

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> : ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ</b>	5
1. Ιστορική Αναδρομή – Εξέλιξη των οίκων Αξιολόγησης	5
2. Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας	7
3. Μελλοντική Εξέλιξη των Οίκων	10
4. Τρόποι παροχής πληροφοριών από τους οίκους	11
5. Χρήστες των αξιολογήσεων των οίκων	12
6. Αποδοτικότητα των οίκων αξιολόγησης	14
7. Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης	15
7.1 Η προδιαγραφή NRSRO	15
7.2 Moody's	16
7.3 Standard and Poor's	17
7.4 Fitch	17
8. Εξελιγμένα προϊόντα από τους οίκους	17
9. Διαδικασίες και πολιτικές των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	19
9.1 Στάδια Διαδικασίας Εκτίμησης	19
9.2 Διαδικασία εκτίμησης (rating process)	20
9.3 Rating agencies definitions	22
9.4 Κριτήρια Εκτίμησης	26
9.5 Μεθοδολογία εκτίμησης των εταιριών	28
9.6 Μεθοδολογία εκτίμησης για χώρες	34
10. Η "Δύναμη" των οίκων	39
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗ</b>	40
<b>1. BASEL COMMITTEE</b>	40
1.1 Βασιλεία I	41
1.2 Βασιλεία II	43
1.3 Μειονεκτήματα της Νέας Συμφωνίας	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup> : ΘΕΜΑΤΑ ΑΝΗΣΥΧΙΑΣ</b>	50
1. Γεγονότα που εγείρουν αμφιβολίες ως προς την αξιοπιστία των οίκων	50

<b>2. Θέματα που επιδεικνύουν την ανάγκη για έλεγχο των οίκων</b>	53
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>: ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ</b>	58
<b>1. IOSCO</b>	58
1.1 Αρχές	58
1.2 Κώδικας	60
<b>2. ΗΠΑ</b>	62
2.1 Πράξη 2006	63
2.2 Εφαρμογή της Πράξης 2006	67
<b>3. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ</b>	69
3.1 Κοινοτικές οδηγίες	69
3.2 CEBS	73
3.2.1 Η διαδικασία αναγνώρισης	74
3.3 CESR	79
<b>4. Απόψεις για νομοθετικό έλεγχο</b>	82
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b>	83
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ</b>	86

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η βιομηχανία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών αναπτύσσεται τα τελευταία 70 χρόνια, συντελώντας στην περαιτέρω ανάπτυξη των οικονομιών των χωρών αλλά και των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, καθώς εξελίσσεται το ανταγωνιστικό περιβάλλον των επιχειρήσεων με τη φιλελευθεροποίηση και την διεθνοποίηση των αγορών, γίνεται όλο και πιο αναγκαία η ανάγκη για εξεύρεση κεφαλαίων που συντελούν στη συνέχιση της λειτουργίας μιας επιχείρησης και δίνουν ώθηση στην κερδοφορία. Παράγοντας κλειδί λοιπόν είτε για μια επιχείρηση είτε γενικότερα για μία οικονομία χώρας είναι η κεφαλαιακή επάρκεια, η οποία εξασφαλίζεται συνηθέστερα μέσω του δανεισμού από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες όμως η πιστοληπτική ικανότητα των εταιριών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει γίνει καίριο ζήτημα προσοχής. Στη δεκαετία του '80 υπήρξαν τεράστια προβλήματα με τα τραπεζικά δάνεια στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες. Στη συνέχεια, τη δεκαετία του '90 η προσοχή στράφηκε στα εμπορικά δάνεια ακινήτων καθώς και στα επισφαλή ομόλογα με υψηλή απόδοση (συνήθως χρησιμοποιούνται στις εξαγορές επιχειρήσεων), τα λεγόμενα junk bonds. Αργότερα, μειώθηκε ακόμα περισσότερο η ποιότητα του εμπορικού δανεισμού με τα καταναλωτικά δάνεια και με τις πιστωτικές κάρτες. Τα τελευταία χρόνια εξετάζεται ο δανεισμός στις επιχειρήσεις τηλεπικοινωνίας, νέων τεχνολογιών αλλά και σε διάφορες χώρες όπως στην Αργεντινή, την Βραζιλία, την Δυτική Κορέα, τη Ρωσία. Τα προβλήματα στην πιστοληπτική ικανότητα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος μπορεί να το καταστήσουν αφερέγγυο, να επηρεάσουν τις προοπτικές ανάπτυξής του αλλά και την ικανότητά του να ανταγωνιστεί εγχώριους και διεθνείς ανταγωνιστές.

Ωστόσο, η κερδοφορία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις αναπτυγμένες χώρες συνεχίζεται αντανakλώντας την οικονομική ανάπτυξη των χωρών και παράλληλα την βελτίωση στον τρόπο μέτρησης του πιστοληπτικού κινδύνου. Επιπλέον, μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες αντλούν κεφάλαια από την έκδοση ομολόγων τα οποία τα χρησιμοποιούν για επενδύσεις που διογκώνουν την αξία των εταιριών.

Οι μέθοδοι για την μέτρηση του πιστοληπτικού κινδύνου έγιναν επιστημονική μελέτη αλλά και κύρια δραστηριότητα για τους οίκους/οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating agency industries).

Οι οίκοι αυτοί έχουν ένα σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια τραπεζική αλλά και στις αγορές χρεογράφων κι αυτό προϋποθέτει εκ μέρους τους αξιολογήσεις ανεξάρτητες, αντικειμενικές και υψηλής ποιότητας.

Σκοπός της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας είναι να γίνει επισταμένη μελέτη για την ίδρυση και τη λειτουργία των οίκων/οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating agency industries) καθώς και να εξερευνήσει την αναγκαιότητα για νομοθετικό έλεγχο, και με μια μορφή, για να διασφαλιστεί η αξιοπιστία λειτουργίας τους.

Στο πρώτο κεφάλαιο της πτυχιακής εργασίας γίνεται μια διεξοδική ανάλυση της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και γίνεται αναφορά στους τρεις μεγαλύτερους παγκοσμίως οίκους που διαμορφώνουν τις τάσεις. Συγκεκριμένα, μελετούνται οι μεθοδολογίες και οι διαδικασίες που διέπουν τους οίκους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται μια συνοπτική αναφορά στις βασικές αλλαγές που εισηγήθηκε η ‘Επιτροπή της Βασιλείας’ σε θέματα κεφαλαιακής επάρκειας και στη συνέχεια γίνεται παρουσίαση του ρόλου των αντιπροσωπειών πιστωτικής εκτίμησης στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όλη αυτή η παρουσίαση εντάσσεται στο ευρύτερο πλαίσιο της διεθνούς αναγνώρισης που έχει δοθεί στους οίκους, η οποία ουσιαστικά ταυτίζεται με είδος εξουσίας.

Στο τρίτο κεφάλαιο κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστούν τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις από τον τρόπο που λειτουργούν οι οίκοι. Παραθέτονται σκάνδαλα και γεγονότα και γίνεται επισταμένη αναφορά σε γενικότερα προβλήματα που ζητούν λύσεις για να διασφαλιστούν οι συμμετέχοντες στις χρηματαγορές.

Το τελευταίο κεφάλαιο πραγματεύεται τα διάφορα είδη ελέγχου που έχουν επιβάλλει διεθνείς αξιόπιστοι οργανισμοί για να οργανώσουν τον τρόπο δραστηριοποίησης των οίκων αξιολόγησης. Με αυτή την αναφορά γίνεται προσπάθεια να απεικονιστούν οι τρέχουσες τάσεις και να καλλιεργηθεί η άποψη για αναγκαιότητα ή μη νομοθετικού ελέγχου των οίκων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> : ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

### 1. Ιστορική Αναδρομή – Εξέλιξη των οίκων Αξιολόγησης

Η έναρξη ενός θεσμού όπως είναι οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας συμπίπτει χρονικά με την ανάγκη για πληροφόρηση εάν μια εμπορική επιχείρηση είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Συγκεκριμένα, το 1841, μετά τη χρηματοοικονομική κρίση του 1837, ο Louis Tappan ίδρυσε τον πρώτο οίκο στην Νέα Υόρκη των ΗΠΑ, τον οποίο μετέπειτα εξαγόρασε ο Robert Dun και ο οποίος δημοσίευσε την πρώτη αξιολόγηση το 1859. Παράλληλα, μια παρόμοια εταιρία ίδρυσε ο John Bradstreet το 1849. Το 1933, οι δύο οίκοι ενώθηκαν σε έναν με την ονομασία Dun και Bradstreet, ο οποίος το 1962 έγινε ο ιδιοκτήτης της ‘‘Moody’s Investor Service’’.

Αρχικά, δίδονταν αξιολογήσεις από τον οίκο Moody’s για τις εταιρίες σιδηροδρόμων και αργότερα η δραστηριότητα του επεκτάθηκε και σε ομόλογα άλλων είδους βιομηχανιών.<sup>1</sup>

Εκτός από τα εταιρικά ομόλογα, οι οίκοι αξιολόγησης κάνουν αναλύσεις για τα ομόλογα κρατών από τη δεκαετία του ’80 όταν οι χώρες και κυρίως τα μέλη του OECD<sup>2</sup> άρχισαν να εκδίδουν ομόλογα για τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Στη δεκαετία του ’90 άρχισαν να αξιολογούνται κι οι υποχρεώσεις ως προς το χρέος των αναδυόμενων οικονομιών, όπου εκδίδονταν και σε αυτές ομόλογα. Στη Λατινική Αμερική το σχέδιο Brady<sup>3</sup> προοριζόταν να βάλει τέλος στην πολύχρονη οικονομική κρίση, σύμφωνα με το οποίο ένας μεγάλος αριθμός τραπεζικών δανείων που ήταν τιτλοποιήσιμα (securitized)<sup>4</sup> θα ήταν διαπραγματεύσιμα στη δευτερογενή αγορά. Ήταν η αφορμή για να αξιολογούνται πολλές από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Συγκεντρωτικά, πάνω από 100 χώρες έχουν αξιολογηθεί από τους οργανισμούς αξιολόγησης.

Το 1941 δημιουργήθηκε ο οίκος Standard and Poor’s (S&P) με την ένωση της εταιρίας Poor’s Publishing Company και της Standard Statistics Company. Επίσης, η Fitch

<sup>1</sup> The credit Rating Industry, Richard Cantor and Frank Parker, FRBNY Quarterly Review / Summer – Fall 1994.

<sup>2</sup> Organization for economic cooperation & development, ΟΟΣΑ.

<sup>3</sup> Brady bonds (ΗΠΑ): Ομολογίες, αναπτυσσόμενων χωρών, που καλύπτονται μερικώς με ομόλογα του αμερικανικού Δημοσίου, για να γίνουν πιο ελκυστικά στους διεθνείς επενδυτές. Επινόηθηκαν από τον Υπουργό Οικονομικών των ΗΠΑ N. Brady, για την αντιμετώπιση της κρίσης στη Νότιο Αμερική το 1980 και για να διευκολύνουν την αντικατάσταση των διεθνών προβληματικών δανείων, με ομολογίες.

<sup>4</sup> Τιτλοποίηση : Αντλώ κεφάλαια με έκδοση μετοχών, ομολογίων.

Investor Service (σήμερα υπό Γαλλική ιδιοκτησία) δημοσίευσε την πρώτη αξιολόγησή της το 1924. Αυτές οι τρεις εταιρίες παίζουν τον πιο καταλυτικό ρόλο στις διεθνείς χρηματαγορές λόγω του συνολικού μεριδίου αγοράς που κατέχουν και λόγω κάποιων άλλων υποδεέστερων παραγόντων όπως είναι ο αριθμός εργαζομένων σε αυτές και η ποικιλία υπηρεσιών που προσφέρουν. Σύμφωνα με στοιχεία του οίκου Moody's το 2001 οι τρεις αυτοί οργανισμοί είχαν έσοδα της τάξεως των 2.1δισ δολαρίων, κυρίως από προμήθειες από τις αξιολογήσεις που είχαν εκδώσει.

Άλλοι γνωστοί οίκοι είναι οι Canadian Bond Rating Service (CBRS), Thomson Bank Watch (Thom), Japanese Bond Rating Institute (JBRI), Dominion Bond Rating Service (DBRS), IBCA, Ltd, Duff and Phelps Credit Rating Co (Duff), Japanese Credit Rating Agency (JCRA), Nippon Investor Service Inc (NIS). Πολλοί οίκοι έχουν εξαγοραστεί ή συγχωνευθεί από τους τρεις πιο γνωστούς.

Σύμφωνα με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών – BIS (Bank for International Settlements) υπάρχουν οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε διάφορες χώρες όπως Αργεντινή, Μπαγκλαντές, Βραζιλία, Καναδάς, Χιλή, Κίνα, Κολομβία, Κύπρος, Αίγυπτος, Γαλλία, Γερμανία, Ινδία, Ινδονησία, Ιταλία, Ισραήλ, Ιαπωνία, Κορέα, Μαλαισία, Πακιστάν, Περού, Ρωσία, Νότια Αφρική, Σουηδία, Ταϊβάν, Τυνησία, Βενεζουέλα.

Είναι αξιοσημείωτο που το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ είναι διεθνές χρηματοοικονομικό κέντρο, δεν εδρεύει σε αυτό κάποιος οργανισμός αξιολόγησης. Μια εξήγηση δίδεται αν αναλογιστεί κανείς ότι αν εξαιρέσουμε τις ΗΠΑ, οι άλλες χώρες δεν έχουν ανεπτυγμένες αγορές εταιρικών ομολόγων.<sup>5</sup>

Η χώρα που έχει πιο αναπτυγμένο το σύστημα της αξιολόγησης είναι αδιαμφισβήτητα οι ΗΠΑ όπου υπάρχει αναπτυγμένη αγορά κεφαλαίου. 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 θα αυξηθεί λόγω των βελτιώσεων στις χρηματαγορές της Ευρώπης. Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, οι εκδόσεις των χρεογράφων με αξία

---

<sup>5</sup>“ The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis”, Lawrence J.White, Stern School of Business, New York University, 2/12/01.

σε ευρώ έχουν φτάσει τα επίπεδα αυτών με αξία σε δολάρια<sup>6</sup>. Επίσης, αναμένεται η αύξηση εκδόσεων αριθμού ομολόγων στην Ασία και στην Λατινική Αμερική.

Η Ιαπωνία το 1992 προσδιόρισε ένα σύστημα όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης. Οι ιαπωνικοί οίκοι έχουν ιστορία 20 χρόνων μόνο αλλά τα τελευταία χρόνια επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στην Ασία. Είναι όμως γεγονός ότι σε επίπεδο αναγνώρισης υπολείπονται σε σχέση με τους τρεις πιο γνωστούς οίκους και αυτό σχετίζεται και με το γεγονός ότι δεν τους έχει δοθεί προδιαγραφή NRSRO.<sup>7</sup>

Στην Ασία δραστηριοποιούνται επιπλέον 20 οίκοι εκτός από την Ιαπωνία. Οι περισσότεροι από αυτούς λειτούργησαν τα τελευταία 15 χρόνια με τη βοήθεια των κυβερνήσεων ή των Κεντρικών Τραπεζών. Εξειδικεύονται στην έκδοση ομολόγων για τοπικές αγορές. Η κρίση όμως στην Ασία το 1997-98 ήταν ένα σοβαρό πλήγμα για αυτές τις εταιρίες αφού είχαν δώσει αρκετά υψηλές βαθμολογίες σε επιχειρήσεις που έπαψαν να λειτουργούν. Οι κυβερνήσεις στην Ασία έχουν καταβάλει μεγάλες προσπάθειες για να δημιουργηθεί κλάδος επιχειρήσεων αξιολόγησης. Με τη βοήθεια της Asian Development Bank σχηματίστηκε, στη Μανίλα τον Σεπτέμβριο του 2001, η Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA), που αποτελείται από 13 οργανισμούς αξιολόγησης.<sup>8</sup>

## **2. Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας**

Οι χρηματαγορές έχουν μια ουσιαστική λειτουργία στην οικονομία. Υπάρχει η θεωρία ότι η ανάπτυξη ενός κράτους κι επομένως ο πλούτος του είναι αλληλένδετοι όροι με την ικανότητα των χρηματαγορών να παρέχουν πίστωση. Είναι όμως γεγονός ότι αυτές οι αγορές έχουν να αντιμετωπίσουν αρκετούς κινδύνους που σχετίζονται με την πληροφόρηση που μπορούν να έχουν πρόσβαση οι επενδυτές, και με τον συστηματικό κίνδυνο, που εμπεριέχει παράγοντες που επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς όπως πολιτικά γεγονότα, νομισματική ή φορολογική πολιτική, πληθωρισμός.

---

<sup>6</sup> Bank for International Settlement Quarterly Review, June 2002.

<sup>7</sup> Αναγνωρισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης φερεγγυότητας (nationally recognized statistical rating organizations). Η προδιαγραφή καθιερώθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Νέας Υόρκης (SEC).

<sup>8</sup> Rating Agencies: An Oligopoly? Tadahiro Asami, Newsletter (No.4, 2002). Institute for International Monetary Affairs.

Για την αντιμετώπιση αυτών των κινδύνων χρησιμοποιούνται ευρέως στην αγορά τα πορίσματα των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι βάσει της πείρας τους, επιτρέπουν στους επενδυτές να εκτιμούν καλύτερα τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στις επενδυτικές τους αποφάσεις.<sup>9</sup>

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι ιδιωτικές και ανεξάρτητες εταιρείες που δημοσιεύουν αναλύσεις για την πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη χρεογράφων ή για έναν χρηματοπιστωτικό ίδρυμα<sup>10</sup> αναδεικνύοντας εάν είναι πιθανόν να προκύψει καθυστέρηση ή αδυναμία πληρωμής στις υποχρεώσεις ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος γενικά (issuer rating) ή σε ένα συγκεκριμένο χρέος ή χρεόγραφο σταθερού εισοδήματος (instrument rating). Οι πιστωτικές εκτιμήσεις μπορεί να είναι βραχυχρόνιες ή μακροχρόνιες και να αντανακλούν την αξιολόγηση μιας εταιρίας ως προς την ικανότητά της να ανταποκρίνεται στις οικονομικές της δεσμεύσεις βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα.

Αυτές οι αναλύσεις βασίζονται σε πληροφορίες που απορρέουν από καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσεως και από Ισολογισμούς με ιδιαίτερο προσανατολισμό στα τοκοφόρα στοιχεία. Οι οίκοι αξιολόγησης δεν διεξάγουν λογιστικό έλεγχο στην εταιρία ούτε επαληθεύουν τις πληροφορίες που τους παρέχονται. Στηρίζονται δηλαδή, στην ακεραιότητα και στην ποιότητα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων καθώς και στη δέσμευση της εταιρίας ότι θα παρέχει όλες τις έγκαιρες και έγκυρες πληροφορίες που τους ενδιαφέρουν, στην αρχική εκτίμησή τους και εκ των υστέρων για αναθεώρηση των αρχικών αξιολογήσεων. Υπάρχει περίπτωση, αν κάποιος εκδότης αρνηθεί την παροχή των απαιτούμενων πληροφοριών, οι οίκοι να κάνουν μια χαμηλότερη εκτίμηση, να αρνηθούν να την εκδώσουν ή ακόμα και να αποσύρουν μια υπάρχουσα εκτίμηση.<sup>11</sup>

Επίσης, συνυπολογίζεται η μέχρι τώρα χρηματοοικονομική πορεία ενός ιδρύματος. Επειδή οι αξιολογήσεις αφορούν συγκεκριμένες χρονικές στιγμές πρέπει να λαμβάνονται υπόψη πρόσφατα οικονομικά γεγονότα. Με αυτόν τον τρόπο, οι εκδότες κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων. Δημιουργούνται

---

<sup>9</sup> Kerwer D (1999), "Credit Rating Agencies and the governance of financial markets", July.

<sup>10</sup> Eddy Wymeersch & Marc Kruithof, Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law, Financial Law Institute, University Gent, 2006

<sup>11</sup> US Securities and Exchange Commission (2002), "Standard and Poor's rating services", November.



έτσι κλίμακες με τις οποίες ξεχωρίζουν οι επενδύσεις με χαμηλό κίνδυνο και τα κερδοσκοπικά χρεόγραφα υψηλού κινδύνου. Οι πιστωτικές εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης εξαρτώνται κατά πολύ από την ποιότητα των πληροφοριών που τους παρέχεται. Στηρίζονται στην δημόσια πληροφόρηση σχετικά με τον εκδότη, σε πληροφορίες που δίδονται από τον εκδότη και σε κάθε είδους πληροφορία που τη θεωρούν σημαντική για την αξιολόγηση. Οι αξιολογήσεις των οίκων αναφέρονται και στις μελλοντικές αποδόσεις των εκδοτών και για αυτό κάθε φορά που πραγματοποιείται ένα γεγονός, αλλάζει η βαθμολογία για να ενσωματωθούν οι νέες συνθήκες.

Οι αξιολογήσεις γίνονται είτε μέσα στα πλαίσια πελατειακής σχέσης, όπου τα ιδρύματα ζητούν από τους οίκους αναφορές, είτε χωρίς να έχει ζητηθεί αξιολόγηση (unsolicited ratings). Το πλεονέκτημα κατά την πρώτη εφαρμογή είναι ότι οι οίκοι έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες επιχειρήσεων που είναι μη δημοσιεύσιμες στο ευρύ κοινό.

Οι οίκοι δεν γνωμοδοτούν για το αν πρέπει να αγοραστεί ή να πουληθεί ένα χρεόγραφο. Δηλαδή, δεν παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή συστάσεις για την καταλληλότητα μιας επένδυσης. Ωστόσο, μπορεί να έχουν και συμβουλευτικό ρόλο αν τους ζητηθεί από τους εκδότες χρεογράφων, γιατί η εξειδίκευσή τους στην μελέτη του πιστωτικού κινδύνου είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο στις χρηματαγορές. Χρησιμοποιούν αυτές τις αξιολογήσεις οι εταιρίες, αν είναι καλές, για να δείξουν την πιστοληπτική ποιότητά τους<sup>12</sup> και ως ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στις αγορές κεφαλαίων.

Αυτό που αποτελεί κίνητρο για τους οργανισμούς είναι η δημιουργία καλής φήμης, που είναι κινητήριο μοχλός για την καλή λειτουργία τους. Η αναγνώριση των επενδυτών στη δουλειά των οργανισμών είναι ο λόγος που οδηγεί τους εκδότες χρεογράφων να ζητούν πιστωτικές εκτιμήσεις, που αυτό θα τους βοηθήσει να αποκτήσουν κεφαλαιακή πρόσβαση.<sup>13</sup> Συνήθως οι επενδυτές επιλέγουν να συμβουλευτούν για τη λήψη των αποφάσεών τους, τους πιο γνωστούς οίκους που είναι γνωστοί για την αυστηρότητα

---

<sup>12</sup> L.P. HSUEH & D.S. KIDWELL, "Bond Ratings: Are Two Better than One?", Financial Management, Spring 1988, 46-53, p.47.

<sup>13</sup> US Securities and Exchange Commissions (2002), "Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the Operation of the securities markets", Section 702(b) of the Sarbanes – Oxley Act.

και την ακεραιότητα των εκτιμήσεών τους. Ένα κριτήριο που επιδεικνύει ποιοι οίκοι μπορούν να θεωρηθούν ως οι πιο κατάλληλοι είναι η προδιαγραφή NRSRO.

### **3. Μελλοντική Εξέλιξη των Οίκων**

Το 1999 έρευνες έδειξαν ότι συνολικά υπάρχουν περίπου 150 οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας παγκοσμίως. Παρόλο που αναμενόταν να μειωθεί ο αριθμός τους, λόγω του κύματος Συγχωνεύσεων & Εξαγορών, είναι αξιοσημείωτο ότι μελλοντικά οι οίκοι θα αυξηθούν ακόμα περισσότερο και πιο συγκεκριμένα στις λιγότερο αναπτυγμένες αγορές. Λέξη – κλειδί για την περαιτέρω ανάπτυξη των οίκων συνιστά η διαφοροποίηση. Σύμφωνα με στοιχεία υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση ως προς το μέγεθος στους οίκους το οποίο φαίνεται από τον αριθμό των εργαζομένων και από τον αριθμό των αξιολογήσεων που αναλαμβάνει κάθε εταιρία. Συγκεκριμένα, ο αριθμός των εργασιών κάθε οίκου εξαρτάται από τη μεθοδολογία που χρησιμοποιεί, που μπορεί να είναι είτε βαθιάς ανάλυσης έρευνα για την επιχείρηση που αξιολογείται είτε ένα στατιστικό μοντέλο με στοιχεία που δημοσιεύονται στο ευρύ κοινό. Πρέπει να σημειωθεί ότι και οι δύο αυτές μέθοδοι θεωρούνται αποδεκτές για να διατηρείται το απαραίτητο κριτήριο της αντικειμενικότητας για τους οίκους.

Επίσης, οι οίκοι διαφοροποιούνται και σε άλλους τομείς. Υπάρχουν οίκοι που κάνουν αξιολογήσεις, είτε είναι υπό παραγγελία είτε όχι, για ένα δεδομένο αριθμό επιχειρήσεων και υπάρχουν εταιρίες που έχουν την ικανότητα να βαθμολογούν όλες τις επιχειρήσεις μιας αγοράς χρησιμοποιώντας στατιστικά μοντέλα. Παράδειγμα της δεύτερης αυτής ομάδας αποτελούν σουηδικοί οίκοι που εξειδικεύονται στη Σουηδική και στη Νορβηγική αγορά χρησιμοποιώντας αξιόπιστα χρηματοοικονομικά δεδομένα έχοντας στο Ενεργητικό τους εκπαιδευμένους αναλυτές.

Μια διαφορετική κατηγορία οίκων, οι οποίοι προέκυψαν από οργανική ανάπτυξη κι από συγχωνεύσεις, είναι αυτοί που επικεντρώνονται σε συγκεκριμένες περιοχές π.χ. Ασία/Ειρηνικός ή Κεντρική/Ανατολική Ευρώπη.

Η τρίτη μεγαλύτερη κατηγορία είναι οι οργανισμοί που δραστηριοποιούνται παγκοσμίως. Η συνέχεια της λειτουργίας τους εξαρτάται από την αναγνώριση των επενδυτών διεθνώς και ταυτόχρονα οι παγκόσμιες αγορές εξαρτώνται από τις αξιολογήσεις τους.

#### 4. Τρόποι παροχής πληροφοριών από τους οίκους

Η εξέλιξη των οίκων αξιολόγησης συμβαδίζει με την παράλληλη ανάπτυξη των αγορών κεφαλαίου οι οποίες γίνονται όλο και πιο πολύπλοκες. Προσλαμβάνουν συνεχώς όλο και περισσότερο εξειδικευμένο προσωπικό με καλύτερες αμοιβές και γι' αυτό άρχισαν να χρεώνουν τις εκδότριες εταιρείες<sup>14</sup>. Το τίμημα αυτό στηρίχθηκε στο γεγονός ότι διαχρονικά δίδονται αξιόπιστες αξιολογήσεις που αποφέρουν κέρδη στις εκδότριες εταιρείες<sup>15</sup>. Σήμερα υπάρχουν πολλές κατηγορίες οίκων που δραστηριοποιούνται παγκοσμίως και που διαφέρουν ως προς το μέγεθος και τη μεθοδολογία τους. Μερικοί οργανισμοί εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους ενώ άλλοι αξιολογούν διάφορα είδη επιχειρήσεων.

Υπάρχουν δύο είδη πληρωμών για τους οργανισμούς. Ο πρώτος τρόπος πληρωμής είναι οι συνδρομές που δίνουν εταιρίες για να μπορούν να έχουν πρόσβαση σε βάσεις δεδομένων που δείχνουν τη βαθμολογία μιας εταιρίας ή ενός αξιόγραφου. Η δεύτερη περίπτωση αφορά εταιρίες που πληρώνουν για να αξιολογηθούν και μετέπειτα αυτή η αξιολόγηση γίνεται ευρέως γνωστή. Το ύψος αυτής της αμοιβής εξαρτάται από τον οίκο και από την αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η συγκεκριμένη εταιρία.

Οι οργανισμοί που χρησιμοποιούν στατιστικά μοντέλα χρησιμοποιούν στοιχεία τα οποία είναι διαθέσιμα και δεν χρειάζονται κάποια ιδιωτική πληροφόρηση. Παράγουν αξιολογήσεις οι οποίες δεν προέρχονται από κάποια παραγγελία και γίνονται χωρίς την άδεια ή τη συνεργασία των επιχειρήσεων που αξιολογούνται. Αυτές οι εργασίες αμείβονται από άλλες εταιρίες που ζητούν αυτές τις βαθμολογίες.<sup>16</sup>

Ο τρόπος χειρισμού αυτών των πληροφοριών είναι ο εξής:

- ✓ Αν μία εταιρία δεν είναι εγγεγραμμένη για να μπορεί να δει αξιολογήσεις, μπορεί μόνο να ελέγξει ότι για την εταιρία που την ενδιαφέρει υπάρχει αξιολόγηση.
- ✓ Αν μια εταιρία είναι μετοχική ή συνιστά όμιλο οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να ενημερωθεί με τον εξής τρόπο:
  - Όταν η αξιολόγηση που τους ενδιαφέρει περιέχει μόνο βαθμολογία, δεν φαίνεται ότι υπάρχει αυτή η πληροφόρηση.

