac).⁷ Η κρίση αυτή μεταφέρθηκε άμεσα στις χρηματοπιστωτικές αγορές των άλλων χωρών, προκαλώντας δραματική πτώση σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου, με επακόλουθες επιπτώσεις της αύξησης κόστους δανεισμού στη διατραπεζική αγορά, την αισθητή μείωση της ρευστότητας, την απομάκρυνση των επενδυτών.

Το υψηλό κόστος δανεισμού προς τον επιχειρηματικό κόσμο μείωσε τη διάθεση ανάληψης επενδυτικού κινδύνου και οδήγησε σε προσπάθειες μείωσης του λειτουργικού κόστους. Οι προσπάθειες αυτές, οι οποίες συνήθως περιλαμβάνουν μειώσεις προσωπικού, οδήγησαν σε υψηλότερα επίπεδα ανεργίας. Η αβεβαιότητα για το εργασιακό μέλλον, καθώς και η δυσκολία δανεισμού (όπου ο δανεισμός ήταν εφικτός, το αντίστοιχο κόστος ήταν υψηλό) των νοικοκυριών, οδήγησε στην πτώση της καταναλωτικής ζήτησης με τις ανάλογες κοινωνικό-οικονομικές συνέπειες που διαφάνηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο το 2009.⁸

Εν κατακλείδι μπορούμε να αναφέρουμε τα βασικότερα αίτια της κρίσης όπως αποτυπώθηκαν από την παραπάνω ιστορική αναδρομή:

- Το κανονιστικό πλαίσιο
- Το σύστημα αμοιβών στον χρηματοπιστωτικό τομέα (Bonus)

⁷ Καμπόλης, Χ. και Τραυλός, Ν.(2011), «Από την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση στην Ελληνική Δημοσιονομική Κρίση: Αίτια, Επιπτώσεις και Τρόποι Αντιμετώπισης», στον συλλογικό τόμο Επιτροπάκη, Ο., Κυριακόπουλος, Κ. και Ζάρκος, Σ. (Επιμέλεια), *Το μάννατζμεντ σε καιρούς κρίσης*, Αθήνα: Καστανιώτη, σελ.43.

⁸ Πετράκης, Π.(2010), *Η Ελληνική Οικονομία: Προκλήσεις*, Αθήνα: Π.Ε. Πετράκης, σελ.125-126.

- Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων (Leverage)
- Η αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization)
- Η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Bond ratings)⁹

Δευτερεύων αίτιο σε αυτή την οικονομική κρίση που δεν μπορούμε να παραβλέψουμε αλλά μπορούμε να κάνουμε μια μικρή αναφορά ήταν ο ρόλος της λογιστικής και πιο συγκεκριμένα της δημιουργικής λογιστικής στη συμβολή και την ανάμειξη στην ελλειπή πληροφόρηση των επενδυτών (και των λοιπών χρηστών των οικονομικών καταστάσεων) κατά την διάρκεια της κρίσης με λογιστικά τεχνάσματα και παρατυπίες σαν αυτά που παρουσιάζονται αναλυτικά στην επίσημη αναφορά της Lehman Brothers που δημοσιεύτηκε στις (11/03/2010).

Ίσως αυτή την φορά το λογιστικό κομμάτι επισκιάστηκε από τα τεράστια προβλήματα και τις τεράστιες επιπτώσεις για την παγκόσμια αγορά που αποκαλύφθηκαν μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers¹⁰. Αυτό όμως δεν αποτελεί ελαφρυντικό στους ασκούντες της δημιουργικής λογιστικής που εξυπηρέτησαν διάφορα συμφέροντα χειραγωγώντας το πνεύμα των κανόνων της λογιστικής, γιαυτόν τον λόγο και θεωρούμε την δημιουργική λογιστική δευτερογενή αίτιο της οικονομικής κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.2: Η ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

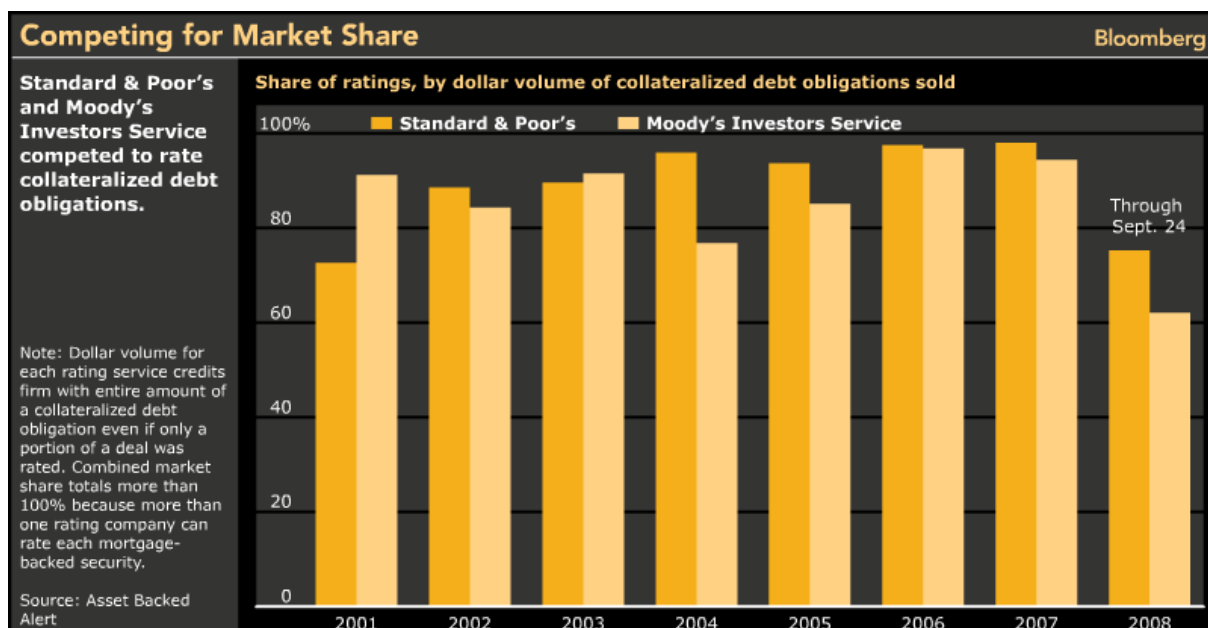
Σύμφωνα τον (Εμμ. Μαστρομανώλη:2013)¹¹ οι τρεις σημαντικότεροι οίκοι αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's και Fitch) διαδραμάτισαν κεντρικό ρόλο στην εκτίμηση της επικινδυνότητας των προϊόντων τιτλοποίησης από στεγαστικά δάνεια.

(Αυτό διαφαίνεται ξεκάθαρα από το παρακάτω διάγραμμα, που δείχνει τους συγκεκριμένους οίκους να κατέχουν σημαντικά ποσοστά επί των αξιολογήσεων στα δομημένα πιστωτικά προϊόντα(CDO) γνωστά ως 'εξασφαλισμένα ομόλογα' τα έτη 2001-2008).

⁹ Καμπόλης, Χ. και Τραυλός, Ν.(2011),«Από την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση στην Ελληνική Δημοσιονομική Κρίση: Αίτια, Επιπτώσεις και Τρόποι Αντιμετώπισης», στον συλλογικό τόμο Επιτροπάκη, Ο., Κυριακόπουλος, Κ. και Ζάρκος, Σ. (Επιμέλεια), *Το μάννατζμεντ σε καιρούς κρίσης*, Αθήνα: Καστανιώτη, σελ.44.

¹⁰ Πάστρα, Γ. (2011), «Η Έκπληξη της Οικονομικής Κρίσης και ο Ρόλος της Λογιστικής», στον συλλογικό τόμο Επιτροπάκη, Ο., Κυριακόπουλος, Κ. και Ζάρκος, Σ. (Επιμέλεια), *Το μάννατζμεντ σε καιρούς κρίσης*, Αθήνα: Καστανιώτη, σελ.67-68.

¹¹Μαστρομανώλης, Ε.(2013), *Οίκοι αξιολόγησης εμπορών & χρηματοπιστωτικών μέσων*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σελ.2.



Πηγή: www.Bloomberg.com

Η δομή των προϊόντων ήταν πρωτοφανώς περίπλοκη και η κατανόηση του επιπέδου του πιστωτικού κινδύνου που απέρρευε από αυτά αδιαφανής, ακόμα και για τους πιο έμπειρους θεσμικούς επενδυτές. Συνεπώς ήταν αναγκαία η εκτίμηση του κινδύνου αυτού προκειμένου τα προϊόντα να καταστούν εμπορεύσιμα. Συχνά οι οίκοι αξιολόγησης υπερέβαιναν τη 'φυσική' τους λειτουργία και αναλάμβαναν να παράσχουν προς τους εκδότες συμβουλές όσον αφορά την οικοδόμηση των προϊόντων, κατά κάποιο τρόπο ώστε να τους εξασφαλίσουν στη συνέχεια και μία ευνοϊκή αξιολόγηση. Έτσι υπό μία έννοια, οι οίκοι βρέθηκαν στη θέση του κριτή και του κρινόμενου ταυτόχρονα. Παρόλα αυτοί δεν έπαυαν επί σειρά ετών να λειτουργούν ως αναγκαίοι μεσολαβητές οι οποίοι εξασφάλιζαν την εμπορευσιμότητα των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που αξιολογούσαν και την πρόσβαση των εκδοτών τους στην κεφαλαιαγορά.

Σύμφωνα με δημοσιευμένα στοιχεία, στην περίοδο από το 2001 μέχρι το 2007, κατά μέσο όρο ένα ποσοστό της τάξης του 82,4% των θέσεων τιτλοποίησης που προέρχονταν από στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης είχε τεχνηέντως, όπως αποδείχθηκε αργότερα καταταγεί από τους οίκους αξιολόγησης στη βέλτιστη αξιολογική κατηγορία προσδιοριζόμενη ως 'AAA'. Αντίθετα το υπόλοιπο 17,6% μειωμένης εξοφλητικής προτεραιότητας και αξιολογικής κατάταξης ήταν ταγμένο να εξυπηρετεί τον αδύνατο στόχο της απορρόφησης του συνόλου των κινδύνων αθέτησης (credit default swap) που απέρρεαν από τα προϊόντα τιτλοποίησης (CDO).

Τα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα που εκδόθηκαν μεταξύ 2001-2002 και έλαβαν AAA από τους οίκους ήταν περισσότερα απ'ότι σε όλη την περίοδο από το 1990 μέχρι το 2002, ενώ τα AAA δομημένα ομόλογα που εκδόθηκαν μεταξύ 2001-2007 ήταν περισσότερα απ'ότι συνολικά τις δύο προηγούμενες δεκαετίες. Για κάποιο λόγο οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης έγιναν πολύ «γενναιόδωροι» με τις βαθμολογίες τους. Τα ομόλογα που πουλήθηκαν από τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια (ή άλλα δάνεια που τιτλοποιήθηκαν) με βαθμολογία AAA ήταν θεαματικά περισσότερα από τα AAA ομόλογα κρατών σε όλο το διάστημα από την αρχή της προηγούμενης δεκαετίας μέχρι το διεθνές χρηματοοικονομικό κραχ του 2008. Αυτά ακριβώς ήταν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που βρέθηκαν στο επίκεντρο της αμερικανικής τραπεζικής κρίσης, η οποία στοίχισε ολόκληρο τον κόσμο.

Από το 2001 μέχρι το 2008 εκδόθηκαν τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια με βαθμολογία AAA, αξίας περίπου 20 τρισ. δολαρίων (το ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν 16 τρισ. δολάρια το 2010 και των ΗΠΑ 14.5 τρισ. δολάρια). Το ύψος όλων των κρατικών ομολόγων AAA -δηλαδή των δανείων που έλαβαν τα κράτη υπό μορφή ομολόγων με άριστη βαθμολογία- από το 1990 μέχρι το 2008 ανέρχεται σε 10 τρισ. δολάρια.

Δηλαδή μέσα σε οχτώ χρόνια εκδόθηκαν διπλάσιου ύψους τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια που έλαβαν από τους οίκους αξιολόγησης AAA βαθμολογία απ'ότι κρατικά ομόλογα AAA σε διάστημα περίπου είκοσι ετών. Έτσι, με τη συνεργασία της τραπεζικής ελίτ και των οίκων αξιολόγησης δημιουργήθηκε πλούτος αμύθητης αξίας, ικανός να αγοράσει δύο φορές το AAA χρέος που είχαν εκδώσει τα κράτη σε διάστημα περίπου είκοσι ετών. Τιτλοποιημένα δάνεια μιας φτωχής πολιτείας των ΗΠΑ, των οποίων η πιθανότητα αποπληρωμής ήταν μικρή και έτσι θα έπρεπε να θεωρούνται επισφαλή και χαμηλής πιστοληπτικής βαθμολογίας, μπορούσαν να εκτιμηθούν από τους οίκους ως AAA και να αποκτήσουν την ίδια αξία με τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ ή της Γερμανίας.¹²

Μέσα σε ένα χρόνο, κυρίως κατά τη διάρκεια του έτους 2008, περίπου τα τρία τέταρτα των θέσεων τιτλοποίησης που είχαν αξιολογηθεί ως 'AAA' υποβαθμίστηκαν απότομα σε σημαντικά χαμηλότερες κατηγορίες. Μέχρι το τέλος του 2009, μόλις ένα δέκατο των θέσεων που αρχικά είχαν αξιολογηθεί ως 'AAA' είχε διατηρήσει την αξιολόγηση αυτή. Η απότομη υποβάθμιση αυτή με τη σειρά της αποδόθηκε είτε στις συγκρούσεις συμφερόντων που χαρακτηρίζαν (και εν πολλοίς ακόμη χαρακτηρίζουν) το μοντέλο χρηματοδότησης των οίκων αξιολόγησης (ο εκδότης πληρώνει), είτε στην ανεπάρκεια των μεθοδολογιών που χρησιμοποιούσαν για την κατάρτιση των αξιολογήσεων τους. Δεν ήταν επίσης λίγοι και εκείνοι που γενικότερα υποστηρίζουν ότι η λειτουργία της αξιολόγησης ξεκίνησε ως ιδιαιτερότητα της αμερικανικής

¹² Παναγιώτου, Π. (2012), *Το Ταγκό των Αγορών & Το Μεγάλο Κόλπο*, Αθήνα: Α.Α. Λιβάνη, σελ.34-35.

αγοράς και σηματοδότησε την αθρόα και ανεξέλεγκτη εξαγωγή αμερικανικών συναλλακτικών προτύπων σε αγορές εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών, και δη στην ευρωπαϊκή¹³.

Το 2008 για πρώτη φορά σε διάστημα δεκαετιών, η έκδοση κρατικών ομολόγων ΑΑΑ αυξήθηκε θεαματικά, καθώς οι ΗΠΑ και τα κράτη διεθνώς άρχισαν να διασώζουν τις τράπεζες, αυξάνοντας το κρατικό χρέος. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης βαθμολογούσαν τα ομόλογα των κρατών με άριστα, επιτρέποντας στα κράτη να συνεχίζουν να δανείζονται φτηνά, παρά το διεθνές χρηματοοικονομικό πανδαιμόνιο που επικρατούσε, με αποτέλεσμα να διευκολύνεται η διάσωση των τραπεζών, υποθάλποντας τη μεγαλύτερη ανταλλαγή ιδιωτικού με κρατικό χρέος στη σύγχρονη ιστορία.

Το 2009 τα κρατικά ΑΑΑ ομόλογα ξεπέρασαν εντυπωσιακά σε ύψος τα τιτλοποιημένα, καθώς οι κυβερνήσεις σε ολόκληρο τον κόσμο πείστηκαν ότι έπρεπε να συνεχίσουν τη διάσωση των τραπεζών με κρατικά χρήματα, ειδάλλως θα καταστρεφόταν η παγκόσμια οικονομία. Η νέα αυτή τάση οδήγησε σε απογείωση του κρατικού χρέους, συμβάλλοντας στη δημιουργία των συνθηκών που είχαν ως αποτέλεσμα την ευρωπαϊκή κρίση.¹⁴

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ,ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΣΕ Ε.Ε ΚΑΙ Η.Π.Α

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.1:ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι ιδιωτικές και ανεξάρτητες εταιρείες που δημοσιεύουν αναλύσεις και αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδοτή χρεογράφων ή ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Αναδεικνύουν δηλαδή τη δυνατότητα τους να μπορούν ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις κι αν είναι πιθανό να προκύψει καθυστέρηση ή ακόμα και αδυναμία πληρωμής στις υποχρεώσεις ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος γενικά (issuer rating) ή ενός χρεογράφου σταθερού εισοδήματος (instrument rating). Οι πιστωτικές εκτιμήσεις μπορεί να είναι μακροχρόνιες ή βραχυχρόνιες

¹³Μαστρομανώλης, Ε.(2013), *Οίκοι αξιολόγησης εμπορών & χρηματοπιστωτικών μέσων*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σελ.3.

¹⁴ Παναγιώτου, Π. (2012), *Το Ταγκό των Αγορών & Το Μεγάλο Κόλπο*, Αθήνα: Α.Α. Λιβάνη, σελ.41-42.

και αντανακλούν την ικανότητα μιας εταιρείας να ανταποκρίνεται στις οικονομικές τις δεσμεύσεις τόσο μακροπρόθεσμα όσο και βραχυπρόθεσμα¹⁵

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2:ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι Οίκοι Αξιολόγησης βρίσκονται στο φως της δημοσιότητας εδώ και μερικά χρόνια, πίσω τους όμως έχουν μια μακρά ιστορία. Σε αυτό συνέβαλε η παγκοσμιοποίηση καθώς και η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Συγκεκριμένα, η χρήση των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τοποθετείται στις αρχές του προηγούμενου αιώνα, όταν η κατασκευή σιδηροδρομικού δικτύου στις ΗΠΑ δημιούργησε την ανάγκη εύρεσης επενδυτών που χρηματοδοτούσαν αυτό το δύσκολο για την εποχή εγχείρημα. Το 1909 ιδρύεται από τον John Moody η πρώτη ομώνυμη εταιρεία πιστωτικών κινδύνων η οποία απευθυνόταν αποκλειστικά σε ομόλογα σιδηροδρομικών εταιρειών. Σκοπός των συγκεκριμένων εταιρειών ήταν να υπολογίζει την δυνατότητα κάποιου να αποπληρώσει τα δάνεια του. Στην συνέχεια, ακολούθησε η ίδρυση κι άλλων οίκων που είχαν ως βασικό αντικείμενο την αξιολόγηση μόνο εμπορικών επιχειρήσεων.

Η οικονομική κρίση που ξέσπασε κατά την περίοδο του Μεσοπολέμου και ο φόβος για μη αποπληρωμή των χρεών εκ μέρους των επιχειρήσεων κατέστησαν την δημιουργία των οίκων αξιολόγησης ιδιαίτερος πολύτιμη αποκτώντας μεγάλη ισχύ. Αρχικά, το εισόδημα τους προερχόταν από τους ίδιους τους επενδυτές οι οποίοι πλήρωναν έτσι ώστε να αποκτήσουν πρόσβαση στις πληροφορίες σχετικά με τα διάφορα επενδυτικά προϊόντα. Στην πορεία όμως το εισόδημα τους άρχισε να αυξάνεται καθώς οι οίκοι χρεώνουν όσους αξιολογούν. Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης (δηλαδή και στον δανειστή και στον δανειζόμενο). Συγκεκριμένα, το 1841 μετά την κρίση του 1837, ο Luis Tarran ίδρυσε τον πρώτο οίκο στην Νέα Υόρκη των ΗΠΑ, ο οποίος εξαγοράστηκε από τον Robert Dun δημοσιεύοντας την πρώτη αξιολόγηση το 1859. Παράλληλα, το 1849 ιδρύεται μια παρόμοια εταιρεία από τον John Bradstreet η οποία συγχωνεύεται το 1933 με αυτήν του Dun δημιουργώντας έτσι τον όμιλο Dunand Bradstreet.

Το 1962 ο οίκος Dun&Bradstreet αγόρασε την Moody's αλλά από το 2000 αποτελεί αυτοτελή εταιρεία. Το 1941 η Standard Statistics Company και η Poor's Publishing Company συγχωνεύτηκαν με αποτέλεσμα να προκύψει ο σημερινός οίκος Standard&Poor's(S&P) ο οποίος απορροφάται το 1966 από την McGraw-Hill.

¹⁵ Wymeersch, E. & Kruihof, M. (2006), "Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=894820, [αντλήθηκε 3/3/15].

Ο οίκος Fitch Investor Service συγχωνεύτηκε με την IBCA(Βρετανική εταιρεία η οποία ήταν θυγατρική της FIMILAC, γαλλικού ομίλου παροχής υπηρεσιών προς επιχειρήσεις), δημοσίευσε την πρώτη του αξιολόγηση το 1924 δημιουργώντας έτσι την σημερινή κατάσταση ολιγοπωλίου κατέχοντας το 95% της παγκόσμιας αξιολόγησης επενδυτικών προϊόντων. Κατά τα τέλη του 2000, την εποχή που η αγορά βασιζόταν σε ανυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου άρχισε να αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς η καθιέρωση αυτών των τριών οίκων αξιολόγησης στις διεθνείς χρηματαγορές εξαιτίας του συνολικού μεριδίου αγοράς που κατέχουν καθώς και σε άλλους παράγοντες όπως είναι ο αριθμός των εργαζομένων που απασχολεί και οι υπηρεσίες που προσφέρουν. Σύμφωνα , με την Moody's το 46% των εσόδων του συγκεκριμένου οίκου το 2006 προήλθε από την αξιολόγηση τοξικών προϊόντων οι οποίες λίγο αργότερα κατέρρευσαν.¹⁶

Σύμφωνα με την τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών – BIS(Bank for International Settlements) οίκοι αξιολόγησης υπάρχουν σε διάφορες άλλες χώρες όπως είναι η Κύπρος, η Ιταλία, η Γερμανία, η Γαλλία, η Ισπανία, το Ισραήλ, η Αργεντινή, η Βραζιλία, ο Καναδάς, η Ρωσία το Πακιστάν , η Νότια Αφρική, η Ιαπωνία, η Κίνα, το Ιράν, η Σουηδία και η Βενεζουέλα. Η χώρα με το μεγαλύτερο σύστημα αξιολόγησης είναι οι ΗΠΑ κι αυτό γιατί υπάρχει αναπτυγμένη αγορά κεφαλαίου σε αντίθεση με το Ηνωμένο Βασίλειο που παρόλο το γεγονός πως είναι ένα διεθνές χρηματοοικονομικό κέντρο δεν υπάρχει κάποιος οίκος αξιολόγησης. Στην Ευρώπη επειδή οι τράπεζες διευθύνουν έμμεσα το χρηματοπιστωτικό σύστημα με τον δανεισμό των επιχειρήσεων, η έκδοση ομολόγων είναι αδρανής. Όμως με την εισαγωγή του ευρώ στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 1999, η άμεση χρηματοδότηση αυξήθηκε εξαιτίας στις χρηματαγορές της Ευρώπης.¹⁷ Από το 2000 και μετά λειτουργούν περίπου 130-150 οίκοι αξιολόγησης σε παγκόσμιο επίπεδο.

Πολλοί από αυτούς δραστηριοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο ενώ άλλες περιορίζονται σε συγκεκριμένες γεωγραφικές ή βιομηχανικές περιοχές. Άλλοι οίκοι αξιολόγησης είναι οι A.M Best, Baycorp Advantage, Dominion Bond Rating Service, Canadian Bond Rating Service(CBRS), Thomson Bank Watch, Japanese Bond Rating Institute(JBRI), IBCA, LTD, NKC Independent Economists, CRISILLtd και China Credit Information Service.

Πολλοί οίκοι από αυτούς έχουν συγχωνευτεί ή και εξαγοραστεί από τους τρεις γνωστούς.¹⁸

¹⁶ Πετράκης, Π.(2012), *Η Έξοδος*, Αθήνα: Ευρασία, σελ. 31.

¹⁷ White, L. (2001), "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267083, σελ.6-12, [αντλήθηκε 3/3/15].

¹⁸ Τζήκας, Α. (2011), *Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην Διαμόρφωση Της Πιστοληπτικής Ικανότητας μιας Χώρας: Η Περίπτωση της Ελλάδας*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ. 38.

Η Ιαπωνία το 1992 προσδιόρισε ένα σύστημα όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης . Οι ιαπωνικοί οίκοι έχουν ιστορία 20 χρόνων αλλά μόνο τα τελευταία χρόνια επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους στην Ασία.

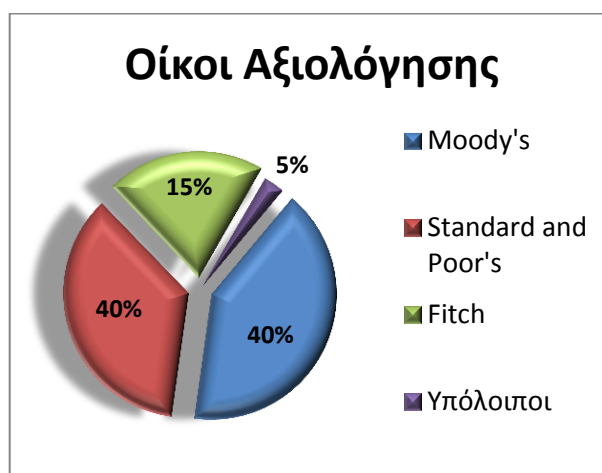
Τώρα, σε επίπεδο αναγνώρισης υπολείπονται των τριών μεγάλων οίκων κι αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι δεν τους έχει δοθεί προδιαγραφή NRSRO(Αναγνωρισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης φερεγγυότητας . Η προδιαγραφή καθιερώθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Νέας Υόρκης-SEC).Στην Ασία τώρα δραστηριοποιούνται επιπλέον 20 οίκοι εκτός από την Ιαπωνία. Οι περισσότεροι από αυτούς λειτούργησαν τα τελευταία 15 χρόνια με την βοήθεια των Κυβερνήσεων ή των Κεντρικών Τραπεζών. Όλες αυτές εξειδικεύονται στην έκδοση ομολόγων στις τοπικές αγορές και δεν προβαίνουν σε αξιολογήσεις δημόσιου χρέους. Η κρίση όμως που ξέσπασε στην Ασία την περίοδο 1997-1998 αποτέλεσε σημαντικό πλήγμα στους συγκεκριμένους οίκους καθώς είχαν δώσει αρκετά υψηλές βαθμολογίες σε επιχειρήσεις που στην πορεία έκαψαν να λειτουργούν. Οι κυβερνήσεις στην Ασία έχουν καταβάλλει μεγάλες προσπάθειες για να δημιουργηθεί κλάδος επιχειρήσεων οίκων αξιολόγησης. Με την βοήθεια της Asian Development Bank σχηματίστηκε στην Μανίλα τον Σεπτέμβριο του 2001 η Association of Credit Rating Agencies in Asia(ACRAA) που αποτελείται από 13 οίκους αξιολόγησης.¹⁹

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.3:Η ΚΥΡΙΑΡΧΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

Στην παγκόσμια αγορά υπάρχουν αρκετές εταιρίες που δίνουν αξιολογήσεις αλλά κυριαρχούν μόνο οι τρεις , οι : Standard & Poor's , Moody's και Fitch. Λειτουργούν στην αμερικανική κεφαλαιαγορά από τις αρχές του 20ου αιώνα, επιβίωσαν στο μεγάλο κραχ του 1929 και σήμερα κυριαρχούν στις διεθνείς αγορές.²⁰

¹⁹ Tadahiro, A. (2002), “Rating Agencies: An Oligopoly?”, http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2002/nl2002_no4_e.pdf, [αντλήθηκε 25/02/15].

²⁰Καλημέρη, Τ. (2010), «Οίκοι αξιολόγησης: Ένα ολιγοπώλιο με μεγάλη δύναμη. Ποιές είναι αυτές οι εταιρίες και από που αντλούν την δύναμη τους ;», <http://finance.in.gr/Article.aspx?articleID=1231166785>, [αντλήθηκε 25/02/15].



Πηγή: Αρβανιτίδου, Β. (2010).

Moody's

Είναι η κορυφαία σε τζίρο και επιρροή εταιρεία του κλάδου, πρωτοπόρος στην αξιολόγηση και βαθμολόγηση ομολόγων. Ο οίκος αξιολόγησης Moody's ιδρύθηκε το 1909 από τον δικηγόρο και οικονομικό αναλυτή Τζον Μούντι (1868-1958) και την 1η Ιουλίου του 1914 έλαβε νομική υπόσταση. Στην αρχή ο Μούντι εξέδιδε ένα πληροφοριακό δελτίο για τις επενδύσεις στον σιδηρόδρομο και στη συνέχεια επεκτάθηκε στην αξιολόγηση των κρατικών ομολόγων των Ηνωμένων Πολιτειών. Η παγκόσμια επιρροή της εταιρείας αυξήθηκε με ραγδαίους ρυθμούς το τελευταίο τέταρτο του 20ου αιώνα. Το 1975, η Moody's κάλυπτε μόλις τρεις χώρες με τις βαθμολογήσεις της, το 1990, 33 και σήμερα πάνω από 100. Οι ανακοινώσεις της εταιρείας για πιθανή ή πραγματική υποβάθμιση των ομολόγων μιας χώρας έχει μεγάλο πολιτικό και οικονομικό αντίκτυπο. Η Ελλάδα το γνωρίζει πολύ καλά.

Μεγαλομέτοχος της Moody's είναι η εταιρεία Berkshire Hathaway του μεγαλοεπενδυτή Γουόρεν Μπάφετ, ενός από τους πλουσιότερους ανθρώπους του κόσμου. Πολλοί διερωτώνται πώς μπορεί μία εταιρεία να είναι ταυτόχρονα και ελέγχουσα και ελεγχόμενη. Η Moody's διευθύνεται από τον δικηγόρο Ρέιμοντ ΜακΝτάνιελ τζούνιορ, ο οποίος απογείωσε τα κέρδη της και την έκανε παγκόσμια δύναμη.²¹

Η πολιτική που εφαρμόζει για την αμοιβή της είναι να χρεώνει εκ των προτέρων για μια αξιολόγηση και κάνει σπάνια εκτιμήσεις αν δεν της έχει ζητηθεί. Σε περιπτώσεις που ο πελάτης δεν είναι ευχαριστημένος μπορεί να ζητήσει να μην δημοσιευθεί η έρευνα. Με άλλα λόγια οι αξιολογήσεις αυτές βασίζονται σε δημοσιευμένες πληροφορίες και δεν πραγματο-

²¹ Σαν Σήμερα (2011), «Οι Τρεις Αδελφές της αξιολόγησης», <http://www.sansimera.gr/articles/483>, [αντλήθηκε 26/02/15].

ποιούνται κατόπιν αίτησης των εκδοτών των χρεογράφων. Η μεγάλη εξειδίκευση των αναλυτών της Moody's συμβάλλει στην δημιουργία σταθερών, διαφανών και ενοποιημένων χρηματοπιστωτικών αγορών και την προστασία της ακεραιότητας της πίστωσης.²²

Επιπλέον η Moody's είναι η μόνη που είναι εισηγημένη στο χρηματιστήριο, δραστηριοποιείται και στους τομείς της ανάπτυξης software για την διαχείριση κινδύνου, παρέχει εργαλεία πιστωτικής ανάλυσης, οικονομική έρευνα και στοιχεία και εργαλεία ανάλυσης της αγοράς δομημένων προϊόντων, εκπαίδευσης και άλλες υπηρεσίες.

Απασχολεί 9500 υπαλλήλους και έχει παρουσία σε 27 χώρες. Στο ενεργητικό της εγγράφονται αξιολογήσεις χρέους περισσότερων από 100 χωρών όπως αναφέραμε προγενέστερα, 21000 εταιρικές εκδόσεις ομολόγων, 29.000 δημόσιες εκδόσεις και 96.000 σύνθετα χρηματοδοτικά προϊόντα (πχ. δομημένα ομόλογα)²³

Standard and Poor's

Τα ίχνη της εταιρείας τα βρίσκουμε κάπου στα 1860, όταν ο δικηγόρος του Μέιν Χένρι Βάρνουμ Πουρ (1812-1905) εξέδωσε το βιβλίο *History of Railroads and Canals in the United States*, σε μία προσπάθεια να δώσει την αναγκαία πληροφόρηση στους επίδοξους επενδυτές για την οικονομική και επιχειρησιακή κατάσταση των αμερικανικών σιδηροδρόμων. Νωρίτερα, ο Πουρ είχε κάνει περιουσία, επενδύοντας μαζί με τον αδελφό του στην τοπική βιομηχανία ξυλείας.

Σε μία παράλληλη πορεία, ο Λούθερ Λι Μπλέικ (1874-1953) ίδρυσε το 1906 τη Standard Statistics Bureau, με στόχο να παράσχει οικονομική πληροφόρηση στις εταιρείες που δραστηριοποιούνταν εκτός σιδηροδρόμων. Αντί να εκδίδει κάθε χρόνο ένα τόμο, όπως έκαναν ο Πουρ και οι κληρονόμοι του, ο Μπλέικ κυκλοφορούσε κατά τακτά χρονικά διαστήματα μικρές κάρτες, επιτρέποντας έτσι στους ενδιαφερόμενους να έχουν καλύτερη πληροφόρηση.

Οι δρόμοι των δύο εταιρειών διασταυρώθηκαν το 1941, μεσούντος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, όταν συγχωνεύθηκαν και δημιούργησαν τη Standard & Poor's. Το 1996 η εταιρεία περιήλθε στην κατοχή της McGraw-Hill, μεγάλης και πολυπλόκαμης εκδοτικής επιχείρησης, για να αποτελέσει τον οικονομικό της βραχίονα. Τη Standard & Poor's διευθύνει ο ινδός μηχανικός και οικονομολόγος Ντέβεν Σάρμα, ο οποίος διαδέχθηκε στο τιμόνι της εταιρείας την

²² Κουλούρης, Λ.(2010), «Αξιολόγηση Εταιρειών και Αποδόσεις», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, σελ. 9.

²³ Καλημέρη, Τ. (2010), «Οίκοι αξιολόγησης: Ένα ολιγοπώλιο με μεγάλη δύναμη. Ποιές είναι αυτές οι εταιρίες και από που αντλούν την δύναμη τους ;», <http://finance.in.gr/Article.aspx?articleID=1231166785>, [αντλήθηκε 25/02/15].

Καθλίν Κόρμπετ, η οποία παραιτήθηκε εν μέσω της κρίσης των στεγαστικών ομολόγων, που έπληξε την αμερικάνικη οικονομία το 2007, επειδή είχε αποτύχει να την προβλέψει.²⁴

Η Standard and Poor's είναι η θυγατρική της McGraw-Hill, ομίλου που δραστηριοποιείται στον χώρο των εκδόσεων και των MME στην Αμερική μεταξύ των οποίων και τέσσερις τηλεοπτικούς σταθμούς και μέχρι την 1η Δεκεμβρίου το περιοδικό Business Week το οποίο πουλήθηκε στο Bloomberg. Στην αρχή η κύρια δραστηριότητα της ήταν αποκλειστικά οι εκτιμήσεις για κρατικά ομόλογα και άλλου είδους χρέη. Με τον συνεχή ανταγωνισμό και την εξέλιξη του κλάδου, θέλοντας να διατηρήσει την ηγεμονικής θέση, επεκτάθηκε στην αξιολόγηση χρηματοοικονομικών εγγυήσεων, τραπεζικών δανείων, αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλου είδους χρεογράφων.

Ο Οίκος αξιολόγησης αυτός έχοντας ισχυρή παρουσία και στο χρηματιστήριο, παρέχει υπηρεσίες στους τομείς της επενδυτικής έρευνας, διαμορφώνει χρηματιστηριακούς δείκτες (ο δείκτης S&P 500 στο αμερικανικό χρηματιστήριο και ο δείκτης S&P 1200 για τις διεθνείς αγορές, με κεφάλαια που ξεπερνούν τα 1.5 τρισ. δολάρια να είναι στενά συνδεδεμένα με την πορεία αυτών των δεικτών και χαρτοφυλάκια που ξεπερνούν τα 5 τρισ. δολάρια των οποίων η απόδοση συγκρίνεται με αυτούς τους δείκτες), παρέχει χρηματοοικονομικά στοιχεία, έρευνα και ανάλυση για επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Σήμερα απασχολεί πάνω από 6.000 εργαζομένους και έχει γραφεία σε περισσότερες από 25 χώρες.

Fitch

Η Fitch είναι ο τρίτος μεγαλύτερος οίκος χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης, χωρίς όμως να έχει τον τζίρο και την επιρροή των Moody's και Standard & Poor's. Ιδρύθηκε στη Νέα Υόρκη στις 24 Δεκεμβρίου 1913 από τον Τζον Νόουλς Φιτς (1880-1943), απόφοιτο του Πανεπιστημίου Κολούμπια, που ξεκίνησε την επιχειρηματική του καριέρα ως ιδιοκτήτης ανθοπωλείου στη Νέα Υόρκη.

Μετά τον θάνατο του αδελφού του πούλησε το ανθοπωλείο και ασχολήθηκε με την οικογενειακή τυπογραφική επιχείρηση. Το 1913 ο Τζον Φιτς ίδρυσε τον εκδοτικό οίκο Fitch Publishing Company και ειδικεύτηκε στην έκδοση οικονομικών βιβλίων και στατιστικών. Ο Φιτς διακρίθηκε και για τις φιλανθρωπικές του δραστηριότητες. Την επιχείρηση συνέχισαν οι κληρονόμοι του και το 1997 συγχωνεύτηκε με την IBCA. Τα τελευταία χρόνια έχει περιέλθει υπό ευρωπαϊκό έλεγχο. Ανήκει στον γαλλικό όμιλο Fimalac του επιχειρηματία και επίλεκτου μέλους της Λέσχης Μπίλντερμπεργκ Σαρλ Εζέν ντε Λασαριέρ Λαντρέ.

²⁴ Σαν Σήμερα (2011), «Οι Τρείς Αδελφές της αξιολόγησης», <http://www.sansimera.gr/articles/483>, [αντλήθηκε 26/02/15].

Ο συγκεκριμένος οίκος έχει παρατηρηθεί ότι αξιολογεί ευμενέστερα τις εταιρίες, θέλοντας να αποδυναμώσει το φαινόμενο «rating shopping» δηλαδή την μεροληπτική στάση που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης με τις εταιρίες. Η Fitch είναι η πρώτη εταιρία που εισήγαγε την γνωστή κλίμακα αξιολόγησης (AAA, B, C). Μαζί με τους άλλους δύο οίκους αξιολόγησης αναγνωρίστηκε το 1975 από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchanges Commission Sec) ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής και αξιολόγησης (NSRSRO).²⁵ Η Fitch, που ειδικεύεται στις αξιολογήσεις και στη διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου, διευθύνεται από τον οικονομολόγο Στίβεν Τζόιντ, ο οποίος δηλώνει ότι επιδιώκει τη μεγαλύτερη δυνατή διαφάνεια στις βαθμολογήσεις της εταιρείας.²⁶

Αξίζει να σημειωθεί πως ο μεγαλύτερος μέτοχός της είναι ο γαλλικός όμιλος Holding Fimalac, ενώ το 40% αυτής ανήκει στον όμιλο Hearst, ενός από τους ισχυρότερους ομίλους MME στην Αμερική και στον κόσμο, αφού ελέγχει πάνω από 64 εφημερίδες, 200 περιοδικά 28 τηλεοπτικούς σταθμούς.²⁷ Σήμερα η Fitch απασχολεί 2.100 εργαζόμενους και έχει γραφεία σε 49 χώρες. Η παρουσία της επεκτείνεται στις κεφαλαιαγορές 150 χωρών και οι δραστηριότητές της εκτός της αξιολόγησης περιλαμβάνουν την παροχή στοιχείων, αναλύσεων και άλλων συναφών εργασιών, ενώ σημαντική είναι και η παροχή λύσεων στην διαχείριση κινδύνου.

Εικόνα 3 Η ΔΥΝΑΜΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ : ΕΣΟΔΑ - ΕΡΓΑΤΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ – ΕΥΡΟΣ ΠΕΛΑΤΩΝ



Πηγή: Η Καθημερινή

²⁵ Κουλούρης, Λ.(2010), «Αξιολόγηση Εταιρειών και Αποδόσεις», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, σελ. 8-10.

²⁶ Σαν Σήμερα (2011), «Οι Τρεις Αδελφές της αξιολόγησης», <http://www.sansimera.gr/articles/483>, [αντλήθηκε 26/02/15].

²⁷ Κουλούρης, Λ.(2010), «Αξιολόγηση Εταιρειών και Αποδόσεις», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, σελ. 8-10.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4:ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΣΤΗΝ Ε.Ε ²⁸

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου η πραγματική οικονομία να παράγει απασχόληση, ανάπτυξη και ενίσχυση συνθηκών ανταγωνισμού. Η χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε πολλές ελλείψεις στην χρηματοπιστωτική εποπτεία, η οποία δεν κατάφερε να αποτρέψει την συσσώρευση υπερβολικών κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σήμερα, τα χρηματοοικονομικά μέσα αναπτύσσονται με γρήγορους ρυθμούς εξαιτίας της τεχνολογικής εξέλιξης, των θεσμικών αλλαγών καθώς και της ανάπτυξης της πληροφορικής. Κάτι τέτοιο κάνει αναγκαία την ύπαρξη ενός ενιαίου θεσμικού πλαισίου το οποίο θα επιδέχεται τροποποιήσεις σύμφωνα με τις αλλαγές που γίνονται στο οικονομικό περιβάλλον. Τέλος, κρίνεται απαραίτητο να διατηρείται η ισορροπία μεταξύ αυτού του θεσμικού πλαισίου και των χρηματιστηριακών αγορών χωρίς να καταπατείται το δημόσιο συμφέρον.

Πιο συγκεκριμένα, ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου αναφέρεται:

- Στην επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επαρκείας των χρηματιστηριακών αγορών.
- Στον προσδιορισμό της δομής και λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών.
- Στην προστασία των επενδυτών
- Προσδιορίζει και πολιτικοποιεί τον κίνδυνο
- Υποστηρίζει την ορθολογική λήψη και διαχείριση κίνδυνου
- Ελέγχει αν η κεφαλαιακή απαίτηση και κάθε άλλη μορφή εποπτείας είναι αρκετή να οδηγήσει στην αποτελεσματική διαχείριση του κίνδυνου.

Βεβαία, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ένα αποτελεσματικό θεσμικό πλαίσιο, πλαίσιο δηλαδή που εκπληρώνει τον ρόλο του, θα πρέπει να είναι κατάλληλα προσαρμοσμένο στο εκάστοτε οικονομικό περιβάλλον άλλα και στις ιδιοσυγκρασίες της κάθε κεφαλαιαγοράς. Σύμφωνα με τους διεθνείς οργανισμούς, το θεμελιώδες καθήκον του θεσμικού πλαισίου είναι ο προσδιορισμός και η ποσοτικοποίηση του κίνδυνου. Σημαντική θέση στους στόχους των εποπτικών αρχών κατέχει η επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επαρκείας των χρηματοοικονομικών οργανισμών λόγω τις διεθνοποίησης των αγορών. Με τις ασυμμετρίες όμως πληροφόρησης που υπάρχουν μεταξύ των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών και των ε-

²⁸ Θαλασσινού, Ε.(2014), «Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση» Διπλωματική Εργασία , Πανεπιστήμιο Πειραιώς σελ.53-55.

πενδυτών, η προστασία των επενδυτών αποτελεί έναν από τους βασικότερους ρόλους του θεσμικού πλαισίου. Για την αποτροπή αυτών των εξαπατήσεων εις βάρος των επενδυτών σημαντική θέση κατέχει η συχνότητα και εγκυρότητα της ροής πληροφοριών στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4.1: The Committee of European Securities Regulators (CESR)

Η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR) ήταν μια ανεξάρτητη επιτροπή των ευρωπαϊκών ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών στο πλαίσιο της διαδικασίας Lamfalussy. Καθορίστηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 6 Ιουνίου 2001. Ο ρόλος της επιτροπής αυτής ήταν:

- Η Βελτίωση του συντονισμού μεταξύ των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς.
- Να δράσει ως συμβουλευτική ομάδα για να βοηθήσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Οι άλλες επιτροπές της διαδικασίας Lamfalussy ήταν η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS) και της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (CEIOPS). Την 1η Ιανουαρίου 2011, η CESR αντικαταστάθηκε από την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), η οποία αποτελεί μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας.²⁹

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4.2: Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA)³⁰

Η ESMA συστάθηκε την 1 Ιανουαρίου 2011 σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης 1095/2010, όπως δημοσιεύθηκε στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 15 Δεκεμβρίου 2010 και διαδέχθηκε καθολικά τη CESR. Η CESR υπήρξε η συμβουλευτική επιτροπή που αποτελούνταν από εποπτικές αρχές κινητών αξιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και συμβούλεψε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή από το 2001 έως το 2010 σε θέματα πολιτικής που αφορούν στη νομοθεσία κινητών αξιών. Η ESMA είναι η ανεξάρτητη ευρωπαϊκή

²⁹ Wikipedia (2015), “Committee of European Securities Regulators”

,http://en.Wikipedia.org/wiki/Committee_of_European_Securities_Regulators, [αντλήθηκε 3/3/2015].

³⁰ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2015), «Ετησία Έκθεση 2014»

,http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/annual_reports, [αντλήθηκε 3/3/2015].

