

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ-ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΛΙΚΗΣ
ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ: Οίκοι Αξιολόγησης Κρατικών Τίτλων

Σπυρίδων Ι. Πιπίνης



Τριμελής Επιτροπή

Καθηγητής Νικόλαος Φίλιππας (Επιβλέπων Καθηγητής)
Καθηγητής Νικόλαος Τσαγκαράκης
Επίκουρος Καθηγητής Γεώργιος Παπαναστασόπουλος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2014

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει σαν στόχο να παρουσιάσει τους Οίκους Αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και να αναλύσει τους τρόπους και τις τακτικές που ακολουθούν για να αξιολογούν κρατικούς τίτλους, χρεόγραφα, εταιρείες.

Πρόκειται στην ουσία για ιδιωτικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο, αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν μπορούν να επηρεάσουν ακόμα και τις διεθνείς αγορές.

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

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

Οι Οίκοι Αξιολόγησης αρκετές φορές στην ιστορία τους δρουν με παράξενους τρόπους με αποτέλεσμα αρκετές φορές να θεωρούνται υπεύθυνοι για μεγάλες οικονομικές κρίσεις όπως αυτή που βιώνει η Ελλάδα, η οποία προήλθε από τη χρηματοπιστωτική κρίση που έπληξε αρχικά την Αμερική.

Αρχικά στην εργασία αυτή αναλύεται η ιστορία των οίκων, η δομή τους, οι τακτικές τους και αναφέρονται επίσης κάποια παραδείγματα. Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα λάθη που έχουν υποπέσει και παραδείγματα επιρροών.

Στο τέλος παραθέτονται συνοπτικά κάποια συμπεράσματα για τους οίκους αξιολόγησης και ορισμένες προτάσεις για την καλύτερη και πιο δίκαιη σχέση ανάμεσα στους οίκους και στους πελάτες τους.

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ : ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΠΙΝΑΚΑΣ 1	6
Κυριότεροι Οίκοι Αξιολόγησης	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	8
2.1 Ιστορική αναδρομή.....	8
2.2 Moody’s Investors Services.....	13
Γράφημα Α.....	15
2.3 Standard & Poor’s Ratings Services.....	15
Γράφημα Β.....	17
2.4 Fitch Ratings	18
Γράφημα Γ.....	19
2.5 Dun and Bradstreet	19
Γράφημα Δ.....	21
2.6 Η προδιαγραφή NRSRO.....	21
2.7 Οι συνθήκες της Βασιλείας.....	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	26
3.1 Θεωρία των Οίκων Αξιολόγησης	26
3.2 Δομή των Οίκων Αξιολόγησης.....	27
ΠΙΝΑΚΑΣ 2	30
Κυριότερα χαρακτηριστικά των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης	30
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.β	31
ΠΙΝΑΚΑΣ 3	32
3.3.1 Διαδικασία αξιολόγησης και διαφορές.....	33
Γράφημα Ε.....	34
ΠΙΝΑΚΑΣ 4	36
Αντιστοίχιση των ποιοτικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης σε αριθμητική κλίμακα	36
3.3.2 Διαφορές στις αξιολογήσεις.....	38
ΠΙΝΑΚΑΣ 5	39
Διαφορές αξιολογήσεων μεταξύ οίκων	39
3.4 Αξιολογήσεις κρατών και οικονομικές κρίσεις	39
3.5 Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Ελλάδα και οι οίκοι αξιολόγησης	43
3.6 Αμοιβές των Οίκων Αξιολόγησης	44
ΠΙΝΑΚΑΣ 6	46
Οικονομικά στοιχεία των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης το 2013	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΛΑΘΗ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΓΓΕΙΡΟΥΝ ΑΜΦΙΒΟΛΙΕΣ	46
4.1 Γενικές αμφισβητήσεις προς τους Οίκους Αξιολόγησης.....	47
4.2 Λάθη των Οίκων Αξιολόγησης.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	46
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	60

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εργασία αυτή εκπονήθηκε στο πλαίσιο του μεταπτυχιακού προγράμματος Διοίκηση Επιχειρήσεων- Διοίκηση Ολικής Ποιότητας του Πανεπιστημίου Πειραιά. Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου Δρ. Νικόλαο Φίλιππα (Καθηγητή) που με εμπιστεύτηκε και μου ανέθεσε αυτή τη διπλωματική εργασία γιατί με βοήθησε να διευρύνω τη σκέψη μου. Θα ήθελα επίσης να τον ευχαριστήσω για την βοήθεια που μου προσέφερε για την εκκλήρωση της διπλωματικής εργασίας αλλά και σε όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού.

Θέλω επίσης να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για όλη τους την στήριξη, όπως επίσης τους φίλους μου αλλά και τους συμφοιτητές μου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο όρος αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου, στα αγγλικά credit rating, αναφέρεται στη βαθμολόγηση και αξιολογική κατάταξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός οικονομικού οργανισμού. Πρόκειται για εκτίμηση της οικονομικής επιφάνειας και φερεγγυότητας μιας επιχείρησης, μιας χώρας, ενός οργανισμού, καθώς και της συνέπειάς της στην εξόφληση των οφειλών της.

Η αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου καλύπτει ένα ευρύ φάσμα εφαρμογών. Μπορεί να αφορά σε χώρες, τράπεζες, ασφαλιστικούς οργανισμούς, εταιρείες του δημόσιου και ιδιωτικού φορέα, όπως επίσης δημοτικούς και άλλους κρατικούς οργανισμούς. Καλύπτουν επίσης την αξιολόγηση μακροπρόθεσμων ομολόγων (με εκδότες επιχειρήσεις, χώρες και άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς), δημοτικών ομολόγων, προνομιούχων μετοχών, διασφαλισμένων χρεογράφων, μεσοπρόθεσμων προγραμμάτων τραπεζογραμματίων, ιδιωτικών τοποθετήσεων, προγραμμάτων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών, πιστοποιητικών τραπεζών για καταθέσεις.

Πρόσφατα, οι αξιολογήσεις επεκτάθηκαν και σε άλλους τομείς που αφορούν κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου που συναντάτε σε εταιρείες παραγωγών προϊόντων και άλλων οργανισμών, τις υποχρεώσεις των ασφαλιστικών οργανισμών, τον κίνδυνο απόδοσης των διαχειριστών υποθηκών (performance risk of mortgage servicers).

Η εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας διενεργείται από *οίκους αξιολόγησης επενδυτικού κινδύνου*, οι κυριότεροι από τους οποίους φαίνονται στον Πίνακα 1 (από Wikirating, 2014). Ανάμεσά τους ξεχωρίζουν οι οίκοι Moody's, Standard and Poor's και Fitch.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
Κυριότεροι Οίκοι Αξιολόγησης

Έτος Ίδρυσης	Οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης	Χώρα	Αναγνώριση από το SEC	Αναγνώριση από το ESMA	Αναγνώριση από το FINMA	Non-Profit
1909	Moody's Investors Service ("Moody's")	ΗΠΑ	NAI	NAI	NAI	OXI
1913	Fitch Investors Service ("Fitch")	ΗΠΑ	NAI	NAI	NAI	OXI
1860 (1941)	Standard & Poor's Corporation (S & P)	ΗΠΑ	NAI	NAI	NAI	OXI
1977	Dominion Bond Rating Service (DBRS)	Καναδάς	NAI	NAI	NAI	OXI
1899	A. M. Best Company	ΗΠΑ	NAI	NAI	OXI	OXI
1994	Dagong Global Credit Rating	Κίνα	OXI	OXI	OXI	OXI
1977	HR Ratings, S.A. de C.V.	Μεξικό	NAI	OXI	OXI	OXI
1946	The Economist Intelligence Unit, Ltd	Μ. Βρετανία	OXI	NAI	OXI	OXI
1980	International Non-profit Credit Rating Agency (INCRA)	ΗΠΑ	OXI	OXI	OXI	NAI
1985	Japan Credit Rating Agency (JCRA)	Ιαπωνία	NAI	NAI	OXI	OXI
1985	Fedafin	Ελβετία	OXI	OXI	NAI	OXI
1975	Euler Hermes Rating GmbH	Γερμανία	OXI	NAI	OXI	OXI

Πηγή: Wikirating (2014)

SEC: Securities and Exchange Commission

ESMA: European Securities and Markets Authority

FINMA: Swiss Financial Market Supervisory Authority

Οι οίκοι λοιπόν αξιολόγησης συλλέγουν και αναλύουν ένα πλήθος πληροφοριών οικονομικού περιεχομένου που προέρχονται τόσο από τις αγορές όσο και από τους αξιολογούμενους. Ακολουθώντας προβαίνουν στη σύνθεση αυτών των πληροφοριών και δημοσιοποιούν τις εκτιμήσεις της φερεγγυότητας χρεογράφων και των εκδοτών τους, παρέχοντας έτσι στους επενδυτές έναν ενδεδειγμένο τρόπο αξιολόγησης της πιστωτικής ποιότητας πλήθους επιλογών επενδύσεων.

Μια αξιολόγηση λοιπόν, μπορούμε να πούμε ότι είναι μια άποψη της φερεγγυότητας ενός χρεογράφου, η οποία δημοσιεύεται, μέσω ενός εύχρηστου συστήματος βαθμολόγησης. Παράλληλα οι οίκοι αξιολόγησης εκδίδουν σχετικές έρευνες για τις αγορές πιστώσεων, τις τάσεις της βιομηχανίας, καθώς και οικονομικά άρθρα γενικού ενδιαφέροντος για το κοινό που είναι πρόθυμο να επενδύσει (Fitch 2002).

Οι αξιολογήσεις αυτές χρησιμοποιούνται τόσο από βραχυπρόθεσμους όσο και από μακροπρόθεσμους επενδυτές ως κοινό σημείο αναφοράς με σκοπό την κατάταξη διαφόρων αξιόγραφων με βάση τον πιστωτικό τους κίνδυνο και τους επιτρέπουν να κάνουν αξιόπιστες συγκρίσεις μεταξύ διαφόρων επενδυτικών ευκαιριών.

Παράλληλα, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μέσω των οίκων αξιολόγησης δίνει στον αξιολογούμενο (επιχείρηση, τράπεζα, οικονομικό οργανισμό, χώρα) την δυνατότητα παρουσίασης της οικονομικής του ευρωστίας και της βελτίωσης της θέσης του στην αγορά, την δυνατότητα μεγιστοποίησης της επιρροής του στις οικονομικές συναλλαγές, του εντοπισμού των πιστωτικών αδυναμιών του και της σύγκρισης της φερεγγυότητάς του με άλλους οργανισμούς.

Με άλλα λόγια, οι αξιολογήσεις βοηθούν τόσο τους επενδυτές (δανειστές) όσο και τους αξιολογούμενους (δανειζόμενους) να μειώσουν τον κίνδυνο της ασύμμετρης πληροφόρησης, δίνοντας παράλληλα την δυνατότητα στους μικρο-επενδυτές να μειώσουν το υψηλό κόστος που έχει η έρευνα αγοράς.

Αξίζει να σημειώσουμε, ότι υπάρχουν και γραφεία αξιολόγησης με πιο εξειδικευμένο πεδίο αξιολογήσεων, όπως για παράδειγμα η Thomson Bankwatch και η IBCA στις ΗΠΑ όπου αξιολογούν αποκλειστικά χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και η A M Best η οποία αξιολογεί τον ασφαλιστικό τομέα.

Ο θεμελιώδης λοιπόν ρόλος των οίκων αξιολόγησης οδηγεί στο ερώτημα, για ποιο λόγο οι επενδυτές αλλά και οι αγορές εμπιστεύονται τις αξιολογήσεις; Αποφασιστικό ρόλο στην επιλογή αυτή παίζουν τόσο η τεράστια πείρα σε αξιολόγηση μεγάλου αριθμού ομολόγων, όσο και η μακρόχρονη φήμη των οίκων αυτών. Άλλο ένα πολύ σημαντικό ερώτημα που τίθεται, είναι αν κάνουν λάθη οι οίκοι αξιολόγησης και αν θα πρέπει να τους εμπιστευόμαστε απόλυτα. Αυτά είναι κάποια από τα σημεία που θα τονίσουμε στην παρούσα εργασία.

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα αναφερθούμε στην ιστορία των οίκων αξιολόγησης, κάνοντας μια ιστορική αναδρομή και θα αναλύσουμε τους τέσσερις κυριότερους από αυτούς δηλαδή, Moody's, Standard & Poor's, Fitch και Dun and Bradstreet. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε στην προδιαγραφή NRSRO (nationally recognized statistical rating organization) και στις συνθήκες της Βασιλείας.

Στο τρίτο κεφάλαιο θα αναλύσουμε τη θεωρία και τη δομή των οίκων αξιολόγησης και πιο συγκεκριμένα τις διαδικασίες αξιολόγησης και τις διαφορές που μπορεί να υπάρχουν από οίκο σε οίκο, τις αξιολογήσεις των οίκων για τα κράτη αλλά και τις οικονομικές κρίσεις που μπορεί να δημιουργηθούν, θα δώσουμε και το παράδειγμα της Ελλάδας και στο τέλος του κεφαλαίου θα αναφερθούμε στις αμοιβές των οίκων αλλά και στην αποδοτικότητα αυτών.

Στο τέταρτο κεφάλαιο θα μιλήσουμε για λάθη αλλά και για την απληστία που έχουν παρατηρηθεί από την πλευρά των οίκων αξιολόγησης όπως επίσης και για θέματα που εγείρουν αμφιβολίες για τις πράξεις τους. Ειδικότερα θα αναφέρουμε αρκετά παραδείγματα λαθών, αλλά και λανθασμένων αξιολογήσεων που κινούν υποψίες για την αντικειμενικότητά τους.

Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας θα παραθέσουμε τα συμπεράσματα από όλα τα θέματα που αναφέρθηκαν και θα δώσουμε κάποιες προτάσεις που μπορεί να είναι αποτελεσματικές για την επίλυση προβλημάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

2.1 Ιστορική αναδρομή

Τα τελευταία χρόνια έχουν εισβάλει στη ζωή μας διάφορες οικονομικές έννοιες, οι οποίες σχετίζονται κυρίως με αυτό που ο Μαρξ ονόμασε “πλασματικό κεφάλαιο”. Ζητήματα που αφορούν κυρίως στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στον καπιταλισμό. Ένα από τα ζητήματα που αξίζει ιδιαίτερης προσοχής είναι και οι οίκοι αξιολόγησης.

Για μεγάλο χρονικό διάστημα οι κεφαλαιαγορές λειτουργούσαν χωρίς την παρουσία οίκων αξιολόγησης. Οι περισσότερες από τις επενδύσεις γίνονταν σε κρατικά ομόλογα

καθώς οι επενδυτές πίστευαν πως τα κράτη και οι κυβερνήσεις τους ήταν οι πλέον αξιόπιστοι στις συναλλαγές τους.

Τον 18ο αιώνα στην κατηγορία αυτή ανήκαν τα κράτη της Γερμανίας, της Αγγλίας και της Αμερικής. Η πολύ γρήγορη ανάπτυξη των αγορών, παράλληλα με την εμφάνιση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και η ολοένα και πιο επιτακτική ανάγκη για αξιόπιστες πληροφορίες που αφορούσαν τους δανειζόμενους και τα αξιόγραφα τους, οδήγησαν στην δημιουργία ενός νέου είδους οργανισμού, των γραφείων εμπορικών και οικονομικών πληροφοριών, προαγέλων των οίκων αξιολόγησης.

Έτσι το 1841, ο Lewis Tappan ίδρυσε το πρώτο γραφείο πληροφοριών με έδρα την Ν. Υόρκη. Το γραφείο πληροφοριών αυτό μέσω ενός δικτύου αντιπροσώπων συγκέντρωνε πληροφορίες που αφορούσαν στην αξιοπιστία των αμερικανικών επιχειρήσεων και τις πουλούσε στους συνδρομητές του (εισαγωγείς, χονδρέμποροι, βιομήχανοι, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες), οι οποίοι από 7000 που αριθμούσαν το 1870, έφτασαν στις 40.000 το 1880 και μέχρι το 1900 είχαν ξεπεράσει το 1.000.000 επιχειρήσεις. (Sylla, 2001)

Οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί να βρίσκονται στο φως της δημοσιότητας εδώ και μερικά χρόνια, πίσω τους όμως έχουν μια μακρά ιστορία. Το σημείο αφετηρίας τους βρίσκεται στη χρονική περίοδο κατασκευής και επέκτασης του σιδηροδρομικού δικτύου των ΗΠΑ. Το πόσο σημαντικός ήταν ο σιδηρόδρομος, φάνηκε κυρίως κατά τον αμερικανικό εμφύλιο πόλεμο του 1861-1865.

Αυτό το νέο μέσο συγκοινωνίας, έκανε δυνατή τη γρήγορη μετακίνηση στρατευμάτων και υλικού. Παράλληλα αυξήθηκε και για το κεφάλαιο η σημασία αυτού του μέσου λόγω της επιτάχυνσης της περιστροφής του, καθώς και γιατί συμπεριλήφθησαν στο πεδίο δράσης του νέες αγορές.