<sup>14</sup> R.CANTOR & F.PACKER (1994), The Credit Rating Industry. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review 19 (Summer-Fall): 1- 26.

<sup>15</sup> "Moody's History. A Century of Market Leadership", στη διαδικτυακή διεύθυνση <[http://www.moodys.com/moodys/cust/About Moody's/AboutMoody's.aspx? topic=history](http://www.moodys.com/moodys/cust/About%20Moody's/AboutMoody's.aspx?topic=history)>.

<sup>16</sup> "Credit Ratings and complementary Sources of Credit Quality Information", Basel Committee Supervision Working Papers, August 2000.

- Όταν στην αξιολόγηση που τους ενδιαφέρει περιέχονται και πληροφορίες για τους ιδιοκτήτες, το Διοικητικό Συμβούλιο ή τους Διευθυντές, αυτή η πληροφόρηση φαίνεται ότι υπάρχει.

Αν μία εταιρία έχει ζητήσει να βαθμολογηθεί με μία βαθμολογία με την οποία όμως εκ των υστέρων διαφωνεί μπορεί να ζητήσει εξηγήσεις για τη κατάταξη που αποκόμισε. Ο οίκος πρέπει να χρησιμοποιεί τις κατάλληλες μεθόδους και μοντέλα ώστε να μπορεί να αιτιολογεί τις βαθμολογίες που δίνει.

Ωστόσο το αν μία αξιολόγηση είναι υπό παραγγελία ή όχι είναι ένα ακανθώδες θέμα διότι από τις βαθμολογίες που αποκομίζουν οι εταιρίες φαίνεται ότι οι οργανισμοί μεταχειρίζονται διαφορετικά τις εταιρίες – πελάτες και τους μη πελάτες.

## **5. Χρήστες των αξιολογήσεων των οίκων**

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.<sup>17</sup>

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. Δηλαδή, καταργούν, όσο το δυνατόν γίνεται, τη λεγόμενη “ασυμμετρία” πληροφοριών που υπάρχει στις μη τέλει αγορές. 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. Επιπλέον, η ύπαρξη των οργανισμών μειώνει το κόστος πληροφόρησης (information costs)<sup>18</sup> πράγμα που βελτιώνει την αποτελεσματικότητα των αγορών κεφαλαίου.

Επίσης, είναι γνωστό από τη θεωρία χαρτοφυλακίου ότι για τον επενδυτή με καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο παράγοντες όπως ο μη συστηματικός κίνδυνος<sup>19</sup> δεν έχουν μεγάλη σημασία. Όμως για έναν επενδυτή με λιγότερο διαφοροποιημένο

<sup>17</sup> Communication from the Commission on Credit Rating Agencies (2006/C59/02), Official Journal of the European Union 11.3.2006

<sup>18</sup> Το κόστος για τη συλλογή πληροφοριών (συμπεριλαμβανομένου και του χρόνου απασχόλησης των ασχολουμένων με τη συλλογή).

<sup>19</sup> Αρνητική ή θετική μεταβολή της απόδοσης μετοχής ή της τιμής που οφείλεται σε απρόβλεπτα προβλήματα της εκδότριας εταιρίας.

χαρτοφυλάκιο πληροφορίες, για τον μη συστηματικό κίνδυνο, αποκτούν αξία. Παρακάτω γίνεται μια συνοπτική αναφορά της χρήσης των πιστωτικών εκτιμήσεων από τους συμμετέχοντες στην αγορά.<sup>20</sup>

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 αναλαμβανόμενους κινδύνους, όσο και για την αξιοπιστία των εκδοτών απέναντι στις υποχρεώσεις τους, με άμεσο αποτέλεσμα να μην απαιτούν υψηλές αποδόσεις από τις επενδύσεις 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 του Moody's, του S&P και σε λιγότερο βαθμό του Fitch<sup>21</sup>. Επιπλέον, η εμπορική επιτυχία ενός χρεογράφου εξαρτάται κατά πολύ από την βαθμολογία που έχει δοθεί στην εταιρία ή στο χρεόγραφο.

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.

---

<sup>20</sup> US Securities and Exchange Commissions (2002), 'Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets', Section 702(b) of the Sarbanes – Oxley Act.

<sup>21</sup> To 2001, οι S&P και Moody's έχουν ολικό μερίδιο αγοράς 80% και ο Fitch 14%, επομένως και οι τρεις κατέχουν το 94%. C.A.HILL (supra footnote 8), p.60.

Ρυθμιστές: Χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο και σε πιο επίσημο επίπεδο οι αναλύσεις των οίκων σε πολλές εφαρμογές. Ειδικότερα, χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό 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.

## **6. Αποδοτικότητα των οίκων αξιολόγησης**

Ένα βασικό στοιχείο μέτρησης της αποτελεσματικότητας είναι τα κέρδη των επιχειρήσεων, τα οποία χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με άλλα λογιστικά στοιχεία για εύρεση της απόδοσης. Ωστόσο, ο μόνος οίκος που δίνει αποτελέσματα είναι ο Moody's για την περίοδο 1995-2000. Συγκεκριμένα, τα καθαρά έσοδα του το 1995 ανήλθαν σε 88,2εκ.\$ και το σύνολο του ενεργητικού του ήταν 217,8εκ.\$. Το 2000 ήταν 158,5 και 300 αντίστοιχα. Παρατηρούμε, δηλαδή, μια μεγάλη αύξηση κερδών και αποτελεσματικότητας ταυτόχρονα.<sup>22</sup> Αυτά τα στοιχεία μας υποδεικνύουν ότι ο κλάδος των οίκων αξιολόγησης είναι πολύ κερδοφόρος, τη μεγάλη δύναμη στην αγορά που έχουν αλλά και συνάμα δείχνουν ότι ιδιωτικές εταιρίες με προσανατολισμό το κέρδος δεν μπορεί να είναι οιοσδήποτε κυβερνητικοί σύμβουλοι.

Όσον αφορά την καινοτομία διαχρονικά οι μικρότεροι οίκοι εξέλιξαν πρώτοι τις κλίμακες κατάταξης των επιχειρήσεων και άρχισαν να αξιολογούν μη παραδοσιακά χρεόγραφα της αγοράς. Μετέπειτα, ακολούθησαν οι τρεις μεγάλοι οίκοι. Συμπερασματικά, ο ανταγωνισμός λειτουργεί θετικά και σ' αυτό το είδος των επιχειρήσεων.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> Dun & Bradstreet (2000), ιστοσελίδα Moody's

<sup>23</sup> Cantor and Packer (1995)

Οι οίκοι αξιολόγησης συνεχώς βρίσκονται στον πειρασμό να δώσουν καλύτερες αξιολογήσεις σε εταιρίες με αντάλλαγμα τις καλύτερες προμήθειες. Διαχρονικά, όμως, παρατηρούμε ότι δεν έχουν δείξει δείγματα ανήθικης συμπεριφοράς γιατί ενδιαφέρονται για το προφίλ των εταιριών και για την αποδοχή από την αγορά.<sup>24</sup>

## **7. Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης**

Τρεις από τους μεγαλύτερους οργανισμούς πιστωτικής εκτίμησης είναι οι Moody's Investors Services, Standard and Poor's και Fitch που λειτουργούν διεθνώς και οι οποίοι αξιολογούν επιχειρήσεις, κυβερνήσεις – κράτη καθώς και διάφορα είδη χρεογράφων. Τα έσοδα των τριών αυτών οίκων προέρχονται από τη χρέωση των εκδοτών που ζητούν εκτιμήσεις και οι οποίες μετέπειτα παρέχονται στο ευρύ κοινό δωρεάν.<sup>25</sup> Και οι τρεις οίκοι κατέχουν την προδιαγραφή NRSRO.

### **7.1 Η προδιαγραφή NRSRO**

Στις ΗΠΑ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) σχεδίασε την προδιαγραφή NRSRO (nationally recognized statistical rating organization). Ένας οίκος που είναι "κρατικά αναγνωρισμένος" σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις που κάνει είναι αξιόπιστες 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, μια 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 δημόσιων πληροφοριών.

---

<sup>24</sup> Lawrence J.White (2001)

<sup>25</sup> IOSCO (2003), "Report on the activities of Credit Rating Agencies", The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) έδωσε τρία NRSRO το 1975 στους Moody's, Standard and Poor's (S&P) και Fitch.<sup>26</sup> Από τότε έχουν χαρακτηριστεί τέσσερις ακόμη οίκοι NRSRO, μεταξύ αυτών ο οίκος Duff and Phelps, οι οποίοι εκ των υστέρων συγχωνεύθηκαν ή εξαγοράστηκαν από τους τρεις αρχικούς NRSRO.

Το 2003 μια τέταρτη εταιρία από τον Καναδά μικρού βεληνεκούς μπήκε στη λίστα των NRSRO, η Dominion Bond Rating Service Ltd.

Στις ΗΠΑ πολλοί νόμοι και κανονισμοί ζητούν αξιολογήσεις από οίκους με αυτόν τον τίτλο ως δείγμα ασφάλειας για τη 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 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC). Οι οίκοι λοιπόν αυτοί είναι οιονεί κυβερνητικά ιδρύματα που δεν ελέγχονται από άλλες κυβερνητικές αρχές.

## 7.2 Moody's

Το κύριο αντικείμενο δραστηριότητας αυτής της εταιρίας είναι η δημοσιοποίηση πιστωτικών εκτιμήσεων και η παροχή επενδυτικών συμβουλών.<sup>27</sup> Αυτή η εξειδίκευση προέκυψε από την απόφαση της εταιρίας Dun & Bradstreet να διαχωρίσει τις υπηρεσίες που παρείχε σε δύο διαφορετικές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με το Investment Advisers Act του 1940, η συγκεκριμένη εταιρία είναι επίσημα αναγνωρισμένος επενδυτικός σύμβουλος και εκτός αυτού έχει την προδιαγραφή NRSRO. Η πολιτική της συγκεκριμένης εταιρίας ως προς την αμοιβή της, είναι να χρεώνει εκ των προτέρων για μία αξιολόγηση και επίσης σπάνια κάνει εκτιμήσεις αν δεν της έχει ζητηθεί από κάποιο εκδότη ομολόγου και για τις οποίες δεν περιμένει αντίτιμο. Σε περιπτώσεις όπου ο πελάτης δεν είναι ικανοποιημένος από την αξιολόγηση μπορεί να ζητήσει να μην δημοσιευθεί το αποτέλεσμα της έρευνας. Ως προς την γεωγραφική κάλυψη, δραστηριοποιείται εκτός από τις ΗΠΑ και στην Ευρώπη και στην Ασία.

---

<sup>26</sup> Rule 15c-3 under the Securities Exchange Act of 1934.

<sup>27</sup> Smith R.C. and I. Walter (2001), 'Rating Agencies: Is there an Agency issue?', Stern School of Business, New York university, February.



### 7.3 Standard and Poor's

Το 1996 η εταιρία εξαγοράστηκε από τον όμιλο McGraw Hill κι έπαψε να είναι ανεξάρτητη. Η αρχική της δραστηριότητα ήταν αποκλειστικά οι εκτιμήσεις για κρατικά και εταιρικά ομόλογα κι άλλου είδους χρέη. Με την εξέλιξη όμως του κλάδου και λόγω του ανταγωνισμού, για να διατηρήσει την ηγετική της θέση, επεκτάθηκε στην αξιολόγηση χρηματοοικονομικών εγγυήσεων, τραπεζικών δανείων, αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλου είδους χρεογράφων. Σύμφωνα με στοιχεία, έχει πραγματοποιήσει εκτιμήσεις σε 150000 τίτλους σε περισσότερες από 50 χώρες.<sup>28</sup> Κατέχει και αυτή προδιαγραφή NRSRO. Ως προς την γεωγραφική τμηματοποίηση επεκτείνει τις δραστηριότητές της εκτός από τις παραδοσιακές αγορές της Ευρώπης και των ΗΠΑ και στην Λατινική Αμερική.

### 7.4 Fitch

Στον οίκο αυτό είχε δοθεί προδιαγραφή NRSRO από το 1975. Ωστόσο για να ανταπεξέλθει στο ανταγωνιστικό περιβάλλον και για να καταλάβει ένα μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς, συγχωνεύθηκε το 1997 με το IBCA Group του Λονδίνου. Έχει παρατηρηθεί όμως ότι ο συγκεκριμένος οίκος παρέχει ευμενέστερες αξιολογήσεις σε εταιρίες. Για να αποδυναμωθεί το φαινόμενο "rating shopping", συνήθως οι αγορές επιβάλλουν την ύπαρξη περισσότερων από μία εκτίμηση για ένα χρεόγραφο ή για μία εταιρία.

## 8. Εξελιγμένα προϊόντα από τους οίκους

- ✓ Αξιολόγηση του εκδότη

Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολογούν τις επιχειρήσεις που εκδίδουν ομόλογα ως σύνολο και όχι μόνο συγκεκριμένα ομόλογα. Από το 1998 ο Moody's αξιολογεί εταιρίες ακόμα και αν αυτές δεν υπόκεινται σε χρέος προς επενδυτές, με την προοπτική να αξιολογεί την ικανότητα του μετοχικού κεφαλαίου να ανταπεξέρχεται στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις. Επίσης, αυτή η βαθμολογία αντανakλά την ικανότητα της επιχείρησης για αποπληρωμή μιας γκάμας από χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως swaps,<sup>29</sup> forwards,<sup>30</sup> options,<sup>31</sup> letters of credit.<sup>32</sup> Παράλληλα, ο

<sup>28</sup> Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria".

<sup>29</sup> Swap: Σύμβαση ανταλλαγής χρηματοοικονομικών μέσων. Ειδικότερα στη διατραπεζική αγορά, σύμβαση για την ταυτόχρονη αγοραπωλησία ίσων ποσών συναλλάγματος με διαφορετική λήξη ή διαφορετικά επιτόκια. Συνήθως το ένα σκέλος είναι σε δολάρια. Υπολογίζεται ότι καλύπτουν διεθνώς το 28% των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα.

Standard and Poor's (S&P) αξιολογεί εταιρίες χρησιμοποιώντας παρόμοια σύμβολα με αυτά που βαθμολογούνται τα μακροχρόνια ομόλογα.

✓ Βαθμολογία δυναμικότητας τραπεζών

Από το 1995 ο Moody's εκδίδει την άποψή του για την ασφάλεια που αποπνέει μία τράπεζα. Η βαθμολογία που δίνει ο οίκος είναι απόρροια της πιθανότητας μια τράπεζα να ζητήσει βοήθεια από τους ιδιοκτήτες, μια επιχειρηματική ομάδα ή ένα άλλο ίδρυμα. Τα σύμβολα που χρησιμοποιούνται διαφέρουν από αυτά των ομολόγων, και είναι π.χ. A, B+, B, C+, C, D+, D, E+, E. Αντίστοιχα ο Fitch κατατάσσει τις τράπεζες ανάλογα με την άποψη του πόσο πιστοληπτικά αξιόπιστες θα ήταν αν λειτουργούσαν εξολοκλήρου ανεξάρτητα.

✓ Βαθμολογία τραπεζικών δανείων

Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολογούν τραπεζικά δάνεια με τα ίδια σύμβολα των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η βαθμολογία ενός τραπεζικού δανείου ενσωματώνει τα πλεονεκτήματα της προτεραιότητας σε περίπτωση πτωχευτικής διαδικασίας, της προστατευτικής ρήτρας, της πρόσθετης ασφάλειας με ενέχυρο και άλλων προστατευτικών δικλίδων για αποπληρωμή. Η δραστηριότητα αυτή των οίκων επεκτείνεται συνεχώς σε παγκόσμιο επίπεδο. Έχει παρατηρηθεί ότι οι βαθμολογίες των δανείων μεμονωμένα είναι πιο υψηλές από αυτές που αντιστοιχούν στις τράπεζες που τα εκδίδουν.

✓ Το ανώτατο όριο για μία χώρα

Όλοι οι μεγάλοι οργανισμοί εφαρμόζουν αυτό το όριο με διαφορετική όμως αυστηρότητα. Στις περισσότερες περιπτώσεις αυτό το όριο συνυπάρχει με ένα ομόλογο που έχει εκδοθεί σε ξένο νόμισμα από μια χώρα. Όμως, δημοσιεύονται και αξιολογήσεις για χώρες που δεν εκδίδουν τέτοιου είδους ομόλογα με τη λογική ότι χώρες με ένα καθορισμένο πλαφόν πρέπει να παρεμβαίνουν όταν εγχώριες επιχειρήσεις αυξάνουν το χρέος προς το εξωτερικό.

---

<sup>30</sup> Forward: Προθεσμιακή πράξη στην εξωρηματιστηριακή αγορά. Αγορά ή πώληση μετοχών, εμπορευμάτων ή συναλλάγματος, σε τιμή που συμφωνείται σήμερα με παράδοση σε μελλοντική ημερομηνία.

<sup>31</sup> Option: Δικαίωμα (όχι υποχρέωση) αγοράς ή πώλησης, παραλαβής ή παράδοσης και γενικότερα αποδοχής ή μη μιας προσφοράς, που παραχωρείται (πωλείται) με γραπτή συμφωνία, έναντι καταβολής ορισμένου ποσού. Αν δεν ασκηθεί το δικαίωμα, το σχετικό ποσό καταπίπτει υπέρ του αντισυμβαλλομένου.

<sup>32</sup> Letter of credit: Πίστωση, ενέγγυα πίστωση, πιστωτική επιστολή. Έγγραφο που αποστέλλεται από μια τράπεζα σε άλλη-ανταποκρίτρια της, με το οποίο την εξουσιοδοτεί να καταβάλει το ποσό που αναγράφεται στην πίστωση, σε ορισμένο πρόσωπο, με ορισμένους όρους.

## 9. Διαδικασίες και πολιτικές των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

### 9.1 Στάδια Διαδικασίας Εκτίμησης

Η μεθοδολογία κι ο τρόπος αξιολόγησης που χρησιμοποιείται διαφέρει σε κάθε οίκο αξιολόγησης. Αρκετοί οίκοι στηρίζουν τις αξιολογήσεις τους σε ποσοτικές και ποιοτικές αναλύσεις. Επίσης, μερικοί οίκοι βασίζονται σε ποσοτικά μοντέλα. Αυτή η μέθοδος είναι περισσότερο τυποποιημένη και παίζουν μεγάλο ρόλο σε αυτή οι στατιστικές έρευνες. Παρόλο αυτά, είναι γεγονός ότι οι μεγαλύτεροι διεθνείς οίκοι τείνουν να ακολουθούν παρεμφερείς διαδικασίες και οργανωτικές δομές.<sup>33</sup>

Η διαδικασία ξεκινά από τη στιγμή που οίκος θα δεχθεί παραγγελία για αξιολόγηση. Τον μεγαλύτερο ρόλο κατά την διαδικασία της αξιολόγησης παίζει η επιτροπή εκτίμησης, η οποία έχει την ευθύνη να ξεκινήσει, να αποσύρει ή και να τροποποιήσει ακόμα μία αξιολόγηση. Τα μέλη που απαρτίζουν αυτή την επιτροπή είναι συνήθως ένας πιστωτικός αναλυτής, διευθυντές ή επόπτες και άλλο βοηθητικό προσωπικό.<sup>34</sup>

Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν για τις βαθμολογίες τους έναν αλφαβητικό συνδυασμό τόσο για τις ανώτερες (investment) όσο και για τις κατώτερες (speculative) εκτιμήσεις. Οι οίκοι S&P και Fitch χρησιμοποιούν τα ίδια σύμβολα ταξινόμησης AAA,AA,A,BBB για investment grades και BB,B,CCC,CC,C,D για speculative grades κατηγορίες. Αντίθετα, ο οργανισμός Moody's έχει τους εξής συμβολισμούς Aaa, Aa, A,Baa και Ba, B, Caa,Ca, C αντίστοιχα.<sup>35</sup>

Η μορφή των αξιολογήσεων των οίκων είναι συνάρτηση του όγκου δεδομένων που έχουν στην κατοχή τους αλλά και της ποιότητας αυτών των δεδομένων. Συγκεκριμένα, οι πληροφορίες που είναι δημόσιες περιλαμβάνουν μελέτες του κλάδου, εκτιμήσεις για την πορεία των τιμών των μετοχών και των ομολόγων, δεδομένα από κεντρικές τράπεζες. Όσο αφορά τις ιδιωτικές πληροφορίες αυτές είναι εμπιστευτικές πληροφορίες που έχει δώσει ο εκδότης στον οίκο αξιολόγησης.

<sup>33</sup> IOSCO (2003), "Report on the activities of Credit Rating Agencies", The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September.

<sup>34</sup> Kerwer D (1999), "Credit Rating Agencies and the governance of Financial markets", July.

<sup>35</sup> US Securities and Exchange Commissions (2002), "Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets", Section 702(b) of the Sarbanes – Oxley Act.

Μόλις η επιτροπή εκτίμησης βγάλει το πρώτο πόρισμά της, ο αναλυτής ενημερώνει τον εκδότη που είχε παραγγείλει την αξιολόγηση και του δίνει ένα σχέδιο του δελτίου τύπου ή και της έκθεσης της εκτίμησης προκειμένου να την επαληθεύσει αν τυχόν υπάρξει διαφωνία με αυτή την εκτίμηση, ο εκδότης μπορεί να δώσει πρόσθετες πληροφορίες και να ζητήσει την επανεξέτασή του από την επιτροπή.

Μετάπειτα οι οίκοι αξιολόγησης δημοσιεύουν τα αποτελέσματα της αξιολόγησής τους καθώς και την έννοια αυτής στα μέσα μαζικής ενημέρωσης και στην ιστοσελίδα τους, ενώ παράλληλα ελέγχουν τον εκδότη και έχουν συχνές συναντήσεις με το ανώτερο διοικητικό προσωπικό. Από τη στιγμή που θα δεχθεί μια παραγγελία για αξιολόγηση ένας οίκος, θα αξιολογήσει τον εκδότη κατά μέσο όρο από 1 έως 6 μήνες.

Συνοπτικά, η διαδικασία που ακολουθείται είναι<sup>36</sup>:

1. Αίτηση για εκτίμηση από τον εκδότη.
2. Δημιουργία της ομάδας ανάλυσης.
3. Διεξαγωγή της βασικής έρευνας.
4. Συνεδρίαση με τα διοικητικά όργανα.
5. Επιτροπή εκτίμησης.
6. Ανακοίνωση εκτίμησης σε εκδότη.
7. Διαδικασία επανεξέτασης (προαιρετικά).
8. Δημοσίευση εκτίμησης.
9. Επιτήρηση του εκδότη.

## 9.2 Διαδικασία εκτίμησης (rating process)

Αναγκαίο συστατικό για να γίνει μια αξιολόγηση είναι το επαρκές πληροφοριακό υλικό το οποίο χρησιμοποιείται για να γίνει ποσοτική και ποιοτική ανάλυση. Η ανάλυση που γίνεται εξαρτάται από το είδος της επιχείρησης που εξετάζεται. Πιο συγκεκριμένα, όταν γίνεται ανάλυση ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού κύρια κριτήρια είναι η φήμη και πιο πολύ η μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση και η αξιοπιστία.<sup>37</sup> Όταν όμως εξετάζεται μια βιομηχανική επιχείρηση αναλύεται ο κλάδος που υπάγεται, το μερίδιο της αγοράς που κατέχει και επιπλέον αναλύονται ποσοτικά τα οικονομικά της στοιχεία βάσει ισολογισμών, αποτελεσμάτων χρήσεως, χρηματοοικονομικών δεικτών. Επιπλέον αναλύονται και τα υπόλοιπα δομικά συστατικά της όπως εργατικό

<sup>36</sup> “Procedures of International Credit rating Agencies”, [www.kazakhstaninvestment.com](http://www.kazakhstaninvestment.com)

<sup>37</sup> Standard and Poor’s (2003), “Corporate ratings criteria.”

δυναμικό, τεχνολογία, εταιρική διακυβέρνηση, επιχειρηματική στρατηγική, προοπτικές ανάπτυξης.

- Συνάντηση με τα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας

Οι οίκοι μετά το αίτημα μιας εταιρίας να αξιολογηθεί, οργανώνει την ομάδα που θα αναλάβει τη συγκεκριμένη εταιρία. Στόχος της ομάδας είναι να εξεταστούν όσο το δυνατό περισσότερο και αποτελεσματικά οι πληροφορίες για τη συγκεκριμένη επιχείρηση. Ενίσχυση στην όλη διεργασία αποτελούν οι συναντήσεις με τα διευθυντικά στελέχη οι οποίες βοηθούν ώστε να γίνουν αντιληπτά οι λειτουργίες της εκάστου επιχείρησης, οι οργανωτικές δομές της καθώς και άλλοι παράγοντες συνυφασμένοι με τα χρηματοοικονομικά της στοιχεία. Αυτές οι συναντήσεις υπόκεινται σε προγραμματισμό ώστε τα μέλη της ομάδας να έχουν κάνει προεργασία και επιπλέον για να μπορούν να παρευρίσκονται οι εκπρόσωποι της εταιρίας.

Βέβαια, για να έχει κάνει η ομάδα αξιολόγησης την κατάλληλη προεργασία, η εταιρία θα πρέπει να έχει δώσει προηγουμένως τις απαραίτητες πληροφορίες. Συγκεκριμένα, η ομάδα εξετάζει οικονομικές καταστάσεις προηγούμενων ετών, περιγραφές των προϊόντων ή της παραγωγής, οικονομικές εκθέσεις κ.ά. Επομένως, η ομάδα έχει ως στόχο να αποκομίσει στις συναντήσεις εμπιστευτικές πληροφορίες της εταιρίας όπως είναι τρέχοντα οικονομικά στοιχεία που απορρέουν από προϋπολογισμούς, προβλέψεις, αναλύσεις των τμημάτων πωλήσεων, κινδύνων, συναλλαγών αλλά πληροφορίες της στρατηγικής της επιχείρησης. Είναι δεδομένο ότι οι μεγάλοι οίκοι εγγυούνται πως αυτές οι πληροφορίες θα παραμείνουν εμπιστευτικές.

Συνοπτικά η λίστα των θεμάτων των συζητήσεων μπορεί να περιέχει τα εξής θέματα:<sup>38</sup>

- Ο κλάδος, η ανταγωνιστικότητα, οι προοπτικές
- Ανάλυση των επιμέρους τμημάτων της επιχείρησης με στατιστικές μελέτες και με σύγκριση των ανταγωνιστών
- Ανάλυση οικονομικών πρακτικών και στόχων της επιχείρησης
- Λογιστικές μέθοδοι
- Καταστάσεις ταμειακών ροών, ισολογισμούς και κεφαλαιουχικές δαπάνες
- Τρόποι χρηματοδότησης

<sup>38</sup> Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria."

- Επιτροπή αξιολόγησης

Μετά τη διεξαγωγή των συναντήσεων, δημιουργείται η επιτροπή εκτίμησης που έχει συνήθως 5 έως 7 μέλη. Η ομάδα αναλυτών παρέχουν τις στατιστικές και χρηματοοικονομικές αναλύσεις τους και η επιτροπή αποφασίζει αν θα διατηρηθεί η συγκεκριμένη εκτίμηση. Στη συνέχεια αφού έχει προσδιοριστεί από την επιτροπή η εκτίμηση, ανακοινώνεται η αξιολόγηση στην ενδιαφερόμενη επιχείρηση. Αν ο εκδότης έχει διαφωνίες με το συγκεκριμένο αποτέλεσμα, έχει την ευκαιρία να δώσει κι άλλες πληροφορίες ώστε να γίνει μια νέα εκτίμηση. Παρόλο αυτά είναι πιθανό η επιτροπή να μην αλλάξει τη βαθμολογία της. Πρέπει να σημειωθεί ότι για να διασφαλιστεί η ακεραιότητα και η αντικειμενικότητα της διαδικασίας εκτίμησης, οι συζητήσεις και τα πρόσωπα της επιτροπής διατηρούνται εμπιστευτικά.

- Επιτήρηση

Όλες οι δημοσιευμένες εκτιμήσεις ελέγχονται για τουλάχιστον ένα χρόνο. Η επιτήρηση διεξάγεται από την ίδια ομάδα αναλυτών που έκανε την πρωτογενή εκτίμηση. Ο πρωτεύων αναλυτής έχει συνεχή τηλεφωνική επαφή με την εταιρία και ενημερώνεται με την ανάπτυξη και την εξέλιξή της. Αν οι εξελίξεις δεν συμβαδίζουν με τις αρχικές εκτιμήσεις, τότε κανονίζεται μια νέα συνάντηση με τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας. Όμως ακόμα κι αν δεν υπάρχει κάποια διαφοροποίηση από τις αρχικές εκτιμήσεις, προγραμματίζεται τουλάχιστον μια συνάντηση μέσα στο διάστημα του ενός χρόνου. Υπάρχει πιθανότητα η αρχική εκτίμηση να αλλάξει κατά τη διάρκεια της επιτήρησης. Στη συγκεκριμένη περίπτωση ο αναλυτής κάνει μια προκαταρκτική αναθεώρηση, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε μια λίστα Credit-Watch. Εν συνεχεία γίνεται μια πιο ολοκληρωμένη ανάλυση από τον αναλυτή, ο οποίος επικοινωνεί με τη διοίκηση της εταιρίας και ταυτόχρονα την παρουσιάζει στην επιτροπή εκτίμησης. Τελικά η επιτροπή εκτίμησης αποφασίζει αν θα δοθεί μια νέα βαθμολογία.