εποπτική αρχή, η οποία σκοπό έχει τη διαφύλαξη της σταθερότητας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Προκειμένου να υλοποιήσει το σκοπό της, η ESMA προωθεί την ακεραιότητα, τη διαφάνεια, την αποτελεσματικότητα και την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων ενισχύοντας παράλληλα την προστασία των επενδυτών και των εν γένει χρηστών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η δράση της ESMA στη ρύθμιση των αγορών στοχεύει στην υιοθέτηση ενός ενιαίου βιβλίου κανόνων στην Ευρώπη. Όσον αφορά στο ρόλο της, να θέτει πρότυπα και να περιορίζει τον κίνδυνο ρυθμιστικού αθέμιτου ανταγωνισμού (regulatory arbitrage), η ESMA ενισχύει τη διεθνή εποπτική συνεργασία. Όπου απαιτείται από το Ευρωπαϊκό δίκαιο, η ESMA αναλαμβάνει την εποπτεία συγκεκριμένων εταιριών με πανευρωπαϊκή παρουσία, όπως οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (CRA) και τα Αρχεία Καταγραφής Συναλλαγών (TR). Η ESMA είναι επίσης υπεύθυνη για το συντονισμό της δραστηριότητας των εθνικών εποπτικών αρχών κινητών αξιών ή τη λήψη μέτρων επείγοντος χαρακτήρα όταν ανακύπτει περίπτωση κρίσης. Είναι ο μόνος εποπτικός φορέας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και κάθε οργανισμός πιστοληπτικής ικανότητας ο οποίος επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση πρέπει να υποβάλλει αίτηση εγγραφής στην ESMA. Το 2011, προέβη συνολικά στην εγγραφή 16 οργανισμών συμπεριλαμβανομένων και των οίκων Fitch, Moody's και Standard & Poor's. Η ESMA λειτουργεί ως ανεξάρτητη εποπτική αρχή αλλά είναι υπόλογη στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, όπου παρουσιάζεται ενώπιον της αρμόδιας Επιτροπής, της ECON, κατόπιν πρόσκλησής της για επίσημη αναφορά. Είναι επίσης πλήρως υπόλογη στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η ESMA αναφέρεται στη δράση της τακτικά κατά τις συναντήσεις της αλλά και με την ετήσια έκθεσή της. Η ESMA αποτελεί μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision-ESFS) που επίσης συγκροτήθηκε το 2011 ως αποτέλεσμα των νομοθετικών προτάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την δημιουργία νέου θεσμικού πλαισίου χρηματοπιστωτικής εποπτείας στην Ευρώπη. Το σύστημα αυτό αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board – ESRB) και τις τρεις ανεξάρτητες ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, την ESMA με έδρα στο Παρίσι, την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (European Banking Authority -EBA) με έδρα στο Λονδίνο και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority- EIOPA) με έδρα στη Φρανκφούρτη. Η ESMA συνεισφέρει στην εργασία του ESRB παρέχοντας στοιχεία και αναλαμβάνοντας stress-tests σε στενή συνεργασία με τις άλλες δύο ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές και το ESRB και συμμετέχει ως μέλος με δικαίωμα ψήφου στο Διοικητικό Συμβούλιο του ESRB. Μαζί με τις άλλες δύο ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, την EBA και την EIOPA, η ESMA απο-

τελεί μέλος της Joint Committee που εργάζεται για τη διασφάλιση της συνοχής μεταξύ των τριών τομέων του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την υιοθέτηση κοινών θέσεων σε θέματα εποπτείας χρηματοπιστωτικών ομίλων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4.3: Κανονιστικό Πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Στις 30 Μαρτίου 2005, κατόπιν αιτήματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής η CCSR παρέδωσε την συμβουλή της (CESR/OS-130b) σχετικά με τις πιθανές επιλογές για την ρύθμιση των Οργανισμών Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΟΑΠΙ). Στην εισήγηση της η CCSR πρότεινε να μην ρυθμιστούν οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης προς το παρόν, και αντί αυτού πρότεινε να υιοθετηθεί μια ρεαλιστική προσέγγιση για να επανεξεταστεί το πώς οι οίκοι θα εφαρμόσουν τα πρότυπα που καθορίζονται στον κώδικα του IOSCO. Ως εκ τούτου, η CCSR ανέπτυξε την στρατηγική αυτή με βάση την εθελοντική συμμετοχή από τους οίκους αξιολόγησης και τον Δεκέμβριο του 2005 εξέδωσε δελτίο τύπου που σκιαγραφεί την όλη διαδικασία. Τον Ιανουάριο του 2006, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε ανακοίνωση σχετικά με την προσέγγιση των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας. Σύμφωνα με την εισήγηση αυτή, η επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι εκείνη την στιγμή δεν απαιτούνταν νέες νομοθετικές ρυθμίσεις. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έκρινε ότι οι ισχύουσες οδηγίες για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες σε συνδυασμό με την αυτορρύθμιση από τους οίκους βάσει τον κώδικα του IOSCO, θα έδινε απάντηση σε όλα τα μείζονα θέματα που απασχολούν κατά καιρούς τις αγορές σε σχέση με τους οίκους αξιολόγησης.

Η Consob ασχολήθηκε σε ανακοίνωση της την 28^η Μαρτίου 2006, με τις σχέσεις μεταξύ των οργανισμών και των εκδοτών ορίζοντας ότι ένας οργανισμός θα πρέπει να συμβουλεύει τον εκδότη να προβεί σε κατάλληλη αξιολόγηση με εμπιστευτικές πληροφορίες που πρέπει να γνωστοποιούνται αμέσως στο ευρύ κοινό. Επιπλέον, οι εκτιμήσεις αυτές πρέπει να είναι συγκεκριμένες και λεπτομερείς σε σχέση με πραγματικά γεγονότα που οδήγησαν στην εκάστοτε αξιολόγηση.³¹ Τον Μάιο του 2007, η CCSR έλαβε μια επιστολή από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ζητώντας, την παρακολούθηση και συμμόρφωση των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας με τον Κώδικα Δεοντολογίας της IOSCO, συνέχεια της πρώτης έκθεσης που δημοσιεύτηκε τον Δεκέμβριο του 2006. Για τον σκοπό αυτό, η CCSR εξέδωσε μια δημόσια διαβούλευση τον Φεβρουάριο του 2008 και προέβει σε ανοιχτή ακρόαση στις 26 Μαρτίου. Η

³¹ CCSR (2006), “CESR’S Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code-December 2006”,

http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/report_en.pdf, pages 2-9, [αντλήθηκε 4/3/2015].

διαβούλευση αυτή είχε σκοπό να συγκεντρώσει τις απόψεις της αγοράς σχετικά με την διαφάνεια στις αξιολογήσεις καθώς και στην μεθοδολογία αξιολόγησης. Το έγγραφο αυτό ζητούσε επίσης απόψεις από την ίδια την αγορά σχετικά με το κατά πόσο απαιτείται περαιτέρω επίσημη ρυθμιστική εποπτεία εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στις τελικές συστάσεις της η CESR αναφέρει λεπτομερώς τα παρακάτω:

- Διαφάνεια: Η CESR επισημαίνει την ανάγκη για τους οργανισμούς πιστοληπτικής ικανότητας να αναλάβουν δράση σε συνεχή βάση ώστε να εξασφαλίζεται η επικοινωνία με σαφήνεια.
- Ανθρώπινο δυναμικό: προτρέπει τους οίκους να έχουν επιλεκτικό δείκτη ανθρωπίνου δυναμικού, επαρκούς ποιότητας ώστε να προωθείται η εμπιστοσύνη, η ανεξαρτησία καθώς και η αποφυγή των συγκρούσεων κατά την διαδικασία αξιολόγησης.
- Παρακολούθηση των αξιολογήσεων: Κρίνεται επιτακτική η ανάγκη για τους οίκους να διασφαλίζουν οι ίδιοι την παρακολούθηση της αξιολόγησης ώστε να παραμένει αποτελεσματική και η εκτίμηση να λαμβάνεται έγκαιρα.
- Σύγκρουση συμφερόντων: Αναγνωρίζεται το γεγονός της αλληλεπίδρασης μεταξύ των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας και των εκδοτών συμβουλευοντας την κάθε επιχείρηση να αξιολογεί αντικειμενικά και πάντα προς όφελος της αγοράς και όχι προσωπικών συμφερόντων.
- Ακριβής και διαφανείς στην αποκάλυψη των αμοιβών που λαμβάνουν οι οίκοι από τους εκδότες.³²

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4.4: Κοινοτικές Οδηγίες

Τα τελευταία χρόνια έχουν υιοθετηθεί αρκετά νομοθετικά μέτρα για τους οίκους αξιολόγησης ως μέρος του Σχεδίου Δράσης της Επιτροπής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (FSAP). Βέβαια, αυτό το νομοθετικό πλαίσιο έχει την μορφή κοινοτικών οδηγιών, οδηγίες που είναι δεσμευτικές και εφαρμόζονται από τους οίκους που δραστηριοποιού-

³²CESR (2008), “CESR’S Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Agencies with the IOSCO Code and the Role of Credit Agencies in Structured Financial”, http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_08_277.pdf, pages 2-3, [αντλήθηκε 4/3/2015].

νται στην Ευρωπαϊκή Ένωση.³³ Στο πλαίσιο αυτό, κοινοποιήθηκαν τρεις κοινοτικές οδηγίες σχετικά με το σχέδιο δράσης της Επιτροπής για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Η πιο σημαντική είναι η Οδηγία Κατάχρησης της Αγοράς (Market Abuse Directive- MAD) η οποία έχει ως στόχο την εξάλειψη της χειραγώγησης της αγοράς, η οποία εμποδίζει την πλήρη διαφάνεια. Σε γενικές γραμμές, οι οργανισμοί πρέπει να ακολουθούν τις εσωτερικές πολιτικές, σχεδιασμένες έτσι ώστε να διασφαλίζεται η αντικειμενική, ανεξάρτητη και ακριβής αξιολόγηση. Η συγκεκριμένη οδηγία απαγορεύει την αποκάλυψη και χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών σε οποιονδήποτε άλλον έκτος απ' αυτόν που τα επεξεργάζεται στην κανονική διάρκεια του επαγγέλματος, της εργασίας ή των καθηκόντων του.

Η οδηγία CRD(1993/6/EK) εισάγει ένα νέο πλαίσιο για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και των επιχειρήσεων άλλα και των τραπεζών. Η χρήση αξιολογήσεων από εξωτερικούς οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης (ΕΟΠΑ) θεωρείται απαραίτητη για τον προσδιορισμό των συντελεστών στάθμισης. Η CRD παρουσιάζει τις ποιοτικές προδιαγραφές που πρέπει να πληρούν οι οργανισμοί αξιολόγησης ώστε να αναγνωριστούν ως ECAI (External Credit Assessment Institutions).

Τέλος, έχουμε την οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID). Εφαρμόζεται στην ενιαία αγορά του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου δηλαδή στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και στην Ισλανδία, την Νορβηγία και το Λιχτενστάιν. Στο ελληνικό δίκαιο η οδηγία ενσωματώθηκε με τον Ν.3606/2007 και τέθηκε σε ισχύ την 1^η Νοεμβρίου του 2007. Η οδηγία αυτή ισχύει μόνο για τους οργανισμούς πιστοληπτικής ικανότητας και συγκεκριμένα θεσμοθετεί τον τρόπο με τον οποίο οργανώνεται και ελέγχεται ένας οργανισμός καθώς και τον τρόπο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.³⁴

Η Επιτροπή παρακολουθεί αυτή την διαδικασία από πολύ κοντά και μπορεί να επέμβει αν κάποιο κράτος δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Ωστόσο, η Επιτροπή δεν συμερίζεται τις ανησυχίες του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με τον βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς στον κλάδο της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Τον Σεπτέμβριο του 2003, ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO), που θα αναλύσουμε σε επόμενο κεφάλαιο, δημοσίευσε μια ανακοίνωση σχετικά με τις δραστηριότητες των οίκων αξιολόγησης. Οι υπηρεσίες υποχρεούνται να ενσωματώσουν τον κώδικα στο ρυθμιστικό και νομοθετικό τους πλαίσιο.

³³CESR (2006), “*Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*”, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm, [αντλήθηκε 4/3/2015].

³⁴Τράπεζα Πειραιώς (2015), «*Οδηγία MiFID*», <http://www.piraeusbank.gr/el/idiwtes/documents/mifid>, [αντλήθηκε 4/3/2015].

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή καθώς και η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR) θα παρακολουθούν τακτικά την συμμόρφωση με τον Κώδικα της IOSCO και θα υποβάλλουν σε ετήσια βάση την σχετική έκθεση.³⁵ Κλείνοντας, θα αναφέρουμε επιγραμματικά κάποια στοιχεία και τροποποιήσεις του τελευταίου κανονισμού.

Συγκεκριμένα, Ο κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου απαιτεί από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες δεοντολογίας για τη μείωση των πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων και την εξασφάλιση υψηλής ποιότητας και επαρκούς διαφάνειας στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και τη διαδικασία αξιολόγησης. Έπειτα από τις τροποποιήσεις που εισήγαγε ο κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, η Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών-ESMA), η οποία έχει συσταθεί με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, έχει εξουσιοδοτηθεί να εγγράφει και να εποπτεύει οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο παρών κανονισμός συμπληρώνει το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ορισμένα από τα σημαντικότερα θέματα, όπως οι συγκρούσεις συμφερόντων λόγω του προτύπου «ο εκδότης πληρώνει» και οι κοινοποιήσεις για τα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, έχουν αντιμετωπισθεί. Ενδιαμέσως, επισημάνθηκε η ανάγκη να επανεξετασθεί η διαφάνεια, οι διαδικαστικές απαιτήσεις και η επιλογή του χρόνου δημοσίευσης, ειδικά για τις αξιολογήσεις δημόσιου χρέους λόγω της τρέχουσας κρίσης του δημόσιου χρέους. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 23ης Οκτωβρίου 2011 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ανάγκη να σημειωθεί πρόοδος όσον αφορά τη μείωση της υπέρμετρης στήριξης στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας.

Τέλος, αναφέρεται πως οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να ενημερώνουν τους επενδυτές σχετικά με την πιθανότητα αδυναμίας των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και των προοπτικών αξιολόγησης, με βάση τα δεδομένα του ιστορικού επιδόσεων, όπως αυτό δημοσιεύεται στο κεντρικό αρχείο που δημιουργήθηκε από την ESMA.³⁶

³⁵CESR (2006), “*Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*”, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm, [αντλήθηκε 4/3/2015].

³⁶Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2013), «Κανονισμός (ΕΕ) αριθ.462/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Μαΐου 2013 για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», <http://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=31df617c-3d79-4a66-8ed7-c503a041cd8a>, [αντλήθηκε 5/3/2015].

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4.5: Έκθεση De Larosiere

Η έκταση και η ένταση της τρέχουσας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης ανέδειξαν, όπως ήταν εύλογο, την ανάγκη επανεξέτασης του ρυθμιστικού σχεδιασμού που διέπει τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην Κοινότητα. Η διερεύνηση των κατάλληλων μέσων για την ικανοποίηση του αιτήματος που αφορά την αναπροσαρμογή των διατάξεων του ισχύοντος ευρωπαϊκού δικαίου σχετικά με τους φορείς άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα ανατέθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων, υψηλού επιπέδου, υπό την Προεδρία του γαλλικής υπηκοότητας, πρώην κεντρικού τραπεζίτη, Jacques de Larosière. Η Ομάδα de Larosière υπέβαλε την έκθεσή της, η οποία είναι δομημένη σε τέσσερα κεφάλαια, στις 25/02/2009.

Το τρίτο και σημαντικότερο κεφάλαιο, με τίτλο “EU Supervisory Repair” («Ευρωπαϊκή εποπτική αποκατάσταση») επιλαμβάνεται του ζητήματος της αναπροσαρμογής του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο εν λόγω κεφάλαιο εντοπίζονται και αναλύονται, κατ’ αρχήν, οι αδυναμίες οι οποίες, κατά την άποψη της Ομάδας de Larosière, αναδείχθηκαν κατά την άσκηση της εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα μέσα από την τρέχουσα διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο γίνεται στη συνέχεια αναφορά στις αναπροσαρμογές που κρίνεται απαραίτητο να λάβουν χώρα στις συναφείς διατάξεις του ισχύοντος δικαίου.

Σε σχέση με την εν λόγω θεματική, η Έκθεση περιέχει δύο βασικές προτάσεις: μια πρώτη με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα υλοποίησης και μια δεύτερη με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα υλοποίησης. Η πρώτη πρόταση, που συνιστά τον πυρήνα του κεφαλαίου III της Έκθεσης, αποτελεί απόρροια της επιλογής να μην θεσμοθετηθούν, τουλάχιστον στην τρέχουσα συγκυρία, υπερεθνικές εποπτικές αρχές του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Κοινότητα, και περιέχει δύο συστατικά στοιχεία. Το πρώτο συστατικό στοιχείο είναι η ενίσχυση της ποιότητας της εποπτείας που ασκείται σε ευρωπαϊκό επίπεδο με τη διαμόρφωση ενός «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας και διαχείρισης κρίσεων» του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε ότι αφορά το πρώτο και βασικό σκέλος, το «ευρωπαϊκό σύστημα εποπτείας», προτείνεται η θεσμοθέτηση δύο νέων φορέων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ενός για τη μακροπροληπτική εποπτεία και ενός για τη μικροπροληπτική εποπτεία. Το δεύτερο συστατικό στοιχείο της «βραχυπρόθεσμης» πρότασης είναι η ενίσχυση, παράλληλα, της ποιότητας της εποπτείας που ασκείται από τις εθνικές εποπτικές αρχές, οι οποίες προτείνεται να συνεχίσουν να υφίστανται.

Η πρόταση που περιέχεται στην Έκθεση de Larosière ως προς τη διαμόρφωση ενός «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας» του χρηματοπιστωτικού συστήματος βασίζεται στη θεσμοθέτηση δύο νέων φορέων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με την κατανομή διακριτών (αλλά στενά συνδεδεμένων) καθηκόντων. Ο πρώτος φορέας προτείνεται να είναι αρμόδιος σε θέματα μακροπροληπτικής εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, το πεδίο στο οποίο η Έκθεση εντοπίζει ότι υπάρχουν οι μεγαλύτερες αδυναμίες στο ισχύον πλαίσιο. Καλείται «Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου» (“European Systemic Risk Council”), προτείνεται να λειτουργήσει στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, και η σύστασή του να γίνει άμεσα. Ο δεύτερος φορέας προτείνεται να είναι αρμόδιος σε θέματα μακροπροληπτικής εποπτείας, πεδίο στο οποίο απαιτείται σημαντική ενίσχυση σύμφωνα με την Έκθεση. Καλείται «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας» (“European System of Financial Supervision” και εν συνέχεια «ΕΣΧΕ»). Θα λειτουργεί εκτός της ΕΚΤ, θα είναι αποκεντρωμένο και θα αποτελείται από τρεις νέες Αρχές που θα θεσμοθετηθούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο με μετασχηματισμό των υφισταμένων τριών Επιτροπών σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy, και συγκεκριμένα την «Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή» (“European Banking Authority”) ως διάδοχο της CEBS, την «Ευρωπαϊκή Ασφαλιστική Αρχή» (“European Insurance Authority”) ως διάδοχο της CEIOPS, και την «Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών» (“European Securities Authority”) ως διάδοχο της CESR. Το εύρος των καθηκόντων του ΕΣΧΕ προτείνεται να είναι σχετικά μεγάλο.

Κύριοι άξονες των εν λόγω καθηκόντων, τα οποία κρίθηκε ότι είναι εκείνα που μπορούν να ασκούνται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο πιο αποτελεσματικά, θα είναι ο συντονισμός της εφαρμογής των εποπτικών προτύπων, και η διασφάλιση στενής συνεργασίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών. Η επιλογή αυτή αποτελεί, μεταξύ άλλων, απόρροια της θέσης που εκφράζεται ρητά στην Έκθεση, σύμφωνα με την οποία η μικροπροληπτική εποπτεία του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, σε αντίθεση με τη μακροπροληπτική, δεν πρέπει να ανατεθεί στην ΕΚΤ κι αυτό γιατί δεν γνωρίζουμε κατά πόσο μια νομισματική αρχή, όπως η ΕΚΤ, είναι ορθό να λειτουργεί παράλληλα και ως εποπτική αρχή λόγω της πιθανής ύπαρξης σύγκρουσης συμφερόντων. Το ενδεχόμενο ύπαρξης μιας τέτοιας σύγκρουσης είναι μάλιστα εκείνο που έχει οδηγήσει αρκετά κράτη ανά τον κόσμο (και την πλειοψηφία των κρατών μελών της Κοινότητας) να καταφύγουν, σε εθνικό επίπεδο, στο διαχωρισμό της νομισματικής από τη χρηματοπιστωτική εποπτική λειτουργία.³⁷

³⁷ De Larosière, J. (2009) “The High-Level Group of Financial Supervision in the EU”, https://www.google.gr/?gws_rd=ssl#q=report+de+larosiere&spell=1, [αντλήθηκε 5/3/2015].

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.4.6:Το Κανονιστικό Πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης στην Ε.Ε - Η Περίπτωση της Ελλάδας

Η λειτουργία των οίκων αξιολόγησης στο πλαίσιο της ελληνικής πραγματικότητας, διέπεται από τον νόμο 3867/2010(ΦΕΚ 128,Τευχος Α' 3/8/2012-Κεφαλαιο Γ' άρθρο 14-19). Το άρθρο 15 του Ν.3867/2010 αναφέρεται στην εποπτεία των οίκων αξιολόγησης .Αρμόδια εποπτική αρχή για την επίβλεψη της τήρησης των διατάξεων του παραπάνω κανονισμού είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία ασκεί τις εποπτικές της αρμοδιότητες σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 23 του κανονισμού και του παρόντος νόμου. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις αρχές Ιουλίου του 2011 προχώρησε στην αναγνώριση της ICAP Group Α.Ε ως « Οργανισμού Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας(Credit Rating Agency-CRA), κίνηση η οποία σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας της ICAP μπορεί να χρησιμοποιούνται για κανονιστικούς σκοπούς τόσο από τα πιστωτικά ιδρύματα όσο κι από άλλους οργανισμούς των οποίων η εποπτεία καθορίζεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως οι επιχειρήσεις επενδύσεων και οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις. Ειδικότερα, τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις της ICAP για το υπολογισμό της κεφαλαιακής τους επάρκειας.³⁸

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.5:ΤΟ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.5.1:Η Προδιαγραφή NRSRO

Αποβλέποντας στη χαλάρωση των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών διά του συνυπολογισμού των επενδυτικών τους τοποθετήσεων, η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) χορηγεί από το 1975 καθεστώς «Εθνικά Αναγνωρισμένου Στατιστικού Οργανισμού Αξιολόγησης» (NRSRO) σε όσους οίκους κρίνει ότι έχουν την απαιτούμενη για αυτό οργανωτική και οικονομική-επάρκεια-ανεξαρτησία. Στις αρχές της δεκαετίας του '80 οι NRSRO ήταν επτά, όμως την επόμενη δεκαετία, κατόπιν εξαγορών και συγχωνεύσεων, ο αριθμός τους είχε περιοριστεί σε τρεις: Standard & Poor's (S&P), Moody's και Fitch Ratings.

Προκειμένου να περιορίσει τη συγκεντροποίηση του κλάδου, η SEC χορήγησε κατά

³⁸Παπαδόπουλος, Δ.(2014), «Οίκοι Πιστοληπτικής Ικανότητας: Διαμεσολαβητικοί Οργανισμοί Αξιοπιστίας Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης κι ο ρόλος τους στην έκδοση ομολογιακών δανείων με δημόσια εγγαφή», *E-MAGAZINE by Epsilon*, 2014 (3), σελ. 110-111.

σειρά καθεστώς NRSRO το 2003 στην канаδική Dominion Bond Rating Service, το 2005 στην ειδικευμένη στην αξιολόγηση ασφαλιστικών εταιρειών A. M. Best, το 2007 στην Egan-Jones Rating Company (EJR) και τις ιαπωνικές Japan Credit Rating Agency, Ltd. και Ratings and Investment Information, Inc. Ωστόσο, οι τρεις μεγαλύτεροι και παλαιότεροι οίκοι διατηρούν μερίδιο αγοράς της τάξης του 90%. Μολονότι αποτελούν οιονεί εποπτικούς φορείς και διαθέτουν την αναγνώριση της SEC, οι οίκοι αξιολόγησης δεν παύουν να είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις, γεγονός που όχι μόνο ανοίγει το δρόμο σε πιθανή «σύγκρουση συμφερόντων».

Έτσι, οι οίκοι δεν φέρουν καμία αστική ευθύνη για τα ζημιογόνα αποτελέσματα που ενδέχεται να έχουν στους επενδυτές οι αξιολογήσεις τους, εφόσον αυτές θεωρούνται «έκφραση γνώμης», προστατευόμενη από την ελευθερία του λόγου. Το 2006, το αμερικανικό Κογκρέσο υιοθέτησε νόμο που καθιστά αυστηρότερη τη διαδικασία αναγνώρισης καθεστώτος NRSRO και παράλληλα δίνει στη SEC μεγαλύτερες δυνατότητες εποπτείας της λειτουργίας τους, αν και απαγορεύει ρητά κάθε ανάμειξη στην αξιολογική τους μεθοδολογία.³⁹

Ένας οίκος που είναι «κρατικά αναγνωρισμένος» σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις που κάνει είναι , αναξιόπιστες και τις λαμβάνουν υπόψη οι εκδότες ομολόγων , οι επενδυτές και άλλοι συμμετέχοντες στις χρηματαγορές.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) δίνει αυτή την προδιαγραφή σε έναν οίκο αξιολόγησης αν πληροί ένα σύνολο από κριτήρια. Συγκεκριμένα, μία εταιρία πρέπει να έχει αρκετά χρόνια προϋπηρεσίας για να πάρει NRSRO, πράγμα που κάνει πολύ δύσκολη την ίδρυση νέων οργανισμών . Άλλοι παράγοντες που μελετούνται είναι η ιδιοκτησία, η οργανωτική δομή, το ανθρώπινο δυναμικό, οι πηγές χρηματοδότησης για να διασφαλίζεται ότι αυτοί οι οργανισμοί είναι ανεξάρτητοι από κάθε είδους πίεση, οι πολιτικές της εταιρίας και οι διαδικασίες που τη διέπουν, οι μέθοδοι εκτίμησης για τις αξιολογήσεις, το εύρος της επικοινωνίας με την διοίκηση των εκδοτών και οι εσωτερικές διαδικασίες ώστε να αποτρέπεται η κατάχρηση των δημοσίων πληροφοριών.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς (SEC) έδωσε τρία NRSRO το 1975 στους Moody's, Standard and Poor's και Fitch. Από τότε έχουν χαρακτηριστεί τέσσερις ακόμη , μεταξύ αυτών ο οίκος Duff and Phelps, οι οποίοι εκ των υστέρων συγχωνεύθηκαν ή εξαγοράστηκαν από τους τρεις αρχικούς NRSRO. Στις ΗΠΑ πολλοί νόμοι και κανονισμοί ζητούν αξιολογήσεις από οίκους με αυτόν τον τίτλο ως δείγμα ασφαλείας για την διαχείριση κυβερνητικών ή ιδιωτικών κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι 2 τρις δολαρίων εξαρτώνται από την αξιολόγηση των ανωτέρω. Επίσης, οι συγκεκριμένοι οργανισμοί δεν είναι υποχρεωμένοι να αποκαλύψουν πληροφορίες για μία εταιρία που αξιολογούν και αξιολογήσεις δεν τίθενται υπό την εποπτεία

³⁹ Ράπτης, Κ. (2010), «Ο Σκοτεινός Κόσμος των "Ανεξάρτητων" Οίκων Αξιολόγησης», http://www.capital.gr/weekend_articles.asp?id=967958, [αντλήθηκε 5/3/15].

της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC). Οι οίκοι αυτοί λοιπόν είναι κυβερνητικά ιδρύματα που δεν ελέγχονται από άλλες κυβερνητικές αρχές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.5.2: Προτάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Των ΗΠΑ (SEC)⁴⁰

Οι οργανωμένες αγορές και οι διεθνείς αναγνωρισμένοι οργανισμοί έλαβαν θέση και εξέφρασαν άποψη για τη δράση των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας . Συνεπώς, δεν θα μπορούσε ο (SEC) να μην κάνει κάποιες προτάσεις για την καλή λειτουργία της χρηματαγοράς. Τον Ιούνιο του 2003 δημοσίευσε το εξής κείμενο " Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit under the Federal Securities Laws (Concept Release)" , το οποίο είχε ως στόχο να ανοίξει ένας διάλογος ανάμεσα στους συμμετέχοντες στην αγορά ώστε τα ευρήματα να χρησιμοποιηθούν για να ληφθούν κάποια μέτρα.

Το κείμενο εξέταζε τη χρήση των πιστωτικών εκτιμήσεων στους ρυθμιστικούς κανόνες των ΗΠΑ για τα χρεόγραφα και το σχεδιασμό της προδιαγραφής NRSRO.

Συγκεκριμένα, έθετε τα εξής ερωτήματα:

- αν πρέπει να συνεχιστούν να χρησιμοποιούνται οι αξιολογήσεις ως έχουν
- η διαδικασία του σχεδιασμού NRSRO
- το επίπεδο του ελέγχου που θα πρέπει να διαδέχονται οι οίκοι που κατέχουν αυτή την προδιαγραφή

Στις 19 Απριλίου του 2005, ο SEC εξέδωσε έναν προτεινόμενο κανόνα για την προδιαγραφή, ο οποίος έθετε μια καινούρια βάση διαλόγου. Επειδή αυτή η επιτροπή δεν έχει εξουσία ώστε να νομοθετεί ή να θέτει όρους, αυτός ο κανόνας επικεντρώνεται στο να έχει ο ορισμός NRSRO μια πιο συγκεκριμένη περιγραφή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.5.3: Χαρακτηριστικά NRSRO⁴¹

Σύμφωνα, με την πρόταση του SEC ένας αναγνωρισμένος οίκος αξιολόγησης πρέπει να έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

(1) Δημοσιεύει εκτιμήσεις που είναι τρέχοντα πορίσματα για την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών ως προς συγκεκριμένα χρεόγραφα ή εργαλεία της χρηματαγοράς.

⁴⁰ Securities And Exchange Commission, (2013), "Removal of Certain References to Credit Ratings Under the Investment Company Act", <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9506.pdf>, [πρόσβαση 19/3/2015], σελ 19-50

⁴¹ Securities And Exchange Commission, (2004), "Rule 15c3-3 Reserve Requirements for Margin Related to Security Futures Products", <https://www.sec.gov/rules/final/34-50295.htm>, a. Subparagraph (b)(1)(I), [πρόσβαση 19/3/2015],

(2) Είναι γενικά αποδεκτός στις χρηματοοικονομικές αγορές ως εκδότης αξιόπιστων εκτιμήσεων από την πλειοψηφία των χρηστών των αξιολογήσεων.

(3) Χρησιμοποιεί συστηματικές διαδικασίες που διασφαλίζονται ώστε να είναι αξιόπιστες οι εκτιμήσεις. Επίσης διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων, εμποδίζει την κακή χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών και έχει αρκετές χρηματικές πηγές ώστε να βεβαιώνει ότι εφαρμόζει αυτές τις διαδικασίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.5.4: Η Πράξη 2006 Και Οι Κανόνες Της⁴²

Το Σεπτέμβριο του 2006, η Επιτροπή εξέδωσε την πράξη 2006 (Act 2006) που προέβλεπε ότι θα υπάρξουν κάποιοι συγκεκριμένοι κανόνες για να θεωρείται ένας οίκος NRSRO. Με την συγκεκριμένη πράξη, η οποία εγκρίθηκε από το Κογκρέσο των ΗΠΑ, αναμορφώνεται η πράξη για τα Αξιόγραφα του 1934 (Securities Exchange Act of 1934) και προτίθενται νέοι κανόνες για την αναγνώριση των οίκων.

1. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗΣ⁴³

Ένας οίκος που θέλει να αναγνωρισθεί ως NRSRO πρέπει να υποβάλλει στην επιτροπή του SEC μία αίτηση η οποία πρέπει να έχει κάποια δεδομένα. Πιο αναλυτικά, χρειάζονται στοιχεία για την απόδοση του οίκου σε βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες περιόδους.

Επίσης ζητούνται:

- Οι διαδικασίες και οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούν για τις εκτιμήσεις τους.
- Οι πολιτικές και οι διαδικασίες για να εμποδίζουν την κακή χρήση πληροφοριών.
- Η οργανωτική δομή της εταιρείας.
- Ο κώδικας ηθικής της εταιρείας, και αν δεν υπάρχει τους λόγους για τους οποίους δεν υφίσταται.
- Τέλος, οι συγκρούσεις συμφερόντων που έχουν προκύψει. Επιπλέον, ένας οίκος οφείλει σε μία σε μία εμπιστευτική λίστα να αναφέρει 20 μεγάλους πελάτες της και τα έσοδα που έχουν προκύψει.

⁴² Shelby, R. (2006), “Credit Rating Agency Reform Act Of 2006”, http://thomas.loc.gov/cgi-bin/cpquery/?&sid=cp109w4uPz&r_n=sr326.109&dbname=cp109&sel=DOC&, [πρόσβαση 20/3/2015]

⁴³ Cinquegrana, P. (2009), “The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective”, *The European Capital Markets Institute (ECMI) Policy Brief*, (12), σελ 4-10

Για όλα αυτά τα στοιχεία χρειάζονται γραπτές βεβαιώσεις οι οποίες προκύπτουν από τουλάχιστον 10 εξειδικευμένους θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια για να είναι η γνώμη τους αποδεκτή. Επί προσθέτως, πρέπει να παραδώσουν τουλάχιστον δύο πιστοποιημένα για κάθε κατηγορία υπηρεσιών που παρέχουν. Υπάρχει περίπτωση να εξαιρείται ένας οίκος από τις γραπτές βεβαιώσεις αν υπάρχει προηγούμενο αναγνώρισης από ειδικούς της αγοράς.

Μετά την υποβολή της αίτησης γίνεται επισκόπηση από την επιτροπή, η οποία οφείλει μέσα σε 90 μέρες να έχει βγάλει το πόρισμά της. Σε περίπτωση που υπάρξει άρνηση για αναγνώριση, δίνεται παράταση για την τελική απόφαση η οποία πρέπει να βγει το αργότερο σε 120 μέρες.

Αν η επιτροπή διαπιστώσει ότι ένας οίκος έχει όλα τα φόντα ώστε να αναγνωρισθεί αλλά υπάρχουν προβλήματα στις πηγές εσόδων του που διαστρεβλώνουν τις εκτιμήσεις του, η αναγνώριση δίνεται αλλά με επιφύλαξη και προϋπόθεση ανάκλησης. Οι οίκοι που θα αναγνωρισθούν υποχρεούνται να έχουν διαθέσιμες τις πληροφορίες που είχαν καταθέσει στην επιτροπή.

2. ΑΝΑΝΕΩΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗΣ

Ένας οίκος που έχει αναγνωρισθεί ως NRSRO έχει υποχρέωση να κάνει ανανέωση της αναγνώρισής του εάν αλλάξει κάποιο ουσιώδες χαρακτηριστικό στην λειτουργία του, εκτός αν πάρει απαλλαγή. Αυτές οι πληροφορίες πρέπει να αναφέρονται στο ετήσιο δελτίο του οίκου και θα πρέπει να έχουν επισυναφθεί σε αυτό όλες οι απαραίτητες βεβαιώσεις ότι ο οίκος εξακολουθεί να πληροί όλα τα απαραίτητα κριτήρια.

3. ΥΠΕΥΘΗΝΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ

Ο έλεγχος ότι τηρείται η αρχή της υπευθυνότητας από τους οίκους είναι αρμοδιότητα της επιτροπής του SEC. Στόχος αυτού του ελέγχου είναι να διαφυλαχθούν οι εμπιστευτικές πληροφορίες και να εξαλειφθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων. Βέβαια, οι κανονισμοί που θα διαμορφωθούν από την επιτροπή αναφέρονται αποκλειστικά για τους αναγνωρισμένους οίκους και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν νομοθεσία για τη λειτουργία όλων των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

4. ΕΠΙΚΡΗΣΗ, ΑΡΝΗΣΗ Η ΠΡΟΣΩΡΙΝΗ ΑΚΥΡΩΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗΣ

Η επιτροπή μπορεί να προβεί σε αναστολή της άδειας του οίκου για 12 μήνες αν πέσει στην αντίληψη της ότι θίγονται τα συμφέροντα των επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα: 1) Ανασύρεται η αναγνώριση ενός οίκου εάν διαπιστωθεί ότι ο οίκος δεν τηρεί τα απαιτούμενα κριτήρια. 2) Εάν ο οίκος έχει υποπέσει σε παράπτωμα που έχει ποινή φυλάκισης για έναν τουλάχιστον

χιστον χρόνο. 3) Εάν έχει βρεθεί ενοχή για κάποιο αδίκημα από δικαστήριο του εξωτερικού. 4) Ακόμα η επιτροπή μπορεί να αναστείλει την αναγνώρισή της εάν δεν της δίνονται οι απαιτούμενες αιτήσεις βεβαιώσεις. 5) Επίσης και στην περίπτωση που η επιτροπή καταλήξει στο συμπέρασμα ότι ένας οίκος δεν έχει τις χρηματικές πηγές και τα κατάλληλα στελέχη που να διασφαλίζουν την ακεραιότητα του οίκου.

5. ΛΗΞΗ ΤΗΣ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗΣ

Ένας οίκος μπορεί να τερματίσει οικιοθελώς την αναγνώρισή του με μία γραπτή επιστολή στην επιτροπή. Ακόμη εάν η επιτροπή διαπιστώσει ότι ένας οίκος δεν υφίσταται πλέον η έχει σταματήσει να διεξάγει εκτιμήσεις μπορεί αυτεπάγγελα να λήξει την άδεια NRSRO.

6. ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΕΙΣ

Σύμφωνα με τους κανονισμούς της SEC απαγορεύεται ένας οίκος NRSRO να σχεδιάζεται ή να διαφημίζεται από το κράτος των ΗΠΑ ή από πρόσωπο που εργάζεται για το κράτος. Επίσης απαγορεύεται ένας οίκος που δεν έχει πάρει την προδιαγραφή NRSRO, να παρουσιάζεται ότι την έχει αποκτήσει. Τέλος, κάθε οίκος που είναι επίσημα αναγνωρισμένος κατέχει το επίσημο έγγραφο που το πιστοποιεί σύμφωνα με την πράξη του 1934 για τις συναλλαγές των χρεογράφων.

7. ΠΑΡΕΜΠΟΔΙΣΗ ΤΗΣ ΚΑΚΗΣ ΧΡΗΣΗΣ ΕΜΠΙΣΤΕΥΤΙΚΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Κάθε αναγνωρισμένος οίκος οφείλει να θεσπίσει και να εφαρμόσει γραπτές πολιτικές και διαδικασίες που να διασφαλίζουν την προδιαγραφή NRSRO από την κακή χρήση των πληροφοριών. Η επιτροπή έχει ως υποχρέωση να ελέγξει αυτές τις πολιτικές.

8. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Κατά παρόμοιο τρόπο για τις συγκρούσεις συμφερόντων, οι οίκοι επιβάλλεται να υιοθετήσουν πολιτικές και διαδικασίες που θα τις αποτρέπουν. Επιπλέον, η επιτροπή έχει αρμοδιότητα να δημιουργήσει τελικούς κανονισμούς που θα απαγορεύουν τέτοιου είδους συγκρούσεις και θα επιβάλλουν την αποκάλυψή τους.

9. ΑΠΑΓΟΡΕΥΜΕΝΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

Η επιτροπή θέτει κανόνες οι οποίοι απαγορεύουν τακτικές οι οποίες κρίνονται ως μη δίκαιες ή εξαναγκαστικές. Συγκεκριμένα απαγορεύεται να εξαρτάται μία εκτίμηση από έναν διακανονισμό μεταξύ της εταιρείας και του οίκου ή υπαλλήλου της. Επιπρόσθετα, ένας οίκος δεν μπορεί να υποεκτιμά ή να απειλεί για τέτοιες ενέργειες επειδή δεν κάνει αξιολογήσεις,

για όλα τα προϊόντα μιας εταιρείας. Ακόμη, δεν είναι αποδεκτή η μετατροπή, ή η υπόνοια για μια τέτοια πράξη, μιας αξιολόγησης με αντάλλαγμα την αξιολόγηση επιπλέον προϊόντων.

10. ΥΠΕΥΘΗΝΟΣ ΣΥΜΟΡΦΩΣΗΣ

Κάθε αναγνωρισμένος οίκος πρέπει να αναθέσει σε κάποιο πρόσωπο την διαχείριση των πολιτικών διαδικασιών που πρέπει να γίνουν σύμφωνα με την Πράξη του 2006. Επίσης ευθύνη του συγκεκριμένου ατόμου είναι και η συμμόρφωση του οίκου με τους κανονισμούς της επιτροπής.

11. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Κάθε αναγνωρισμένος οίκος οφείλει να παραδίδει σε εμπιστευτική βάση, τις χρηματοοικονομικές του καταστάσεις στην Επιτροπή, οι οποίες θα είναι ελεγμένες από ορκωτό λογιστή.

12. ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ

Η ενεργοποίηση της άδειας NRSRO γίνεται σε συγκεκριμένη ημέρα. Ένας οίκος μπορεί να λειτουργεί ως αναγνωρισμένος πριν την συγκεκριμένη ημέρα μόνο εφόσον έχει πάρει έγκριση, συμβουλή ή επιστολή από την επιτροπή.

13. ΚΑΝΟΝΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗΣ

Αν ένας οίκος έχει αναγνωρισθεί ως NRSRO δεν απαλλάσσεται από κανέναν άλλο κανόνα ή νόμο του επίσημου κράτους. Η γερουσία πέρασε την Πράξη του 2006 ως προσχέδιο νόμου τον Σεπτέμβριο του 2006 ως συνέχεια των ενεργειών του κογκρέσου θέλοντας θέσουν τέρμα στις πρακτικές των οίκων που διεξήγαγαν εκτιμήσεις χωρίς αίτημα. Συγκεκριμένα, είχε παρατηρηθεί το φαινόμενο οι οίκοι να δίνουν χαμηλότερες εκτιμήσεις ζητώντας παράλληλα περισσότερες αναθέσεις για αξιολογήσεις από τις εταιρίες.

Η μεγάλη αλλαγή που επετεύχθη με την Πράξη του 2006 ήταν ότι δόθηκε το δικαίωμα σε οίκους με προϋπηρεσία 3 χρόνων και οι οποίοι πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια να αναγνωρισθούν από την SEC, σπάζοντας έτσι το μονοπώλιο των οίκων S&P και Moody's.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.1: ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν ακολουθώντας μια τυπική σειρά:

- Διενεργούν εκτιμήσεις από την στιγμή που θα γίνει αίτηση για αξιολόγηση με συγκεκριμένη μεθοδολογία, έχοντας δεδομένα κάποια κριτήρια αξιολόγησης, βαθμολογείται πρώτα ο εκδότης ανάλογα με την φύση αυτού. (Δηλαδή είναι διαφορετικά τα κριτήρια αξιολόγησης μιας εταιρείας από τα κριτήρια αξιολόγησης μίας τράπεζας ή ενός κράτους). Έπειτα τα κριτήρια ποικίλουν ανάλογα το προϊόν που εκδίδει κάθε εκδότης στην αγορά (ομόλογο, δομημένο πιστωτικό προϊόν). Βέβαια κάνουν και άλλες εσωτερικές αξιολογήσεις σε τραπεζικούς οργανισμούς που δεν έχουν να κάνουν με την έκδοση χρημ/κών προϊόντων όπως, αξιολογήσεις ρευστότητας, καταθέσεων κτλ.
- Έπειτα διενεργούν βαθμολόγηση του συγκεκριμένου εκδότη και στη συνέχεια του εκδοθέντος προϊόντος με την χρήση βαθμολογικών κλιμάκων που διαφέρουν ανάλογα την κατηγορία προϊόντος ή το αντικείμενο της βαθμολόγησης την περίοδο που αφορά η αξιολόγηση (μακροχρόνια ή βραχυχρόνια) αλλά και τον οίκο αξιολόγησης.

Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι υπάρχουν διάφορα είδη που αξιολογούνται και ο τρόπος αλλά και η κλίμακα αξιολόγησης διαφέρει. Ιδιαίτερη σημασία έχει το γεγονός ότι τα οικονομικά στοιχεία που εκτιμούνται μέχρι το αποτέλεσμα της αξιολόγησης ενός εκδότη ή προϊόντος δεν ελέγχονται λογιστικά ή επιβεβαιώνονται με κάποιο τρόπο.

Λόγω του αντικειμένου έρευνας της παρούσας εργασίας εμείς θα εξετάσουμε παρακάτω την αξιολόγηση χρεογράφων μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.2: ΣΤΑΔΙΑ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ⁴⁴

Η διαδικασία της κατάρτισης του πίνακα βαθμολογικής ιεράρχησης του πιστωτικού κινδύνου εκδότη ομολογιακών δανείων είναι από την φύση της, υποκειμενική αλλά και ταυτόχρονα άκρως επαγγελματική. Η διαδικασία απαιτεί τη χρησιμοποίηση σημαντικών αλλά

⁴⁴ Παπαδόπουλος, Δ.(2014), «Οίκοι Πιστοληπτικής Ικανότητας: Διαμεσολαβητικοί Οργανισμοί Αξιοπιστίας Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης κι ο ρόλος τους στην έκδοση ομολογιακών δανείων με δημόσια εγγραφή», *E-MAGAZINE by Epsilon*, 2014 (3), σελ. 114-116.

ουσιαστικών ποσοτικών και ποιοτικών στοιχείων των οποίων η ερμηνεία απαιτεί ζυγισμένη κρίση.

Αξίζει να τονισθεί ότι οι οίκοι επιδιώκουν να παρέχουν αξιόπιστες και οικονομικές διαβαθμίσεις αφού η κερδοφορία τους συνδέεται άμεσα με την φήμη (reputation, “όνομα”, αναγνώριση) τους.

Συγκεκριμένα παρουσιάζουμε την διαδικασία κατάρτισης αξιολόγησης που υιοθετεί ο οίκος Standards and Poor’s, η οποία έχει ως εξής:

1. Αίτημα εκδότη για πιστοληπτική αξιολόγηση.

Ο εκδότης δηλαδή μια επιχείρηση, μια τράπεζα ή ένα κράτος, κάνει αίτημα αξιολόγησης στην Standards and Poor’s.

2. Αρχική αξιολόγηση (εκτίμηση) και Ορισμός Επιτροπής Αξιολόγησης.

Αυτή γίνεται με βάση τα υποβαλλόμενα στοιχεία που συνοδεύουν το αίτημα του εκδότη. Σχηματίζεται μια ομάδα αναλυτών με κάποιον επικεφαλής αναλυτή, ο οποίος αναλαμβάνει τη διαχείριση της διαδικασίας. Ταυτόχρονα γίνεται η σύσταση της Επιτροπής Αξιολόγησης. Για την ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης της αγοράς ως προς τη διαδικασία αξιολόγησης, η σύνθεση της επιτροπής παραμένει εμπιστευτική έτσι ώστε να περιοριστούν οι πιθανότητες οι αξιολογούμενες εταιρείες να πιέσουν μεμονωμένα μέλη της επιτροπής.

3. Συνάντηση της Ομάδας Ανάλυσης με τη Διοίκηση μανάτζμεντ, Συγκέντρωση και Ανάλυση Αιτούμενης Πληροφόρησης.

Η συνάντηση με τη Διοίκηση - μανάτζμεντ της επιχείρησης, που υπόκειται στη διαδικασία αξιολόγησης, αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της διαδικασίας αξιολόγησης. Ο σκοπός της συνάντησης είναι να εξεταστούν διεξοδικά τα χρηματοοικονομικά σχέδια, το πλάνο λειτουργίας της εταιρείας, οι πολιτικές διαχείρισης, καθώς και άλλοι παράγοντες της πιστοληπτικής ικανότητας που επιδρούν στην αξιολόγηση. Αυτές οι συναντήσεις έχουν κρίσιμη σημασία και βοηθούν να επιτευχθεί μια σωστή εκτίμηση της κατάστασης και των προοπτικών της εταιρείας. Σ’ αυτή την πρώτη συνάντηση ανακοινώνεται και η σύσταση της Επιτροπής Αξιολόγησης. Η εταιρεία (ή η κρατική οντότητα) εκπροσωπείται στις συναντήσεις αυτές από τα ανώτερα στελέχη της π.χ. διευθύνων σύμβουλος, επικεφαλής οικονομικών υπηρεσιών. Επίσης μπορεί να συμμετέχουν και εξωτερικοί σύμβουλοι της εταιρείας που βοηθούν στην προετοιμασία μιας αποτελεσματικής παρουσίασης. Η Standards and Poor’s ούτε ενθαρρύνει, ούτε αποθαρρύνει τη συμμετοχή τους. Είναι αποκλειστικά στην ευχέρεια του μανάτζμεντ της επιχείρησης να αποφασίσει εάν επιθυμεί τη βοήθειά τους στην προετοιμασία των συνεδριάσεων, καθώς και την παρουσία τους σε αυτές.