Η κατασκευή όμως των σιδηροδρόμων για τους μεμονωμένους καπιταλιστές δεν ήταν δυνατό να χρηματοδοτηθεί, ακόμη κι αν υπήρχε η κρατική υποστήριξη. Για αυτόν το λόγο χρηματοδοτήθηκαν μεγάλα προγράμματα, όπως το σιδηροδρομικό δίκτυο μέσω μετοχών ή πιστώσεων. Με τον τρόπο αυτό έγινε δυνατή η κινητοποίηση μεγάλων συσσωρευμένων κεφαλαίων. Τα αξιόγραφα που εκδίδονταν για αυτό το σκοπό, ήταν ταυτόχρονα τόσο επιθυμητά ως επενδύσεις όσο επίσης και ιδανικά για κερδοσκοπία και απάτες, αφού τα όρια την περίοδο αυτή ήταν ρευστά.

Η πρώτη μεγάλη “απάτη” στους σιδηροδρόμους έλαβε χώρα στην Αγγλία το 1844, η αποκαλούμενη από τους Βρετανούς, φούσκα (The British “RailwayMania” Bubble, by Jesse Colombo). Η κερδοσκοπία επίσης που αφορούσε στις τιμές του σιδήρου συνδεόταν με την ανάπτυξη του σιδηροδρομικού δικτύου. Μέχρι αυτού του σημείου η κερδοσκοπία με τις πρώτες ύλες δεν είναι κάτι καινούργιο.

Την περίοδο αυτή για το κεφάλαιο υπήρχαν σημαντικές δυσκολίες που αφορούσαν σε μεγάλες και ιδιαίτερα μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Τέλος, πολύ σημαντικό ήταν να

εξεταστεί όχι μόνο για το αν τα προσφερόμενα σχέδια (projects) ήταν αξιόπιστα και ασφαλή, αλλά επίσης για το αν εγγυούνταν επιτυχία και κέρδος. Όλα αυτά όμως συνέβαιναν κάτω από συνθήκες μιας αρκετά αργής, δύσκολης και δαπανηρής επικοινωνίας.

Η αρχή ήταν το 1866, όταν έγινε εφικτή μια διαρκής σύνδεση μέσω τηλεγράφου μεταξύ Αμερικής και Ευρώπης. Οι γρήγορες “πληροφορίες για την αγορά” αποτέλεσαν επομένως ένα σπάνιο και επιθυμητό αγαθό, το οποίο μετατράπηκε σταδιακά σε εμπόρευμα.

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1850 δημοσιεύθηκαν τα πρώτα περιοδικά, τα οποία έδιναν πληροφορίες γύρω από τις αγορές, τα πρόσωπα που είχαν να κάνουν με τις αγορές και τα σχέδια των σιδηροδρόμων: Το περιοδικό Poor’s American Railroad Journal εκδόθηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1850 και έκδωσε το πρώτο εγχειρίδιο για το σιδηροδρομικό δίκτυο των ΗΠΑ.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1880, μάλιστα, το περιοδικό είχε ήδη 5.000 συνδρομητές. Την ίδια χρονική περίοδο δημιουργήθηκαν επίσης και άλλες μορφές διάδοσης πληροφοριών, όπως το πρακτορείο Ρόιτερ (1851). Αλλά και το 1909 το ιδρυθέν πρακτορείο Moody’s, τα πρώτα χρόνια είχε εξειδικευτεί στην αξιολόγηση δανείων για σιδηροδρόμους.

Το 1909, λοιπόν, ο John Moody, φτιάχνει μια φόρμουλα για να αξιολογούνται αντικειμενικά τα επιτόκια των εκδόσεων των αμερικανικών σιδηροδρόμων. Τον καιρό εκείνο, υπήρχαν 200 εταιρείες στις ΗΠΑ κι ανταγωνίζονταν για την προώθηση των δρομολογίων και των γραμμών που επεκτείνονταν.

Έπρεπε λοιπόν ο επενδυτής στο χρηματιστήριο, να ξέρει που τον συνέφερε να τοποθετήσει τα χρήματά του, για να έχει μεγάλες αποδόσεις. Αφού λοιπόν κέρδισαν αρκετοί μ’ αυτό τον τρόπο, το 1916, μια ακόμη εταιρεία, η Standard Company, που αργότερα συνενώθηκε με την Poor, μπήκε στην αξιολόγηση των εταιριών.

Ο ανταγωνισμός τους, τους οδήγησε ν’ ανοίξουν τον κύκλο εργασιών τους και σε προϊόντα άλλων υπηρεσιών (ταχυδρομεία, τηλέφωνα). Αξίζει να σημειωθεί ότι οι τράπεζες, είχαν μείνει απ’ έξω από αυτό το χρηματιστηριακό παιχνίδι των αξιολογήσεων, γιατί δεν επέτρεπαν σε διαμεσολαβητές, να περάσουν στον αδιαφανή τρόπο που λειτουργούσαν.

Στα χρόνια όμως που ακολούθησαν άλλαξαν οι βάσεις κυρίως λόγω της ταχύτερης μετάδοσης πληροφοριών μέσω της τηλεγραφίας καθώς και άλλων τεχνικών, έτσι έγιναν δυσκολότερες οι μεγάλες “απάτες”.

Ιστορικά, μπορεί να γίνει χοντρικά ένας διαχωρισμός σε τρεις φάσεις. Μέχρι το 1933 ιδρύθηκαν τα πιο πάνω πρακτορεία (Poor’s American Railroad Journal, Ρόιτερ), αλλά και άλλοι οίκοι αξιολόγησης. Αυτοί όμως οι οίκοι εργαζόνταν με βάση ένα διαφορετικό

επιχειρησιακό μοντέλο από ότι σήμερα, χωρίς να είναι ακόμη αναγνωρισμένοι από την αστική πολιτική σαν υπολογίσιμοι παράγοντες πάνω στην αγορά, ενώ δεν έχουν εμφανιστεί ακόμη στην πολιτική σκηνή. Αυτό συνέβηκε μετά την παγκόσμια καπιταλιστική κρίση, από το 1929.

Η δεύτερη φάση αρχίζει από το 1933 και φθάνει μέχρι τη δεκαετία του 1970. Είναι γνωστό, ότι λόγω της κρίσης, γεννήθηκε το λεγόμενο αμερικάνικο «New Deal», ότι την περίοδο αυτή ιδρύεται το πρώτο ίδρυμα που σκοπό έχει την επιτήρηση του χρηματιστηρίου, συγκεκριμένα η «Security Exchange Commission» (SEC), το 1934, σαν αποτέλεσμα του χρηματιστηριακού κραχ το 1929.

Στο διάστημα αυτό αρχίζει η “πολιτική” άνοδος των οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι κατοχύρωσαν το δικαίωμα από την SEC να έχουν ως νέο τους καθήκον, να κάνουν τη διαφοροποίηση μεταξύ ασφαλούς (investment grade) και κερδοσκοπικής (non investment grade) χρηματιστικής επένδυσης για τους επενδυτές. Οι πολιτικοί πίστευαν ότι μ’ αυτό τον τρόπο θα εμποδιζόταν μια νέα χρηματιστηριακή/οικονομική κρίση.

Η τρίτη φάση αρχίζει με τον νεοφιλελευθερισμό, μέσω της πολιτικής του οποίου οι οίκοι αξιολόγησης μαζί με τις χρηματιστηριακές αγορές κερδίζουν έδαφος. Τη δύναμή όμως αυτή δεν την απέκτησαν από μόνοι τους, αλλά επειδή έτσι ήθελε η αστική κρατική πολιτική. Η αρχή της φάσης αυτής συνοδευόταν από μια διαδικασία συγκέντρωσης και από ένα αλλαγμένο επιχειρησιακό μοντέλο των οίκων.

Ταυτόχρονα απ’ τη δεκαετία του 1970 οι οίκοι αξιολόγησης ελέγχονται όλο και λιγότερο απ’ την SEC. Σημαντικό όμως ήταν επίσης και το νέο επιχειρησιακό μοντέλο. Ενώ μέχρι τότε οι οίκοι κατανοούσαν την δραστηριότητά τους σαν εργασία/απόδοση για τους επενδυτές, δηλ. πληρώνονταν από αυτούς για αναλύσεις και αξιολογήσεις, από τώρα και στο εξής, ζητούσαν χρήματα και από τους εκδότες των αξιόγραφων κάτι που υποδήλωνε την αυξανόμενη σημασία που απέκτησαν οι χρηματιστικές αγορές, καθώς και την αυξανόμενη μάζα σε αξιόγραφα διαφορετικού και πιο περίπλοκου είδους.

Πιο συγκεκριμένα, αυτό οφειλόταν επίσης στο γεγονός, ότι με την πολιτική των υψηλών τόκων που ακολουθούσαν οι τράπεζες απ’ τα τέλη της δεκαετίας του 1970, το βιομηχανικό κεφάλαιο το ίδιο έδειξε ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την χρηματοδότηση μέσω της κεφαλαιαγοράς. Πέρα από αυτό, το ίδιο το βιομηχανικό κεφάλαιο έβγαζε όλο και περισσότερα κέρδη απ’ τις επενδύσεις.

Αυτό απ’ την άλλη οπτική είχε και σαν αποτέλεσμα να διογκωθεί ο κλάδος της προσφοράς υπηρεσιών σε χρηματιστικά ζητήματα. Το ποσοστό του στο συνολικό κέρδος όλων των μετοχικών εταιριών αυξήθηκε από 11% το έτος 1950 σε πάνω από 40% το 2001.

Η τάση αυτή επιταχύνθηκε μέσω της φιλελευθεροποίησης των χρηματαγορών, η οποία συνοδευόταν παράλληλα και από μια αύξηση των θεσμικών επενδυτών όπως ο κλάδος των ασφαλιστικών εταιριών, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και διάφοροι άλλοι. Για τις

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

Δίπλα στις μετοχές και στα αξιόγραφα με σταθερό επιτόκιο, αυξήθηκε η μάζα και η σημασία των παραγώγων, δηλαδή αξιόγραφων των οποίων η τιμή καθορίζεται με άμεσο τρόπο από την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Παρομοίως, αυξήθηκε η μάζα και ο όγκος των δανείων τα οποία έπρεπε να πιστοποιηθούν εγγράφως. Κατά την έγγραφη πιστοποίηση δανείων «συγκεντρώνονται» δανειακές σχέσεις σε ένα αξιόγραφο, το οποίο μπορεί να πουληθεί σε κάποιον τρίτο. Με τον τρόπο αυτό ο αγοραστής αποκτά το δικαίωμα για πληρωμή των τόκων.

Η τράπεζα, η οποία αρχικά έχει δώσει το δάνειο σε έναν πελάτη, για παράδειγμα με τη μορφή ενός δανείου για κατοικία, εκποιεί έτσι όχι μόνο τα έσοδα από τους τόκους, αλλά και το ρίσκο που συνδέεται με τη δανειακή σχέση σε περίπτωση διακοπής της πληρωμής. Στη μορφή ενός αξιόγραφου το ρίσκο αυτό δεν εξαφανίζεται, απλά μετατοπίζεται. Τώρα δηλαδή δεσμεύεται στον ισολογισμό μιας άλλης επιχείρησης.

Ο υπολογισμός του **ρίσκου** και της **αξιολόγησης** της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών των αξιόγραφων, έγινε δουλειά των οίκων αξιολόγησης. Αξίζει να σημειώσουμε επίσης ότι σημαντικό ρόλο έπαιξε η κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods στις αρχές της δεκαετίας του 70 δίνοντας παραπάνω ώθηση στους οίκους αξιολόγησης όπως επίσης και ότι κατά την δεκαετία του 90 η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η απελευθέρωση των ροών κεφαλαίου διεθνώς, αυξάνει τον αριθμό των εν δυνάμει επενδυτών ανά τον κόσμο, ενώ παράλληλα η ανάπτυξη των αγορών Eurodollar και η παρουσία του ΟΠΕΚ φέρνει μια αναδιοργάνωση των παγκόσμιων πηγών κεφαλαίου, όπως ακριβώς συνέβη και την εποχή του πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου.

Όλο και περισσότερα κράτη και ιδιωτικές επιχειρήσεις από κάθε γωνιά του πλανήτη εμφανίζονται στις αγορές ως εκδότες ομολόγων. Διεθνείς οργανισμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αναλαμβάνουν την διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας, δημιουργώντας ένα κλίμα εμπιστοσύνης στους επενδυτές.

Είναι λοιπόν σαφές πως η ιστορική εξέλιξη των οίκων αξιολόγησης είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τα οικονομικά δεδομένα κάθε περιόδου. Κάθε ένας όμως οίκος αξιολόγησης έχει την δική του ξεχωριστή πορεία και συμβολή σε αυτή την βιομηχανία αξιολογήσεων.

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

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

2.2 Moody's Investors Services

Ο οίκος αυτός ανήκει στον εμπορικό οίκο Moody's Corporation, μετοχική εταιρία εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Ιδρύθηκε το 1900 με την επωνυμία John Moody & Company από τον John (1868-1958) με σκοπό να συμβουλευεί τους αγοραστές των ομολόγων για τους σιδηροδρόμους, συλλογή πληροφοριών που αφορούσαν την κεφαλαιοποίηση, διαχείριση και οικονομική κατάσταση εταιρειών. Έτσι την ίδια κιάλας χρονιά εξέδωσε το εγχειρίδιο "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities".

Το εγχειρίδιο αυτό παρείχε πληροφορίες και στατιστικά στοιχεία για μετοχές και ομόλογα οικονομικών οργανισμών, κυβερνητικών υπηρεσιών, βιομηχανιών, μεταλλείων, επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας και εταιρειών τροφίμων. Η κυκλοφορία του εξαπλώθηκε στις ΗΠΑ μέχρι το 1903, αποτελώντας ένα χρήσιμο εργαλείο στα χέρια των επενδυτών.

Με την κρίση της αγοράς μετοχών το 1907, η εταιρεία Moody's μη διαθέτοντας επαρκή κεφάλαια, οδηγήθηκε σε πώληση. Όμως το 1909, επανήλθε στην αγορά προσφέροντας πλέον στους επενδυτές αναλύσεις για τις τιμές των μετοχών και όχι απλή παράθεση πληροφοριών. Προχώρησε λοιπόν στην έκδοση βιβλίου με αναλύσεις για τις σιδηροδρομικές εταιρείες για τα κυκλοφορούντα χρεόγραφα τους, καταγράφοντας παράλληλα συμπεράσματα και αξιολογήσεις για τη σχετική ποιότητα επένδυσης σε αυτά τα χρεόγραφα.

Η αξιολόγηση αυτή εκφράστηκε χρησιμοποιώντας ως σύμβολα γράμματα, η χρήση των οποίων υιοθετήθηκε από το εμπορικό και πιστοληπτικό σύστημα που χρησιμοποιούσαν οι εταιρίες παροχής πληροφοριών πίστωσης (credit-reporting firms) από τα τέλη του 19ου αιώνα. Η Moody's λοιπόν με την ανάλυση μετοχών και ομολόγων των Αμερικανικών Σιδηροδρόμων, έγινε η πρώτη εταιρεία αξιολόγησης χρεογράφων της αγοράς.

Το 1909 η εταιρεία προχώρησε στην έκδοση ενός ακόμα εγχειριδίου με τον τίτλο «Moody's Analysis of Railroad Investments» σημειώνοντας μεγάλη επιτυχία. Το

εγχειρίδιο αυτό περιέγραφε με πλήρη ανάλυση τις αρχές τις οποίες χρησιμοποιούσε η Moody's για τον προσδιορισμό της λειτουργίας μιας σιδηροδρομικής εταιρείας, την διαχείρισή της και την οικονομική της κατάσταση. Το 1913 διεύρυνε το σύνολο των εταιρειών που αξιολογούσε, επεκτείνοντας την ανάλυσή της σε βιομηχανικές εταιρείες και εταιρείες κοινής ωφέλειας.

Έτσι με το πέρασμα του χρόνου οι αξιολογήσεις της έγιναν ένας πολύ σημαντικός παράγοντας στην αγορά ομολόγων. Την πρώτη Ιουλίου 1914 δημιουργείται η Moody's Investors Service. Την ίδια χρονιά, η εταιρεία ξεκινά την αξιολόγηση ομολόγων που εκδίδουν αμερικανικές πόλεις και δημοτικές αρχές, κάτι το οποίο ήταν πολύ σημαντικό για την τότε εποχή.

Το 1924, οι αξιολογήσεις της Moody's καλύπτουν σχεδόν το 100% της αμερικανικής αγοράς ομολόγων. Αξίζει να επισημανθεί ότι από την πρώτη κιόλας μέρα λειτουργίας της, η εταιρεία Moody's παρείχε στους επενδυτές αξιόπιστες αξιολογήσεις με σκοπό την ορθότερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου.

Στην ουσία οι αξιολογήσεις αυτές βασίζονταν σε δημοσιευμένες πληροφορίες και δεν πραγματοποιούνταν κατόπιν κάποιας αίτησης των εκδοτών χρεογράφων. Η Moody's συνέχισε την έκδοση αξιολογήσεων και την παρακολούθηση των αγορών κατά την διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης, όπου τα ποσοστά της αθέτησης υποχρέωσης ομολόγων είχαν εκτοξευθεί στα ύψη.

Φτάνουμε λοιπόν στο 1962, όπου η Dun & Bradstreet εξαγοράζει την Moody's Investors Service. Έτσι δύο στενά συνδεδεμένοι τομείς, αυτοί της ανάλυσης πληροφοριών και της αξιολόγησης ομολόγων βρίσκονται κάτω από την ίδια εταιρική στέγη, παρόλο που μέχρι και σήμερα λειτουργούν σαν δύο ανεξάρτητοι οργανισμοί.