### 9.3 Rating agencies definitions

Οι οίκοι χρησιμοποιούν συμβολισμούς για να καταγράψουν τη βαθμολογία που δίνουν στις εταιρίες. Ενδεικτικά θα παραθέσουμε τους συμβολισμούς και τη σημασία τους, των οίκων S&P και Fitch.<sup>39</sup>

---

<sup>39</sup> “Rating Change Timeliness across Rating Agencies”, Ben Macdonald, April 2006 .

### Μακροπρόθεσμες πιστωτικές εκτιμήσεις

- AAA : Είναι η υψηλότερη εκτίμηση με την οποία μπορεί να βαθμολογηθεί μια επιχείρηση. Υποδηλώνει ότι η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του είναι εξαιρετικά ισχυρή.
- AA: Αυτή η βαθμολογία διαφέρει από την προηγούμενη σε μικρό βαθμό μόνο. Ο οφειλέτης που την αποκομίζει θεωρείται ότι έχει ισχυρή ικανότητα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.
- A: Αυτή η βαθμολογία δείχνει μια ευαισθησία σε αλλαγές της οικονομικής κατάστασης. Ο οφειλέτης θεωρείται αξιόπιστος.
- BBB: Η βαθμολογία αυτή δίνει αρκετή προστασία. Ωστόσο μια αλλαγή στις οικονομικές συνθήκες είναι πιθανό να οδηγήσει τον οφειλέτη στην ανικανότητα κάλυψης οφειλών.
- BB: Η εκτίμηση αυτή δείχνει ότι οι υποχρεώσεις υπόκεινται σε κάποια αβεβαιότητα για το κατά πόσο ο οφειλέτης, κάτω από την επίδραση δυσμενών συνθηκών, θα μπορέσει να κάνει πληρωμές.
- B: Αυτή η βαθμολογία δείχνει ότι ο οφειλέτης διατρέχει μεγαλύτερη ευαισθησία στις δυσμενείς οικονομικές καταστάσεις σε σχέση με την προηγούμενη κατάταξη.
- CCC: Η πληρωμή των υποχρεώσεων του οφειλέτη είναι συνάρτηση των χρηματοοικονομικών συνθηκών. Αν η οικονομική κατάσταση δεν είναι ευνοϊκή, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να γίνει αθέτηση πληρωμών.
- CC: Η αξιοπιστία του οφειλέτη είναι εξαιρετικά τρωτή.
- C: Αυτή η βαθμολογία χρησιμοποιείται σε επιχειρήσεις όπου έχουν γίνει πτωχεύσεις, αλλά οι πληρωμές διενεργούνται.
- D: Αποτελεί τη χειρότερη βαθμολογία που μπορεί να δοθεί στην επιχείρηση. Η αδυναμία αθέτησης πληρωμών θεωρείται σίγουρη, γιατί ήδη έχει καθυστερήσει πληρωμές.
- R: Είναι υπό επιτήρηση για την χρηματοοικονομική κατάσταση.
- NR : Δεν έχει βαθμολογηθεί.

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

Ο τρίτος από τους μεγαλύτερους οίκους, ο Moody's έχει διαφορετικούς συμβολισμούς για τις μακροπρόθεσμες πιστωτικές εκτιμήσεις.<sup>40</sup>

Aaa: Οι υποχρεώσεις με αυτή τη βαθμολογία θεωρούνται ότι είναι με την καλύτερη ποιότητα όσο αφορά την πληρωμή, γιατί έχουν σχεδόν μηδαμινό ρίσκο.

Aa1, Aa2, Aa3: Οι υποχρεώσεις αυτής της κατηγορίας έχουν υψηλή ποιότητα με πολύ μικρό ρίσκο.

A1,A2,A3: Αυτές οι υποχρεώσεις θεωρούνται ότι είναι πάνω από το μέσο όρο όσο αφορά την ποιότητα κι έχουν μικρό κίνδυνο.

Baa1, Baa2, Baa3: Αυτές οι υποχρεώσεις έχουν έναν μέτριο κίνδυνο. Θεωρούνται μεσαίου επιπέδου επενδύσεις με στίγματα κερδοσκοπικού χαρακτήρα.

Οι συμβολισμοί για τις επενδύσεις με κερδοσκοπικό χαρακτήρα είναι οι εξής:

Ba1, Ba2, Ba3 : Αυτές οι επενδύσεις έχουν κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά και διατρέχουν αρκετό πιστωτικό κίνδυνο.

B1, B2, B3 : Είναι αρκετά κερδοσκοπικές επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο.

Caa1, Caa2, Caa3 : Δεν είναι καλές επενδύσεις με πολύ μεγάλο κίνδυνο.

Ca : Είναι επενδύσεις έντονα κερδοσκοπικές και πολύ πιθανό να αθετηθούν πληρωμές με μικρή πιθανότητα ανάκαμψης.

C: Είναι η κατώτερη τάξη όπου ανήκουν οι ομολογίες όπου σίγουρα θα υπάρξει αδυναμία πληρωμής με πολύ μικρή πιθανότητα ανάκαμψης.

Ειδικές κατηγορίες:

D : Υπάρχει ήδη αθέτηση πληρωμών.

WR: Η βαθμολογία έχει αποσυρθεί.

NR : Δεν έχει βαθμολογηθεί.

P : Προσωρινό, υπό όρους.

---

<sup>40</sup> Ben Macdonald "Rating change Timeless across Rating Agencies", The Leonard N. Stern School of Business, April 2006.



### Βραχυπρόθεσμες πιστωτικές εκτιμήσεις

Οι βαθμολογίες που χρησιμοποιούν οι οίκοι για την εκτίμηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των οφειλετών είναι οι : A-1, A-2, A-3, B, C και D. Η σημασία τους είναι αντίστοιχη με αυτών των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Δηλαδή, η βαθμολογία A-1 αποτελεί την καλύτερη δυνατή αξιολόγηση ενώ η D τη χειρότερη.

### Investment and speculative grades<sup>41</sup>

Ο όρος “investment grades” χρησιμοποιήθηκε αρχικά από ρυθμιστικές αρχές για επενδύσεις που είναι κατάλληλες για χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς π.χ. τράπεζες. Όμως στη συνέχεια ο όρος αυτός χρησιμοποιήθηκε ευρέως για τις επενδύσεις που εντάσσονται στις τέσσερις ανώτερες κατηγορίες.

Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται από BB και πιο χαμηλά ορίζονται ως speculative grades. Αυτές οι υποχρεώσεις για τα ομόλογα είναι γνωστές ως “junk bonds”. Εντάσσονται σε αυτή την κατηγορία οι οφειλέτες που έχουν μεγάλη πιθανότητα να αθετήσουν τις πληρωμές των χρεών τους. Βέβαια, στις χρηματαγορές όπου υπάρχουν διάφορες κατηγορίες επενδυτών υπάρχει περίπτωση πολλοί να αναζητήσουν τα speculative grade χρεόγραφα για μεγαλύτερες αποδόσεις παραβλέποντας τον μεγαλύτερο κίνδυνο.

### Λίστες credit – watch και rating outlooks

Οι οργανισμοί αξιολόγησης για να αξιολογήσουν μια εταιρία ή ένα συγκεκριμένο αξιόγραφο, λαμβάνουν υπόψη στις αναλύσεις τους και μελλοντικά γεγονότα τα οποία είναι γνωστό ότι θα συμβούν ή μπορούν να προβλεφθούν. Φυσικά, μερικές φορές οι αρχικές εκτιμήσεις διαφέρουν αρκετά από τα πραγματικά αποτελέσματα. Οι οίκοι θέλοντας να ενσωματώσουν αυτές τις αλλαγές έχουν δημιουργήσει τις λίστες credit – watch και rating outlooks, οι οποίες βασίζονται σε σενάρια που θα έχουν ως επακόλουθο την αλλαγή της εκτίμησης. Δηλαδή, οι εκτιμήσεις που μπαίνουν σε αυτές τις λίστες είναι υπό προϋποθέσεις.

Οι εκτιμήσεις παρουσιάζονται σε Credit-watch όταν προκύπτει κάποιο νέο γεγονός ή υπάρχει απόκλιση από μια αναμενόμενη τάση. Τέτοια γεγονότα μπορεί να είναι μια συγχώνευση ή νέοι ρυθμιστικοί κανόνες. Επομένως, οι οίκοι χρειάζονται επιπλέον πληροφορίες για να γίνει επανεξέταση της αρχικής αξιολόγησης. Η αναθεώρηση μιας

---

<sup>41</sup> Standard and Poor’s (2003), “Corporate ratings criteria.”

εκτίμησης έχει χρονικό περιθώριο 90 ημερών, εκτός αν εκκρεμεί η έκβαση ενός συγκεκριμένου γεγονότος.

Μια λίστα δεν σημαίνει ότι η αλλαγή είναι αναπόφευκτη. Ωστόσο, σε μερικές περιπτώσεις η αλλαγή είναι βέβαιη αλλά δεν είναι γνωστή η επίδρασή της. Σε κάθε περίπτωση μια λίστα από εναλλακτικές εκτιμήσεις παρουσιάζεται.

Οι λίστες Rating outlooks αναφέρονται σε αξιολογήσεις μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, εκτός από κεφαλαιακή διάρθρωση, και εμφανίζουν ομοίως το ενδεχόμενο μιας αλλαγής. Οι λίστες αυτές έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα και συγκριτικά με τις λίστες Credit-watch δεν σχετίζονται τόσο πολύ με την πιστωτική ποιότητα. Επιπλέον, η συγκεκριμένη εκτίμηση δεν έχει αναγκαίο επακόλουθο την αλλαγή στην αρχική εκτίμηση.

Οι χαρακτηρισμοί Credit-watch και Rating outlooks μπορεί να είναι θετικοί και να δείχνουν μια καλύτερευση της αξιολόγησης και μπορεί να είναι αρνητικοί και να υποδηλώνουν το ακριβώς αντίθετο. Ο χαρακτηρισμός “ εξελισσόμενο” χρησιμοποιείται για μη συνηθισμένες καταστάσεις όπου οι μελλοντικές εξελίξεις είναι πολύ αβέβαιες και η αρχική εκτίμηση μπορεί να καλύτερεύσει ή να χειροτερέψει. “Σταθερό” είναι ένα outlook όταν η αρχική εκτίμηση δεν αναμένεται να αλλάξει. Βέβαια, αυτός ο χαρακτηρισμός δεν πρέπει να συγχέεται με τη σταθερότητα της χρηματοοικονομικής απόδοσης της επιχείρησης.

Πρέπει να σημειωθεί ότι μπορεί να γίνει αλλαγή στην αρχική εκτίμηση ανά πάσα στιγμή χωρίς να έχουν γίνει εκ των προτέρων λίστες Credit-watch και Rating outlooks.

#### **9.4 Κριτήρια Εκτίμησης**

Οι οίκοι αξιολόγησης για να δώσουν μια βαθμολογία σε μια επιχείρηση δεν εξετάζουν μόνο την χρηματοοικονομική της κατάσταση. Δίνουν επίσης έμφαση και στην οικονομική κατάσταση της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται. Συγκεκριμένα, σημαντικά κριτήρια για μια εκτίμηση είναι ο κίνδυνος χώρας, ο κίνδυνος τομέα κι ο επιχειρηματικός κίνδυνος.<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Kerwer D , “Credit Rating Agencies and the governance of financial markets “, July 1999.

### **Κίνδυνος χώρας (Country Risk)**

Ο κίνδυνος χώρας συνδέεται με τις περιπτώσεις χορήγησης δανείου σε επιχείρηση ξένης χώρας ή και σε κρατικό φορέα ξένης χώρας και ορίζεται ως η πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης πληρωμής των τόκων και / ή του κεφαλαίου του δανείου από το δανειζόμενο λόγω πολιτικών παρεμβάσεων. Μια επιχείρηση μπορεί να είναι διατεθειμένη να αποπληρώσει το δάνειο, αλλά η κυβέρνηση της χώρας στην οποία ευρίσκεται και λειτουργεί η επιχείρηση, να μην της παρέχει την δυνατότητα αυτή, για οικονομικούς ή πολιτικούς λόγους.

Κύριος λόγος αυτής της αδυναμίας αποτελεί η πραγματική αξία του εθνικού νομίσματος που είναι παράγοντας που επηρεάζει τις συναλλαγές όλων επιχειρήσεων και εταιριών.

Τον κίνδυνο χώρας αφήφισαν, οι τράπεζες των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας κυρίως, στη δεκαετία του '70, όταν επέκτειναν τα δάνειά τους στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη. Στην αρχή της δεκαετίας του '80, το Μεξικό και η Βραζιλία ανακοίνωσαν πάγωμα στις πληρωμές τόκων, με αποτέλεσμα πολλές τράπεζες να βρεθούν σε δύσκολη θέση. Το 1994 η κυβέρνηση του προέδρου Κλίντον (ΗΠΑ) σε συνεργασία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (International Monetary Fund) χρειάστηκε να παραχωρήσουν βοήθεια στο Μεξικό, περίπου 50 δις. δολαρίων, για να αποφευχθεί παρόμοια κρίση. Πιο πρόσφατα το 1998, οι κυβερνήσεις της Ρωσίας, Κορέας, Ινδονησίας και Ταϊλάνδης δήλωσαν αδυναμία αποπληρωμής του χρέους τους σε δολάρια.

### **Κίνδυνος τομέα (Sector Risk)**

Η δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών έχει ως αναγκαία προϋπόθεση την καλή θέση της επιχείρησης όσο αφορά τον ανταγωνισμό του κλάδου στον οποίο ανήκει. Μια επιχείρηση θεωρείται ότι μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της όταν μπορεί να αποκομίσει εύκολα χρηματοδότηση, όταν δεν υπάρχει έντονος ανταγωνισμός στον

κλάδο και όταν δραστηριοποιείται σε μια αγορά με λίγους περιορισμούς, παρεμβάσεις και γενικά όταν η αγορά είναι πιο φιλελευθεροποιημένη.

### **Επιχειρηματικός κίνδυνος ( Enterprise Risk)**

Αντικείμενο εξέτασης για τον επιχειρηματικό κίνδυνο είναι η επιχειρηματική στρατηγική της εταιρίας. Αναλύονται όλοι οι επιμέρους κίνδυνοι που την αφορούν όπως ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο κίνδυνος επιτοκίου, ο συναλλαγματικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος στοιχείων εκτός ισολογισμού, ο τεχνολογικός κι ο επιχειρησιακός κίνδυνος.

### **9.5 Μεθοδολογία εκτίμησης των εταιριών**

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν αναπτύξει ειδικές μεθοδολογίες για την εκτίμηση εταιριών ή αξιόγραφων, οι οποίες διαφέρουν σε αρκετά σημεία μεταξύ τους. Επιπλέον, οι μεθοδολογίες διαφέρουν ανάλογα τον κλάδο που ανήκει η εταιρία. Παρακάτω θα παραθέσουμε τα σημαντικά σημεία των μεθοδολογιών για τους τρεις μεγαλύτερους οίκους.<sup>43</sup>

#### **Standard & Poor's<sup>44</sup>**

Ο συγκεκριμένος οίκος χρησιμοποιεί τα εξής κριτήρια:

- 1) Κεφαλαιακές ανάγκες
- 2) Χρηματοοικονομική ευελιξία – ένα μέτρο στις επιλογές της εταιρίας σε δυσκολίες, που ενσωματώνει την πρόσβαση της στις κεφαλαιαγορές και την αξιοπιστία της σε αυτές
- 3) Η επιχειρηματική της θέση – συγκριτικά με τις άλλες εταιρίες του κλάδου αλλά και η θέση του κλάδου ως σύνολο.
- 4) Η ικανότητα της διοίκησης
- 5) Η λειτουργική απόδοση – ιστορική και μελλοντική
- 6) Επενδύσεις/ Πάγια – Περιλαμβάνονται και τα στοιχεία εκτός Ισολογισμού
- 7) Ρευστότητα

Κάθε ένα κριτήριο από αυτά αξιολογούνται με τις γνωστές κλίμακες εκτίμησης.

---

<sup>43</sup> Colette Christiansen, David Dyer, Paul Harbord , Phil Joubert, Emiliios Markou Colin Murray, Hui In Ng, Kerrigan Procter, Paul Sweeting (Chairman), Annie Tay: ‘‘An Analysis and Critique of the Methods Used by Rating Agencies’’ Report of FIB Working Paper, June 2004.

<sup>44</sup> [www. standardandpoors.com/ratings](http://www.standardandpoors.com/ratings)

Μια εταιρία για να λάβει βαθμολογία “BBB”, στον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, που αποτελεί και το κύριο μοντέλο αξιολόγησης, πρέπει να λάβει ποσοστό πάνω από 100%.

$\Delta KE = (\text{Συνολικό Αναπροσαρμοσμένο Κεφάλαιο} - \text{Κίνδυνοι Παγίου για μη κερδοσκοπικές εργασίες}) / (\text{Κίνδυνοι Παγίου για κερδοσκοπικές εργασίες} + \text{ρίσκο τιμολόγησης} + \text{Αποθεματικά} + \text{Γενικοί Επιχειρηματικοί κίνδυνοι})$

Το ποσό του κεφαλαίου συγκρίνεται με τα αναγκαία ποσά που χρειάζονται για να καλύψουν τον κίνδυνο Παγίου, τον κίνδυνο Τιμολόγησης, τον κίνδυνο Αποθεματικού και τον Επιχειρηματικό κίνδυνο.

Τα ποσά που χρειάζονται για να καλύψουν αυτούς του κινδύνους υπολογίζονται ως το ποσοστό των Παγίων σύμφωνα με τη μεταβλητότητα και την πιστωτική αξιοπιστία τους. Επίσης, συνυπολογίζονται κίνδυνοι για μεγάλες συμμετοχές σε εταιρίες. Οι κίνδυνοι υπολογίζονται ως ποσοστά ασφαλίσεων ή μαθηματικών αποθεματικών ή συνδυασμός αυτών.

Το μοντέλο αυτό εξελίσσεται συνεχώς ανάλογα την πληροφόρηση για τις αλλαγές σε κάθε κλάδο. Ο οίκος επισημαίνει ότι αυτό είναι μόνο ένα μέρος της μεθοδολογίας του, γιατί υπάρχουν μοντέλα για κάθε κριτήριο που εξετάζεται. Επίσης, τονίζει ότι χρησιμοποιούνται ποιοτικά χαρακτηριστικά που μεταβάλλουν τις ποσοτικές αναλύσεις από τους αναλυτές για να προκύψει η τελική αξιολόγηση.

### **Moody's**<sup>45</sup>

Ο οίκος χρησιμοποιεί ποιοτικά χαρακτηριστικά για τις εκτιμήσεις του τα οποία αφορούν κυρίως κινδύνους χώρας και ρυθμιστικές διατάξεις, και σύμφωνα με αυτά τα στοιχεία διαμορφώνει τη διαδικασία της αξιολόγησής του. Για παράδειγμα, μια πολυεθνική εταιρία που έχει παραρτήματα σε διάφορες χώρες, ανάλογα τη νομοθεσία, τους κανονισμούς μιας χώρας ή με το σύστημα φορολογίας μπορούν να επηρεαστούν οι ταμειακές ροές της ή η ανταγωνιστικότητά της. Επίσης, εκτιμάται ο τρόπος αντιμετώπισης των εταιριών από τις αρχές μιας χώρας σε περιπτώσεις αποτυχίας.

Οι παράγοντες που χρησιμοποιούνται για να αποτυπώσουν τη δυναμική ενός κλάδου είναι:

---

<sup>45</sup> [www.moody.com](http://www.moody.com)

- η συγκέντρωση του κλάδου
- ο ανταγωνισμός του κλάδου σε σχέση με άλλους
- εμπόδια εισόδου
- το επίπεδο του “προστατευτισμού” στη χώρα
- η ανάπτυξη του κλάδου

Επίσης, παρακολουθούνται οι εξής ειδικοί παράγοντες:<sup>46</sup>

- η αξία εξουσιοδότησης (franchise value) – η ανταγωνιστική θέση, η επωνυμία, η διανομή προϊόντων, το μέγεθος, προϊόντα, αποδοτικότητα, συγκριτικά πλεονεκτήματα
- κανάλια διανομής
- στρατηγική – μακροπρόθεσμα σχέδια, σχέδια χρηματοδότησης, σχέση ρίσκου απόδοσης, οπτική μετόχων, άποψη διοίκησης για την ανάπτυξη και την κερδοφορία, πώς μετρούνται οι στόχοι του κέρδους
- διοίκηση – η δυναμική της σε τυχόν αλλαγές και στην εφαρμογή στρατηγικών
- εταιρική διακυβέρνηση – ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου και των μεγαλύτερων μετόχων
- οργανωτική δομή – σχέσεις της εταιρίας με τη μητρική, τις θυγατρικές, τα παραρτήματα

Ο οίκος εξετάζει και μια σειρά από ποσοτικούς παράγοντες:

- κεφαλαιακή επάρκεια
- κερδοφορία
- επενδυτικό ρίσκο και ποιότητα παγίων
- διαχείριση παγίων – υποχρεώσεων, δικαιώματα, εγγυήσεις
- φερεγγυότητα & ρευστότητα
- χρησιμοποίηση της αντασφάλισης

Ο οίκος αναλύει την κερδοφορία με διάφορες μεθόδους με σκοπό να υπολογίσει τα μακροπρόθεσμα κέρδη, τα οποία χρησιμοποιεί και για να δει κατά πόσο εκπληρώνονται οι υποχρεώσεις και το χρέος.

<sup>46</sup> Colette Christiansen, David Dyer, Paul Harbord, Phil Joubert, Emiliios Markou Colin Murray, Hui In Ng, Kerrigan Procter, Paul Sweeting (Chairman), Annie Tay: “An Analysis and Critique of the Methods Used by Rating Agencies” Report of FIB Working Paper, June 2004.

Επίσης, εξετάζεται το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας για να υπολογίσει τον πιστωτικό και τον κίνδυνο της αγοράς καθώς και τη διαφοροποίησή του. Επιπλέον, οι στρατηγικές επενδύσεις θεωρούνται στοιχείο άξιο προς επεξεργασία.

Το οικονομικό κεφάλαιο μιας εταιρίας αποτελεί κρίσιμο στοιχείο, το οποίο το διαχωρίζουν από το λογιστικό κεφάλαιο και το οποίο συνιστούν οι διαθέσιμες πηγές για να καλυφθούν οι υποχρεώσεις. Ο οίκος Moody's δεν χρησιμοποιεί δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, επομένως δεν χρειάζεται κάποιο ελάχιστο ποσοστό για να γίνει αλλαγή στην κλίμακα της βαθμολογίας.

Ο οίκος δεν συμμερίζεται την ανάγκη για το κεφάλαιο που επιβάλλεται από τις αρχές γιατί θεωρεί ότι πρώτον αγνοεί κινδύνους που σχετίζονται με τον επιχειρηματικό κίνδυνο και δεύτερον προτιμά να μην δίνει σημασία σε κάποια στοιχεία του όπως είναι τα μελλοντικά κέρδη.

#### **Fitch IBCA<sup>47</sup>**

Ο οργανισμός αυτός βασίζεται στην τρέχουσα και μελλοντική χρηματοοικονομική θέση της εταιρίας. Η χρηματοοικονομική δυναμική και η πιστωτική ποιότητα θεωρούνται ότι βασίζονται στην ικανότητα της επιχείρησης να καλύψει όλες της υποχρεώσεις της.

Τα μέρη της μεθοδολογίας βασίζονται στους εξής τομείς:

- ανασκόπηση της βιομηχανίας
- ανασκόπηση των λειτουργιών
- ανασκόπηση της οργάνωσης
- ανασκόπηση της διοίκησης και
- χρηματοοικονομική ανασκόπηση

#### Ανασκόπηση της βιομηχανίας

Η αξιολόγηση επικεντρώνεται στα εξής:

- το επίπεδο του ανταγωνισμού
- τα συγκριτικά πλεονεκτήματα
- οι δυσκολίες εισόδου στον κλάδο

---

<sup>47</sup> [www.fitchibca.com](http://www.fitchibca.com)

- η διαπραγματευτική δύναμη
- άλλα θεμελιώδη του κλάδου που επηρεάζουν την τιμολόγηση και το κόστος
- οι πιθανές ζημιές και οι ικανότητες τιμολόγησης
- το νομοθετικό, ρυθμιστικό και λογιστικό πλαίσιο

Αυτά τα κριτήρια αξιολογούνται σε περίπτωση αλλαγής του λειτουργικού περιβάλλοντος.

#### Ανασκόπηση των λειτουργιών

Η αξιολόγηση επικεντρώνεται στα εξής:

- οι ικανότητες διάθεσης και το μίγμα
- οι γραμμές παραγωγής και οι αλλαγές στο μίγμα
- η θέση στην αγορά, το μερίδιο, και η ανάπτυξη
- η αξία franchise και η ποιότητα της επωνυμίας
- η αποτελεσματικότητα στα έξοδα και οι οικονομίες κλίμακας
- αναδοχή και εξειδίκευση τιμολόγησης
- το μίγμα προϊόντος και η ταχύτητα εισόδου στην αγορά
- διοικητικές και τεχνολογικές ικανότητες

Για τη διερεύνηση αυτού του τομέα πολύ σημαντικές είναι οι συναντήσεις με την ανώτατη διοίκηση για την παροχή εσωτερικών πληροφοριών.

#### Ανασκόπηση της οργάνωσης<sup>48</sup>

Οι εκτιμήσεις γίνονται πρώτα για την επιχείρηση ως μονάδα και έπειτα προσαρμόζονται για να συμφωνούν με τα εξής:

- η χρηματοοικονομική δυναμική και η ευελιξία της μητρικής
- τα μερίσματα
- πιθανή ανάγκη για να διαχυθεί το κεφάλαιο σε θυγατρικές
- επιχειρηματικές συνέργειες
- τα πλεονεκτήματα και οι αδυναμίες των θυγατρικών
- οι εγγυήσεις και η ιστορικότητα της στήριξης

<sup>48</sup> Colette Christiansen, David Dyer, Paul Harbord, Phil Joubert, Emiliios Markou Colin Murray, Hui In Ng, Kerrigan Procter, Paul Sweeting (Chairman), Annie Tay: "An Analysis and Critique of the Methods Used by Rating Agencies" Report of FIB Working Paper, June 2004.



### Ανασκόπηση της διοίκησης

Η επιτυχία μιας επιχείρησης φαίνεται από τα εξής:

- η στρατηγική
- προετοιμασία για τους κινδύνους
- η αξιοπιστία και η συμβατότητα με τις προσδοκίες
- έλεγχοι και ικανότητες διαχείρισης κινδύνου
- βάθος και επιτυχία σχεδίων
- επιτυχίες ανώτατων στελεχών

### Χρηματοοικονομική ανασκόπηση<sup>49</sup>

Κυρίως γίνεται μια ποιοτική ανάλυση στην οποία όμως χρησιμοποιούνται ποσοτικά κριτήρια. Οι κύριες περιοχές έρευνας είναι οι εξής:

- η λειτουργική απόδοση
- κεφαλαιακή επάρκεια
- επενδύσεις
- διαχείριση ενεργητικού – παθητικού και ρευστότητα
- χρηματοοικονομική ευελιξία

Για να μετρηθεί η λειτουργική απόδοση αξιολογείται η κερδοφορία της επιχείρησης με τον δείκτη εξόδων, την απόδοση των παγίων, την απόδοση της εσωτερικής αξίας και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Επίσης ελέγχονται οι Πωλήσεις, η έκθεση κινδύνου της εταιρίας και η διαχείριση σε όρους αναδοχής και ευελιξίας τιμολόγησης.

Στο περιεχόμενο των συνθηκών της αγοράς και της στρατηγικής της εταιρίας εντάσσονται και η διαφοροποίηση και η μεταβλητότητα των κερδών.

Το απαιτούμενο κεφάλαιο σχετίζεται με την κερδοφορία, την έκθεση κινδύνου και τις ανάγκες για ανάπτυξη.

Όσο αφορά τις επενδύσεις εξετάζονται ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος της αγοράς και ο κίνδυνος ρευστότητας. Επίσης, αξιολογούνται οι οδηγίες και οι έλεγχοι της διοίκησης για να γίνει αντιληπτή η μελλοντική ανάπτυξη και το χαρτοφυλάκιο Ενεργητικού.

Ο οίκος συγκρίνει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο με τον κίνδυνο των υποχρεώσεων.

Επίσης, μελετά τη χρήση παραγώγων στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

---

<sup>49</sup> [www.fitchibca.com](http://www.fitchibca.com)

Η χρηματοοικονομική ευελιξία σχετίζεται με την ικανότητα της επιχείρησης στην εξεύρεση κεφαλαίων στην εγχώρια αγορά αλλά και στις διεθνείς αγορές, η οποία συνδέεται με το ύψος του δανεισμού της εταιρίας. Ο οίκος χρησιμοποιεί παραδοσιακές μεθόδους για τη μέτρηση του δανεισμού όπως είναι ο δείκτης του δανεισμού προς μετοχικό κεφάλαιο, ο δείκτης δανεισμού συν τις προνομιούχες μετοχές προς το μετοχικό κεφάλαιο, δείκτης χρέους προς συνολική κεφαλαιοποίηση και δείκτης δανεισμού συν προνομιούχες μετοχές προς συνολική κεφαλαιοποίηση.