Οι συναντήσεις εκπροσώπων της εταιρείας και της ομάδας αξιολόγησης συνήθως προετοιμάζονται αρκετές βδομάδες πριν, για να εξασφαλιστεί ότι θα παρευρεθούν σε αυτές,

όλοι όσοι συμμετέχουν στη διαδικασία αξιολόγησης, καθώς και για να δοθεί στους αναλυτές ο απαιτούμενος χρόνος προετοιμασίας.

Οι εκπρόσωποι της εταιρείας θα πρέπει να επικοινωνούν με τον επικεφαλής αναλυτή ή τους αναλυτές της S&P που έχουν αναλάβει οποιαδήποτε στιγμή επιθυμούν πριν από τις συσκέψεις, για καθοδήγηση σε συγκεκριμένα θέματα. Δημοσιευμένες αξιολογήσεις, κριτήρια, καθώς και σχόλια και άρθρα σχετικά με τις εταιρείες του ίδιου κλάδου, μπορούν, επίσης, να βοηθήσουν το μάνατζμεντ της εταιρείας να εκτιμήσει την ανάλυση. Προκειμένου να περιορισθεί η σύσκεψη σε συγκεκριμένα πλαίσια, παρέχονται λεπτομερείς, γραπτοί κατάλογοι ερωτήσεων. Η Standards and Poor's ζητάει από την εταιρεία να υποβάλλει κάποια στοιχεία, προκειμένου να γίνει η αξιολόγηση, όπως:

- Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των τελευταίων πέντε ετών
- Τις τελευταίες ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις
- Περιγραφές των λειτουργιών και των προϊόντων της,
- Εφόσον υπάρχει, δήλωση εγγραφής σχεδίου αξιολόγησης ή προσφερόμενου μνημονίου.

Εκτός από τα στοιχεία που σχετίζονται με την εταιρεία, σχετικές πληροφορίες για τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται, είναι χρήσιμες για την ανάλυση που θα ακολουθήσει. Αν και δεν είναι υποχρεωτικές, γραπτές παρουσιάσεις από τους εκπροσώπους της εταιρείας συχνά βοηθούν στην παροχή ενός πλαισίου για τη σύσκεψη. Όταν υποβληθεί γραπτή παρουσίαση, είναι ιδιαίτερα χρήσιμη η εξέτασή της για την ομάδα αναλυτών της S&P πριν τη

συνεδρίαση. Πέρα όμως αυτών, ο αναλυτής ή οι αναλυτές θα πρέπει να έχουν φροντίσει, αν είναι δυνατόν και πριν από την πρώτη σύσκεψη να έχουν κατανοήσει καλά τον τρόπο λειτουργίας της αξιολογούμενης εταιρείας. Πρέπει να σημειωθεί ότι η φυσική παρουσία του αναλυτή ή αναλυτών είναι ιδιαίτερα χρήσιμες για τη μεταγενέστερη διαδικασία επιτήρησης.

Ένα σημαντικό μέρος των πληροφοριών που παρουσιάζονται στις συσκέψεις είναι εξαιρετικά εμπιστευτικό και παρέχεται από τον εκδότη στην S&P αποκλειστικά και μόνο για την επίτευξη των αξιολογήσεων. Τέτοιες πληροφορίες είναι αυστηρά εμπιστευτικές και δίνονται στους αξιολογητές προκειμένου να τις αναλύσουν και να εκδώσουν έγκυρες αξιολογήσεις (προφανώς, εάν οι πληροφορίες είναι γνωστές στον οίκο αξιολόγησης ή έχουν γίνει γνωστές από άλλες πηγές πληροφόρησης, η εταιρεία δεν μπορεί να περιμένει από τον οίκο να χειρίζεται τις πληροφορίες εμπιστευτικά). Δεν θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για οποιονδήποτε άλλο σκοπό, ούτε από οποιονδήποτε τρίτο, συμπεριλαμβανομένων και άλλων τμημάτων της Standards and Poor's.

Σε μια τυπική συνεδρίαση, συνήθως η S&P θίγει τα παρακάτω ζητήματα:

- Το περιβάλλον του κλάδου της εταιρείας, καθώς και τις προοπτικές του, μια επισκόπηση των σημαντικότερων επιχειρηματικών τομέων συμπεριλαμβανομένων των στατιστικών για τη λειτουργία της επιχείρησης και των συγκρίσεων με τους ανταγωνιστές της
- Οικονομικές πολιτικές και στόχους οικονομικών επιδόσεων
- Λογιστικές πρακτικές που θα ακολουθήσουν
- Προβολές, συμπεριλαμβανομένων των καταστάσεων εσόδων, των καταστάσεων ταμειακών ροών και των ισολογισμών
- Τα σχέδια επενδύσεων κεφαλαίου
- Εναλλακτικές λύσεις χρηματοδότησης και σχέδια έκτακτης ανάγκης.

Οι αξιολογήσεις δε βασίζονται στις προβλέψεις της Διοίκησης της εταιρείας, αλλά στην εκτίμηση των αναλυτών σχετικά με τις προοπτικές της εταιρείας. Ωστόσο, οι προβλέψεις αυτές είναι χρήσιμες για να εκτιμηθούν κάποιοι παράγοντες, όπως ο τρόπος λειτουργίας της επιχείρησης, ο τρόπος διαχείρισης των προβλημάτων, καθώς και τα σχέδιά της.

4. Απόφαση Επιτροπής Αξιολόγησης, γνωστοποίηση της στον εκδότη και δημοσίευση της στον Τύπο.

Η επιτροπή αξιολόγησης πάντα συγκαλείται για να εκδώσει μια νέα αξιολόγηση. Αποτελείται από πέντε έως επτά μέλη με δικαίωμα ψήφου και από ένα πρόσωπο που εξετάζει την καταλληλότητα των μελών της επιτροπής. Η παρουσίαση γίνεται από τον επικεφαλής αναλυτή προς την επιτροπή αξιολόγησης, ο οποίος έχει στη διάθεσή του εκ των προτέρων τα κατάλληλα οικονομικά στατιστικά στοιχεία και τη συγκριτική ανάλυση. Η παρουσίαση περιλαμβάνει ανάλυση των δραστηριοτήτων της εταιρείας και του λειτουργικού της περιβάλλοντος, αξιολόγηση της στρατηγικής και χρηματοοικονομικής διαχείρισης, λογιστικές πολιτικές που ακολουθούνται και οικονομικά ανάλυση. Μόλις γίνουν οι αξιολογήσεις, η εταιρεία ενημερώνεται σχετικά με τα αποτελέσματα. Η S&P επιτρέπει στον εκδότη να ανταποκριθεί στην απόφαση αξιολόγησης πριν τη δημοσίευση, παρουσιάζοντας νέα ή πρόσθετα δεδομένα.

Σε περίπτωση που αποφασιστεί η αλλαγή μιας υπάρχουσας βαθμολογίας, οποιαδήποτε προσφυγή πρέπει να διεξάγεται το ταχύτερο δυνατόν, δηλαδή, μέσα σε μια ή δύο ημέρες. Η επιτροπή επανασυνεδριάζει για να εξετάσει τις νέες πληροφορίες. Αφού ενημερωθεί η εταιρεία, οι αξιολογήσεις δημοσιεύονται από τον οίκο αξιολόγησης, είτε από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, είτε τα δημοσιεύει η εταιρεία σε περίπτωση ιδιωτικών τοποθετήσεων και αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

Για να διατηρηθεί η ακεραιότητα και η αντικειμενικότητα της διαδικασίας αξιολόγησης, οι εσωτερικές συζητήσεις και οι ταυτότητες των ατόμων της επιτροπής αξιολόγησης είναι εμπιστευτικές και δεν αποκαλύπτονται στον εκδότη.

5. Επιτήρηση του Αξιολογηθέντος Εκδότη

Οι δημοσιευμένες αξιολογήσεις παρακολουθούνται για ένα έτος, όμως μετά από αίτημα εποπτείας της εταιρείας προς την S&P υπάρχει η δυνατότητα να συνεχιστεί η επιτήρηση της έναντι πληρωμής. Η επιτήρηση πραγματοποιείται από τη ίδια ομάδα αναλυτών από τους οποίους έγινε η αξιολόγηση. Ο επικεφαλής αναλυτής έρχεται σε επαφή με την εταιρεία σε τακτά χρονικά διαστήματα και την ενημερώνει για την επίδοση της. Αν υπάρχουν αποκλίσεις από τα επιθυμητά αποτελέσματα, κανονίζεται μια συνάντηση όπου αναφέρονται τα συγκεκριμένα θέματα και απαιτούμενες διορθωτικές κινήσεις.

Γι' αυτό κατά την επιτήρηση είναι δυνατόν να συμφωνεί να υπάρχει μια λίστα Credit-Watch ώστε να εντοπίζονται έγκαιρα οι αποκλίσεις.

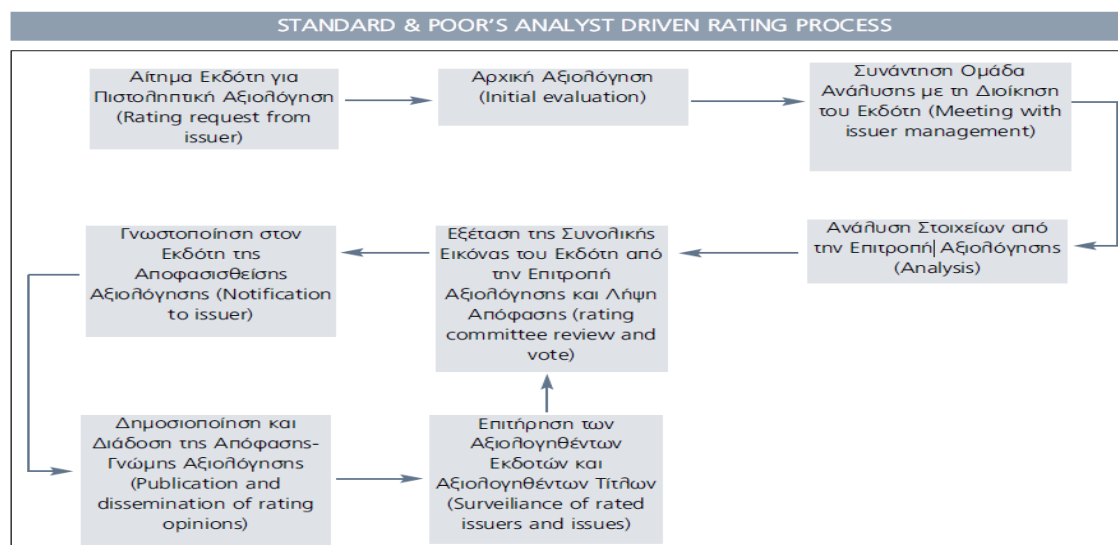
6. Αλλαγή Αξιολόγησης του Εκδότη.

Αποτέλεσμα της διαδικασίας της επιτήρησης μπορεί να είναι κάποια αλλαγή στην αξιολόγηση (αναβάθμιση ή υποβάθμιση) που έχει γίνει, η οποία οφείλεται στην αλλαγή των οικονομικών συνθηκών. Όταν συμβαίνει αυτό, ο αναλυτής κάνει μια προκαταρκτική ανασκόπηση, η οποία ακολουθείται από μια αναλυτική παρουσίαση στην επιτροπή αξιολόγησης. Η διαδικασία που ακολουθείται είναι η ίδια με αυτή που περιγράφηκε παραπάνω, για την αρχική αξιολόγηση. Τελικά η επιτροπή αξιολόγησης αποφασίζει αν θα δοθεί μια νέα βαθμολογία.

Συνοπτικά η διαδικασία κατάρτισης αξιολόγησης απεικονίζεται από τον πίνακα-1:

Πίνακας 1

ΣΤΑΔΙΑ ΔΙΑΔΙΚΑΔΙΑΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ



Πηγή: E-MAGAZINE by Epsilon

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.3:ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ-ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Για αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται, αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Συνεπώς, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι τόσο αξιόπιστη όσο ο βαθμολογητής και οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί.

Η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου και τεχνικής αξιολόγησης, η οποία θα επιφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα ποικίλει από οίκο σε οίκο. Οι περισσότεροι οίκοι στηρίζουν την αξιολόγηση σε ποσοτικές και ποιοτικές αναλύσεις, ενώ άλλοι σε ποσοτικά μοντέλα. Μέθοδος επί το πλείστον τυποποιημένη, όπου οι στατιστικές έρευνες παίζουν σημαντικό ρόλο. Αναγκαίο συστατικό για να γίνει μια αξιολόγηση είναι το επαρκές πληροφοριακό υλικό το οποίο χρησιμοποιείται για να γίνει η ποσοτική και ποιοτική ανάλυση.⁴⁵

Εν συνεχεία θα εξετάσουμε την μεθοδολογία της Standard & Poor's η οποία βασίζεται σε κοινά πλαίσια εφαρμογής με αυτά άλλων οίκων αξιολόγησης, κοινώς αποδεκτά απ' όλους. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ταυτίζονται από πολλούς με την χρηματοοικονομική ανάλυση κυρίως χρηματοοικονομικών δεικτών.

Ωστόσο, η ανάλυση αξιολόγησης ξεκινάει με την ανάλυση του επιχειρηματικού και ανταγωνιστικού περιβάλλοντος της επιχείρησης.⁴⁶

Έπειτα αναλύονται χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι της επιχείρησης. Παρακάτω στον πίνακα-2 παρουσιάζουμε τους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στην ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου τόσο στον επιχειρηματικό τομέα όσο και στον χρηματοοικονομικό:

⁴⁵ Στεργίου, Ν. (2013), «Τεχνικές Διαχείρισης Τραπεζικών Κινδύνων και Αξιολόγησης των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», Διπλωματική Εργασία, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, σελ.74.

⁴⁶ Μητσοπούλου, Σ. (2011), *Υποδείγματα Μέτρησης Πιστωτικού Κινδύνου στα Πλαίσια της Διεθνούς Βιβλιογραφίας και η Περίπτωση των Ελληνικών Τραπεζών*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ.51.

Πίνακας 2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΥΠΟΨΗ ΣΤΗΝ ΜΕΤΡΗΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Επιχειρηματικοί κίνδυνοι	Χρηματοοικονομικοί Κίνδυνοι
Κίνδυνος Χώρας	Εταιρική διακυβέρνηση/ Ικανότητα Διοίκησης
Παράγοντες του κλάδου που επηρεάζουν την εταιρεία	Χρηματοοικονομικές πολιτικές και Χρηματοοικονομική ευελιξία (δείκτες πρόσβασης της επιχείρησης στις κεφαλαιαγορές και την αξιοπιστία της σ' αυτές σε δύσκολες καταστάσεις)
Συγκριτική ανάλυση του κλάδου στο σύνολό της οικονομίας	Ανθεκτικότητα έναντι κινδύνων
Συγκριτική Ανάλυση ομοιόβαθμων εταιρειών (peer group comparisons)	Επενδύσεις/ Πάγια περιουσιακά στοιχεία, περιλαμβανομένων και τα εκτός ισολογισμού
Ανταγωνιστική θέση της εταιρείας στον κλάδο	Επάρκεια ταμιακών ροών/ κεφαλαιακές ανάγκες
Κερδοφορία	Κεφαλαιακή διάρθρωση/ προστασία περιουσιακών στοιχείων
Οικονομικά στοιχεία/ Ανάλυση λειτουργικής επίδοσης: ιστορικής και μελλοντικής	Ρευστότητα/ βραχυπρόθεσμοι παράγοντες

Πηγή: E-MAGAZINE by Epsilon

Η ανάλυση του χρηματοοικονομικού κινδύνου στηρίζεται και σε άλλους καθοριστικούς παράγοντες που προσδιορίζουν την “ασφάλεια” της υπό έκδοση ομολογίας. Οι αριθμοδείκτες - κλειδιά του εκδότη που χρησιμοποιούνται για να αξιολογήσουν την ασφάλεια της υπό έκδοση ομολογίας είναι:

1. Αριθμοδείκτες Κάλυψης
 - i. Αριθμοδείκτης Κάλυψης των Ετήσιων Τόκων
 - ii. Αριθμοδείκτης Κάλυψης σταθερών επιβαρύνσεων
2. Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης
 - i. Αριθμοδείκτης Ξένων προς Ιδία Κεφάλαια
 - ii. Αριθμοδείκτης βαθμού Δανειακής Επιβάρυνσης
3. Αριθμοδείκτης Ρευστότητας
 - i. Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας
 - ii. Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας
4. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
 - i. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας επί των Περιουσιακών Στοιχείων
 - ii. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας επί των Ιδίων Κεφαλαίων
5. Αριθμοδείκτης Ταμειακής ροής προς ύψος υφισταμένου χρέους.

Το βασικό μειονέκτημα αυτής της μορφής ανάλυσης των αριθμοδεικτών, της αποκαλούμενης μονομεταβλητής ανάλυσης, είναι ότι ο κάθε δείκτης εξετάζεται σε απομόνωση. Το ξεπέρασμα αυτού του μειονεκτήματος οδηγεί στην χρησιμοποίηση της πολυμεταβλητής ανάλυσης δηλαδή της ανάλυσης που συνδυάζει ταυτόχρονα πολλούς αριθμοδείκτες, η οποία συνδυαζόμενη με την χρησιμοποίηση της στατιστικής μεθοδολογίας που ονομάζεται πολυμεταβλητή διακριτική ανάλυση οδηγεί στη δόμηση ενός μοντέλου πρόβλεψης της εταιρικής

πτώχευσης και του κινδύνου αθέτησης.⁴⁷ Μετά από αυτό το βήμα γίνεται αξιολόγηση των αποτελεσμάτων των αριθμοδεικτών όπως αυτά παρουσιάζονται στον πίνακα-3.

Πίνακας 3

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Αριθμοδείκτες μέτρησης του Χρηματοοικονομικού Κινδύνου

	Ελάχιστο	Μέτριο	Ενδιάμεσο	Επιθετικό	Έντονα Μοχλευμένο
Λειτουργικές ταμειακές ροές/ χρέος (%)	Πάνω από 60	45-60	30-45	15-30	Κάτω από 15
Χρηματοδοτική Μόχλευση (Συνολικό χρέος/ κεφάλαιο) (%)	Κάτω από 25	25-35	35-45	45-55	Πάνω από 55
Χρέος/ Κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) (φορές)	<1.4	1.4-2.0	2.0-3.0	3.0-4.5	>4.5

Πηγή: E-MAGAZINE by Epsilon

Αφού καθοριστεί η εικόνα ως αναφορά τον επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο σύμφωνα με την προαναφερθείσα διαδικασία τότε επιχειρείται να καθοριστεί ένα γενικό προφίλ με χρήση βαθμολογικής κλίμακας όπως αυτή παρουσιάζεται στον πίνακα-4:

Πίνακας 4

ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΚΗΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ

		ΠΡΟΦΙΛ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ										
ΠΡΟΦΙΛ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ		Ανότερο	Εξαιρετικά ισχυρό	Πολύ ισχυρό	Ισχυρό	Μέτριο-ισχυρό	Ενδιάμεσο	Μέτριο-ασθενές	Ασθενές	Πολύ ασθενές	Εξαιρετικά ασθενές	Ανεπαρκές
	Βαθμολογία	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
Εξαιρετικά ισχυρό	1 – 1,7	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	A+	A	A-	BBB+	μ.δ.	μ.δ.
Πολύ ισχυρό	1,8 – 2,2	AAA	AAA	AA+	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-
Ισχυρό	2,3 – 2,7	AAA	AA+	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	B+
Μέτριο-ισχυρό	2,8 – 3,2	AA+	AA	AA-	A+	A-	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
Ενδιάμεσο	3,3 – 3,7	AA	AA-	A+	A	BBB+	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
Μέτριο-ασθενές	3,8 – 4,2	AA-	A+	A	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B
Ασθενές	4,3 – 4,7	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	B-
Πολύ ασθενές	4,8 – 5,2	μ.δ.	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-
Εξαιρετικά ασθενές	5,3 – 6	μ.δ.	BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-	CCC/CC	CCC/CC

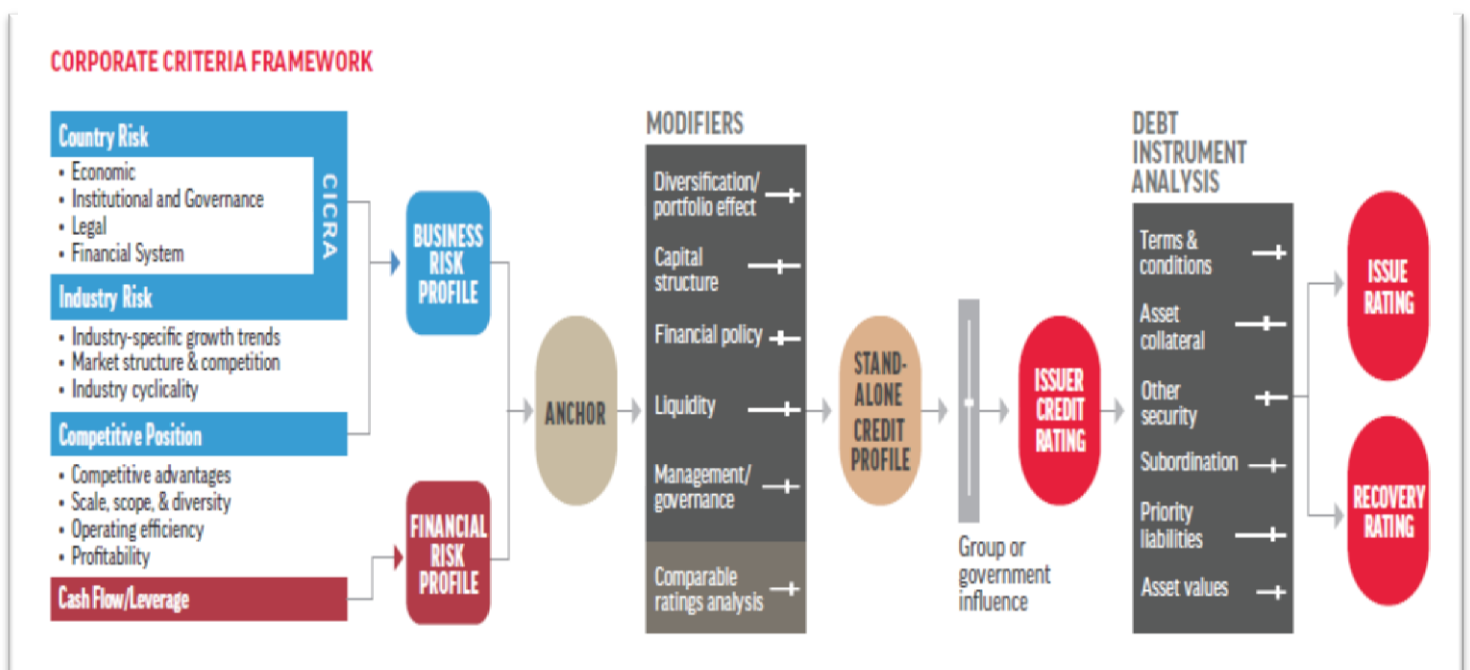
Πηγή: Standard & Poor's, Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, June 30 2011

Πρέπει να τονισθεί ότι η αξιολόγηση βασίζεται επιπλέον σε δημόσιες αλλά και ιδιωτικές πληροφορίες, τις οποίες οι αξιολογούμενες εταιρείες μοιράζονται με τους Οίκους Αξιολόγησης (οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, στην αγοραία αξία τους, στην ποιότητα του management και στην ανταγωνιστική θέση που αυτές κατέχουν στον κλάδο τους) οι οποίες μπορεί να είναι εμπιστευτικές και με αυτόν τον τρόπο αξιολογούνται οι εκδότες των χρεογράφων. Η προηγούμενη χρησιμοποιούμενη πληροφόρηση για την κατάρτιση του πίνακα βαθμολογικής διαβάθμισης αντιστοιχεί στην υιοθέτηση της προσέγγισης της Θεμελιακής Ανάλυσης (Fundamental Analysis), η οποία είναι ευρύτατα αποδεκτή στο γνωστικό αντικείμενο της χρηματοοικονομικής – επενδύσεις.

⁴⁷ Παπαδόπουλος, Δ.(2014), «Οίκοι Πιστοληπτικής Ικανότητας: Διαμεσολαβητικοί Οργανισμοί Αξιόπιστης Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης κι ο ρόλος τους στην έκδοση ομολογιακών δανείων με δημόσια εγγραφή», *E-MAGAZINE by Epsilon*, 2014 (3), σελ.112.

Ακολουθεί περαιτέρω ανάλυση στοιχείων του χρεογράφου (προϋποθέσεις έκδοσης, αξία εξασφαλίσεων κλπ.) ώστε να σχηματιστεί βαθμολόγηση του ίδιου του χρεογράφου αλλά και η βαθμολόγηση ανάκτησης σε περίπτωση μη ευνοϊκών καταστάσεων για τους επενδυτές. Η γενική πορεία των κριτηρίων αξιολόγησης μέχρι το σημείο της αξιολόγησης του χρεογράφου ως αναφορά τον οίκο Standard & Poor's εμφανίζεται στην παρακάτω εικόνα-3. Διαφαίνονται περιγραφικά τα κριτήρια αξιολόγησης σε περιπτώσεις που ο εκδότης είναι είτε εταιρεία ή τραπεζικό ίδρυμα όπου στην δεύτερη περίπτωση λαμβάνουν χώρα και κάποια τροποποιητικά κριτήρια (modifiers) τραπεζικού παράγοντα όπως (ανάλυση καταθέσεων, εξασφαλισμένων και μη δανείων, διατραπεζικών δανείων κλπ) τα οποία αποτελούν ως επί το πλείστον κομμάτι της κεφαλαιακής διάρθρωσης (capital structure).

Εικόνα 4 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΧΡΙ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ



Πηγή: www. Standard & Poor's/ Corporate ratings methology 2014/

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.4:ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΡΑΤΩΝ

Οι μεγαλύτεροι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν αναπτύξει μεθοδολογίες ώστε να αξιολογήσουν όλους τους κινδύνους που διατρέχουν τα κράτη και να τους αποδώσουν την καλύτερη ποιοτικά βαθμολογία. Επίσης έχουν αναγνωρίσει ότι ένα σημαντικό μέρος της μεθοδολογίας τους για τις επιχειρήσεις πρέπει να συμπεριλαμβάνει την ανάλυση των κινδύνων της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνται.⁴⁸

Για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας, λαμβάνονται υπόψη κάποιοι συντελεστές, που εξαρτώνται από το αν η χώρα διαθέτει υψηλό κατά κεφαλής εισόδημα με μακρά ιστορία θεσμικής και πολιτικής σταθερότητας, είτε από το αν αυτή βρίσκεται ακόμη υπό ανάπτυξη. Επίσης, η δημοσιονομική πολιτική λαμβάνεται υπόψη ως ο σημαντικότερος παράγοντας προσδιορισμού της πιστοληπτικής ικανότητας για τις προηγμένες χώρες, ενώ οι τάσεις του ισοζυγίου πληρωμών αποτελούν το ισχυρότερο εργαλείο για την αξιολόγηση των αναπτυσσόμενων χωρών.

Σε πολλές περιπτώσεις εξετάζονται τα σχέδια για τις ιδιωτικοποιήσεις, για άλλες μικροοικονομικές μεταρρυθμίσεις και για άλλους παράγοντες όπως η στήριξη ή όχι για κίνητρα δανεισμού.⁴⁹

Δεδομένα που εξετάζονται είναι:

- Πολιτικοί θεσμοί και η επίδρασή τους στην αποτελεσματικότητα του πολιτικού περιβάλλοντος, όπως επίσης και η δημόσια ασφάλεια και γεωπολιτικές ανησυχίες.
- Οικονομική δομή και προοπτικές.
- Η ευελιξία της κυβέρνησης για έσοδα και περικοπή εξόδων, τα κυβερνητικά ελλείμματα, το δημόσιο χρέος και οι υποχρεώσεις προς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και στις ιδιωτικές επιχειρήσεις.
- Η νομισματική ευελιξία.
- Η εξωτερική ρευστότητα και οι τάσεις των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα.⁵⁰

⁴⁸ Standard and Poor's (2006), "Sovereign Credit Ratings: A primer", <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/ap/?assetID=1245227841398>, [αντλήθηκε 08/03/15].

⁴⁹ Τζήκας, Α. (2011), *Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην Διαμόρφωση Της Πιστοληπτικής Ικανότητας μιας Χώρας: Η Περίπτωση της Ελλάδας*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ.47.

Ενδεικτικά, ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

1. Οικονομική διάρθρωση και επίδοση χώρας (π.χ.: Δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών, κ.λπ.),
2. Δημοσιονομικούς δείκτες (π.χ.: Δημόσια έσοδα, Δαπάνες, ισορροπία εσόδων-δαπανών, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, κ.λπ.)
3. Εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές χώρας (π.χ.: συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημοσίου χρέους, κ.λπ.),
4. Νομισματική ισορροπία και παράγοντες ρευστότητας χώρας (π.χ.: Βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία Πιστωτικών Ιδρυμάτων, κ.λπ.).⁵¹

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5: ΚΛΙΜΑΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5.1: Μακροπρόθεσμη κλίμακα βαθμολόγησης⁵²

Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν για τις βαθμολογίες τους έναν αλφαβητικό συνδυασμό τόσο για τις ανώτερες όσο και για τις κατώτερες εκτιμήσεις.

Οι οίκοι S&P και Fitch χρησιμοποιούν τα ίδια σύμβολα ταξινόμησης (ως αναφορά την μακροχρόνια αξιολόγηση) AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D ενώ ο οργανισμός Moody's έχει τους εξής συμβολισμούς Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C. Θα πρέπει να τονιστεί ότι η μακροχρόνια περίοδος αφορά χρονικό διάστημα μεγαλύτερου του ενός έτους. (Αναλυτικά στην εικόνα-3) Η σημασία τους είναι η εξής

⁵⁰ Standard and Poor's 2006: "Sovereign Credit Ratings: A primer"
<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/ap/?assetID=1245227841398>, [αντλήθηκε 08/03/15]

⁵¹ Ζοπουνίδης, Κ. (2012), «Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης: Ρόλος και Χαρακτηριστικά»,
<http://www.accountancygreece.gr/%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%B9%CF%83-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%B9-%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%83-%CF%81%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CF%83-%CE%BA%CE%B1%CE%B9/>, [αντλήθηκε 09/03/15]

⁵² Μητσοπούλου, Σ. (2011), *Υποδείγματα Μέτρησης Πιστωτικού Κινδύνου στα Πλαίσια της Διεθνούς Βιβλιογραφίας και η Περίπτωση των Ελληνικών Τραπεζών*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ.55.

S&P και Fitch

AAA: Υψηλότετη ποιότητα πιστοληπτικής ικανότητας. Αποτυπώνει το χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου και αποδίδεται σε περιπτώσεις εξαιρετικής ικανότητας ανταπόκρισης σε χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις. Αυτή η ικανότητα είναι απίθανο να επηρεαστεί από προβλέψιμα γεγονότα.

AA: Πολύ υψηλή ποιότητα πιστοληπτικής ικανότητας. Αποτυπώνει πολύ χαμηλό επίπεδο κινδύνου και αποδίδεται σε περιπτώσεις μεγάλης ικανότητας ανταπόκρισης σε χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις. Αυτή η ικανότητα δεν είναι ιδιαίτερα τρωτή σε προβλέψιμα γεγονότα.

A: Υψηλή ποιότητα πιστοληπτικής ικανότητας. Αποτυπώνει χαμηλό επίπεδο κινδύνου και αποδίδεται σε περιπτώσεις ικανότητας ανταπόκρισης σε χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις που θεωρούνται ισχυρές. Αυτή η ικανότητα θεωρείται, παρόλα αυτά τρωτή, σε μικρό βαθμό, σε επιχειρηματικές ή οικονομικές συνθήκες.

BBB: Κερδοσκοπικό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας. Αποτυπώνει ένα σχετικά υψηλό επίπεδο έκθεσης σε κίνδυνο, ειδικά σε περιπτώσεις μεταβολής στις υπάρχουσες επιχειρησιακές ή οικονομικές συνθήκες. Παρόλα αυτά, υπάρχει μια χρηματοοικονομική ευελιξία η οποία υποστηρίζει την ανταπόκριση στις χρηματοοικονομική ευελιξία η οποία υποστηρίζει την ανταπόκριση στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις.

BB: Κερδοσκοπικό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας. Αποτυπώνει ένα σχετικά υψηλό επίπεδο έκθεσης σε κίνδυνο, ειδικά σε περιπτώσεις μεταβολής στις υπάρχουσες επιχειρησιακές ή οικονομικές συνθήκες. Παρόλα αυτά, υπάρχει μια χρηματοοικονομική ευελιξία, όμως σε μικρότερο βαθμό, η οποία υποστηρίζει την ανταπόκριση στις χρηματοοικονομική ευελιξία η οποία υποστηρίζει την ανταπόκριση στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις.

B: Υψηλό κερδοσκοπικό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας. Αποτυπώνει την ύπαρξη κινδύνου παράλληλα με ένα περιορισμένο περιθώριο ασφάλειας. Οι χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις καλύπτονται, όμως η ικανότητα για συνεχείς πληρωμές μπορεί πολύ εύκολα να επηρεαστεί από την επιδείνωση του επιχειρηματικού ή οικονομικού περιβάλλοντος.

CCC: Υψηλό επίπεδο πιστωτικού κινδύνου. Αποτυπώνει πολύ υψηλή πιθανότητα κινδύνου.

CC: Πολύ υψηλό επίπεδο κινδύνου. Κάποιο είδος κινδύνου είναι σχεδόν βέβαιο.

C: Υψηλότετα επίπεδα πιστωτικού κινδύνου. Ο κίνδυνος είναι αναπόφευκτος. Αφορά σε περιπτώσεις κατά τις οποίες ο, υπό αξιολόγηση, οργανισμός έχει εισέλθει σε μια περίοδο μη πληρωμών, ή διαπραγματεύεται συμφωνίες σχετικά με τον τρόπο ανταπόκρισης σε χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις του ή θεωρείται ότι θα εισέλθει γρήγορα σε κατάσταση αξιολόγησης «RD» ή «D».

RD: Μικρή έκταση πρόβλημα. Ο, υπό αξιολόγηση, οργανισμός δεν μπόρεσε να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, που αφορούν σε ομόλογα, δάνεια ή άλλου είδους χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, χωρίς όμως να περιέλθει σε κατάσταση χρεοκοπίας, ρευστοποίησης κ.λπ χωρίς να πάψει την επιχειρηματική του δραστηριότητα.

D: Ύπαρξη προβλήματος. Η, υπό αξιολόγηση, μονάδα περιήλθε σε κατάσταση χρεοκοπίας, ρευστοποίησης κλπ και χρειάστηκε να διακόψει την επιχειρηματική της δραστηριότητα.

R: Η επιχείρηση είναι υπό επιτήρηση για την χρηματοοικονομική της κατάσταση.

NR: Δεν έχει βαθμολογηθεί.

Για να αποκτηθεί μεγαλύτερη ευχέρεια στις βαθμολογίες τους οι οίκοι, χρησιμοποιούν από την κλίμακα "AA" έως "CCC" τα πρόσσημα (+) και (-).

Εικόνα 5 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΩΝ

S&P	Ποιοτική Κλίμακα Αξιολόγησης		Αριθμητική Κλίμακα
	Moody's	Fitch Ratings	
AAA	Aaa	AAA	1
AA+	Aa1	AA+	2
AA	Aa2	AA	3
AA-	Aa3	AA-	4
A+	A1	A+	5
A	A2	A	6
A-	A3	A-	7
BBB+	Baa1	BBB+	8
BBB	Baa2	BBB	9
BBB-	Baa3	BBB-	10
BB+	Ba1	BB+	11
BB	Ba2	BB	12
BB-	Ba3	BB-	13
B+	B1	B+	14
B	B2	B	15
B-	B3	B-	16
CCC+	Caa1	CCC	17
CCC	Caa2	CC	18
CCC-	Caa3	C	19
CC	Ca	RD	20

Σημειώσεις: Κλίμακες πιστοληπτικής αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους χωρών σε εγχώριο νόμισμα των οίκων S&P, Moody's και Fitch Ratings.
 ΠΗΓΗ: Bloomberg

Πηγή: Πανοπούλου, Κ. και Τσούμας, Χ. (2011), «Οι Απόψεις των Οίκων Αξιολόγησης και οι Αγορές».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5.2: Βραχυπρόθεσμη κλίμακα βαθμολόγησης⁵³

Καλύπτει χρονικό ορίζοντα μέχρι 13 μηνών για εταιρικές και δομημένες υποχρεώσεις και ορίζοντα 36 μηνών για υποχρεώσεις των δημόσιων χρηματοοικονομικών αγορών στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Το παράδειγμα που ακολουθεί αφορά τους δείκτες τις Fitch:

F1: - Υψηλότετη Βραχυπρόθεσμη Πιστοληπτική Ικανότητα. Αποτυπώνει την μεγαλύτερη δυνατή ικανότητα για ανταπόκριση σε βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις.

F2: - Καλή Βραχυπρόθεσμη Πιστοληπτική Ικανότητα. Αποτυπώνει την καλή ικανότητα ανταπόκρισης σε βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις.

F3: - Ικανοποιητική Βραχυπρόθεσμη Πιστοληπτική Ικανότητα.

B: - Κερδοσκοπικό Επίπεδο Βραχυπρόθεσμης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Ελάχιστη ικανότητα ανταπόκρισης σε χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις συν αυξημένη έκθεση σε μεταβολές του επιχειρηματικού και οικονομικού περιβάλλοντος.

C: - Υψηλός βραχυπρόθεσμος Κίνδυνος. Αποτυπώνει υψηλή πιθανότητα κινδύνου.

RD: - Μικρής Έκτασης Πρόβλημα. Η, υπό αξιολόγηση, μονάδα καλύπτει μερικές μόνο από τις συνολικές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της.

D: - Ύπαρξη Προβλήματος. Μη κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5.3: Οι Όροι INVESTMENT και SPECULATIVE GRADE⁵⁴

Είναι κάποιοι χαρακτηρισμοί ορισμένων βαθμίδων των βαθμολογικών κλιμάκων των οίκων αξιολόγησης. Ο όρος ‘investment grade’ χρησιμοποιήθηκε αρχικά για επενδύσεις που είναι κατάλληλες για χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όμως στη συνέχεια ο όρος αυτός χρησιμοποιήθηκε ευρέως για αξιολογήσεις που εντάσσονται στις τέσσερις ανώτερες κατηγορίες και κρίνονται άξιες για ασφαλείς επενδύσεις.

Ο όρος ‘speculative grade’ αφορά τα χρεόγραφα που αξιολογήθηκαν με BB και πιο χαμηλά. Τα ομόλογα αυτά είναι γνωστά και ως ‘junk bonds’ και σε αυτή την κατηγορία εντάσσονται οι οφειλέτες που έχουν μεγάλη πιθανότητα να αθετήσουν τις πληρωμές των χρεών

⁵³ Μητσοπούλου, Σ. (2011), *Υποδείγματα Μέτρησης Πιστωτικού Κινδύνου στα Πλαίσια της Διεθνούς Βιβλιογραφίας και η Περίπτωση των Ελληνικών Τραπεζών*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ.56-57.

⁵⁴ Standard and poor’s (2006), “Corporate Ratings Criteria”, http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/thompsnt/html/d42/pdf/corporateratings_2006.pdf, [α-ντλήθηκε 10/03/15].

τους. Πολλοί επενδυτές αναζητούν χρεόγραφα με αυτόν τον χαρακτηρισμό επειδή έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις παραβλέποντας όμως τον μεγαλύτερο κίνδυνο αθέτησης.

Ο παρακάτω πίνακας-5 αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ μακροχρόνιας και βραχυχρόνιας κλίμακας αξιολόγησης σε όλους τους μεγάλους οίκους αξιολόγησης.

Πίνακας 5 ΣΥΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ-ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΩΝ

Moody's		S&P		Fitch			
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime	
Aa1		AA+		AA+		High grade	
Aa2		AA		AA		High grade	
Aa3		AA-	AA-	High grade			
A1		A+	A+	High grade			
A2	P-2	A	A-1	A	F1	Upper medium grade	
A3		A-	A-2	A-	F2	Upper medium grade	
Baa1		BBB+	BBB+	Upper medium grade			
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Lower medium grade	
Baa3		BBB-		BBB-		Lower medium grade	
Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	Non-investment grade speculative	
Ba2		BB		BB		Non-investment grade speculative	
Ba3		BB-		BB-		Non-investment grade speculative	
B1		B+		B+		Highly speculative	
B2		B		B		Highly speculative	
B3		B-	B-	Highly speculative			
Caa1		CCC+	C	CCC	C	Substantial risks	
Caa2		CCC				Extremely speculative	
Caa3		CCC-				Extremely speculative	
Ca		CC				Default imminent with little prospect for recovery	
C	C	D	/	/	/	In default	
/	D						DD
/	D						D

Πηγή: www. palmettobay - fl. gov.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5.4:Κλίμακα βαθμολόγησης ανάκτησης (Recovery ratings)⁵⁵

Η Fitch ήταν η πρώτη που δημιούργησε την κλίμακα αξιολόγησης ανάκτησης Recovery Ratings για να προσφέρει στους επενδυτές μια ολοκληρωμένη και συστηματική προσέγγιση μέτρησης των πρωταρχικών παραγόντων πιστωτικού κινδύνου, δηλαδή την πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης και την ποσοστιαία ζημία σε περίπτωση αθέτησης. Αυτές οι καινοτόμες και πρωτοπόρες αξιολογήσεις παρέχουν διαφάνεια και προοπτική μέσω ολοκληρωμένων εκτιμήσεων κινδύνου των αξιολογηθέντων οντοτήτων και των ανεξόφλητων εκδόσεων τους. Για τις οντότητες που έχουν βαθμολογηθεί με «B+» και κάτω η Fitch δίνει αξιολογήσεις ανάκτησης χρησιμοποιώντας μια κλίμακα από «RR1» έως «RR6».

⁵⁵ Τζανάκη, Ε. (2007), *Αποτίμηση Πιστωτικού Κινδύνου & Ανάλυση Εταιρειών με τη βοήθεια Οικονομικών Καταστάσεων και Χρηματοοικονομικών Δεικτών για τη Συμπεριφορά Μετοχών υπό Αναστολή Διαπραγματεύσεως του Χρηματιστηρίου Αθηνών*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά, σελ.57.
Σελίδα | 54

Αξιολογήσεις ανάκτησης έχουν δοθεί παγκοσμίως στους τομείς των επιχειρήσεων, των χρηματοοικονομικών οργανισμών, των ασφαλιστικών εταιρειών, κ.ά. Οι αξιολογήσεις αυτές θέτουν νέες βάσεις στην ανάλυση πιστωτικού κινδύνου και αποδεικνύουν την δέσμευση των οίκων να παρέχουν στους επενδυτές αξιόπιστα εργαλεία ανάλυσης. Στον παρακάτω πίνακα ακολουθεί η κλίμακα ανάκτησης της Fitch και ακολουθούν οι αντίστοιχες κλίμακες και από τους άλλους δυο μεγάλους οίκους .

Πίνακας 6 ΚΛΙΜΑΚΑ ΑΝΑΚΤΗΣΗΣ FITCH

Αξιολόγηση ανάκτησης	Προοπτικές ανάκτησης σε περίπτωση αθέτησης	Ποσοστά ιστορικού ανάκτησης
RR1	Εξαιρετική	91-100%
RR2	Πολύ καλή	71-90
RR3	Καλή	51-70
RR4	Μέτρια	31-50
RR5	Κάτω του μετρίου	11-30

Πηγή: Διπλωματική εργασία Ελένης Τζανάκη 2007

Πίνακας 7 ΚΛΙΜΑΚΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΑΠΩΛΕΙΑΣ ΤΗΣ MOODY'S

Assessments	Loss range
LGD1	≥ 0% and < 10%
LGD2	≥ 10% and < 30%
LGD3	≥ 30% and < 50%
LGD4	≥ 50% and < 70%
LGD5	≥ 70% and < 90%
LGD6	≥ 90% and ≤ 100%

Πηγή: Moody's Ratings Symbols and Definitions 2009.

RECOVERY RATINGS, RANGES & ISSUE RATINGS FOR SPECULATIVE-GRADE ISSUERS

Recovery Rating	Description of Recovery	Recovery Range
1+	Highest expectation, full recovery	100%
1	Very high recovery	90 - 100%
2	Substantial recovery	70 - 90%
3	Meaningful recovery	50 - 70%
4	Average recovery	30 - 50%
5	Modest recovery	10 - 30%
6	Negligible recovery	0 - 10%

Πηγή: Standard & Poor's, Corporate ratings methodology 2014.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.6: ΧΡΗΣΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ

Οι αναλύσεις των οίκων είναι αναγνωρισμένες θετικά, από την πλειοψηφία των επενδυτών ανεξάρτητα από το επενδυτικό προφίλ τους και τις γνώσεις τους πάνω στις χρηματοοικονομικές θεωρίες, γιατί μπορούν να διαβαστούν εύκολα και επειδή κυριαρχεί η άποψη ότι τα αποτελέσματα των αναφορών είναι αμερόληπτα. Η λειτουργία των συγκεκριμένων οργανισμών είναι αλληλένδετη με την εμπιστοσύνη που θα δημιουργήσουν στους επενδυτές οι οποίοι δεν γνωρίζουν πλήρως την χρηματοοικονομική κατάσταση όλων των εκδοτών χρεογράφων. Παρακάτω γίνεται μία συνοπτική αναφορά της χρήσης των πιστωτικών εκτιμήσεων από τους συμμετέχοντες στην αγορά.

- Άμεσα ενδιαφερόμενοι:⁵⁶

Εκδότες χρεογράφων: Οι πιστωτικές εκτιμήσεις τους διευκολύνουν στο να πετύχουν πρόσβαση σε κεφάλαιο με χαμηλότερο κόστος, δηλαδή στην ικανοποίηση της ανάγκης της εταιρίας για εξωτερική χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές διασφαλίζονται τόσο για τους αναλαμβανομένους κινδύνους, όσο και για την αξιοπιστία των εκδοτών απέναντι στις υποχρεώσεις τους. Σημειώνουμε ότι η απόδοση που θα δοθεί από τα συγκεκριμένα χρεόγραφα είναι συνάρτηση της βαθμολογίας των οίκων. Στις μέρες μας είναι πολύ δύσκολο, αν όχι αδύνατο να εκδοθούν χρεόγραφα σε μεγάλες διεθνείς αγορές κεφαλαίου, χωρίς την αξιολόγηση ενός διεθνούς γνωστού οίκου όπως τους Moody's, του S&P και σε λιγότερο βαθμό του Fitch. Επιπλέον, η εμπορική επιτυχία ενός χρεογράφου εξαρτάται κατά πολύ από την βαθμολογία που έχει δοθεί στην εταιρία ή στο χρεόγραφο.

⁵⁶ IOSCO (2003), "Report on activities of credit rating agencies", <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>, σελ.6-8, [αντλήθηκε 11/03/15].