Την δεκαετία του 70 η εταιρεία επεκτάθηκε στις αγορές των βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών (commercial paper market) αλλά και στις τραπεζικές καταθέσεις. Την ίδια επίσης περίοδο, οι κυριότεροι οίκοι αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένης και της Moody's, καθιέρωσαν την καταβολή αμοιβής για τις υπηρεσίες που παρείχαν τόσο στους εκδότες χρεογράφων όσο και στους επενδυτές.

Η λογική αυτής της αλλαγής βασίστηκε στο γεγονός ότι η αξία μιας αντικειμενικής αξιολόγησης ήταν σημαντική για τους εκδότες χρεογράφων καθώς τους παρείχαν σημαντικές πληροφορίες για πρόσβαση στην αγορά. Ένας ακόμα λόγος για την καταβολή της αμοιβής ήταν ότι με δεδομένο το αυξανόμενο πεδίο αξιολόγησης και την πολυπλοκότητα των κεφαλαιαγορών, η απαίτηση των οίκων αυτών για εξειδικευμένο προσωπικό ήταν αυξημένη και οι αμοιβές τους δεν θα μπορούσαν να καλυφθούν μόνο από τα κέρδη των δημοσιεύσεων.

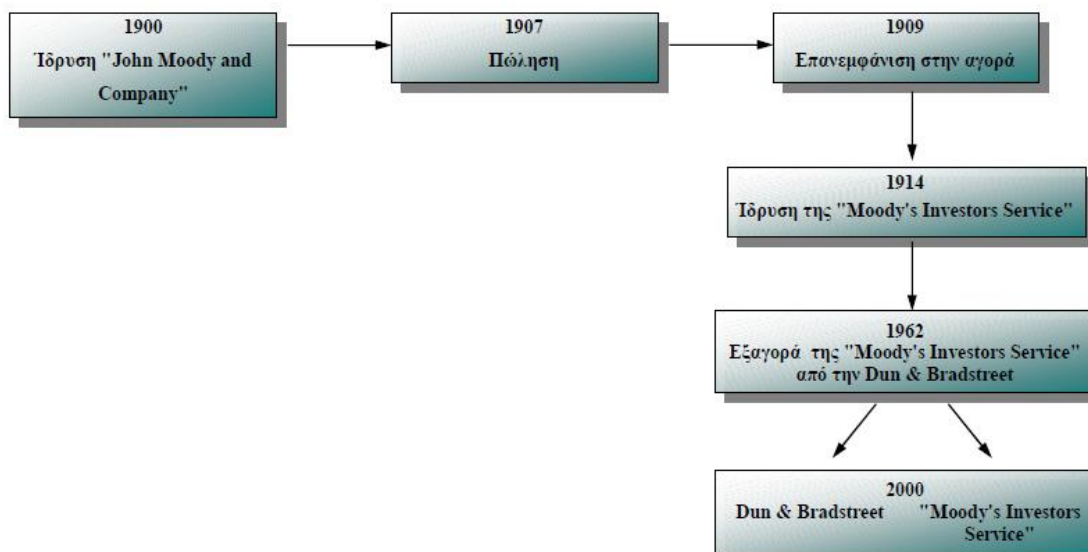
Η νομική έδρα της Moody's βρίσκεται στην χρηματιστική όαση Delaware. Η επιχειρησιακή έδρα της είναι στη Νέα Υόρκη. Έχει 12 θυγατρικές εταιρίες στις ΗΠΑ για διάφορες υπηρεσίες συμβουλών και πληροφοριών, όλες με νομική έδρα στο Delaware.

Επίσης, σ' αυτήν ανήκουν 74 επιχειρήσεις σε άλλα κράτη, όπως στο Ισραήλ, στην Νότιο Αφρική, στην Ινδονησία και στο Ντουμπάι. Στο παράρτημά της στη Γερμανία απασχολούνται αυτή την περίοδο 4.000 εργαζόμενοι.

Το έτος 2009 αξιολόγησε 12.000 ιδιωτικές επιχειρήσεις, 25.000 δημόσιες επιχειρήσεις και μονάδες, 110 κράτη και 106.000 δομικά χρηματιστικά προϊόντα. Παράλληλα προσφέρει υπηρεσίες διαχείρισης κινδύνου (risk management) για τους εκδότες των αξιόγραφων, και πρόσφατα άρχισε να προσφέρει αυτές τις υπηρεσίες για ασφαλιστικές εταιρίες και κράτη. Βασικοί ιδιοκτήτες: (με την αύξουσα σειρά με βάση την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας) Berkshire Hathaway (Warren Buffett), Capital World Investors, Vanguard Group, Childrens Investment Fund Management (UK), State Street Corp, Morgan Stanley, Vanguard Group, Invesco Limited, Wellington Management.

Γράφημα Α

"Moody's"



Πηγή: <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/234/1/DT2004-0050>

2.3 Standard & Poor's Ratings Services

Το 1916 ιδρύθηκε η Standard Statistics, η οποία το 1941 συγχωνεύτηκε με την Poor's Publishing ιδρύοντας την Standard & Poor's, η οποία με τη σειρά της αγοράστηκε απ' τον εμπορικό οίκο The McGraw Hill Companies. Στον οίκο αυτό ανήκουν επιχειρήσεις των ΜΜΕ, οι οποίες ταυτόχρονα δραστηριοποιούνται και σε άλλους τομείς: π.χ. Platts (βιομηχανία πετρελαίου, μετάλλου και ενέργειας), Dodge (οικοδομικές επιχειρήσεις), Appleton & Lange (ιατρική), Open University Press, J.D.Power (μάρκετινγκ, έρευνα καταναλωτών), Broadcasting (ειδήσεις, πολυάριθμοι τηλεοπτικοί σταθμοί). Βασικοί ιδιοκτήτες είναι οι: Capital World Investors, Rowe Price, Fidelity Investments, Vanguard Group, State Street, Oppenheimer Funds, Morgan Stanley, Washington Mutual Funds, Blackrock, Allianz Global Investors of America.

Στην πραγματικότητα όμως, η εταιρεία Standard and Poor's διαθέτει ιστορία περισσότερη των εκατό σαράντα ετών, αφού το 1860 ο Henry Varnum Poor εξέδωσε το εγχειρίδιο "History of Railroads and Canals of the United States" θέτοντας τα θεμέλια της βιομηχανίας πληροφοριών, σε μια εποχή που η Ευρώπη αναζητούσε να μάθει όσο πιο πολλά μπορούσε για τις μετοχές της στην πρόσφατα διαμορφωμένη υποδομή της Αμερικής. Με μια πιο αναλυτική ματιά, το 1906 ιδρύθηκε η εταιρεία Standard Statistics Bureau με κύριο σκοπό την παροχή οικονομικών στοιχείων παρελθόντων ετών που δεν ήταν διαθέσιμα πιο πριν και αφορούσαν αποκλειστικά αμερικανικές εταιρείες.

Το 1916 η Poor's Publishing Company ξεκίνησε τον προσδιορισμό και την δημοσιοποίηση αξιολογήσεων εταιρικών ομολόγων, ενώ λίγο καιρό αργότερα ακολούθησαν οι αξιολογήσεις κρατικών ομολόγων. Το 1940 οι αξιολογήσεις επεκτάθηκαν και στα δημοτικά ομόλογα. Το 1941 αποτέλεσε χρονιά ορόσημο, λόγω του ότι οι εταιρείες Poor's Publishing Company και Standard Statistics Bureau συγχωνεύθηκαν δημιουργώντας την εταιρεία Standard and Poor's.

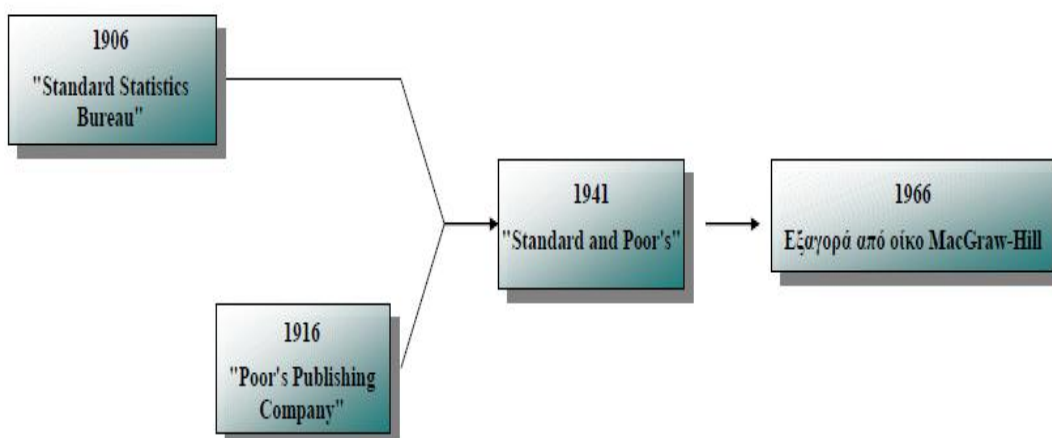
Το 1966 η Standard and Poor's περνά στην ιδιοκτησία του εκδοτικού οίκου Mac Graw Hill, κάτι που ισχύει ακόμα και σήμερα. Η Standard and Poor's είναι μετοχική εταιρία, εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με νομική έδρα στη χρηματιστηριακή άσση Delaware (σύμφωνα με τα στοιχεία του Τμήματος Εταιρειών της Πολιτείας περισσότερες από 1.000.000 εταιρείες είναι εγγεγραμμένες στο Μητρώο του Τμήματος, εκ των οποίων το 50% είναι εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, λόγω του ευνοϊκότερου φορολογικού καθεστώτος και της οικονομικής και πολιτικής σταθερότητας της ευρύτερης περιοχής) και η επιχειρησιακή της έδρα είναι στη Νέα Υόρκη, με γραφεία σε 23 κράτη και 8.000 απασχολούμενους. Απ' το 1969 ηγείται στην Wall Street στο σύστημα καταχώρησης και ταυτοποίησης CUSIP (Committee for Uniform Security Identification Procedures), χωρίς το οποίο το τεράστιο καθημερινό παγκόσμιο εμπόριο χαρτιών θα ήταν αδύνατο.

Το 1975 της μεταβιβάστηκαν υψηλά καθήκοντα απ' την SEC. Καρά το χρονικό διάστημα 2011-2012 αξιολογεί ομόλογα και πιστώσεις της τάξης των 32 δισεκατομμυρίων δολαρίων (Handelsblatt 6.7.2010 συνέντευξη του Deven Sharma), ενώ

το έτος 2013 τα συνολικά της έσοδα είναι 2,274 δις \$, αυξημένα κατά 12% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, όπου ήταν 2,034 δις \$(The MacGraw Hill Companies Annual Report 2013, σελ. 18). Σύμφωνα με στοιχεία της εταιρείας, έχει πραγματοποιήσει εκτιμήσεις σε περισσότερες από 50 χώρες. Ως προς την γεωγραφική τμηματοποίηση επεκτείνει τις δραστηριότητές της εκτός από τις παραδοσιακές αγορές της Ευρώπης και των ΗΠΑ και στην Λατινική Αμερική.

Γράφημα Β

"Standard and Poor's"



Πηγή: <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/234/1/DT2004-0050.pdf>

2.4 Fitch Ratings

Η Fitch Ratings Limited ανήκει κατά 60% στην γαλλική μετοχική εταιρία Fimalac, η οποία είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Παρισιού. Δίπλα στις υπηρεσίες για χρηματιστηριακά, η Fimalac επενδύει επίσης σε ακίνητα (North Colonnade, Λονδίνο) και σε εμπορικούς οίκους, ιδιαίτερα σε σούπερ μάρκετ και σε βιομηχανίες αυτοκινήτων.

Κατά 40% η Fitch ανήκει στους εμπορικούς οίκους των ΜΜΕ των ΗΠΑ Hearst. Ο εμπορικός οίκος αυτό είναι ιδιοκτήτης σε 23 ημερήσιες και εβδομαδιαίες εφημερίδες, σε 33 ραδιοφωνικούς και τηλεοπτικούς σταθμούς, κατέχει επίσης την Arts & Entertainment Network με την Disney και την General Electric/NBC, το History Channel σε 75 χώρες, καλωδιακή τηλεόραση για σπορ, ενώ έχει στρατηγική σχέση και συμφωνία με την Yahoo, την Nokia και την Microsoft.

Στην κατοχή του βρίσκεται επίσης και το περιοδικό Cosmopolitan, το οποίο εκδίδεται σε 53 χώρες, το Esquire, το Harper's Bazaar, το Good Housekeeping, το Marie Claire και το The Oprah Winfrey Show. Παρέχει επίσης υπηρεσίες συμβουλών που αφορούν στο σύστημα υγείας.

Η νομική έδρα του βρίσκεται στη χρηματιστηριακή όαση Delaware. Σε μεγαλύτερη ανάλυση, η Fitch Ratings έχει τις ρίζες της στην Fitch Publishing Company η οποία ιδρύθηκε το 1913. Στην δεκαετία του 20, η Fitch εισήγαγε την γνωστή σήμερα κλίμακα αξιολόγησης AAA-D. Υπήρξε ένας από τους τρεις οίκους αξιολόγησης, μαζί με την Standard and Poor's και την Moody's που αναγνωρίσθηκε το 1975 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchanges Commission SEC) ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής και αξιολόγησης (National Recognized Statistical Rating Organization). Από το 1989 με την αναδιοργάνωση κεφαλαίων και την αλλαγή της διαχειριστικής της ομάδας, η Fitch γνωρίζει πολύ μεγάλη ανάπτυξη.

Στη δεκαετία του 90 επεκτείνεται στον τομέα των structured finance, παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα, πλήρεις ερμηνείες πολύπλοκων πιστώσεων και αυστηρότερη παρακολούθηση. Η Fimalac αγόρασε κατ' αρχήν το 1992 το μικρό οίκο αξιολόγησης IBCA (International Bank Credit Analyst, Λονδίνο). Για να έχει πρόσβαση στην αγορά των ΗΠΑ, η Fimalac αποκτά το 1997 την Fitch κάτι το οποίο βοήθησε όμως και την Fitch να αυξήσει σημαντικά την παρουσία της διεθνώς στην αξιολόγηση των τραπεζών, των κρατών και των οικονομικών οργανισμών.

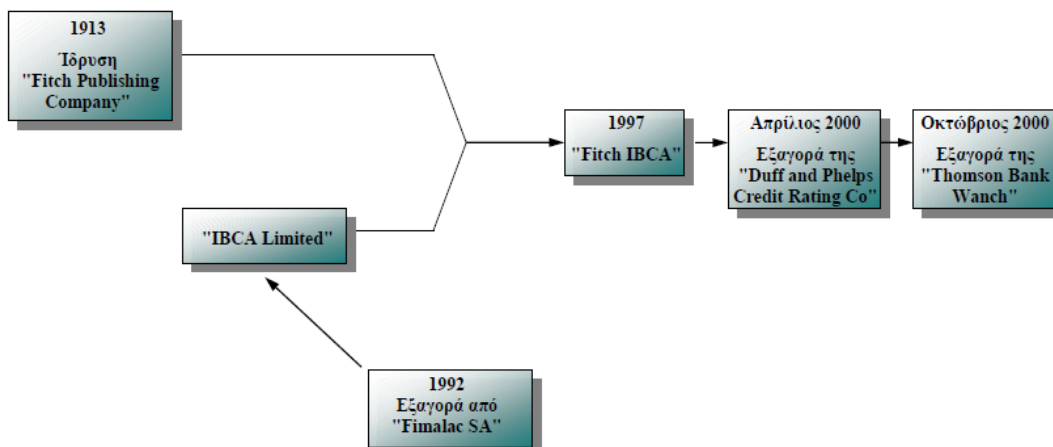
Τον Απρίλιο του 2000 αγοράστηκε ο οίκος αξιολόγησης Duff & Phelps (Σικάγο) και τον Οκτώβρη του 2000 ολοκληρώθηκε η εξαγορά της Thomson BankWatch, εταιρεία αξιολόγησης τραπεζών, από τη Fitch. Αυτές οι εξαγορές ενίσχυσαν την Fitch στους τομείς των ασφαλειών, εταιρειών, structured finance, προσθέτοντας παράλληλα ένα

σημαντικό αριθμό γραφείων και συνδεδεμένων εταιρειών παγκοσμίως. Από δω προέκυψε η Fitch Group με 3.000 εργαζόμενους.

Η επιχειρησιακή έδρα της βρίσκεται στο Λονδίνο και την Νέα Υόρκη. Απασχολεί περίπου 3000 εργαζόμενους (όπως αναφέραμε και πιο πάνω) σε 49 παραρτήματα. Έχει πελάτες σε 150 κράτη, ενώ ο κύριος όγκος των εργασιών της βρίσκεται στις ΗΠΑ. Ο οίκος αυτός εκτός απ' τις αξιολογήσεις που κάνει, παρέχει επίσης υπηρεσίες συμβουλών σε μια πληθώρα δημόσιων επιχειρήσεων και σε τμήματα διοίκησης (δήμους, κράτη, σχολικά συγκροτήματα). Στα κράτη που έχει παραρτήματα δραστηριοποιείται επίσης σαν λομπίστας.