## 9.6 Μεθοδολογία εκτίμησης για χώρες

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. Συγκεκριμένα, πρωταρχικός στόχος μελέτης για μία χώρα – κυβέρνηση είναι η οικονομική της στρατηγική και κυρίως η δημοσιονομική και η νομισματική.<sup>50</sup> Επίσης, εξετάζονται τα σχέδιά της για ιδιωτικοποιήσεις, για άλλες μικροοικονομικές μεταρρυθμίσεις και για άλλους παράγοντες όπως η στήριξη ή όχι για κίνητρα δανεισμού. Δίνεται ιδιαίτερο βάρος στο ισοζύγιο πληρωμών, στην εξωτερική ρευστότητα και στον εξωτερικό δανεισμό.

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 για 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.

<sup>50</sup> Standard and Poor's, "Sovereign Credit Ratings: A Primer", October 2006.

## Προφίλ της Μεθοδολογίας<sup>51</sup>

Κατά τη μεθοδολογία εξετάζονται εννιά παράγοντες που είναι ο πολιτικός κίνδυνος, η οικονομική διάρθρωση και η διάρθρωση των εισοδημάτων, οι προοπτικές ανάπτυξης, η δημοσιονομική ευελιξία, το κυβερνητικό χρέος, οι υποχρεώσεις εκτός προϋπολογισμού, η νομισματική ευελιξία, η εξωτερική ρευστότητα και το εξωτερικό χρέος.

### **Πολιτικός Κίνδυνος**

Αρχικά αξιολογείται ο πολιτικός κίνδυνος γιατί οι οίκοι δίνουν βάση στη σταθερότητα, την προβλεπτικότητα και τη διαφάνεια των πολιτικών θεσμών. Σκοπός των οίκων είναι να μελετηθεί πόσο γρήγορα παρατηρούνται τα λάθη και οι παραλείψεις και διορθώνονται. Παράδειγμα αποτελεί η μελέτη του τομέα της δικαιοσύνης ή της αλλαγής της κυβέρνησης. Επίσης, εξετάζονται οι σχέσεις με τις γειτονικές χώρες για την ασφάλεια που θεωρείται θέμα υψίστης σημασίας.

Οι περισσότερες χώρες της Ενωμένης Ευρώπης αξιολογούνται με “1” από τον Standard and Poor’s, που είναι υψηλή βαθμολογία, γιατί οι πολίτες συμμετέχουν ενεργά στις πολιτικές διαδικασίες και οι κυβερνήσεις συνήθως ανταποκρίνονται άμεσα στις εξελίξεις. Όταν μια χώρα βαθμολογείται χαμηλά, σημαίνει ότι υπάρχουν γεγονότα που δείχνουν ότι υπάρχει αδιαφάνεια, οι πολίτες είναι στο περιθώριο, υπάρχουν ρατσιστικές τάσεις, κίνδυνοι ασφάλειας και γενικά η χώρα βρίσκεται σε αναταραχή.

### **Η οικονομική διάρθρωση και η διάρθρωση των εισοδημάτων**

Οι οίκοι θεωρούν ότι μια χώρα πιο φιλελευθεροποιημένη όπου δεν υπάρχει μεγάλος κυβερνητικός παρεμβατισμός μπορεί να είναι πιο αξιόπιστη για τους επενδυτές. Σημαντικό κριτήριο σε αυτόν τον παράγοντα είναι το Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν. Οι χώρες που έχουν χαμηλή κατάταξη πρέπει να “ανοίξουν” τις αγορές τους, να ελαττώσουν τις δημοσιονομικές διακυμάνσεις και να ενδυναμώσουν τη μακροοικονομική σταθερότητα, να βελτιώσουν τις συνθήκες στην αγορά εργασίας, να δώσουν κίνητρα στον χρηματοοικονομικό τομέα και να αυξήσουν τις εξαγωγές τους.

---

<sup>51</sup> Standard and Poor’s, “Sovereign Credit Ratings: A Primer”, October 2006.

## **Προοπτικές ανάπτυξης<sup>52</sup>**

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεωρούν ότι οι κυβερνήσεις που βελτιώνουν συνεχώς το βιοτικό επίπεδο των πολιτών και κάνουν σωστή κατανομή εισοδήματος μπορούν πιο εύκολα να στηρίξουν τον ιδιωτικό τομέα και να ξεπεράσουν πιο εύκολα και πιο γρήγορα μία οικονομική κρίση από ότι μια χώρα με στασιμότητα και χωρίς αναπτυξιακή πολιτική. Παράδειγμα τέτοιας χώρας είναι η Κίνα.

Επίσης, οι οίκοι εξετάζουν ιστορικά στοιχεία και προβλέψεις που βασίζονται στο πώς τα οικονομικά θεμελιώδη έχουν επίπτωση στις επενδύσεις και την ανταγωνιστικότητα.

## **Δημοσιονομική ευελιξία**

Οι οίκοι εξετάζουν τα έσοδα των χωρών, τα έξοδα και τους προϋπολογισμούς. Οι δημοσιονομικές τάσεις, οι μέθοδοι χρηματοδότησης των ελλειμμάτων και η επίδραση του πληθωρισμού είναι σημαντικοί δείκτες για την αξιοπιστία των κυβερνητικών ομολόγων. Επιπλέον, μελετούνται τα προγράμματα κοινωνικής πολιτικής και οι ενδοκυβερνητικές συναλλαγές, όπως και οι εκτός προϋπολογισμού δραστηριότητες και οι οιονεί – οικονομικές δραστηριότητες.

Επιπλέον, το φορολογικό σύστημα μιας χώρας αποτελεί αντικείμενο μελέτης και κατά πόσο επηρεάζει αυτό τα κέρδη των μετόχων των εταιριών. Όταν μια χώρα λάβει υψηλή βαθμολογία μπορεί να βελτιώσει ακόμα περισσότερο την απόδοσή της με προϋπολογιστικά προγράμματα στα έξοδα ή ρύθμιση των φορολογικών συντελεστών χωρίς όμως να μειώνονται οι δαπάνες για την παιδεία ή να σταματούν οι προσπάθειες για οικονομική ανάπτυξη.

Οι χώρες που αποκομίζουν χαμηλές βαθμολογίες διέπονται από συμφέροντα, πολιτικές πιέσεις, διαφθορά ή φορολογικές δυσκολίες.

## **Κυβερνητικό χρέος**

Οι χώρες συχνά δανείζονται για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις και τα έργα τους. Ωστόσο, επειδή οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν περισσότερο τη φορολογία και τη νομισματική πολιτική, τα επίπεδα του δημόσιου χρέους δεν σχετίζονται πολύ με τις εκτιμήσεις των οίκων.

---

<sup>52</sup> [www. standardandpoors.com/ratings](http://www.standardandpoors.com/ratings)

Για παράδειγμα η Ιαπωνία και το Βέλγιο αξιολογούνται με αρκετά υψηλή βαθμολογία παρά τα υψηλά επίπεδα χρέους γιατί έχουν οικονομικό πλούτο, υψηλό επίπεδο ανάπτυξης και πολλές πηγές εισοδημάτων.

### **Υποχρεώσεις εκτός προϋπολογισμού<sup>53</sup>**

Κατά τη μελέτη των υποχρεώσεων εκτός προϋπολογισμού, εξετάζεται το μέγεθος και η ευρωστία του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα και η κατάσταση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η πρώτη κατηγορία επιχειρήσεων διατρέχει πολλούς κινδύνους γιατί έχουν χαμηλή κερδοφορία και χαμηλή μετοχική βάση – δύο συστατικά που τις κάνουν επιρρεπείς στις κακές οικονομικές συνθήκες. Επίσης, οι επιχειρήσεις αυτές συνηθίζουν να παίρνουν κονδύλια εκτός προϋπολογισμού. Δημιουργούνται δηλαδή πιθανές υποχρεώσεις.

Αν αυτές οι πιθανές δοσοληψίες που προκύπτουν είναι κατά ένα μεγάλο βαθμό μετρήσιμες, τότε θα μπορέσει να μετρηθεί ακριβέστερα η δημοσιονομική αποτελεσματικότητα μιας χώρας και ταυτόχρονα ο ρόλος της κυβέρνησης στην έκβαση της οικονομίας μειώνεται.

Παράδειγμα τέτοιων πιθανών υποχρεώσεων υπήρξε η χώρα της Κορέας η οποία βαθμολογήθηκε χαμηλά το 1997-1998, επειδή έδωσε αρκετά κονδύλια για τη στήριξη του τραπεζικού τομέα .

### **Νομισματική ευελιξία**

Το κριτήριο αυτό που προσμετρούν οι οίκοι, σχετίζεται κατά πολύ με το μέγεθος του πληθωρισμού σε μια χώρα, ο οποίος όσο πιο υψηλός είναι τόσο σε δυσμενέστερη θέση βρίσκεται η χώρα. Τα τελευταία χρόνια ο παγκόσμιος δείκτης του πληθωρισμού έχει υποχωρήσει, το οποίο είναι αποτέλεσμα της αυξημένης παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας, της υψηλής παραγωγικότητας, της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών και των βελτιωμένων πρακτικών νομισματικής πολιτικής.

Συγκεκριμένα, μελετούνται :

- (1) Η συμπεριφορά των τιμών στους οικονομικούς κύκλους και συγκριτικά με τους συναλλασσόμενους.

---

<sup>53</sup> Standard and Poor's, 'Sovereign Credit Ratings: A Primer', October 2006.

- (2) Η οριοθέτηση της αγοράς στα εργαλεία νομισματικής πολιτικής και ο βαθμός αποτελεσματικότητάς τους σε μια διαφανή, καλά αναπτυγμένη και ελεγχόμενη κεφαλαιαγορά.
- (3) Οι θεσμοί, όπως η ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας.
- (4) Η συμβατότητα της νομισματικής ισοτιμίας και των στόχων της νομισματικής πολιτικής.

Σε υψηλές βαθμολογικά θέσεις σύμφωνα με αυτό το κριτήριο βρίσκονται πολλές χώρες της Ενωμένης Ευρώπης και οι ΗΠΑ. Αντίθετα, η Ρωσία έχει χαμηλή αξιολόγηση, επειδή δεν έχει διευρυμένο χρηματοοικονομικό τομέα, το οποίο συνεπάγεται και υψηλό πληθωρισμό.

### **Εξωτερική ρευστότητα<sup>54</sup>**

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δίνουν μεγάλη σημασία στην επίδραση της οικονομικής πολιτικής στον εξωτερικό τομέα και στα δομικά χαρακτηριστικά του. Ειδικότερα, το ποσοτικό μέγεθος που εξετάζουν είναι το συνολικό ποσό για χρηματοδοτικές ανάγκες, δηλαδή ο λογαριασμός των τρεχουσών πληρωμών των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στους ξένους επενδυτές, ως ποσοστό του λογαριασμού των τρεχουσών εισπράξεων συν τα ξένα συναλλαγματικά αποθέματα. Συνήθως αυτό το ποσοστό είναι υψηλό ακόμα και σε χώρες με καλή πιστοληπτική ικανότητα επειδή σύμφωνα με αυτό το δείκτη αναδεικνύεται το βραχυπρόθεσμο χρέος το οποίο μακροπρόθεσμα δεν επιφέρει πολλούς κινδύνους σε μια χώρα.

Ωστόσο, η συναλλαγματική κρίση του 1997 στην Ταϊλάνδη δείχνει ότι τα υψηλά τρέχοντα ελλείμματα είναι ένδειξη για σοβαρές αδυναμίες – και στη συγκεκριμένη περίπτωση ένας χρηματοοικονομικός τομέας του οποίου η ποιότητα του Ενεργητικού είναι κακή λόγω της αύξησης της εγχώριου δανεισμού.

### **Εξωτερικό χρέος**

Το τελευταίο κριτήριο που εξετάζεται είναι το εξωτερικό χρέος του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα χωρίς τα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του Ενεργητικού. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στις τάσεις του χρέους του δημόσιου τομέα, στις πιθανές υποχρεώσεις της κυβέρνησης και στην επάρκεια των συναλλαγματικών αποθεμάτων

---

<sup>54</sup> Standard and Poor's, 'Sovereign Credit Ratings: A Primer', October 2006.

για μία πιθανή κρίση. Επίσης υπολογίζεται η επενδυτική θέση της χώρας στην παγκόσμια αγορά.

Ο ιδιωτικός τομέας εξετάζεται γιατί μπορεί να επηρεάσει τα συναλλαγματικά αποθέματα, αν πάρει τη μορφή υποχρέωσης της χώρας, όπως έγινε σε πολλές Ασιατικές χώρες την περίοδο του 1997-1998.

Επίσης, το εξωτερικό χρέος αξιολογείται σε όρους της περιόδου λήξης του, της σύνθεσης του νομίσματος και της ευαισθησίας στην αλλαγή των επιτοκίων.

## 10. Η “Δύναμη” των οίκων

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι διεθνώς αναγνωρισμένοι και επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών. Αυτή η δύναμη πηγάζει από δύο λόγους. Αρχικά, το περιεχόμενο της πληροφορίας που δίνουν προκαλεί την αίσθηση ότι δίδεται από μια στερεότυπη αρχή της αγοράς που έχει το πλεονέκτημα να είναι μη κυβερνητικός και ανιδιοτελής διαιτητής.<sup>55</sup> Οι αξιολογήσεις των οίκων προκύπτουν από αντικειμενικές αναλύσεις των κινδύνων που σχετίζονται με μακροοικονομικά στοιχεία, που εμπλουτίζονται όμως μετά με υποκειμενικές εκτιμήσεις.

Η δεύτερη πηγή της δύναμής τους είναι πιο προφανής αλλά πολύ πιο προβληματική. Η κυβέρνηση των ΗΠΑ έχει δώσει εξουσία σε λίγες εταιρίες που δεν ελέγχονται να δίνουν συμβουλές για καλές οικονομικές πολιτικές έμμεσα με τον τρόπο της αξιολόγησης, και οι χώρες που βαθμολογούνται υποχρεούνται να υπακούουν. Οι χώρες της ευρωπαϊκής ένωσης αντιδρούν σε αυτή την τακτική που παίρνει μορφή υπαγόρευσης.<sup>56</sup> Επιπλέον, υπάρχει διαφορετική αντίληψη ως προς τις λογιστικές μεθόδους και τον τρόπο χρηματοδότησης των εταιριών.

Υπάρχουν ανησυχίες για αυτή τη δύναμη και σκέψεις για να την κατευνάσουν και στις δύο ηπείρους. Υπάρχουν σκέψεις ακόμα και να σταματήσει το σύστημα αξιολόγησης. Εντούτοις, ένα νομοθετικό πλαίσιο είναι πολύ πιθανό να δημιουργηθεί.

---

<sup>55</sup> Hall, R.B. and Biersteker, T.J. (2002a) The emergence of private authority in the international system, in R.B. Hall and T.J. Biersteker (eds.) The Emergence of Private Authority in Global Governance. Cambridge, U.K. Cambridge University Press, 3-22(2002).

<sup>56</sup> CHRISTOPHER M. BRUNER and RAWI ABDELAL, To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy, Harvard Business School, 2005 Cambridge University Press.

Οι έντονες διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές αγορές καθώς και η ανάγκη για προστασία των επενδυτών από τους κινδύνους οδήγησαν πολλούς θεσμικούς οργανισμούς αλλά και κράτη να πάρουν προληπτικά μέτρα. Παρατηρώντας τις τακτικές που ακολουθήθηκαν, βλέπουμε ότι δόθηκε αρκετή εξουσία στους οίκους αξιολόγησης αφού έδωσαν αρκετή βαρύτητα στις εκτιμήσεις τους και τις κατέστησαν αναγκαίο συστατικό για μια συναλλαγή. Οι εκτιμήσεις είναι παράγοντας για πολλές συναλλαγές στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία ώστε να θεωρούνται νόμιμες. Για παράδειγμα το Ομοσπονδιακό Συμβούλιο των αποθεμάτων (Federal Reserve Board) επιτρέπει την επένδυση μόνο σε χρεόγραφα που ανήκουν στις τέσσερις πιο υψηλές βαθμολογίες των οίκων. Επίσης, το Υπουργείο Εργασίας των ΗΠΑ επιτρέπει την επένδυση των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων μόνο σε αξιόγραφα που ανήκουν στις τρεις πιο υψηλές βαθμολογίες.<sup>57</sup> Η ίδια τακτική ακολουθείται και σε άλλες χώρες της Ευρώπης και της Αυστραλίας. Επιπλέον, στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και της Φιλαδέλφειας των ΗΠΑ τα κεφαλαιακά αποθέματα των εισηγμένων εταιριών καθορίζονται από τις αξιολογήσεις που παίρνουν από τους οργανισμούς αξιολόγησης. Η πιο τρανταχτή αναγνώριση έγινε από την Επιτροπή της Βασιλείας, η οποία στήριξε τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας στις εκτιμήσεις γνωστών οίκων.

### 1. BASEL COMMITTEE

Οι πρώτοι κανόνες για τη κεφαλαιακή επάρκεια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θεσπίστηκαν το 1988 και μετέπειτα αναμορφώθηκαν από την Επιτροπή της Βασιλείας. Αρχικά, δημιουργήθηκε το πλαίσιο της Βασιλείας I και εν συνεχεία ύστερα από επικρίσεις και από το γεγονός ότι αυτό το πλαίσιο δεν ήταν πλέον επαρκές, σχηματίστηκε η βασιλεία II που θα τεθεί σε ισχύ το 2007. Ενδιαφέρον στοιχείο είναι ο ρόλος που θα διαδραματίσουν οι αξιολογήσεις των οίκων για την εφαρμογή της Βασιλείας.

Ο κλάδος της τραπεζικής κάνει συχνά χρήση, για επίλυση προβλημάτων, αναλύσεις από οίκους αξιολόγησης. Δείγμα αυτής της αναγνώρισης προς τους οίκους είναι οι κανόνες που διαμορφώνουν το κεφάλαιο των τραπεζών ως προς τις βαθμολογίες με τις

<sup>57</sup> Standard and Poor's, Corporate Ratings Criteria''. 2001.



βαθμολογίες που έχουν αποκομίσει. Για πρώτη φορά εκδόθηκε ένα βιβλίο συναλλαγών το 1996 από τη Basel Committee on Banking Supervision – Επιτροπή για την Επιτήρηση του τραπεζικού συστήματος.<sup>58</sup> Διαμορφώθηκαν προσωρινά έξι κριτήρια για να προσδιοριστούν ποιοι οργανισμοί θα λαμβάνονται σοβαρά υπόψη. Βέβαια, κατά τη λήψη στοιχείων από τις αξιολογήσεις αναγνωρίζονται περιορισμένοι οίκοι, και συνήθως αυτοί που κατέχουν προδιαγραφή NRSRO, δίνοντας τους ακόμα μεγαλύτερη αξία.

Με την συζήτηση που έγινε τον Ιούνιο του 1999 από την ίδια Επιτροπή, οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ανήλθαν σε ακόμα καλύτερη θέση ως προς την επιρροή που ασκούν για τον καθορισμό του απαραίτητου κεφαλαίου των τραπεζών. Παράλληλα όμως συγκροτήθηκε μια ομάδα έρευνας για να αναλυθούν οι διαδικασίες που διέπουν τους οίκους, το αποτέλεσμα των πληροφοριών που παρέχουν και να δοθούν περαιτέρω εξηγήσεις γιατί ιδιωτικές εταιρίες συμμετέχουν στην άσκηση νομοθετικής πολιτικής.

Η εξέλιξη των πλαισίων της Βασιλείας μας δείχνει πώς οι αξιολογήσεις των οίκων έγιναν μέρος άσκησης κανονιστικής εξουσίας κι έδωσαν σε αυτούς ένα ρόλο πέρα από συμβουλευτικό.

## 1.1 Βασιλεία I

Το κίνητρο για την πρώτη Συμφωνία της Βασιλείας του 1988 δόθηκε από τη σκέψη των G-10 χωρών ότι το κεφάλαιο των σπουδαιότερων παγκόσμιων τραπεζών έχει μειωθεί σε επικίνδυνα χαμηλά επίπεδα, λόγω του υψηλού ανταγωνισμού του κλάδου. Όπως είναι γνωστό το κεφάλαιο είναι απαραίτητο για την ομαλή λειτουργία ενός πιστωτικού ιδρύματος και μίας επιχείρησης γενικότερα, καθώς με αυτό ανταπεξέρχεται σε ενδεχόμενες ζημιές και παράλληλα είναι κινητήριος μοχλός για την υλοποίηση της επιχειρησιακής στρατηγικής του.

Σύμφωνα λοιπόν με τη συγκεκριμένη συμφωνία οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που δραστηριοποιούνται παγκοσμίως οφείλουν να διατηρούν κεφάλαιο πάνω από 8% των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων του Ενεργητικού τους. Τα στοιχεία

---

<sup>58</sup> Basel Group: Ομάδα της Βασιλείας. Ένωση των σημαντικότερων Κεντρικών τραπεζών της Ευρώπης και των ΗΠΑ με σκοπό τη συνεργασία για την ομαλή λειτουργία της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και την αποτροπή εφαρμογής διαφορικών επιτοκίων που ωθούν σε βραχυπρόθεσμες μετακινήσεις κεφαλαίων.

του ενεργητικού χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες κινδύνου 0%, 20%, 50%, 100% ανάλογα με το είδος του δανειζόμενου.<sup>59</sup> Σημειώνεται ότι οι εμπορικές τράπεζες πρέπει να υπολογίζουν επιπλέον έναν συντελεστή 20%.

Εάν και το σχέδιο αυτό χρησιμοποιήθηκε ευρέως από σχεδόν 100 χώρες, με την πάροδο του χρόνου έγινε αντιληπτό ότι έπρεπε να γίνουν κάποιες τροποποιήσεις. Ειδικότερα, ο ενιαίος συντελεστής του 8% κρίθηκε μη αποδοτικός διότι δημιούργησε κωλύματα στη διαδικασία παροχής δανείων ακόμα και για αρκετά αξιόπιστες εταιρίες, οι οποίες δεν μπορούσαν να δημιουργήσουν ένα χαρτοφυλάκιο δανείων σύμφωνα με τις ικανότητές τους. Επιπλέον, η Βασιλεία I δεν κατάφερε να ενσωματώσει στο σχέδιό της κανόνες ώστε να αποφευχθούν οι κίνδυνοι της ρευστότητας, ο συστηματικός κίνδυνος της αγοράς και οι λειτουργικοί κίνδυνοι οι οποίοι είναι όλοι συνυφασμένοι με τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος.

Ταυτόχρονα οι συντελεστές για την κεφαλαιακή επάρκεια ήταν μεν ένα μέτρο για τον πιστωτικό κίνδυνο αλλά δεν συμφωνούσαν με τις εκτιμήσεις των χρηματαγορών. Ακόμη, είχε παρατηρηθεί ότι αυτοί οι συντελεστές έδιναν καλύτερη εικόνα για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς των χωρών - μελών του ΟΟΣΑ.<sup>60</sup> Ένα ακόμη αρνητικό σημείο είναι το γεγονός ότι το πλαίσιο της Βασιλείας I έδωσε ώθηση σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να ψάχνουν τρόπους να αποφύγουν τα μέτρα των κεφαλαιακών απαιτήσεων και να αναπτύσσουν την αγορά των παραγώγων, τα οποία είναι συμβόλαια που εμπεριέχουν αρκετούς κινδύνους.

Η Επιτροπή της Βασιλείας έχοντας ως στόχο να δημιουργήσει ένα καινούριο πλαίσιο για να ενσωματώσουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καλύτερους τρόπους διαχείρισης κινδύνων και για να ενδυναμώσει γενικότερα τον τραπεζικό κλάδο διεθνώς, δημοσίευσε τρία Συμβουλευτικά κείμενα τον Ιούνιο του 1999, τον Ιανουάριο του 2001 και τον Απρίλιο του 2003. Συγκεκριμένα, αυτά τα τρία κείμενα αποτελούν τη νέα συμφωνία της Βασιλείας II που στόχο έχει να αντιμετωπιστούν τόσο ο πιστωτικός όσο και ο λειτουργικός κίνδυνος, αλλά και να διευκολύνει τις τράπεζες να επιλέγουν μεθόδους για τη σωστή κεφαλαιακή επάρκεια τους σύμφωνα με την επιχειρησιακή στρατηγική τους.

---

<sup>59</sup> Basel Committee of Banking Supervision (2001), "The New Basel Capital Accord: An Explanatory note", Basel, January.

<sup>60</sup> Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August.

## 1.2 Βασιλεία II

Το καινούριο πλαίσιο της Βασιλείας II χωρίζεται σε τρεις πυλώνες ώστε να εκσυγχρονιστεί το προηγούμενο πλαίσιο και συνάμα να διατηρηθεί ο στόχος της σωστής κεφαλαιακής επάρκειας για τη συνέχιση της καλής λειτουργίας και της βιωσιμότητας του τραπεζικού συστήματος.

### ❖ Πυλώνας 1<sup>ος</sup> : Ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις

Σύμφωνα με την καινούρια συμφωνία διατηρείται η ελάχιστη κεφαλαιακή επάρκεια με συντελεστή 8% ως προς τον κίνδυνο των στοιχείων του Ενεργητικού όμως ο υπολογισμός θα γίνεται για έναν τραπεζικό όμιλο ως ενιαίο σύνολο. Όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο ο τρόπος υπολογισμού μπορεί να γίνεται με τη Τυποποιημένη μέθοδο (Standardized approach) ή τη μέθοδο των Εσωτερικών Συστημάτων Διασφάλισης ( Internal Ratings based approach). Επίσης δίδονται οδηγίες για τη μέτρηση του λειτουργικού κινδύνου.<sup>61</sup>

### Τυποποιημένη προσέγγιση

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι συστατικό κομμάτι αυτής της προσέγγισης αφού σύμφωνα με το πλαίσιο της Βασιλείας II, οι εμπορικές τράπεζες πρέπει να υπολογίζουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια με συντελεστές οι οποίοι θα βασίζονται στις αξιολογήσεις των οίκων. Επιπλέον, το σύστημα των τεσσάρων συντελεστών παύει να ισχύει και ισχύουν πέντε συντελεστές ανεξάρτητων εκτιμητών. Με αυτόν τον τρόπο οι χώρες του ΟΟΣΑ που είχαν συντελεστή 0%, χάνουν αυτό το πλεονέκτημα.

Οι συντελεστές για την αναγκαία κεφαλαιακή επάρκεια είναι συνάρτηση της φύσης του αντισυμβαλλομένου (χώρα, εταιρία), το είδος του αξιόγραφου και τέλος τη βαθμολογία των οίκων αξιολόγησης. Βέβαια, για να λαμβάνονται υπόψη οι βαθμολογίες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να πληρούν κάποια κριτήρια, που κρίνονται απαραίτητα από τη Βασιλεία II , και επιπλέον θα πρέπει να ελέγχονται από εποπτικές αρχές.

---

<sup>61</sup> Basel Committee of Banking Supervision (2001), “ The New Basel Capital Accord: An explanatory note”, Basel, January.

Τα κριτήρια τα οποία εξετάζονται είναι τα εξής:

Αντικειμενικότητα: Εξετάζεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιεί κάθε οίκος, η οποία οφείλει να είναι αυστηρή, συστηματική και συνεχής. Πιστοποιείται η εγκυρότητα της μεθοδολογίας και από την ιστορική διαδρομή κάθε οίκου. Επιπλέον, οι αξιολογήσεις θα πρέπει να συμβαδίζουν με τις εξελίξεις στον χρηματοοικονομικό τομέα και επομένως να συμβαδίζουν με αυτές και οι μεθοδολογίες. Επίσης, χρειάζεται ανάλυση ποσοτική και χρονική της αδυναμίας ή καθυστέρησης πληρωμής εκ μέρους ενός πιστωτικού ιδρύματος. Ακόμη, οι πηγές που χρησιμοποιούνται για τα στοιχεία θα πρέπει να είναι ικανοποιητικές ως προς τον αριθμό και θα πρέπει να προέρχονται από το εξωτερικό αλλά και από το εσωτερικό περιβάλλον ενός οργανισμού.

Ανεξαρτησία: Οι οίκοι θα πρέπει να είναι ανεξάρτητοι από πολιτικά και οικονομικά συμφέροντα και δεν θα πρέπει να επηρεάζονται από τις εταιρίες με τις οποίες έχουν πελατειακές σχέσεις. Ακόμη η μεθοδολογία οφείλει να είναι ανεξάρτητη.

Διαφάνεια: Οι αξιολογήσεις πρέπει να δημοσιοποιούνται για λόγους επικύρωσης.

Διεθνής πρόσβαση: Οι αναλύσεις και η γενική μεθοδολογία θα πρέπει να είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό. Όμως οι οίκοι δεν είναι υποχρεωμένοι να εκτιμούν εταιρίες σε περισσότερες από μία χώρα.

Αξιοπιστία: Ο οίκος θα πρέπει να διέπεται από τέτοιες εσωτερικές διαδικασίες ώστε να αποφευχθεί κακή διαχείριση των πληροφοριών μιας επιχείρησης. Για να είναι κάποιος οίκος αξιόπιστος πρέπει να πληροί τα εξής τρία στοιχεία<sup>62</sup>: Πρώτον, ικανότητα πρόβλεψης καθυστέρησης ή αδυναμίας πληρωμής. Δεύτερον, σύμπτωση αξιολογήσεων από τους μεγαλύτερους οίκους, γνωστό ως "Congruence"<sup>63</sup>, και τρίτον η επίδραση των αξιολογήσεων στην Αγορά.

Μέσα: Ένας οίκος θα πρέπει να έχει όλα τα κατάλληλα μέσα ώστε να βρίσκεται σε συνεχή επικοινωνία με τις εταιρίες που υποβάλλονται σε εκτίμηση.