Θεσμικοί επενδυτές: Μεταξύ των μεγαλύτερων αγοραστών τίτλων υπάγονται οι θεσμικοί επενδυτές και άλλες «buy-side» εταιρίες (π.χ. ασφαλιστικές), οι οποίες αν και διεξάγουν την δική τους πιστωτική ανάλυση για εκδότες και αξιόγραφα, χρησιμοποιούν σε ένα μεγάλο βαθμό τις βαθμολογίες των οίκων. Σε αυτό συντελεί η ανάγκη συμμόρφωσης σε ρυθμιστικές απαιτήσεις, περιορισμούς ή επενδυτικούς κανονισμούς που απαιτούν από τις εταιρίες τη χρήση πιστωτικών εκτιμήσεων.

Brokers – Dealers: Πρόκειται για sell – side εταιρίες που συστήνουν και πουλάνε αξιόγραφα σε πελάτες. Βέβαια διεξάγουν έρευνα σε θέματα διαχείρισης κινδύνου και εμπορικών συναλλαγών ως αυτόνομες εταιρίες, αλλά παράλληλα χρησιμοποιούν βοηθητικά τις αξιολογήσεις των οίκων για επικύρωση των δικών τους εκτιμήσεων.

Ρυθμιστές: Χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο και σε πιο επίσημο επίπεδο οι ανάλυσεις των οίκων σε πολλές εφαρμογές. Ειδικότερα, χρησιμοποιούνται για τον καθαρισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων σε τράπεζες και χρηματοδοτικούς οργανισμούς. Η πιο επίσημη επικύρωση έγινε με την προτροπή της Επιτροπής της Βασιλείας στα πλαίσια της Νέας Συμφωνίας – Basel II, η οποία πρότεινε στα πιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν εκτιμήσεις από οίκους αξιολόγησης για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής τους επάρκειας.

Ιδιωτικές Συμβάσεις: Η πιο γνωστή χρήση σε ιδιωτικές συμβάσεις είναι αυτή των «rating triggers» στις οποίες οι δανειστές έχουν το δικαίωμα να επιταχύνουν την αποπληρωμή των δανείων αν οι αξιολογήσεις για τους τίτλους των δανειζόμενων μειωθούν κάτω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο.

➤ Έμμεσα ενδιαφερόμενοι:⁵⁷

Οι προμηθευτές πρώτων υλών ή προϊόντων της εταιρείας, που προβαίνει στην έκδοση ομολογιακού δανείου, ενδιαφέρονται να γνωρίσουν τον βαθμό στον οποίο η αξιολογούμενη εταιρεία μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της αφού αυτό επηρεάζει την εισπραξιμότητα των απαιτήσεων τους και γενικότερα τον ταμειακό σχεδιασμό τους.

Οι καταναλωτές των υπηρεσιών ή των προϊόντων της εταιρείας αφού ο βαθμός στον οποίο η αξιολογούμενη εταιρεία μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις επηρεάζει την συνέχιση της διάθεσης της υπηρεσίας ή του προϊόντος αλλά και της ικανοποίησης των υποχρεώσεων που συνδέονται με τις παρασχεθείσες εγγυήσεις προς τους πελάτες.

⁵⁷ Παπαδόπουλος, Δ.(2014), «Οίκοι Πιστοληπτικής Ικανότητας: Διαμεσολαβητικοί Οργανισμοί Αξιόπιστης Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης κι ο ρόλος τους στην έκδοση ομολογιακών δανείων με δημόσια εγγραφή», *E-MAGAZINE by Epsilon*, 2014 (3), σελ. 117.

Οι υπάρχοντες ανταγωνιστές της εταιρείας επιθυμούν να γνωρίσουν εάν η αξιολογούμενη εταιρεία κατατάσσεται στην διαβάθμιση του χαμηλού κινδύνου (οπότε έχει εύκολη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου με χαμηλό κόστος) ή στην διαβάθμιση του υψηλού πιστωτικού κινδύνου (οπότε έχει δύσκολη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου με υψηλό κόστος χρηματοδότησης) προκειμένου να διαμορφώσουν την ανταγωνιστική στρατηγική τους. Π.χ. η ανταγωνιστική στρατηγική στην δεύτερη περίπτωση (διαβάθμιση υψηλού πιστωτικού κινδύνου) θα μπορούσε να είναι αυτή της ηγεσίας κόστους-επίτευξη χαμηλότερου κόστους με ίδια ποιότητα έναντι των ανταγωνιστών-η υλοποίηση της οποίας θα απαιτούσε σημαντικές επενδύσεις των οποίων η χρηματοδότηση δεν μπορούσε να εξασφαλισθεί από την αξιολογούμενη εταιρεία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.7: Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ

Είναι σίγουρο πως για να λειτουργήσει μια αγορά χρειάζεται πληροφόρηση. Οι επενδυτές αποζητούν αξιόπιστες πληροφορίες και οι εκδότες κεφαλαίου έχουν κίνητρο να δίνουν σωστές πληροφορίες για να μειώνουν την αβεβαιότητα καταργώντας, όσο το δυνατόν γίνεται, τη λεγόμενη «ασυμμετρία» πληροφοριών που υπάρχει στις τέλει αγορές. Επίσης, είναι γνωστό από τη θεωρία χαρτοφυλακίου ότι για τον επενδυτή με καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο παράγοντες όπως ο μη συστηματικός κίνδυνος δεν έχουν μεγάλη σημασία. Όμως για έναν επενδυτή με λιγότερο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο πληροφορίες, για τον μη συστηματικό κίνδυνο, αποκτούν αξία.

Η αξιολόγηση των επιχειρήσεων και της διοίκησής τους καθώς και των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά είναι δύσκολη και δαπανηρή διαδικασία. Τα μεμονωμένα άτομα δεν έχουν το χρόνο και τις δυνατότητες για τη συλλογή και επεξεργασία των απαραίτητων πληροφοριών. Κατά συνέπεια, οι αποταμιευτές είναι διστακτικοί να επενδύσουν σε δραστηριότητες που υπάρχει περιορισμένη και ανεπαρκής πληροφόρηση. Έτσι, το υψηλό κόστος πληροφόρησης μπορεί να αποτρέπει την καλύτερη αξιοποίηση των κεφαλαίων. Το κόστος άντλησης πληροφορίας ωθεί στη δημιουργία φορέων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης και κατά περίπτωση στους οίκους αξιολόγησης.

Με την λειτουργία τους ,ελαχιστοποιείται το κόστος άντλησης των πληροφοριών και διευκολύνεται η ροή τους σχετικά με τις επενδυτικές ευκαιρίες, κάτι που τελικά βελτιώνει την κατανομή των πόρων, με σημαντικές θετικές επιδράσεις στην οικονομική ανάπτυξη.⁵⁸

⁵⁸ Λώλος, Σ. (2007), *Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και Οικονομική Ανάπτυξη*, Αθήνα: Πάντειο Πανεπιστήμιο, σελ.5.

Σύμφωνα με τον (Δημήτριο Λ. Παπαδόπουλο:2011)⁵⁹, η Ανάπτυξη όπως γίνεται καθολικά αποδεκτό, είναι το μόνο και ασφαλές αντίδοτο για την έξοδο της χώρας μας, αλλά και των υπόλοιπων χωρών της ΕΕ, από τη σημερινή οικονομική κρίση. Όμως η ανάπτυξη απαιτεί χρηματοδότηση, η οποία εξαρτάται από την αποτελεσματική λειτουργία των χρηματοδοτικών αγορών. Αυτό σημαίνει ότι τα σε στενότητα ευρισκόμενα κεφάλαια θα πρέπει να κατευθυνθούν – επενδυθούν σε επιχειρηματικές ιδέες που δημιουργούν αποδοτικότητα – αξία. Θεμελιώδης προϋπόθεση για τον εντοπισμό τους η ύπαρξη πληροφόρησης.

Αξιόπιστης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για τον εντοπισμό των επιχειρηματικών οντοτήτων που κάνουν την καλύτερη (βέλτιστη) χρησιμοποίηση για τους προσφέροντες τα κεφάλαια και το κοινωνικό σύνολο γενικότερα. Η παροχή αξιόπιστης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης σχετικά με την επιτυχία ή αποτυχία της επιχειρηματικής δραστηριότητας αποτελεί ένα σημαντικό κρίκο μεταξύ των προμηθευτών (αποταμιευτών) κεφαλαίων και των επιχειρηματιών που χρησιμοποιούν αυτά τα κεφάλαια.

Επιπλέον η αξία πληροφόρησης διαμέσου της βαθμολόγησης είναι καίριας σημασίας καθώς δίνει στον εκδότη την ευκαιρία να χρηματοδοτήσει το χρέος του με μικρότερο κόστος. Μία ευνοϊκή βαθμολόγηση χαμηλού κινδύνου θα μειώσει το ύψος του επιπρόσθετου ποσοστού απόδοσης που θα απαιτεί ο επενδυτής-ομολογιούχος προκειμένου να αποκτήσει την συγκεκριμένη ομολογία επειδή αυτή θα είναι αρκετά ελκυστική.⁶⁰

Συνεπώς μπορούμε να συνοψίσουμε τα οφέλη της αξίας πληροφόρησης που προσφέρουν οι οίκοι αξιολόγησης ως εξής:

- Μείωση κόστους πληροφόρησης και ασυμμετρίας πληροφοριών.
- Βέλτιστη αξιοποίηση κεφαλαίων με τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών.
- Μείωση κόστους δανεισμού των εκδοτών (σε περίπτωση ευνοϊκής βαθμολόγησης).
- Βελτίωση κατανομής πόρων και οικονομικής ανάπτυξης

⁵⁹ Παπαδόπουλος, Δ. (2011), «Η Συμβολή των Διαμεσολαβητικών Οργανισμών Πληροφόρησης στον Εντοπισμό Αποδοτικών Επενδυτικών Ευκαιριών», *Επιστημονικό Μάρκετινγκ*, (Ιούλιος – Αύγουστος 2011), σελ. 74-81.

⁶⁰ Παπαδόπουλος, Δ.(2014), «Οίκοι Πιστοληπτικής Ικανότητας: Διαμεσολαβητικοί Οργανισμοί Αξιόπιστης Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης κι ο ρόλος τους στην έκδοση ομολογιακών δανείων με δημόσια εγγραφή», *E-MAGAZINE by Epsilon*, 2014 (3), σελ. 117.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΒΑΣΙΛΕΙΑ Ι,ΙΙ ΚΑΙ ΙΙΙ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.1:ΒΑΣΙΛΕΙΑ-Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ

Η τραπεζική εποπτεία έχει μακρά ιστορία, ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου στις αρχές του αιώνα αποτέλεσε σημαντικό τομέα άσκησης πολιτικής. Κύριο χαρακτηριστικό της ήταν ότι κάθε ρυθμιστική παρέμβαση αποτελούσε αντίδραση σε κάποια σημαντική διεθνή τραπεζική κρίση. Το 1974 συστάθηκε η Επιτροπή Βασιλείας με μέλη της τις κεντρικές τράπεζες και άλλες εποπτικές αρχές από τα κράτη-μέλη του “Group of ten” τα οποία ήταν η ΗΠΑ, η Γερμανία, η Γαλλία, η Μεγάλη Βρετανία, ο Καναδάς, η Ολλανδία, η Ιταλία, η Ελβετία, το Λουξεμβούργο, η Ισπανία, η Σουηδία και το Βέλγιο.

Σήμερα τα μέλη της Επιτροπής προέρχονται από την Αυστραλία, το Βέλγιο, τη Βραζιλία, τον Καναδά, την Κίνα, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ινδία, την Ιταλία, την Ιαπωνία, την Κορέα, το Λουξεμβούργο, το Μεξικό, τις Κάτω Χώρες, τη Ρωσία, την Ισπανία, τη Σουηδία, την Ελβετία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η Επιτροπή συνεδριάζει τακτικά τέσσερις φορές ετησίως, ενώ διαθέτει και τέσσερις υποεπιτροπές που συνεδριάζουν επίσης σε τακτά διαστήματα.

Δεν είναι διεθνής οργανισμός, αλλά μια οργάνωση χωρίς νομική προσωπικότητα που λειτουργεί με την υποστήριξη της γραμματείας της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements), η οποία εδρεύει στην πόλη της Ελβετίας. Οι κανόνες που περιέχονται στις εκθέσεις της δεν έχουν νομική δεσμευτικότητα, αλλά αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές καλής πρακτικής. Οι στόχοι της Επιτροπής της Βασιλείας είναι:

- Η διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Η διαμόρφωση ισοδυνάμων όρων ανταγωνισμού, κυρίως σε διεθνές επίπεδο, τόσο μεταξύ των διεθνώς δραστηριοποιημένων τραπεζών, όσο και μεταξύ των τραπεζών και των επενδυτικών εταιρειών.

Μολονότι οι κανόνες που θεσπίζει η Επιτροπή της Βασιλείας δεν έχουν εξαναγκαστικό χαρακτήρα, η επιρροή του έργου της είναι ιδιαίτερα σημαντική και εκτός του κύκλου των νομισματικών και εποπτικών αρχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή της. Επιπλέον, το έργο της έχει καθοριστική επίδραση στη διαμόρφωση του κανονιστικού πλαισίου που αφορά την προληπτική εποπτεία των τραπεζών στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά και κατ’ εξοχήν στη θεματική της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Συγκεκριμένα, τόσο το αρχικό πλαίσιο, όσο

και το πλαίσιο που καθιερώθηκε με το νέο Σύμφωνο, έχει με ελάχιστες εξαιρέσεις, ενσωματωθεί πλήρως στην κοινοτική νομοθεσία. Οι δύο βασικές κοινοτικές πράξεις με τις οποίες επήλθε η ενσωμάτωση του νέου πλαισίου είναι η Οδηγία 2006/48/EK για την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων και η Οδηγία 2006/49/EK για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων και η Οδηγία 2006/49/EK για την

επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Το σύμφωνο για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών υπογράφηκε αρχικά το 1988, τροποποιήθηκε το 1996 (οπότε και συμπεριλήφθηκαν οι κίνδυνοι αγοράς) και τον Ιούνιο 2006 ολοκληρώθηκε η διαδικασία έκδοσης του νέου Συμφώνου Κεφαλαιακής Επάρκειας (Basel II).⁶¹

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.2: ΤΟ ΣΥΜΦΩΝΟ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ I

Βάση του πλαισίου που έχει διαμορφώσει η Επιτροπή της Βασιλείας για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών αποτελεί το Σύμφωνο της Βασιλείας του 1988 (Basel Capital Accord), οι διατάξεις του οποίου αφορούν δύο συναφή θέματα:

- Τη μέθοδο υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων των διεθνών τραπεζών για την κάλυψη έναντι της έκθεσής τους στον πιστωτικό κίνδυνο (και τον κίνδυνο χώρας) από στοιχεία ενεργητικού και εκτός ισολογισμού.
- τον καθορισμό των στοιχείων των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, με τα οποία οι τράπεζες δικαιούνται να εκπληρώνουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου και των κινδύνων αγοράς.

Η πρακτική της Διαχείρισης Κινδύνων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξελίχθηκε ταχύτητα από το τέλος της δεκαετίας του 1970 ως σήμερα. Βασικότερες αιτίες ήταν η απελευθέρωση των αγορών, η αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας των κεφαλαίων, η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών εργαλείων με την εισαγωγή των παραγώγων, καθώς επίσης και η χρήση της τεχνολογίας σε επίπεδο συναλλαγών, αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης κεφαλαίων. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του πιστωτικού κινδύνου προήλθαν, κυρίως, από την έλλειψη σωστής διαχείρισης του δανειακού χαρτοφυλακίου των ιδρυμάτων. Είναι η πρώτη φορά που συνδέεται το ύψος των ιδίων κεφαλαίων με τον πιστωτικό κίνδυνο και καθιερώνεται ο συντελεστής φερεγγυότητας για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου.

⁶¹ Κωνσταντινίδου Ε. (2009), «Βασιλεία II και Τραπεζικό Σύστημα (Μελέτη Περίπτωσης)», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ 6-9

νου. Ως Συντελεστής Φερεγγυότητας ορίζεται ο λόγος των Ιδίων Κεφαλαίων του πιστωτικού ιδρύματος προς τα στοιχεία του Ενεργητικού και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία σταθμισμένα με τον κίνδυνο τους.

Το πρώτο Σύμφωνο της Βασιλείας, γνωστό ως *Βασιλεία I*, εστιάζει στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Συγκεκριμένα, το σύμφωνο αυτό προσδιορίζει τα στοιχεία και την ποιότητα των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών και ομαδοποιεί σε βασικές κατηγορίες τα εντός και εκτός ισολογισμού στοιχεία τους, ανάλογα με τον τεκμηριωμένο πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχουν. Έτσι το Σύμφωνο της Βασιλείας επέβαλλε ένα ελάχιστο ενιαίο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, 8%, και εναρμόνισε για πρώτη φορά το διεθνές εποπτικό σύστημα. Σύμφωνα με το σύμφωνο της Βασιλείας I είναι:

Εποπτικά Κεφάλαια

Πιστωτικός Κίνδυνος + Κίνδυνος Αγοράς

Επιπλέον, πρέπει το παραπάνω κλάσμα να είναι μεγαλύτερο από 8%. Η ύπαρξη υψηλών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας είναι βεβαίως αναγκαία, αλλά όχι και ικανή συνθήκη για την εξασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ποιοτικών χαρακτηριστικών, όπως το καλό μάνατζμεντ και η υγιής δομή της τράπεζας, η ύπαρξη επαρκών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, η ανάπτυξη διαδικασιών χορήγησης δανείων και η συνετή διαχείριση χαρτοφυλακίου, που είναι εξίσου απαραίτητα.

Όμως, η δεκαετία του 1980 χαρακτηρίστηκε από μεγάλη μεταβλητότητα στις παραμέτρους της αγοράς και του συναλλάγματος και ιδιαίτερα στα επιτόκια, με αποτέλεσμα αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Με αφορμή τη νέα χρηματοοικονομική κατάσταση οι εποπτικές αρχές επέκτειναν τους ήδη

υπάρχοντες κανόνες και θέσπισαν νέους δίνοντας περισσότερο έμφαση στην εφαρμογή των κεφαλαιακών απαιτήσεων και στον κίνδυνο αγοράς με την επιβολή του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας. Για το λόγο αυτό, το σύμφωνο της Βασιλείας συμπληρώθηκε προκειμένου να καλύψει με κεφαλαιακές απαιτήσεις και τον κίνδυνο αγοράς.

Στη συνέχεια, στη δεκαετία του 1990 εμφανίστηκαν περιπτώσεις καταστροφικών ζημιών σε πιστωτικά ιδρύματα εξαιτίας κινδύνων που προέρχονταν από ατέλειες του πλαισίου λειτουργίας. Με αφορμή κάποιες χρηματοοικονομικές δυσλειτουργίες και πτωχεύσεις σε πιστωτικά ιδρύματα γεννήθηκε η ανάγκη διαχείρισης ενός πρωτοεμφανιζόμενου τύπου κινδύνου, του λεγόμενου Λειτουργικού Κινδύνου.

Το 1999 η Επιτροπή της Βασιλείας έδωσε στη δημοσιότητα το αναθεωρημένο έγγραφο του 1988 προς σχολιασμό σε θέματα πιστωτικού κινδύνου. Το νέο κείμενο οδήγησε σε συνεχείς διαβουλεύσεις μεταξύ των κεντρικών φορέων. Η βασική μεθοδολογία του πρώτου ανα-

θεωρημένου Συμφώνου της Βασιλείας αφορά άμεσα τα εποπτικά ίδια κεφάλαια. Οι σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου ορίζονται ανά κατηγορία οφειλέτου, δηλαδή μικρότερου πιστωτικού κινδύνου, και είναι οι κεντρικές κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες, ενώ στη συνέχεια ακολουθούν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις. Επίσης, οι σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου έναντι κεντρικών κυβερνήσεων και τραπεζών θα βασίζονται σε διαχωρισμό των κρατών ανάλογα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ. Αυτό σημαίνει ότι τα κράτη μέλη του ΟΟΣΑ θα ανήκουν σε Α' Ζώνη πιστωτικού κινδύνου, ενώ τα λοιπά κράτη θα είναι σε Β' Ζώνη υψηλότερου κινδύνου. Ακόμη, οι βραχυπρόθεσμες διατραπεζικές τοποθετήσεις ορίζονται σε 12 μήνες.

Παρά τα ανωτέρω επιτεύγματα, ο σχεδιασμός του κανόνα κεφαλαιακής επάρκειας του 1988 έλαβε αποκλειστικά υπόψη τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού συστήματος της δεκαετίας του '80. Γι' αυτό και κρίνεται ανεπαρκής για τις ανάγκες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού τομέα του 21ου αιώνα. Πιο συγκεκριμένα, η κριτική εστιάζεται σε τέσσερα κυρίως σημεία:

- Οι τράπεζες μπορούσαν να προσαρμόσουν σταδιακά τη συμπεριφορά τους, ώστε να ικανοποιούν τον κανόνα του Συμφώνου της Βασιλείας, αξιοποιώντας νομικά κενά ή ατέλειες, προβαίνοντας σε arbitrage κεφαλαίων και τιτλοποιώντας επιχειρηματικά δάνεια.

- Η απουσία σοβαρής διαφοροποίησης των κεφαλαιακών απαιτήσεων στον κανόνα του Συμφώνου της Βασιλείας ανάλογα με το ύψος του πιστωτικού κινδύνου αποτελούσε κίνητρο για ορισμένες τράπεζες να επιδίδονται σε δανεισμό υψηλού κινδύνου. Οι σταθμίσεις που προέβλεπε το Σύμφωνο της Βασιλείας του 1988 για τα στοιχεία του ενεργητικού βασίζονταν αποκλειστικά στην έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο. Αγνοούσε, επομένως, άλλες μορφές τραπεζικών κινδύνων, όπως ο κίνδυνος επιτοκίου, ο λειτουργικός κίνδυνος, ο νομικός κίνδυνος κ.λπ.

- Οι κανόνες της Βασιλείας σχεδιάστηκαν για την εποπτεία των δραστηριοτήτων των διεθνών τραπεζών που δραστηριοποιούνται στις βιομηχανικές χώρες. Εντούτοις, η λογική των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας έχει υιοθετηθεί από πολλές χώρες του κόσμου. Ιδιαίτερα στον χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης εφαρμόζεται σε τραπεζικά ιδρύματα και επενδυτικές εταιρείες ανεξάρτητα από το μέγεθός τους. Στον βαθμό ωστόσο που ο τομέας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών γίνεται περισσότερο πολύπλοκος, οι γενικευμένοι κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας καθίστα-

νται αναποτελεσματικοί. Τέλος, οι σταθμίσεις στον κανόνα κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας ήταν αυθαίρετες.⁶²

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3: ΤΟ ΣΥΜΦΩΝΟ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ II

Η συνειδητοποίηση των αδυναμιών του συμφώνου της Βασιλείας I, αλλά και η πίεση της αγοράς οδήγησε στην έναρξη των εργασιών για την αναθεώρησή του από την Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία όφειλε να αναθεωρήσει τις οδηγίες περί κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίες σε αντίθεση με τις συστάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας είναι υποχρεωτικές. Το 2001, η Επιτροπή Βασιλείας

εξέδωσε και νέο έγγραφο, στο οποίο παρουσιάζονται με λεπτομερέστερο τρόπο οι αναθεωρημένες προτάσεις, με προβλεπόμενο χρόνο εφαρμογής το 2004. Η Ευρωπαϊκή Ένωση με τη σειρά της εξέδωσε κείμενο προς σχολιασμό, το οποίο ουσιαστικά στήριζε το έγγραφο της Βασιλείας, αλλά εστίαζε περισσότερο σε θέματα που αφορούσαν αποκλειστικά τη Νομισματική Ένωση και αποτέλεσε βάση για την εναρμόνιση της Βασιλείας

στα πλαίσια της Ευρωζώνης.

Έτσι, στις 26 Ιουνίου 2004 εκδόθηκε το αναθεωρημένο εποπτικό πλαίσιο της Κεφαλαιακής Επάρκειας, το οποίο είναι γνωστό ως *Βασιλεία II* και πρόκειται να εφαρμοστεί πλήρως μέχρι το 2015. Εστιάζει σε τρεις κύριες περιοχές, συμπεριλαμβανομένων των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων, του εποπτικού ελέγχου και της πειθαρχίας της αγοράς, οι οποίες είναι γνωστές ως τρεις πυλώνες. Σκοπός είναι να ενισχυθούν και να εποπτευθούν οι διεθνείς τραπεζικές απαιτήσεις. Οι βασικοί στόχοι του νέου Συμφώνου συνίστανται στα ακόλουθα:

- Να αποδοθεί έμφαση στη διαδικασία εποπτικής εξέτασης και στη διαφάνεια της αγοράς.
- Η επαρκής κάλυψη του συνόλου των χρηματοοικονομικών και μη κινδύνων.
- Η σταδιακή σύγκλιση του ύψους των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων προς το οικονομικό κεφάλαιο των τραπεζών, μέσω της αναγνώρισης από τις εποπτικές αρχές της αποτίμησης του κινδύνου που πραγματοποιούν οι ίδιες οι τράπεζες.

Το νέο σύμφωνο της Βασιλείας απαρτίζεται από τρεις πυλώνες:

I. Ο πρώτος πυλώνας αφορά τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη του πιστωτικού και του λειτουργικού κινδύνου.

⁶² Κωνσταντινίδου Ε. (2009), «*Βασιλεία II και Τραπεζικό Σύστημα (Μελέτη Περίπτωσης)*», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ 9-13

II. Ο δεύτερος πυλώνας αφορά τον καθορισμό του σκοπού στον οποίο αποβλέπει η διαδικασία της αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών από τις εποπτικές αρχές, καθώς και την θέσπιση των γενικών αρχών και κριτηρίων που θα διέπουν την διαδικασία αυτή.

II. Ο τρίτος πυλώνας αφορά την ενίσχυση της πειθαρχίας της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης συγκεκριμένων ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων.

Οι τρεις αυτοί πυλώνες του νέου Συμφώνου είναι αμοιβαίως αλληλοενισχυόμενοι. Αναναμφίβολα, η αποτελεσματικότητα των κανόνων του πρώτου πυλώνα εξαρτάται καθοριστικά από την ικανότητα των εποπτικών αρχών να ελέγχουν την ορθή εφαρμογή τους μέσω των εξουσιών του 2ου πυλώνα. Επίσης, οι αυξημένες υποχρεώσεις γνωστοποίησης στοιχείων του 3ου πυλώνα διαμορφώνουν τα κατάλληλα κίνητρα για τη βελτίωση των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων που αναπτύσσουν οι τράπεζες.

Τέλος, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, όπως είπαμε και παραπάνω, αντιπροσωπεύει την αναλογία μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας και των στοιχείων του ενεργητικού (εντός και εκτός ισολογισμού), τα οποία έχουν αντισταθμιστεί ανάλογα με τον κίνδυνο που έχει αποφασιστεί ότι τους αντιστοιχεί. Σύμφωνα με το νέο σύμφωνο της Βασιλείας II υπολογίζεται ως εξής:

Εποπτικά Κεφάλαια

Πιστωτικός κίνδυνος+ Κίνδυνος αγοράς+ Λειτουργικός κίνδυνος⁶³

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3.1:Οι Στόχοι της Βασιλείας II

Ο βασικός στόχος πίσω από την αναθεώρηση της Βασιλείας I είναι η ανάπτυξη ενός πλαισίου που ωθεί στην εξυγίανση και τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, χωρίς ανεξέλεγκτες ανταγωνιστικές τάσεις μεταξύ των διεθνών τραπεζών. Διατηρώντας τα στοιχεία κλειδιά της Βασιλείας I, το αναθεωρημένο πλαίσιο παρέχει μια σειρά των προαιρετικών δυνατοτήτων, για τις κύριες απαιτήσεις, τον πιστωτικό κίνδυνο και το λειτουργικό κίνδυνο, που επιτρέπει στις τράπεζες να χρησιμοποιούν τις προσεγγίσεις που είναι κατάλληλες για τις διαδικασίες τους.

Υπό τη Βασιλεία II, οι εθνικές αρχές θα είναι ελεύθερες να υιοθετήσουν τις ρυθμίσεις που θέλουν. Η Επιτροπή της Βασιλείας έχει δηλώσει ότι η Βασιλεία II δεν στοχεύει στην αλλαγή του διεθνούς επιπέδου κεφαλαίου στη τραπεζική βιομηχανία, αλλά μάλλον στη δημι-

⁶³ Δέλλης, Μ.Α. (2010), «Η επιτροπή της Βασιλείας και Κίνδυνος της Αγοράς», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πατρών, σελ 21-23.

ουργία ενός κινήτρου που θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να υιοθετήσουν "καλύτερες πρακτικές" για τη διαχείριση κινδύνων. Μερικοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι η Βασιλεία II έχει σχεδιαστεί, για να ενθαρρύνει τις αποτελεσματικότερες και περιεκτικότερες πρακτικές διαχείρισης κινδύνου και για να παρέχει στους επόπτες και την αγορά τα ακριβέστερα μέτρα, για να διασφαλιστεί η επάρκεια των τραπεζών και να μειωθεί το επίπεδο του κινδύνου.

Έτσι, η Βασιλεία κρατά το ρόλο της, που είναι αφενός η διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, η διαμόρφωση ισοδύναμων όρων ανταγωνισμού, κυρίως σε διεθνές επίπεδο μεταξύ των διεθνώς δραστηριοποιούμενων τραπεζών και αφετέρου μεταξύ των τραπεζών και των επενδυτικών εταιριών, η κατανομή αρμοδιοτήτων και η συνεργασία εποπτικών αρχών η προώθηση μεθόδων προληπτικής εποπτείας τραπεζών και χρηματοπιστωτικών ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων, αλλά και η διαχείριση κινδύνων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3.2: Χαρακτηριστικά Γνωρίσματα της Βασιλείας II

Τα βασικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα της Βασιλείας II και των διαφορών της από τη Βασιλεία I είναι τα ακόλουθα:

- Η Βασιλεία II περιλαμβάνει ένα περιπλοκότερο πλαίσιο μέτρησης για την επάρκεια των τραπεζών.
- Η Βασιλεία II δεν έχει μόνο την επάρκεια, αλλά και τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνων στο τραπεζικό κλάδο, με την παροχή των σωστών κινήτρων για την καλύτερη συνεργασία και την ενθάρρυνση της διαφάνειας.
- Αντίθετα από τη Βασιλεία I, η Βασιλεία II δίνει μεγάλο βάρος στο λειτουργικό κίνδυνο. Πράγματι η βασική εστίαση της Βασιλείας II βρίσκεται στο λειτουργικό κίνδυνο και όχι στον κίνδυνο της αγοράς ή τον πιστωτικό κίνδυνο.
- Το σύμφωνο της Βασιλείας II παρέχει ένα πιο εύκαμπτο πλαίσιο επάρκειας (με την ικανότητα να εξελιχθεί με την πάροδο του χρόνου), μιας που απεικονίζει με έναν καλύτερο τρόπο τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες και τους ενθαρρύνει να κάνουν τις απαραίτητες βελτιώσεις στην αξιολόγηση του κινδύνου.
- Η Βασιλεία II είναι πιο ευαίσθητη στον κίνδυνο από την Βασιλεία I.
- Σε χώρες που τα επίπεδα του κινδύνου είναι υψηλότερα, πρέπει να εξετάζεται η επιπλέον ανάγκη για καθορισμό μεγαλύτερης κεφαλαιακής επάρκειας, από ότι ορίζει το σύμφωνο. Οι εθνικές αρχές είναι επίσης, ελεύθερες να εφαρμόσουν τα συμπληρωματικά μέτρα της ενέργειας.

➤ Το σύμφωνο της Βασιλείας II σχεδιάστηκε για να εφαρμοστεί στις διεθνώς ενεργές τράπεζες (τράπεζες με τα υποκαταστήματα σε άλλες χώρες).

➤ Μια σημαντική καινοτομία της Βασιλείας II είναι η ευρύτερη χρήση των εσωτερικών μοντέλων για την αξιολόγηση του κινδύνου. Η συμφωνία παρέχει μια σειρά των προαιρετικών δυνατοτήτων για τον πιστωτικό κίνδυνο και τον λειτουργικό κίνδυνο.

Στις διάφορες δημοσιεύσεις της η BCBS εμφανίζει μερικά από τα οφέλη που προκύπτουν από το σύμφωνο της Βασιλείας II:

➤ Βελτίωση του πλαισίου επάρκειας, επειδή καλύπτει τρεις πυλώνες και επειδή παράγει τις ουσιαστικά υψηλότερες προδιαγραφές και ευαισθησία στο κίνδυνο.

➤ Δίνει έμφαση στη διαχείριση κινδύνων και ενθαρρύνει την εσωτερική αξιολόγηση του κινδύνου των τραπεζών.

➤ Η Βασιλεία απαιτεί την κοινοποίηση των βασικών στοιχείων, το οποίο παρέχει τις σημαντικές πληροφορίες στους επενδυτές και τους συμμετόχους για να διαμορφώσουν μια όψη, σχετικά με το κίνδυνο της τράπεζας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3.3: Οι Τρεις Πυλώνες της Βασιλείας II

Στα πλαίσια της Βασιλείας II θεσπίστηκαν τρεις πυλώνες, οι οποίοι έχουν σαν σκοπό, την διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου που προκύπτει από τις δραστηριότητες των Πιστωτικών Ιδρυμάτων. Ο κίνδυνος αυτός είναι δύσκολο να εντοπιστεί και να αντιμετωπιστεί και επιπλέον, αν και η προσπάθεια που γίνεται για την ποσοτική του μέτρηση, σχετικά με τις Κεφαλαιακές Απαιτήσεις είναι σημαντική, είναι δύσκολο να είμαστε βέβαιοι για την πραγματική έκθεση της τράπεζας στο λειτουργικό κίνδυνο.

Ο πρώτος πυλώνας αναφέρεται στις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις (minimum capital requirements) και αποβλέπει στην ευθυγράμμιση των εποπτικών αρχών των κρατών της ομάδας των 10 με τις εποπτικές πρακτικές, οι οποίες εφαρμόζονται από την Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. Ο δεύτερος πυλώνας του συμφώνου της Βασιλείας αναφέρεται στον εποπτικό έλεγχο και στοχεύει στο να ενθαρρύνει την τήρηση υψηλών προδιαγραφών στη διαφάνεια και παρουσίαση των αναλαμβανόμενων κινδύνων. Τέλος, ο τρίτος πυλώνας εισάγει διατάξεις αναφορικά με την παρεχόμενη από τα πιστωτικά Ιδρύματα προς το εξωτερικό πληροφόρηση για το ύψος των αναλαμβανόμενων κινδύνων, τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, έναντι των κινδύνων αυτών και την ακολουθούμενη στρατηγική, προκειμένου μέσω της διαφάνειας (disclosure) να ενισχυθεί η πειθαρχία της αγοράς.

Οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις αποτελούν τη βασική μεθοδολογία, όπως καταγράφεται στο πρώτο Σύμφωνο, με επιπλέον ένα σύνολο προσθηκών και νέων επιλογών. Οι τράπεζες θα είναι σε θέση να εφαρμόσουν και να ακολουθήσουν τους νέους κανόνες, δημιουργώντας ένα εσωτερικό σύστημα μετρήσεως του πιστωτικού κινδύνου, το οποίο θα αναγνωριστεί από τις εποπτικές αρχές. Όσον αφορά στις σταθμίσεις, έναντι κεντρικών κυβερνήσεων και τραπεζών, πλέον βασίζονται στις διαβαθμίσεις εξωτερικών εταιριών πιστοληπτικής αξιολόγησεως. Επίσης, οι διαβαθμίσεις των εξωτερικών εταιριών πιστοληπτικής αξιολόγησεως μπορούν να εφαρμοστούν με ανάλογο τρόπο και στη στάθμιση πιστωτικών κινδύνων που προέρχονται από τον τραπεζικό και επιχειρηματικό χώρο. Επιπλέον, εισάγονται νέοι κανόνες που στο προηγούμενο έγγραφο δεν υπήρχαν και αφορούν την κάλυψη σταθμίσεων επί των τιτλοποιημένων στοιχείων ενεργητικού, καθώς επίσης και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που υπόκεινται σε κεφαλαιακή απαίτηση. Πέρα από τις αλλαγές στη βασική μεθοδολογία έγιναν και νέες ρυθμίσεις, που αφορούν κυρίως την πρόληψη και τη μέτρηση των πιστωτικών κινδύνων. Μέσα από το αναθεωρημένο Σύμφωνο δίνεται η δυνατότητα στα τραπεζικά ιδρύματα να αναπτύξουν εσωτερικά συστήματα αξιολόγησεως του πιστωτικού κινδύνου, σε διάφορα επίπεδα πολυπλοκότητας, ώστε να επιτευχθεί ακριβέστερη στάθμιση κινδύνου με την έγκριση των εποπτικών αρχών.

Πυλώνας 1: Κεφαλαιακές απαιτήσεις (minimum capital requirements)

Σύμφωνα με τον Πυλώνα 1, οι εποπτικές αρχές οφείλουν να παρακολουθούν την επάρκεια των συστημάτων διαχείρισεως κινδύνου, την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησεως, την έκθεση κινδύνων, την κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα, τις λογιστικές αρχές και την ποιότητα κερδοφορίας μιας τράπεζας. Με αυτόν τον τρόπο, θα έχουν την δυνατότητα να επιβάλλουν σε κάθε χρηματοοικονομικό ίδρυμα τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις.

➤ Η κύρια διαφοροποίηση έγκειται στην μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, περιλαμβανόμενης και της εποπτικής αντιμετώπισεως των μέσων και τεχνικών μείωσεως του εν λόγω κινδύνου, καθώς και στην καθιέρωση επιπρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων για το λειτουργικό κίνδυνο. Παρακάτω, παραθέτουμε ένα σχήμα που απεικονίζει τα στοιχεία που μένουν αμετάβλητα και αυτά που αλλάζουν. Για την μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου παρέχονται δύο κύριες εναλλακτικές μέθοδοι:

➤ Η τυποποιημένη μέθοδος (standardised), όπου οι συντελεστές στάθμισεως προσδιορίζονται, με βάση τις διαβαθμίσεις οργανισμών αξιολόγησεως πιστοληπτικής ικανότητας.

➤ Η μέθοδος των εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB), όπου τα Πιστωτικά Ιδρύματα μπορούν με βάση εσωτερικές εκτιμήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των πιστούχων να

εκτιμήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο. Για κάποιες κατηγορίες ανοιγμάτων παρέχονται δύο εναλλακτικές, η βασική προσέγγιση (Foundation) και η εξελιγμένη προσέγγιση (Advanced).

Πυλώνας 2: Διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης (supervisory review process)

Το μέρος αυτό του πλαισίου εισάγει γενικές αρχές τέτοιες ώστε να διασφαλίζεται η κεφαλαιακή επάρκεια των Πιστωτικών Ιδρυμάτων, πέραν των μηχανισμών του πρώτου πυλώνα. Τα πιστωτικά ιδρύματα, θα πρέπει να διαθέτουν σύστημα εκτίμησης κεφαλαιακής επάρκειας και να καθορίζουν τα κεφάλαια που απαιτούνται για την κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Οι εποπτικές αρχές αξιολογούν τους κινδύνους, καθώς και τις διαδικασίες παρακολούθησης και μέτρησης αυτών και δύνανται να απαιτούν πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις στις περιπτώσεις, όπου δεν υπάρχει πλήρης συμμόρφωση με τις διατάξεις του πρώτου πυλώνα ή κάποιοι κίνδυνοι που δεν αντιμετωπίζονται από τον πρώτο πυλώνα, δεν έχουν καλυφθεί επαρκώς με κεφάλαια από τα Πιστωτικά Ιδρύματα. Οι γενικές αρχές που διέπουν το μέρος αυτό του πλαισίου είναι: α) τα Πιστωτικά Ιδρύματα θα πρέπει να έχουν διαδικασία εκτίμησης της συνολικής κεφαλαιακής τους επάρκειας, σε σχέση με τους κινδύνους που αναλαμβάνουν, ανάλογα με τη στρατηγική τους, καθώς επίσης και την ικανότητα τους να παρακολουθούν και να συμμορφώνονται με τις διατάξεις που αφορούν τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, καθώς και να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα, εφόσον δεν είναι ικανοποιημένες με το αποτέλεσμα της σχετικής διαδικασίας.

Στην αναθεωρημένη έκδοση του Συμφώνου Βασιλείας γίνεται η αναφορά των 2 πυλώνων, γιατί η προσέγγιση της κεφαλαιακής επάρκειας μέσω των απλών σταθμίσεων κινδύνου δεν ήταν αρκετή για να ικανοποιήσει τους βασικούς στόχους της Επιτροπής, οι οποίοι είναι η προώθηση της ασφάλειας και της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος. Μια βασική αδυναμία του πρώτου Συμφώνου της Βασιλείας ήταν, ότι οι σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου ήταν απλές, με συνέπεια να υπάρχει ευκαιρία για "arbitrage" επί των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων από μέρους τραπεζών.

Η ελεγκτική διαδικασία επανεξέτασης του πλαισίου δεν προορίζεται μόνο για τη διασφάλιση, ότι οι τράπεζες έχουν επαρκή κεφάλαια για να καλύψουν όλους τους κινδύνους που προκύπτουν από τις δραστηριότητες τους, αλλά και για να ενθαρρύνει τις τράπεζες να αναπτύξουν και να χρησιμοποιούν καλύτερες τεχνικές διαχείρισης των κινδύνων και την παρακολούθησή τους. Η διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης αναγνωρίζει την ευθύνη της διαχείρισης της τράπεζας στην ανάπτυξη μιας εσωτερικής διαδικασίας αξιολόγησης κεφαλαίων και τον καθορισμό των κεφαλαιακών στόχων, ανάλογων με το προφίλ κινδύνου της τράπεζας. Στο πλαίσιο αυτό, η διαχείριση της τράπεζας διαθέτει επαρκή κεφάλαια για την υποστήριξη των κινδύνων της, πέραν των ελάχιστων απαιτήσεων. Όταν ένα πιστωτικό ίδρυμα δεν ικανο-

ποιεί τις απαιτήσεις που τίθενται από το Ν.3601/2007, την Οδηγία 2006/48/EK και τις σχετικές ΠΔ/ΤΕ, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει στη διάθεση της σειρά μέτρων ως ακολούθως:

➤ Στην περίπτωση που έχουν διαπιστωθεί παραβάσεις ή ελλείψεις στην τήρηση του θεσμικού πλαισίου, επιβάλλονται μετά από εισήγηση της Τράπεζας της Ελλάδος, ποινές από την αρμόδια Επιτροπή. Οι ποινές αυτές μπορεί να είναι χρηματικές (πρόστιμα) ή διοικητικού χαρακτήρα, ανάλογα με τη σοβαρότητα της παράβασης. Στις διοικητικές ποινές περιλαμβάνεται ακόμα και η ανάκληση λειτουργίας του πιστωτικού ιδρύματος.

➤ Στην περίπτωση που η Τράπεζα της Ελλάδος αξιολογεί ότι υπάρχει δυσαναλογία, μεταξύ των αναλαμβανομένων επιχειρησιακών κινδύνων και των ΣΕΕ, συμπεριλαμβανομένων των συστημάτων μέτρησης και διαχείρισης κινδύνων, διαμορφώνει το εύρος των διορθωτικών ενεργειών, ώστε να βελτιωθούν τα ΣΕΕ ή να ενισχυθούν τα κεφάλαια, είτε ως μακροπρόθεσμη απαίτηση, είτε ως άμεση ενέργεια.

Πυλώνας 3: Πειθαρχία της Αγοράς(Market discipline)

Ο τρίτος πυλώνας εισάγει διατάξεις, αναφορικά με την παρεχομένη από τα Πιστωτικά Ιδρύματα ως προς την υποχρέωση των τραπεζών να προβαίνουν σε γνωστοποίηση στοιχείων, τόσο ποιοτικού όσο και ποσοτικού χαρακτήρα, με σκοπό την ενίσχυση της επιβαλλόμενης από την αγορά πειθαρχίας προς τους κανόνες ορθής διαχείρισης των κινδύνων. Σκοπός του 3ου πυλώνα είναι να παρέχονται στους συμμετέχοντες οι αναγκαίες πληροφορίες για τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται τα πιστωτικά ιδρύματα και για τις διαδικασίες διαχείρισής τους. Οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης αφορούν σε γενικές γραμμές:

- Τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται τα πιστωτικά ιδρύματα.
- Τις διαδικασίες διαχείρισής τους.
- Την ποιότητα των στοιχείων των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των κινδύνων.

Οι τεχνικές μεταβιβάσεως και οι πρακτικές μετρήσεως των πιστωτικών κινδύνων που προέρχονται από σύνθετα χρηματοοικονομικά εργαλεία, όπως είναι τα credit derivatives, swap options, καθώς επίσης και από τιτλοποιήσεις ενεργητικού, απεικονίζονται πληρέστερα με μεγαλύτερη προσοχή. Παράλληλα αυξάνεται το φάσμα των εξασφαλίσεων έναντι κινδύνων και οι εγγυήσεις έναντι απαιτήσεων.

Οι εποπτικές αρχές μπορεί πλέον να μην επιβάλλουν ειδική κεφαλαιακή απαίτηση για τον επιτοκιακό κίνδυνο του επενδυτικού χαρτοφυλακίου για τις τράπεζες που παρουσιάζουν σημαντικό κίνδυνο λόγω ανοιγμάτων ρευστότητας μεταξύ παθητικού/ενεργητικού, αλλά παρακολουθούν με προσοχή την οικονομική κατάσταση της κάθε τράπεζας. Το σημαντικότερο

γεγονός σχετικά με το νέο πλαίσιο υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων, που προτείνει η Επιτροπή, έχει να κάνει με ειδική κεφαλαιακή απαίτηση έναντι του λειτουργικού κινδύνου, το οποίο θέτει τους νέους κανόνες σε συνεργασία με τους εθνικούς φορείς και τις κεντρικές τράπεζες. Μέσα από το νέο πλαίσιο προβλέπονται ξεχωριστές κεφαλαιακές απαιτήσεις βάσει αντίστοιχων μεθοδολογιών μέτρησης. Η δυσκολία που παρουσιάζεται σχετικά με τον λειτουργικό κίνδυνο είναι ότι δεν είναι εύκολα μετρήσιμος και αναφέρεται σε όλα τα είδη κινδύνων που δεν μπορούν να χαρακτηρισθούν είτε ως κίνδυνοι αγοράς, είτε ως πιστωτικοί κίνδυνοι.⁶⁴

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3.4:Βασιλεία II και Οίκοι Αξιολόγησης⁶⁵

Με τον νέο τραπεζικό νόμο κωδικοποιήθηκε το σύνολο των διατάξεων που αφορούν την εποπτεία, καταργήθηκαν διατάξεις που ισχύουν από το 1931 και ενσωματώθηκαν οι οδηγίες της Βασιλείας II. Στο πλαίσιο της οποίας λειτουργούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αποφασίστηκε η συσχέτιση της κεφαλαιακής επαρκείας των τραπεζών με την νόμιμη αξιολόγηση των επενδυτικών τους τοποθετήσεων. Η σημαντικότερη προσαρμογή του νέου πλαισίου αφορά στην αλλαγή της διαχείρισης των κινδύνων και τον καθορισμό των ελαχίστων κεφαλαιακών υποχρεώσεων. Στο θέμα αυτό, υπήρξαν αντικρουόμενοι στόχοι μεταξύ των καταθετών και της εποπτείας με τα διοικητικά όργανα των τραπεζών, οι όποιοι αποβλέπουν σε όσον το δυνατό μεγαλύτερη απόδοση. Επομένως, μιλάμε για το κίνητρο που έχουν να αναλαμβάνουν περισσότερους κινδύνους.