Γράφημα Γ

"Fitch IBCA"



Πηγή: <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/234/1/DT2004-0050.pdf>

2.5 Dun and Bradstreet

Η Dun & Bradstreet είναι μια αμερικανική δημόσια εταιρεία που εδρεύει στο Short Hills, μια κοινότητα του Millburn, στο New Jersey της Αμερικής η οποία δίνει πληροφορίες σε επιχειρήσεις και εταιρείες για χρήση σε ότι έχει να κάνει με πιστωτικές αποφάσεις.

Συχνά αναφέρεται ως D & B, η εταιρεία διατηρεί πληροφορίες για περισσότερα από 220 εκατομμύρια επιχειρήσεις σε όλο τον κόσμο.

Η ιστορία της ξεκινά στις 20 Ιουλίου του 1841, όπου ο Lewis Tappan ίδρυσε την εταιρεία με την επωνυμία “The Mercantile Agency”. Αυτή η εταιρεία λοιπόν επεκτάθηκε με την δημιουργία νέων τοπικών γραφείων και την πρόσληψη εξειδικευμένων υπαλλήλων που εργάζονταν ως ρεπόρτερ και αναλυτές πληροφοριών, όταν το 1847 ο Benjamin Douglass έγινε εταίρος της (The Mercantile Agency).

Κάποιοι από αυτούς τους ρεπόρτερ που αναφέραμε πριν, τέσσερις συγκεκριμένα αργότερα εκλέχτηκαν πρόεδροι των Η.Π.Α. Αυτοί ήταν οι: Abraham Lincoln, Ulysses S. Grant, Glover Cleveland και William McKinley.

Το 1849, ο John M. Bradstreet ίδρυσε την «John M. Bradstreet Company» εταιρεία παροχής πληροφοριών με έδρα το Cincinnati στο Οχάιο. Δύο χρόνια αργότερα η ίδια εταιρεία εξέδωσε το πρώτο βιβλίο αξιολόγησης εταιρειών. Δέκα χρόνια αργότερα, το 1859 συγκεκριμένα, η επωνυμία της “The Mercantile Agency άλλαξε και μετατράπηκε σε R.G. Dun And Company, υπό την ηγεσία του Robert Graham Dun.

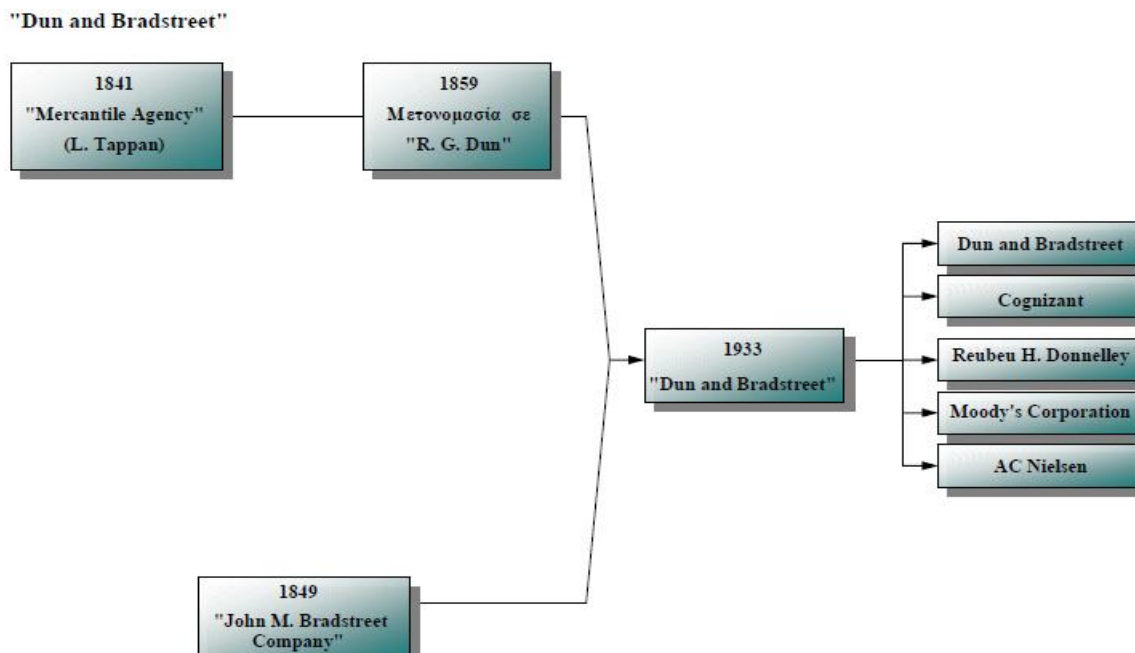
Στις αρχές του 20^{ου} αιώνα και λόγω της οικονομικής ύφεσης στις Η.Π.Α οι δύο αυτές εταιρείες επηρεάστηκαν αρνητικά. Έτσι το 1933 η «R.G. Dun And Company» και η «John M. Bradstreet Company» συγχωνεύθηκαν δημιουργώντας την «Dun and Bradstreet».

Την μεγάλη της ανάπτυξη την γνώρισε μετά το πέρας του δεύτερου παγκοσμίου πολέμου και πιο συγκεκριμένα το 1963, όταν εισήγαγε το Data Universal Numbering System, με την χρήση του D & B D-U-NS ® Number. Αυτό το σύστημα προσδιόριζε και αξιολογούσε μια εταιρεία από μια βάση δεδομένων με την βοήθεια ενός αριθμού. Ο αριθμός αυτός (D & B D-U-N-S ® Number) αποτελεί σήμερα σημαντικό στοιχείο προσδιορισμού και αναγνώρισης επιχειρήσεων για τις ΗΠΑ, την Ευρωπαϊκή Ένωση και την αμερικανική κυβέρνηση.

Ένα άλλο σύστημα εγκαταστάθηκε από την Dun & Bradstreet τη δεκαετία του 70, το σύστημα AOS (Advanced Office System), το οποίο είναι πλήρως αυτοματοποιημένο με χρήση Η/Υ. Η χρήση του συστήματος αυτού δίνει την δυνατότητα ανάλυσης δεδομένων σε διάφορες κατηγορίες και την άμεση παροχή οικονομικών πληροφοριών.

Τον Οκτώβριο του 2000, η «Dun and Bradstreet» προώθησε ένα νέο επιχειρηματικό σχέδιο το «the Blueprint for Growth». Σκοπός του σχεδίου είναι η χάραξη στρατηγικής για τη δημιουργία μιας εταιρείας ανάπτυξης. Σήμερα η «Dun and Bradstreet» απασχολεί περισσότερους από εννέα χιλιάδες εργαζόμενους, καλύπτοντας πληροφορίες για περισσότερες από διακόσιες σαράντα χώρες παγκοσμίως και εκατόν ογδόντα ένα νομίσματα.

Γράφημα Δ



Πηγή: <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/234/1/DT2004-0050.pdf>

2.6 Η προδιαγραφή NRSRO

Πολύ σημαντική είναι επίσης η προδιαγραφή NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization), η οποία σχεδιάστηκε στις ΗΠΑ, από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC). 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 συγκεκριμένο σύνολο από κριτήρια. Ειδικότερα, 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.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) έδωσε τρία NRSRO το 1975 στους Moody's, Standard and Poor's (S&P) και Fitch. Από τότε έχουν χαρακτηριστεί τέσσερις ακόμη οίκοι NRSRO, μεταξύ αυτών ο οίκος Duff and Phelps. 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. Επίσης, οι συγκεκριμένοι οργανισμοί δεν είναι υποχρεωμένοι να αποκαλύψουν πληροφορίες για μία εταιρία την οποία αξιολογούν και οι αξιολογήσεις δεν τίθενται υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC). Οι οίκοι λοιπόν αυτοί είναι κάτι σαν κυβερνητικά ιδρύματα που δεν ελέγχονται από άλλες κυβερνητικές αρχές.

2.7 Οι συνθήκες της Βασιλείας

Η αξιολόγηση απ' τους οίκους έγινε αποδεκτή μέσω μιας πληθώρας νόμων και κανονισμών σε ομοσπονδιακό, κρατικό και διεθνές επίπεδο. Πολύ σημαντικό ρόλο στην ιστορία των οίκων αξιολόγησης έπαιξαν οι τρεις συνθήκες της Βασιλείας. Έτσι όλοι οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ θα πρέπει να αξιολογούνται απ' τα μέσα της δεκαετίας του 1970 το λιγότερο από δύο οίκους αξιολόγησης που έχουν άδεια για κάτι τέτοιο. Επίσης, οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, καθώς και άλλοι χρηματιστές των ΗΠΑ, επιτρέπεται να επενδύουν μόνο σε τέτοιου είδους αξιόγραφα, τα οποία χαρακτηρίζονται ως μη κερδοσκοπικά.

Οι επιχειρήσεις στις ΗΠΑ προτού λάβουν δάνεια στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ, πρέπει προηγουμένως να υποβληθούν σε πιστοληπτική αξιολόγηση. Ταυτόχρονα, οι επενδυτές των αξιόγραφων (τα οποία έχουν αξιολογηθεί ως ασφαλή) έχουν το δικαίωμα στους ισολογισμούς τους, να τα παγώσουν στην ονομαστική τους αξία, ακόμη κι αν πέφτει η αξία τους στην αγορά.

Μετά την κατάρρευση της Herstatt Bank (ιδιωτική τράπεζα με έδρα τη γερμανική πόλη Κολωνία) το έτος 1974, οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις έπρεπε να εγγυώνται, ότι οι

τράπεζες θα είχαν στη διάθεσή τους αρκετά ίδια κεφάλαια έτσι ώστε να είναι δυνατό να αποφευχθεί μια νέα χρεοκοπία τράπεζας. Έτσι οι Η.Π.Α επέβαλαν επίσης διεθνείς λειτουργίες για τους τρεις αμερικάνικους οίκους. Οι κεντρικές κρατικές τράπεζες ίδρυσαν την Bank of Settlements (BIS), με έδρα τη Βασιλεία, πόλη της Ελβετίας.

Στη συμφωνία «Βασιλεία Ι» (1988), καθόρισαν, ότι στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, θα πρέπει να αξιολογούνται τα αξιόγραφα απ' τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης των ΗΠΑ, και όταν η αξιολόγηση είναι «non investment grade», δηλαδή όταν τα αξιόγραφα χαρακτηρίζονται ως κερδοσκοπικά, τότε θεωρούνται ως υποδεέστερα και γι αυτό θα πρέπει να καταβληθεί απ' τους κατόχους τους επιπρόσθετο κεφάλαιο.

Η Βασιλεία Ι αρχικά επικεντρώθηκε στον πιστωτικό κίνδυνο. Στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών ταξινομήθηκαν και ομαδοποιήθηκαν σε πέντε κατηγορίες με βάση τον πιστωτικό κίνδυνο, έχοντας βάρος κινδύνου μηδέν (για παράδειγμα το εγχώριο κυρίαρχο χρέος), δέκα, είκοσι, πενήντα και ως εκατό τοις εκατό (αυτή η κατηγορία έχει ως παράδειγμα το δημόσιο χρέος). Τράπεζες με διεθνή παρουσία απαιτείται να διαθέτουν κεφάλαιο ίσο με το 8% των κινδυνοβαρών στοιχείων του ενεργητικού τους.

Έτσι το Σύμφωνο της Βασιλείας επέβαλλε ένα ελάχιστο ενιαίο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, 8%, και εναρμόνισε για πρώτη φορά το διεθνές εποπτικό σύστημα. Ο υπολογισμός του προκύπτει με τον ίδιο τρόπο, όπως και ο συντελεστής φερεγγυότητας, μόνο που σε αυτή την αναθεώρηση προστέθηκαν στο Σταθμισμένο Ενεργητικό στοιχεία από το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών, ώστε να αντιπροσωπεύεται και ο κίνδυνος αγοράς επιπλέον του Πιστωτικού Κινδύνου. Τα στοιχεία αυτά σταθμίζονται ανάλογα με τον κίνδυνο που προέρχεται από τη μεταβολή τιμών συναλλάγματος, μετοχών, επιτοκίων και άλλων παραμέτρων της αγοράς.

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Επιτήρηση των Τραπεζών, αποφάσισε, ότι μετρούν μόνο εκείνα τα αξιόγραφα που έχουν την καλύτερη πιστοληπτική αξιολόγηση στα ίδια κεφάλαια, τα οποία είναι τα περιουσιακά στοιχεία όταν αφαιρεθούν όλα τα χρέη. Η συνθήκη αυτή έγινε νόμος στις περισσότερες Ευρωπαϊκές χώρες τον Ιούνιο του 1998, ενώ στην Ελλάδα ψηφίστηκε αργότερα.

Τα ίδια κεφάλαια καθορίζουν την έκταση των δανείων, που επιτρέπεται να δίνει μια τράπεζα. Σε περίπτωση που οι τράπεζες είχαν στους ισολογισμούς τους πολλά ταξινομημένα αξιόγραφα χαρακτηρισμένα απ' τους οίκους ως χαμηλής αξίας, τότε θα έπρεπε να βελτιώσουν τα ίδια κεφάλαια τους. Έτσι οι οίκοι αξιολόγησης έγιναν μέρος του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το 2004 με τη συμφωνία «Βασιλεία ΙΙ», οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις έγιναν το διεθνές στάνταρ για το ίδια κεφάλαια των τραπεζών ώστε να αποφευχθεί η χορήγηση ρισκοκίνδυνων δανείων. Η Ευρωπαϊκή Ένωση ήδη απ' το 2007 και μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), εξαρτά την αξιολόγηση των κρατών μελών της απ' τους «τρεις μεγάλους» των ΗΠΑ. Όπως όλες οι κεντρικές τράπεζες, έτσι και η ΕΚΤ, ρυθμίζει το ποσό χρημάτων, μεταξύ των άλλων, μέσω ενός επιτοκίου αναφοράς, δηλαδή το

επιτόκιο με βάση το οποίο μπορούν να δανειστούν οι τράπεζες χρήματα απ' την ΕΚΤ. Τα χρήματα όμως μπορούν να τα πάρουν μόνο όταν καταθέσουν σαν εγγύηση αξιόγραφα.

Οι βασικοί στόχοι του νέου Συμφώνου συνίστανται στα ακόλουθα:

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

Το νέο σύμφωνο της Βασιλείας απαρτίζεται από τρεις πυλώνες:

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

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

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

Το 2007 η ΕΚΤ κατείχε κατά τις συναλλαγές στις ανοιχτές αγορές μόνο αξιόγραφα, τα οποία ήταν αποδεκτά ως ασφαλή, αφού προηγουμένως είχαν αξιολογηθεί απ' τους οίκους με την καλύτερη βαθμολογία. Με τον τρόπο αυτό η χρηματοδότηση της οικονομίας, εξαρτάται απ' τις αξιολογήσεις των οίκων.

Η ΕΚΤ έκανε μεν το τελευταίο διάστημα κάποιες εξαιρέσεις, δεν αποδεδεσμεύτηκε όμως εντελώς απ' τη χρηματική πολιτική των πιστοληπτικών αξιολογήσεων. Αυτός είναι και ο λόγος που η κρατική κρίση χρεών και αντιστοίχως οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, μπορούν να επηρεάσουν σε μεγάλο βαθμό το τραπεζικό σύστημα.

Σε περίπτωση που τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών χτυπηθούν απ' την υποβάθμιση των κρατικών ομολόγων, τότε οι δυνατότητες να αναχρηματοδοτηθούν αυτές απ' την ΕΚΤ

λιγοστεύουν. Όμως τότε μειώνεται και η εμπιστοσύνη μεταξύ των τραπεζών. Αυτές είτε δεν δίνουν πλέον η μια στην άλλη πιστώσεις, είτε δίνουν μόνο κάτω από αυστηρές συνθήκες. Η χρηματαγορά αποστραγγίζεται, ενώ και οι επιχειρήσεις λαμβάνουν δάνεια πολύ δύσκολα με αποτέλεσμα η οικονομία να απειλείται με χρηματοπιστωτική κρίση.

Κατά τη συνταξιοδοτική πολιτική, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επίσης έμμεσα το λόγο. Με την ιδιωτικοποίηση των ασφαλιστικών ταμείων σε πολλές χώρες, η φροντίδα των ηλικιωμένων εξαρτήθηκε απ' την πρακτική των οίκων αξιολόγησης, καθώς τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες, πρέπει να κατέχουν αξιόγραφα που πήραν την καλύτερη βαθμολογία. Οι ΗΠΑ είχαν πείσει ώστε να ληφθούν οι αποφάσεις της Βασιλείας II, οι ίδιες όμως δεν υλοποίησαν τους κανονισμούς και έτσι ο στόχος να επιβληθούν οι τρεις οίκοι ως θεσμικό όργανο ελέγχου είχε ήδη επιτευχθεί.

Σε συνεπεία της παγκόσμιας καπιταλιστικής κρίσης, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Επιτήρηση των Τραπεζών, πρότεινε το Δεκέμβρη του 2009 ένα σχέδιο (Consultative Document) με τα προτεινόμενα μέτρα να γίνονται πιο περίπλοκα και αλληλεξαρτώμενα στην επίδρασή τους.

Στη συνέχεια κάτω απ' τον τίτλο «Βασιλεία III», δημοσιεύτηκε το Δεκέμβρη του 2010 ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο, το οποίο τέθηκε σταδιακά σε ισχύ απ' το 2013. Πρόκειται για ζητήματα που αφορούν στον ορισμό του ίδιου κεφαλαίου και τα απαιτούμενα ελάχιστα γι' αυτό ποσοστά, το μέγιστο ποσοστό χρεών, καθώς και κανόνες για την ελάχιστη ρευστότητα.