---

<sup>62</sup> "Credit agency regulation and the impact of credit ratings in the international bond market." David Brookfield and Philip Ormrod, University of Liverpool, The European Journal of Finance 6, 311-331 (2000).

Αναγνώριση: Μαζί με τα προηγούμενα κριτήρια είναι αναγκαίο οι οίκοι να έχουν και αναγνώριση από διεθνείς εποπτικές αρχές.

### **Προσέγγιση των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης**

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός μπορεί να διεξάγει τις δικές του αναλύσεις και εκτιμήσεις για τους δανειζόμενους. Ωστόσο, και σε αυτή την περίπτωση οι τράπεζες οφείλουν να ακολουθούν κάποιους κανόνες όσον αφορά τη μεθοδολογία του υπολογισμού της πιστοληπτικής ικανότητας και παράλληλα υποχρεούνται σε δημοσίευση. Οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις μίας τράπεζας θα πρέπει να είναι συνάρτηση της πιθανής μελλοντικής ζημιάς. Η ζημιά μετράται αθροιστικά με την στάθμιση των εξής παραγόντων: την πιθανότητα πτώχευσης, το μέγεθος της ζημιάς σε περίπτωση πτώχευσης και την έκθεση της τράπεζας στον κίνδυνο.

Η συγκεκριμένη προσέγγιση έχει δύο χειρισμούς, τη Θεμελιώδη προσέγγιση (Foundation approach) και την Εξελιγμένη (Advanced approach). Η διαφορά τους είναι ότι η πρώτη προϋποθέτει τη χρησιμοποίηση συντελεστών καθορισμένους από διεθνείς εποπτικές αρχές, για την εύρεση της πιθανότητας αδυναμίας ή καθυστέρησης πληρωμής. Ενώ στη δεύτερη οι συντελεστές είναι απόρροια εκτιμήσεων που κάνουν οι ίδιες οι τράπεζες.

Λόγω του γεγονότος ότι η μέθοδος των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης κάνει χρήση της τακτικής της διαφοροποίησης, δηλαδή παράγει πολλούς συντελεστές ανάλογα με τον αντισυμβαλλόμενο, την κάνει πιο επιρρεπή στις αλλαγές του κινδύνου.

## Λειτουργικός κίνδυνος

Η Επιτροπή της Βασιλείας με σκοπό να ενσωματώσει στη νέα συμφωνία, σε μεγαλύτερο βαθμό τις μεταβολές του κινδύνου, έλαβε υπόψη της και τον λειτουργικό κίνδυνο στον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ο λειτουργικός κίνδυνος αφορά τον κίνδυνο των εργασιών ή των συναλλαγών. Συγκεκριμένα, είναι ο κίνδυνος διακοπής των εργασιών, ιδίως των τραπεζών, από πυρκαγιά, από αιτίες ανωτέρας βίας, από παράνομη διείσδυση τρίτων στα ηλεκτρονικά δίκτυα ή αρχεία. Επίσης, αφορά τον κίνδυνο από την ανάθεση πολλών εργασιών ή αρμοδιοτήτων σε ένα μόνο στέλεχος: π.χ. Η κατάρρευση της Τράπεζας Barings στη Σιγκαπούρη και της Daiwa Bank στη Νέα Υόρκη προήλθε κυρίως από αυτή την αιτία. Για τον υπολογισμό του λειτουργικού κινδύνου, προτείνονται τρεις μέθοδοι υπολογισμού. Η πρώτη μέθοδος είναι αυτή του βασικού δείκτη που χρησιμοποιεί ένα δείκτη λειτουργικού κινδύνου για τη συνολική δραστηριότητα της τράπεζας. Η δεύτερη μέθοδος είναι η τυποποιημένη, που καθορίζει διαφορετικούς δείκτες για κάθε είδους δραστηριότητα. Η τελευταία μέθοδος αφορά τις εξελιγμένες μεθόδους μέτρησης, όπου σύμφωνα με αυτές τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναπτύσσουν δικές τους εσωτερικές μεθοδολογίες, βασισμένες σε ιστορικά στοιχεία για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων.<sup>64</sup>

### ❖ Πυλώνας 2<sup>ος</sup>: Εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης

Η Επιτροπή της Βασιλείας αναθέτει στους επόπτες να εξασφαλίσουν ότι οι τράπεζες έχουν σε ισχύ σωστές εσωτερικές διαδικασίες προκειμένου να προσεγγίζουν όσο τον δυνατό περισσότερο την κεφαλαιακή τους επάρκεια, αφού αξιολογήσουν συνολικά τους κινδύνους τους. Δηλαδή, οι εποπτικές αρχές θα αξιολογούν κατά πόσο ικανοποιητικά οι τράπεζες εκτιμούν την κεφαλαιακή τους επάρκεια σε αντιστοιχία με τους κινδύνους που διατρέχουν. Επιπλέον, οι εσωτερικές διαδικασίες θα υπόκεινται σε εποπτική αναθεώρηση και στη συνέχεια οι επόπτες θα επεμβαίνουν όποτε αυτό κρίνεται απαραίτητο. Σκοπός αυτής της αρχής είναι να εξασφαλίζεται η κεφαλαιακή

<sup>64</sup> Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), "Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές." Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος.

επάρκεια και να δίνονται επιπλέον κίνητρα για την βελτίωση της ποιότητας στη διαχείριση κινδύνων.<sup>65</sup>

#### ❖ Πυλώνας 3<sup>ος</sup>: Πειθαρχία της Αγοράς

Η Επιτροπή της Βασιλείας με τη νέα συμφωνία κρίνει αναγκαία τη πειθαρχία της αγοράς και για αυτό το λόγο απαιτεί τη δημοσιοποίηση στοιχείων από τις τράπεζες. Με αυτό τον τρόπο όλοι όσοι συμμετέχουν στις αγορές κεφαλαίων θα μπορούν να ενημερώνονται για την κεφαλαιακή επάρκεια μια τράπεζας και παράλληλα για τους κινδύνους που αντιμετωπίζει. Γίνεται καθορισμός επακριβώς των απαιτήσεων και των δημοσιοποιήσεων που θεωρούνται απαραίτητες, καθώς και των μεθόδων που χρησιμοποιούνται.

### 1.3 Μειονεκτήματα της Νέας Συμφωνίας

Είναι αναμφίβολο ότι η νέα συμφωνία περιέχει ακριβείς προτάσεις που ενσωματώνουν τις μεταβολές του κινδύνου. Ωστόσο, ακόμη κι αυτή η νέα πρόταση αδυνατεί να είναι αποδεκτή πλήρως από τις χρηματαγορές. Συγκεκριμένα, ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εγείρει αμφιβολίες ως προς την αποτελεσματικότητα του νέου πλαισίου. Η πιο έντονη κριτική που ασκείται είναι για τα μειονεκτήματα της Τυποποιημένης προσέγγισης που σχετίζεται με τους ανεξάρτητους εκτιμητές, δηλαδή τους οργανισμούς αξιολόγησης.

Οι επενδυτές είναι καχύποπτοι ως προς τις αξιολογήσεις των οίκων και για το αν τα πορίσματά τους αντανακλούν με ακρίβεια τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Πιο συγκεκριμένα, σχετικά με τις αξιολογήσεις των κρατών, η μέθοδος των οίκων βασίζεται στο μέγεθος των προβλεπόμενων και όχι των αναμενόμενων ζημιών. Οι δείκτες όμως της κεφαλαιακής επάρκειας θα πρέπει να στηρίζονται στην κάλυψη των απροσδόκητων ζημιών των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς μόνο έτσι μπορεί να διασφαλιστεί η φερεγγυότητα τους.<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> Basel Committee of Banking Supervision (2001), "The New Basel Capital Accord: An explanatory note", Basel, January.

<sup>66</sup> Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), "Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές." Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος.

Ακόμη, η πλήρης εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις των οίκων δημιουργεί την ανησυχία ότι υπάρχει πιθανότητα οι βαθμολογίες των ομολόγων να έχουν ως αποτέλεσμα καινούριους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Πιο συγκεκριμένα, οι ζημιές στα χαρτοφυλάκια των δανείων των εμπορικών τραπεζών έχουν διαφορετικές αιτίες από τους κινδύνους ενός χαρτοφυλακίου ομολόγων για μη αποπληρωμή.<sup>67</sup>

Επιπλέον, οι οίκοι αμφισβητούν τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου τους. Πολλές φορές οι εκτιμήσεις των οίκων είναι πιθανό να διαφέρουν κατά πολύ, με αποτέλεσμα να εμφανίζεται το πρόβλημα του “rating shopping”. Συγκεκριμένα, μια εταιρία έχει την ευχέρεια να επιλέξει τον οργανισμό που θα την αξιολογήσει με κάποια ανταμοιβή. Βλέπουμε λοιπόν καθαρά ότι η δομή της Νέας Συμφωνίας υπόκειται σε ένα είδος ηθικού κινδύνου αφού ενδέχεται οι αξιολογήσεις να είναι συνάρτηση του ύψους της αμοιβής που λαμβάνουν. Βέβαια, οι οίκοι αποκρούουν όλες αυτές τις κατηγορίες επικαλούμενοι την ανάγκη τους για καλή φήμη που είναι το συστατικό της επιτυχίας και της καλής λειτουργίας τους. Παρόλο αυτά το πρόβλημα του ανταγωνισμού μεταξύ των οργανισμών είναι υπαρκτός και μπορεί να δημιουργεί άλλα προβλήματα. Ειδικότερα, το ύψος της αμοιβής που λαμβάνουν είναι αντικείμενο για φαινόμενα rating shopping, καθώς οι ενδιαφερόμενοι για αξιολόγηση αναζητούν τον πιο φθηνό ή λιγότερο απαιτητικό εκτιμητή.<sup>68 69</sup>

Οι βαθμολογίες που ανακοινώνουν οι μικρότεροι οίκοι αξιολογήσεις είναι συνήθως ανώτερες συγκρινόμενες με αυτές των πιο γνωστών, όπως είναι οι S&P και Moody’s<sup>70</sup>. Η παρατήρηση αυτή έρχεται να κάνει ακόμα πιο εμφανές ότι η φήμη ενός οίκου και οι υψηλές αμοιβές είναι δύο αντίθετοι στόχοι για οίκους μικρού βεληνεκούς. Όμως, οι οίκοι που έχουν εδραιωθεί στο χρηματοπιστωτικό χώρο είναι αμφίβολο το αν διατίθενται να διακινδυνέψουν τη φήμη τους για βραχυπρόθεσμα κέρδη.

Ένα ακόμη στοιχείο που κάνει έντονο τον προβληματισμό για rating shopping, είναι το γεγονός ότι υπάρχει πιθανότητα οι αρχές πολλών κρατών να εγκρίνουν τη λειτουργία

---

<sup>67</sup> STEERING COMMITTEE ON REGULATORY CAPITAL (2000): Response to the Basel Committee on Banking Supervision Regulatory Capital Reform Proposals, Institute of International Finance, Washington, D.C.

<sup>68</sup> Kraussl R. (2003), “A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II”, CFS working paper No 2003/23, August.

<sup>69</sup> GRIEP, C. and M. DE STEFANO (2001): “Standard & Poor’s Official Response to the Basel Capital Committee’s Proposal”, Journal of Banking & Finance, 25 (1), pp. 149-169.

<sup>70</sup> Cantor, R. and F. Packer (1997): “Difference of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry”, Journal of Banking & Finance, 21 (10), pp. 1395-1417.



οίκων χωρίς υψηλές προδιαγραφές, με την αιτιολογία ότι οι οίκοι των ΗΠΑ κυριαρχούν στον κλάδο της πιστοληπτικής αξιολόγησης.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> Calomiris, C. W. and A. Powell (2001): “Can Emerging Market Bank Regulators establish Credit Discipline? The Case of Argentina, 1992-1999” in Prudential Supervision: What Works and What Doesn’t, ed. by F.S. Mishkin, chap.5, The University of Chicago Press, Chicago.

### **1. Γεγονότα που εγείρουν αμφιβολίες ως προς την αξιοπιστία των οίκων**

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις όπου οι οίκοι αξιολόγησης βρέθηκαν στο στόχαστρο αμφισβήτησης και αρνητικού σχολιασμού. Ειδικότερα, το 1983 στην πολιτεία της Washington η εταιρία πυρηνικής ενέργειας WPPSS κατέρρευσε ύστερα από συνεχείς λάθος αρνητικές αξιολογήσεις. Αντίστοιχη περίπτωση ήταν κι αυτή της εταιρίας Orange County (Κομητεία) της Καλιφόρνιας το 1994. Και στις δύο περιπτώσεις οι οίκοι ισχυρίστηκαν ότι οι αξιολογήσεις τους δεν ήταν τίποτα περισσότερο από επενδυτικές γνώμες. Ένα άλλο γνωστό περιστατικό είναι αυτό της εταιρίας Enron<sup>72</sup> η οποία για τέσσερις ημέρες είχε κατάταξη BBB πριν καταρρεύσει, προκαλώντας τεράστιες ζημιές στους μετόχους της. Μετά από αυτή την κατάληξη ο επίτροπος της SEC, Isaac Hunt, υποσχέθηκε ότι θα εξεταστούν τόσο το θέμα της ανταγωνιστικής επίδρασης της προδιαγραφής NRSRO, όσο και το εάν χρειάζεται επιπρόσθετος έλεγχος στους οίκους που είναι ήδη NRSRO.

Επισημαίνουμε ακόμα ότι έχουν αναφερθεί κατηγορίες προς τον οίκο Moody's ότι αξιολόγησε χαμηλά διάφορες εταιρίες για να τιμωρήσει τους εκδότες χρεογράφων που δεν ζήτησαν αξιολόγηση.<sup>73</sup> Για παράδειγμα, ο οίκος Moody's απέστειλε μια επιστολή στη γερμανική εταιρία "Hannover Re", ανακοινώνοντας ότι προτίθεται να την αξιολογήσει και ζητώντας παράλληλα κάποια αμοιβή. Η εταιρία επειδή έπαιρνε ήδη από δύο διαφορετικούς οίκους εκτιμήσεις δεν το έκρινε σκόπιμο να ενδώσει στην πρόταση του Moody's. Η κατάληξη ήταν να δίνει συνεχώς όλο και πιο χαμηλές βαθμολογίες ο οίκος, σε σημείο που να δείχνει ότι τα ομόλογα της εταιρίας είναι ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου και κερδοσκοπικά (junk bonds), ενώ ταυτόχρονα οι άλλοι οίκοι έδιναν εκτιμήσεις με καλές βαθμολογίες. Οι επενδυτές επηρεάστηκαν από την αξιολόγηση του διεθνώς αναγνωρισμένου Moody's και η κατάληξη ήταν να πέσει η αξία του μετοχικού κεφαλαίου από 175 εκ \$ σε 134 εκ \$.<sup>74</sup>

Φυσικά, και οι άλλοι δύο μεγάλοι οίκοι έχουν κατηγορηθεί ότι προχωρούν σε εκτιμήσεις χωρίς αίτημα για να αναγκάσουν τους εκδότες να οδηγηθούν σε εκτιμήσεις με αμοιβή. Πιο συγκεκριμένα, Στη δεκαετία του 1990, ένα παράρτημα του οίκου Fitch

<sup>72</sup> Credit rating Agency, From Wikipedia, the free encyclopedia.

<sup>73</sup> Partnoy (1999)

<sup>74</sup> "Credit Raters' tactics In Pursuing New York Frustrate Companies", Alec Klein, Wall Street Journal Europe, 25/11/2004.

στο Παρίσι, κατηγορήθηκε από την εταιρία Simon Property Group Inc, ότι προχώρησε σε αξιολόγηση χωρίς αίτημα αλλά δεν ενημέρωσε τους επενδυτές για αυτή την πράξη υπονοώντας ότι η εταιρία είχε συνεργαστεί στη διαδικασία εκτίμησης.

Ένα ανώτατο στέλεχος του οίκου S&P μιλώντας με την προϋπόθεση της ανωνυμίας, αποκάλυψε ότι οίκος διαθέτει τμήμα, που ο στόχος του είναι η εξεύρεση νέων πελατών. Βασική μέθοδος που υλοποιεί αυτό το στόχο είναι οι εκτιμήσεις χωρίς αίτημα που απώτερο σκοπό έχουν μετατροπή αυτών των εταιριών σε πελάτες του οίκου.<sup>75</sup>

Σκάνδαλο για τους οίκους αξιολόγησης είναι η περίπτωση της εταιρίας WorldCom Inc.. Πιο συγκεκριμένα, η εταιρία αυτή αναπτύχθηκε ύστερα από μια σειρά συνεχών εξαγορών τις οποίες πετύχαινε με χρηματοδότηση από ομόλογα που εξέδιδε. Κατά τη διάρκεια αυτής της πορείας οι οργανισμοί βαθμολογούσαν με καλές βαθμολογίες τα χρεόγραφα. Το 2002 όμως αποκαλύφθηκε μεγάλη απάτη εκ μέρους της εταιρίας και εκ των υστέρων οι οίκοι κατέταξαν πολύ χαμηλά την MCI Inc.

Αξιοσημείωτο είναι ακόμη το γεγονός των διαφορετικών αξιολογήσεων εκ μέρους των οίκων αξιολόγησης για τα κυβερνητικά ιαπωνικά ομόλογα. Ενώ οι οίκοι S&P και Fitch δίνουν παρόμοιες αξιολογήσεις, ο Moody's διαφοροποιείται με διαφορά τεσσάρων βαθμών(notch)<sup>76</sup> χαμηλότερα. Η διαφορά αυτή δεν έχει απόλυτη εξήγηση αν θεωρηθεί ότι και οι τρεις οίκοι εξετάζουν τα ίδια οικονομικά θεμελιώδη της Ιαπωνίας την ίδια δημοσιονομική πολιτική και το ίδιο πολιτικό περιβάλλον. Επίσης, δημιουργούνται πολλές ανησυχίες για τον ρόλο των οργανισμών αξιολόγησης, επειδή η Ιαπωνία είναι μία από τις χώρες G7<sup>77</sup> που έχει σημαντική θέση στην παγκόσμια οικονομία αλλά παράλληλα αντιμετωπίζει πρόβλημα δημόσιου χρέους με αποτέλεσμα να αναγκάζεται να εκδίδει συνεχώς ομόλογα για να καλύψει το δημοσιονομικό έλλειμμα. Με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται ένας φαύλος κύκλος και μία εξάρτηση μιας χώρας από τις αξιολογήσεις τριών ιδιωτικών εταιριών.

---

<sup>75</sup> "Credit Raters Take Heat for Tactics", Alec Klein, Wall Street Journal Europe, 25/11/2004.

<sup>76</sup> "notch" : π.χ. η διαφορά ανάμεσα στη βαθμολογία A και A+

<sup>77</sup> Group of seven. Η αποκαλούμενη λέσχη των 7 πιο πλούσιων χωρών του κόσμου. Περιλαμβάνει: ΗΠΑ (ΑΕΠ δις \$7.434), Ιαπωνία (\$5.149), Γερμανία (\$2.365), Γαλλία (\$1.534), Ηνωμένο Βασίλειο (\$1.152), Ιταλία (\$1.141) και Καναδά (\$570), (έτος 1998). Οι αρχηγοί των κρατών συνεδριάζουν κάθε χρόνο, σε μία από τις πρωτεύουσες των χωρών – μελών, για να επισκοπήσουν την κατάσταση και να λάβουν κοινές αποφάσεις για τα διεθνή οικονομικά προβλήματα. Από το 1998 συμμετέχει κι η Ρωσία ως παρατηρητής.

Το 1995 ο οίκος Moody's αξιολόγησε χαμηλά την πιστοληπτική ικανότητα του Καναδά με αποτέλεσμα το καναδικό δολάριο να πέσει κατά 50 σεντς σε σχέση με το αμερικάνικο δολάριο. Η κεντρική τράπεζα του Καναδά αναγκάστηκε, για να σταματήσει το ολίσθημα του νομίσματός της, να αγοράσει μερικά εκατομμύρια δολαρίων με τα αποθέματά της. Παράλληλα, η ζήτηση των καναδικών ομολόγων σημείωσε πτώση με αποτέλεσμα να πρέπει να αυξηθεί το επιτόκιο τους, κάτι που θα μπορούσε να κοστίζει στην καναδική κυβέρνηση εκατοντάδες εκατομμύρια δολάρια. Ο τότε πρωθυπουργός του Καναδά Martin εισήγαγε στην πολιτική του μια νέα στρατηγική για να ελαττώσει το χρέος της χώρας. Αυτό το πολιτικοοικονομικό συμβάν είναι ένα ακόμα δείγμα της πολιτικής δύναμης των οίκων σε παγκόσμιο επίπεδο.<sup>78</sup>

Υπάρχουν και περιπτώσεις που η άποψη των οργανισμών αξιολόγησης αντιτίθεται στις επίσημες πολιτικές κυβερνήσεων. Συγκεκριμένα, η κυβέρνηση των ΗΠΑ θέλησε να πείσει την Κίνα να ανατιμήσει το νόμισμά της με την προοπτική να βοηθήσει την βιομηχανία των ΗΠΑ. Ωστόσο, οι τρεις μεγάλοι οίκοι δηλώνοντας ότι κάτι τέτοιο θα έβαζε σε κίνδυνο την πιστοληπτική ικανότητα της Κίνας, ουσιαστικά αλλά έμμεσα μπήκε σε αντιπαράθεση με την εκλεγμένη αρχή των ΗΠΑ, αποδεικνύοντας ότι δεν έχουν όρια για να παρεμβαίνουν αφού δεν ελέγχονται από καμία επίσημη αρχή.

Το 2001 η Δομινικανή Δημοκρατία της Λατινικής Αμερικής με το πρώτο πενταετές κυβερνητικό της ομόλογο με επιτόκιο 9,5% συγκέντρωσε 500 εκατομμύρια δολάρια. Οι οίκοι όμως Moody's και S&P αξιολόγησαν χαμηλά αυτό το ομόλογο επειδή η κεντρική τράπεζα είχε χαμηλά αποθέματα ξένου συναλλάγματος. Η κυβέρνηση της δομινικανής Δημοκρατίας δυσαρεστήθηκε από αυτές τις αξιολογήσεις και σημείωσε ότι οι οργανισμοί δεν είχαν λάβει υπόψη τους την οικονομική ανάπτυξη της χώρας την τελευταία δεκαετία. Το 2003 μετά από ένα τραπεζικό σκάνδαλο που κόστισε 2 δις δολαρίων, οι οίκοι βαθμολόγησαν ακόμα χαμηλότερα τη χώρα, με αποτέλεσμα η οικονομική κρίση να είναι πιο πιθανή υπό την επήρεια των χαμηλών αξιολογήσεων. Παρόλα αυτά ειδικοί αναλυτές όπως Loser στέλεχος του IMF<sup>79</sup>, υπογραμμίζει πως στην προκειμένη περίπτωση οι οίκοι αντέδρασαν υπερβολικά. Το αποτέλεσμα για τη

---

<sup>78</sup> THE WALL STREET JOURNAL EUROPE, Alec Klein, NOVEMBER 2004

<sup>79</sup> IMF : International Monetary Fund : Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Η ίδρυσή του αποφασίστηκε το 1944 με τη συμφωνία του Bretton Woods. Λειτουργεί από την 1<sup>η</sup> Μαρτίου 1947, με σκοπό την αποκατάσταση και την τήρηση των διεθνών συναλλακτικών κανόνων και την παρακολούθηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σε περιπτώσεις διεθνών κρίσεων ενεργεί ως δανειστής – καταφύγιο.

χώρα ήταν να σταματήσουν αρκετά σημαντικά έργα υποδομής επειδή έπρεπε να περιοριστεί ο δανεισμός.

Το 2004 η ένωση των χρηματοοικονομολόγων που αριθμεί πάνω από 14000 μέλη στις ΗΠΑ κι έχει συνεργάτες στην Βρετανία και τη Γαλλία δημοσίευσε ένα κείμενο στο οποίο αναφέρει ότι έχουν χάσει την εμπιστοσύνη τους στους τρεις μεγάλους οίκους και θέλουν να συνταχθεί ένας νέος παγκόσμιος κώδικας για τις χρηματαγορές. Επίσης, το ινστιτούτο εταιριών επενδύσεων των ΗΠΑ που καταμετρά πάνω από 8000 μέλη – εταιρίες, εξέφρασε την άποψη ότι οι τρεις μεγάλοι οίκοι λειτουργούν με γνώμονα κάποια συμφέροντα και όχι με βάση την ανεξαρτησία.

Στον αντίποδα, ο S&P αναφέρει περιπτώσεις που λειτούργησε ευεργετικά ο οίκος όπως για τις εταιρίες US Airways Group Inc., AT&T Corp. και France Telecom S.A. Αντίστοιχα ο Moody's αναφέρει τις περιπτώσεις Air Canada και Consecro Inc. Επιπλέον,

## **2. Θέματα που επιδεικνύουν την ανάγκη για έλεγχο των οίκων**

### **Ανεξαρτησία και σύγκρουση συμφερόντων**

Ο μεγαλύτερος λόγος ανησυχίας για τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι η εύρεση των πιθανών ή πραγματικών συγκρούσεων συμφερόντων που μπορεί να επηρεάζουν τη διαδικασία εκτίμησης.<sup>80</sup> Αυτά τα συμφέροντα ποικίλουν ανάλογα το μέγεθος του οίκου, του τρόπου λειτουργίας, τις πηγές των εσόδων του. Οι επιτροπές κεφαλαιαγορών, οι οίκοι και οι επενδυτές πρέπει να γνωρίζουν αυτές τις συγκρούσεις συμφερόντων ώστε να δημιουργήσουν μηχανισμούς για να τις εξαλείψουν ή να τις μειώσουν όσο το δυνατό περισσότερο.

---

<sup>80</sup> “Report on the Activities of credit rating agencies”, IOSCO, September 2003.

## **Εκδότες και εμπιστευτικότητα**

Σύμφωνα με τη διαδικασία εκτίμησης πολύτιμο στοιχείο είναι οι πληροφορίες για την επιχείρηση είτε δημοσιευμένες είτε όχι. Επομένως, οι οίκοι πρέπει να εξασφαλίζουν την καλύτερη δυνατή πληροφόρηση από τον εκδότη. Δηλαδή, είναι αναγκαίο να υπάρχει εμπιστοσύνη εκ μέρους των εκδοτών αλλά και συνεργασία.

Οι επιτροπές κεφαλαιαγοράς πιστεύουν ότι οι οίκοι πρέπει να λαμβάνουν από τις εταιρίες κάθε είδους πληροφορία που μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις ενός επενδυτή και η οποία θα πρέπει να δίδεται έγκαιρα.

Επιπλέον, υπάρχει η ανησυχία ότι ορισμένοι εκδότες έχουν σκοπό να παραποιήσουν την αξιολόγηση προς όφελός τους. Συγκεκριμένα, αν και πλειοψηφία των εταιριών θέλει να κυριαρχεί η διαφάνεια στην αγορά χρεογράφων, υπάρχουν περιπτώσεις όπου εκδότες προσπαθούν να επηρεάσουν τις εκτιμήσεις για προσωπικά κέρδη σε κάποια συναλλαγή.

Υπάρχει η σκέψη ότι πρέπει να περιοριστεί κι ο αριθμός των αξιολογήσεων που είναι διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό. Δηλαδή, αν πρέπει να οριστούν ορισμένοι τύποι βαθμολογιών που πρέπει να γίνονται γνωστοί.

## **Η χρονική διάρκεια κατά την οποία γίνονται γνωστές οι εκτιμήσεις<sup>81</sup>**

Πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι οι ανακοινώσεις των εκτιμήσεων των οίκων γίνονται σε χρονικές στιγμές που επηρεάζουν την αγορά για να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές χωρίς να έχει το χρόνο να αξιολογήσει η ίδια αυτές τις εκτιμήσεις. Υπάρχουν προτάσεις ώστε να γίνονται ανακοινώσεις αφότου η αγορά θα έχει κλείσει. Βέβαια, αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να καθυστερούν ανακοινώσεις χρήσιμες που συντελούν στην διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Επίσης, είναι γεγονός ότι η παγκόσμια αγορά δεν ‘κλείνει’ ποτέ. Επομένως, αν υπάρξει μια ρύθμιση ώστε οι ανακοινώσεις να γίνονται αφού κλείσει μια συγκεκριμένη αγορά, τότε μπορεί να ευνοηθούν άλλοι επενδυτές σε διαφορετικές αγορές.

## **Ειδική μεταχείριση των μελών των οίκων αξιολόγησης**

Υπάρχουν πολλές επικρίσεις για το γεγονός ότι μερικοί οίκοι διαθέτουν χρήσιμες πληροφορίες μόνο σε επενδυτές που πληρώνουν συνδρομή για τις βάσεις δεδομένων

---

<sup>81</sup> ‘‘Report on the Activities of credit rating agencies’’, IOSCO, September 2003.

των οίκων. Οι συγκεκριμένοι επενδυτές μπορούν να αποκομίσουν πολύτιμες πληροφορίες για τους λόγους που έχουν οδηγήσει σε μια συγκεκριμένη βαθμολογία.

Όμως, συνήθως αυτό τον τρόπο παροχής πληροφοριών χρησιμοποιούν οι μικροί οίκοι αξιολόγησης. Αν απαγορευθεί ο συγκεκριμένος τρόπος διάδοσης πληροφοριών, θα προκύψει θέμα εύνοιας για τους μεγάλους οίκους. Επίσης, είναι γεγονός ότι μια διαδικασία εκτίμησης είναι ιδιαίτερα ακριβή, για αυτό οι μικροί οίκοι χρησιμοποιούν τις συνδρομές για εξεύρεση πόρων.