Παράλληλα, οι Βασιλεία II κινείται προς την κατεύθυνση της προσέγγισης των στόχων των τραπεζών προς αυτούς των εποπτικών αρχών, καθώς αποβλέπει στο να φέρει τις εποπτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις όσον το δυνατόν πλησιέστερα στο οικονομικό κεφάλαιο των τραπεζών. Βασική καινοτομία αποτελεί ο Πυλώνας II, όπως αναφέραμε σε προηγούμενη παράγραφο, με τον οποίο θεσπίζονται υποχρεώσεις τόσο για τα εποπτευόμενα ιδρύματα όσο και για τις ίδιες τις εποπτικές αρχές. Ειδικότερα, σύμφωνα με το πλαίσιο της Βασιλείας II, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που επενδύουν σε χρεόγραφα με υψηλή πιστωτική αξιολόγηση, χρειάζεται να δεσμεύουν χαμηλότερα εγγυητικά κεφάλαια από εκείνα με την χαμηλή πιστωτική αξιολόγηση. Ως εκ τούτου, η αξιολόγηση έχει άμεση σχέση τόσο με την κεφαλαιακή επάρκεια όσο και με τα επιπλέον κεφάλαια που πρέπει να δεσμεύουν οι τράπεζες οι όποιες έχουν ήδη αγοράσει τα ομόλογά της. Τέλος, αξίζει να σημειώσουμε ότι η δύναμη κ ο ρόλος

⁶⁴ Κωνσταντινίδου Ε. (2009), «Βασιλεία II και Τραπεζικό Σύστημα», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ 19-20.

⁶⁵ Κουλούρης, Λ. (2010), « Αξιολόγηση Εταιρειών και Αποδόσεις», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά, σελ 28-33.

που ανατεθεί στους οίκους αξιολόγησης μέσω της συνθήκης της Βασιλείας δείχνουν την εξουσία που πήραν σε σχέση με τον συμβουλευτικό ρολό που είχαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3.5: Από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III

Η νέα συνθήκη της Βασιλείας II αποδεδείχθηκε πως δεν ήταν αρκετή για να αποτρέψει την εκδήλωση της κρίσης που ξεκίνησε το 2007. Η νέα συνθήκη είχε αφητηρία τον Ιανουάριο του 2008, ενώ η κρίση είχε αρχίσει είδη να γιγαντώνεται. Επίσης, η λανθασμένη εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων για την εφαρμογή της συνθήκης της Βασιλείας II ήταν καθοριστικός παράγοντας για την αποτυχία του πλαισίου. Οι τράπεζες είχαν την ευχέρεια και με την νέα συνθήκη, να μπορούν να αποκρύψουν και να παρουσιάσουν τα στοιχεία που αφορούσαν τους κινδύνους και τα κεφάλαια τους με τρόπο, ώστε να μην φαίνονται στο ευρύ κοινό και κυρίως στις εποπτικές αρχές, τα προβλήματα τους. Η δυνατότητα αυτή τους δινόταν με τις ευχέρειες που τους έδινε η Βασιλεία II στον τρόπο υπολογισμού και μέτρησης των κινδύνων τους.

Όπως αναφέρει και η επιτροπή της Βασιλείας ενώ η κεφαλαιακή επάρκεια των περισσότερων τραπεζών ήταν επαρκής, η ποιότητα τους ήταν χαμηλή και με την έναρξη της κρίσης αντιμετώπισαν προβλήματα ρευστότητας, καθώς η απότομη αναστροφή των αγορών στις αγορές ανέδειξε την ταχύτητα με την οποία μπορούν να εξαντληθούν τα αποθέματα ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Επίσης το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο της Βασιλείας II δεν περιείχε κανόνες μακροπροληπτικών πολιτικών για την πρόληψη, τη χρονική διάσταση και τη διάτμηση του συστήματος κινδύνου και όπως αναδείχθηκε με την πρόσφατη κρίση ο συστημικός κίνδυνος υπήρξε εντονότατος. Ενώ αντίθετα το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για την κεφαλαιακή επάρκεια κρίθηκε ότι αποτελεί έναν από τους παράγοντες που εντείνει την προκυκλικότητα, καθώς ωθεί τις τράπεζες:

- Να συμβάλλουν στην περαιτέρω ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης, με την καθιέρωση χαμηλότερων κριτήριων αξιολόγησης στο πλαίσιο χορηγήσεων δάνειων.
- Να περιορίζουν κατά τη διάρκεια της ύφεσης τις χορηγήσεις δάνειων με τη θέσπιση αυστηρότερων κριτήριων.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις δυο πρώτες συνθήκες της βασιλείας συμμετείχαν τα μέλη του G-10 και απουσίαζαν τελείως οι μεγαλύτερες αναπτυσσόμενες οικονομίες που διαδραματίζουν καθοριστικό ρολό πλέον στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έτσι η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και οι παραπάνω αστοχίες που δεν είχαν προβλεφτεί με την Βασι-

λεία II έδωσαν το έναυσμα στην επιτροπή να ξεκινήσει νέες συζητήσεις και να καταλήξει στις 16-10-2010 σε μια νέα έκθεση γνωστή ως Βασιλεία III.⁶⁶

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.4:ΒΑΣΙΛΕΙΑ III

Η επιτροπή της Βασιλείας στις 16 Δεκεμβρίου 2010 δημοσίευσε δυο σημαντικές εκθέσεις με τίτλο:

- Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems
- Basel III: International framework for Liquidity risk measurement, standards and monitoring.

Οι παραπάνω εκθέσεις που σήμερα είναι γνωστές ως Βασιλεία III, αποτελούν την πιο ουσιαστική απάντηση της επιτροπής στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Το νέο πλαίσιο πιστοληπτικής εποπτείας αποτελεί βελτίωση και συμπλήρωση του υφιστάμενου και όχι μια καινούρια συμφωνία, και ως σκοπό έχει την ενδυνάμωση της σταθερότητας του παγκοσμίου τραπεζικού συστήματος κινούμενου προληπτικά σε δυο επίπεδα: μικροοικονομικό και μακροοικονομικό. Κύριος στόχος είναι η επέκταση των βασικών και συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαιακών απαιτήσεων από 8% που ισχύει για το 2015 σε 10,5% το 2019. Ως εναρκτήρια ημερομηνία σταδιακής εφαρμογής των νέων διατάξεων είχε οριστεί η 1η Ιανουαρίου 2013 με στόχο η προσαρμογή των τραπεζών να είναι σταδιακή μέχρι την 1η Ιανουαρίου 2019.⁶⁷

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.5:ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ III ΚΑΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Η Fitch Rating εκτιμά σε έκθεση της, πως με το νέο εποπτικό πλαίσιο, τα 29 παγκόσμια συστημικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (G-SIFI) θα χρειαστούν πρόσθετα κεφάλαια ύψους 566 δισ. δολαρίων για να καλύψουν τους νέους κεφαλαιακούς κανόνες, μέχρι και την πλήρη εφαρμογή του πλαισίου την 1η Ιανουαρίου 2019.

Επίσης, επισημαίνει πως οι εποπτικές αρχές πιθανότατα θα πιάσουν τα πιστωτικά ιδρύματα να πετύχουν τους κεφαλαιακούς τους στόχους νωρίτερα. Ο οίκος εκτιμά πως η Βασιλεία III θα επιφέρει μια μείωση στη μέση απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) των τραπε-

⁶⁶ Δερμέντζογλου, Ι. Χ. (2014), «Τραπεζική Εποπτεία και Βασιλεία III: Μελέτη Περίπτωσης των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», Πανεπιστήμιο Κύπρου, σελ.38-39.

⁶⁷ Γκόρτσος, Χ. (2011), «Βασιλεία 3», στο συλλογικό τόμο Χαρδούβελης, Γ. και Γκόρτσος, Χ. (επιμέλεια), *Η Διεθνής Κρίση, Η Κρίση στην Ευρωζώνη και Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σελ. 522-534.

ζών άνω του 20%. Η μείωση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων θα συμβεί καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα για να αντιμετωπίσουν την έλλειψη κεφαλαίων δεν θα προβούν σε διανομή κερδών προς τους μετόχους τους τα επόμενα έτη. Η πώληση ή εκκαθάριση ανοιγμάτων που υπόκεινται σε υψηλούς συντελεστές στάθμισης σύμφωνα με το νέο πλαίσιο θα αποτελέσει μία ακόμα στρατηγική των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στο άρθρο υποστηρίζεται πως δημιουργούνται κίνητρα στις τράπεζες στο να μετακυλήσουν μέρος του κόστους στους δανειολήπτες, να εντείνουν την αναζήτηση κεφαλαίων μέσω τιτλοποιήσεων, να προβούν σε περαιτέρω μείωση των εξόδων τους καθώς και να αναζητήσουν διέξοδο σε τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος που υπόκεινται σε πιο ήπια ρύθμιση, όπως η «σκιώδη» τραπεζική.

Πολλοί υποστηρίζουν πως η αναμενόμενη μείωση της κερδοφορίας των τραπεζών λόγω της εφαρμογής των νέων διατάξεων δεν είναι σίγουρο πως θα επηρεάσει την αξία των μετοχών των τραπεζών και την απόδοση τους. υπάρχουν ερευνητές που πιστεύουν πως η επικείμενη μείωση των κερδών των πιστωτικών ιδρυμάτων θα επηρεάσει αρνητικά την απόδοση των μετοχών. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν ερευνητές που υποστηρίζουν ότι οι τραπεζικές μετοχές μπορούν να επωφεληθούν από τους υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, εάν η αγορά δείξει μεγαλύτερη έμφαση στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι συγγραφείς αναφέρουν πως και η αγορά ομολόγων δεν θα παραμείνει ανεπηρέαστη από τη Βασιλεία III. Οι τράπεζες στην προσπάθεια τους να ικανοποιούν τους δύο συντελεστές ρευστότητας που θέτει το νέο πλαίσιο, θα στραφούν προς τα πιο ασφαλή ομόλογα, όπως τα κρατικά ομόλογα, τα καλυμμένα με εξασφαλίσεις ομόλογα και τα υψηλής ποιότητας εταιρικά ομόλογα. Οι τράπεζες για να προσελκύουν τους επενδυτές και για να ικανοποιήσουν τους δείκτες ρευστότητας θα προσπαθήσουν να εκδώσουν ομόλογα με εξασφαλίσεις, με απλούστερες δομές και με μεγαλύτερη διαφάνεια.⁶⁸ Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν τον καθοριστικό ρόλο που παίζουν οι οίκοι αξιολόγησης στον προσδιορισμό της κεφαλαιακής επάρκειας αλλά και στην αξιολόγηση της ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα καθώς οι τραπεζικοί οργανισμοί χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις αυτές ως βάση προσδιορισμού. Αυτό φυσικά προσδίδει ένα πολλαπλάσιο εύρος επιρροής στους οίκους αξιολόγησης από ότι τα προηγούμενα χρόνια μετατρέποντας τους σε αναπόσπαστο κομμάτι του σύγχρονου οικονομικού κυκλώματος.

⁶⁸ Δερμέντζογλου Ι. Χ. (2014), «Τραπεζική Εποπτεία και Βασιλεία III: Μελέτη Περίπτωσης των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», Πανεπιστήμιο Κύπρου, σελ 49-51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ IOSCO

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.1:ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ-ΙΔΡΥΣΗ,ΑΠΟΣΤΟΛΗ ΚΑΙ ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ιδρύθηκε ως Ν.Π.Δ.Δ. με το ν. 1969/91 και οργανώθηκε με το ν. 2324/1995, με σκοπό την προστασία των επενδυτών και την εξασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί σημαντικό μοχλό ανάπτυξης της εθνικής οικονομίας. Η Διοίκηση και το προσωπικό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διαθέτουν, εκ του ευρωπαϊκού και ελληνικού νομοθετικού πλαισίου, εχέγγυα λειτουργικής και προσωπικής ανεξαρτησίας για την εκπλήρωση της αποστολής τους. Αποτελεί μία από τις τρεις αρχές που ελέγχουν τις Χρηματοοικονομικές Εταιρίες στην Ελλάδα, οι άλλες δύο είναι η Τράπεζα της Ελλάδος (ελέγχει τις Τράπεζες) και το Υπουργείο Ανάπτυξης (Ελέγχει τις Ασφαλιστικές εταιρίες).

Σύμφωνα με το νόμο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει αποκλειστικά δικούς της πόρους και δεν χρηματοδοτείται από τον Κρατικό Προϋπολογισμό. Ο προϋπολογισμός της Επιτροπής συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομικών. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομικών. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καλείται από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority- ESMA) και λειτουργεί στο πλαίσιο και υπό την αιγίδα της. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου (Management Board) της ESMA και Πρόεδρος της Διαρκούς Επιτροπής για την Ακεραιότητα της Αγοράς (Board Authority Standing Committee –MISC). Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι επίσης μέλος του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) και διά του Προέδρου της είναι μέλος στο ανώτατο όργανο του εν λόγω Οργανισμού (IOSCO Board). Συνάπτει επίσης διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Συμμετέχει επίσης καθοριστικά στη διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου που άπτεται του αντικειμένου της σε εθνικό, ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο συμβάλλοντας ενεργά στις εργασίες του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της ESMA και της IOSCO. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μεταξύ άλλων, εποπτεύει ημεδαπούς και αλλοδαπούς φορείς που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, τους διαχειριστές τους, νέα επενδυτικά σχήματα, τις εισηγμένες εταιρίες ως προς τις υποχρεώσεις διαφάνειας, δημόσιες προτάσεις, εταιρικά

γεγονότα, ενημερωτικά δελτία αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, οικονομικές καταστάσεις, τους μετόχους εισηγμένων εταιριών ως προς την υποχρέωσή τους για δήλωση σημαντικών συμμετοχών και παρακολουθεί και ελέγχει τις συναλλαγές ως προς τη χειραγώγηση αγοράς καθώς και τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες.

Ελέγχει παράλληλα τη συμμόρφωση των εποπτευόμενων προσώπων ως προς το πλαίσιο της αντιμετώπισης της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας. Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και φορείς εκκαθάρισης αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο. Επίσης, παρακολουθεί τις εγχώριες και διεθνείς εξελίξεις και την ερευνητική δραστηριότητα στα θέματα κεφαλαιαγορών, εκπονεί μελέτες όπου κρίνεται σκόπιμο και πιστοποιεί στελέχη της κεφαλαιαγοράς ως προς την επαγγελματική τους επάρκεια. Εξυπηρετεί τους πολίτες και παραλαμβάνει και διερευνά καταγγελίες και παράπονα επενδυτών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις και μέτρα (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας, αναστολή διαπραγμάτευσης εισηγμένων κινητών αξιών, κλπ) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά καθώς και να υποβάλλει μηνυτήριες αναφορές σε περίπτωση σοβαρών ενδείξεων διάπραξης ποινικών αδικημάτων που σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.2:ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΕΠΙΤΡΟΠΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ(IOSCO)

Ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO), είναι ο διεθνής οργανισμός που συγκεντρώνει τις ρυθμιστικές αρχές, παγκόσμιους τίτλους και αναγνωρίζεται ως παγκόσμιο πρότυπο ρυθμιστή για τον τομέα των κινητών αξιών. Η IOSCO επί του παρόντος έχει 209 μέλη (124 τακτικά μέλη) από περισσότερες από 100 χώρες. Το 1998 ξεκίνησε τις εργασίες της σε μια σειρά από σημαντικές πολιτικές που οδήγησαν στο ευρύτερο σύνολο των κατευθυντήριων γραμμών της. Ωστόσο ήταν η 11^η Σεπτεμβρίου 2001 καθώς και μια σειρά μεγάλων παγκόσμιων οικονομικών σκανδάλων όπου κατέστησαν τον οργανισμό τόσο σημαντικό. Στο ετήσιο συνέδριο τον Μάιο του 1999, που πραγματοποιήθηκε στη Λισαβόνα, αποφασίστηκε να έχουν μια μόνιμη έδρα για τη διοικητική Γενική Γραμματεία και έτσι από τότε εδρεύει στην Μαδρίτη. Το 2002 η IOSCO εξέδωσε Πολυμερές Μνημόνιο Συνεργασίας (IOSCO MMoU) το οποίο σχεδιάστηκε για να διευκολύνει τη διασυνοριακή επιβολή και την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ της διεθνούς κοινότητας των Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς. Στη συνέχεια, το 2005, η IOSCO MMoU έγινε το σημείο αναφοράς για τη διεθνή συνεργασία μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών των κινητών αξιών.

Αντικείμενο Εργασιών

Τα μέλη της IOSCO έχουν αποφασίσει μέσω της συμμετοχής τους στα όργανα της IOSCO τα ακόλουθα:

- Την προαγωγή της συνεργασίας για την ανάπτυξη, εφαρμογή και προώθηση διεθνώς αναγνωρισμένων υψηλών προτύπων κανονιστικής ρύθμισης, εποπτείας και έλεγχου συμμόρφωσης και επιβολής κυρώσεων, με σκοπό την προστασία των επενδυτών, την διατήρηση δίκαιων, αποτελεσματικών και διαφανών αγορών και ταυτόχρονα την αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων.
- Την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και την βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης τους στην ακεραιότητα των αγορών κινητών αξιών, μέσω ανταλλαγής πληροφοριών και συνεργασίας και εποπτείας αγορών και διαμεσολαβητών της αγοράς.
- Την ανταλλαγή πληροφοριών σε παγκόσμιο επίπεδο σχετικά με την εμπειρία τους με σκοπό να βοηθήσει την ανάπτυξη των αγορών, να ενισχύσει τις υποδομές της αγοράς και να εφαρμόσει τις κατάλληλες κανονιστικές διατάξεις.
- Την παροχή αμοιβαίας βοήθειας για την προώθηση της ακεραιότητας των αγορών μέσω της ακριβούς εφαρμογής προτύπων και της αποτελεσματικής επιβολής ποινών έναντι των αδικημάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.3: Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ Η IOSCO

Τα μέλη της IOSCO συνέρχονται κάθε χρόνο κατά τη διάρκεια της Ετήσιας Συνόδου για να συζητήσουν ουσιώδη θέματα σχετικά με τις παγκόσμιες αγορές κινητών αξιών και παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συμμετέχει ενεργά ως τακτικό μέλος στις Ετήσιες Συνόδους του Οργανισμού. Το νέο Συμβούλιο αποτελείται από 34 μέλη, δύο περισσότερα από το προηγούμενο Συμβούλιο και αντιπροσωπεύει καλύτερα την γεωγραφική ποικιλομορφία των μελών της IOSCO.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.3.1: Το Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας της IOSCO-Ετήσια Σύνοδος 2014

Το Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας της IOSCO (MMOU) αποτελεί το μέσο με το οποίο οι εποπτικές αρχές κεφαλαιαγοράς μοιράζονται μεταξύ τους σημαντικά εργαλεία ελέγχου, όπως πληροφορίες αναφορικά με τον τελικό δικαιούχο/επενδυτή, δεδομένα συναλλαγών επί κινητών αξιών και παραγώγων, περιλαμβανόμενων στοιχείων από αρχεία τραπεζών και επενδυτικών εταιρειών. Προβλέπει συγκεκριμένα προαπαιτούμενα για την ανταλλαγή πληροφοριών, διασφαλίζοντας ότι καμία ρυθμιστική πρόβλεψη απορρήτου δεν θα εμποδίζει την παροχή συνδρομής μεταξύ εποπτικών αρχών. Στο πλαίσιο της τελευταίας Συνόδου της IOSCO, τα Μέλη συμφώνησαν να συνεχίσουν τις εργασίες τους

για ένα νέο ενισχυμένο Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας της IOSCO για την συνεργασία και την ανταλλαγή πληροφοριών που σταδιακά θα αντικαταστήσει το ισχύον Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας.

Το παρόν Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας, που υιοθετήθηκε το 2002, είχε μεγάλη επιτυχία ενισχύοντας την αποτελεσματικότητα των εποπτικών αρχών στην καταπολέμηση της διασυνοριακής απάτης και παραβατικότητας. Στην παρούσα φάση, 103 μέλη της IOSCO έχουν υπογράψει το Πολυμερές Πρωτόκολλο Συνεργασίας, και περίπου 3.000 ανταλλαγές πληροφοριών έλαβαν χώρα το περασμένο έτος. Η Επιτροπή της Ανάπτυξης και Αναδυομένων Αγορών της IOSCO, η μεγαλύτερη από τις επιτροπές της IOSCO με 90 μέλη, ενίσχυσε την σημασία της ενδυνάμωσης της συλλογικής κανονιστικής αρμοδιότητας, συμπεριλαμβανομένων της διαχείρισης των συστημικών κινδύνων και του σχεδιασμού σχεδίων διαχείρισης κρίσεων.⁶⁹ Η Ετήσια Σύνοδος της IOSCO για το 2014 έγινε στο Ρίο Ντε Τζανέιρο της Βραζιλίας από 28 Σεπτεμβρίου 2014 έως 2 Οκτωβρίου 2014. Η IOSCO στο πλαίσιο της Ετήσιας Συνόδου της επικέντρωσε την προσοχή της σε θέματα κανονιστικής συμμόρφωσης και επιβολής κυρώσεων, εταιρικής διακυβέρνησης, μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για οικονομική ανάπτυξη, προστασίας επενδυτών και επιμόρφωσης ως κινητήριες δυνάμεις της βελτίωσης του κλίματος εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Η Ετήσια Σύνοδος ακολουθεί μετά το πέρας μιας σειράς κλειστών συναντήσεων ομάδων της IOSCO, στις οποίες τα μέλη προώθησαν τις εργασίες τους για την δημιουργία ισχυρών και καλά ρυθμιζόμενων παγκοσμίων χρηματοπιστωτικών αγορών με σκοπό την προώθηση βιώσιμης μακροπρόθεσμης οικονομικής ανάπτυξης σε όλα τα μέρη του κόσμου. Κατά την συνεδρίασή του το Συμβούλιο της IOSCO, αποτελούμενο από εποπτικές αρχές τόσο από αναπτυγμένες όσο και από αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές, προώθησε μια σειρά από βασικές πρωτοβουλίες των εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς για να βοηθήσει στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις αγορές κινητών αξιών μέσω της προστασίας των επενδυτών για να αντιμετωπίσει τους συστημικούς κινδύνους και να επιτρέψει στις αγορές να παίξουν τον ρόλο τους στην προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Αυτές περιλαμβάνουν:

- Τα βήματα για την ολοκλήρωση των μεθοδολογιών αναγνώρισης μη τραπεζικών και μη ασφαλιστικών συστημικών σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (NBNI SIFIS) στον χώρο των διαμεσολαβητών αγοράς και των διαχειριστών κεφαλαίων.
- Την συνεργασία με την Επιτροπή της Βασιλείας για την υποστήριξη της ανάπτυξης βιώσιμων αγορών τιτλοποίησης ως μιας σημαντικής πηγής χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας.
- Την ενδυνάμωση της ποιότητας του ελέγχου μέσω: της έρευνας του σημαντικού ρόλου των επιτροπών ελέγχου στην βελτίωση της ποιότητας του ελέγχου, της ενίσχυσης της συνεργασίας της IOSCO με άλλους στρατηγικούς εταίρους, όπως το International Forum of Independent Audit Regulators (IFIAR) και της συμβολής σε μεταρρυθμίσεις που θεωρούνται απαραίτητες

⁶⁹ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2015), «Ετήσια Έκθεση 2014», http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/annualreports ,[αντλήθηκε 2/4/2015].

με σκοπό να ενισχυθεί περαιτέρω το ενδιαφέρον του κοινού για την διακυβέρνηση θέσπισης ελεγκτικών προτύπων.

- Την προώθηση της εργασίας για την αξιόπιστη αποτροπή παραβάσεων της νομοθεσίας μέσω της ανάπτυξης αποτελεσματικών καθεστώτων κανονιστικής συμμόρφωσης και επιβολής κυρώσεων. Στις αρχές του 2015 θα εκδοθεί ένα κείμενο το οποίο θα περιγράφει τους βασικούς παράγοντες για ένα πλαίσιο αξιόπιστης αποτροπής παραβάσεων που θα αποτρέπει δυνητικούς παραβάτες στο να εμπλακούν σε παραβατικές συμπεριφορές.
- Την εξέταση του τρόπου που οι αγορές μπορούν να διαδραματίσουν τον ρόλο τους ως πηγή χρηματοδότησης για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και για την υποδομή των αγορών.
- Την συνέχιση της εργασίας για την δημιουργία ενός πακέτου κανονιστικών ρυθμιστικών θεμάτων για την αντιμετώπιση διασυνοριακών θεμάτων, με ένα κείμενο διαβούλευσης που θα δημοσιοποιηθεί στο προσεχές μέλλον.

Τα μέλη του Συμβουλίου συμφώνησαν ότι η IOSCO θα διεξάγει εργασίες για θέματα όπως ο εθελοντικός τερματισμός των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και θα εξετάσει τα προϊόντα που προσφέρονται από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας εκτός από τις αξιολογήσεις πληρωμένες από εκδότες ή συνδρομητές. Το Συμβούλιο επίσης, προώθησε μια διατομεακή πρωτοβουλία για την αντιμετώπιση κινδύνων των χρηματοπιστωτικών αγορών στον κυβερνοχώρο και συμφώνησε σε περαιτέρω εργασία με σκοπό την βελτίωση του εντοπισμού αναδυόμενων κινδύνων. Το Συμβούλιο σημείωσε ότι αυτές οι πρωτοβουλίες είναι σύμφωνες με τις παρούσες προσπάθειες του G20 για κανονιστική μεταρρύθμιση και την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης. Πιο συγκεκριμένα, το Συμβούλιο είχε υπόψη του τον κεντρικό ρόλο που καλείται να διαδραματίσει η χρηματοδότηση μέσω της αγοράς για την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης.⁷⁰

ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΑΝΟΙΚΤΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ (SHORT SELLING)

Τον Ιούνιο του 2009, η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) δημοσίευσε τελική έκθεση αναφορικά με τη ρύθμιση των ανοικτών πωλήσεων σε διεθνές επίπεδο. Η πρωτοβουλία αυτή της IOSCO αποσκοπεί στη λήψη μέτρων για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στη λειτουργία των αγορών. Σύμφωνα με την IOSCO, προκειμένου να καταστεί αποτελεσματική, η ρυθμιστική παρέμβαση επί των ανοικτών πωλήσεων θα πρέπει να βασίζεται σε τέσσερις αρχές:

- οι ανοικτές πωλήσεις θα πρέπει να υπόκεινται σε κατάλληλους ελέγχους προκειμένου να μειωθούν ή ελαχιστοποιηθούν οι πιθανοί κίνδυνοι που μπορεί να επηρεάσουν την απρόσκοπτη και αποτελεσματική λειτουργία καθώς και τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.
- οι ανοικτές πωλήσεις θα πρέπει να υπόκεινται σε καθεστώς γνωστοποιήσεων που να παρέχει έγκαιρη πληροφόρηση στην αγορά ή στις αρμόδιες αρχές.

⁷⁰ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2015), «Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η IOSCO», <http://www.hcmc.gr/el/iosco>, [αντλήθηκε 2/4/2015].

- θα πρέπει να υπόκεινται σε ένα αποτελεσματικό σύστημα συμμόρφωσης με τις ισχύουσες κατά περίπτωση ρυθμίσεις.
- η ρύθμιση των ανοικτών πωλήσεων θα πρέπει να παρέχει τη δυνατότητα εξαιρέσεων για συγκεκριμένα είδη συναλλαγών προκειμένου να διασφαλίζεται η αποτελεσματική λειτουργία και ανάπτυξη της αγοράς.⁷¹

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.4: Η IOSCO ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Αναδυόμενες αγορές και χρηματοπιστωτική κρίση:

Στις 18 Σεπτεμβρίου 2009 η IOSCO δημοσίευσε τελική έκθεση αναφορικά με τις επιπτώσεις που είχε η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση στις αναδυόμενες αγορές. Η εν λόγω έκθεση παρέχει μια εκτενής εικόνα των εμπειριών που απέκτησαν οι χώρες κατά την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, λαμβάνοντας υπόψη το διαφορετικό βαθμό επίδρασής της στις αγορές αυτές. Στην έκθεση καταγράφονται επίσης οι κυριότερες ρυθμιστικές και εποπτικές δυσκολίες που αντιμετώπισαν οι αρμόδιες ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές κατά τη διάρκεια της κρίσης. Μεταξύ άλλων διαπιστώθηκε αρχικά πως οι αναπτυσσόμενες αγορές είναι πλέον περισσότερο διασυνδεδεμένες και εκτεθειμένες σε περισσότερους κινδύνους, οι οποίοι προέρχονται είτε εντός είτε εκτός του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στο πλαίσιο αυτό, καθίσταται όλο και περισσότερο προφανές ότι οι αναδυόμενες αγορές οφείλουν να συνεργάζονται με τις αναπτυγμένες με σκοπό την επίτευξη διεθνούς συντονισμού, καθώς και να εισακούονται περισσότερο κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων τόσο σε ρυθμιστικά ζητήματα, όσο και στην αντιμετώπιση των κρίσεων. Στη συνέχεια, καθώς τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά συστήματα αναπτύσσονται και καθίστανται περισσότερο σύνθετα, θα πρέπει κατά τον ίδιο τρόπο να εξελίσσεται και το ρυθμιστικό πλαίσιο. Η αυστηρή εποπτεία για την προστασία του επενδυτή, καθώς και η αποτελεσματική επιβολή των σχετικών κανόνων αποτελούν τα βασικότερα σημεία στα οποία εντοπίζεται η ανάγκη ανάληψης μέτρων.⁷²

Αναμόρφωση της Wall Street και προστασία του καταναλωτή:

Στις 11 Δεκεμβρίου 2009 η Βουλή των Αντιπροσώπων στις ΗΠΑ ψήφισε το «Νόμο για την αναμόρφωση της Wall Street και την προστασία του καταναλωτή» ο οποίος θεωρείται ως η πλέον σημαντική νομοθετική πρωτοβουλία σε ότι αφορά το χρηματοπιστωτικό τομέα των Η.Π.Α. από το 1930. Αντικείμενο ρύθμισης της εν λόγω νομικής πράξης αποτελούν, μεταξύ άλλων την καθιέρωση υποχρέωσης όλα τα τυποποιημένα συμβόλαια ανταλλαγής (swaps) να αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως και να εκκαθαρίζονται σε χρηματιστήρια ή ηλεκτρονικές πλατφόρμες, καθώς επίσης και ότι

⁷¹ Έκθεση Πεπραγμένων ΕΕΤ (2009), <http://www.hba.gr/5Ekdosis/apologismoi/APOLOGISMOS-2009.pdf>, σελ. 48. [αντλήθηκε 3/3/2015].

⁷² «Έκθεση Πεπραγμένων ΕΕΤ», (2009), <http://www.hba.gr/5Ekdosis/apologismoi/APOLOGISMOS-2009.pdf>, σελ. 52. [αντλήθηκε 3/3/2015].

όλες οι τοποθετήσεις σε εξωχρηματοπιστηριακά παράγωγα θα πρέπει να γνωστοποιούνται σε ένα κεντρικό μητρώο για εποπτικούς

Σκοπούς καθώς και η δημιουργία ενός Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Council), με σκοπό τον εντοπισμό επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα οι οποίες είναι πολύ μεγάλες, διασυνδεδεμένες ή ιδιαίτερα επικίνδυνες και η κατάρρευση των οποίων θα έθετε σε κίνδυνο συνολικά τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος (οι εν λόγω συστημικά σημαντικές επιχειρήσεις θα υπόκεινται σε καθεστώδες αυστηρότερων ρυθμίσεων και εποπτείας). Εν συνεχεία, η λήψη μέτρων για τις «πολύ-μεγάλες-για-να-πτωχέσουν» (too big to fail) επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, μέσω της καθιέρωσης μιας διαδικασίας για την ομαλή και απρόσκοπτη εξυγίανση και εκκαθάρισή τους, την κατάργηση των ενισχύσεων, την προστασία των φορολογούμενων και την αποτροπή των φαινομένων μετάδοσης των αποτελεσμάτων της διακοπής λειτουργίας τους στους υπόλοιπους τομείς και επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα. Τέλος, η υποχρεωτική καταχώριση των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) σε μητρώο της SEC και η ένταξή τους στις διαδικασίες παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου από το προαναφερθέν Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, και η ενίσχυση της προστασίας των καταναλωτών, μέσω της δημιουργίας ενός ειδικευμένου ανεξάρτητου φορέα (Consumer Financial Protection Agency) για την προστασία των καταναλωτών από καταχρηστικές πρακτικές στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Τον Ιούλιο του 2010 η Γερουσία ψήφισε το νόμο.⁷³

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.4.1: Η Τεχνική Επιτροπή του Διεθνούς Οργανισμού των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) και τα λογιστικά πρότυπα

Η Τεχνική Επιτροπή του Διεθνούς Οργανισμού των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) σε συνέχεια συζητήσεων σχετικά με το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν τα λογιστικά πρότυπα στο πλαίσιο της τρέχουσας οικονομικής κρίσης, και υπό το φως της σημασίας των προτύπων που χρησιμοποιούνται για τις οικονομικές καταστάσεις για τη σωστή λειτουργία των κεφαλαιαγορών, ομόφωνα επαναβεβαίωσε τη δέσμευσή της για την ανάπτυξη και συμμόρφωση με υψηλής ποιότητας λογιστικά πρότυπα. Τα λογιστικά πρότυπα που χρησιμοποιούν οι εισηγμένες εταιρείες πρέπει να παρέχουν ξεκάθαρες, ακριβείς και χρήσιμες πληροφορίες στους επενδυτές προκειμένου να τους επιτρέπουν να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις κατόπιν επαρκούς ενημέρωσης. Πέραν αυτού του στόχου προάγουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών για τις οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιρειών και για τις κεφαλαιαγορές εν γένει.

Η Τεχνική Επιτροπή της IOSCO στηρίζει σθεναρά τα λογιστικά πρότυπα που παρέχουν διαφάνεια στους επενδυτές, διατηρούν την ακεραιότητα της αγοράς, διευκολύνουν τη διαμόρφωση κεφαλαίου και είναι συνεπή με τη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Η εργασία της ανάπτυξης και διατήρησης υψηλής ποιότητας προτύπων που παρέχουν διαφάνεια στους επενδυτές βασίζεται σε μεγάλο

⁷³ «Έκθεση Πεπραγμένων ΕΕΤ», (2009), <http://www.hba.gr/5Ekdotis/apologismoi/APOLOGISMOS-2009.pdf>, σελ. 52-53. [αντλήθηκε 3/3/2015].

βαθμό σε ανεξάρτητους αρμοδίους φορείς που θεσπίζουν τα λογιστικά πρότυπα. Υπό αυτή την έννοια, η Τεχνική Επιτροπή της IOSCO στηρίζει την ανακοινωθείσα κοινή δράση της Επιτροπής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board - IASB) και της Επιτροπής των Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (Financial Accounting Standards Board - FASB) προκειμένου να αντιμετωπίσουν θέματα που σχετίζονται με την πιστωτική κρίση.

Η Τεχνική Επιτροπή της IOSCO χαιρετίζει την προθυμία τους να ζητήσουν σχόλια από όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά και επικροτεί τις προσπάθειές τους να δουλέψουν μαζί, με ταχύτητα και ακρίβεια, προκειμένου να προσδιορίσουν υψηλής ποιότητας παγκόσμια αποδεκτές λύσεις. Αναγνωρίζουμε επίσης τα σημαντικά μέτρα που λαμβάνονται από την Επιτροπή Λογιστικών Προτύπων της Ιαπωνίας και του Καναδά αναφορικά με την εύλογη αποτίμηση αξίας και την επαναταξινόμηση των περιουσιακών στοιχείων. Πρότυπα υψηλής ποιότητας αναπτύσσονται εάν οι φορείς που τα θεσπίζουν μπορούν να ασκούν ανεξάρτητη κρίση, βασιζόμενοι στις γνώσεις, την εμπειρία και τη σωστή διαδικασία. Κάτω από αυτό το πρίσμα, είμαστε έτοιμοι ως Εποπτικές Αρχές Κεφαλαιαγοράς για να υποστηρίξουμε το ρόλο αυτών που θεσπίζουν τα λογιστικά πρότυπα. Σε αυτό το πλαίσιο, η Τεχνική Επιτροπή της IOSCO υποστηρίζει σθεναρά τις προσπάθειες του International Accounting Standards Committee Foundation Trustees, προκειμένου να προάγουν την ευθύνη, τη νομιμότητα και ανεξαρτησία, τόσο αυτής της Επιτροπής όσο και του IASB. Η Τεχνική Επιτροπή της IOSCO στηρίζει επίσης την πρόταση ότι οι παγκόσμιες αγορές απαιτούν μία συντεταγμένη προσέγγιση, ειδικά στο πλαίσιο μιας κρίσης. Επιβεβαιώνει επίσης τη στήριξη για εναρμονισμένη υλοποίηση των προτύπων και για τη συντονισμένη επιβολή αυτών των προτύπων.⁷⁴

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.4.2: Ο Κώδικας IOSCO⁷⁵

Τον Σεπτέμβριο του 2003, ο οργανισμός δημοσίευσε ένα κείμενο με τίτλο “Principles Regarding the activities of credit rating agencies (the IOSCO Principles)”. Όλες αυτές οι αρχές έθεσαν υψηλά κριτήρια για τους οίκους αξιολόγησης, τους εκδότες και γενικά για τους συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές. Στόχος τους ήταν να βελτιωθεί η προστασία των επενδυτών. Η δικαιοσύνη στις αγορές, η αποτελεσματικότητα, η διαφάνεια και να μειωθεί ο συστημικός κίνδυνος. Ο οργανισμός ως απάντηση για τα σχόλια που έλαβε για το παραπάνω κείμενο, τον Δεκέμβριο του 2004 δημοσίευσε ένα κείμενο με τίτλο “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”.

Ο Κώδικας είναι χωρισμένος σε τρεις βασικές αρχές:

- Στην ποιότητα και ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης.
- Ανεξαρτησία και αποφυγή συγκρούσεων.
- Ευθύνες προς το επενδυτικό κοινό και τους εκδότες.

⁷⁴E-Forologia (2008), «Η Τεχνική Επιτροπή του Διεθνούς Οργανισμού των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) και τα λογιστικά πρότυπα», <http://www.e-forologia.gr/cms/viewContents.aspx?id=31901>, [αντλήθηκε 7/4/2015].

⁷⁵IOSCO, (2004), “Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies”, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, [αντλήθηκε 7/4/2015]

Οι βασικοί όροι του Κώδικα έχουν σχεδιαστεί για να εφαρμόζονται σε κάθε οίκο πιστοληπτικής ικανότητας και για κάθε πρόσωπο που ασχολείται με αυτούς είτε πλήρης είτε μερικής απασχόλησης. Ένας υπάλληλος της CRA χρησιμοποιείται κυρίως ως ένας πιστωτικός αναλυτής. Για τους σκοπούς του Κώδικα ο όρος «οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» αναφέρεται σε εκείνες τις οντότητες όπου δραστηριότητα τους είναι η έκδοση αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας για τους σκοπούς της αξιολόγησης. Όπως περιγράφεται στην έκθεση CRA, οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας δεν είναι συστάσεις για αγορά, πώληση ή για να κατέχουν καμία ασφάλεια. Όπως περιγράφεται, οι οργανισμοί πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να προσπαθήσουν να εκδίδουν γνωμοδοτήσεις που βοηθούν στη μείωση της ασυμμετρίας των πληροφοριών που υπάρχει μεταξύ των δανειοληπτών και του χρέους.

Αξιολογήσεις που δεν αντικατοπτρίζουν τις αλλαγές στην οικονομική κατάσταση ή τις προοπτικές ενός εκδότη μπορεί να παραπλανήσουν τους συμμετέχοντες στην αγορά. Ομοίως, οι συγκρούσεις συμφερόντων ή άλλων αδικαιολογήτων παραγόντων (εσωτερικών και εξωτερικών) που προσκρούουν επί της ανεξαρτησίας της απόφασης αξιολόγησης μπορούν να υπονομεύσουν σοβαρά την αξιοπιστία ενός οργανισμού. Σε περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων ή την έλλειψη ανεξαρτησίας, η συνολική εμπιστοσύνη των επενδυτών όσον αφορά τη διαφάνεια και την ακεραιότητα μιας αγοράς μπορεί να υποστεί βλάβη. Οι οργανισμοί πιστοληπτικής ικανότητας έχουν επίσης ευθύνες στο επενδυτικό κοινό και στους ίδιους τους εκδότες, συμπεριλαμβανομένης μιας ευθύνης για την προστασία του απορρήτου των πληροφοριών που μοιράζονται μαζί τους. Για να συμβάλει στην επίτευξη των στόχων που περιγράφονται στις Αρχές CRA, οι οργανισμοί θα πρέπει να υιοθετήσουν, να δημοσιεύουν και να τηρούν έναν κώδικα δεοντολογίας που περιέχει τα ακόλουθα μέτρα:

- Οι οργανισμοί πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να υιοθετήσουν, να εφαρμόσουν και να επιβάλουν γραπτές διαδικασίες που να εξασφαλίζουν ότι οι γνωμοδοτήσεις βασίζονται σε μια λεπτομερή ανάλυση όλων των πληροφοριών.
- Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αξιολογήσεις που είναι αυστηρές, συστηματικές κι όπου είναι δυνατόν επικυρωμένες με βάση την ιστορική εμπειρία.
- Κατά την αξιολόγηση οι αναλυτές που συμμετέχουν στην κατάρτιση ή την αναθεώρηση της αξιολόγησης θα πρέπει να χρησιμοποιούν μεθοδολογίες που ιδρύθηκαν από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.
- Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να ανατίθενται από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και όχι από οποιοδήποτε άτομο-αναλυτή που χρησιμοποιείται από τον οργανισμό .
- Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να τηρεί εσωτερικά αρχεία για τη στήριξη των πιστωτικών απόψεων του για ένα εύλογο χρονικό διάστημα ή σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία.
- Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και οι αναλυτές της θα πρέπει να λάβουν μέτρα για να αποφύγουν την έκδοση οποιασδήποτε ανάλυσης ή έκθεσης που περιέχουν

ψευδείς δηλώσεις ή με άλλο τρόπο παραπλανητικές ως προς τη γενική πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη ή μιας υποχρέωσης.

- Ο οργανισμός πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να διασφαλίσει ότι διαθέτει κι αφιερώνει επαρκείς πόρους για την εκτέλεση υψηλής ποιότητας αξιολογήσεων.
- Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να δομήσει τις ομάδες αξιολόγησης έτσι ώστε να αποφευχθεί η μεροληψία κατά τη διαδικασία βαθμολόγησης.
- Οι εργαζόμενοι των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας απαγορεύεται να παίρνουν χρήματα και δώρα από οποιονδήποτε που σχετίζεται με τον οίκο αξιολόγησης.
- Κάθε αναλυτής ο οποίος εμπλέκεται σε οποιαδήποτε προσωπική σχέση που δημιουργεί τη δυνατότητα για οποιαδήποτε πραγματική ή φαινομενική σύγκρουση συμφερόντων, θα πρέπει να υποχρεούνται να δημοσιοποιούν τις σχέσεις όπως καθορίζονται από τις πολιτικές συμμόρφωσης.
- Ο οίκος πρέπει να παρακολουθεί σε συνεχή βάση για μια συγκεκριμένη περίοδο, την εταιρεία που είναι υπό εκτίμηση και να καταφεύγει σε τροποποιήσεις όταν κρίνεται αναγκαίο.
- Δεν πρέπει οι εκτιμήσεις τους να επηρεάζονται από τον φόβο για τις αντιδράσεις που θα φέρουν τα αποτελέσματα στην οικονομική και πολιτική ζωή.
- Ένας οίκος οφείλει να ανακοινώνει τις αξιολογήσεις τους στον κατάλληλο χρόνο οι οποίες θα πρέπει να περιέχουν όλες τις μεθοδολογίες, τις εκθέσεις και τις αλλαγές σε συνδυασμό με την ανάλυση των μεθοδολογιών και τις γνώμες των αναλυτών.
- Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να γνωστοποιεί τον κοινό κώδικα συμπεριφοράς και να εφαρμόσει πλήρως τις διατάξεις της IOSCO αρχές σχετικά με τις δραστηριότητες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Εάν ένας οργανισμός αποκλίνει από τις διατάξεις της IOSCO, θα πρέπει να εξηγήσει από πού και γιατί υπάρχουν αυτές οι αποκλίσεις. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει επίσης να περιγράψει σε γενικές γραμμές πώς σκοπεύει να επιβάλλει το δικό του κώδικα συμπεριφοράς και θα πρέπει να αποκαλύπτουν έγκαιρα οποιαδήποτε αλλαγές στον κώδικα δεοντολογίας ή πώς εφαρμόζεται και επιβάλλεται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΚΑΙ Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.1:ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ

Χρεόγραφα είναι χρεωστικοί τίτλοι στους οποίους ο δανειζόμενος και εκδότης του τίτλου υπόσχεται να καταβάλει στον κάτοχο του τίτλου και δανειστή την οφειλή του σε καθορισμένη ή καθορισμένες ημερομηνίες στο μέλλον, συνεπώς είναι έγγραφα αναγνωριστικά του χρέους. Δύναται να εκδοθούν είτε ονομαστικά είτε ανώνυμα (σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 888,891,893 του αστικού κώδικα) και η κατοχή τους είναι απαραίτητη για το δικαίωμα άσκησης και μεταβίβασης τους.⁷⁶ Τα χρεόγραφα κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες, ανάλογα με τις διαφορετικές ιδιότητες και γνωρίσματα καθώς και την οικονομική αποστολή που έχει να εκπληρώσει το καθένα.

Γενικά μπορούμε να τα κατατάξουμε σε δύο μεγάλες κατηγορίες:⁷⁷

➤ *Μακροπρόθεσμα χρεόγραφα – ομολογίες και ομόλογα (Bonds and Notes):*

Τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα περιλαμβάνουν ομόλογα (*bonds*), ομολογίες (*notes*) κλπ, τα οποία συνήθως δίδουν στον κάτοχο το μη δεσμευτικό δικαίωμα να λαμβάνει ένα σταθερό ή προκαθορισμένο μεταβαλλόμενο εισόδημα και έχουν αρχική διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους

➤ *Βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος (Money Market Instruments):*

Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει χρεόγραφα της αγοράς χρήματος εξαιρουμένων των μετοχών. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν τα γραμμάτια (*bills*), εμπορικά ομόλογα (*commercial paper*), γραμμάτια τραπεζικής αποδοχής (*banker's acceptances*) κλπ, τα οποία συνήθως δίδουν στον κάτοχο το μη δεσμευτικό δικαίωμα να λαμβάνει ένα προκαθορισμένο, σταθερό ποσό χρημάτων σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία και έχουν αρχική διάρκεια μικρότερη ή ίση του ενός έτους. Σε οργανωμένες αγορές τα μέσα χρηματαγοράς εκδίδονται συνήθως με έκπτωση. Αυτά τα χρεόγραφα είναι εμπορεύσιμα στις κεφαλαιαγορές και χαρακτηρίζονται από επαρκή ρευστότητα. Μεγαλύτερης διάρκειας χρεόγραφα κατατάσσονται στην κατηγορία «μακροπρόθεσμα χρεόγραφα».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.1.1: Βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα

⁷⁶ Κόντος, Γ. (2010), *Λογιστική Τραπεζών και Εταιρειών leasing-factoring*, Αθήνα: Διπλογραφία, σελ.354-355.