Η πιο πρόσφατη προτεινόμενη αναθεώρηση της συνθήκης της Βασιλείας σκοπό έχει το χτίσιμο ισχυρότερων θυλάκων προστασίας εντός του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι προτάσεις αυτές, καλύπτουν τα κεφάλαια, τη ρευστότητα και τις προβλέψεις και αναμένεται να αυξήσουν τις άμυνες και να περιορίσουν την προ-κυκλική μόχλευση εντός του συστήματος. Στην ουσία το σχέδιο αυτό πρόκειται για μια παραπέρα εξέλιξη της «Βασιλείας II», η οποία θα εξακολουθήσει να παραμένει σε ισχύ. Οι βασικές προβλέψεις αφορούν:

- Στην αύξηση της ποιότητας, της συνέπειας και της διαφάνειας των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Με τους νέους κανόνες τα κεφάλαια Tier I θα περιέχουν έναν αυστηρότερο ορισμό των κοινών μετοχών και κάποια από τα υπάρχοντα Tier I κεφάλαια θα θεωρηθούν ακατάλληλα.
- Στην εισαγωγή ενός παγκόσμιου ελάχιστου κοινού επιπέδου ρευστότητας για τις τράπεζες με διεθνή δραστηριότητα, το οποίο θα περιέχει απαιτήσεις για κεφαλαιακή κάλυψη 30 ημερών, η οποία με τη σειρά της θα στηρίζεται σε περισσότερο μακροπρόθεσμη ρευστότητα.
- Στην εισαγωγή συνεπώς ενός ποσοστού μόχλευσης, αλλά και μηχανισμών παρακολούθησης για όλες τις διεθνώς ενεργές τράπεζες.

- Στην ενίσχυση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο που προκύπτει από τα παράγωγα, τα repos και τις χρηματιστηριακές δραστηριότητες.
- Στην εισαγωγή μέτρων που θα ενθαρρύνουν το χτίσιμο κεφαλαιακών πυλώνων ασφαλείας στις καλές περιόδους, επί των οποίων θα μπορεί το σύστημα να στηριχτεί σε περιόδους έντασης. Επίσης, την προώθηση περισσότερων προβλέψεων που θα στηρίζονται στις προσδοκώμενες ζημίες, που αποδίδουν τις πραγματικές ζημίες με μεγαλύτερη διαφάνεια και εμφανίζονται λιγότερο προ-κυκλικές σε σχέση με το μοντέλο κατασκευής προβλέψεων που ισχύει σήμερα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

3.1 Θεωρία των Οίκων Αξιολόγησης

Όπως είχαμε αναφέρει και παραπάνω, όταν ο πρώτος οίκος αξιολόγησης έκανε την εμφάνισή του στις αρχές του 20ου αιώνα στις Η.Π.Α, κανείς δεν μπορούσε να προβλέψει πως οι ανεξάρτητοι αυτοί οίκοι θα εξελίσσονταν σε ένα αναπόσπαστο κομμάτι των κεφαλαιαγορών και των αγορών ομολόγων. Ωστόσο από τότε μέχρι σήμερα, ο αριθμός και η μορφή των οίκων έχει μεταβληθεί.

Η πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας λίγο πολύ αντανακλάται στις εκθέσεις που κάνουν οι διάφοροι οίκοι αξιολόγησης. Οι αξιολογήσεις αυτές προσφέρουν στους επενδυτές μια εικόνα του ρίσκου που αντιμετωπίζουν όταν επενδύουν σε μια συγκεκριμένη χώρα και πολλές φορές περιλαμβάνει όχι μόνο οικονομικούς, αλλά και πολιτικούς κινδύνους. Οι οίκοι αξιολόγησης ελέγχουν τα δημοσιονομικά μεγέθη μιας χώρας, μελετούν αν έχει υπερχρεωθεί ή όχι και αν μπορεί να εξυπηρετήσει εύκολα ή δύσκολα τις δανειακές της υποχρεώσεις και αναλύει και το πολιτικό περιβάλλον της χώρας για τον προσδιορισμό της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας αυτής.

Η εξέλιξη, λοιπόν, 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. Το τίμημα αυτό στηρίχθηκε στο γεγονός ότι διαχρονικά δίδονται αξιόπιστες αξιολογήσεις που αποφέρουν κέρδη στις εκδότριες εταιρείες. Η απόκτηση μιας καλής αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι συνήθως απαραίτητη για τις χώρες, προκειμένου να έχουν πρόσβαση στη διεθνή αγορών ομολόγων.

Θέτοντας μια παρομοίωση, οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν σαν τους ορκωτούς λογιστές. Όπως δηλαδή οι ορκωτοί λογιστές λειτουργούν για να έχουν μια αντιπροσωπευτική εικόνα μιας επιχείρησης οι επενδυτές, έτσι και οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν για να έχουν εικόνα της κατάστασης μιας χώρας οι επενδυτές ομολόγων. Με λίγα λόγια οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν ως διαμεσολαβητές με σκοπό την επίλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, εκτιμώντας τον πιστωτικό κίνδυνο των δανειοληπτών.

Έχει παρατηρηθεί πως σε πολλές περιπτώσεις όταν ένας οίκος βγάζει ένα report για μια εταιρεία ή μια αξιολόγηση για μια χώρα, συνήθως η αγορά το έχει ήδη προεξοφλήσει. Για παράδειγμα, σπάνια θα δούμε report για μια ελληνική μετοχή και η μετοχή να μην είναι ήδη στα επίπεδα τιμών που κάνει αναφορά το report αυτό. Επίσης είναι σπάνιο οι τιμές στόχου να αποκλίνουν πολύ από τα ήδη κατοχυρωμένα επίπεδα στην αγορά. Αυτό δημιουργεί ένα εύλογο ερώτημα για το αν είναι τόσο πίσω από τις εξελίξεις οι οίκοι και οι αναλυτές.

Ένα επίσης σημαντικό στοιχείο είναι ότι οι οίκοι αξιολόγησης σπάνια κάνουν προβλέψεις. Για παράδειγμα ενώ αρκετοί οικονομολόγοι μιλούσαν για την μη βιωσιμότητα της Ελλάδος εδώ και χρόνια, οι οίκοι αξιολόγησης μας υποβάθμισαν μόνο αφού αποκλειστήκαμε από την αγορά ομολόγων. Οι οίκοι αξιολόγησης το είχαν υπόψη, αλλά από τη στιγμή που δεν είχε πραγματοποιηθεί (ο αποκλεισμός μας από τις αγορές), η αξιολόγηση ήταν investment grade. Κανένας οίκος δεν πήρε το θάρρος να πει ότι η Ελλάδα (ή κάποια άλλη χώρα) θα βγει από τις αγορές.

Οι οίκοι αξιολόγησης αξιολογούν με βάση το σήμερα και όχι με βάση το αύριο. Μπορεί να εκδίδουν προειδοποιήσεις και να κάνουν αναφορά σε μελλοντικά γεγονότα, αλλά το κάνουν περισσότερο σαν καθοδήγηση και όχι σαν προειδοποίηση. Το μόνο στίγμα που δίνουν όσον αφορά τη μελλοντική τάση είναι το outlook: αν είναι θετικό, αρνητικό ή σταθερό. Το πώς αυτό όμως μεταφράζεται στην αγορά είναι ένα πολύ διαφορετικό κομμάτι. Σε κάθε περίπτωση πάντως, οι οίκοι γενικά είναι πίσω από τις εξελίξεις (behind the curve).

3.2 Δομή των Οίκων Αξιολόγησης

Όπως έχουμε αναφέρει στις Η.Π.Α σήμερα υπάρχουν τρεις κύριοι οίκοι αξιολόγησης ομολόγων με πολλά παραρτήματα και τεράστιο πεδίο δράσης : Η Moody's, η Standard & Poor's και η Fitch.

Η Moody's εξειδικεύεται σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής

ικανότητας, έρευνας και ανάλυσης κινδύνου. Απασχολεί περισσότερους από 9.500 υπαλλήλους σε όλο τον κόσμο και διατηρεί γραφεία σε τριάντα τρεις χώρες παρέχοντας αξιολογήσεις και πληροφορίες για κυβερνητικούς και εμπορικούς οργανισμούς για τουλάχιστον 115 χώρες.

Έχει επεκταθεί και στις αναπτυσσόμενες αγορές με την δημιουργία κοινοπραξιών με τοπικούς οίκους αξιολόγησης ή με την ίδρυση θυγατρικών εταιρειών σε Κορέα, Ινδία, Κίνα, Χιλή, Αργεντινή, Τσεχία, Ρωσία. Παρέχει αξιολόγηση και ανάλυση για πάνω από 30 τρις \$ χρέη σε εκδόσεις, καλύπτοντας 11.000 εταιρικές σχέσεις, 115 χώρες, 21.000 δημοσιονομικές εκδόσεις και 76.000 δομημένες χρηματοδοτικές υποχρεώσεις. Τα ετήσια έσοδά της για το έτος 2013 συγκεκριμένα ανέρχονται σε 3 δις\$ όπου 70% προέρχεται από την αγορά των Η.Π.Α και ειδικότερα 90% από την αξιολόγηση ομολόγων. (Πηγή: Moody's, 2013)

Στους πελάτες της περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων επενδυτές, καταθέτες, πιστωτές, τράπεζες επενδύσεων, εμπορικές τράπεζες, διάφοροι οικονομικοί διαμεσολαβητές και ένας μεγάλος αριθμός εμπορικών και κυβερνητικών εκδοτών χρεογράφων. Οι αξιολογήσεις αυτές δημοσιοποιούνται σε πλήθος ηλεκτρονικών και έντυπων μέσων ενημέρωσης, περιλαμβάνοντας real-time συστήματα που χρησιμοποιούνται ευρέως από επενδυτές και χρηματιστές.

Πέρα από το κομμάτι των αξιολογήσεων η Moody's εκδίδει έρευνες πίστωσης που αφορούν περίπου 2.800 οργανισμούς παγκοσμίως. Οι εκδόσεις αυτές απευθύνονται σε επενδυτές και περιλαμβάνουν έρευνα σε βάθος των κυριότερων εκδοτών χρεογράφων, μελέτες βιομηχανιών, ειδικά σχόλια και οδηγούς που αφορούν πιστωτικό κίνδυνο.

Η Standard & Poor's, διαθέτει στους πελάτες της ένα ευρύτερο πεδίο υπηρεσιών στον τομέα της οικονομίας. Απασχολεί περισσότερα από έξι χιλιάδες άτομα εκ των οποίων οι χίλιοι τετρακόσιοι είναι αναλυτές και επεκτείνεται σε είκοσι πέντε χώρες του κόσμου με περισσότερα από πενήντα γραφεία.

Η Standard & Poor's παρέχει αξιολόγηση και αναλύσεις για πάνω από 52 τρις \$ χρέη σε εκδόσεις, καλύπτοντας περισσότερους από 38.000 εκδότες (εταιρείες, κυβερνήσεις, δημοτικές αρχές και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς) και περισσότερες από 98.000 εκδόσεις και 86 χώρες. (Standard & Poor's Ratings Services, 2013)

Η Fitch, ιδιοκτησία της γαλλικής εταιρείας FIMALAC, απασχολεί γύρω στους δύο χιλιάδες εργαζόμενους, εκ των οποίων επτακόσιοι είναι αναλυτές, σε περισσότερα από σαράντα παραρτήματα παγκοσμίως.

Αξιολογεί περίπου έξι χιλιάδες τράπεζες και οικονομικούς οργανισμούς, χίλιες επτακόσιες εταιρικές σχέσεις, εβδομήντα κράτη, και σαράντα πέντε χιλιάδες μετοχές στις ΗΠΑ. Καλύπτει επίσης, 7.800 εκδόσεις structured finance, τομέας που παραδοσιακά εξειδικεύεται η εταιρεία. Τα ετήσια έσοδά της για το έτος 2013 ανέρχονται σε \$ 982.000.000. (Fitch Ratings, 2013)

Πέρα από αυτούς τους τρεις οίκους, στις Η.Π.Α υπάρχουν μικρότερες και πιο εξειδικευμένες εταιρείες. Η A.M Best εξειδικεύεται σε ασφαλιστικές εταιρείες και την ικανότητά τους να εκπληρώνουν τόσο τις ασφαλιστικές τους υποχρεώσεις, όσο και τις οικονομικές.

Η Lacle Financial εστιάζεται στον τομέα των τραπεζών, θεματοφυλάκων και εταιρειών εγγυήσεων τίτλων, η KMV (θυγατρική της Moody's) παρέχει εκτιμήσεις σε τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς στη Βόρεια Αμερική, Ευρώπη και παράλια του Ειρηνικού Ωκεανού, για την πιθανότητα πτώχευσης δανειζόμενων εταιρειών. Τέλος, η Egan- Jones Rating Company παρέχει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και αναλύσεις για αμερικανικά εταιρικά ομόλογα.

Στον πίνακα 2 θα παραθέσουμε συνοπτικά τα κυριότερα χαρακτηριστικά των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης με βάση στοιχεία από το 2013.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Κυριότερα χαρακτηριστικά των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Οικονομικά στοιχεία (2013)	Ετήσια έσοδα: \$3.000.000.000	Ετήσια έσοδα: \$2.274.000.000	Ετήσια έσοδα: \$ 982.000.000
	Καθαρά κέρδη μετά φόρων: \$ 805.000.000		
	Αξία στοιχείων ενεργητικού: \$ 4.300.000.000		
Απασχολούμενοι	<ul style="list-style-type: none"> • 1269 αναλυτές • 9.500 συνεργάτες σε όλο τον κόσμο • γραφεία σε 26 χώρες 	<ul style="list-style-type: none"> • 6000 εργαζόμενοι • 1400 αναλυτές γραφεία σε 18 χώρες 	<ul style="list-style-type: none"> • 2000 εργαζόμενοι • 700 αναλυτές • 40 παραρτήματα ανά τον κόσμο
Πεδίο κάλυψης	<ul style="list-style-type: none"> • \$30 τρις χρέη σε εκδόσεις • 11000 εταιρικές σχέσεις • 76000 εκδόσεις structured finance • 21000 δημοσιονομικές υποχρεώσεις • 115 χώρες 	<ul style="list-style-type: none"> • \$52 τρις χρέη σε εκδόσεις • 38000 εκδότες • 98000 εκδόσεις • 86 χώρες 	<ul style="list-style-type: none"> • 6000 τράπεζες και οικονομικούς οργανισμούς • 1000 εταιρείες • 45000 μετοχές ΗΠΑ • 7800 εκδόσεις structured finance • 70 χώρες

Όπως βλέπουμε από τα στοιχεία του πίνακα 2 οι τρεις αμερικανικοί οίκοι έχουν μια σημαντική παρουσία εκτός των Η.Π.Α, με την ανάπτυξη δικτύου παραρτημάτων παγκοσμίως. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Διεθνούς Τράπεζας Διακανονισμών (BIS) για το έτος 2012, προκύπτει ότι η Moody's και η Standard & Poor's παρέχουν ευρεία κάλυψη αξιολογήσεων στην Ευρώπη. Η Moody's κυριαρχεί στην Ασία σε αντίθεση με την Λατινική Αμερική όπου η Standard & Poor's διαθέτει περισσότερους πελάτες.

Πέρα από τους τρεις μεγαλύτερους οίκους και τα παραρτήματά τους ανά τον κόσμο σύμφωνα με την έρευνα του BIS το 2000 υπάρχουν τουλάχιστον 40 γραφεία αξιολόγησης σε χώρες εκτός των Η.Π.Α. Σήμερα, υπάρχουν τουλάχιστον 80 τα οποία θα παραθέσουμε στον παρακάτω πίνακα 2.β. Ορισμένα από τα γραφεία αυτά περιορίζουν

την δραστηριότητά τους σε εθνικό επίπεδο, ενώ άλλες έχουν ευρύτερη παρουσία στις διεθνείς αγορές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.β

Χώρες όπου βρίσκονται τα κεντρικά γραφεία οίκων αξιολόγησης (εκτός ΗΠΑ) και αριθμός γραφείων αξιολόγησης (Οκτώβριος, 2014)

Χώρες	Αριθμός γραφείων αξιολόγησης
Βουλγαρία	1
Μπαγκλαντές	3
Βραζιλία	1
Καναδάς	1
Χιλή	2
Κίνα	4
Κολομβία	1
Κόστα Ρίκα	1
Κύπρος	1
Εκουαδόρ	1
Γαλλία	2
Γερμανία	6
Ελλάδα	1
Ινδία	5
Ινδονησία	1
Ιταλία	4
Κουβέιτ	1
Ιαπωνία	2
Βόρειος Κορέα	4
Μαλαισία	2
Μεξικό	1
Νιγηρία	1
Πακιστάν	2
Περού	4
Πολωνία	2
Πορτογαλία	1
Ρωσία	4
Σιγκαπούρη	1
Σλοβακία	1
Νότια Αφρική	1
Ισπανία	3
Ελβετία	2
Ταϊλάνδη	1
Ταϊβάν	1
Τρινιντάντ	1

Τουρκία	4
Ηνωμένο Βασίλειο	2
Ουκρανία	1
Ουρουγουάη	1
Φιλιππίνες	1
Ζάμπια	1

Πηγές: ting (2014), websites γραφείων αξιολόγησης.