### **Εμπόδια εισόδου στον κλάδο**

Η επιτυχία ενός οίκου εξαρτάται από την αναγνώριση που του δείχνουν οι επενδυτές, οι οποίοι έχουν ως κριτήριο την ιστορική αποδοτικότητα των οίκων. Ένας οίκος με ακριβείς, έγκυρες και έγκαιρες εκτιμήσεις είναι διεθνώς αναγνωρισμένος από τους επενδυτές. Όμως, όλα αυτά τα κριτήρια αποτελούν εμπόδια για τους νεοσύστατους οίκους. Συγκεκριμένα, τα χαρακτηριστικά στα οποία υπολείπονται είναι τα εξής:

- Έλλειψη ιστορίας στο θεσμό των εκτιμήσεων. Οι επενδυτές δεν μπορούν να συγκρίνουν τα αποτελέσματα μιας καινούριας εταιρίας γιατί δεν μπορούν να έχουν γνώμονα το παρελθόν που να αποδεικνύει την επιτυχία ή μη ενός οίκου. Επομένως, οι νέοι οίκοι πρέπει αφιερώσουν χρόνο και να δαπανήσουν αρκετά χρήματα μέχρι να αποκτήσουν την απαιτούμενη φήμη.
- Έλλειψη πηγών και πρόσβασης στους εκδότες. Μια καινούρια επιχείρηση γενικά μπορεί να υπολείπεται σε προσωπικό, εργαλεία ανάλυσης και γενικά σε διάφορες πηγές. Όσο αφορά έναν καινούριο οίκο, αυτό θα έχει ως συνέπεια οι εταιρίες προς αξιολόγηση να μην τον εμπιστευτούν. Βέβαια, οι καινούριοι οίκοι μπορούν να αποδείξουν την ικανότητά τους στις εκτιμήσεις που δεν γίνονται με παραγγελία για εταιρίες που δημοσιεύουν ικανοποιητικό όγκο πληροφοριών.
- Ειδικές συγκρούσεις συμφερόντων. Κατά την έναρξη της λειτουργίας ένας οίκος αντιμετωπίζει πολύ υψηλά κόστη, τα οποία έχουν ως αποτέλεσμα να τον κάνουν επιρρεπή στις πιέσεις των εκδοτών για καλύτερες βαθμολογίες, με αντάλλαγμα την αμοιβή.

## **Εκτιμήσεις χωρίς αίτημα**

Οι εκτιμήσεις που γίνονται άνευ αιτήματος εγείρουν δύο είδους ανησυχίες.

- Οι εκτιμήσεις που γίνονται χωρίς αίτημα δεν βασίζονται σε εσωτερική πληροφόρηση από τον εκδότη. Επομένως, είναι απαραίτητο οι επενδυτές να ενημερώνονται αν μια βαθμολογία έχει δοθεί ύστερα από αίτημα ή όχι για να μπορούν να αξιολογήσουν αν μπορούν να την προσμετρήσουν στις αποφάσεις τους.
- Στο παρελθόν υπήρξαν κατηγορίες ότι οι οίκοι χρησιμοποιούν τις εκτιμήσεις χωρίς αίτημα ώστε να εξαναγκάσουν τις επιχειρήσεις να ζητήσουν τις υπηρεσίες τους. Επίσης, έχει γίνει λόγος ότι δίνονται καλύτερες βαθμολογίες όταν οι εταιρίες υποκύψουν και κάνουν αίτηση για αξιολόγηση.

## **Κυκλικότητα<sup>82</sup>**

Πολλά ομόλογα πλέον κατά την έκδοσή τους αναφέρονται σε αξιολογήσεις οίκων για να δείξουν την πιστωτική αξιοπιστία τους στους επενδυτές. Όμως, αν ένα ομόλογο κατέλθει στην κλίμακα των εκτιμήσεων, αυτό μπορεί να έχει ως συνέπεια να πρέπει να πληρώσει μεγαλύτερο κουπόνι από το αρχικό, το οποίο είναι γνωστό ως φαινόμενο “trigger clauses”. Αυτό όμως οδηγεί σε επικίνδυνη κυκλικότητα αφού αυξάνοντας τους τόκους που πρέπει αποδώσει ένα ομόλογο αυξάνεται το χρέος της εταιρίας, που οδηγεί σε χειρότερη αξιολόγηση ολόκληρης της εταιρίας. Αυτό το γεγονός το έχουν επισημάνει ακόμα και οι ίδιοι οι οίκοι. Ο οίκος S&P έχει ανακοινώσει ότι εξετάζει αυτό το θέμα.

## **Παγκόσμια ασυνέπεια**

Οι μεγαλύτεροι οίκοι έχουν γραφεία σε όλα τα χρηματοοικονομικά και εμπορικά κέντρα, τα οποία όμως ενεργούν εντελώς ανεξάρτητα. Δηλαδή, κάθε παράρτημα μπορεί να χρησιμοποιεί δικά του μοντέλα και κριτήρια με μοναδικό κοινό το βασικό πλαίσιο. Όμως είναι γεγονός ότι τα γραφεία προσαρμόζονται στις ανάγκες και τους θεσμούς κάθε κράτους. Είναι επιτακτική η ανάγκη για παγκόσμια εναρμόνιση με τα βασικά πρότυπα εντάσσοντας βέβαια τις ειδικές περιπτώσεις σε κάθε χώρα.

---

<sup>82</sup> Colette Christiansen, David Dyer, Paul Harbord, Phil Joubert, Emiliios Markou Colin Murray, Hui In Ng, Kerrigan Procter, Paul Sweeting (Chairman), Annie Tay: “An Analysis and Critique of the Methods Used by Rating Agencies” Report of FIB Working Paper, June 2004



### **Πρόβλεψη της αδυναμίας**

Οι οίκοι συχνά κατηγορούνται ότι αντιδρούν αφού προκύψουν κάποια γεγονότα και δεν τα προβλέπουν. Πιο συγκεκριμένα, οι αναλυτές των οίκων πρέπει να φιλτράρουν τις πληροφορίες που τους δίνονται από τους εκδότες, γιατί αν η διοίκηση μιας εταιρίας διαπράττει απάτη είναι λογικό οι εκτιμήσεις που έχουν προκύψει χωρίς αξιολόγηση των πληροφοριών να είναι λανθασμένες. Παράδειγμα αποτελεί το σκάνδαλο της Enron η οποία αξιολογούταν και από τους τρεις μεγάλους οίκους και κανείς από αυτούς δεν είχαν επισημάνει το πρόβλημα.

### **Η δύναμη των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης**

Οι βαθμολογίες που δίνουν οι οίκοι έχουν μεγάλη επίδραση στην αγορά. Για παράδειγμα, αν χαρακτηριστεί ένα αξιόγραφο με βαθμολογία που δεν εντάσσεται στις επενδύσεις (investment grade), οι επενδυτές είναι πιθανό να το πουλήσουν για να μην ανήκει στο χαρτοφυλάκιο τους ή μπορεί να μην το επιλέξουν για αγορά. Βέβαια, μπορεί να το επιλέξουν αυτοί που θέλουν ένα χαρτοφυλάκιο με κερδοσκοπικό χαρακτήρα και υψηλές αποδόσεις. Οπότε, η αγορά είναι ευμετάβλητη στις ανακοινώσεις των οίκων αξιολόγησης.

### **Καινούρια πληροφορία;**

Έχει μελετηθεί εάν οι αναλύσεις των οίκων είναι μια καινούρια πληροφορία ή απλά οι αξιολογήσεις αντανακλούν τη διαφορά π.χ. των επιτοκίων των ομολόγων με το κρατικό ομόλογο άνευ κινδύνου (treasury bond). Ειδικότερα, ερευνάται εάν μια αξιολόγηση ενός γνωστού οίκου επηρεάζει τη διαφορά των επιτοκίων μέσω των ασφαλιστρών κινδύνου. Σύμφωνα, με τους Jewell και Livingston (1999) φαίνεται ότι οι οίκοι δίνουν σημαντικές πληροφορίες. Παρόλο αυτά τα στοιχεία, δεν είναι σίγουρη η αποτελεσματικότητα. Το κόστος της πληροφορίας που δίνουν οι οίκοι μπορεί να είναι μεγαλύτερο από το κέρδος για την αγορά, αν σκεφτεί κανείς ότι στις αγορές υπάρχει συνεχής πληροφόρηση κι ότι μπορεί να υπάρχουν πηγές στοιχείων πιο οικονομικές.

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν είναι υποχρεωμένοι να έχουν κάποια άδεια ώστε να κάνουν εκτιμήσεις. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Αξιόγραφων (IOSCO), οι ΗΠΑ και Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν προβεί σε διαδικασίες ώστε να υπαχθούν οι οίκοι σε έλεγχο.

### 1. IOSCO

Το Σεπτέμβριο του 2003, ο οργανισμός δημοσίευσε το εξής κείμενο: “ Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies (the IOSCO Principles)”. Αυτές οι αρχές έθεσαν υψηλά κριτήρια για τους οίκους αξιολόγησης, τους ρυθμιστές για τα χρεόγραφα, τους εκδότες και γενικά για τους συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές. Ο στόχος τους είναι να βελτιωθεί η προστασία των επενδυτών, η δικαιοσύνη στις αγορές, η αποτελεσματικότητα, η διαφάνεια και να μειωθεί ο συστηματικός κίνδυνος.

Ο οργανισμός ως απάντηση για τα σχόλια που έλαβε από το προαναφερθέν κείμενο, αποφάσισε να αναπτύξει έναν πιο λεπτομερή κώδικα που θα διέπει τους οίκους εκτίμησης. Το Δεκέμβριο του 2004 δημοσίευσε το κείμενο: “ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”.

#### 1.1 Αρχές<sup>83</sup>

Ο οργανισμός έθεσε τις αρχές που πρέπει να ακολουθούν οι οίκοι και οι οποίες αφορούν τέσσερις τομείς:

- Την ποιότητα και την ακεραιότητα της διαδικασίας εκτίμησης
- Την ανεξαρτησία των οίκων και τη σύγκρουση συμφερόντων
- Την διαφάνεια και τη χρονική περίοδο που πρέπει να γίνονται ανακοινώσεις
- Τη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών από τους οίκους

Αυτές οι αρχές όπως σημειώθηκε από τον οργανισμό μπορούν να εφαρμοστούν ανάλογα με τις συνθήκες κάθε τοπικής αγοράς και το νομοθετικό της σύστημα. Οι μηχανισμοί για εφαρμογή των αρχών μπορούν να πάρουν τη μορφή κώδικα

---

<sup>83</sup> “Report on the Activities of credit rating agencies”, IOSCO, September 2003.

εσωτερικών διαδικασιών και πολιτικών ενός οίκου που θέλει να διατηρήσει τη καλή φήμη του ή ακόμα και κυβερνητικού νόμου.

#### 1. Ποιότητα και ακεραιότητα της διαδικασίας εκτίμησης

Η εκτίμηση για μία εταιρία ή για ένα αξιόγραφο έχει αξία για τους επενδυτές όταν το νόημα της είναι σαφές και η ανάλυση κατανοητή για να χρησιμοποιηθεί σε επενδυτικές αποφάσεις. Όταν αυτά τα χαρακτηριστικά δεν ισχύουν μακροπρόθεσμα, δηλαδή οι εκτιμήσεις δεν μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης, οι οίκοι έχουν ουσιαστικά αποτύχει. Η πρώτη αρχή ενθαρρύνει τους οίκους να υιοθετήσουν μηχανισμούς ώστε να γίνονται έλεγχοι στην ποιότητα της εκτίμησης. Η πρώτη αρχή επίσης, προτείνει στους οίκους να εκφράζουν γνώμες που μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης στην αγορά.

#### 2. Ανεξαρτησία και συγκρούσεις συμφερόντων

Αν υπάρχουν υποψίες από τους επενδυτές ότι οι οίκοι δεν δρουν ανεξάρτητα κι ότι υπόκεινται σε συμφέροντα, τότε βλάπτεται η αγορά ως σύνολο. Η δεύτερη αρχή παρακινεί τους οίκους να προβούν σε τέτοιες ενέργειες ώστε να μην διακυβεύεται η ανεξαρτησία τους. Αν δεν το επιτύχουν τότε έχουν αποτύχει ως εταιρίες. Ο τρόπος προστασίας της ανεξαρτησίας είναι η δημιουργία μηχανισμών και διαδικασιών που αναγνωρίζουν πραγματικές ή πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων και οι οποίες μετέπειτα τις εξαλείφουν ή τις μειώνουν.

#### 3. Διαφάνεια και χρονική περίοδος ανακοινώσεων των εκτιμήσεων

Η Τρίτη αρχή έχει σχεδιαστεί για να λαμβάνουν οι επενδυτές έγκαιρες πληροφορίες για την εκτίμηση και τις διαδικασίες της, τις μεθοδολογίες και τις υποθέσεις που έχουν γίνει. Επίσης, προβλέπει για να ενημερώνονται οι επενδυτές σχετικά με τις βαθμολογίες που είχε εκδώσει ένας οίκος στο παρελθόν και επιπλέον να διευκρινίζεται αν μια εκτίμηση είναι ύστερα από αίτημα ή όχι. Ακόμη, οι εταιρίες ενθαρρύνονται να δίνουν όσο το δυνατόν πιο έγκυρες πληροφορίες γιατί με αυτό τον τρόπο διευκολύνεται η ακεραιότητα και η αντικειμενικότητα της διαδικασίας.

#### 4. Εμπιστευτική πληροφόρηση

Η τέταρτη αρχή προωθεί τη συνεργασία των εταιριών με τους οίκους βεβαιώνοντας ότι θα ισχύσουν διαδικασίες με τις οποίες θα προστατεύονται οι εμπιστευτικές

πληροφορίες. Βέβαια, δεν πρέπει να γίνεται παρερμηνεία αυτής της αρχής επειδή ήδη μερικές εταιρίες υπογράφουν συμβόλαια εμπιστευτικότητας με τους οίκους. Η επιτροπή IOSCO επισημαίνει ότι οι οίκοι θα πρέπει να εξετάζουν το ενδεχόμενο ότι ορισμένες πληροφορίες είναι ιδιαίτερα χρήσιμες για τους επενδυτές, επειδή μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης, και θα πρέπει να γίνονται γνωστές.

## 1.2 Κώδικας<sup>84</sup>

Κατά τη σύνταξη του κειμένου τα θεμελιώδη του κώδικα χωρίστηκαν σε τρεις τομείς και δίνουν ουσία στις αρχές που έχουν θεσπιστεί.

- Η ποιότητα και η ακεραιότητα της διαδικασίας εκτίμησης
- Ανεξαρτησία των οίκων και αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων
- Οι ευθύνες των οίκων απέναντι στο επενδυτικό κοινό και στους εκδότες

Ο πρώτος τομέας αναφέρεται στην ποιότητα της διαδικασίας, στον έλεγχο και την αναβάθμιση και στην ακεραιότητα. Συγκεκριμένα, όσο αφορά την ποιότητα η εκτίμηση πρέπει να βασίζεται σε μια ανάλυση σύμφωνη με την έγκυρη και δοκιμασμένη μεθοδολογία κάθε οίκου. Η εκτίμηση πρέπει να είναι αποτέλεσμα του οίκου που διαθέτει αρκετό, καταρτισμένο κι έμπειρο προσωπικό κι όχι ενός αναλυτή. Επίσης, πρέπει να ενσωματώνει όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Ο οίκος πρέπει να κρατάει αρχείο με τα στοιχεία του και να αποδεικνύει ότι έχει το κατάλληλο υλικό για να διεκπεραιώσει υψηλής ποιότητας εκτιμήσεις.

Ο οίκος πρέπει να παρακολουθεί σε συνεχή βάση, για μια περίοδο, την εταιρία που είναι υπό εκτίμηση και να καταφεύγει σε αλλαγή της εκτίμησης όταν κρίνεται αναγκαίο.

Ο οίκος και οι υπάλληλοί του πρέπει να είναι συμμορφώνονται με τους νόμους και τους κανονισμούς και να προωθούν την δίκαιη συνεργασία με τους επενδυτές και τους εκδότες. Κάθε υπάλληλος πρέπει να αναφέρει δραστηριότητες που αντιτίθενται στον κώδικα και η διοίκηση πρέπει να προβαίνει στις απαραίτητες ενέργειες.

Ο δεύτερος τομέας δίνει έμφαση στην ανεξαρτησία που πρέπει να διέπει τους οίκους. Δεν πρέπει να επηρεάζονται οι εκτιμήσεις τους από τον φόβο για τις αντιδράσεις που θα φέρουν στην οικονομική και πολιτική ζωή. Οι αναλυτές θα πρέπει να εφαρμόζουν

---

<sup>84</sup> ‘‘Code of Conduct Fundamentals for credit Rating Agencies’’, IOSCO, December 2004.

αδιάκοπα αυτή την αρχή. Επιπλέον, στις εκτιμήσεις δεν θα πρέπει να εμπλέκονται συμφέροντα οικονομικά με τους πελάτες και οι οίκοι θα πρέπει να απομονώνουν την λειτουργία της εκτίμησης με κάθε είδους άλλη λειτουργία όπως τις συμβουλευτικές υπηρεσίες. Είναι εύλογη η υιοθέτηση διαδικασιών και μηχανισμών που αναγνωρίζουν και αποτρέπουν τις συγκρούσεις συμφερόντων και αν τυχόν υπάρξουν πρέπει να έρχονται στην επιφάνεια. Θα πρέπει να αναφέρονται ποσά που δεν προέρχονται από την κύρια λειτουργία των οίκων και οι υπάλληλοι δεν θα πρέπει να έχουν είτε οικονομικές συναλλαγές είτε να δέχονται ανταμοιβές κάθε μορφής από τις εταιρίες που υπάγονται σε εκτίμηση.

Επίσης, θα πρέπει να γίνεται σωστή κατανομή εργασίας στους υπαλλήλους, δηλαδή το προσωπικό που ασχολείται με τις αξιολογήσεις δεν θα πρέπει να έχει συμμετοχή στον διακανονισμό των αμοιβών. Αν συμβεί εργαζόμενος να έχει κάποιου είδους προσωπική επαφή που δημιουργεί συγκρούσεις συμφερόντων, πρέπει να αναφέρεται σε κάποιο ανώτερο στέλεχος του οίκου και να λαμβάνονται τα απαραίτητα μέτρα.

Ο τρίτος τομέας επισημαίνει ότι ένας οίκος οφείλει να ανακοινώνει τις αξιολογήσεις στον κατάλληλο χρόνο οι οποίες θα περιέχουν και τις μεθοδολογίες, τις εκθέσεις, τις αλλαγές. Επίσης, είναι σημαντικό να φαίνονται οι διαδικασίες που ακολουθήθηκαν, η ανάλυση των μεθοδολογιών και αν έχουν γίνει αλλαγές σε αυτές, οι υποθέσεις και η γνώμη των αναλυτών. Οι επενδυτές πρέπει να έχουν δωρεάν πρόσβαση σε όλες τις ανακοινώσεις εκτός από αυτές που είναι ιδιωτικές για κάποια εταιρία. Οι οίκοι θα πρέπει να επεξηγούν πλήρως τι χρειάζονται από τις εταιρίες για την αξιολόγηση για να γίνεται όσο το δυνατόν πιο έγκαιρη και θα πρέπει να τους αιτιολογούν μια πιθανή καθυστέρηση στη διαδικασία της εκτίμησης.

Οι οίκοι θα πρέπει να εκδίδουν ιστορικά στοιχεία αξιολογήσεων για κάθε είδους εκτίμηση ώστε να μπορούν οι επενδυτές να συγκρίνουν τα αποτελέσματα των οίκων.

Πολύ σημαντικό είναι να αναφέρεται αν η εταιρία είχε συμμετοχή στην εκτίμηση ή αν η αξιολόγηση έγινε αυτόκλητα από τον οίκο.

Ένα σημαντικό κριτήριο για την αξιοπιστία ενός οίκου είναι ο χειρισμός των εμπιστευτικών πληροφοριών. Πρέπει και για αυτό το κριτήριο να ακολουθηθούν συγκεκριμένες διαδικασίες και να δημιουργηθούν μηχανισμοί που να καλλιεργούν κλίμα εμπιστοσύνης. Οι πληροφορίες δίνονται για την διαδικασία της εκτίμησης αποκλειστικά και οι εργαζόμενοι των οίκων θα πρέπει να τηρούν αυτή την αρχή.

Ο κώδικας που συντάχθηκε επειδή δεν έχει τη μορφή νόμου αλλά είναι συμβουλευτικό κείμενο, έδωσε και μια γενική προτροπή ως προς τον τρόπο εφαρμογής του. Συγκεκριμένα, κάθε οίκος θα πρέπει να δημιουργήσει έναν εταιρικό κώδικα που θα περιγράφει πλήρως αν ενσωματώνονται οι οδηγίες και οι αρχές του IOSCO. Επίσης, ένας οίκος θα πρέπει να αναφέρει γιατί υπάρχουν διαφοροποιήσεις από τον κώδικα και πώς προστατεύονται οι αρχές του IOSCO. Ακόμη, ένας οίκος θα πρέπει να αναφέρει τον τρόπο εφαρμογής του κώδικά του και τις τυχόν αλλαγές που γίνονται.

Οι οίκοι επίσης θα πρέπει να δημιουργήσουν μια ομάδα που θα ασχολείται με προβλήματα που απασχολούν τους επενδυτές ή τις εταιρίες σχετικά με τη λειτουργία τους και σε δεύτερη φάση να παίρνει αποφάσεις και μέτρα ώστε να επιλύονται αυτά τα προβλήματα.

## **2. ΗΠΑ**

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 (Securities and Exchange Commissions) 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 Ratings 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:

- (1) αν πρέπει να συνεχιστεί να χρησιμοποιούνται οι αξιολογήσεις ως έχει
- (2) η διαδικασία του σχεδιασμού NRSRO
- (3) το επίπεδο του ελέγχου που θα πρέπει να δέχονται οι οίκοι που κατέχουν αυτή την προδιαγραφή

Στις 19 Απριλίου 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, ο κανόνας αυτός επικεντρώνεται στο να έχει ο ορισμός NRSRO μια πιο συγκεκριμένη περιγραφή.

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

- (1) δημοσιεύει εκτιμήσεις που είναι τα τρέχοντα πορίσματα για την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών ως προς συγκεκριμένα χρεόγραφα ή εργαλεία της χρηματαγοράς
- (2) είναι γενικά αποδεκτός στις χρηματοοικονομικές αγορές ως εκδότης αξιόπιστων εκτιμήσεων από την πλειοψηφία των χρηστών των αξιολογήσεων
- (3) χρησιμοποιεί συστηματικές διαδικασίες που διασφαλίζουν ώστε να είναι αξιόπιστες οι εκτιμήσεις, διαχειρίζεται πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων και εμποδίζει την κακή χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών και έχει αρκετές χρηματικές πηγές ώστε να βεβαιώνει ότι εφαρμόζει αυτές τις διαδικασίες.

## 2.1 Πράξη 2006

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 τη συγκεκριμένη πράξη, η οποία εγκρίθηκε από το Κογκρέσο των ΗΠΑ, αναμορφώνεται η Πράξη για τα Αξιογραφα του 1934 (Securities Exchange Act of 1934) και προστίθενται νέοι κανόνες για την αναγνώριση των οίκων.

Διαδικασία εγγραφής:<sup>85</sup> Ένας οίκος που θέλει να αναγνωριστεί 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 που έχουν υιοθετηθεί για να εμποδίζουν την κακή χρήση πληροφοριών, η οργανωτική δομή της εταιρίας, ο κώδικας ηθικής της εταιρίας και αν

---

<sup>85</sup> 109<sup>th</sup> CONGRESS 2d Session S.3850 AN ACT, The Operator.com

δεν υπάρχει τους λόγους για τους οποίους δεν υφίσταται και τέλος οι συγκρούσεις συμφερόντων που έχουν προκύψει.

Επιπλέον, ένας οίκος οφείλει σε μια εμπιστευτική λίστα να αναφέρει 20 μεγάλους πελάτες της και τα έσοδα που έχουν προκύψει.

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 πιστοποιητικά 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 ημέρες 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 ημέρες.

Αν η Επιτροπή διαπιστώσει ότι ένας οίκος έχει τα φόντα ώστε να αναγνωριστεί αλλά υπάρχουν προβλήματα στις πηγές εσόδων του που διαστρεβλώνουν τις εκτιμήσεις του, η αναγνώριση δίδεται αλλά με επιφύλαξη και προϋπόθεση ανάκλησης.

Οι οίκοι που θα αναγνωριστούν υποχρεούνται να έχουν διαθέσιμες τις πληροφορίες που είχαν καταθέσει στην Επιτροπή π.χ. στην ιστοσελίδα τους.

Ανανέωση της αναγνώρισης: <sup>86</sup>Ένας οίκος που έχει αναγνωριστεί ως NRSRO έχει υποχρέωση να κάνει ανανέωση της αναγνώρισής του εάν αλλάξει κάποιο ουσιώδες χαρακτηριστικό στη λειτουργία του, εκτός εάν 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.

Υπευθυνότητα της διαδικασίας εκτίμησης: 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

---

<sup>86</sup> 109<sup>th</sup> CONGRESS 2d Session S.3850 AN ACT, The Operator.com



αναγνωρισμένους οίκους και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν νομοθεσία για τη λειτουργία όλων των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Επίκριση, Άρνηση, ή Προσωρινή Ακύρωση της Αναγνώρισης:<sup>87</sup> Η Επιτροπή μπορεί να προβεί σε αναστολή της άδειας του οίκου για δώδεκα μήνες αν πέσει στην αντίληψη της ότι θίγονται τα συμφέροντα των επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, ανασύρεται η αναγνώριση ενός οίκου εάν διαπιστωθεί ότι ο οίκος δεν τηρεί τα απαιτούμενα κριτήρια ή εάν ο οίκος έχει υποπέσει σε παράπτωμα που έχει ποινή φυλάκισης για έναν τουλάχιστον χρόνο ή εάν έχει βρεθεί ενοχή για κάποιο αδίκημα από δικαστήριο του εξωτερικού. Επίσης, η Επιτροπή μπορεί να αναστείλει την αναγνώρισή της εάν δεν τις δίνονται οι απαιτούμενες ετήσιες βεβαιώσεις ή εάν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι ένας οίκος δεν έχει τις χρηματικές πηγές και τα κατάλληλα στελέχη που να διασφαλίζουν την ακεραιότητα του οίκου.

Λήξη της αναγνώρισης: Ένας οίκος μπορεί να τερματίσει οικειοθελώς την αναγνώρισή του με μια γραπτή Επιστολή στην Επιτροπή. Ακόμη, εάν η επιτροπή διαπιστώσει ότι ένας οίκος δεν υφίσταται πλέον ή έχει σταματήσει να διεξάγει εκτιμήσεις μπορεί αυτεπάγγελτα να λήξει την άδεια NRSRO.

Απεικονίσεις: 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.

Παρεμπόδιση της κακής χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών: 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.

---

<sup>87</sup> 109<sup>th</sup> CONGRESS 2d Session S.3850 AN ACT, The Operator.com

Διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων:<sup>88</sup> 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.

Απαγορευμένες Πράξεις: Η Επιτροπή θέτει κανόνες οι οποίοι απαγορεύουν τακτικές οι οποίες κρίνονται ως μη δίκαιες ή εξαναγκαστικές. Συγκεκριμένα, απαγορεύεται να εξαρτάται μια εκτίμηση από έναν διακανονισμό μεταξύ της εταιρίας και του οίκου ή υπαλλήλου της. Επίσης, δεν επιτρέπεται ακόμη και η απειλή για έναν τέτοιο διακανονισμό. Επιπλέον, ένας οίκος δεν μπορεί να υποεκτιμά ή να απειλεί για τέτοιες ενέργειες επειδή δεν κάνει αξιολογήσεις για όλα τα προϊόντα μιας εταιρίας. Ακόμη, δεν είναι αποδεκτή η μετατροπή, ή η υπόνοια για μια τέτοια πράξη, μιας αξιολόγησης με αντάλλαγμα την αξιολόγηση επιπλέον προϊόντων.

Υπεύθυνος συμμόρφωσης: Κάθε αναγνωρισμένος οίκος πρέπει να αναθέσει σε κάποιο πρόσωπο τη διαχείριση των πολιτικών και 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.

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

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

Κανόνες κατασκευής: Αν ένας οίκος έχει αναγνωριστεί ως NRSRO δεν απαλλάσσεται από κανέναν άλλο κανόνα ή νόμο του επίσημου κράτους.