⁷⁷ Κεντρική Τράπεζα Κύπρου (2010), *Statistical definitions of terms used for Balance of Payments*, Παράρτημα2, σελ.7, http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf_gr/STSVG_Statistical_definitions_of_terms_used_for_Balance_of_Payments.pdf, [αντλήθηκε στις 30/03/15]

Τα βασικότερα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα είναι τα εξής:⁷⁸

➤ Έντοκα γραμμάτια δημοσίου (Treasury bills):

Τα έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.) είναι τίτλοι μικρής διάρκειας, τριών (3), έξι (6), και δώδεκα (12) μηνών, οι οποίοι πωλούνται στους επενδυτές σε τιμή χαμηλότερη από την τελική ονομαστική τους αξία. Με τον τρόπο αυτό, οι τόκοι προκαταβάλλονται στους επενδυτές. Τα έντοκα γραμμάτια εξοφλούνται στην ονομαστική τους αξία κατά την ημερομηνία λήξης τους. Οι τίτλοι αυτοί απευθύνονται κυρίως σε μικροεπενδυτές και παρέχουν υψηλές αποδόσεις, αφού το επιτόκιο τους βρίσκεται πιο πάνω από τον πληθωρισμό.

➤ Πιστοποιητικά καταθέσεων (certificates of deposits):⁷⁹

Τα πιστοποιητικά καταθέσεων είναι βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα που εκδίδονται από μια τράπεζα με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από την αγορά χρήματος και συνιστούν μια ιδιαίτερη μορφή προθεσμιακής κατάθεσης, τα οποία εκδίδονται για μια συγκεκριμένη περίοδο αναφοράς, επί ενός συγκεκριμένου ποσού και με ορισμένο επιτόκιο, ενώ αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά χρήματος. Το επιτόκιο έκδοσης μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο, οπότε στη δεύτερη περίπτωση προσδιορίζεται μερικές μέρες πριν την έναρξη της κάθε τοκοφόρου περιόδου. Η διάρκεια των πιστοποιητικών καταθέσεων είναι συνήθως μέχρι 12 μήνες, αλλά υπάρχουν και τίτλοι μεγαλύτερης διάρκειας. Στις περισσότερες περιπτώσεις δεν υπάρχουν τοκομερίδια και ο κάτοχος λαμβάνει στη λήξη το συνολικό κεφάλαιο συν τους τόκους. Στην περίπτωση όμως μακροχρόνιων πιστοποιητικών καταθέσεων δίδονται τοκομερίδια ανά τακτά χρονικά διαστήματα (για παράδειγμα ανά εξάμηνο). Ουσιαστικά, τα πιστοποιητικά καταθέσεων συνιστούν μηχανισμό απαλλαγής του Ισολογισμού των τραπεζών από το στοιχείο των Υποχρεώσεων με ταυτόχρονη διασφάλιση της αναγκαίας για αυτές ρευστότητας.

➤ Εταιρικό - Εμπορικό Ομόλογο (commercial paper):

Το εμπορικό ομόλογο είναι ένα βραχυπρόθεσμο υποσχετικό χρεόγραφο διάρκειας από 2 έως 365 ημέρες με συχνότερη διάρκεια από 1 βδομάδα έως 3 μήνες που εκδίδεται συνήθως από μεγάλες τράπεζες και οργανισμούς με σκοπό την άντληση κεφαλαίων (π.χ. General Motors και AT&T). Συνήθως, δεν δίνουν τοκομερίδια αλλά η τιμή πώλησης είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία που θα εισπράξει ο κάτοχος στην λήξη τους. Η διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης και ονομαστικής αξίας είναι και η απόδοση που θα εισπράξει ο επενδυτής στην

⁷⁸ Κιόχος, Π., Παπανικολάου, Γ.(2011), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, Αθήνα: Ελένη Κιόχου, σελ.223-226.

⁷⁹ Ευρετήριο Οικονομικών Όρων (χωρίς ημερομηνία), *Πιστοποιητικά καταθέσεων*, <http://www.euretiro.com/2010/06/pistopoiitika-katatheseon.html>, [αντλήθηκε στις 31/03/15]

λήξη. Τα χρεόγραφα αυτά μπορούν να ιδωθούν και ως το αντίστοιχο των έντοκων γραμματίων για επιχειρήσεις.

➤ Χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (banker's acceptances):

Τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής είναι τίτλοι οι οποίοι μοιάζουν με τα εμπορικά ομόλογα στο ότι η έκδοση τους γίνεται στη πρωτογενή αγορά από μία βιομηχανική, εμπορική, εισαγωγική επιχείρηση, διαφέρουν όμως από τα εμπορικά ομόλογα στο ότι η εξόφληση τους στην ημερομηνία λήξης τους είναι εγγυημένη από μία τράπεζα. Αυτή η εγγύηση “οπισθογράφηση” της τράπεζας τα καθιστά ασφαλή και προτιμητέα από τους επενδυτές από τα εμπορικά ομόλογα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.1.2: Μακροπρόθεσμα χρεόγραφα

Τα βασικότερα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα είναι τα εξής:⁸⁰

➤ Ομόλογα τελικής απόδοσης ή ομόλογα χωρίς τοκομερίδια (zero-coupon bonds):

Είναι τίτλοι μικρής ή μέσης διάρκειας, συνήθως δύο έτη, οι οποίοι απευθύνονται σε επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν σε τίτλους όμοιους με τα έντοκα γραμμάτια, μεγαλύτερης όμως διάρκειας. Τα ομόλογα αυτά πωλούνται σε τιμή χαμηλότερη από την ονομαστική τους αξία. Ο επενδυτής έχει έτσι στην κατοχή του τίτλου, την ονομαστική αξία των οποίων εισπράττει κατά την ημερομηνία λήξης τους. Όπως και στα Ε.Γ.Ε.Δ., έτσι και στα ομόλογα χωρίς τοκομερίδια, ο επενδυτής εισπράττει την απόδοση των τίτλων προκαταβολικά. Οι τόκοι αυτοί είναι ίσοι με την διαφορά της τελικής ονομαστικής αξίας των τίτλων μείον το αρχικό ποσό που ο επενδυτής κατέβαλε για την αγορά τους.

Τα ομόλογα αυτά εξασφαλίζουν σταθερή απόδοση για όλη τη διάρκειά τους, ενώ παράλληλα παρέχουν εξοικονόμηση χρόνου στους επενδυτές. Στην περίπτωση που οι επενδυτές θα είχαν επενδύσει σε Ε.Γ.Ε.Δ., θα ήταν υποχρεωμένοι να προβούν στη διαδικασία ανανέωσης τους στο τέλος του πρώτου χρόνου, χωρίς να γνωρίζουν εκ των προτέρων το επιτόκιο – απόδοση που θα ίσχυε για το δεύτερο χρόνο.

➤ Ομόλογα σταθερής απόδοσης ή ομόλογα σταθερού επιτοκίου (fixed rate bonds):

Είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας, από δύο μέχρι δεκαπέντε έτη, οι οποίοι απευθύνονται σε επενδυτές (θεσμικούς και ιδιώτες) που επιθυμούν να εξασφαλίσουν σταθερές ετήσιες αποδόσεις για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια, τα

⁸⁰ Κιόχος, Π. , Παπανικολάου, Γ.(2011), *Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες*, Αθήνα: Ελένη Κιόχου, σελ.229-236.

οποία κάθε χρόνο αποφέρουν σταθερή πρόσοδο τόκων και εξοφλούνται στη λήξη τους στην ονομαστική τους αξία.

➤ Ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου (floating-rate notes):

Είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας, τριών έως επτά ετών, οι οποίοι απευθύνονται σε επενδυτές (θεσμικούς και ιδιώτες), οι οποίοι επιθυμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους εξασφαλίζοντας αποδόσεις που θα είναι πάντα σύμφωνες με τους όρους που επικρατούν στην αγορά (διαφορετικό επιτόκιο για κάθε τοκοφόρο περίοδο).

Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια το ονομαστικό επιτόκιο των οποίων γίνεται γνωστό στην αρχή κάθε τοκοφόρου περιόδου. Το επιτόκιο αυτό συνήθως διαφέρει από έτος σε έτος και εξ αυτού του λόγου οι τίτλοι αυτοί ονομάζονται κυμαινόμενου επιτοκίου. Τα ομόλογα αυτά εξοφλούνται στη λήξη τους στην ονομαστική τους αξία.

➤ Αφορολόγητα αποταμιευτικά ομόλογα (savings certificates):

Είναι τίτλοι μικρής ονομαστικής αξίας, διάρκειας συνήθως δύο ετών, οι οποίοι φέρουν αφορολόγητα τοκομερίδια, με σταθερό ελκυστικό επιτόκιο για όλη τη διάρκεια τους και οι οποίοι εκδίδονται στην ονομαστική τους αξία. Τα ομόλογα αυτά απευθύνονται αποκλειστικά στους μικρούς επενδυτές και εκδίδονται σε άυλη μορφή.

➤ Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα με τοκομερίδιο (index linked bonds):

Είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας, πέντε και δέκα ετών, οι οποίοι απευθύνονται κυρίως σε θεσμικούς επενδυτές (αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικούς οργανισμούς κλπ.), καθώς και τράπεζες, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. Επίσης, απευθύνονται σε εκείνους τους ιδιώτες επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους εξασφαλίζοντας ετησίως σταθερές πραγματικές αποδόσεις πάνω από τον πληθωρισμό για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια, το επιτόκιο των οποίων ισούται με μια ετήσια σταθερή πραγματική απόδοση πάνω από τον πληθωρισμό και το οποίο είναι γνωστό από την ημερομηνία έκδοσής τους. Υπολογίζεται όμως, στην αναπροσαρμοσμένη κάθε φορά αξία του ομολόγου βάσει του τιμαρίθμου. Οι τίτλοι αυτοί αγοράζονται κατά την ημερομηνία έκδοσης τους στην ονομαστική τους αξία, αλλά εξοφλούνται σε πολύ υψηλότερη αξία, ανάλογα με την εξέλιξη του πληθωρισμού.

➤ Ομόλογα ρήτρας ξένου νομίσματος (currency-index bonds):

Είναι τίτλοι μικρής και μέσης διάρκειας ενός έως πέντε ετών, οι οποίοι απευθύνονται σε όλους τους επενδυτές, ιδιώτες και θεσμικούς, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, οι οποίοι επιθυμούν να επενδύσουν σε τίτλους του ελληνικού δημοσίου, των οποίων η ονομαστική αξία είναι συνδεδεμένη με ξένα νομίσματα. Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια με σταθερό νομισματικό επιτόκιο και αγοράζονται κατά την ημερομηνία έκδοσής τους στην ονομαστική τους αξία.

➤ Τραπεζικά ομόλογα:

Τα ομόλογα αυτά είναι ανώνυμοι τίτλοι ομολογιακών δανείων που κατά καιρούς έχουν εκδοθεί από τα διάφορα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα. Τα κεφάλαια, τα οποία συγκεντρώνονται από τα τραπεζικά ομόλογα, χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων, όπως είναι τα προγράμματα ίδρυσης, επέκτασης, εκσυγχρονισμού και εξυγίανσης βιομηχανιών, βιοτεχνιών βιομηχανικών πάρκων, βιομηχανικών ζωνών, καθώς και για τη χρηματοδότηση προγραμμάτων στεγαστικών δανείων. Πλεονεκτήματα των τραπεζικών ομολόγων:

- i. Μπορούν να προεξοφληθούν, πριν τη λήξη τους, στο χρηματιστήριο (όπου μπαίνουν ένα μήνα μετά την έκδοσή τους) ή στην εκδότρια τράπεζα, ένα εξάμηνο μετά την έκδοσή τους.
- ii. Σε διαγωνισμούς του δημοσίου γίνονται δεκτά σαν κατατεθειμένη εγγύηση.
- iii. Οι ανανεώσεις, μεταβιβάσεις, εξοφλήσεις κ.λπ. απαλλάσσονται από κάθε φόρο.
- iv. Ο συντελεστής φορολογίας των τόκων των τραπεζικών ομολόγων είναι συνήθως μικρότερος του αντιστοίχου συντελεστή για τις διάφορες μορφές καταθέσεων.

➤ Ομολογίες – ομολογιακά δάνεια

Οι ομολογίες είναι τίτλοι, οι οποίοι συνδέονται με ένα ομολογιακό δάνειο, το οποίο εκδίδεται από το κράτος, τους δημόσιους οργανισμούς (ΔΕΚΟ π.χ. ΔΕΗ, ΟΤΕ), καθώς και τις μεγάλες ιδιωτικές επιχειρήσεις (ανώνυμες εταιρίες). Τα κεφάλαια, τα οποία αντλούνται από το ομολογιακό δάνειο χρησιμοποιούνται για μακροχρόνιες επενδύσεις. Η έκδοση του δανείου γίνεται με δημόσια εγγραφή, δηλαδή μετά από δημόσια διακήρυξη και πρόσκληση των ενδιαφερομένων να εγγραφούν σε αυτό με τους γνωστοποιημένους όρους. Η διάρκεια των ομολογιακών δανείων είναι μεγάλη, συνήθως 10 μέχρι 20 έτη. Η εξόφληση του δανείου αυτού γίνεται συνήθως με βαθμιαία απόσβεση: Είτε με κλήρωση των ομολογιών που προβλέπονται για απόσβεση κάθε χρόνο, είτε με την εξαγορά των ομολογιών στο χρηματιστήριο αξιών, όταν η χρηματιστηριακή τιμή τους είναι χαμηλότερη από την τιμή έκδοσης, οπότε ο εκδότης του δανείου έχει συμφέρον να αγοράσει τις ομολογίες που προορίζονται για απόσβεση, αντί να τις εξοφλήσει με κλήρωση. Το επιτόκιο που αναγράφεται πάνω στους τίτλους παραμένει σταθερό καθ'όλη τη διάρκεια του δανείου (εκτός εάν ο εκδότης, με τη διακήρυξη των όρων, έχει κρατήσει το δικαίωμα να μπορεί να εξοφλήσει το δάνειο πριν από τη λήξη του και να εκδώσει νέο με χαμηλότερο επιτόκιο και αγοράζονται κατά την ημερομηνία έκδοσης.

Μέχρι και τις αρχές του 2000, ομολογίες εκδίδονταν σχεδόν αποκλειστικά από το ελληνικό δημόσιο και αυτό γιατί οι τόκοι των ομολογιών αυτών απαλλάσσονταν από το φόρο εισοδήματος κάτι το οποίο δεν ίσχυε για τυχόν ομολογίες που εξέδιδαν τράπεζες και εταιρείες. Με το (Νόμο 2789/2000 Άρθρο 26 παρ. 8) ορίστηκε ότι οι ομολογίες από εταιρείες ή επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα έχουν την ίδια φορολογική μεταχείριση με τις ομολογίες του Ελληνικού Δημοσίου. Αυτό δημιούργησε αλματώδη ανάπτυξη τα χρόνια που ακολούθησαν.⁸¹

1. Είδη ομολογιακών δανείων

Τα κυριότερα είδη ομολογιακών δανείων είναι τα εξής:

- i. Τα (συνήθη) ομολογιακά δάνεια χωρίς εξασφαλίσεις.
- ii. Τα ομολογιακά δάνεια με εμπράγματα ασφάλεια (με υποθήκη επί ακινήτων ή με ενέχυρο κινητών πραγμάτων), (asset-backed securities (ABS), mortgage backed securities (MBS) κλπ).
- iii. Τα ομολογιακά λαχειοφόρα δάνεια.
- iv. Τα ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα σε μετοχές.
- v. Τα ομολογιακά δάνεια με συμμετοχή στα κέρδη.
- vi. Τα ομολογιακά δάνεια χωρίς τοκομερίδια.

2. Είδη ομολογιών:

2α) Ανάλογα με τον τρόπο έκδοσης τους:

- i. Ομολογίες «ανώνυμες στον κομιστή», δηλαδή με δικαιούχο τον κομιστή όπου η μεταβίβαση τους γίνεται με απλή παράδοση.
- ii. Ομολογίες «ονομαστικές», όπου πάνω στο σώμα των ομολογιών αναγράφεται το όνομα του δικαιούχου.
- iii. Ομολογίες «σε διαταγή», ονομαστικές οι οποίες παρέχουν το δικαίωμα της μεταβίβασης με οπισθογράφηση.
- iv. Ομολογίες «μικρές», ονομαστικές, με τοκομερίδια ανώνυμα (στον κομιστή).

2β) Ανάλογα με την τιμή έκδοσης τους

- i. «Έκδοση στο άρτιο», όταν η τιμή έκδοσής τους είναι η ίδια με την ονομαστική τους αξία.
- ii. «Έκδοση υπό το άρτιο», όταν η τιμή έκδοσής τους είναι χαμηλότερη της ονομαστικής αξίας.

2γ) Ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησής τους:

⁸¹ Κόντος, Γ. (2010), *Λογιστική Τραπεζών και Εταιρειών leasing-factoring*, Αθήνα: Διπλογραφία. σελ.417-418.

i. «Εξοφλητέες στο άρτιο», όταν η τιμή εξόφλησης της ομολογίας είναι ίση με το άρτιο, ανεξάρτητα από το χρόνο εξόφλησης της ομολογίας.

ii. «Εξοφλητέες υπό το άρτιο», όταν η τιμή εξόφλησης είναι υψηλότερη του αρτίου.

iii. «Μετατρέψιμες σε μετοχές», όταν δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχό τους με την πάροδο ορισμένου χρόνου, να τις μετατρέψει σε μετοχές (δηλαδή συμμετοχή στα κέρδη) της εκδότριας ανώνυμης εταιρίας των ομολογιών.

iv. «Λαχειοφόρες», όταν δίνουν το δικαίωμα στους κατόχους των ομολογιών που κληρώνονται, να έχουν κάποιο κέρδος (λαχείο).

v. «Με συμμετοχή στα κέρδη». Οι ομολογίες με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη προβλέπουν ότι ο τόκος θα καταβληθεί μόνο όταν τα κέρδη της επιχείρησης επαρκούν για την κάλυψη των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων. Το κεφάλαιο, όμως, πρέπει να καταβληθεί όταν καταστεί ληξιπρόθεσμο. Από ιστορική άποψη, οι ομολογίες με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη εκδίδονται σε περιπτώσεις που η επιχείρηση αντιμετωπίζει οικονομικά προβλήματα και το παρελθόν της δείχνει ότι ίσως να μην είναι σε θέση να ανταπεξέλθει σε ένα σημαντικό ύψος σταθερών δαπανών.

2δ) Ανάλογα με τις παρεχόμενες εγγυήσεις:

i. Ομολογίες που καλύπτονται με ασφάλειες (προνομιούχες). Οι ομολογίες μπορεί να καλύπτονται με ενέχυρο κινητών περιουσιακών στοιχείων ή με υποθήκη στα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εκδότριας ανώνυμης εταιρίας.

ii. Ομολογίες χωρίς εξασφαλίσεις (συνήθεις ομολογίες). Οι ομολογίες αυτές δεν προστατεύουν το δανειστή της επιχείρησης με την εγγραφή εμπράγματος βάρους σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία. Συνεπώς, οι κάτοχοι τέτοιων ομολογιών ανήκουν στην κατηγορία των γενικών πιστωτών (δανειστών) της επιχείρησης και οι απαιτήσεις τους καλύπτονται από περιουσιακά στοιχεία που δεν έχουν υποθηκευτεί για άλλο σκοπό. Από την πλευρά της εκδότριας επιχείρησης, το πλεονέκτημα των ομολογιών χωρίς εξασφαλίσεις είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία παραμένουν ελεύθερα από βάρη ώστε να χρησιμοποιηθούν σε επόμενες δανειοδοτήσεις.

3. Ομοιότητες και διαφορές μεταξύ ομολογιών ομολόγων και μετοχών:

3α) Ομοιότητες ομολογιών και ομολόγων:

i. Είναι αξιόγραφα, συνήθως είναι τίτλοι «ανώνυμοι», «στον κομιστή», σταθερής απόδοσης υπολογισμένης με προκαθορισμένο επιτόκιο.

ii. Στο κύριο σώμα τους έχουν προσαρτημένα τα «τοκομερίδια», τα οποία δίνουν το δικαίωμα στον κομιστή να εισπράττει τους τόκους που αντιστοιχούν.

- iii. Αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο αξιών.
- 3β) Διαφορές ομολογιών και ομολόγων:
- i. Οι ομολογίες είναι προϊόν έκδοσης ομολογιακού δανείου, ενώ τα ομόλογα αποτελούν διαφορετική μορφή δανείου.
 - ii. Οι ομολογίες εξοφλούνται με απόσβεση ή με κλήρωση (και μερικές φορές με λαχείο, βραβείο), ενώ τα ομόλογα εξοφλούνται σε ορισμένη μελλοντική ημερομηνία.
 - iii. Οι ομολογίες ακολουθούν τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου που κυμαίνεται από 10 μέχρι και 20 έτη, ενώ η διάρκεια των ομολόγων είναι συνήθως μέχρι 5, το πολύ 10 έτη.
- 4β) Διαφορές ομολογιών και μετοχών
- i. Η ομολογία διαφέρει από τη μετοχή στο ότι, η μεν πρώτη έχει σταθερή απόδοση βάσει του αναγραφόμενου επιτοκίου, ενώ η απόδοση της μετοχής είναι μεταβλητή και εξαρτάται από το μέρισμα (συμμετοχή στα διανεμόμενα κέρδη).
 - ii. Ο κάτοχος της ομολογίας (ομολογιούχος) είναι δανειστής του κράτους, του δημοσίου οργανισμού ή της ανώνυμης εταιρίας (Α.Ε.) που εκδίδει το ομολογιακό δάνειο, ενώ ο μέτοχος είναι συνέταιρος της Α.Ε.
 - iii. Οι τιμές των ομολογιών παρουσιάζουν μικρές διακυμάνσεις και η ονομαστική τους αξία δε διαφέρει και πολύ από τη χρηματιστηριακή. Αντίθετα, οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν σημαντικότερες διακυμάνσεις, καθώς οι τιμές τους εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες, όπως από τα πραγματοποιούμενα κέρδη της εταιρίας, τα επενδυτικά προγράμματα της, τις προοπτικές της για το μέλλον, καθώς και από διάφορους παράγοντες της χρηματιστηριακής αγοράς (που δεν μπορεί να τους επηρεάσει η εταιρία).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.1.3: Φορολογία Χρεογράφων⁸²

Σύμφωνα με το Άρθρο 12 του Νόμου 2298/1994 που διέπει την φορολογία των χρεογράφων, επιβάλλεται φόρος εισοδήματος με συντελεστή δέκα πέντε τοις εκατό (15%) στους τόκους, οι οποίοι αποκτώνται από φυσικά ή νομικά πρόσωπα, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας. Ο φόρος αυτός παρακρατείται από τον οφειλέτη των τόκων κατά το χρόνο που γίνεται ο εκτοκισμός της κατάθεσης ή από εκείνον που καταβάλλει τους τόκους, κατά την εξαργύρωση των τοκομεριδίων. Ειδικώς, για ομόλογα χωρίς κουπόνια (Zero Coupon) ο φό-

⁸² Νόμος 2238/1994 - Άρθρο 12, Κωδικοποιημένος σύμφωνα με το Ν.4110/2013, διατίθεται στο <http://www.e-forologia.gr/lawbank/document.aspx?digest=D2510C09ACCA3910.238B4294D9A0&version=2013/01/23>, [αντλήθηκε στις 01/04/15]

ρος υπολογίζεται κατά την έκδοσή τους. Η υπεραξία των ομολόγων φορολογείται σαν εισόδημα από κινητές αξίες (10% για τα πρώτα 12.000 ευρώ και 33% από 12.000 και άνω, κωδικοί 291-292 στο Ε1) και υπολογίζεται για εισφορά αλληλεγγύης. Η υπεραξία αφορά μόνο στη διαφορά τιμής κτήσης (αγοράς) που κατέβαλε ο φορολογούμενος και της τιμής πώλησης που εισέπραξε, και όχι στα κουπόνια.⁸³

Εξαιρούνται από τη φορολογία που επιβάλλεται:

- Ομόλογα που έχουν εκδοθεί μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 1996, ανεξάρτητα αν η διάρκεια αυτών είναι ετήσια ή μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας.
- Έντοκα γραμμάτια που έχουν εκδοθεί μέχρι την 31η Δεκεμβρίου 1996. Τόκοι όμως που προκύπτουν από ανανεώσεις εκδοθέντων έντοκων γραμματίων, εφόσον η ανανέωση αυτών γίνεται μετά την 1η Ιανουαρίου 1997, υπόκεινται σε φορολογία εισοδήματος κατά τις διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου.
- Ομολογιακά δάνεια που εκδίδει από 1ης Ιανουαρίου 1997 και μετά το Ελληνικό Δημόσιο στο εξωτερικό.
- Έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου και οι οποίοι αποκτώνται από επενδυτές μόνιμους κατοίκους αλλοδαπής.

Απαλλάσσονται του φόρου εισοδήματος οι τόκοι Ομολογιακών Δανείων του Δημοσίου με διάρκεια δύο (2) ετών ή και μεγαλύτερη, υπό την προϋπόθεση ότι ο αρχικός κάτοχος των τίτλων των δανείων αυτών διακρατεί τόσο τα σώματα αυτών όσο και τα τοκομερίδια τους, μέχρι την ημερομηνία λήξης τους

Απαλλάσσονται του φόρου οι τόκοι των Εντόκων Γραμματίων και Ομολογιακών Δανείων του Ελληνικού Δημοσίου που εκδίδονται από την 1η Ιανουαρίου 2003, υπό την προϋπόθεση ότι ο αρχικός κάτοχος των τίτλων αυτών είναι φυσικό πρόσωπο κάτοικος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποκτά τους τίτλους μέσα σε πέντε (5) εργάσιμες ημέρες από την επόμενη ημέρα της έκδοσής τους και τους διακρατεί μέχρι την ημερομηνία λήξης τους. Όπως επίσης απαλλάσσονται οι τόκοι που προκύπτουν από ομόλογα που εκδίδονται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (Ε.Τ.Χ.Σ.).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.1.4: Περιθώριο Απόδοσης-Spread

⁸³ Ελληνικά Χρηματιστήρια - Χρηματιστήριο Αθηνών(2014), *Εταιρικά Ομόλογα στο Χρηματιστήριο Αθηνών*,

<http://www.helex.gr/documents/10180/1858364/%CE%95%CE%B9%CF%83%CE%B1%CE%B3%CF%89%CE%B3%CE%B9%CE%BA%CF%8C%CF%82%20%CE%9F%CE%B4%CE%B7%CE%B3%CF%8C%CF%82%20%CE%95%CF%84%CE%B1%CE%B9%CF%81%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD%20%CE%9F%CE%BC%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CF%89%CE%BD%20v1-2.pdf/9452057f-5746-4d83-8384-d0cdce30c5cc> [αντλήθηκε 01/04/15]

Για την κατανόηση του κεφαλαίου ως σύνολο κρίνεται απαραίτητη η γνώση του παρακάτω όρου ως προσδιοριστικός παράγοντας του κόστους δανεισμού των κρατών αλλά και των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Spread καλείται η διαφορά των τιμών αποδόσεων δύο ομολόγων. Κάθε ποσοστιαία μονάδα (1%) αποτελεί 100 "μονάδες βάσης". Αυτά μπορεί να είναι για παράδειγμα τα επιτόκια δανεισμού μεταξύ δύο χωρών όπου η μία χρησιμοποιείται ως χώρα βάσης. Συνήθως ως χώρα βάσης χρησιμοποιείται μια χώρα με ισχυρή και σταθερή οικονομία. Για παράδειγμα στην Ευρωζώνη συγκρίνουμε τα σπρεντ μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού μιας χώρας σε σχέση με τα επιτόκια δανεισμού της Γερμανίας καθώς στην δεδομένη περίοδο στην Ευρωζώνη η πιο σταθερή οικονομία είναι αυτή της Γερμανίας. Όταν λοιπόν μιλάμε για το σπρεντ των ελληνικών ομολόγων αναφερόμαστε στη διαφορά της απόδοσης των ελληνικών από τα γερμανικά δεκαετή ομόλογα αναφοράς. Για παράδειγμα, όταν το επιτόκιο δανεισμού της Ελλάδας είναι 11%, ενώ της Γερμανίας είναι 3%, το σπρεντ (διαφορά) των δύο είναι 8%, συνεπώς το ελληνικό σπρεντ κυμαίνεται στις 800 μονάδες βάσης. Μέχρι και τον Οκτώβριο του 2008 το σπρεντ των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου δεν ξεπερνούσε τις 100 μονάδες βάσης (1%), ενώ το Σεπτέμβριο του 2011 το σπρεντ εκτινάχτηκε στις 2000 (20%) μονάδες βάσης.⁸⁴

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Η Ελλάδα έχει δεχτεί την περίοδο 2008 έως σήμερα ένα χρηματοπιστωτικό πλήγμα πολλών επιπέδων, με τα πρώτα να έχουν να κάνουν με τη συνεχή και συντριπτική υποβάθμιση των ομολόγων των ελληνικών τραπεζών και των ομολόγων της ίδιας της χώρας, τα επόμενα με την απογείωση των επιτοκίων δανεισμού της στη «χρηματοπιστωτική στρατόσφαιρα» και την έξοδό της από την αγορά κεφαλαίων, με την προσφυγή της σε ένα διπλό μηχανισμό στήριξης, ο οποίος αποτελεί την πιστοποίηση του προβλήματος εξυπηρέτησης του χρέους της, και το τελευταίο με το γεγονός ότι όλα τα παραπάνω συνέβησαν και συμβαίνουν εν μέσω και στον απόηχο της χειρότερης διεθνούς οικονομικής κρίσης.

Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης την τελευταία εξαετία επηρέασε άμεσα τα ελληνικά ομόλογα και έμμεσα

⁸⁴ Βικιπαίδεια (2014), Σπρέντ, <http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A3%CF%80%CF%81%CE%B5%CE%BD%CF%84> [αντλήθηκε 02/04/15]

τις ελληνικές τράπεζες. Σύμφωνα με τον (Τζήκα:2011)⁸⁵ οι υποβαθμίσεις αυτές δημιούργησαν μια σειρά από παρενέργειες, οι οποίες δυσκόλεψαν την ρευστότητα στον τραπεζικό τομέα με τους εξής τρόπους:

- Πρώτον γιατί οι τράπεζες που είχαν τιλοποιήσει τα δάνεια που είχαν εκδώσει και τα είχαν μετατρέψει σε ομόλογα βρίσκονταν εκτεθειμένες στις υποβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας καθώς κινδύνευαν με αντίστοιχη υποβάθμιση που αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι τράπεζες δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα δικά τους ομόλογα ως ενέχυρο για να δανείζονται.
- Δεύτερον, η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μείωσε αναλογικά την αξιοπιστία των ελληνικών τραπεζών άρα αύξησε και το κόστος δανεισμού αυτών.
- Τρίτον, όσο μειωνόταν η ρευστότητα ή γινόταν πιο ακριβή τόσο τα χορηγούμενα δάνεια έγιναν λιγότερα και πιο ακριβά, με τις ανάλογες επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2.1: Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2008-2010

Από το Φθινόπωρο του 2008 τα περιθώρια απόδοσης μεταξύ του 10ετούς ελληνικού και γερμανικού ομολόγου διευρύνθηκαν με αλματώδεις και πρωτόγνωρους ρυθμούς. Η αύξηση των περιθωρίων απόδοσης, η ταχύτητα και το εύρος μεταβολής τους, εύλογα δημιούργησαν έντονη ανησυχία τόσο στους ερευνητές όσο και στους επενδυτές, ξένους και εγχώριους. Η διεύρυνση των περιθωρίων απόδοσης αυξάνει σημαντικά το κόστος δανεισμού για το ελληνικό δημόσιο. Το φαινόμενο δεν είναι μόνο ελληνικό. Η εκτίναξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων για την στήριξη των οικονομιών παγκοσμίως είχε καταστήσει τους επενδυτές πολύ πιο επιφυλακτικούς στην αγορά κυβερνητικών ομολόγων, που επιζητούν υψηλότερα περιθώρια απόδοσης (spreads) μέσα σε ένα αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον.⁸⁶

Στο διάστημα από τον Οκτώβριο του 2009 μέχρι το Μάιο του 2010, η Ελλάδα σύμφωνα με την έρευνα του (Παναγιώτου:2011)⁸⁷ δέχτηκε μια πρωτοφανή χρηματοπιστωτική επίθεση, που οδήγησε τα επιτόκια με τα οποία δανείζεται από την αγορά κεφαλαίων στα ύψη, καθιστώντας απαγορευτικό το κόστος δανεισμού και αναγκάζοντάς τη να αποδεχτεί την προ-

⁸⁵ Τζήκας, Α. (2011), *Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην Διαμόρφωση Της Πιστοληπτικής Ικανότητας μιας Χώρας: Η Περίπτωση της Ελλάδας*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ. 65-67.

⁸⁶ Αρακελιάν, Β.(2009), «Η Διεύρυνση του Περιθωρίου Απόδοσης του 10ετούς Ελληνικού Κυβερνητικού Ομολόγου εν μέσω της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης», *Οικονομία & Αγορές –Eurobank Research*, **IV**,(4),(σελ.3)

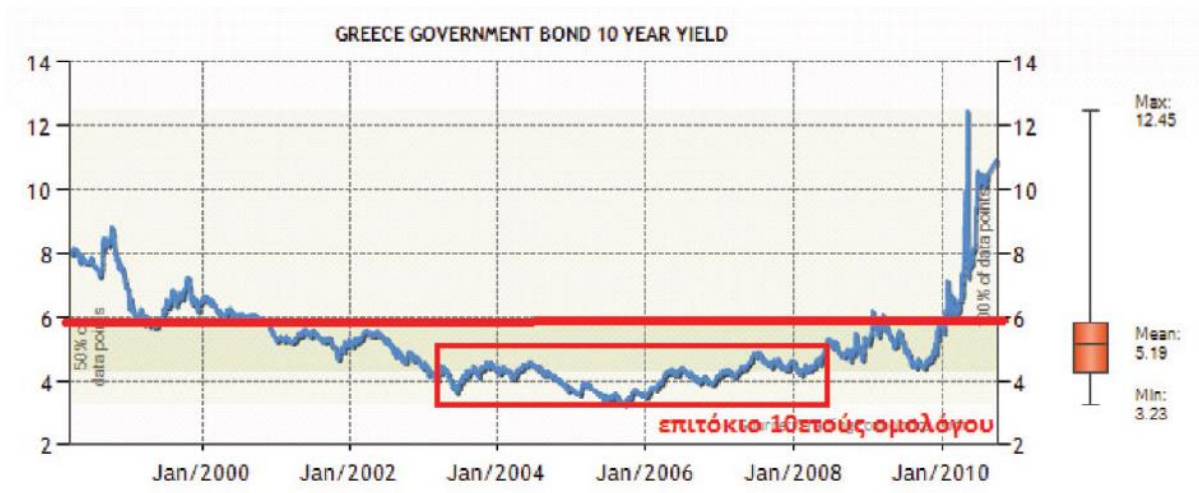
⁸⁷ Παναγιώτου, Π. (2011), *Η Υπόθεση Ελληνική Κρίση-Περίεργες Συμπτώσεις*, Αθήνα: Α.Α. Λιβάνη, σελ.13-20.

σφυγή της στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και το μηχανισμό «στήριξης» της ΕΕ. Το σημείο-ορόσημο ήταν η άνοδος των επιτοκίων του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου (αυτού με το οποίο η χώρα δανείζεται για διάστημα δέκα ετών) πάνω από το 6,00% τον Απρίλιο του 2010, ενώ τον Οκτώβριο του 2009 βρισκόταν στο 4,41%, αλλά και η προοπτική περαιτέρω αύξησής του, η οποία και τελικά επιβεβαιώθηκε, εκτοξευόντάς το πάνω από το 12% στο ζενίθ της κρίσης, το Μάιο του 2010. Όταν το επιτόκιο του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου ξεπέρασε το 6,00%, η Ελλάδα έλαβε την οριστική απόφαση για την υποβολή αίτησης ενεργοποίησης του μηχανισμού οικονομικής βοήθειας του ΔΝΤ. Ο ορισμός του 6,00% ως τιμή-ορόσημο για το κόστος του ελληνικού δανεισμού δεν είναι τυχαίος, καθώς από τη στιγμή της ένταξης της χώρας στην ΕΕ και μετά το επιτόκιο του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου υποχώρησε από το 6,00% περίπου στο 3,23%, με το μέσο όρο του στο διάστημα αυτό και μέχρι την εκδήλωση της «ελληνικής κρίσης» να παραμένει στο 4,55%.

Έτσι, όλες οι ελληνικές κυβερνήσεις αυτής της περιόδου προγραμματίζαν το δανεισμό του κράτους με μέσο κόστος κοντά στο 4,55%, με αποτέλεσμα η απότομη αλλαγή του κόστους προς τα πάνω και το ενδεχόμενο παγίωσής του σε υψηλότερες από τις προγραμματισμένες τιμές να είναι βέβαιο πως θα τις έβγαζε εκτός προϋπολογισμού. Επιπλέον, αν οι αγορές έβλεπαν ότι το επιτόκιο δανεισμού της Ελλάδας ξεπερνούσε τα επίπεδα που είχε πριν από την ένταξή της στην ΕΕ, η πιθανότερη αντίδρασή τους θα ήταν να το ωθήσουν ακόμα υψηλότερα, θέτοντας σε λειτουργία ένα χρηματοπιστωτικό μηχανισμό προστασίας τους από το ενδεχόμενο αδυναμίας της να εξυπηρετήσει το χρέος της.

Με δεδομένο, λοιπόν, ότι μια ελληνική χρηματοπιστωτική κρίση επιβεβαιώνεται με την αύξηση της τιμής του επιτοκίου του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου πάνω από το 6,00%, διαπιστώνουμε ότι η κρίση που γνωρίζουμε και βιώνουμε όλοι δεν ήταν η πρώτη των τελευταίων ετών αλλά η δεύτερη. Πράγματι, μελετώντας το διάγραμμα-4 του επιτοκίου του δεκαετούς ομολόγου, βλέπουμε ότι δεν ήταν τον Απρίλιο του 2010 η πρώτη φορά που το επιτόκιο του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου ξεπέρασε το 6,00%, αλλά τον Ιανουάριο του 2009, και μάλιστα είχε παραμείνει κοντά ή πάνω από το 6,00% μέχρι τον Απρίλιο του 2009, οπότε κορυφώθηκε, για να φτάσει στη συνέχεια στο 4,40%.

Διάγραμμα 4 ΕΠΙΤΟΚΙΟ 10ΕΤΟΥΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΤΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ 2000-2010



Πηγή: «Η Υπόθεση Ελληνική κρίση- Περίεργες Συμπτώσεις» (2011).

Μια πιο διεισδυτική ματιά στο διάγραμμα του επιτοκίου του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου αποκαλύπτει μια περίεργη ομοιότητα της εξέλιξης της κίνησής του σε δύο διαφορετικές χρονικές περιόδους: μεταξύ Οκτωβρίου 2008 και Απριλίου 2009 και μεταξύ Οκτωβρίου 2009 και Απριλίου 2010. Η τεχνική ανάλυση μας δείχνει ότι:

- Τα δύο αυτά διαστήματα είναι όμοια, τόσο χρονολογικά (Οκτώβριος-Απρίλιος) όσο και ως προς τη χρονική διάρκειά τους.
- Και στις δύο περιπτώσεις είχε προηγηθεί πτώση του επιτοκίου μέχρι τον Οκτώβριο και ξαφνική και δραματική άνοδος του μέχρι τον Απρίλιο του επόμενου έτους.
- Και στις δύο περιπτώσεις η άνοδος έφερε το επιτόκιο από το επίπεδο κοντά στο 4,5% τον Οκτώβριο σε αυτό πάνω από το 6,00% τους επόμενους μήνες.

Η χρηματοπιστωτική ομοιότητα των περιόδων Οκτωβρίου 2008-Απριλίου 2009 και Οκτωβρίου 2009-Απριλίου 2010 δεν αποτυπώνεται μόνο στο διάγραμμα τιμών του επιτοκίου του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου, αλλά και σε μια σειρά άλλων διαγραμμάτων, που παρουσιάζουν εξαιρετικό ενδιαφέρον.

Έτσι, στα δύο αυτά διαστήματα είναι παρόμοια, όπως αναμενόταν, η κίνηση του spread του επιτοκίου του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού.

Διάγραμμα 5 SPREAD ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ-ΓΕΡΜΑΝΙΚΩΝ 10ΕΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2006-2010



Πηγή: «Η Υπόθεση Ελληνική κρίση- Περίεργες Συμπτώσεις» (2011)

Ήταν επίσης παρόμοια η κίνηση των ελληνικών CDS, δηλαδή των ασφαλίσεων των ελληνικών ομολόγων, σε περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής τους από την πλευρά της Ελλάδας. Το πιο ενδιαφέρον όμως είναι ότι στα δύο κρίσιμα αυτά διαστήματα είναι παρόμοια η κίνηση του δολαρίου, με το δείκτη δολαρίου να απογειώνεται από τις 75 στις 89 μονάδες μεταξύ Οκτωβρίου 2008-Απριλίου 2009 και από τις 74 στις 88 μονάδες μεταξύ Οκτωβρίου 2009-Απριλίου 2010, καταγράφοντας την αντίστοιχη άνοδο σε αντίστοιχο διάστημα.

Επιπλέον, και στις δύο περιπτώσεις, αμέσως μετά την κορύφωση της τιμής του δολαρίου, τον Απρίλιο εκάστου έτους, ακολούθησε δραματική πτώση του, η οποία το έφερε και πάλι κοντά στις 75 μονάδες. Όπως είναι λογικό, εφόσον δολάριο και ευρώ κινούνται αντίθετα, τόσο η πρώτη όσο και η δεύτερη χρηματοπιστωτική ελληνική κρίση οδήγησαν σε πτώση του ευρώ και από τον Απρίλιο εκάστου έτους και μετά σε θεαματική άνοδό του. Και στις δύο αυτές περιόδους τα αμερικανικά δεκαετή ομόλογα απογειώθηκαν και τα επιτόκιά τους (δηλαδή το κόστος δανεισμού των ΗΠΑ) βούλιαξαν.

Η ιστορία που μας αφηγούνται τα παραπάνω διαγράμματα είναι η εξής: η Ελλάδα δέχτηκε δύο χρηματοπιστωτικές επιθέσεις από το 2008 και μετά και όχι μία. Κατά την έξαρση της κρίσης στις αγορές κυβερνητικού χρέους της ευρωζώνης στις αρχές Μαΐου του 2010, τα περιθώρια απόδοσης των κρατικών ομολόγων των χωρών μελών της περιφέρειας της ευρω-

ζώνης ανήλθαν σε νέα υψηλά. Την 7η Μαΐου, το περιθώριο απόδοσης του χαρακτηριστικού 10-ετούς ομολόγου της Ελλάδας σε σχέση με τον αντίστοιχο γερμανικό τίτλο σημείωσε νέο υψηλό, περί τις 965 μ.β, παρόλο που η χώρα είχε μόλις υπογράψει 3-ετές σταθεροποιητικό πρόγραμμα χρηματοδότησης ύψους 110 δις. ευρώ με τους ευρωπαίους εταίρους της και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Συγκριτικά, την ίδια ημέρα, η απόδοση του 10-ετούς χαρακτηριστικού γερμανικού ομολόγου ήταν περίπου 2,80% έναντι επιπέδων άνω των 3,10% στα τέλη Δεκεμβρίου του 2009, δηλαδή τη χρονική περίοδο όπου οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's και Fitch) ξεκίνησαν κύκλο υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας αριθμού χωρών της ευρωζώνης με προβληματικά δημοσιονομικά μεγέθη. Στο περιβάλλον αυτό, η απόδοση του χαρακτηριστικού 10-ετούς γερμανικού τίτλου υποχώρησε στα τέλη Αυγούστου 2010 σε νέα χαμηλά ρεκόρ πλησίον του 2,10%, με τις τιμές των γερμανικών κυβερνητικών τίτλων να δέχονται ιδιαίτερη ώθηση από τη μετακίνηση επενδυτικών κεφαλαίων (flight-to-safety flows) από τα χρεόγραφα της λεγόμενης περιφέρειας της ευρωζώνης προς τις αγορές του πυρήνα (π.χ. Γερμανία).⁸⁸

Οι χρηματοπιστωτικές επιθέσεις από το 2008 έως το 2010 και το γενικότερο κλίμα δημιούργησε ένα περιβάλλον αυξημένου ευρωπαϊκού ρίσκου, το οποίο οδήγησε σε πτώση του ευρώ και άνοδο του δολαρίου, βοηθώντας: α) τη Γερμανία και τη Γαλλία να πετύχουν έμμεση υποτίμηση του ευρώ, στηρίζοντας την οικονομία τους και θέτοντας τη βάση για την ανάρρωση που ακολούθησε αμέσως μετά από αυτές τις δύο χρηματοπιστωτικές επιθέσεις και β) τις ΗΠΑ να ανακτήσουν σε ένα βαθμό την αξιοπιστία του δολαρίου ως παγκόσμιου νομίσματος, χτυπώντας το ευρώ, και να πετύχουν τη φυγή κεφαλαίων προς την ασφαλή αμερικανική αγορά ομολόγων, προκαλώντας έτσι πτώση του δικού τους κόστους δανεισμού, σε μια περίοδο που χρειάζονται δανεικά κεφάλαια στο μεγαλύτερο βαθμό από το Β' Παγκόσμιο πόλεμο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2.2: Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2011

Το 2011 χαρακτηρίστηκε από την περαιτέρω αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου και ιστορικά χαμηλή συναλλακτική δραστηριότητα. Παρά τη συνέχιση των διαπραγματεύσεων για τη στήριξη της ελληνικής οικονομίας, η αβεβαιότητα των επενδυτών για τις εξελίξεις κυρίως στα δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας συνεχίστηκε και συνοδεύτηκε από περαιτέρω υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας από

⁸⁸ Μονοκρούσος, Π.(2011), «Ερμηνεύοντας τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης», στον συλλογικό τόμο Χαρδούβελης, Γ. και Γκόρτσος, Χ. (Επιμέλεια), *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών. σελ.477-478.

τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Ως αποτέλεσμα, οι δημοπρασίες τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου κυρίως αφορούσαν σε έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου (13 εβδομάδων και 26 εβδομάδων) περιορίστηκαν σημαντικά. Το πρώτο εννεάμηνο του 2011, η σύνθεση του νέου κρατικού δανεισμού ήταν η ακόλουθη: 49,6% δάνεια από το μηχανισμό στήριξης (ΕΕ, ΔΝΤ), 42,4% έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, 6,2% ειδικές εκδόσεις τίτλων, και 1,8% δάνεια από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.⁸⁹

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2.3: Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2012 & το PSI

Το 2012, έλαβε χώρα ίσως το σημαντικότερο γεγονός της περιόδου 2008-2012 ως αναφορά την αγορά των ελληνικών ομολόγων και την μέχρι τότε πορεία τους διαμέσου της διαδικασίας της ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων με την δημοσιότητα των όρων του περιβόητου PSI (Private Sector Involvement). Δηλαδή, της συμμετοχής των ιδιωτών επενδυτών (εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών) στο «κούρεμα» (haircut) των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου για την αναδιάρθρωση του κρατικού χρέους.

Πολλοί Έλληνες επενδυτές είδαν τις περιουσίες τους να χάνουν άμεσα το 53,5% της αξίας τους (στην πραγματικότητα πολύ παραπάνω, η ζημία σήμερα υπερβαίνει το 75%). Ήταν η θρυλική 12η Μαρτίου 2012 που μουνδιασμένοι τότε οι κάτοχοι ελληνικών ομολόγων δέχτηκαν ακούσια την έσχατη λύση της αντικατάστασης του υπολοίπου 46,5% του ομολογιακού τους χαρτοφυλακίου με καινούρια ομόλογα, αντίστοιχης αξίας και συγκεκριμένα:

- σε ποσοστό 15% ομόλογα του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης (EFSF) με λήξεις εντός του 2013 και του 2014

- και σε ποσοστό 31,5% σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου (20-23 διαφορετικά ομόλογα).

Τι συνέβη τότε; Κάτοχος ομολόγων ονομαστικής αξίας 100.000 ευρώ χάνει απευθείας με το κούρεμα τα 53.500 ευρώ και λαμβάνει 15.000 ευρώ (μέσω ομολόγων EFSF) και άλλα ομόλογα ονομαστικής αξίας 31.500 ευρώ. Ευθύς αμέσως με το κούρεμα οι τιμές υποχωρούν στο 25%, με αποτέλεσμα η αποτίμηση τότε των ονομαστικής αξίας 31.500 ευρώ τίτλων να περιοριστεί στα... 7.875 ευρώ (για όποιον θα προέβαινε τότε σε πώληση). Το ποσό αυτό αντιστοιχεί σε ζημία 77%, καθώς από τις 100.000 ευρώ απέμειναν μόνο τα 22.875 ευρώ (7.875 συν 15.000 ευρώ) και χάθηκαν 77.125 ευρώ.⁹⁰

⁸⁹ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2011), *Ετήσια Έκθεση 2011*, (σελ.45),

http://www.hcmc.gr/aweb/files/Annual_Reports/files/Annual_2011_gr.pdf [αντλήθηκε 4/04/2015]

⁹⁰ Σπυροπούλου, Λ. (2015), « Ελληνικά ομόλογα: Κερδισμένοι και χαμένοι μετά το PSI», <http://www.euro2day.gr/news/market/article/1292644/ellhnika-omologa-kerdismenoi-kai-hamenoimeta-to.html>. [αντλήθηκε 05/04/15]

Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με την σύνοδο κορυφής της 27^{ης} Οκτωβρίου 2011, ως προϋπόθεση για την εκταμίευση δόσης 130 δις για την βιωσιμότητα του χρέους προς την Ελλάδα ήταν η αντικατάσταση των παλαιών ομολόγων σε νέα όπως προαναφέραμε με την διαφορά του ότι θα διέπονται από το αγγλικό δίκαιο. Αυτό για το Ελληνικό Κράτος σημαίνει με απλά λόγια, νομισματική ομηρία του χρέους στο ευρώ ανεξάρτητα αν η χώρα επιστρέψει σε εθνικό νόμισμα με τις όποιες συνέπειες πολλαπλασιασμού του συγκεκριμένου χρέους λόγω συναλλαγματικής ισοτιμίας και σε περίπτωση που καταστεί αδύνατη η αποπληρωμή του πολλαπλασίου χρέους τότε δίνεται το δικαίωμα στους πιστωτές, της κατάσχεσης της ελληνικής περιουσίας.⁹¹

Αποτέλεσμα του PSI ήταν η Ελλάδα την περίοδο 07/2011- 03/2012 να υποβαθμιστεί από τους οίκους αξιολόγησης αγγίζοντας το ναδίρ της βαθμολογικής κλίμακας θέτοντάς την στην βαθμολογία της επιλεκτικής χρεοκοπίας, εκτοξεύοντας το spread ελληνικού-γερμανικού 10ετούς ομολόγου στις 3.677 μονάδες και μειώνοντας την εμπορική αξία τους περίπου στο 1/3 της ονομαστικής τους και αυτό διότι όλοι γνώριζαν ότι θα κουρευτούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2.4: Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων το 2013

Το 2013 σύμφωνα με μερίδα αναλυτών, έπνεε άνεμος αισιοδοξίας στην ελλειμματική πλευρά της Ευρώπης. Ο λόγος ήταν ότι το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα της Morgan Stanley συμβούλευε τους πελάτες του να προβούν σε αγορές ελληνικών ομολόγων. Οι αγορές έκριναν ότι τα εναπομείναντα ομόλογα αποτελούσαν «καλή αγορά», δεδομένων μάλιστα των χαμηλών τιμών τους και αυτό γιατί ήταν σχεδόν απίθανο το Eurogroup να ασχοληθεί με ένα νέο κούρεμα αυτών των λίγων ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου που παρέμεναν σε ιδιωτικά χέρια. Οι επενδυτές αγόραζαν οποιοδήποτε «χαρτί» μπορεί να τους εγγυηθεί ένα ικανοποιητικό επιτόκιο, και αυτό διότι η συντονισμένη και παρατεταμένη ποσοτική χαλάρωση σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες εκτός ευρώ, μαζί με τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ στα (ουσιαστικά) μηδενικά επίπεδα των υπόλοιπων Κεντρικών Τραπεζών, είχε δημιουργήσει τεράστια ρευστότητα, παραχθείσα από τις Κεντρικές Τράπεζες, και πολύ χαμηλά επιτόκια. Μέσα σε αυτή την αγοραστική μανία, αγόραζαν και τα εναπομείναντα ελληνικά ομόλογα ή κάποια junk bonds.⁹² Σε αυτό το διάστημα επήλθε ηρεμία στους επενδυτές με σημάδια ανάκαμψης από πλευράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και μείωσης των spread.

⁹¹ Παναγιώτου, Π. (2012), *Το Ταγκό των Αγορών & Το Μεγάλο Κόλπο*, Αθήνα: Α.Α. Λιβάνη, σελ.210-217.

⁹² Βαρουφάκης, Γ. & Κουτσοπέτρος, Χ. (2013), «Δελτίο Κρίσης: Μάιος 2013», <http://ineobservatory.gr/publication/deltio-krisis-maios-2013> ,[αντλήθηκε 05/04/15]

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2.5: Η Πορεία των Ελληνικών Ομολόγων από το 2014 μέχρι σήμερα

Η αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου χαρακτηρίστηκε το 2014 από την αύξηση της συναλλακτικής δραστηριότητας σε σχέση με τη δραστηριότητα προηγούμενων ετών, παραμένοντας όμως σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με αυτά που είχαν καταγραφεί πριν το 2010.

Το Δεκέμβριο του 2014, η μέση απόδοση του δεκαετούς ομολόγου αναφοράς διαμορφώθηκε στο 8,42% οριακά χαμηλότερη από τη μέση απόδοση του ομολόγου το Δεκέμβριο του 2013 (8,66%). Η χαμηλότερη μέση απόδοση του εν λόγω ομολόγου παρατηρήθηκε το μήνα Σεπτέμβριο (5,89%) ενώ η υψηλότερη παρατηρήθηκε το Δεκέμβριο (8,42%). Το Δεκέμβριο του 2014 η μέση απόδοση των ομολόγων τριετούς διάρκειας ήταν 9,25%, των ομολόγων πενταετούς διάρκειας ήταν 8,55% και των ομολόγων εικοσαετούς διάρκειας ήταν 8,58%.⁹³ Ανοδική πορεία κατέγραψε η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας των ελληνικών ομολόγων από τις εταιρείες Moody's και Fitch σε Caa1 και B αντίστοιχα.

Εικόνα 6 Η ΥΠΟΧΩΡΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΟΥ 10ΕΤΟΥΣ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΤΟ 2014



Πηγή: Η Καθημερινή (2014).

⁹³ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2014), *Ετήσια Έκθεση 2014*, (σελ.37), http://www.hcmc.gr/aweb/files/Annual_Reports/files/Annual%20Report%202014_1.pdf, [αντλήθηκε 06/04/15]

Φέτος οι ελληνικοί τίτλοι, λόγω της πολιτικής αβεβαιότητας που επικράτησε, δέχτηκαν μεγάλες πιέσεις τους πρώτους μήνες του 2015 εκτοξεύοντας τους σε αποδόσεις ρεκόρ σε σχέση με το 2014 όπως και φαίνεται στην παρακάτω εικόνα-6.

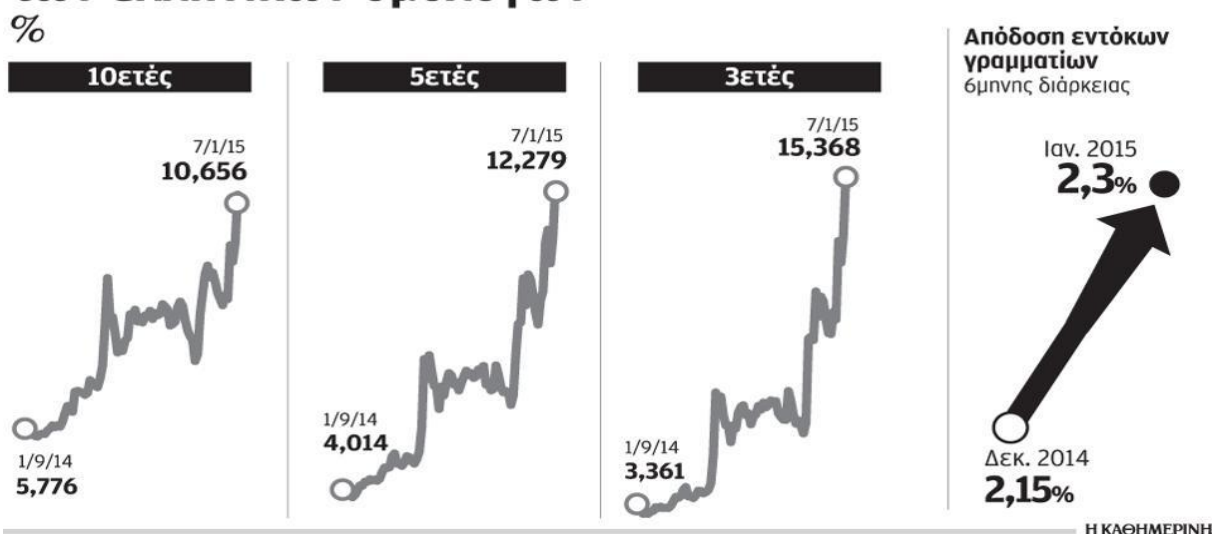
Αξίζει να σημειωθεί ότι η τελευταία φορά που η απόδοση του 10ετούς ομολόγου ήταν σε ελαφρώς υψηλότερα επίπεδα (10,67%) ήταν τον Αύγουστο του 2010.

Δηλαδή, οι επενδυτές τιμολογούν πλέον το ελληνικό 10ετές ομόλογο στα ίδια επίπεδα με τις αρχές του Μνημονίου, θεωρώντας προφανώς ότι το ρίσκο είναι ανάλογο με τότε που δεν είχε πραγματοποιηθεί το PSI και που μόλις είχε ξεκινήσει η εφαρμογή του προγράμματος οικονομικής πολιτικής με την ελληνική οικονομία να βρίσκεται στη χειρότερή της θέση. Με αυτά τα δεδομένα είναι ξεκάθαρο ότι η Ελλάδα βρίσκεται εκτός αγορών και οι προοπτικές της δεν συμβαδίζουν με εκείνες των υπόλοιπων χωρών της Ευρωζώνης.⁹⁴

Εικόνα 7

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΤΟΥ 2015

Σε επίπεδο ρεκόρ οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων



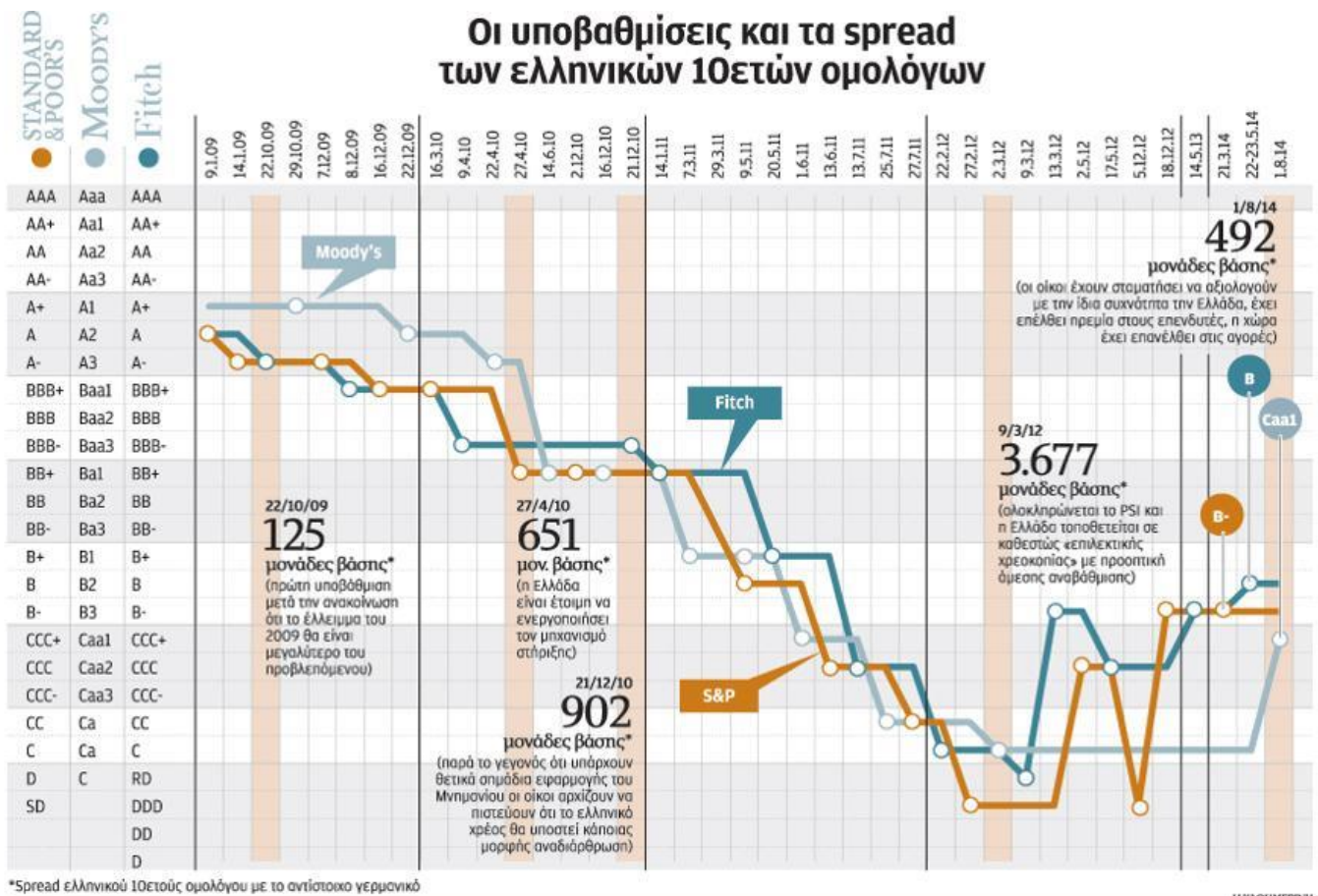
Πηγή: Η Καθημερινή, 08/01/15

Σύμφωνα με τις τελευταίες εξελίξεις μέχρι και τις 28 Μαρτίου 2015 όπου ερευνήσαμε στην παρούσα εργασία οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων έδειξαν ανοδική τάση. Η απόδοση του 10ετούς ελληνικού ομολόγου έφθασε στο 10,90% με τιμή 56 λεπτά του ευρώ ενώ του 5ετούς στο 15,65% με τιμή 69 λεπτά και του 3ετούς στο 19,75% με τιμή 71,75 λεπτά , με το

⁹⁴ Νίκας, Σ. (2015), «Αυξημένο κόστος δανεισμού για το ελληνικό Δημόσιο», <http://www.kathimerini.gr/798510/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/ay3hmeno-kostos-daneismoy-gia-to-ellhniko-dhmosio>, [αντλήθηκε 06/04/15]

spread ελληνικού-γερμανικού ομολόγου να ανέρχεται στις 1067 μονάδες βάσης. Ως αναφορά τις τελευταίες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας σύμφωνα με την Ναυτεμπορική η Moody's στις 6/2/2015 βαθμολόγησε την Ελλάδα με (Caa1) και υπό αναθεώρηση πιθανής υποβάθμισης, η S&P στις 13/3/2015 βαθμολόγησε την Ελλάδα με (B-) σε καθεστώς αρνητικής παρακολούθησης, ενώ η Fitch στις 27/3/2015 με (CCC), θέτοντάς την πλήρως αποκλεισμένη από τις αγορές καθώς οι θεσμικοί επενδυτές απαγορεύεται να αγοράζουν από τον κανονισμό του καταστατικού τους χρεόγραφα με τόσο χαμηλή βαθμολογία «junk» και εάν τα κατέχουν θα πρέπει να τα πουλήσουν.

Διάγραμμα 6 Η ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΙΚΟΝΑ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ Ο ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΤΟΥΣ ΣΤΑ SPREAD ΣΕ ΟΛΗ ΤΗΝ ΠΡΟΑΝΑΦΕΡΘΕΙΣΑ ΠΕΡΙΟΔΟ 01/2009 – 08/2014



Πηγή: Η Καθημερινή (2014).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.3: ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΔΙΕΘΝΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΜΑΧΗ.

Οι αξιολογήσεις των ελληνικών ομολόγων από τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα μπορούσαμε να πούμε ότι μετράνε πληθώρα από αρνητικές συνέπειες τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το Ευρώ. Όπως φάνηκε από την αρχή της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι αξιολογήσεις των οίκων όχι μόνο ήταν ένα κύριο αίτιο αυτής αλλά στην συνέχεια όταν η κρίση μεταδόθηκε παρέτειναν την αστάθεια τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Ελλάδα, εντείνοντας τον πανικό στους επενδυτές διεθνώς και δίνοντας «τροφή» στους κερδοσκόπους. Χαρακτηριστική συνέπεια στην Ελληνική οικονομία ήταν η μαζική φυγή των επενδυτών που διακατείχαν ελληνικούς τίτλους οπού αυτό οδήγησε στην ταχεία άνοδο των spread μετά από κάθε υποβάθμιση (φαίνεται και στο παραπάνω διάγραμμα-4), την αύξηση του κόστους δανεισμού της χώρας, την κατάρρευση του χρηματιστηρίου (λόγω της αντιστρόφου ανάλογης σχέσης spread-χρηματιστηριακού δείκτη), την προσφυγή της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης και εν συνεχεία την δυσχέρεια ανάκαμψης της ανάπτυξης και λόγω αυτού της παρατεταμένης λιτότητας που βιώνουμε έντονα μέχρι και σήμερα υπό τον συνεχή κίνδυνο της ύφεσης .

Σύμφωνα με τον (Γκέρτνερ:2014)⁹⁵, η Ελλάδα και άλλες χώρες της Ευρωζώνης υπέστησαν μεταξύ του 2009-2011 υποβαθμίσεις δυσανάλογης έκτασης σε σχέση με τα οικονομικά θεμελιώδη, μετατρέποντας τις προβλέψεις των οίκων σε αυτοεκπληρούμενες προφητείες. «Οι διαδοχικές υποβαθμίσεις οδηγούν σε αυξήσεις των επιτοκίων, που με τη σειρά τους οδηγούν σε μια χιονοστιβάδα νέων υποβαθμίσεων και αυξήσεων των επιτοκίων, αποκλείοντας τελικά τη χώρα από τις χρηματαγορές». Από τις έρευνες του Γερμανού καθηγητή και των συναδέλφων του έχει επίσης προκύψει ότι οι οίκοι είναι πολύ πιο επιεικείς με τις χώρες όπου έχουν την έδρα τους και με τις αγγλόφωνες χώρες γενικότερα.

Από την πλευρά της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Ευρώ οι αξιολογήσεις παίζουν ένα σημαντικό ρόλο σε μία διεθνή διαμάχη νομισματικής πολιτικής διαμέσου του Ευρώ και του δολαρίου. Αυτή η διαμάχη εξελίσσεται ως εξής : Τα ανεπτυγμένα κράτη της Ε.Ε με σαφώς ισχυρότερη ανάπτυξη, βιομηχανία και οικονομία (π.χ. Γερμανία, Γαλλία) προσπαθούν να γίνουν ανταγωνιστικά στην διεθνή αγορά εξάγοντας φθηνά και ποιοτικά προϊόντα, αυτό συνεπάγεται με ένα φθηνό νόμισμα και με μία μεγάλη ανάπτυξη, το ευρώ όμως ως γνωστό είναι το ακριβότερο νόμισμα του κόσμου. Έτσι τα υποδεέστερα σε ανάπτυξη κράτη όπως η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Ελλάδα, και η Ισπανία λεγόμενα και ως (P.I.G.S) από τις αγορές, επωμίζονται το βάρος μίας εσωτερικής υποτίμησης. Υπό σκληρά μέτρα λιτότητας προσπαθούν να φτάσουν σε ένα υγιές αναπτυξιακό επίπεδο και να μειώσουν τα ελλείμματα τους αντιμε-

⁹⁵ Παλαιολόγος, Γ. (2014), «Οι χώρες να κάνουν μηνύσεις για λανθασμένες αξιολογήσεις», <http://www.kathimerini.gr/780939/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/m-gkertner-oi-xwres-nakanoy-n-mhnyseis-gia-lan8asmenes-a3iologhseis>, [αντλήθηκε 07/04/14].

τωπίζοντας τον ακριβό δανεισμό παρομοίως με την Ελλάδα πιέζοντας το ευρώ σε υποτίμηση , με αυτό τον τρόπο καθιστούν το ευρώ ανταγωνιστικό για χάρη των ισχυρών κρατών.

Σε επίπεδο Ευρώπης οι ισχυρές χώρες πιέζουν το ευρώ προς τα κάτω ώστε να εξάγουν φθηνά, δανείζοντας στις ανίσχυρες για να επιβιώσουν και αποκομίζοντας σεβαστά ποσά τόκων κάθε φορά αγνοώντας τον κίνδυνο του αποπληθωρισμού που ελλοχεύει και αντιδρώντας σε προτάσεις της Ε.Κ.Τ για ποσοτική χαλάρωση . Σε διεθνές επίπεδο οι τελευταίες εξελίξεις σύμφωνα με το Economist⁹⁶ δείχνουν ότι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες όπως η JP Morgan και η Goldman Sachs αναμένουν ότι το ευρώ θα φθάσει σε απόλυτη ισοτιμία με το δολάριο κάποια στιγμή μέσα στο επόμενο έτος. Ειδικότερα η Goldman Sachs «βλέπει» την ισοτιμία να πέφτει στα 0,80 δολάρια έως τα τέλη του 2017. Η επιβεβαίωση της εκτίμησης του αμερικανικού οίκου θα μεταφραστεί ως απώλεια του 40% της αξίας του κοινού νομίσματος της Ευρωζώνης έναντι του δολαρίου, μόλις μέσα σε μια 4ετία. Οι αναλυτές της Goldman Sachs εκτιμούν πως η ποσοτική χαλάρωση της ΕΚΤ θα δημιουργήσει ρεύμα κεφαλαιακών εκροών προς τις ΗΠΑ, καθώς οι επενδυτές θα αναζητήσουν καλύτερες αποδόσεις από αυτές των ευρωπαϊκών ομολόγων, που θα σημειώνουν ιστορικά χαμηλά ρεκόρ.

Με αυτόν τον τρόπο οι ΗΠΑ δείχνουν στους επενδυτές την αξιοπιστία του δολαρίου ως παγκόσμιου νομίσματος, χτυπώντας το ευρώ, για να πετύχουν τη φυγή κεφαλαίων προς την ασφαλή αμερικανική αγορά ομολόγων, προκαλώντας έτσι πτώση του δικού τους κόστους δανεισμού. Σε όλη βέβαια την προαναφερθείσα διαδικασία οι ,αμερικανικής προέλευσης, οίκοι αξιολόγησης (Moody's, S&P, Fitch) έχουν χαρακτηριστεί πολλάκις ως το εκτελεστικό όργανο των συμφερόντων των ΗΠΑ ως προς την χάραξη νομισματικής πολιτικής, όπου όταν χρειαστεί βαθμολογούν έτσι ώστε να παρατείνουν μία κατάσταση ή να την επιδεινώσουν ή να την ευνοήσουν επηρεάζοντας τους επενδυτές, τις ισοτιμίες και την παγκόσμια οικονομία με γνώμονα της ανάγκες των ΗΠΑ αλλά και των μεγάλων επενδυτικών-τραπεζικών οργανισμών που αποτελούν τους κύριους μετόχους των οίκων αξιολόγησης.

Αυτή την αντιστρόφως ανάλογη σχέση υποτίμησης και ανατίμησης των νομισμάτων προσπαθούν να κρατούν σε ισορροπία σύμφωνα πάντα με τα συμφέροντα και τις ανάγκες τους οι ΗΠΑ και οι τράπεζες με την βοήθεια των οίκων αξιολόγησης, για τον παρακάτω λόγο. Προκειμένου να διατηρηθούν οι διεθνείς ισορροπίες και να συντηρηθεί ο πληθωρισμός σε χαμηλές τιμές θα πρέπει κάποιος να απορροφήσει τις πληθωριστικές πιέσεις επιτρέποντας στο νόμισμα του να ανατιμηθεί και επιβάλλοντας στην οικονομία του αποπληθωριστική πολιτική λιτότητας. Ειδικά οι διεθνείς επενδυτικές τράπεζες δε θα μπορούσαν να διατηρήσουν

⁹⁶ Economist (2015), «Ισοτιμία ευρώ-δολαρίου: μια προβολή στο μέλλον», <http://www.economist.gr/index.php/2012-02-09-10-57-23/2012-02-09-11-08-33/2012-02-09-11-08-33/19130-isotimia-envro-dolariou-mia-provoli-sto-mellon>, [αντλήθηκε 07/04/15].

την αξία των ομολόγων που έχουν πουλήσει στα κράτη καθώς ο διεθνής πληθωρισμός θα αρχίσει να μειώνει την αξία του χρέους και αυτό, όπως είναι προφανές, συμφέρει το δανειολήπτη και όχι το δανειστή. Το μόνο νόμισμα αρκετά ισχυρό ώστε να μπορεί να παίζει τον ρόλο του διεθνούς σταθεροποιητή νομισματικών και πληθωριστικών ανισοροπιών είναι το ευρώ (δεύτερο αποθεματικό νόμισμα μετά το δολάριο) και με την πολιτική της η Γερμανία κάνει ακριβώς αυτό, εξυπηρετώντας, άθελα της ή μη, τα συμφέροντα όλων των υπολοίπων πλην των Ευρωπαίων.⁹⁷ Οι οίκοι αξιολόγησης βέβαια σαν ιδιωτικές επιχειρήσεις δεν πρέπει να αγνοούμε ότι αποσκοπούν στο μέγιστο δυνατό κέρδος, οπότε η κατάληξη τις εκάστοτε διαμάχης είναι απλά το μέσο πίεσης ή το όχημα για να εκπληρώσουν τα προσωπικά τους οικονομικά συμφέροντα καταλήγοντας από την παραπάνω διαμάχη Ευρώ/Δολαρίου, σε διαμάχη της ιδιωτικής κερδοσκοπίας ενάντια στο Δημόσιο συμφέρον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΑΛΛΑΓΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΤΙΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΚΡΙΤΙΚΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.1:ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΚΡΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΔΕΧΘΕΙ ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

- Τ. Στράουμπχαρ (Διευθυντής του Ινστιτούτου Παγκόσμιας Οικονομίας του Αμβούργου, HWWI) : «Αφαιρέστε την εξουσία από τους οίκους αξιολόγησης! Πυροδότησαν την κρίση με χυδαίες γνωμοδοτήσεις και χρονικά αυθαίρετες υποβαθμίσεις».
- Γκέορκ Φάρενσον (Υπουργός Οικονομικών του γερμανικού κρατιδίου της Βαυαρίας, του δεύτερου μεγαλύτερου της Γερμανίας): «Η Ευρώπη πρέπει να απελευθερωθεί από την υπαγόρευση όρων εκ μέρους των αμερικανικών οίκων αξιολόγησης. ... Δεν μπορεί οι αμερικανικοί οίκοι αξιολόγησης να μας υποδεικνύουν στην πράξη πότε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα πρέπει να δέχεται ως εγγύηση ένα κρατικό ομόλογο και πότε όχι».

⁹⁷ Παναγιώτου, Π. (2013), «Η μεγάλη έρευνα: εσωτερική υποτίμηση και προστασία της τραπεζικής ελίτ», <http://tvxs.gr/news/%CE%B5%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1/%CE%B5%CF%85%CF%81%CF%8E-%CF%80%CF%84%CF%8E%CF%87%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7-%CE%BC%CE%AD%CF%81%CE%BF%CF%82-3%CE%BF>, [αντλήθηκε 08/04/15].

- Paul Krugman (ο γνωστός Νομπελίστας στους New York Times): «Κάτι, όμως, πρέπει να γίνει για να δώσει τέλος στο δομικά διεφθαρμένο σύστημα των επί πληρωμή οίκων αξιολόγησης ...το να μην κάνεις τίποτα είναι τεράστιο λάθος. Είναι σαν να προσποιείσαι ότι η πιστωτική κρίση προκλήθηκε από ανθρώπινα, τίμια λάθη. Δεν προήλθε από αυτό. Προήλθε από ένα ευρύτατα διεφθαρμένο σύστημα. Και οι οίκοι αξιολόγησης ήταν βασικό τμήμα αυτής της διαφθοράς».
- Φράνκφουρτερ Αλγκεμάινε (Γερμανική συντηρητική εφημερίδα): Τίτλος «Η δικτατορία των βαθμολογητών». «Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν τόσο μεγάλη δύναμη όσο ποτέ. Η μισή Ευρώπη τρέμει. Η πολιτική τους έκανε τόσο ισχυρούς. ... Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, πολλοί ήθελαν ακόμη και να τους καταργήσουν. Εβδομάδες ολόκληρες ασχολούνταν μέχρι και ευρωπαϊκές σύνοδοι κορυφής πώς θα μπορούσαν να περιορίσουν την επιρροή αυτών των οίκων που είχαν αξιοσημείωτη συμβολή ακόμη και στη γένεση της κρίσης, γιατί βοήθησαν να κατασκευαστούν χρεόγραφα, τα οποία κατόπιν οι ίδιοι οίκοι αξιολογούσαν θετικά».
- Βίνερ Τσάιτουνγκ. (Αυστριακή εφημερίδα εκδότης της οποίας είναι η Αυστριακή Δημοκρατία). Σας δίνω μια «γεύση» από τα πολλά που γράφει ο αρχισυντάκτης της εφημερίδας Ράινχαρντ Γκεβάλι (16/6/11). Αφού αναφέρεται στο ποιόν των οίκων, γράφει ειδικά για την Standard & Poor's : «Χωρίς να έχει την παραμικρή δημοκρατική νομιμοποίηση, έχει αναλάβει το ρόλο "παγκόσμιας οικονομικής αστυνομίας", πράγμα που γινόταν δεκτό επί χρόνια και που η ζημιά που προκαλούσε βρισκόταν εντός ορίων. [...] Το ότι η Ελλάδα περνά δύσκολες ώρες είναι πασίγνωστο όπως επίσης και το ότι οι άλλες χώρες της Ευρωζώνης καταβάλουν σημαντικές προσπάθειες για να το αντιμετωπίσουν, όμως στον ιδιωτικό οίκο Standard & Poor's, αυτό είναι αδιάφορο. ... Αν η Ευρωπαϊκή Ένωση σέβεται κάπως τον εαυτό της τότε θα πρέπει να απαντήσει πως ό,τι και να λέει η Standard & Poor's αφήνει αδιάφορη την Ευρώπη.... Ένας αμερικάνικος εκδοτικός οίκος δεν μπορεί να καθορίζει το τί είναι καλό και σωστό για την Ευρώπη και ως εκ τούτου όλες οι χώρες της ΕΕ θα πρέπει αυτή τη στιγμή να απορρίψουν τις αξιολογήσεις τέτοιων εταιρειών και να το διαλαλήσουν δυνατά, διότι οι οίκοι αξιολόγησης κατάντησαν οίκοι αρουραίων και ο λόγος τους δεν έχει την παραμικρή αξία.»⁹⁸

⁹⁸ Γιαννίμπας, Χ. (2015), «Τα βρώμικα παιχνίδια των οίκων αξιολόγησης», <http://tvxs.gr/news/egrapsan-eipan/i-apostasi-metaksy-frasis-kai-drasis>, [09/04/15].

Μερικά παραδείγματα από το πρόσφατο παρελθόν της αναποτελεσματικότητας για την οποία κατηγορήθηκαν οι οίκοι αξιολόγησης τόσο σε επιχειρήσεις όσο και σε κράτη αναφέρονται από τον (Ζοπουνίδης: 2013)⁹⁹: 1) Οι οίκοι αξιολόγησης προτρέπουν την αγορά μετοχών της Enron τέσσερις μέρες πριν πτωχεύσει η εταιρεία τον Δεκέμβριο του 2001. 2) Οι οίκοι αξιολόγησης κατείχαν παραπλανητική θετική στάση στην πιο πρόσφατη (Σεπτέμβριος 2008) κατάρρευση της Lehman Brothers. 3) Οι οίκοι αξιολόγησης λίγους μήνες πριν καταρρεύσει η οικονομία της Ισλανδίας την είχαν αναβαθμίσει.

Η κρίση χρέους στην Ευρώπη βρήκε την Ελλάδα το 2008 με βαθμολογία A από τη Fitch, με A1 από τη Moody's και με A- από την S&P. Η Ισλανδία πριν από τη χρεοκοπία είχε βαθμό A+ από τη Fitch, Aaa από τη Moody's και A+ από την S&P. Αντίστοιχα, η Ιρλανδία εισήλθε στην κρίση (καταλήγοντας τελικά στον Μηχανισμό Στήριξης της τρόικας) με βαθμολογία AAA από τη Fitch. Ο ίδιος οίκος μέχρι το 2010 υποβάθμισε την Ιρλανδία κατά τρεις μονάδες, σε AA-. Την περίοδο της ασιατικής κρίσης (1997-1998) η Ινδονησία ξεκίνησε με αξιολόγηση BBB- και υποβαθμίστηκε μέχρι το B-. Η Κορέα εισήλθε στην κρίση με AA- από τη Fitch, ενώ η Ρωσία λίγο πριν χρεοκοπήσει είχε βαθμολογία BB+ από τη Fitch, Ba2 από τη Moody's και BB- από την S&P.

Οι οίκοι αξιολόγησης κρατούν στα χέρια τους τις μοίρες ολόκληρων χωρών και η δύναμη αυτή είναι από μόνη της τρομακτική. Πολύ περισσότερο, αν αναλογιστούμε ότι έχουν εμπλακεί, παλαιότερα και πρόσφατα, σε μια σειρά σκανδάλων, τα οποία αποκαλύπτουν αυτό που λογικά ισχύει σε κάθε άλλη εταιρεία, αλλά που δε θα έπρεπε να ισχύει στη δική τους περίπτωση, ότι δηλαδή έχουν ως πρωταρχικό σκοπό την εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων και όχι του κοινού καλού.

Για παράδειγμα, η Moody's έχει κατηγορηθεί για εκβιασμό εταιρειών προκειμένου να ενταχτούν στο σύστημα αξιολόγησής της. Σε μια περίπτωση, η Moody's πλησίασε το γερμανικό ασφαλιστικό κολοσσό Hannover Re, προσφέροντάς του «δωρεάν αξιολόγηση», αλλά έλαβε αρνητική απάντηση. Η Moody's συνέχισε να δημοσιεύει δωρεάν αξιολογήσεις της εταιρείας με όλο και χαμηλότερη βαθμολογία, επικοινωνώντας μαζί της κατά διαστήματα για να αγοράσει τις υπηρεσίες της. Μετά από ένα διάστημα παρατεταμένης άρνησης της Hannover Re να πληρώνει τη Moody's για να αξιολογείται από αυτή, ο οίκος υποβάθμισε τα ομόλογά της σε «junk» (σκουπίδια), προκαλώντας πανικό στην αγορά, ο οποίος κόστισε στη Hannover Re 175 εκ. δολάρια τις πρώτες μόνο ώρες της υποβάθμισης.

Κατά τη διάρκεια του 2007 και όσο η αγορά κατοικίας των ΗΠΑ κατέρρευε, η Moody's συνεργάστηκε με εταιρείες της Γουόλ Στριτ όπως η Goldman Sachs, προκειμένου να τις βοη-

⁹⁹ Ζοπουνίδης, Κ. (2013), «Οίκοι Αξιολόγησης και ευμετάβλητες αποφάσεις», <http://www.epistimonikomarketing.gr/oikoi-aksiologisis-kai-eumetablites-apofaseis/>, [09/04/15]

θήσει να κερδίσουν δισεκατομμύρια από το εμπόριο τοξικών ομολόγων, βαθμολογώντας τα με «άριστα» εν μέσω της κρίσης και εξαπατώντας έτσι τους επενδυτές και τις εταιρείες που εμπιστεύονταν τις γνωματεύσεις της. Η Moody's μάλιστα τιμωρούσε τα ανώτερα στελέχη και τους υπαλλήλους της που προέβαιναν σε κριτική των πράξεων της και αντάμειβε όσους συμφωνούσαν μαζί της και συνέβαλλαν με θετικές εκθέσεις για τα τοξικά ομόλογα. Η εταιρεία μετέθεσε σε άλλα τμήματά της όσους θεωρούσαν τα ενυπόθηκα δάνεια επισφαλή και συγκέντρωσε στο τμήμα αξιολόγησης όσους τα θεωρούσαν ασφαλή.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ εξέδωσε μια έκθεση-καταπέλτη για το ρόλο της Moody's και των ανταγωνιστών της Fitch και S&P στην κρίση της αγοράς κατοικίας και στη μετέπειτα τραπεζική κρίση των ΗΠΑ, η οποία αποτέλεσε τον προθάλαμο της παγκόσμιας κρίσης του 2008. Στην έκθεση αυτή αναδεικνυόταν ο τρόπος με τον οποίο, με κίνητρο το προσωπικό τους κέρδος, οι εταιρείες αλλοίωσαν τα πραγματικά συμπεράσματα των αξιολογήσεών τους.

Σύμφωνα με συνέντευξη του πρώην μεγαλοστελέχους της Moody's Μάρκ Φρόμπα, ο οποίος είχε προσληφθεί σε αυτή το 1997, η εταιρεία λειτουργεί με γνώμονα το δικό της συμφέρον και όχι το γενικό, πρακτική που, όταν έγινε αντικείμενο κριτικής από τον ίδιο και άλλα εννέα στελέχη το 2007, οδήγησε στην περιθωριοποίησή τους εντός της εταιρείας.

Ο Λόρενς Μακ Ντόναλντ, αντιπρόεδρος της Lehman Brothers μέχρι την κατάρρευσή της, αναρωτιέται σε βιβλίο του σχετικά με τις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης: «Πώς είναι δυνατόν μια κατηγορία ομολόγων να βαθμολογείται με AAA τη μια ημέρα και την άλλη να υποβαθμίζεται σε «junk», εκτός και αν έχει συμβεί κάτι εξαιρετικά ανέντιμο;» Στην πραγματικότητα, οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης υπερδιπλασίασαν τα κέρδη τους κατά τη διάρκεια της κρίσης, βαθμολογώντας με AAA επισφαλή ομόλογα από πιστωτικές κάρτες, στεγαστικά δάνεια, δάνεια για την αγορά αυτοκινήτων, τα οποία είχαν τιτλοποιηθεί από εταιρείες όπως η Goldman και πωλούνταν σε επενδυτικά και ασφαλιστικά ταμεία και σε εταιρείες και ιδιώτες σε ολόκληρο τον κόσμο, μεταφέροντας το ρίσκο από την επερχόμενη κατάρρευση της αξίας τους σε ανυποψίαστους επενδυτές. Τη δική του σημασία επίσης έχει το γεγονός πως κύριοι μέτοχοι στους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι επενδυτικοί-τραπεζικοί οργανισμοί μεγάλου βεληνεκού. Αυτό δημιουργεί μια ισχυρή χρηματιστηριακή «φιλία», η οποία φαίνεται πως είναι ιδιαίτερα προσοδοφόρα τόσο για τους οίκους, όσο και για την τραπεζική ελίτ.¹⁰⁰

¹⁰⁰ Παναγιώτου, Π. (2012), Το Ταγκό των Αγορών & Το Μεγάλο Κόλπο, Αθήνα: Α.Α. Λιβάνη, σελ.22-23.

Το προφανές ερώτημα ήταν πάντα: γιατί κάνουν τόσα λάθη; Τρεις διαφορετικές δυνατότητες έχουν συζητηθεί στη βιβλιογραφία: προβληματικά μοντέλα, κακά κίνητρα, συγκεντρωτική δομή της αγοράς. Εξετάστε με τη σειρά.

Η πρώτη πιθανότητα είναι ότι οι οίκοι αξιολόγησης δεν κατάλαβαν ή δεν έβαλαν σε σωστά μοντέλα τα οικονομικά θεμελιώδη. Για παράδειγμα, κάποιοι αναλυτές συζητούν την αβεβαιότητα του μοντέλου αξιολόγησης με βάση τις διαφορές στις αξιολογήσεις, το οποίο τείνει να είναι σύνηθες για πιο περίπλοκους και αδιαφανείς εκδότες. Άλλα κείμενα έχουν εστιάσει στη διερεύνηση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων και των αλλαγών των αξιολογήσεων και τείνουν να βρίσκουν ότι οι αξιολογήσεις έχουν μια επιρροή στις τιμές των ομολόγων. Επομένως το συμπέρασμα θα ήταν ότι οι οίκοι αξιολογήσεις είναι αρκετά ισχυρά, αλλά συχνά κάνουν λάθος.

Το δεύτερο σκέλος της βιβλιογραφίας διερευνά διαρθρωτικές αιτίες για τις συστηματικά εσφαλμένες εκτιμήσεις με συγκρούσεις συμφερόντων. Για παράδειγμα, οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί να έχουν κίνητρα να δώσουν υψηλή αξιολόγηση σε ένα προϊόν εάν πουλάνε προσοδοφόρες συμβουλευτικές υπηρεσίες σχετικά με τη διάρθρωση του εν λόγω προϊόντος. Πιο γενικά, οι οίκοι αξιολόγησης θεωρούνται ύποπτοι για «φούσκωμα» των αξιολογήσεων σε μια προσπάθεια να προσελκύσουν εκδότες και να αυξήσουν τα έσοδα από τις προμήθειες. Αυτό μπορεί να είναι η ακούσια συνέπεια του μοντέλου «πληρωμής από τον εκδότη», όπου ο εκδότης του ομολόγου πληρώνει τον οίκο αξιολόγησης ενώ ο επενδυτής λαμβάνει την πληροφορία τσάμπα. Η λογική του «πληρώνει ο εκδότης» είναι πιθανό να είναι πιο έντονη για τις εταιρικές εκδόσεις από ότι για τα κράτη. Οι κρατικές αξιολογήσεις είναι ως επί το πλείστον ανεπιθύμητες, ως εκ τούτου τα κράτη δεν πληρώνουν καμιά προμήθεια και η αγορά της καλύτερης αξιολόγησης δεν είναι δυνατή.

Ο τρίτος λόγος για τη συστηματικά εσφαλμένη εκτίμηση των κρατικών αξιολογήσεων από τους οίκους, θα μπορούσε να είναι η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς. Η αγορά των οίκων αξιολόγησης κυριαρχείται από τρεις παίκτες, οι οποίοι καταλαμβάνουν και το 95% αυτής. Η Moody's και η Standard & Poor's έχουν η κάθε μία 40% και η Fitch Ratings έχει το 15%. Σε πολλές περιπτώσεις οι ρυθμιστικές αρχές έχουν «σφραγίσει» την κυριαρχία των Big Three ενσωματώνοντας τις αξιολογήσεις τους στους κανονισμούς, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Κατ' αρχή, αυτές είναι ιδανικές συνθήκες για αθέμιτες συμπεριφορές. Προσθέστε σε αυτό και την παρατήρηση ότι οι Big Three έχουν όλες έδρα τις ΗΠΑ με τα γραφεία τους στη Νέα Υόρκη, και μπορεί να συγχωρεθείτε εάν υποπτευέστε ότι οι ευρωπαϊκές χώρες ίσως να μην τυγχάνουν ίσης μεταχείρισης με τις ΗΠΑ ή τους

αγγλόφωνους συγγενείς τους. Τα ευρήματά μας υποδηλώνουν ωστόσο ότι θα κάνατε λάθος.¹⁰¹

Το Ινστιτούτο των Πιστοποιημένων Χρηματοοικονομικών Αναλυτών (Chartered Financial Analyst Institute, ή CFA) δημοσίευσε μια δημοσκόπηση των μελών του, στις αρχές του Ιουλίου 2010, όπου διαπίστωσε ότι 211 (11%) των 1.956 ερωτηθέντων διαπίστωσαν αλλαγή βαθμολόγησης από οίκο αξιολόγησης λόγω πίεσης από τον επενδυτή, τον εκδότη ή τον εγγυητή και το 51% από αυτούς πίστευε ότι αυτή οφειλόταν στην προοπτική ότι οι εκδότες θα στρεφόντουσαν σε ένα ανταγωνιστικό οίκο. Σχεδόν το ένα πέμπτο των ερωτηθέντων (17%) έκρινε ότι ένα επιπλέον κίνητρο για να αλλάξουν την αξιολόγηση ήταν η υπόσχεση από τον εκδότη για περαιτέρω μελλοντική συνεργασία.¹⁰²

Επιπρόσθετα, οι οίκοι αξιολόγησης δέχθηκαν μεγάλη κριτική στην πρόσφατη κρίση χρέους της Ευρωζώνης, αφού με τις υποβαθμίσεις τους εκτίναξαν το κόστος δανεισμού δημιουργώντας έναν φαύλο κύκλο: υποβάθμιση, αύξηση του κόστους δανεισμού, επιδείνωση δημοσιονομικής κατάστασης, δυσκολία άντλησης κεφαλαίων των κρατών από τις αγορές και νέα υποβάθμιση που έχει να κάνει με την αλλαγή του ρόλου των οίκων αξιολόγησης και την λειτουργία τους όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής των αξιολογήσεων. Υπήρξε μια αλλαγή στη φύση της εργασίας των οίκων αξιολόγησης, που προκλήθηκε από την τεράστια ανάπτυξη των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων CDO (Collateralized Debt Obligations), τα οποία πωλήθηκαν σε διάφορους τραπεζικούς και άλλους οργανισμούς. Αυτό έχει τοποθετήσει τους οίκους αξιολόγησης σε ένα, ποιοτικά, διαφορετικό ρόλο που έχει επεκταθεί πολύ πιο πέρα από αυτό των περισσότερων φορέων παροχής πληροφοριών.