Σύμφωνα με κάποιες πιο πρόσφατες πληροφορίες του NRSRO σχετικά με τους εργαζόμενους και τα ομόλογα που έχουν αξιολογήσει το 2013, ο πίνακας 3 μας δείχνει:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

	Moody's	S&P	Fitch
Αριθμός εργαζόμενων-Αναλυτών Αναλυτές	1.269	1.400	1.057
Αριθμός ομολόγων που αξιολογήθηκαν ανά κατηγορία			
Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	53.383	60.300	49.821
Ασφαλιστικές εταιρείες	3.418	7.600	3.222
Εταιρικοί εκδότες	40.008	47.400	15.299
Εγγυημένα χρεόγραφα	76.464	97.500	53.612
Κρατικά χρεόγραφα	728.627	930.500	204.303

(NRSRO registration- Moody's, 2013)

(NRSRO registration- S&P, 2013)

(NRSRO registration- Fitch, 2013)

3.3.1 Διαδικασία αξιολόγησης και διαφορές

Ένα πολύ σημαντικό κομμάτι για να καταλάβουμε το πώς δουλεύουν οι οίκοι αξιολόγησης είναι η διαδικασία της αξιολόγησης, η οποία για έναν εκδότη και τα χρεόγραφα του αποτελείται κατά κύριο λόγο από μια αρχική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας και τις μεταγενέστερες αναθεωρήσεις της και αλλαγές, οι οποίες πραγματοποιούνται αυτόκλητα από τους οίκους. Αν και υπάρχουν ορισμένες διαφορές από οίκο σε οίκο, η διαδικασία που ακολουθούν οι δύο μεγαλύτεροι από αυτούς, η Moody's και η Standard & Poor's, είναι η πλέον αντιπροσωπευτική.

Η αρχική αξιολόγηση ξεκινά με τις συναντήσεις μεταξύ του προσωπικού του οίκου και των διευθυντικών στελεχών αν πρόκειται για εταιρεία ή των κυβερνητικών αξιωματούχων αν πρόκειται για κράτος ή κυβερνητική οντότητα. Σκοπός αυτών των συναντήσεων είναι η συλλογή όλων των πληροφοριών που είναι απαραίτητες για την εκτίμηση της αξιοπιστίας του αξιολογούμενου, όπως επίσης η κατανόηση της πολιτικής που σκοπεύει να ακολουθήσει η εταιρεία ή η κυβέρνηση. (IMF, 1999)

Σύμφωνα με τον Rom το 2009, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι υποκειμενική και αντικατοπτρίζει την επαγγελματική κρίση. Απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται, αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει τη γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Συνεπώς, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι τόσο αξιόπιστη όσο ο βαθμολογητής και οι πληροφορίες που αυτός χρησιμοποιεί.

Η διαδικασία λοιπόν αυτή της αξιολόγησης συνήθως είναι ιδιαίτερα χρονοβόρα, εκτεταμένη και απαιτεί αρκετό όγκο εργασίας τόσο από την πλευρά του αξιολογούμενου, αλλά και από την αυτήν του αξιολογητή. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι αναλυτές που έχουν επεξεργασθεί τα απαραίτητα στοιχεία παρουσιάζουν την έκθεσή τους σε επιτροπή, η οποία ύστερα από συζήτηση ψηφίζει προκειμένου να κατατάξει τον αξιολογούμενο σε μια κατηγορία.

Ειδικότερα, η αξιολόγηση συνοδεύεται από επεξηγηματική ανάλυση και κοινοποιείται πρώτα στον αξιολογούμενο, ο οποίος έχει ένα μικρό χρονικό διάστημα, το οποίο είναι τυπικά μία εβδομάδα, όπου μπορεί να συζητήσει διάφορα εκκρεμή γεγονότα που ενδεχομένως επηρεάζουν την αξιολόγηση και ύστερα δίνεται στην δημοσιότητα.

Ο αξιολογούμενος συχνά έχει την δυνατότητα να αμφισβητήσει την αξιολόγηση αν δεν παραμείνει ικανοποιημένος. Γενικά όμως η δομή της διαδικασίας αξιολόγησης δίνει την δυνατότητα στον αξιολογούμενο να παρουσιάσει τα καλύτερα δυνατά στοιχεία.

Στο παρακάτω διάγραμμα θα δείξουμε την διαδικασία αξιολόγησης ενυπόθηκων δανείων:

Γράφημα Ε



Πηγή: https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/14058/1/ARVANITIDOU_VIRGINIA_MBA.pdf

Ακολουθώντας την αρχική αξιολόγηση, οι οίκοι συνεχίζουν να παρακολουθούν την οικονομική κατάσταση του αξιολογούμενου, καταγράφοντας κάθε πραγματοποιούμενη αλλαγή. Σύμφωνα με αυτό οι αναλυτές συνεκτιμώντας τις αλλαγές αυτές μπορεί να καταλήξουν ακόμα και στην αναθεώρηση της αρχικής αξιολόγησης. Συνήθως οι οίκοι ανακοινώνουν την επικείμενη αναθεώρηση.

Η Moody's για παράδειγμα συνοδεύει την υπό αναθεώρηση αξιολόγηση με την ένδειξη "under review", ενώ η Standard & Poor's θέτει τον αξιολογούμενο υπό 'creditwatch'. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης καθορίζουν τόσο το χρονικό ορίζοντα αναθεώρησης, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ 6 και 24 μηνών, όσο και την κατεύθυνση της αλλαγής της αξιολόγησης, που μπορεί να είναι θετική, δηλαδή αύξηση βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας, σταθερή, δηλαδή ίδιος βαθμός, ή αρνητική δηλαδή μείωση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας.

Πολύ σημαντικό επίσης είναι, πως η πολιτική των οίκων ως προς τις αυτόκλητες αξιολογήσεις διαφέρει. Ορισμένοι εκδίδουν αξιολογήσεις μόνο κατόπιν εντολής, ορισμένοι άλλοι μπορεί να εκδώσουν αυτόκλητες αξιολογήσεις. Η Standard and Poor's αξιολογεί όλα τα φορολογήσιμα αξιόγραφα της αγοράς των ΗΠΑ που είναι αναγνωρισμένα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), ανεξάρτητα αν η αξιολόγηση ζητείται ή όχι από τον εκδότη.

Αντιθέτως η Standard and Poor's δεν εκδίδει συνήθως αυτόκλητες αξιολογήσεις για δομημένα αξιόγραφα και ομόλογα που εκδίδονται από ξένες εταιρείες, καθώς η αξιολόγηση αυτών των χρεογράφων απαιτεί την πρόσβαση σε μη δημοσιευμένες πληροφορίες οι οποίες παρέχονται από τον εκδότη.

Η Moody's ακολουθεί εξίσου την πολιτική της Standard and Poor's σε ότι αφορά στην αξιολόγηση των αναγνωρισμένων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) αμερικανικών εταιρικών αξιόγραφων, με τη διαφορά ότι συχνά εκδίδει και αυτόκλητες αξιολογήσεις για δομημένα αξιόγραφα και ομόλογα ξένων χωρών.

Αντίθετα, η Fitch αποφεύγει τις αυτόκλητες αξιολογήσεις για κάθε αξιόγραφο. Συνήθως οι αυτόκλητες αξιολογήσεις είναι περισσότερο αμφισβητήσιμες και αμφιλεγόμενες. Οι αυτόκλητες αξιολογήσεις επίσης είναι αρκετά πιο αυστηρές από τις μη αυτόκλητες και επηρεάζουν την απόδοση που πληρώνεται κατά την έκδοση. Οι υπέρμαχοι των αυτόκλητων αξιολογήσεων ισχυρίζονται ότι οι αυτόκλητες αξιολογήσεις είναι αξιόπιστες, καθώς οι αξιολογήσεις κατόπιν παραγγελίας μπορεί να υποκρύπτουν ένα είδος "συμφωνίας" μεταξύ πελάτη και οίκου. Αντίθετα, οι επικριτές των αυτόκλητων αξιολογήσεων υποστηρίζουν ότι αυτές βασίζονται σε ελλιπή πληροφόρηση, καθώς η επικοινωνία με τον εκδότη είναι περιορισμένη.

Στον πίνακα 4 θα παρουσιάσουμε την αντιστοίχιση των ποιοτικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης σε αριθμητική κλίμακα. Οι περισσότεροι οίκοι χρησιμοποιούν ως σύμβολα γράμματα ή αριθμούς ως κλίμακα αξιολόγησης. Προκειμένου να παράσχουν ικανοποιητικότερη διαβάθμιση, η Fitch το 1973, η Standard and Poor's το 1974 εισήγαγαν τα σύμβολα (+) και (-) στις αξιολογήσεις τους και η Moody's το 1982 τους αριθμούς 1,2,3 .

Πρόσφατα, οι Moody's και η Standard and Poor's εισήγαγαν στις αξιολογήσεις τους όρους watch και outlook, υποδηλώνοντας ότι υπάρχει ενδεχόμενο αναθεώρησης μιας αξιολόγησης στους επόμενους 6 με 24 μήνες, εξαιτίας μεταβολής κάποιων παραγόντων.

Πιο αναλυτικά, η ένδειξη rating watch σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις συνήθως τίθενται υπό παρακολούθηση για να ειδοποιούν τους επενδυτές ότι υπάρχει πιθανότητα αλλαγής της αξιολόγησης και δίνουν την πιθανή κατεύθυνση της αλλαγής αυτής. Όταν ορίζονται ως "positive" υποδηλώνουν μια εν δυνάμει άνοδο, όταν ορίζονται ως "negative" αντίθετα υποδηλώνουν μια εν δυνάμει μείωση και όταν "evolving" οι αξιολογήσεις έχουν αυξανόμενη ή μειωμένη τάση ή διατηρούνται στην ίδια κλίμακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Αντιστοίχιση των ποιοτικών πιστοληπτικών αξιολογήσεων των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης σε αριθμητική κλίμακα

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

Σημειώσεις: Κλίμακες πιστοληπτικής αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους χωρών σε εγχώριο νόμισμα των τριών μεγαλύτερων οίκων.

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Παρακάτω θα αναφερθούμε σε κάποιες από τις κυριότερες κατηγορίες αξιολόγησης που παρέχουν οι τρεις οίκοι αξιολόγησης. Ο διεθνής οίκος Moody's δημοσιεύει αξιολογήσεις και αναλύσεις για χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, εκδότες χρεογράφων και πλήθος πιστωτικών υποχρεώσεων. Σε αυτές περιλαμβάνονται εταιρικές και κυβερνητικές υποχρεώσεις, τόσο στις εγχώριες όσο και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, structured finance, χρεόγραφα και προγράμματα βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών.

Πρόσφατα η Moody's επεκτάθηκε στην αξιολόγηση εκδοτών αξιόγραφων, υποχρεώσεων ασφαλιστικών οργανισμών, τραπεζικών δανείων, παραγώγων προϊόντων, τραπεζικών καταθέσεων και αμοιβαίων κεφαλαίων. Συνοπτικά θα αναφέρουμε κάποια παραδείγματα ανά οίκο.

Για τον οίκο Moody's :

- Αξιολόγηση επενδυτικού κινδύνου ομολόγων και προνομιούχων μετοχών όπου η κλίμακα αξιολόγησης είναι:

Investment grade: Aaa, Aa1,Aa2,Aa3, A1,A2,A2,Baa1,Baa2,Baa3

Sub Investment grade: Ba1,Ba2,Ba3,B1,B2,B3,Caa1,Caa2,Caa3,Ca,C

- Αξιολόγηση ικανότητας εκπλήρωσης κύριων οικονομικών υποχρεώσεων (χωρίς εγγυήσεις) όπου η κλίμακα αξιολόγησης είναι:

Investment grade: Aaa, Aa1,Aa2,Aa3, A1,A2,A2,Baa1,Baa2,Baa3

Sub Investment grade: Ba1,Ba2,Ba3,B1,B2,B3,Caa1,Caa2,Caa3,Ca,C

- Αξιολόγηση της εσωτερικής κατάστασης και ασφάλειας μιας τράπεζας όπου η κλίμακα αξιολόγησης είναι:

A, B+, B, B-, C+, C, C-, D+,D, D-, E

Για τον οίκο Standard and Poor's:

- Αξιολόγηση συγκεκριμένης οικονομικής υποχρέωσης όπου η κλίμακα αξιολόγησης είναι:

Μακροπρόθεσμες

Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB

Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C,D

Βραχυπρόθεσμες

Investment grade: A1, A2, A3

Sub investment grade: B, C, D

- Αξιολόγηση μιας ασφαλιστικής εταιρείας σε σχέση με οικονομικές υποχρεώσεις της που χρησιμοποιούνται ως εγγύηση όπου η κλίμακα αξιολόγησης είναι:

Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB

Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC

Για τον οίκο Fitch:

- Προσδιορίζεται η ικανότητα εξόφλησης μιας υποχρέωσης ανεξάρτητα αν αυτή είναι σε ξένο ή εγχώριο νόμισμα. Αναφέρεται σε χώρες, εταιρείες, οργανισμούς καθώς και στα χρεόγραφα που εκδίδουν όπου η κλίμακα αξιολόγησης είναι:

Μακροπρόθεσμες

Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB

Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C,D

NR : μη αξιολογημένο

Βραχυπρόθεσμες

Investment grade: F1+, F1, F2, F3,

Sub investment grade: B, C, D

NR : μη αξιολογημένο

- Αξιολόγηση της εμπειρίας ομάδας management όπου η κλίμακα αξιολόγησης είναι:

1, 2, 3, 4

1: ανώτατη κλίμακα

4: κατώτατη κλίμακα

3.3.2 Διαφορές στις αξιολογήσεις

Όπως έχουμε αναφέρει και πιο πριν, οι αξιολογήσεις των ομολόγων από τους τέσσερις κυριότερους αμερικανικούς οίκους αξιολόγησης Moody's, Standard & Poor's, Fitch και Duff and Phelps είναι συγκρίσιμες με την έννοια ότι μετρούν την πιθανότητα αδυναμίας ή καθυστέρησης πληρωμής μιας οικονομικής υποχρέωσης. Από την στιγμή που οι εποπτικές αρχές υιοθέτησαν στους κανονισμούς την παρουσία αξιολογήσεων, θεώρησαν ως δεδομένη την ομοιομορφία των βασικών κλιμάκων αξιολόγησης.

Ωστόσο η αντιστοιχία μεταξύ των κλιμάκων αξιολόγησης δεν έχει καταστεί απόλυτα σαφής. Αυτό το πρόβλημα ενισχύεται από τις διαφορές στις αξιολογήσεις ανάμεσα στους 4 αυτούς οίκους. Ο πίνακας 5 συνοψίζει τους μέσους όρους των διαφορών αξιολογήσεων που παρατηρήθηκαν σε ένα μεγάλο δείγμα εταιρειών κατά το έτος 2010 από τις Moody's, Standard & Poor's, Fitch και Duff and Phelps.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5
Διαφορές αξιολογήσεων μεταξύ οίκων

Κατανομή των αξιολογήσεων Duff and Phelps σε σχέση με	Κατανομή των αξιολογήσεων Fitch σε σχέση με			
	Moody's	Standard & Poor's	Moody's	Standard & Poor's
Ποσοστό εταιριών με υψηλότερη αξιολόγηση	49.7	43.2	58.7	49.7
Ποσοστό εταιριών με τον ίδιο βαθμό αξιολόγησης	39.6	44	35.5	43.2
Ποσοστό εταιριών με χαμηλότερη αξιολόγηση	10.7	12.8	5.8	7.1
Διαφορά κατά μέσο όρο των αξιολογήσεων	0.6	0.46	0.74	0.56

Σημείωση: Σύγκριση 363 εταιριών που αξιολογήθηκαν από κοινού από Moody's, Standard & Poor's και Duff and Phelps και 157 εταιριών που αξιολογήθηκαν από κοινού από Moody's, Standard & Poor's και Fitch για το έτος 2010.

3.4 Αξιολογήσεις κρατών και οικονομικές κρίσεις

Κατά την εκτίμηση κινδύνου ενός κράτους, οι οίκοι αξιολόγησης εστιάζουν σε παραμέτρους κινδύνου διαφορετικής βαρύτητας: (i) οικονομικοί (ii) πολιτικοί (iii) δημοσιονομική και νομισματική ευελιξία και (iv) το βάρος του χρέους. Ο οικονομικός κίνδυνος συνίσταται στην ικανότητα αποπληρωμής των υποχρεώσεων του κράτους σε ορισμένο χρόνο και είναι συνάρτηση ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων.

Ο πολιτικός κίνδυνος εκφράζει την προθυμία του κράτους να αποπληρώσει το χρέος. Η προθυμία πληρωμής είναι ένα ποιοτικό ζήτημα που διακρίνει τις χώρες από τους περισσότερους άλλους τύπους πιστωτών. Στην πράξη, ο πολιτικός και ο οικονομικός κίνδυνος είναι συνδεδεμένοι. Μια κυβέρνηση που είναι απρόθυμη να αποπληρώσει το χρέος συνήθως ασκεί οικονομικές πολιτικές που αποδυναμώνουν την ικανότητά της να το πράξει.