---

<sup>88</sup> 109<sup>th</sup> CONGRESS 2d Session S.3850 AN ACT, The Operator.com

Η γερουσία των ΗΠΑ πέρασε την Πράξη του 2006 ως προσχέδιο νόμου τον Σεπτέμβριο του 2006 ως συνέχεια των ενεργειών του Κογκρέσου θέλοντας να 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.<sup>89</sup>

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 αναγνωριστούν από την SEC, σπάζοντας έτσι το μονοπώλιο των οίκων S&P και Moody's.<sup>90</sup>

## 2.2 Εφαρμογή της Πράξης 2006

Τον Ιανουάριο του 2007, η Επιτροπή ψήφισε κάποιους συγκεκριμένους κανόνες που δίνουν ουσιαστική μορφή στην πράξη του 2006. Πιο αναλυτικά, ένας οίκος είναι υποχρεωμένος να κάνει αίτηση στον SEC ώστε να πάρει την προδιαγραφή, να κρατά αρχεία για τις εκτιμήσεις του, να καταρτίζει χρηματοοικονομικές εκθέσεις. Η επιτροπή πρέπει να συντάξει τους οριστικούς κανόνες το αργότερο σε 270 ημέρες, δηλαδή τον Ιούνιο του 2007.<sup>91</sup>

Σύμφωνα με τον πρώτο κανόνα ένας οίκος πρέπει να κάνει αίτηση για να καταγραφεί ως NRSRO, κι αφού αναγνωριστεί θα πρέπει σε ετήσια βάση να δίνει καινούριες πληροφορίες για την λειτουργία του. Δηλαδή, θα πρέπει να αναφέρει τις διαβαθμίσεις που χρησιμοποιεί για τις εκτιμήσεις του, την απόδοση των εκτιμήσεων που θα προκύπτουν από στατιστικές, τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιεί, την οργανωτική του διάρθρωση, τις διαδικασίες που χρησιμοποιεί για να προστατέψει τις εμπιστευτικές πληροφορίες και για την αποφυγή των συγκρούσεων συμφερόντων, τις γνώσεις των αναλυτών και γενικά τις δεξιότητες του προσωπικού του. Επίσης, θα πρέπει να καταθέτει πιστοποιητικά από αναγνωρισμένους θεσμικούς επενδυτές, μια λίστα από τους μεγαλύτερους πελάτες του, ελεγχόμενες οικονομικές καταστάσεις, και μια περίληψη για χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Όλες αυτές οι πληροφορίες για την

<sup>89</sup> “Senate Passes Credit Agency Reform Act”, CFO.com, September 22, 2006.

<sup>90</sup> “Bush Signs Rating Agency Reform Act”, CFO.com, October 2, 2006.

<sup>91</sup> U.S. Securities and Exchange Commission: SEC Votes to propose rules Regarding Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”, January 2007

αίτηση θα πρέπει να παρουσιάζονται στο ευρύ κοινό, για παράδειγμα στην ιστοσελίδα του οίκου.

Ο δεύτερος κανόνας επισημαίνει στους οίκους να κρατούν αρχείο για τις εκτιμήσεις τους για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα.

Ο τρίτος κανόνας ορίζει ότι οι οίκοι θα πρέπει να υποβάλλουν στην Επιτροπή ετησίως, αλλά σε εμπιστευτική βάση, τις οικονομικές τους καταστάσεις ελεγμένες και θεωρημένες από ανεξάρτητο ορκωτό ελεγκτή. Επίσης, υποβάλλονται αποτελέσματα χρήσεως, ταμειακές ροές και περίληψη των χρηματοοικονομικών πληροφοριών.

Οι αναγνωρισμένοι οίκοι, πρέπει σύμφωνα με τον τέταρτο κανόνα, να έχουν διαδικασίες που θα αποκλείουν την κακή χρήση των εμπιστευτικών πληροφοριών, η οποία μπορεί να πάρει τρεις μορφές. Αναλυτικότερα, πρέπει να αποφευχθεί η διάδοση πληροφοριών, οι εργαζόμενοι να μην εμπορεύονται πληροφορίες και τρίτον να μην γίνεται κακή χρήση των πληροφοριών που οδηγεί σε μια κακή αξιολόγηση.

Ο πέμπτος κανόνας επισημαίνει την ανάγκη να γίνεται σωστή διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων εκ μέρους της διοίκησης. Πιο συγκεκριμένα, ο κανόνας υποδεικνύει στους οίκους να μην λαμβάνουν επιπλέον αμοιβές από τις εταιρίες που αξιολογούνται και από τους χρήστες που θέλουν τις εκτιμήσεις για σκοπούς ελέγχου. Επίσης, υπάρχουν άλλου είδους συγκρούσεις συμφερόντων όπως η αξιολόγηση θυγατρικών.

Ο έκτος κανόνας απαγορεύει στους οίκους NRSRO να κάνουν ενέργειες που κρίνονται ως λανθασμένες ή μη δίκαιες ή κάτω από πίεση από την Επιτροπή. Για παράδειγμα, ένας οίκος δεν μπορεί να πιέσει μία εταιρία να αγοράσει άλλου είδους υπηρεσίες με τον εκβιασμό για χαμηλότερη βαθμολογία.

### 3. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

Στις 10 Φεβρουαρίου 2004, το κοινοβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης υιοθέτησε μία λύση για τα προβλήματα σχετικά με τους οίκους αξιολόγησης ζητώντας από την Ευρωπαϊκή επιτροπή να πάρει αποφάσεις για την ανάγκη ελέγχου και νομοθέτησης των οίκων αξιολόγησης μέχρι τις 31 Ιουλίου του 2005. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο διέγνωσε πέντε κύρια ζητήματα:

- (1) οι πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων στους οίκους
- (2) η διαφάνεια στις μεθοδολογίες των οίκων και δίκαιη παρουσίαση των αξιολογήσεων
- (3) η νόμιμη διαχείριση των εσωτερικών πληροφοριών από τους οίκους
- (4) η πιθανή έλλειψη ανταγωνισμού στον κλάδο των οίκων αξιολόγησης και εμπόδια εισόδου στον κλάδο για νέες εταιρίες
- (5) σχέσεις μεταξύ εκδοτών αξιόγραφων και οίκων

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή του ελέγχου των Αξιόγραφων ( CCSR ) πήρε την εντολή στις 27 Ιουλίου 2004 να παρέχει τεχνικές συμβουλές για αυτά τα ζητήματα μέχρι την 1<sup>η</sup> Απριλίου του 2005.

Το Ευρωπαϊκό κοινοβούλιο ζήτησε από την Επιτροπή να συνεργαστεί με άλλους οργανισμούς ελέγχου και τον IOSCO ώστε να διασφαλιστεί ότι οι εξελίξεις για τους οίκους αξιολόγησης είναι συνεπείς με τη διεθνή πραγματικότητα.

Τον Μάρτιο του 2005 η Επιτροπή CCSR εξέδωσε την απόφαση ότι πιστεύει ότι κώδικας IOSCO αντιπροσωπεύει τα προβλήματα που υπάρχουν και παρέχει τις κατάλληλες λύσεις. Επίσης, προέτρεψε να μην γίνει επίσημη νομοθέτηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση.<sup>92</sup>

#### 3.1 Κοινοτικές οδηγίες<sup>93</sup>

Τα τελευταία χρόνια έχουν υιοθετηθεί αρκετά νομοθετικά μέτρα για τους οίκους, ως μέρος του Σχεδίου Δράσης της Επιτροπής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (FSAP). Βέβαια, αυτό το νομοθετικό πλαίσιο έχει τη μορφή κοινοτικών οδηγιών, που είναι

<sup>92</sup> CCSR's Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code, December 2006.

<sup>93</sup> "Communication from the Commission on Credit Rating Agencies", Official Journal of the European Union, March 2006.

δεσμευτικές, και εφαρμόζονται από τους οίκους που δραστηριοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Ο σκοπός της Επιτροπής FSAP είναι να καταστήσει τις χρηματαγορές της Ευρώπης ανοικτές και αποδοτικές με το να μειώνει τους κινδύνους για τους επενδυτές με την κατάλληλη νομοθεσία και ταυτόχρονα να μην επιβάλλει νομοθετικά εμπόδια που θα είναι αντικίνητρο για επενδύσεις.

Στο πλαίσιο αυτό κοινοποιήθηκαν τρεις κοινοτικές Οδηγίες που σχετίζονται με τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η πιο σημαντική είναι η Οδηγία Κατάχρησης της Αγοράς (Market Abuse Directive), η οποία στοχεύει στην εξάλειψη της κακής μεταχείρισης στοιχείων που διαστρεβλώνουν την αληθινή εικόνα της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, τα μέτρα της πλήττουν την αδιαφάνεια και τις συγκρούσεις συμφερόντων.<sup>94</sup>

Η Οδηγία 2003/125/EC υπαγορεύει τη δίκαιη παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και την αποκάλυψη των συγκρούσεων συμφερόντων. Όσο αφορά την Οδηγία, οι αξιολογήσεις των οίκων δεν συνιστούν συστάσεις αλλά αποτελούν γνώμες για την πιστοληπτική ικανότητα ενός αξιόγραφου ή μιας εταιρίας. Επίσης, οι οίκοι πρέπει να διαμορφώσουν εσωτερικές διαδικασίες ώστε να εξασφαλίσουν την τήρηση της δίκαιης παρουσίασης. Επιπλέον, σύμφωνα με το Άρθρο 1(8) οι οίκοι οφείλουν να κάνουν γνωστές οποιοσδήποτε συγκρούσεις συμφερόντων.

Επιπροσθέτως στην Οδηγία 2003/125/EC, στο Άρθρο 1(2), αναφέρεται ότι αν ένας οργανισμός γνώριζε ή έπρεπε να γνωρίζει ότι μία εκτίμηση είναι λανθασμένη και δεν προέτρεψε ώστε να δημοσιευθεί στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης ή ακόμα και στο Ιντερνέτ, αυτό συνιστά κατάχρηση της αγοράς.

Η Οδηγία 2003/6/EC απαγορεύει σε όποιον εργάζεται σε οίκο αξιολόγησης και κατέχει εσωτερική πληροφόρηση μιας εταιρίας, να τη χρησιμοποιεί για να αγοράσει χρηματοοικονομικά αξιόγραφα. Πρέπει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τα Άρθρα 1(1) και 2(1) εσωτερική πληροφόρηση αποτελεί η κάθε είδους πληροφόρηση που δεν έχει γίνει γνωστή σε έναν ή περισσότερους εκδότες χρηματοοικονομικών εργαλείων, άμεσα

---

<sup>94</sup> ‘‘Communication from the Commission on Credit Rating Agencies’’, Official Journal of the European Union, March 2006.

ή έμμεσα, και η οποία εάν γινόταν γνωστή θα επηρέαζε την τιμή των αξιόγραφων ή παραγώγων τους.

Αν ένας εκδότης αποφασίσει να επιτρέψει σε έναν οίκο να διαρρεύσει εσωτερική πληροφόρηση, ο οίκος έχει υποχρέωση εμπιστευτικότητας όπως προβλέπει το Άρθρο 6(3) της Οδηγίας.

Επίσης, δεν επιτρέπεται να γίνει γνώστης εσωτερικής πληροφόρησης κάποιος που δεν υπάγεται στις εργασίες του οίκου ή σχετίζεται το επάγγελμά του με αυτές τις εργασίες. Συγκεκριμένα, το Άρθρο 6(3) στην τρίτη υποπαράγραφο της οδηγίας επισημαίνει ότι οι εκδότες πρέπει να διαμορφώνουν λίστες στις οποίες θα αναφέρονται τα πρόσωπα που έχουν πρόσβαση στην εσωτερική πληροφόρηση. Αυτές οι λίστες πρέπει να αναθεωρούνται οποτεδήποτε κάποια αρμόδια επιτροπή το ζητήσει.

Βέβαια, ακριβώς οι ίδιες διατάξεις ισχύουν για τους οίκους οι οποίοι πρέπει να προστατεύουν την εσωτερική πληροφόρηση από μια εταιρία που αξιολογούν. Παρόλο αυτά είναι επιτρεπτό να συζητιέται η εσωτερική πληροφόρηση της εταιρίας όταν ο οίκος θέλει να εξετάσει την εγκυρότητα αυτής ώστε να διαμορφώσει την αξιολόγησή του.

Το δεύτερο μέρος της Ευρωπαϊκής νομοθεσίας που σχετίζεται με τους οίκους είναι η Οδηγία της κεφαλαιακής επάρκειας (Capital Requirements Directive).<sup>95</sup> Η οδηγία βασίζεται στο καινούριο πλαίσιο της κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες και τις επενδυτικές εταιρίες που συμφωνήθηκε από τη Βασιλεία II το 2004. Αυτή η οδηγία αποτελεί αναμόρφωση της Οδηγίας 2000/12/EC της Ευρωπαϊκής Βουλής και του Συμβουλίου, οποία είχε εκδοθεί στις 20 Μαρτίου 2000.

Σύμφωνα με την προαναφερθείσα οδηγία οι σταθμισμένοι συντελεστές που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας πρέπει να προέρχονται από τους αναγνωρισμένους οργανισμούς πιστωτικών αποτιμήσεων (External Credit Assessment Institutions). Αυτοί οι οργανισμοί αναγνωρίζονται από τις αρμόδιες αρχές. Επίσης, η οδηγία αναφέρει έναν παραδεκτό μηχανισμό αναγνώρισης των οίκων.

---

<sup>95</sup> ‘‘Communication from the Commission on Credit Rating Agencies ‘’, Official Journal of the European Union, March 2006.

Πιο αναλυτικά, οι εκτιμήσεις των αναγνωρισμένων οίκων πρέπει να είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και πρέπει να ελέγχονται σε συνεχή βάση. Επίσης, οι διαδικασίες εκτίμησης πρέπει να είναι διαφανείς. Επιπλέον, οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να αποτιμούν αν οι εκτιμήσεις των συγκεκριμένων οίκων θεωρούνται αξιόπιστες από την πλειοψηφία των συμμετεχόντων στις χρηματαγορές.

Για το μηχανισμό αναγνώρισης των οίκων η Επιτροπή Εποπτών των Ευρωπαϊκών Τραπεζών (Committee of European Banking Supervisors), επεξεργάζεται τα στοιχεία ώστε να κατασκευαστούν συγκεκριμένα κριτήρια για την αναγνώριση των οίκων.<sup>96</sup>

Η κοινοτική οδηγία για την κεφαλαιακή επάρκεια δεν αποτελεί νόμο για το πώς πρέπει να λειτουργούν οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αλλά για το πώς πρέπει να εργάζονται στον υπολογισμό των απαιτούμενων κεφαλαίων. Επομένως, οι οδηγίες απευθύνονται μόνο στους οίκους των οποίων χρησιμοποιούνται οι αξιολογήσεις. Επίσης, κάποιοι οίκοι μπορούν να επιλέξουν να μην δραστηριοποιούνται ως αναγνωρισμένοι και για αυτό δεν εντάσσονται σε αυτά τα μέτρα.

Οι αρμόδιες αρχές ελέγχουν τις εξελίξεις όσο αφορά τα κριτήρια αναγνώρισης για τους οίκους και έχουν ως στόχο να τα εντάξουν, αν αυτά αποδειχθούν κατάλληλα, στη γενικότερη νομοθεσία για τη λειτουργία όλων των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Το τρίτο μέρος της σχετικής νομοθεσίας είναι η Οδηγία 2004/39/EC της 21/04/04 (OJ 2004 L 145/1), που είναι η οδηγία για τις χρηματοοικονομικές πράξεις στις αγορές (Markets in Financial Instruments Directive).<sup>97</sup> Το περιεχόμενο αυτής ενδιαφέρει μόνο τους οίκους που παρέχουν και επενδυτικές υπηρεσίες και όχι για τη διαδικασία εκτίμησης. Όμως, οι οίκοι θα πρέπει να είναι ικανοί ώστε να ξεχωρίζουν τα όρια των δύο δραστηριοτήτων ώστε να εφαρμόζουν σωστά την οδηγία αυτή.

Τα Άρθρα 13(3), 13(10) και 18 αναφέρουν ότι στην περίπτωση που ένας οίκος παρέχει και τα δύο είδη υπηρεσιών ταυτόχρονα, δηλαδή διεξάγει διαδικασία αξιολόγησης και

---

<sup>96</sup> CEBS Consultation paper on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 29 June 2005, available at <http://www.cebs.org/pdfs.CP07.pdf>

<sup>97</sup> ‘‘Communication from the Commission on Credit Rating Agencies’’, Official Journal of the European Union, March 2006.



παρέχει συμβουλές πρέπει να κάνει διαχωρισμό εργασιών ώστε να αποφευχθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων.

Ένα άλλο μέρος του Κοινοτικού Δικαίου που μπορεί να θεωρηθεί σημαντικό για τον έλεγχο των οίκων είναι το Δίκαιο του Ανταγωνισμού. Η Επιτροπή όμως δεν συμερίζεται τις ανησυχίες της Ευρωπαϊκής Βουλής για το βαθμό συγκέντρωσης αυτού του κλάδου. Σύμφωνα, με την Επιτροπή δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι υπάρχουν πρακτικές που εμποδίζουν τον ανταγωνισμό αλλά διατίθεται να εξετάσει αυτό το ενδεχόμενο. Επισημαίνει ακόμα ότι στο συγκεκριμένο κλάδο υπάρχει φόβος για τον υπερβολικό ανταγωνισμό διότι υπάρχει περίπτωση μερικοί οίκοι να προβούν σε ευνοϊκές εκτιμήσεις ενόψει δημιουργίας πελατολογίου.

### 3.2 CEBS<sup>98</sup>

Η Επιτροπή Εποπτών των Ευρωπαϊκών Τραπεζών (Committee of European Banking Supervisors) συνέταξε οδηγίες για τους οίκους, που θα θεωρηθούν κατάλληλοι, για να δίνουν εκτιμήσεις για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας. Η Επιτροπή προέβη σε αυτή την κίνηση μετά τη θέσπιση της κοινοτικής οδηγίας για τη κεφαλαιακή επάρκεια.

Οι οδηγίες αυτές δεν αποτελούν νόμο ή μορφή επιβολής για συγκεκριμένο τρόπο λειτουργίας εκ μέρους των οίκων αλλά έχει ως μοναδικό σκοπό να δημιουργήσει μια βάση για τους υπολογισμούς στην τυποποιημένη προσέγγιση και για τις προσεγγίσεις ασφαλών εκτιμήσεων (Securitization Ratings Based Approaches).

Η επιτροπή προτείνει συγκεκριμένο τρόπο διαδικασίας για την αναγνώριση οίκων ως ECAI. Συγκεκριμένα, προβλέπει

- Τη διαδικασία αναγνώρισης
- Την υλοποίηση των κριτηρίων αναγνώρισης της Οδηγίας
- Τα κριτήρια για τη σχεδίαση των εξωτερικών αποτιμήσεων στους σταθμισμένους συντελεστές της οδηγίας.

<sup>98</sup> CEBS Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 January 20006.

### 3.2.1 Η διαδικασία αναγνώρισης<sup>99</sup>

#### Γενικές αρχές

Η πρώτη γενική αρχή προβλέπει ότι η ευθύνη της αποτίμησης εάν πληρούνται τα κριτήρια αναγνώρισης για τους ECAI υπάγεται στην αρμόδια αρχή κάθε χώρας που χρησιμοποιεί τα πορίσματα των οίκων. Στη δεύτερη γενική αρχή αναφέρεται ρητά ότι η αναγνώριση προορίζεται μόνο για την εφαρμογή της τυποποιημένης προσέγγισης και των προσεγγίσεων ασφαλών εκτιμήσεων.

Η διαδικασία αναγνώρισης αρχίζει όταν ένας οίκος κάνει αίτηση. Βέβαια κάθε κράτος ορίζει από τι είδους οργανισμό θα δέχεται αιτήσεις.

Επιπλέον, πριν γίνει η αναγνώριση ενός οίκου, η κάθε αρμόδια αρχή πρέπει να εξασφαλίσει ότι οι εκτιμήσεις του θα χρησιμοποιηθούν από κάποιο οργανισμό για τους προαναφερθέντες σκοπούς.

Η χρήση των εκτιμήσεων απαγορεύεται να γίνεται από μια εταιρία που ανήκει στον ίδιο όμιλο με τον οίκο για να αποφευχθεί η σύγκρουση συμφερόντων.

Σύμφωνα με την έκτη αρχή, οι αρμόδιες αρχές που ασχολούνται με την αναγνώριση των οίκων πρέπει να διαθέτουν όλο το αναγκαίο πληροφοριακό υλικό. Επομένως, οι οίκοι που θέλουν να αναγνωριστούν ως ECAI πρέπει να συνεργάζονται πλήρως.

Ένας οίκος μπορεί να κάνει αίτηση σε περισσότερα από ένα κράτος για να πάρει νομιμοποίηση. Για αυτό το λόγο οι αρμόδιες αρχές των διάφορων κρατών πρέπει να συνεργάζονται για να μη χρειάζεται να γίνουν ξανά οι ίδιες διαδικασίες. Σε περίπτωση που οι αρμόδιοι λάβουν τις αιτήσεις αργότερα από ότι σε μια άλλη χώρα, είναι δικαίωμά τους να επιλέξουν αν θα δεχθούν τα ίδια πορίσματα επακριβώς ή αν θα κάνουν έμμεση αναγνώριση. Και οι δύο τακτικές θεωρούνται σημαντικές. Όμως, πρέπει να προσέξουν οι αρμόδιες αρχές να χρησιμοποιείται η έμμεση αναγνώριση στις κατάλληλες συνθήκες.

Η τελευταία γενική αρχή προβλέπει ότι οι αρμόδιες αρχές πρέπει να δημοσιεύουν την αιτιολόγηση της διαδικασίας αναγνώρισης και μια λίστα των νομίμων ECAI. Αυτή η πληροφόρηση πρέπει να συμπεριλαμβάνεται στο κοινό εποπτικό πλαίσιο ενημέρωσης που έχει δημιουργήσει ο CEBS.

---

<sup>99</sup> [www.c-ebs.org](http://www.c-ebs.org)

Η αίτηση<sup>100</sup>: Η διαδικασία αναγνώρισης ξεκινά όταν οι αρμόδιες αρχές λαμβάνουν αίτηση αναγνώρισης από κάποιο οργανισμό. Υπάρχουν δύο είδη αιτήσεων που δέχονται ώστε να εξασφαλιστεί η ευελιξία στις διαδικασίες. Πιο αναλυτικά, υπάρχει η αίτηση για αναγνώριση ECAI και η αίτηση των οργανισμών που προτίθενται να χρησιμοποιήσουν τις εκτιμήσεις των οίκων. Σε κάθε είδους αίτηση πρέπει να επισυνάπτεται το αναγκαίο πληροφοριακό υλικό.

Στην περίπτωση που ένας οίκος θέλει να αναγνωριστεί ως ECAI, πρέπει να συμπεριλάβει στην αίτησή του έναν τουλάχιστον οργανισμό που θέλει να χρησιμοποιήσει τις εκτιμήσεις του. Επίσης, πρέπει να δηλώσει από τι είδους κλάδο θα χρησιμοποιηθούν οι εκτιμήσεις του, οι οποίοι μπορεί να είναι τρία είδη αγορών: δημόσια χρηματοοικονομική, εμπορικές επιχειρήσεις και δομημένη χρηματοοικονομική. Επιπλέον, στην αίτηση πρέπει να γίνεται αναφορά αν κάποιο άλλο κράτος έχει δώσει ήδη την εξουσιοδότηση ECAI, ώστε να υπάρξει συνεργασία μεταξύ των αρμοδίων.

Όλες οι αιτήσεις πρέπει να περιέχουν κατανοητή, διαφανή και περιεκτική τεκμηρίωση που να αποδεικνύουν ότι οι εκτιμήσεις τους θεωρούνται κατάλληλες για χρησιμοποίηση από οργανισμούς. Αυτό θα τους βοηθήσει να εξασφαλίσουν την αναγνώριση.

Το επίπεδο της αναγνώρισης: Πολλοί οίκοι που έχουν ήδη αναγνωριστεί ως ECAI έχουν θυγατρικές εταιρίες σε διάφορα κράτη. Όμως, η σχετική κοινοτική οδηγία δεν διευκρινίζει αν η αναγνώριση αφορά όλες τις θυγατρικές ή μόνο αυτή που έχει πάρει συγκεκριμένη εξουσιοδότηση. Το κριτήριο που καθορίζει το εύρος της αναγνώρισης εξαρτάται από το εάν όλες οι θυγατρικές καταλήγουν στις ίδιες αξιολογήσεις ανεξάρτητα τη γεωγραφική θέση της εκάστου εταιρίας. Αν ένας όμιλος αποδειξει ότι όλες οι θυγατρικές του χρησιμοποιούν τις ίδιες μεθοδολογίες και διαδικασίες, δεν χρειάζεται να κάνει παραπάνω από μία αίτηση. Αυτή η μέθοδος αναγνώρισης εξασφαλίζει την συγκρισιμότητα των εκτιμήσεων ανεξαρτήτως τη χώρα προέλευσής τους. Ωστόσο, η γενική μέθοδος αναγνώρισης δεν αφορά συνδεδεμένες επιχειρήσεις ή κοινοπραξίες (joint-ventures).

---

<sup>100</sup> CEBS Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 January 20006.

Η μορφή της αναγνώρισης:<sup>101</sup> Η κοινοτική Οδηγία της κεφαλαιακής επάρκειας επιτρέπει στα κράτη να δίνουν αναγνώριση με δύο τρόπους, είτε να δίνουν άμεσα την αναγνώριση, είτε να χρησιμοποιούν την άδεια που έχει δοθεί από ένα άλλο κράτος. Επίσης, μπορεί να γίνεται και συνδυασμός των δύο τρόπων. Για να χρησιμοποιηθεί μια ήδη υπάρχουσα αναγνώριση πρέπει να προέρχεται από την αρμόδια αρχή μιας χώρας που είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αίτηση σε περισσότερα από ένα κράτος - μέλος : Σε περίπτωση που ένας οίκος δραστηριοποιείται σε περισσότερες από μία χώρες ή έχει παραρτήματα σε διάφορα κράτη, γίνονται περισσότερες από μία αιτήσεις. Με σκοπό να γίνεται πιο αποτελεσματική η διαδικασία αναγνώρισης, οι αρμόδιες αρχές ζητούν όσο το δυνατό λιγότερα στοιχεία και επιδιώκουν να συνεργάζονται μεταξύ τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μην γίνεται επανάληψη των ίδιων διαδικασιών και να μειώνεται η επιβάρυνση συμμόρφωσης για τους αιτούντες. Για αυτό το σκοπό όταν κατατίθεται μια αίτηση από έναν οίκο, αυτή πρέπει να συμπεριλαμβάνει όλα τα κράτη στα οποία προτίθεται ο οίκος να δραστηριοποιηθεί. Επίσης, όταν κάνει αίτηση ένας οργανισμός για χρήση εκτιμήσεων ενός συγκεκριμένου οίκου, οι αρμόδιοι ερευνούν ποιοι άλλοι οργανισμοί έχουν ενδιαφερθεί για τον συγκεκριμένο οίκο. Σε μερικές περιπτώσεις, ο CEBS παρέχει λογισμικό πρόγραμμα το οποίο βοηθά στη διαδικασία. Για να ξεκινήσει η διαδικασία αναγνώρισης σε αυτές τις περιπτώσεις, οι αρμόδιοι συναντιούνται μέσα στο πρώτο μήνα στον οποίο έχει γίνει η αίτηση του οίκου. Το πώς τελικά θα αναγνωριστεί ο οίκος εξαρτάται από την κάθε περίπτωση. Για παράδειγμα, αν ένας οίκος λειτουργεί κυρίως σε μία χώρα, αυτή θα αναλάβει τη διαδικασία. Επίσης, μπορεί να αποφασιστεί να δοθεί από κοινού η άδεια. Οποιαδήποτε και να είναι η απόφαση, ο οίκος θα ενημερωθεί για αυτή.

Παροχή πληροφοριών για τη στήριξη της αίτησης: Οι οίκοι που θέλουν να αναγνωριστούν πρέπει να παρέχουν πληροφόρηση ώστε να γίνει το αίτημά τους δεκτό. Έχει αποφασιστεί τα κείμενα των πληροφοριών να είναι σε μια γλώσσα που να είναι κατανοητή από όλα τα πρόσωπα που ασχολούνται με την αναγνώριση. Οι πληροφορίες που πρέπει να δίνονται πρέπει να είναι επαρκείς ώστε να αναγνωριστεί ο οίκος αλλά

---

<sup>101</sup> CEBS Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 January 20006.

όχι περισσότερες από ότι χρειάζονται για να εφαρμοστεί η οδηγία της κεφαλαιακής επάρκειας. Έχει διαμορφωθεί για αυτό το σκοπό ένα πακέτο ζητούμενων πληροφοριών που συνήθως ζητούν οι αρμόδιοι. Ωστόσο, αν χρειαστεί οι υπεύθυνοι μπορούν να ζητήσουν επιπλέον πληροφορίες.

Επισκόπηση της αίτησης από την αρμόδια αρχή: Οι αρμόδιες αρχές βασίζουν την αναγνώριση που δίνουν στην αποτίμηση για αντικειμενικότητα, ανεξαρτησία, συνεχή επισκόπηση και διαφάνεια στις μεθοδολογίες των οίκων. Επίσης, ελέγχουν την αξιοπιστία και τη διαφάνεια των πιστωτικών εκτιμήσεων.

Ανακοίνωση από τις αρμόδιες αρχές: Σύμφωνα με το άρθρο 81(4) της κοινοτικής οδηγίας για την κεφαλαιακή επάρκεια οι υπεύθυνοι για τις αναγνωρίσεις πρέπει να δημοσιεύουν την αιτιολόγηση για τη διαδικασία της άδειας καθώς και μια λίστα με τα νόμιμα ECAI. Στην ανακοίνωση αυτή πρέπει να παρουσιάζεται το όνομα του οίκου και το πώς εξυπηρετούν οι εκτιμήσεις του για την εφαρμογή της κοινοτικής οδηγίας. Επίσης, πρέπει να αναφέρονται τα στάδια της διαδικασίας αναγνώρισης, αν έχει γίνει μια από κοινού αναγνώριση από διάφορους φορείς, ο κλάδος για τον οποίο έχει δοθεί άδεια στον οίκο να κάνει εκτιμήσεις και ο σχεδιασμός που χρησιμοποιήθηκε. Φυσικά όλες αυτές οι ανακοινώσεις πρέπει να επανεξετάζονται τακτικά και να ανανεώνονται όταν χρειαστεί.