Ένα μεγαλύτερο πρόβλημα προέκυψε όταν οι οίκοι άλλαξαν το επιχειρηματικό τους μοντέλο. Τότε ο επενδυτής στρέφονταν προς έναν από τους ανταγωνιστές του. Στη δεκαετία του 1970, οι οίκοι στράφηκαν προς ένα μοντέλο στο οποίο ο εκδότης του ομολόγου είναι αυτός που πληρώνει για τη βαθμολόγηση. Αυτό δημιούργησε μια τεράστια σύγκρουση συμφερόντων, καθώς ο εκδότης πάντα επιζητεί τον καλύτερο βαθμό και αν δεν τον πάρει, πάει αλλού. Επίσης, η μεθοδολογία των οίκων, που ήταν απαραίτητο εργαλείο της δουλειάς τους, ήταν και παραμένει άγνωστη καθώς δεν ήταν υποχρεωμένοι να την αποκαλύψουν. Αυτό οδήγησε σε μια πλήρη αδιαφάνεια στη διαδικασία των αξιολογήσεων. Είχαμε λοιπόν μια νομικά κατοχυρωμένη έλλειψη ανταγωνισμού, και μια θεσμοθετημένη αδιαφάνεια.

Για την εκτεταμένη και συστηματική επιχείρηση παραπλάνησης και εξαπάτησης της αγοράς και των επενδυτών, ευθύνονται βασικά οι ακόλουθοι λόγοι:

¹⁰¹ Bartels, B. & Mauro, B. (2013), «Οίκος αξιολόγησης για την Ευρώπη. Είναι καλή ιδέα;», <http://www.capital.gr/NewsTheme.asp?id=1829778>, [αντλήθηκε 10/04/15].

¹⁰² Αρβανιτίδου, Β. (2010), *Ο Ρόλος των Οίκων Πιστοληπτικής Ικανότητας στην Πρόσφατη Χρηματοπιστωτική Κρίση*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ.42

- Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πληρώνονται από τους εκδότες των τίτλων. Έτσι στην περίπτωση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, όσοι προχωρούσαν στην έκδοση τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων υπό τη μορφή σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων κατέβαλλαν και στην σχετική αμοιβή στους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Συνεπώς, αυτοί οι οίκοι δεν θα βρίσκονταν απέναντι από τα συμφέροντα όσων τους πλήρωναν αδρά για την διεξαγωγή του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητάς τους.
- Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης, είτε μέσω θυγατρικών τους, είτε μέσω των μητρικών τους εταιρειών, είτε μέσω εταιρειών-τραπεζών που τους ελέγχουν μετοχικά, προχωρούν στην δημιουργία και αγοραπωλησία σύνθετων χρηματοοικονομικών και επενδυτικών προϊόντων χωρίς εγγυημένη απόδοση και μεγάλο επενδυτικό ρίσκο.
- Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης δεν διασφαλίζουν μια σειρά πραγματικών ποιοτικών κριτηρίων που να αφορούν την πιο αντικειμενική και ορθή αξιολόγηση των υπό έκδοση τιτλοποιημένων δανείων στεγαστικής πίστης.
- Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης δεν είχαν αναπτύξει σωστές και αξιόπιστες εφαρμογές προληπτικής εποπτείας και αξιολόγησης του χρηματοοικονομικού συστήματος ώστε να κερδίσουν την εμπιστοσύνη του αγοραστικού κοινού στην παγκόσμια αγορά σε βάθος χρόνου.
- Η υπερβολική ανάπτυξη της συγκεκριμένης κτηματικής αγοράς – που οδήγησε και στην γρήγορη πτώση και κατάρρευση – ευνόησε την πεποίθηση ότι όλα αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα είχαν αξιολογηθεί σωστά και αξιόπιστα ως προς το βαθμό κινδύνου/ρίσκου, τόσο από τις τράπεζες που προχωρούσαν στην έκδοσή τους, όσο και από διεθνείς οίκους αξιολόγησης.

Σύμφωνα με όλα τα παραπάνω, η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι τρεις πιο ισχυροί οίκοι αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's και Fitch) ευθύνονται για την αύξηση του κόστους δανεισμού των κρατών και με τις βαθμολογίες τους ενισχύουν την χρηματοπιστωτική αστάθεια στον επιχειρηματικό κόσμο και πιθανώς έχουν οικονομικά συμφέροντα από τις διεθνείς διακυμάνσεις τόσο των spreads των Cod's όσο και από τις διακυμάνσεις των διεθνών νομισματικών ισοτιμιών. Το σημαντικότερο όμως είναι ότι οι αξιολογήσεις αυτές χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό αδιαφάνειας. Δεν είναι ξεκάθαρο ποιες ποιοτικές μετα-

βλητές λαμβάνονται υπόψη ή το πως σταθμίζονται με τις ποσοτικές αξιολογήσεις. Ένα ακόμα θέμα αποτελούν οι κλίμακες αξιολόγησης, καθώς κάθε οίκος χρησιμοποιεί μια δική του κλίμακα και η βαθμολογία τους διαφέρει.

Η διεθνής οικονομική κρίση δημιούργησε πολλά ερωτηματικά όσο αφορά την αξιοπιστία των αξιολογήσεων των τριών οίκων. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πίεσε για μεγαλύτερη διαφάνεια στη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και διευκρίνηση των μεθόδων εργασίας. Μέσα από τις νέες προτάσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου προσπαθεί αποφύγει την μείωση των δυνατοτήτων των ιδιωτικών οίκων σε ότι αφορά τις αξιολογήσεις του δημόσιου χρέους. Ζητάει να δοθούν περισσότερες διευκρινήσεις για τον 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. Τέλος, τονίζουν, ότι οι αξιολογήσεις αυτές έχουν την τάση να οδηγούν σε αύξηση των spreads και απαιτεί να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στο θέμα αυτό.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης με τους επενδυτές έχουν μεγάλη εξάρτηση λόγω της διεξαγωγής βαθμολογίας για την πιστοληπτική ικανότητά τους. Τα τραπεζικά κεφάλαια, οι κανόνες ασφάλισης, όπως επίσης και οι δείκτες δανείων συχνά στηρίζονται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Οι οίκοι, έχουν δεχθεί εκατοντάδες αγωγές από επιχειρήσεις που τους εμπιστεύτηκαν υπερβολικά, οι οποίες όμως δεν γίνονται δεκτές, καθώς οι αξιολογήσεις τους θεωρούνται βάσει νόμου απλές «απόψεις» ή «γνώμες» και κατά συνέπεια τανιζονται από μία σειρά σκανδάλων και κατηγοριών, οι οποίες ξεκινούν από εσκεμμένες παραλείψεις δημοσίευσης πληροφοριών στο κοινό για διάφορες εταιρίες, και φτάνουν μέχρι της κατηγορίες για εκβιασμό. Γίνεται, λοιπόν, αναγκαίο να μειωθεί η εξάρτηση από τους οίκους αξιολόγησης όσον αφορά την αξιολόγηση για τον βαθμό αξιοπιστίας των οργανισμών και των κρατών.¹⁰³

Τον Δεκέμβριο του 2013, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) δημοσιοποίησε τα αποτελέσματα έρευνας για το πώς οι «τρεις μεγάλοι» αξιολογούν τα κρατικά ομόλογα χωρών της Ε.Ε. «Η έρευνα της ESMA αποκάλυψε ελλείψεις και αδυναμίες κατά τη διαδικασία αξιολόγησης κρατικών ομολόγων, οι οποίες θα μπορούσαν να υπονομεύσουν την ποιότητα και ακεραιότητα της αξιολόγησης και της διαδικασίας αξιολόγησης», δήλωνε στις 2 Δεκεμβρίου ο πρόεδρος της ESMA, Στίβεν Μάγιор.

¹⁰³ Θαλασσινού, Ε. (2014), *Ο Ρόλος των Οίκων Πιστοληπτικής Διαβάθμισης στην Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, σελ.50-53.

Πρώτο πρόβλημα που αποκαλύφθηκε κατά τη διαδικασία αξιολόγησης που ακολουθούν οι Moody's, Standard & Poor's και Fitch ήταν ότι, σε ορισμένες περιπτώσεις, υπονομεύεται η ανεξαρτησία των αξιολογητών και της διαδικασίας. Όπως ανακαλύφθηκε, υψηλόβαθμα στελέχη του οίκου αξιολόγησης, ακόμη και μέλη του Δ.Σ. καθόριζαν την αλλαγή αξιολόγησης αντί για τον επικεφαλής αναλυτή, εγείροντας υπόνοιες για την ύπαρξη εμπορικών συμφερόντων.

Δεύτερο σημαντικό πρόβλημα αφορά την εμπιστευτικότητα των αξιολογήσεων, αφού συχνά κυκλοφορούν φήμες περί επικείμενης αναβάθμισης ή υποβάθμισης μιας οικονομίας, προκαλώντας αναταραχή στις αγορές.

Ένα τρίτο πρόβλημα αφορά την καθυστέρηση δημοσίευσης μιας νέας αξιολόγησης. Σε μια περίπτωση, η ESMA ανακάλυψε αξιολόγηση που δημοσιεύτηκε πέντε ημέρες μετά την ολοκλήρωσή της και σε μια άλλη περίπτωση η αξιολόγηση δημοσιεύτηκε δύο εβδομάδες μετά. Επίσης, ανακαλύφθηκε ότι οι οίκοι αξιολόγησης ανέθεταν καθήκοντα επικεφαλής αναλυτή για μια χώρα σε άπειρα ή νεοπροσληφθέντα στελέχη.¹⁰⁴

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.2:ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Μετά την εκδήλωση της κρίσης έγινε αισθητά λόγος στην Ευρώπη, για την δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης, ώστε να λειτουργήσει ως ευρωπαϊκό αντίβαρο έναντι των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι φαίνεται να έχουν μία δεσπόζουσα θέση στην ευρωπαϊκή σκηνή. Το ψήφισμα καλούσε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προβεί σε αναλυτική εκτίμηση του αντίκτυπου και της βιωσιμότητας ενός πλήρως ανεξάρτητου ιδρύματος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, με χρηματοδότηση από τον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για τα πρώτα πέντε χρόνια περίπου.¹⁰⁵

Τον Ιούνιο 2010, ο επικεφαλής του Eurogroup Jean-Claude Juncker στήριξε δημόσια τις εκκλήσεις πολιτικών για την σύσταση ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης, ώστε να περιοριστεί η κυριαρχία των τριών μεγάλων οίκων.¹⁰⁶

Τον Ιούνιο του 2011 πρόεδρος της Κοινοβουλευτικής Ομάδας των Γερμανών Φιλελευθέρων Ράινερ Μπρίντερλε όπως και πολλοί άλλοι ευρωπαίοι αξιωματούχοι, ζήτησε να σπάσει

¹⁰⁴ Η Καθημερινή (2014), «Διαμάχη Κρατών με Οίκους Αξιολόγησης», <http://www.kathimerini.gr/752533/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/diamaxh-kratwn-me-oikoyso-a3iologhshs>, [αντλήθηκε 11/04/15].

¹⁰⁵ Θαλασσινού, Ε. (2014), *Ο Ρόλος των Οίκων Πιστοληπτικής Διαβάθμισης στην Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, σελ.52

¹⁰⁶ O'Donnell, J. & Jones, M. (2011), «Η Ευρώπη στο Έλεος των Οίκων Αξιολόγησης», <http://www.naftemporiki.gr/story/333061/apopsi-i-europi-sto-eleos-ton-oikon-aksiologisis>, [αντλήθηκε 11/04/15].

το ολιγοπώλιό τους με τη σύσταση ενός ευρωπαϊκού οίκου. «Η αυτοπεποίθηση με την οποία σηκώνουν ή κατεβάζουν τον αντίχειρα είναι αξιοπρόσεχτη», είπε ο κ. Μπρίντερλε στη γερμανική εφημερίδα «Rheinische Post».¹⁰⁷

Το εγχείρημα αυτό επιχειρήθηκε αλλά η κατάληξη αυτού ήταν στις 16/04/2012 η γερμανική έκδοση των Financial Times να αναφέρει ότι η εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων Roland Berger που είχε αναλάβει την εκπόνηση και υλοποίηση του σχεδίου, δεν διέκρινε τη δυνατότητα συγκέντρωσης του αρχικού κεφαλαίου των 300 εκατομμυρίων δολαρίων, που είχε θέσει ως στόχο. Η Roland Berger ήλπιζε στην συμβολή γερμανικών και γαλλικών τραπεζών, ωστόσο το ενδιαφέρον των τελευταίων ήταν κατώτερο των προσδοκιών. Σύμφωνα με την FTD, πολλοί δυνητικοί επενδυτές αμφισβήτησαν την λειτουργικότητα του επενδυτικού μοντέλου. Μάλιστα ο πρόεδρος της Commerzbank Μάρτιν Μπλέσινγκ είχε πρόσφατα συγκρίνει το πρότζεκτ του ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης με το τέρας του Λοχ Νες, το οποίο «κάνει κάθε τόσο την εμφάνισή του, αλλά κανείς ποτέ δεν το είδε».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3:ΟΙ ΑΛΛΑΓΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ¹⁰⁸

Οι ηγέτες των πλουσιότερων χωρών του πλανήτη προσπαθούν να βρουν λύσεις στα σοβαρά προβλήματα που έχουν προκύψει από τη χρηματοοικονομική κρίση και πέραν των μέτρων στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας μελετούν και προωθούν άμεσες και σημαντικές αλλαγές στο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι ηγέτες της ΕΕ συμφώνησαν, ως εκ τούτου, να εντείνουν τις προσπάθειές τους για τη βελτίωση της διαφάνειας, τον συντονισμό των εθνικών ρυθμιστικών αρχών, την επανεξέταση του ρόλου των οίκων αξιολόγησης και να ενισχύσουν την διαχείριση των κινδύνων ρευστότητας. Για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών, είναι σημαντικό οι οίκοι αξιολόγησης να παρέχουν, σταθερά, αξιολογήσεις που είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και υψηλής ποιότητας, ενώ θεωρείται ότι υπάρχει πλέον ευρεία συναίνεση για μια σειρά πιθανών βελτιώσεων.

Παρακάτω παρατίθενται μερικές αλλαγές που θα μπορούσαν να συμβάλλουν στην προσπάθεια αυτή:

¹⁰⁷ Ναυτεμπορική (2011), «Βολές Μπρίντερλε Κατά των Οίκων Αξιολόγησης, Ζητεί τη Σύσταση ενός Ευρωπαϊκού Οίκου», <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/332986/boles-mprinterle-kata-ton-oikon-aksiologisis>, [αντλήθηκε 11/04/15]

¹⁰⁸ Αρβανιτίδου, Β. (2010), «Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας στην Πρόσφατη Χρηματοπιστωτική Κρίση», Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, σελ. 72.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.1:Ενιαίο Πλαίσιο Λειτουργίας Διεθνώς

Η αλήθεια είναι ότι οποιαδήποτε παρέμβαση στο τρόπο που δραστηριοποιούνται οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν μπορεί να περιοριστεί σε μονομερείς αποφάσεις καθώς οι εταιρείες αυτές αποτελούν αναπόσπαστο και θεσμοποιημένο «τμήμα» της παγκόσμιας αγοράς χρέους. Για παράδειγμα, μια μονομερής παρέμβαση από την πλευρά της Ευρωπαϊκής Ένωσης μπορεί να πέσει στο κενό αν δεν συνοδεύεται από μία παράλληλη αλλαγή του τρόπου λειτουργίας της αγοράς χρέους των ΗΠΑ. Το παράδειγμα αυτό μπορεί να προσαρμοστεί σε πολλές εκδοχές, οι οποίες μπορεί να περιλαμβάνουν από τις χώρες του G20 μέχρι τις κορυφαίες επενδυτικές τράπεζες και επενδυτικούς οργανισμούς. Σύμφωνα, με όλα τα παραπάνω και λαμβάνοντας υπόψιν μας την έκθεση De Larosière(2008), η δημιουργία ενός ευρωπαϊκού μηχανισμού αξιολόγησης του χρέους που θα έχει ταυτόχρονη πρόσβαση και σε άλλες αγορές καθώς και η ενιαία παραδοχή των κανόνων τόσο στην αξιολόγηση του χρέους όσο και στο τρόπο λειτουργίας των επιμέρους αγορών θα μπορούσαν να συμβάλλουν ενεργά στην καταπολέμηση του φαινομένου. Μεμονωμένες παρεμβάσεις με τη μορφή επιμέρους κανονιστικών αποφάσεων σε επίπεδο εθνικών αγορών, όχι μόνο δεν λύνει το πρόβλημα αλλά αντίθετα οδηγούν με μαθηματική ακρίβεια στη μεγαλύτερη ενίσχυσή τους, χωρίς, φυσικά, να αντιμετωπίζουν το πραγματικό πρόβλημα που ενεδρεύει. Έτσι, η αποδοχή από τις πολιτικές ηγεσίες της αναγκαιότητας για την κατάρτιση ενός κοινά αποδεκτού πλαισίου λειτουργίας και ελέγχου, μπορεί στην πράξη να αποδειχθεί περισσότερο αποτελεσματική από την πολιτική που ακολουθείται μέχρι και σήμερα. Από την άλλη πλευρά, η αποτυχία των οργανισμών αυτών να διαγνώσουν τα προβλήματα που καλύπτονται από τη «δημιουργική λογιστική» είναι ένα θέμα το οποίο δεν μπορεί να αφηθεί στους μηχανισμούς αυτορρύθμισης της αγοράς.¹⁰⁹ Μ' αυτόν τον τρόπο, οι οίκοι αξιολόγησης θα συμμορφωθούν μ' ένα διεθνές Σύμφωνο που θα τους περιορίσει και η υπηρεσίες τους θα έχουν καθαρά συμβουλευτικό χαρακτήρα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.2:Δημιουργία Παγκοσμίου Συμβουλίου Εποπτείας

Γενικά είναι σήμερα αποδεκτό ότι οι οίκοι με τη λειτουργία τους επηρεάζουν τις οικονομικές εξελίξεις και έχουν ομοκυκλική συμπεριφορά, δηλαδή επιτείνουν τις εξελίξεις (άρα εάν έχουμε κάθοδο επιτείνουν την κάθοδο και αντίστοιχα εάν έχουμε άνοδο επιτείνουν την

¹⁰⁹ Σιώτος, Γ.(2012) , «Οι παγίδες των οίκων αξιολόγησης, Ανάγκη για ένα διεθνές Σύμφωνο που θα τους περιορίσει», *Foreign Affairs, The Hellenic Edition*, <http://foreignaffairs.gr/articles/68629/giannis-siotos/oi-pagides-ton-oikon-aksiologisis> ,[αντλήθηκε 7/4/2015].

άνοδο).¹¹⁰ Για να είναι λοιπόν μια αξιολόγηση αδιάβλητη και απαλλαγμένη από συμφέροντα και νοθευμένες εκθέσεις που θα έχει ως μοναδικό στόχο την ενημέρωση των επενδυτών, κρίνεται απαραίτητη η δημιουργία ενός παγκοσμίου συμβουλίου εποπτείας στο οποίο θα παίρνουν μέρος μέλη από όλα τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των ΗΠΑ ενώ παράλληλα στο Διοικητικό Συμβούλιο θα μπορούσαν να εκλέγονται τουλάχιστον τρεις ανεξάρτητοι διευθυντές, οι οποίοι θα διορίζονται για μια μόνο θητεία μέχρι πέντε έτη. Τουλάχιστον ένας από τους διευθυντές θα πρέπει να είναι εμπειρογνώμονας σε θέματα τιτλοποίησης και δομημένων χρηματοπιστωτικών μέτρων.¹¹¹ Αυτό το συμβούλιο θα μπορεί να διενεργεί συνεχείς αξιολογήσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα τόσο στους οίκους αξιολόγησης όσο και στις αξιολογήσεις τους. Με την καθιέρωση του συγκεκριμένου μέτρου οι επενδυτές θα είναι σίγουροι για την αξιοπιστία των οίκων και την φερεγγυότητα των αξιολογήσεων τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.3: Σύστημα Αμοιβών Οίκων Αξιολόγησης και Δημοσιοποίηση τους.

Στην αρχή της ιστορίας τους οι οίκοι παρείχαν αξιολογήσεις σε εκδότες χρεογράφων χωρίς να ζητούν κάποια αμοιβή για αυτή τους την υπηρεσία, και κάλυπταν τα λειτουργικά τους έξοδα αποκλειστικά από τις δημοσιεύσεις. Η ζήτηση όμως για αξιολογήσεις μεγάλων και τα έσοδα από τις δημοσιεύσεις δεν ήταν επαρκή. Έτσι οι οίκοι καθιέρωσαν την αμοιβή από τους εκδότες χρεογράφων. Η χρηματοπιστωτική αγορά είχε γίνει πλέον ανταγωνιστική και για να μπορέσουν να διατηρήσουν την κυριαρχία τους αποφάσισαν να αμείβονται από τους οργανισμούς που ζητούσαν αξιολόγηση.

Η πιο σημαντική αφορμή για τους οίκους αξιολόγησης ήταν η πτώχευση αρκετών εταιριών που έδωσε το έναυσμα στους επενδυτές να αναρωτηθούν για την οικονομική λειτουργία πολλών εταιριών και να προβούν σε ρευστοποίηση των επενδύσεων τους. Η ζήτηση για αξιολογήσεις και για οικονομική σταθερότητα της αγοράς μετέτρεψε τους οίκους αξιολόγησης σε ρυθμιστές του χρηματοπιστωτικού συστήματος και μάλιστα τους πιο καλά αμειβόμενους. Οι αμοιβές διαφέρουν και ποικίλουν, αναλόγως το μέγεθος και τον τύπο των χρεογράφων. Στις αμοιβές υπάρχουν αρκετές κλίμακες. Υπάρχουν και χαμηλά όρια και ανώτατα όρια αμοιβών, οι αμοιβές των εκδοτών πολλές φορές είναι αρκετά χαμηλές. Η Moody's, η Fitch και η S&P έχουν συγκεκριμένη λίστα τιμών για τις αξιολογήσεις: 0,0325% για εκδόσεις πάνω από 500.000.000\$ με ελάχιστη αμοιβή 25.000% και μέγιστη 130.000\$.

¹¹⁰ Πετράκης, Π.(2012), «Η Έξοδος», Αθήνα: Ευρασία

¹¹¹ Θαλασσινού, Ε.(2014)«Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση» Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς σελ.73.

Η ύπαρξη αμοιβής κάνει του οίκους αξιολόγησης να εφαρμόζουν αποτελεσματικές μεθόδους και να τους ωθούν σε καλές αξιολογήσεις προκειμένου να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους. Από την άλλη πλευρά το να δώσουν μια καλή αξιολόγηση θα τους κάνει να διατηρήσουν τη φήμη τους και την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Αντιθέτως μια κακή αξιολόγηση θα έχει απώλεια εμπιστοσύνης από πλευρά επενδυτών, απαξίωση των αξιολογήσεων και το φυσικό επακόλουθο να μειωθεί η αμοιβή τους, αφού οι εκδότες χρεογράφων δεν θα τους εμπιστεύονται.

Ο οίκος αξιολόγησης επικρίνεται για τον τρόπο πληρωμής τους, καθώς αμείβονται από τους ίδιους τους κρινόμενους για φερεγγυότητα. Το θέμα είναι ταμπού γιατί όλοι παραπέμπουν σε ζητήματα εμπιστευτικότητας των συμβολαίων και είναι αδύνατο να μάθει κανείς τους όρους πληρωμής των συμβάσεων, που συνάπτουν οι οίκους αξιολόγησης με τον εκάστοτε αξιολογούμενο. Επιπλέον, προτού δημοσιευθούν, τα συμπεράσματα της αξιολόγησης υποβάλλονται πρώτα στον πελάτη. Οι καχύποπτοι ωστόσο επισημαίνουν ότι η αμοιβή των οίκων αποτελείται από ένα σταθερό τμήμα αλλά και ένα τμήμα αναλογικό προς το ύψος του δανείου. Οι οίκους έχουν επομένως συμφέρον ο βαθμός να είναι καλός, για να μπορέσει ο πελάτης τους να εκδώσει μαζικά νέους τίτλους για τη χρηματοδότηση του χρέους και το δεύτερο τμήμα της αμοιβής τους έτσι να είναι μεγαλύτερο. Άλλωστε, πριν από τη κρίση των sub primes, οι οίκους σταθερά τα αξιολογούσαν στην κορυφή (AAA), σπρώχνοντας έτσι τους επενδυτές σε όλα αυτά τα δομημένα προϊόντα που αποδείχθηκαν «τοξικά».¹¹²

Απαραίτητο όπως και να έχει κρίνεται πρωτίστως να αλλάξει το αμφιλεγόμενο μοντέλο πληρωμής των οίκων αξιολόγησης και παράλληλα οι επενδυτές να γνωρίζουν πώς και από ποιον αμείβονται οι οίκους αξιολόγησης ώστε να είναι σε θέση να κρίνουν σωστά. Μία αποτελεσματική λύση θα ήταν οι οίκους αξιολόγησης να δημοσιοποιούσαν στο ευρύ κοινό τις αμοιβές που δέχονται για κάθε αξιολόγηση τους. Με αυτή την μέθοδο, οποιοδήποτε πρόσωπο ή φορέας θα γνώριζε ανά πάσα στιγμή το μέγεθος το ποσού που είχε ληφθεί από τον οίκο αξιολόγησης και θα οδηγούνταν σε ανάλογα συμπεράσματα. Δηλαδή, αν το ποσό έμοιαζε ιδιαίτερα υψηλό θα ήταν προφανές πως πρόκειται για μία μορφή εξαπάτησης που έχει σαν σκοπό την πραγματοποίηση διαφόρων συμφερόντων με σκοπό την κερδοσκοπία. Αναφερόμαστε λοιπόν, σε μία μορφή προστασίας τόσο για τις χώρες, τις τράπεζες αλλά και για τους επενδυτές.

¹¹² Κουλούρης Λ. (2010), «Αξιολόγηση Εταιρειών και Αποδόσεις», Πτυχιακή Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Σελ.17.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Πέρα από κάθε αμφιβολία αντιλαμβανόμαστε πως οι οίκοι αξιολόγησης παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στις διεθνείς χρηματαγορές και τραπεζικές αγορές. Οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνται για διάφορους σκοπούς, ενώ πολλοί σημαντικοί παράγοντες των αγορών (επενδυτές, εκδότες, κυβερνήσεις, τράπεζες) επηρεάζονται από αυτές, σε πολλές περιπτώσεις και σε μεγάλο βαθμό. Όσοι αγοράζουν τα διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των οίκων αυτών, ως σημαντικά δεδομένα στις δικές τους αναλύσεις πιστωτικής ποιότητας και στις επενδυτικές τους αναλύσεις, ενώ όσοι πωλούν τα προϊόντα αυτά χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις για την διαχείριση του κινδύνου και για εμπορικούς σκοπούς. Επίσης, οι ρυθμιστικές αρχές χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας σε διάφορες μορφές, για παράδειγμα, η Επιτροπή της Βασιλείας όσον αφορά τις απαιτήσεις επάρκειας των τραπεζικών κεφαλαίων. Ακόμα, οι κυβερνήσεις μπορούν να θέσουν περιορισμούς στο δημόσια τομέα ή τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία των εργαζομένων, με βάση τις παραπάνω αξιολογήσεις. Εμφανώς είδαμε πως μπορούν αυτές να επηρεάσουν την δημοσιονομική κατάσταση μίας χώρας αλλά και να κατευθύνουν τις ισοτιμίες των νομισμάτων παγκοσμίως, η δύναμη αυτή και η επιρροή που ασκούν είναι από μόνη της τρομακτική.

Οι αξιολογήσεις αυτές έχοντας τέτοιου βεληνεκού επιρροή και αποδοχή δεν αποτελούν πλέον γνώμη και απλή άποψη όπως στηρίζουν οι ίδιοι οι οίκοι αλλά κριτήρια για τις συναλλαγές και αναπόσπαστο κομμάτι του σύγχρονου οικονομικού κυκλώματος της αγοράς κεφαλαίου και θα πρέπει να χρίζουν αντίστοιχης αντιμετώπισης από τον νόμο αναλαμβάνοντας τις ανάλογες ευθύνες τους, καθώς η μεγάλη δύναμη φέρει και μεγάλη ευθύνη.

Το έργο των οίκων αξιολόγησης όπως προαναφέραμε έχει πολλά ευεργετικά χαρακτηριστικά στην παγκόσμια ανάπτυξη συμβάλλοντας στην βέλτιστη κατανομή των πόρων, στην μείωση του χάσματος ασύμμετρης πληροφόρησης αλλά και στον εντοπισμό πιθανών επενδύσεων. Όλα αυτά τα χαρακτηριστικά τους κάνουν απαραίτητους και αναγκαίους στο παγκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι. Τα κυριότερα μειονεκτήματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν σε αυτούς ώστε να αποτελέσουν ένα αδιάβλητο εργαλείο πληροφόρησης είναι η σύγκρουση συμφερόντων, η ολιγοπωλιακή τους δομή και το σύστημα των αμοιβών τους.

Αυτό λοιπόν που πρέπει να διερευνηθεί ενδελεχώς με μελέτες που θα διευκρινίζουν την αποδοτικότητα και την απόδοση τους, είναι το σύνολο των κανόνων και των νόμων εκείνων που θα δημιουργήσουν ένα αδιάτρητο σύστημα το οποίο θα ελέγχει τους οίκους αξιολόγησης σε τακτά χρονικά διαστήματα, θα δώσει κίνητρα σε άλλους οίκους να αναπτυχθούν και θα αλλάξει το μοντέλο των αμοιβών τους.

Ίσως το σημερινό μοντέλο που διέπει τους οίκους αξιολόγησης, όπου ελάχιστοι οίκοι αξιολόγησης υπό το βάρος της αναγνώρισής τους ως κρατικοί σε συνεργασία με το αμφιλεγόμενο σύστημα αμοιβών τους αλλά και την μετοχική τους δομή που τους καθιστά συνεργάτες με κάποιες από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες του κόσμου, να τους χαρακτηρίζει περισσότερο όπλο της ιδιωτικής κερδοσκοπίας παρά χρήσιμο εργαλείο πληροφόρησης.

Άρα για να μετατραπεί το όπλο αυτό σε εργαλείο κρίνεται απαραίτητη η ενίσχυση του ρυθμιστικού πλαισίου και των νόμων που διέπουν τους οίκους αξιολόγησης. Άλλωστε ένα παραδοσιακό απόφθεγμα λέει πως το όπλο δεν είναι από μόνο του καλό ή κακό, χρήσιμο ή άχρηστο, ωφέλιμο ή βλαβερό. Αυτό που μετράει είναι το πώς, από ποιόν, και για ποιούς σκοπούς χρησιμοποιείται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.5: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ:

Αρακελιάν, Β.(2009), *«Η Διεύρυνση του Περιθωρίου Απόδοσης του 10ετούς Ελληνικού Κυβερνητικού Ομολόγου εν μέσω της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης»*, Οικονομία & Αγορές –Eurobank Research, **IV**,(4).

Αρβανιτίδου, Β. (2010), *«Ο Ρόλος των Οίκων Πιστοληπτικής Ικανότητας στην Πρόσφατη Χρηματοπιστωτική Κρίση»*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Βαρουφάκης, Γ. & Κουτσοπέτρος, Χ. (2013), *«Δελτίο Κρίσης: Μάιος 2013»*, <http://ineobservatory.gr/publication/deltio-krisis-maios-2013>, [αντλήθηκε 05/04/15].

Βικιπαίδεια (2014), Σπρέντ, <http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A3%CF%80%CF%81%CE%B5%CE%BD%CF%84>, [αντλήθηκε 02/04/15].

Γιαννίμπας, Χ. (2015), *«Τα βρώμικα παιχνίδια των οίκων αξιολόγησης»*, <http://tvxs.gr/news/egrapsan-eipan/i-apostasi-metaksy-frasis-kai-drasis>, [αντλήθηκε 09/04/15].

Δέλλης, Μ.Α. (2010), *«Η επιτροπή της Βασιλείας και Κίνδυνος της Αγοράς»*, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πατρών.

Δερμεντζογλου, Ι. Χ. (2014), *«Τραπεζική Εποπτεία και Βασιλεία III: Μελέτη Περίπτωσης των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων»*, Πανεπιστήμιο Κύπρου.

Έκθεση Πεπραγμένων EET (2009), <http://www.hba.gr/5Ekhdosis/apologismoi/APOLOGISMOS-2009.pdf>, [αντλήθηκε 3/3/2015].

Ελληνικά Χρηματιστήρια - Χρηματιστήριο Αθηνών (2014), «*Εταιρικά Ομόλογα στο Χρηματιστήριο Αθηνών*», <http://www.helex.gr/documents/10180/1858364/%CE%95%CE%B9%CF%83%CE%B1%CE%B3%CF%89%CE%B3%CE%B9%CE%BA%CF%8C%CF%82%20%CE%9F%CE%B4%CE%B7%CE%B3%CF%8C%CF%82%20%CE%95%CF%84%CE%B1%CE%B9%CF%81%CE%B9%CE%BA%CF%8E%CE%BD%20%CE%9F%CE%BC%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CF%89%CE%BD%20v1-2.pdf/9452057f-5746-4d83-8384-d0cdce30c5cc>, [αντλήθηκε 01/04/15].

Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2013), «*Κανονισμός (ΕΕ) αριθ.462/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Μαΐου 2013 για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας*», <http://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=31df617c-3d79-4a66-8ed7-c503a041cd8a>, [αντλήθηκε 5/3/2015].

Επιτροπάκη, Ο., Κυριακόπουλος, Κ. και Ζάρκος, Σ. (2011), «*Το μάνατζμεντ σε καιρούς κρίσης*», Αθήνα: Καστανιώτη.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2011), «*Ετήσια Έκθεση 2011*», http://www.hcmc.gr/aweb/files/Annual_Reports/files/Annual_2011_gr.pdf, [αντλήθηκε 4/04/2015].

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2014), «*Ετήσια Έκθεση 2014*», http://www.hcmc.gr/aweb/files/Annual_Reports/files/Annual%20Report%202014_1.pdf, [αντλήθηκε 06/04/15].

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2015), «*Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η IOSCO*», <http://www.hcmc.gr/el/iosco>, [αντλήθηκε 2/4/2015].

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (2015), «*Ετησία Έκθεση 2014*», [http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/annual reports](http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/annual%20reports), [αντλήθηκε 3/3/2015].

Ευρετήριο Οικονομικών Όρων (χωρίς ημερομηνία), Πιστοποιητικά καταθέσεων, <http://www.euretirio.com/2010/06/pistopoiitika-katatheseon.html>, [αντλήθηκε στις 31/03/15].

Ζοπουνίδης, Κ. (2012), «*Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης: Ρόλος και Χαρακτηριστικά*», <http://www.accountancygreece.gr/%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%B9%CF%83%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%B9%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%83>

%CF%81%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CF%83-%CE%BA%CE%B1%CE%B9/, [αντλήθηκε 09/03/15].

Ζοπουνίδης, Κ. (2013), «Οίκοι Αξιολόγησης και ευμετάβλητες αποφάσεις», <http://www.epistimonikomarketing.gr/oikoi-aksiologisis-kai-eumetablites-apofaseis/>, [αντλήθηκε 09/04/15].

Η Καθημερινή (2014), «Διαμάχη Κρατών με Οίκους Αξιολόγησης», <http://www.kathimerini.gr/752533/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/diamaxh-kratwn-me-oikoys-a3iologhshs>, [αντλήθηκε 11/04/15].

Θαλασσινού, Ε.(2014), «Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Καλημέρη, Τ. (2010), «Οίκοι αξιολόγησης: Ένα ολιγοπώλιο με μεγάλη δύναμη. Ποιές είναι αυτές οι εταιρίες και από που αντλούν την δύναμη τους;», <http://finance.in.gr/Article.aspx?articleID=1231166785>, [αντλήθηκε 25/02/15].

Κεντρική Τράπεζα Κύπρου (2010), “*Statistical definitions of terms used for Balance of Payments*”, Παράρτημα2, σελ.7, http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf_gr/STSVG_Statistical_definitions_of_terms_used_for_Balance_of_Payments.pdf, [αντλήθηκε στις 30/03/15].

Κιόχος, Π., Παπανικολάου, Γ. (2011), «Χρήμα-Πίστη-Τράπεζες», Αθήνα: Ελένη Κιόχου.

Κόλμερ, Κ. (2008), «Ο πανικός της Απληστίας», Αθήνα: Α. Α. Λιβάνη.

Κόντος, Γ. (2010), «Λογιστική Τραπεζών και Εταιρειών *leasing-factoring*», Αθήνα: Διπλωγραφία.

Κουλούρης, Λ.(2010), «Αξιολόγηση Εταιρειών και Αποδόσεις», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Κωνσταντινίδου Ε. (2009), «Βασιλεία ΙΙ και Τραπεζικό Σύστημα (Μελέτη Περίπτωσης)», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Λώλος, Σ. (2007), «Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και Οικονομική Ανάπτυξη», Αθήνα: Πάντειο Πανεπιστήμιο.

Μαστρομανώλης, Ε. (2013), «Οίκοι αξιολόγησης εμπόρων & χρηματοπιστωτικών μέσων», Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη.

Μητσοπούλου, Σ. (2011), «Υποδείγματα Μέτρησης Πιστωτικού Κινδύνου στα Πλαίσια της Διεθνούς Βιβλιογραφίας και η Περίπτωση των Ελληνικών Τραπεζών», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Ναυτεμπορική (2011), «Βολές Μπρίντερλε Κατά των Οίκων Αξιολόγησης, Ζητεί τη Σύσταση ενός Ευρωπαϊκού Οίκου», <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/332986/boles-mprinterle-kata-ton-oikon-aksiologisis>, [αντλήθηκε 11/04/15]

Νίκας, Σ. (2015), «Αυξημένο κόστος δανεισμού για το ελληνικό Δημόσιο», <http://www.kathimerini.gr/798510/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/ay3hmeno-kostos-daneismoy-gia-to-ellhniko-dhmosio>, [αντλήθηκε 06/04/15]

Νόμος 2238/1994 - Άρθρο 12, Κωδικοποιημένος σύμφωνα με το Ν.4110/2013, διατίθεται στο <http://www.eforologia.gr/lawbank/document.aspx?digest=D2510C09ACCA3910.238B4294D9A0&version=2013/01/23>, [αντλήθηκε στις 01/04/15]

Παλαιολόγος, Γ. (2014), «Οι χώρες να κάνουν μηνύσεις για λανθασμένες αξιολογήσεις», <http://www.kathimerini.gr/780939/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/m-gkertner-oi-xwres-na-kanoy-n-mhnyseis-gia-lan8asmenes-a3iologhseis>, [αντλήθηκε 07/04/14]

Παναγιώτου, Π. (2011), «Η Υπόθεση Ελληνική Κρίση-Περίεργες Συμπτώσεις», Αθήνα: Α.Α. Λιβάνη.

Παναγιώτου, Π. (2012), «Το Ταγκό των Αγορών & Το Μεγάλο Κόλπο», Αθήνα: Α.Α. Λιβάνη.

Παναγιώτου, Π. (2013), «Η μεγάλη έρευνα: εσωτερική υποτίμηση και προστασία της τραπεζικής ελίτ», <http://tvxs.gr/news/%CE%B5%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1%CE%B5%CF%85%CF%81%CF%8E%CF%80%CF%84%CF%8E%CF%87%CE%B5%CF%85%CF%83%CE%B7-%CE%BC%CE%AD%CF%81%CE%BF%CF%82-3%CE%BF>, [αντλήθηκε 08/04/15].

Παπαδόπουλος, Δ. (2011), «Η Συμβολή των Διαμεσολαβητικών Οργανισμών Πληροφόρησης στον Εντοπισμό Αποδοτικών Επενδυτικών Ευκαιριών», Επιστημονικό Μάρκετινγκ, (Ιούλιος – Αύγουστος 2011).

Παπαδόπουλος, Δ.(2014), «Οίκοι Πιστοληπτικής Ικανότητας: Διαμεσολαβητικοί Οργανισμοί Αξιόπιστης Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης κι ο ρόλος τους στην έκδοση ομολογιακών δανείων με δημόσια εγγραφή», E-MAGAZINE by Epsilon, 2014 (3).

Πετράκης,Π.(2010), «Η Ελληνική Οικονομία: Προκλήσεις», Αθήνα: Π.Ε.Πετράκης.

Πετράκης, Π.(2012), «*Η Έξοδος*», Αθήνα: Ευρασία.

Ράπτης, Κ. (2010), «*Ο Σκοτεινός Κόσμος των "Ανεξάρτητων" Οίκων Αξιολόγησης*», http://www.capital.gr/weekend_articles.asp?id=967958, [αντλήθηκε 5/3/15].

Σαν Σήμερα (2011), «*Οι Τρείς Αδελφές της αξιολόγησης*», <http://www.sansimera.gr/articles/483>, [αντλήθηκε 26/02/15].

Σιώτος, Γ. (2012) , «*Οι παγίδες των οίκων αξιολόγησης, Ανάγκη για ένα διεθνές Σύμφωνο που θα τους περιορίσει*», Foreign Affairs, The Hellenic Edition, <http://foreignaffairs.gr/articles/68629/giannis-siotos/oi-pagides-ton-oikon-aksiologisis>, [αντλήθηκε 7/4/2015].

Σπυροπούλου, Λ. (2015), « *Ελληνικά ομόλογα: Κερδισμένοι και χαμένοι μετά το PSI*», <http://www.euro2day.gr/news/market/article/1292644/ellhnika-omologa-kerdismenoi-kai-hamanoi-meta-to.html>. [αντλήθηκε 05/04/15].

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

Στεργίου, Ν. (2013), «*Τεχνικές Διαχείρισης Τραπεζικών Κινδύνων και Αξιολόγησης των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων*», Διπλωματική Εργασία, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης.

Τζανάκη, Ε. (2007), «*Αποτίμηση Πιστωτικού Κινδύνου & Ανάλυση Εταιρειών με τη βοήθεια Οικονομικών Καταστάσεων και Χρηματοοικονομικών Δεικτών για τη Συμπεριφορά Μετοχών υπό Αναστολή Διαπραγμάτευσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών*», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά.

Τζήκας, Α. (2011), «*Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην Διαμόρφωση Της Πιστοληπτικής Ικανότητας μιας Χώρας: Η Περίπτωση της Ελλάδας*», Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Τράπεζα Πειραιώς (2015), «*Οδηγία MiFID*», <http://www.piraeusbank.gr/el/idiwttes/documents/mifid>, [αντλήθηκε 4/3/2015].

Χαρδούβελης, Γ. και Γκόρτσος, Χ. (2011), «*Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*», Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών.

Χουλιάρης, Α. (2011), «*Η Τρέχουσα Χρηματοοικονομική Κρίση (2007-σήμερα): Αίτια, Συνέπειες και Πολιτικές Αντιμετώπισης για τα Κράτη, τις Αγορές, τους Οργανισμούς και τους Ιδιώτες*», Διπλωματική Εργασία, Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο.

ΑΓΓΛΙΚΗ:

Bartels, B. & Mauro, B. (2013), «*Οίκος αξιολόγησης για την Ευρώπη. Είναι καλή ιδέα;*», <http://www.capital.gr/NewsTheme.asp?id=1829778>, [αντλήθηκε 10/04/15]

CESR (2006), “*CESR’S Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code-December 2006*”, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/report_en.pdf, pages 2-9, [αντλήθηκε 4/3/2015].

CESR (2006), “*Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*”, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm, [αντλήθηκε 4/3/2015].

CESR (2006), “*Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*”, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm, [αντλήθηκε 4/3/2015].

CESR (2008), “*CESR’S Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Agencies with the IOSCO Code and the Role of Credit Agencies in Structured Financial*”, http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_08_277.pdf, [αντλήθηκε 4/3/2015].

Cinquegrana, P. (2009), “*The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective*”, The European Capital Markets Institute (ECMI) Policy Brief, (12).

De Larosière, J. (2009) “*The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*”, https://www.google.gr/?gws_rd=ssl#q=report+de+larosiere&spell=1, [αντλήθηκε 5/3/2015].

Economist (2015), «*Ισοτιμία ευρώ-δολαρίου: μια προβολή στο μέλλον*», <http://www.economist.gr/index.php/2012-02-09-10-57-23/2012-02-09-11-08-33/2012-02-09-11-08-33/19130-isotimia-evro-dolariou-mia-provoli-sto-mellon>, [αντλήθηκε 07/04/15].

E-Forologia (2008), «*Η Τεχνική Επιτροπή του Διεθνούς Οργανισμού των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) και τα λογιστικά πρότυπα*», <http://www.e-forologia.gr/cms/viewContents.aspx?id=31901>, [αντλήθηκε 7/4/2015].

IOSCO (2003), “*Report on activities of credit rating agencies*”, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>, [αντλήθηκε 11/03/15].

IOSCO, (2004), “*Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*”, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, [αντλήθηκε 7/4/2015].

Lowenstein, R.(2008),“The Ratings Game: Triple-A Failure”, http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?pagewanted=all&_r=1&, [αντλήθηκε 20/4/2015].

O’Donnell, J. & Jones, M. (2011), «*Η Ευρώπη στο Έλεος των Οίκων Αξιολόγησης*», <http://www.naftemporiki.gr/story/333061/apopsi-i-europsi-sto-eleos-ton-oikon-aksiologisis>, [αντλήθηκε 11/04/15].

Securities And Exchange Commision, (2013), “*Removal of Certain References to Credit Ratings Under the Investment Company Act*”, <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9506.pdf>, [αντλήθηκε 19/3/2015].

Securities And Exchange Commision, (2004), “*Rule 15c3-3 Reserve Requirements for Margin Related to Security Futures Products*”, <https://www.sec.gov/rules/final/34-50295.htm>, a. Subparagraph (b)(1)(I), [αντλήθηκε 19/3/2015].

Shelby, R. (2006), “*Credit Rating Agency Reform Act Of 2006*”, http://thomas.loc.gov/cgi-bin/cpquery/?&sid=cp109w4uPz&r_n=sr326.109&dbname=cp109&sel=DOC&, [αντλήθηκε 20/3/2015].

Standard and Poor’s (2006), “*Sovereign Credit Ratings: A primer*”, <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/ap/?assetID=1245227841398>, [αντλήθηκε 08/03/15].

Tadahiro, A. (2002), “*Rating Agencies: An Oligopoly?*”, http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2002/nl2002_no4_e.pdf, [αντλήθηκε 25/02/15].

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), “*The Financial Crisis Inquiry Report*”, Washington: U.S. Government Printing Office.

White, L. (2001), “*The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*” http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267083, [αντλήθηκε 3/3/15].

Wikipedia (2015), “*Committee of European Securities Regulators*”,http://en.Wikipedia.org/wiki/Committee_of_European_Securities_Regulators, [αντλήθηκε 3/3/2015].