Τα πιο σημαντικά κριτήρια είναι:

- Κατά κεφαλήν ΑΕΠ

Όσο μεγαλύτερη είναι η φορολογική βάση της δανειζόμενης χώρας, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά της να αποπληρώσει το χρέος της. Αυτή η μεταβλητή μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως δείκτης του επιπέδου πολιτικής σταθερότητας και άλλων θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών. Αυξημένο κατά κεφαλήν εισόδημα συνεπάγεται και μεγαλύτερο βαθμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

- Μεγέθυνση του ΑΕΠ

Ένας σχετικά υψηλός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης συνεπάγεται ότι το υπάρχον κρατικό χρέος θα μπορέσει εύκολα στο μέλλον να αποπληρωθεί. Αύξηση Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος συνεπάγεται και μεγαλύτερο βαθμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

- Πληθωρισμός

Ο υψηλός πληθωρισμός αποτελεί ένδειξη ύπαρξης προβλημάτων στην διάρθρωση της οικονομίας της χώρας και στην οικονομική πολιτική. Όταν η κυβέρνηση εμφανίζεται είτε απρόθυμη είτε ανίκανη να πληρώσει τα τρέχοντα έξοδα που εμφανίζονται στον προϋπολογισμό μέσω φορολογίας ή έκδοσης ομολόγου, αναγκαστικά προσφεύγει στην αύξηση της κυκλοφορίας νομίσματος (inflationary money finance). Αύξηση του πληθωρισμού μπορεί να προκαλέσει μείωση του βαθμού της πιστοληπτικής ικανότητας.

- Ο λόγος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το ΑΕΠ

- Ο λόγος των ξένων συναλλαγματικών αποθεμάτων προς τις εισαγωγές

- Επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης

Αν και το επίπεδο ανάπτυξης μετράται όπως προαναφέρθηκε με την μεταβλητή του κατά κεφαλήν εισοδήματος, εν τούτοις οι οίκοι αξιολόγησης πολλές φορές χρησιμοποιούν την τιμή του δείκτη αυτού ως όριο πάνω από το οποίο ο πιστωτικός κίνδυνος μειώνεται. Έτσι όταν μια χώρα φτάσει σε συγκεκριμένο επίπεδο ανάπτυξης /εισοδήματος έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να εκπληρώσει μια οικονομική υποχρέωσή της. Οι Cantor & Packer (1996) χρησιμοποιούν αυτό το ελάχιστο εισόδημα ή το ελάχιστο επίπεδο ανάπτυξης με έναν απλό δείκτη κατάταξης μιας χώρας σε βιομηχανοποιημένη ή όχι (σύμφωνα με την κατάταξη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου).

- Ιστορικό πτώχευσης

Όταν μια χώρα έχει πρόσφατα αποτύχει στην εκπλήρωση των χρεών της έχει μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο, κατά συνέπεια μικρότερο βαθμό αξιολόγησης. Τόσο οι θεωρητικές όσο και οι εμπειρικές μελέτες αποδεικνύουν πως οι χώρες που δεν εκπληρώνουν τα χρέη τους είναι αναξιόπιστες στους πιστωτές της. Κατά συνέπεια κατά την αξιολόγηση μιας χώρας λαμβάνεται υπόψη η πιστωτική της φήμη χρησιμοποιώντας έναν δείκτη που δηλώνει αν η συγκεκριμένη χώρα έχει πτωχεύσει ή όχι μέχρι το 1970.

και σύμφωνα με τους Jüttner και McCarthy(2000)

- Ο δείκτης τιμών του καταναλωτή
- Ο λόγος του εξωτερικού χρέους προς τις εξαγωγές
- Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία
- Η διαφορά των επιτοκίων

Αξίζει να σημειωθεί ότι η διαφορά των επιτοκίων και η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία δεν είχαν χαρακτηριστεί ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές στις αξιολογήσεις των οίκων. Το παράδειγμα όμως της κρίσης στη Νοτιοανατολική Ασία ανάγκασε τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης να συμπεριλάβουν στις αναλύσεις τους ακόμη περισσότερες παραμέτρους.

Η δεκαετία του 1990 είχε ως κύριο χαρακτηριστικό της την παρουσία έντονων οικονομικών κύκλων (άνοδος- ύφεση) στις αναδυόμενες αγορές, με αποκορύφωμα την οικονομική και νομισματική κρίση στην Ασία την περίοδο 1997-1998. Οι οίκοι αξιολόγησης δέχτηκαν δριμύτατη κριτική καθώς δεν προέβλεψαν αυτή την κρίση, καθώς και την κρίση του Μεξικό, 3 χρόνια πριν, αν και η Moody's είχε προβεί αρκετό χρονικό διάστημα πριν την κρίση σε υποβιβασμό του βαθμού της πιστοληπτικής ικανότητας τόσο της Κορέας όσο και της Ταϊλάνδης.

Αφού ξέσπασε η ασιατική κρίση, οι αξιολογήσεις των κρατών αυτών μετέπεσαν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Ο υποβιβασμός αυτός ενίσχυσε την κρίση καθώς οι εμπορικές τράπεζες δεν μπορούσαν πλέον να εκδώσουν πιστωτικές επιστολές για εγχώριους εισαγωγείς και εξαγωγείς, ενώ οι θεσμικοί επενδυτές υποχρεώθηκαν να ξεφορτωθούν από τα χαρτοφυλάκια τους μη αξιόπιστα χρεόγραφα.

Αυτό ήταν μεγάλο πλήγμα με αποτέλεσμα να τεθεί ένα κύριο ερώτημα για το αν οι οίκοι αξιολόγησης μπορούσαν πραγματικά να προβλέψουν τέτοιου είδους νομισματικές κρίσεις, ποια μπορεί να είναι η επίδρασή τους στις αγορές και αν θα μπορούσαν να επέμβουν στους οικονομικούς κύκλους των αναδυόμενων αγορών.

Σύμφωνα με την Reinhart (2002), δεν σημειώθηκε υποβάθμιση χώρας πριν την εμφάνιση κρίσης σε καμία από τις αρκετές περιπτώσεις κρίσεων που ξέσπασαν διεθνώς τα χρόνια μέχρι το 2002. Όσον αφορά στην επίδραση των αυτόκλητων αξιολογήσεων χωρών στη συμπεριφορά των επενδυτών, οι Cantor and Packer (1996) ερευνώντας τους παράγοντες που καθορίζουν τις αξιολογήσεις χωρών και τις αντιδράσεις των επενδυτών σε αυτές στα μέσα της δεκαετίας του 1990, βρίσκουν ότι οι επενδυτές τιμολογούν τα κρατικά ομόλογα με τρόπο ανάλογο των σχετικών κατατάξεών τους στην κλίμακα πιστοληπτικής αξιολόγησης των οίκων αξιολόγησης Standard & Poor's (S&P) και Moody's.

Ας δούμε για παράδειγμα την πρόσφατη υποβάθμιση των ΗΠΑ και Ιαπωνίας. Για τις ΗΠΑ η S&P ουσιαστικά έλεγε (πριν την υποβάθμιση) ότι η αξιολόγηση εξακολουθεί και

είναι AAA, αλλά αν συνεχιστούν τα ελλείμματα, τότε ενδέχεται να αλλάξει την αξιολόγηση του αμερικανικού χρέους, κάτι που έγινε (από AAA σε AA+ τώρα)

Καμία χώρα, ούτε και η ΗΠΑ, δεν μπορεί να έχει ελλείμματα της τάξεως του 10% ετησίως για πολύ καιρό χωρίς να υποβαθμιστεί. Ναι μεν η ΗΠΑ (όπως και η Ισπανία) είχε πολύ χαμηλό χρέος όταν μπήκαμε σε αυτή την οικονομική κρίση (από το 2008 και μετά δηλαδή), αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι όποιος έχει χαμηλό χρέος μπορεί να έχει ελλειμματικούς προϋπολογισμούς για πάντα.

Το ίδιο και με την Ιαπωνία. Η αξιολόγηση της S&P απλά επιβεβαιώνει μια πραγματικότητα και δεν μας λέει κάτι το καινούργιο. Ξέραμε όλοι ότι η Ιαπωνία είχε ένα τεράστιο χρέος και ξέραμε όλοι ότι το κόστος ανοικοδόμησης θα κοστίσει μερικές εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολάρια, το οποίο βέβαια θα επιβαρύνει το χρέος της χώρας.

Το 2012 ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε κατά δύο βαθμίδες την πιστοληπτική ικανότητα του Βελγίου, χαμηλώνοντας την στο Aa3 . Την ίδια περίοδο υπό παρακολούθηση για πιθανή υποβάθμιση έθεσε ο οίκος αξιολόγησης Fitch το Βέλγιο, την Ισπανία (BBB+), τη Σλοβενία (BBB+), την Ιταλία (BBB+), την Ιρλανδία (A- πρόσφατα) και την Κύπρο (από BB- σε B-). Όπως ανέφερε στη σχετική της ανακοίνωση, η σχετική αξιολόγηση ανέφερε πως σε περίπτωση υποβάθμισης, αυτή θα είναι είτε μίας είτε δύο μονάδων.

Το συνταξιοδοτικό ταμείο των δημοσίων υπαλλήλων της Καλιφόρνια (CalPERS), το μεγαλύτερο των ΗΠΑ, το 2009 μήνυσε τους τρεις οίκους για τις γνωμοδοτήσεις που έκαναν για την ασφάλεια των επενδύσεών του. Το CalPERS έχασε περίπου 1 δισ. δολάρια από τα 1,3 δισ. τα οποία, κατόπιν των υποδείξεων των οίκων, είχε τοποθετήσει σε subprime το 2006 και έγιναν κουρελόχαρτα το 2007 και το 2008.

Σύμφωνα με την αγωγή του CalPERS, οι οίκοι λάμβαναν έως και ένα εκατομμύριο δολάρια για κάθε συναλλαγή πάνω στα συγκεκριμένα προϊόντα (SIV) που αγόρασε και το ίδιο το Ταμείο. Όπως υπογραμμίζεται στο κείμενο της Καθημερινής, η Moody's χρέωνε τους εκδότες σύνθετων προϊόντων περίπου τα πενταπλάσια από όσα χρέωνε τους εκδότες απλών ομολόγων. Έτσι έφτασε το α' τρίμηνο του 2007 να αντλεί το 53% των εσόδων του από τα δομημένα.

Στην Αγγλία ο οίκος Moody's διαπίστωσε τρεις αυξανόμενες αδυναμίες: την αύξηση στα δημοσιονομικά ελλείμματα και το χρέος από το 2008, την επιδείνωση των προοπτικών ανάπτυξης και την έκθεση στην κρίση της Ευρωζώνης, ενώ για την Ιαπωνία, ο ιαπωνικός οίκος αξιολόγησης Rating and Investment Information υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της σε AA+, την οποία έχουν κρατήσει σταθερή μέχρι και σήμερα.

Στην ανακοίνωσή της τότε (2011) η R&I έλεγε ότι ακόμη κι αν μια προγραμματισμένη αύξηση στους φόρους των πωλήσεων προχωρήσει, τα έσοδα που θα προστεθούν δεν θα είναι αρκετά να ανακόψουν την αύξηση του ακαθάριστου χρέους της Ιαπωνίας, η οποία τότε ήταν 200% του ΑΕΠ και το 2013 ήταν 243% του ΑΕΠ. Την περίοδο (2007-2008) η Βενεζουέλα του Ούγκο Τσάβες με πληθωρισμό κοντά στο 0% και 0% εξωτερικά χρέη ήταν η τελευταία χώρα στη λίστα των οίκων (ο πληθωρισμός το 2014 βρίσκεται κοντά στο 60%).

3.5 Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Ελλάδα και οι οίκοι αξιολόγησης

Αυτή η κρίση ξεκίνησε στις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007, όταν οι δανειζόμενοι δεν ήταν σε θέση να καταβάλουν τους τόκους και τις δόσεις στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια που είχαν συνάψει, μετά τη λήξη των αρχικών ευνοϊκών επιτοκίων και την επακόλουθη εφαρμογή υψηλότερου κυμαινόμενου επιτοκίου. Κατά συνέπεια, οι τράπεζες κατέγραψαν πάνω από 400 δισεκατομμύρια δολάρια ζημίες, σε χαρτοφυλάκια ενυπόθηκων δανείων.

Η κρίση αυτή εκδηλώθηκε επίσης στα διεθνή χρηματιστήρια που είδαν την αγοραία αξία τους να εξατμίζεται κατά 5,2 δισεκατομμύρια τον Ιανουάριο του 2008. Παρόλο που για την προαναφερθείσα κρίση ευθύνονται μεν όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, όπως οι τράπεζες, οι επενδυτές, οι ρυθμιστικές αρχές κτλ, μεγάλη ευθύνη φέρουν και οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, οι οποίοι ήταν υπερβολικά αισιόδοξοι απέναντι σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα υψηλού κινδύνου που εκδόθηκαν από τους δανειστές ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ.

Οι επικριτές των οίκων αξιολόγησης, υποστηρίζουν ότι παρέλειψαν να δώσουν επαρκή προειδοποίηση για τον κίνδυνο για τους επενδυτές, ωθώντας τις ρυθμιστικές αρχές της Ευρώπης και των ΗΠΑ να επανεξετάσουν τον ρόλο και την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης.

Η χρηματοπιστωτική κρίση βρήκε την Ελληνική οικονομία υπερχρεωμένη. Το δημόσιο χρέος ήταν στα 275 περίπου δις ευρώ, το εξωτερικό έλλειμμα ίσο με το 14% του ΑΕΠ, οι τράπεζες και τα νοικοκυριά υπερδανεισμένα. Παρόλα αυτά, ο τότε Υπουργός Οικονομίας τον Οκτώβριο του 2007, δήλωνε ότι η πορεία της ελληνικής οικονομίας είναι καλή και δε φαίνεται να επηρεάζεται από τις διεθνείς εξελίξεις, εννοώντας την κρίση που είχε ξεσπάσει στις ΗΠΑ.

Σε ότι αφορά την ελληνική οικονομική κρίση, φαίνεται να συνδέεται με πέντε κύριες αιτίες:

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

Σύμφωνα με τους οίκους αξιολόγησης η Ελλάδα το 2009 είχε αξιολογηθεί από την S&P με A-, στη συνέχεια πήγαμε στο BBB+, όταν μπήκαμε στο μνημόνιο υποβαθμιστήκαμε στο BB+ όπου βγάλαμε όλο το 2010. Με το που μπήκε το 2011 η Ελλάδα υποβαθμίστηκε στο BB-, έπειτα στο B, μετά στο CCC, με αποτέλεσμα δηλαδή τα ελληνικά κρατικά ομόλογα να γίνουν από τα χειρότερα του κόσμου. Το 2012 μας αναβάθμισε σε B- και πρόσφατα μας αναβάθμισε ξανά σε B (9/2014).

3.6 Αμοιβές των Οίκων Αξιολόγησης

Όπως είχαμε αναφέρει και πιο πριν, οι οίκοι αξιολόγησης παρείχαν αξιολογήσεις για έναν εκδότη χρεογράφων, χωρίς να ζητούν κάποια αμοιβή για αυτή τους την υπηρεσία στις αρχές της λειτουργίας τους και τα λειτουργικά τους έξοδα καλύπτονταν αποκλειστικά από τα έσοδα δημοσιεύσεων. Ωστόσο, οι δημοσιεύσεις αυτές δεν παρείχαν αποδόσεις ικανές να καλύψουν την εκτεταμένη λειτουργία των εταιρειών αξιολόγησης. Καθώς η ζήτηση για τις υπηρεσίες τους συνεχώς αυξανόταν και η αγορά γινόταν όλο και πιο ανταγωνιστική, οι οίκοι καθιέρωσαν την καταβολή αμοιβής από τους εκδότες χρεογράφων που αξιολογούσαν.

Καταλύτη για αυτήν την αλλαγή αποτέλεσε η πτώχευση το 1970 της Penn Central, δίνοντας το έναυσμα στους επενδυτές να αναρωτηθούν για την οικονομική κατάσταση πολλών εταιρειών και να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους. Προκειμένου λοιπόν να αντιστραφεί το κλίμα αυτό, οι αγορές κατέστησαν πάγια τακτική τους, για τα εκδοθέντα χρεόγραφα που εισέρχονται για πρώτη φορά στην αγορά να συνοδεύονται από μια τουλάχιστον αξιολόγηση. Η αύξηση λοιπόν της ζήτησης αξιολογήσεων οδήγησε τους

οίκους στην επιβολή αμοιβής. (Cantor & Packer, 1994)

Η Fitch και η Moody's καθιέρωσαν αμοιβή για τις αξιολογήσεις τους το 1970, ενώ η Standard and Poor's χρέωνε τους αξιολογούμενους εκδότες δημοτικών χρεογράφων από το 1968.

Οι αμοιβές ποικίλουν ανάλογα με το μέγεθος και τον τύπο των χρεογράφων. Μια αντιπροσωπευτική αμοιβή για την αξιολόγηση ενός μακροπρόθεσμου εταιρικού ομόλογου κυμαίνεται από 0,02%-0,03% του κεφαλαίου για κάθε χρόνο αξιολόγησης. Αξίζει να σημειώσουμε ότι υπάρχουν ανώτατο και κατώτατο όριο αμοιβών, ενώ για τους εκδότες που αξιολογούνται αρκετά συχνά, οι αμοιβές που καταβάλλουν είναι χαμηλότερες.