Συνεχής επισκόπηση της νομιμότητας: Οι αρμόδιες αρχές ελέγχουν κατά πόσο οι αναγνωρισμένοι οίκοι εξακολουθούν να πληρούν τα κριτήρια αναγνώρισης. Συγκεκριμένα, οι οίκοι ECAI κάνουν αναφορές στις οποίες συμπεριλαμβάνουν πληροφορίες για αλλαγές που έχουν γίνει. Οι αρμόδιοι φορείς στη συνέχεια ελέγχουν αν αυτές οι αλλαγές επιφέρουν διαφοροποίηση σε τομείς που έχουν σχέση με τα κριτήρια της κοινοτικής οδηγίας. Επιπλέον, οι αρμόδιοι διεξάγουν κάθε πέντε χρόνια μια εκ βάθεων ανάλυση στους οίκους που έχουν αναγνωρίσει. Στις περιπτώσεις που η αρχική διαδικασία αναγνώρισης ήταν από κοινού μεταξύ φορέων, η επισκόπηση θα διεξαχθεί και αυτή με τον ίδιο τρόπο. Αν οι αρμόδιοι φορείς κρίνουν ότι πρέπει αποσυρθεί μια άδεια ECAI, επειδή ο συγκεκριμένος οίκος δεν πληροί τις απαιτούμενες προϋποθέσεις, πρέπει να το ανακοινώσουν στον οίκο. Επίσης, πρέπει αυτό το θέμα να γίνει γνωστό σε όλους τους ενδιαφερόμενους φορείς.

## Τα τεχνικά κριτήρια αναγνώρισης<sup>102</sup>

Τα κριτήρια που αφορούν τη μεθοδολογία είναι:

**Αντικειμενικότητα:** Οι επιτροπές που παρέχουν την άδεια ECAI, πρέπει να πιστοποιούν ότι η μεθοδολογία που χρησιμοποιεί ένας οίκος είναι ακριβής, συνεχής, συστηματική και βασίζεται στην ιστορική εμπειρία.

**Ανεξαρτησία:** οι αρμόδιοι πρέπει να πιστοποιούν ότι η μεθοδολογία δεν επηρεάζεται από εξωτερικές πολιτικές επιδράσεις, εξαναγκασμούς ή οικονομικές πιέσεις.

Οι παράγοντες που διαμορφώνουν την τεκμηρίωση των παραπάνω είναι:

- ιδιοκτησία και οργανωσιακή δομή του οίκου
- χρηματικές πηγές του οίκου
- το προσωπικό και η εξειδίκευση
- εταιρική διακυβέρνηση του οίκου

**Συνεχής επισκόπηση :** Γίνεται ετήσια επισκόπηση για το αν σημαντικά γεγονότα επηρεάζουν τη νομιμότητα των ECAI και για το αν έχει αλλάξει η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν. Πριν όμως δοθεί η άδεια εξασφαλίζονται τα εξής:

- ο έλεγχος της νομιμότητας γίνεται σε ετήσια βάση
- η τακτικότητα της επισκόπησης που διεξάγεται από τον οίκο πρέπει να ελέγχεται από τους αρμόδιους φορείς
- οι οίκοι οφείλουν να ενημερώνουν για το εύρος της επαφής τους με την ανώτατη διοίκηση της εταιρίας που αξιολογούν

**Διαφάνεια και αποκάλυψη:** Η επιτροπή έχει χρέος να διασφαλίσει ότι οι αρχές που χρησιμοποιούν οι οίκοι στις μεθοδολογίες τους, θα είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό. Με αυτό το τρόπο οι χρήστες των αξιολογήσεων είναι σε θέση να αποφασίσουν αν αυτές έχουν προκύψει με σωστή μέθοδο.

Τα κριτήρια που αφορούν τις ατομικές πιστωτικές εκτιμήσεις είναι:

**Αξιοπιστία και Αποδοχή από την Αγορά:** Οι παράγοντες που δείχνουν την αξιοπιστία είναι:

- το μερίδιο αγοράς του οίκου
- τα έσοδα που έχει ο οίκος και οι χρηματοοικονομικές πηγές του
- αν υπάρχει τιμολόγηση κατά την εκτίμηση

---

<sup>102</sup> CEBS Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 January 20006.

Σύμφωνα με το άρθρο 97(1) της κοινοτικής οδηγίας, η εκτίμηση ενός οίκου χρησιμοποιείται, για τον υπολογισμό του συντελεστή σε μια θέση χρεογράφου, μόνο εάν οι αρμόδιοι έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι ο οίκος έχει μια ισχυρή αποδοχή από την αγορά.

**Διαφάνεια και αποκάλυψη:** Οι αρμόδιοι φορείς πρέπει να διαπιστώσουν ότι οι εκτιμήσεις ενός οίκου είναι αποδεκτές από όλους τους οργανισμούς που χρησιμοποιούν πιστωτικές εκτιμήσεις. Πιο συγκεκριμένα, οι εκτιμήσεις θα πρέπει να είναι εξίσου αναγνωρίσιμες από οργανισμούς του εξωτερικού όσο είναι και στους εγχώριους οργανισμούς.

### 3.3 CESR<sup>103</sup>

Η επιτροπή δημιούργησε ένα θεσμικό πλαίσιο για την διαδικασία ελέγχου των οίκων με τρεις κύριους τομείς. Συγκεκριμένα, κάθε οίκος πρέπει να αποστέλλει ετησίως ένα γράμμα στο οποίο θα αναλύει πώς εφαρμόζει τον κώδικα IOSCO και αν υπάρχουν διαφοροποιήσεις. Δεύτερον, θα διοργανώνεται ένα ετήσιο συνέδριο μεταξύ των οίκων και της Επιτροπής όπου θα συζητούνται θέματα για την εφαρμογή του κώδικα και τρίτον οι οίκοι πρέπει να απολογούνται στην Επιτροπή για πιθανά άσχημα συμβάντα που δημιουργούν παρεξηγήσεις στην αγορά.

Κατά την εφαρμογή του πλαισίου τέσσερις είναι οι οίκοι που συνεργάστηκαν και απέστειλαν επιστολές στην ιστοσελίδα της Επιτροπής : ο Moody's, ο Standard & Poor's, ο Fitch Ratings και ο Dominion Bond Rating Service Limited.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μεγάλοι αναγνωρισμένοι οίκοι συνεργάζονται με τον κώδικα άλλα πρέπει να γίνεται συνεχής ανασκόπηση των διεθνών εξελίξεων και επιπλέον πρέπει να γίνονται ετήσιες εκθέσεις της επιτροπής όσο αφορά τη λειτουργία των οίκων.

Μετά από εκτενείς συζητήσεις μεταξύ των συμμετεχόντων στις αγορές, της επιτροπής και των οίκων η Επιτροπή CESR δημοσίευσε τα συμπεράσματά της τον Δεκέμβριο του

---

<sup>103</sup> [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu)

2006, στα οποία φαίνεται ότι οι εταιρικοί κώδικες συμμορφώνονται σε μεγάλο βαθμό με τον επίσημο κώδικα και οι διαφοροποιήσεις που υπάρχουν δεν αποτελούν παραβίαση του.

Βέβαια, υπάρχουν κάποια προβλήματα που αφορούν όλους τους οίκους, τα οποία επισήμαναν οι επενδυτές και οι εταιρίες.

#### Κοινά προβλήματα για όλους τους οίκους<sup>104</sup>

- 1) Ο διαχωρισμός των εργασιών των εταιριών από τους αναλυτές των οίκων. Συγκεκριμένα, οι αναλυτές πολλές φορές αναμειγνύουν τις πληροφορίες για την παρούσα οικονομική κατάσταση των εταιριών με τις πληροφορίες για μία ενδεχόμενη κατάσταση. Για παράδειγμα, μια πιθανή εξαγορά ή συγχώνευση επηρεάζει τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων, αφού τα χρηματοοικονομικά δεδομένα αλλάζουν ριζικά και επομένως αλλοιώνονται οι βαθμολογίες. Αυτό το πρόβλημα είναι μια πιο εξειδικευμένη μορφή σύγκρουσης συμφερόντων που παραβιάζει τους κανόνες του κώδικα.
- 2) Ο κώδικας IOSCO δεν διευκρινίζει επακριβώς την ερμηνεία της εκτίμησης χωρίς αίτημα και δημιουργούνται λάθος χειρισμοί από τους οίκους. Πιο αναλυτικά, ο κώδικας κάνει αναφορά για την συμμετοχή του εκδότη στην διαδικασία εκτίμησης, αν η εκτίμηση προκλήθηκε από αίτημα του εκδότη και για διαδικασίες και μηχανισμούς που πρέπει να διέπουν τους οίκους όσο αφορά αυτό το θέμα.  
Ωστόσο, οι οίκοι έχουν διαφορετικό βαθμό διαφάνειας για αυτό το θέμα. Όλοι κάνουν αναφορά για το αν μια εκτίμηση είναι με παραγγελία ή όχι αλλά είναι πιθανό αυτή η αναφορά να μην είναι αρκετά προσεγγίσιμη από όλους τους επενδυτές. Πολλοί χρήστες των εκτιμήσεων έχουν ζητήσει να υπάρχουν κάποια επίσημα εμβλήματα που να επισημαίνουν τις συγκεκριμένες εκτιμήσεις.

---

<sup>104</sup> CESR's Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code, December 2006.



- Ο οίκος S&P κάνει παρατυπία όσο αφορά τον διαχωρισμό των εργασιών. Συγκεκριμένα, ο κώδικας επιβάλλει οι άνθρωποι που συμμετέχουν στις εκτιμήσεις να μην συμμετέχουν στη διαδικασία εφαρμογής του κώδικα. Όμως, ο διευθύνων σύμβουλος του οίκου συμμετέχει και τις δύο εργασίες. Επίσης, ο ίδιος οίκος δεν έχει εντάξει στον κώδικά του κανέναν όρο που να προβλέπει την ανεξαρτησία της αμοιβής.
- Ο κώδικας προβλέπει ότι κάθε οίκος πρέπει να κάνει αναφορά για τις αμοιβές που δεν εντάσσονται στην διαδικασία εκτίμησης. Παρόλο αυτά ο οίκος Moody's δεν αναφέρει ακριβώς το ύψος αυτό των προμηθειών. Το ποσό αυτό δεν είναι αρκετά σημαντικό, αλλά η επιτροπή θέλει να εξασφαλίσει την πλήρη διαφάνεια όσο αφορά τις αμοιβές των οίκων για να εξαλείψει κάθε υπόνοια σύγκρουσης συμφερόντων.
- Οι οίκοι DBRS, Fitch, Moody's, αντιτίθεται στον κανόνα το υπαλληλικό προσωπικό των εκτιμήσεων να μην συμμετάσχει στη διαδικασία των συζητήσεων για την αμοιβή της εκτίμησης. Πρέπει να εξαλειφθεί και αυτή η παρατυπία για λόγους σύγκρουσης συμφερόντων.
- Ο οίκος DBRS παραβιάζει τον κώδικα σε ένα ακόμη σημείο. Συγκεκριμένα, οι αναλυτές κατέχουν αξιόγραφα της εταιρίας, το οποίο γεγονός πρέπει να αναφέρουν στην Επιτροπή η οποία θα αποφασίσει για το αν υπάρχει νομιμότητα σε αυτό το σημείο.

#### Βελτιώσεις του κώδικα IOSCO

- 1) Ο κώδικας αναφέρει ότι η αμοιβή του υπεύθυνου για την εφαρμογή του κώδικα δεν πρέπει να σχετίζεται με τις δραστηριότητες του οίκου και για αυτό την υπολογίζουν με την απόδοση ολόκληρης της εταιρίας. Όμως με αυτό τον

---

<sup>105</sup> CESR's Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code, December 2006.

τρόπο η αμοιβή του συνδέεται έμμεσα με την δραστηριότητα της εκτίμησης. Ο κώδικας πρέπει να διαλευκάνει αυτό το σημείο.

- 2) Ο κώδικας πρέπει να δώσει ευκρινέστερους ορισμούς για τις υπηρεσίες που εντάσσονται στη διαδικασία εκτίμησης και σε αυτές που ξεφεύγουν από αυτά τα όρια.
- 3) Επίσης, ο κώδικας πρέπει να θεσπίσει ένα επίσημο χρονικό όριο κατά το οποίο θα παρακολουθούνται εργαζόμενοι οι οποίοι εργάζονται για τους οίκους άλλα προηγουμένως είχαν προϋπηρεσία σε υπό εκτίμηση εταιρία από τον ίδιο οίκο.
- 4) Ο κώδικας πρέπει να ορίσει ένα ανώτατο χρονικό όριο κατά το οποίο θα υστερεί η εκτίμηση – βαθμολογία μιας εταιρίας και της επίσημης αναφοράς που εξηγεί τη διαδικασία και τους λόγους αυτής της αξιολόγησης.

#### **4. Απόψεις για νομοθετικό έλεγχο**

Είναι δεδομένο ότι οι οίκοι δεν μπορούν πλέον να δρουν χωρίς κανένα είδος ελέγχου εξαιτίας της επιρροής που έχουν στους επενδυτές και της εξουσίας που τους έχει δοθεί. Οι εκτιμήσεις τους δεν αποτελούν πλέον μόνο γνώμη αλλά κριτήρια για συναλλαγές και εργαλεία για αξιολόγηση άλλων εταιριών.

Όμως αυτό το είδος ελέγχου δεν είναι παρά κάποιες αρχές και διαδικασίες πιστοποίησης. Είναι σήμερα έντονο το ερώτημα αν οι οίκοι πρέπει να υπόκεινται σε θεσπισμένο νομοθετικό έλεγχο. Συγκεκριμένα, πολλοί πιστεύουν ότι είναι αναγκαίο να δημιουργηθούν νόμοι οι οποίοι θα επιβάλλουν κυρώσεις σε περιπτώσεις κακής δραστηριότητας των οίκων.

Οι οργανισμοί που ασχολούνται με τον έλεγχο των οίκων δεν έχουν έλθει σε σημείο να προτείνουν τη θέσπιση νόμων. Επιβάλλουν συγκεκριμένες αρχές στους οίκους και ελέγχουν αν αυτές ακολουθούνται. Σύμφωνα με τις επίσημες δηλώσεις των αρμοδίων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και των ΗΠΑ δεν είναι ακόμα σκόπιμη η δημιουργία νόμων. Συνηθίζεται η νομοθεσία με κυρώσεις να γίνεται όταν προκύπτουν μεγάλες απώλειες ή παραλείψεις.

Φυσικά οι μεγάλοι οίκοι αντιδρούν στο ενδεχόμενο να έχουν οι πράξεις τους ποινικές κυρώσεις διατυπώνοντας την άποψη ότι ο φόβος κυρώσεων δημιουργεί φραγμούς στην ελεύθερη διατύπωση των εκτιμήσεων. Προσθέτουν ότι οι νόμοι δημιουργούν δύσκαμπτες αγορές και δεν βοηθούν στην ανάπτυξή τους.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Είναι αδιαμφισβήτητο ότι οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της αλυσίδας των αγορών κεφαλαίου. Οι πιστωτικές εκτιμήσεις χρησιμοποιούνται από επενδυτές, εκδότες, επενδυτικές τράπεζες, κυβερνήσεις.

Η χρησιμοποίηση των αξιολογήσεων δίνει τη δυνατότητα στους συμμετέχοντες στις αγορές να έχουν πολλές εναλλακτικές για τις επενδυτικές τους κινήσεις. Με αυτό τον τρόπο αν οι εκτιμήσεις αντικατοπτρίζουν επακριβώς την κατάσταση μιας χώρας, μιας εταιρίας, ενός χρεογράφου, αυξάνει η αποτελεσματικότητα της αγοράς και μειώνονται τα κόστη πληροφόρησης. Επιπλέον, είναι δυνατή η διόγκωση των κεφαλαίων που ενδυναμώνουν τις οικονομίες με την περαιτέρω ανάπτυξη.

Βέβαια, όπως σε όλους τους παραγωγικούς κλάδους κυριαρχούν λίγες μεγάλες πολυεθνικές εταιρίες με τον ίδιο τρόπο και στον κλάδο των οργανισμών αξιολόγησης τρεις είναι οι μεγάλοι διεθνώς αναγνωρισμένοι οίκοι που κατέχουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών αλλά και των επίσημων θεσμικών οργανισμών. Αυτό φαίνεται από το μερίδιο της αγοράς που κατέχουν και από την εξουσία που τους έχει δοθεί από αρμόδιες αρχές. Όπως έχουμε προαναφέρει οι τρεις κυρίαρχοι είναι ο S&P, ο Fitch, ο Moody's. Δουλεύουν ως ανεξάρτητες ιδιωτικές εταιρίες που διατυπώνουν απόψεις και σύμφωνα με τον προγραμματισμό τους μεριμνούν για την καλή φήμη και την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Τα γεγονότα που προέκυψαν όμως τις τελευταίες δεκαετίες έσπειραν την ανησυχία στους επενδυτές, στις κανονιστικές αρχές, στις κυβερνήσεις. Από τη μία μεριά εκδηλώθηκαν σκάνδαλα που σε αυτά είχαν εν μέρει ενεργό μέρος οι οίκοι, αφού δεν κατάφεραν να προστατέψουν τους επενδυτές. Ταυτόχρονα όμως τους δόθηκε εξουσία και αναγνώριση αφού οι εκτιμήσεις τους έγιναν κριτήριο για την αποδοχή συναλλαγών. Όπως αναφέραμε η μεγαλύτερη αναγνώριση πραγματοποιήθηκε με τη Βασιλεία II η οποία λαμβάνει υπόψη τις εκτιμήσεις των οίκων για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Η σύγχρονη τάση που διαμορφώθηκε, με αυτές τις εξελίξεις, είναι η δημιουργία κανόνων και αρχών που πρέπει να διέπουν τους οίκους. Η αρχή έγινε με τον IOSCO που εξέδωσε γενικές αρχές και τις κωδικοποίησε. Στη συνέχεια παρατηρούμε ότι

δημιουργείται ένα ρυθμιστικό πλαίσιο από άλλους αρμόδιους φορείς (π.χ. SEC, CCSR), για τους οίκους των οποίων οι εκτιμήσεις λαμβάνονται υπόψη επισήμως. Αυτό το ρυθμιστικό πλαίσιο θέλουν τα κράτη με αναπτυγμένες χρηματαγορές όπως οι ΗΠΑ και η Ευρωπαϊκή Ένωση να του δώσουν τη μορφή νόμου.

Είναι σίγουρο ότι υπάρχουν ανεπάρκειες στον τομέα των εκτιμήσεων και κυρίως τα θέματα που προβληματίζουν είναι οι συγκρούσεις συμφερόντων, η κακή χρήση των εμπιστευτικών πληροφοριών και το ολιγοπωλιακό καθεστώς που έχει δημιουργηθεί στην Αγορά επειδή οι αναγνωρισμένοι οίκοι είναι λίγοι.

Όσο αφορά τη σύγκρουση συμφερόντων, είναι φυσικό να αντικρούονται οι δυο πλευρές της λειτουργίας των οίκων. Οι οίκοι είναι ιδιωτικές εταιρίες που όπως όλες οι εταιρίες έχουν στόχο το κέρδος. Για αυτό υπάρχει φόβος οι εκτιμήσεις τους να μην είναι τελείως αντικειμενικές. Οι μεγάλοι οίκοι υποστηρίζουν ότι δρουν πάντα με κριτήριο την καλή φήμη. Τι γίνεται όμως με τους μικρούς οίκους που έχουν ανάγκη τη δημιουργία πελατείας; Επιπροσθέτως, γιατί διακυβεύουν τη καλή γνώμη των επενδυτών με τις εκτιμήσεις χωρίς αίτημα και με αυτό τον τρόπο εκβιάζουν τις εταιρίες για αμοιβή. Η δημιουργία αρχών δεν αρκούν για να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα. Οι οίκοι πρέπει να αντιμετωπίζονται ως εταιρίες που απλώς εκφράζουν γνώμη και επομένως δεν υπάγονται σε έλεγχο ή ως αναγνωρισμένοι οργανισμοί που λειτουργούν ως αναπόσπαστο κομμάτι ρυθμιστικών κανόνων και συνεπώς υπάγονται σε συνέπειες και κυρώσεις για πιθανά παραπτώματά τους.

Η διαδικασία όμως της νομοθεσίας πολλές φορές δεν καλλιεργεί κλίμα δημιουργίας. Αν οι οίκοι μετατραπούν σε όργανα του εκάστου κράτους, μπορεί να σταματήσουν να δίνουν πλήρεις γνώμες αξιολόγησης. Επομένως οι επενδυτές θα παίρνουν αξιολογήσεις που θα είναι μέσα σε κάποια επιτρεπτά όρια και οι οποίες δεν θα εξυπηρετούν τον σκοπό τους που είναι το “κάτι παραπάνω” για τη διαμόρφωση της επενδυτικής απόφασης.

Επίσης, είναι γεγονός ότι για να είναι αξιόπιστες οι εκτιμήσεις ενός οίκου, αυτός πρέπει να έχει κάποια δεδομένα χαρακτηριστικά. Χρειάζονται χρηματοοικονομικές πηγές, αξιόλογο προσωπικό, εμπειρία. Μπορεί το ολιγοπώλιο να μην εξυπηρετεί τον

ανταγωνισμό αλλά σε έναν τόσο εξειδικευμένο τομέα της οικονομίας που επηρεάζει όλους τους υπόλοιπους, τα κριτήρια εισαγωγής πρέπει να είναι αυστηρά.

Η σύγχρονη τάση που έχει διαμορφωθεί καλύπτει τις ανάγκες της αγοράς για τα σημερινά δεδομένα. Οι φορείς χρησιμοποιούν εκτιμήσεις συγκεκριμένων οίκων αφού έχουν δημιουργήσει πρώτα διαδικασίες αναγνώρισης αυτών. Με αυτόν τον τρόπο οι αρμόδιοι ελέγχουν τους οίκους οι οποίοι λειτουργούν και για τη φήμη τους και για το κέρδος.

Τα θεσμικά όργανα είναι σε αναμονή των εξελίξεων. Μελετούν, καταγράφουν και ψάχνουν προτάσεις και λύσεις επισταμένως. Δεν θέλουν να ελέγξουν με κυρώσεις την “άποψη” των οίκων αλλά θέλουν να την χρησιμοποιήσουν με κάποιους όρους. Ενισχύουν μια φιλελεύθερη οικονομία χωρίς μεγάλους περιορισμούς και εμπιστεύονται την κρίση των επενδυτών.

Κατά τη γνώμη μας δεν υπάρχει μονόδρομος: Regulate or not? Η νομοθεσία συμβαίνει όταν τα παραπτώματα εξαναγκάζουν για θέσπιση νόμων.

## Βιβλιογραφία – Πηγές

1. International Financial Management: Eun, Resnick, Fourth Edition, McGraw – Hill International Edition
2. Financial institutions management: A risk management Approach, Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett 5<sup>th</sup> edition, McGraw – Hill International Edition
3. International Financial markets: Prices and Policies, Richard M. Levich, Second Edition, McGraw – Hill International Edition
4. Richard Cantor and Frank Parker: “The credit Rating Industry”, FRBNY Quarterly Review / Summer –Fall 1994.
5. Richard Cantor and Frank Parker: “Determinants and Impact of Sovereign credit ratings ‘’, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 2, 2 October 1996.
6. Lawrence J.White: “The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis”, Stern School of Business, New York University, 2/12/01.
7. Bank for International Settlement Quarterly Review, June 2002.
8. Tadahiro Asami : “Rating Agencies: An Oligopoly?”, Newsletter (No.4, 2002). Institute for International Monetary Affairs.
9. Kerwer D (1999), “Credit Rating Agencies and the governance of financial markets”, July.
10. Eddy Wymeersch & Marc Kruithof, Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law, Financial Law Institute, University Gent, 2006
11. US Securities and Exchange Commission (2002), “Standard and Poor’s rating services”, November.
12. L.P. Hsueh & D.S. Kidwell, “Bond Ratings: Are Two Better than One?”, Financial Management, Spring 1988, 46-53, p.47.
13. US Securities and Exchange Commissions (2002), “Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the Operation of the securities markets”, Section 702(b) of the Sarbanes – Oxley Act.
14. Basel Committee Supervision: “Credit Ratings and complementary Sources of Credit Quality Information”, Working Papers, August 2000.
15. Communication from the Commission on Credit Rating Agencies (2006/C59/02), Official Journal of the European Union 11.3.2006.

16. IOSCO (2003), "Report on the activities of Credit Rating Agencies ", The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September.
17. IOSCO, "Code of Conduct Fundamentals for credit Rating Agencies", December 2004.
18. Rule 15c-3 under the Securities Exchange Act of 1934.
19. Smith R.C. and I. Walter (2001), "Rating Agencies: Is there an Agency issue?", Stern School of Business, New York university, February.
20. Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria".
21. "Procedures of International Credit rating Agencies", [www.kazakhstaninvestment.com](http://www.kazakhstaninvestment.com)
22. Ben Macdonald, "Rating Change Timeliness across Rating Agencies", The Leonard N.Stern School of Business Glucksman Institute For Research in Securities markets, April 2006.
23. Colette Christiansen, David Dyer, Paul Harbord , Phil Joubert, Emilios Markou Colin Murray, Hui In Ng, Kerrigan Procter, Paul Sweeting (Chairman), Annie Tay: "An Analysis and Critique of the Methods Used by Rating Agencies" Report of FIB Working Paper, June 2004.
24. Standard and Poor's, "Sovereign Credit Ratings: A Primer", October 2006.
25. Hall, R.B. and Biersteker, T.J. (2002a) The emergence of private authority in the international system, in R.B. Hall and T.J. Biersteker (eds.) The Emergence of Private Authority in Global Governance. Cambridge, U.K. Cambridge University Press, 3-22(2002).
26. Christopher M. Bruner and Rawi Abdelal, To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy, Harvard Business School, 2005 Cambridge University Press.
27. Basel Committee of Banking Supervision (2001), "The New Basel Capital Accord: An Explanatory note", Basel, January.
28. Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August.
29. David Brookfield and Philip Ormrod, "Credit agency regulation and the impact of credit ratings in the international bond market." University of Liverpool, The European Journal of Finance 6, 311-331 (2000).

30. STEERING COMMITTEE ON REGULATORY CAPITAL (2000): Response to the Basel Committee on Banking Supervision Regulatory Capital Reform Proposals, Institute of International Finance, Washington, D.C.
31. Griep, C. and M. De Stefano (2001): "Standard & Poor's Official Response to the Basel Capital Committee's Proposal", *Journal of Banking & Finance*, 25 (1), pp. 149-169.
32. Cantor, R. and F. Packer (1997): "Difference of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry", *Journal of Banking & Finance*, 21 (10), pp. 1395-1417.
33. Calomiris, C. W. and A. Powell (2001): "Can Emerging Market Bank Regulators establish Credit Discipline? The Case of Argentina, 1992-1999" in *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, ed. by F.S. Mishkin, chap.5, The University of Chicago Press, Chicago.
34. Winnie P.H. Poon, "Are unsolicited credit ratings biased downward?", Department of Accounting and Finance, Lingnan University, Hong Kong, August 2001.
35. Credit rating Agency, From Wikipedia, the free encyclopedia.
36. Alec Klein, "Credit Raters' tactics In Pursuing New York Frustrate Companies", *Wall Street Journal Europe*, 25/11/2004.
37. Alec Klein, "Credit Raters Take Heat for Tactics", *Wall Street Journal Europe*, 25/11/2004.
38. 109<sup>th</sup> CONGRESS 2d Session S.3850 AN ACT, The Operator.com
39. "Senate Passes Credit Agency Reform Act", CFO.com, September 22, 2006.
40. "Bush Signs Rating Agency Reform Act", CFO.com, October 2, 2006.
41. U.S. Securities and Exchange Commission: SEC Votes to propose rules Regarding Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", January 2007
42. CESR's Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code, December 2006.
43. CESR, "Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies", March 2005.
44. CEBS Consultation paper on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 29 June 2005, available at <http://www.cebs.org/pdfs.CP07.pdf>
45. CEBS Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 January 2006.
46. Partnoy Frank, "How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers", University of San Diego, May 2006.



47. Dieter Kerwer, ‘‘Holding Global Regulators Accountable: The case of Credit rating Agencies’’, July 2005.
48. Roman Kraussl, ‘‘Sovereign Credit Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises’’, 2003.
49. Naohiko Matsuo, ‘‘Recent International Regulatory Developments in Credit Rating Agencies’’, June 2005.
50. ASIC, Licencing: Credit Rating Agencies, Consultation Paper, June 2005.
- . Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), ‘‘Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές.’’ Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος.
51. Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, Μιχάλης Δούμπος, ‘‘Κριτική Ανάλυση των συστημάτων Rating’’, Ναυτεμπορική Ιανουάριος 2005.
52. Εφραιμίδης Γιάννης , ‘‘Αναβαθμίζονται οι οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης’’, Ναυτεμπορική Ιανουάριος 2005.

[www.c-eps.org](http://www.c-eps.org)

[www.standardandpoors.com/ratings](http://www.standardandpoors.com/ratings)

[www.moodys.com](http://www.moodys.com)

[www.fitchibca.com](http://www.fitchibca.com)

[www.cesr.eu](http://www.cesr.eu)

# ТАНЕЦЫ И МУЗЫКА