Η Moody's και η Standard and Poor's έχουν την ακόλουθη "λίστα αμοιβών" για ζητούμενες αξιολογήσεις: 0,0325 % για εκδόσεις πάνω από \$ 500.000.000, με μια ελάχιστη αμοιβή \$25.000 και μέγιστη \$125.000 (S& P) ή \$130.000 (Moody's). Και οι δύο οίκοι για εκδόσεις άνω των \$500.000.000 χρεώνουν επιπρόσθετα 0,02% (η S& P χρεώνει ποσό μέχρι \$200.000, ενώ για τους εκδότες που αξιολογούνται για πρώτη φορά χρεώνει μια εφάπαξ αμοιβή της τάξης των \$25.000). Η δομή των αμοιβών της Fitch είναι παρόμοια με αυτή των Moody's και Standard and Poor's και κυμαίνεται σε 0,025% του κεφαλαίου. (White,2010)

Θα μπορούσαμε να ισχυρισθούμε ότι η ύπαρξη αμοιβής μπορεί να ωθήσει τους οίκους αξιολόγησης στην παροχή ευνοϊκότερης αξιολόγησης προκειμένου να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους. Από την άλλη πλευρά όμως, η παροχή αξιολογήσεων υψηλής ποιότητας και αξιοπιστίας, από μόνη της, αποτελεί ένα ισχυρό κίνητρο προκειμένου να διατηρήσουν την φήμη τους. Η απώλεια εμπιστοσύνης από πλευράς των επενδυτών θα οδηγούσε σε απαξίωση των αξιολογήσεων, αφού οι εκδότες χρεογράφων δεν θα είχαν καμία ωφέλεια από την αξιολόγησή.

Σύμφωνα με αυτό που είχε πει ο Wilson το 1994, "κάθε φορά που ένας οίκος δίνει στη δημοσιότητα μία αξιολόγηση, το όνομα του οίκου, η ακεραιότητά του και η αξιοπιστία του τίθενται υπό αμφισβήτηση από όλη την επενδυτική κοινότητα".

Αφού μιλήσαμε για τις αμοιβές των οίκων αξιολόγησης, καλό θα ήταν να δούμε και την αποδοτικότητα των οίκων αξιολόγησης. Ένα βασικό στοιχείο μέτρησης της αποδοτικότητας είναι τα κέρδη των επιχειρήσεων, τα οποία χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με άλλα λογιστικά στοιχεία για εύρεση της απόδοσης. Συγκεκριμένα, τα καθαρά έσοδα του 2000 ανήλθαν σε 158,5εκατ.\$ και το σύνολο του ενεργητικού του ήταν 300εκατ.\$. Το 2013 ήταν 805 εκατ. \$ και 4,3 δις \$ αντίστοιχα. Παρατηρούμε, δηλαδή, μια μεγάλη αύξηση κερδών και αποτελεσματικότητας ταυτόχρονα.

Αυτά τα στοιχεία μας υποδεικνύουν ότι ο κλάδος των οίκων αξιολόγησης είναι πολύ κερδοφόρος, έχουν μεγάλη δύναμη στην αγορά αλλά και συνάμα δείχνουν ότι ιδιωτικές εταιρίες με προσανατολισμό το κέρδος δεν μπορεί να είναι σαν 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. Στον παρακάτω πίνακα 6 θα δείξουμε τα οικονομικά στοιχεία των τριών αυτών εταιρειών το 2013.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6
Οικονομικά στοιχεία των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης το 2013

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΤΖΙΡΟΣ \$	ΚΕΡΔΗ \$	ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ
S&P	2.645.000.000	1.055.000.000	8.500
Moody's	3.000.000.000	805.000.000	9.500
Fitch	882.000.000	246.000.000	3.000

ΠΗΓΗ: Der Spiegel, 2013

Σε ποσοστά το 2013 η Fitch Rating είχε το 16%, η Moodys το 39% και η Standard & Poors το 40%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΛΑΘΗ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΑ ΠΟΥ ΕΓΓΕΙΡΟΥΝ ΑΜΦΙΒΟΛΙΕΣ

4.1 Γενικές αμφισβητήσεις προς τους Οίκους Αξιολόγησης

Πολλοί είναι αυτοί που ευθέως αμφισβητούν την ικανότητα των οίκων αξιολόγησης από τη στιγμή που διαδραμάτισαν πρωταγωνιστικό ρόλο στην κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος και απέτυχαν να αναγνωρίσουν το πραγματικό επενδυτικό κίνδυνο των χρεογράφων τα οποία ήταν συνδεδεμένα με επισφαλή στεγαστικά δάνεια και στα οποία έδιναν υψηλές βαθμολογίες.

Οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν κατά κάποιο τρόπο ως διαμεσολαβητές με σκοπό την επίλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, εκτιμώντας τον πιστωτικό κίνδυνο των δανειοληπτών. Όμως, συγκρούσεις συμφερόντων, ηθικός κίνδυνος, μεροληψία και συστηματικά σφάλματα θέτουν ερωτήματα ως προς την αντικειμενικότητα των εκτιμήσεων αυτών.

Η αγορά των δομημένων ομολόγων έλαβε τεράστια έκταση μετά το 2004, με τη βοήθεια των παραπάνω οίκων, οι οποίοι χαρακτήριζαν ως εξαιρετικά αξιόπιστα και συνεπώς με ελάχιστο κίνδυνο τα δομημένα ομόλογα που εξέδιδαν αφειδώς οι αμερικανικές τράπεζες - ακόμη και αυτά που βασίζονταν σε προβληματικά στεγαστικά δάνεια (όπως αυτά που δίνονταν σε άνεργους ή άτομα με χαμηλό εισόδημα).

Από το 2007, όταν άρχισε να υποχωρεί η στεγαστική αγορά στην Αμερική, η αγορά των δομημένων ομολόγων δοκιμάστηκε και την επόμενη χρονιά οδήγησε σε δραματικές εξελίξεις. Μετά την εξέλιξη αυτή, η κριτική από την Ευρώπη και τις ΗΠΑ για το ρόλο των οίκων αξιολόγησης έγινε πολύ έντονη και αναζητήθηκαν τρόποι για να μειωθεί ο ρόλος τους.

Η σημασία των οίκων αξιολόγησης όπως αναφέραμε και πιο πάνω αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, καθώς οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, εκτός από την πληροφορία που περιέχουν, σχετίζονται άμεσα τόσο με την προληπτική εποπτεία των τραπεζών για τον καθορισμό των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων τους, όσο και με την επενδυτική συμπεριφορά ασφαλιστικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών.

Αυτό όμως ίσως να αλλοιώσει τα κίνητρα των οίκων αξιολόγησης και να επιτρέψει την εμπλοκή τους σε πρακτικές θεσμικού arbitrage. Με άλλα λόγια, ο οίκος αξιολόγησης μπορεί δυνητικά να «θυσιάσει» την αντικειμενικότητα της αξιολόγησής του προκειμένου να προσφέρει στην επιχείρηση από την οποία πληρώνεται την ευνοϊκότερη αξιολόγηση που εκείνη επιθυμεί.

Η υπόθεση εναντίον των οργανισμών αξιολόγησης εστιάζεται κυρίως σε δύο κατηγορίες. Πρώτον, οι οργανισμοί λαμβάνουν αμοιβές από τους εκδότες των ομολόγων και χρεογράφων τα οποία αξιολογούν. Το γεγονός αυτό, σύμφωνα με τους επικριτές τους, τους καθιστά ανίκανους να παρέχουν αντικειμενικές πληροφορίες σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με αυτά τα χρηματοοικονομικά μέσα. Δεύτερον, οι μέθοδοι διαβάθμισης και κατηγοριοποίησης των CDOs δεν καθιστούν εύκολο για τους επενδυτές να δουν το πραγματικό επίπεδο του κινδύνου που μεταφέρουν (Hodge, 2008).

Οι Blume et al. (1998) τεκμηριώνουν εμπειρικά τη σταδιακή εμφάνιση υψηλότερων αξιολογήσεων με την πάροδο των ετών. Το φαινόμενο αυτό, γνωστό ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 με τον όρο πληθωρισμός αξιολογήσεων ήταν ένα από τα προβλήματα που οδήγησαν στην πρόσφατη κρίση.

Ένα άλλο πρόβλημα, η χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων, αναδείχθηκε πρόσφατα εξαιτίας της κρίσης. Σύμφωνα με τους Calomiris and Mason (2009) οφείλεται στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των θεσμικών επενδυτών (τράπεζες, ταμεία εξασφάλισης, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων) και των πελατών τους. Οι θεσμικοί επενδυτές δεν έχουν τα κίνητρα να απαιτήσουν και να επιβάλουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις, γιατί λόγω της μεγάλης επιρροής που έχουν μπορούν να επηρεάσουν ποια επιχείρηση θα συνεχίσει να λειτουργεί κερδοφόρα και ποια θα αναγκαστεί να κλείσει ή να αναζητήσει αγοραστή (και για κρατικά ομόλογα). Αυτό θα μπορούσε να αποφευχθεί είτε μη αγοράζοντας χρεόγραφα με χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεις, είτε ζητώντας σημαντική έκπτωση στην τιμή τους (Calomiris and Mason, 2009· Pagano and Volpin, 2010).

Η αιτία της μείωσης της ποιότητας των αξιολογήσεων σύμφωνα με τους Becker and Milbourn (2008) είναι ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των οίκων αξιολόγησης για τη διατήρηση ή αύξηση των μεριδίων αγοράς τους για ένα προϊόν, η ποιότητα του οποίου κρίνεται μετά την αγορά του και σε βάθος χρόνου. Έχουν έτσι κίνητρο να μειώσουν την ποιότητα του προϊόντος, δηλαδή να παρέχουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις ευχαριστώντας τον πελάτη - αξιολογούμενο.

Οι Becker and Milbourn (2008) τεκμηριώνουν εμπειρικά τη σταδιακή μείωση της ποιότητας των αξιολογήσεων τα τελευταία χρόνια με την αύξηση του ανταγωνισμού, καθώς και τη μείωση της συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων (εταιρικών) ομολόγων και του βαθμού αξιολόγησής τους.

Το τελευταίο έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς αφορά στην επίδραση των αξιολογήσεων στη συμπεριφορά των επενδυτών. Ένα ακόμα σημαντικό θέμα αναφορικά με τους οίκους αξιολόγησης είναι ότι η επίδοσή τους ως προβλεπτών επερχόμενων κρίσεων διεθνώς είναι πολύ φτωχή, θέτοντας σε αμφισβήτηση την ποιότητά τους.

Προς τα τέλη του 2008, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για θέματα εσωτερικής αγοράς χαρακτήρισε αδιαφανή και αναξιόπιστη τη λειτουργία των οίκων. Η κριτική εστιάστηκε κυρίως "στο μη ικανοποιητικό τρόπο, με τον οποίο διαχειρίστηκαν οι οίκοι τις δικές τους συγκρούσεις συμφερόντων και την ανεπαρκή διαφάνεια στις δραστηριότητές τους". Αυτό το θέμα συζητήθηκε στα Συμβούλια Υπουργών Οικονομίας της ΕΕ και αποφασίστηκε να ληφθούν μέτρα που θα ενισχύουν τη διαφάνεια της λειτουργίας τους.

Σαν μέτρο ζητήθηκε από τους οίκους να ενημερώνουν αρκετό διάστημα πριν από την ανακοίνωση των αξιολογήσεων τους για κρατικά χρέη και να δίνουν το σύνολο της ανάλυσης πάνω στην οποία βασίζουν τις αξιολογήσεις τους. Πέρα από την Ευρωπαϊκή Ένωση, όμως, στο πλαίσιο της έρευνας που έκαναν για την αναζήτηση των αιτιών που οδήγησαν στη μεγάλη κρίση, ασχολήθηκαν με το ρόλο των οίκων και οι αμερικανικές αρχές.

Η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακοίνωσε μια σειρά μέτρων για τη σταδιακή απεξάρτηση της αμερικανικής χρηματοπιστωτικής αγοράς από τις αξιολογήσεις των οίκων. Τα μέτρα αυτά αποσκοπούν στην αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων απαγορεύοντας τα στελέχη των οίκων να παρέχουν συγχρόνως αξιολογήσεις και συμβουλές για τα ίδια προϊόντα.

Στοχεύουν επίσης να αναγκάσουν τους επενδυτές να μειώσουν την εξάρτησή τους στις αξιολογήσεις των οίκων. Ο Cox συνέστησε να σταματήσουν οι ρητές αναφορές σε αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας ή να τροποποιηθεί ο ρόλος τους από το μεγαλύτερο μέρος των κανόνων της αγοράς. Αυτό θα σημαίνει ότι οι επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων και των διευθυντικών στελεχών, θα πρέπει να εξετάσουν τη ρευστότητα, την αστάθεια και τον κίνδυνο ζημιών χρησιμοποιώντας ανεξάρτητες γνωμοδοτήσεις αντί βαθμολογήσεων από οίκους.

4.2 Λάθη των Οίκων Αξιολόγησης

Το πόσο ικανοί είναι οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης φάνηκε κατά την τελευταία παγκόσμια οικονομική κρίση, βαθμολογώντας με "Α" τράπεζες οι οποίες κατέρρευσαν λίγο μετά. Αναβάθμισαν την Lehman Brothers λίγο πριν καταρρεύσει. Στην υπόθεση της χρεοκοπίας της Lehman Brothers έπαιξαν ύποπτο ρόλο οι τρεις μεγάλες εταιρείες, όπως κατηγορήθηκαν στη συνέχεια, γιατί επιλεκτικά έδιναν στη δημοσιότητα τα τοξικά

ομόλογα και βάσει των κρυφών συμφωνιών τους, βαθμολογούσαν τους οφειλέτες. Έτσι κέρδισαν αμύθητα ποσά, που η αμερικανική δικαιοσύνη, δεν είναι σε θέση να προσδιορίσει.

Κάτι ανάλογο έγινε και με την εταιρεία Enron. Στην κρίση του ενεργειακού κολοσσού το 2001, οι οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούσαν με καλό βαθμό την εταιρεία μέχρι και λίγο πριν καταρρεύσει. Συγκεκριμένα η Enron τέσσερις ημέρες πριν καταρρεύσει, είχε κατάταξη BBB προκαλώντας τεράστιες ζημιές στους μετόχους της.

Η Επιτροπή της Γερουσίας καταλόγισε ευθύνες στους οίκους για τη διαδικασία αξιολόγησης της και την αμέλεια των αναλυτών, υποστηρίζοντας ότι δεν έγιναν οι απαραίτητες ενέργειες για τη διασφάλιση των επενδυτών, αφού δεν λήφθηκαν υπόψη παράγοντες που επηρέαζαν την μακροχρόνια πορεία της εταιρίας. Επίσης, υπήρξαν λογιστικές παρατυπίες, ενώ φάνηκε ότι οι αναλυτές αρκέστηκαν στα στοιχεία που τους μετέφεραν στελέχη την Enron χωρίς περαιτέρω έρευνα. Επίσης, είναι γνωστή η πρόσφατη περίπτωση της Ισλανδίας, την οποία είχαν αναβαθμίσει λίγο πριν καταρρεύσει.

Άλλα λάθη για τα οποία κατηγορήθηκαν οι οίκοι αξιολόγησης είναι ότι αξιολογούσαν χαμηλά διάφορες εταιρίες για να τιμωρήσουν τους εκδότες χρεογράφων που δεν ζήτησαν αξιολόγηση από τον κάθε οίκο ξεχωριστά.

Το παράδειγμα της γερμανικής εταιρείας Hannover Re, όπου ο οίκος Moody's της απέστειλε μια επιστολή, ανακοινώνοντας της ότι προτίθεται να την αξιολογήσει και ζητούσε παράλληλα κάποια αμοιβή. Η γερμανική εταιρία, όμως, 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, 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 εκατ. \$ σε 134 εκατ. \$.

Παρόμοια πράγματα έχουν κάνει και οι άλλοι οίκοι αξιολόγησης, όπου κατά τη δεκαετία του 90, ένα παράρτημα του οίκου Fitch από το Παρίσι, κατηγορήθηκε από την εταιρία Simon Property Group Inc, ότι προχώρησε σε αξιολόγηση χωρίς να έχει γίνει κάποιο τέτοιο αίτημα (από την εταιρεία) αλλά δεν ενημέρωσε τους επενδυτές για αυτή την πράξη υπονοώντας ότι η εταιρία είχε συνεργαστεί στη διαδικασία εκτίμησης, ενώ σύμφωνα με ανώνυμη δήλωση ανώτατου στελέχους της Standard & Poor's, αποκαλύφθηκε ότι ο οίκος διαθέτει τμήμα, του οποίου στόχος του είναι η εξεύρεση νέων πελατών και η βασική μέθοδος που υλοποιεί αυτό το στόχο είναι οι εκτιμήσεις χωρίς αίτημα που αώτερο σκοπό έχουν μετατροπή αυτών των εταιριών σε πελάτες του οίκου.

Ένα ακόμη σημείο που εγείρει αμφιβολίες είναι το γεγονός των διαφορετικών αξιολογήσεων εκ μέρους των οίκων αξιολόγησης για τα κυβερνητικά ιαπωνικά ομόλογα, αφού οι οίκοι S&P και Fitch δίνουν παρόμοιες αξιολογήσεις, ενώ η Moody's διαφοροποιείται με την αρκετά σημαντική διαφορά, των τεσσάρων βαθμών χαμηλότερα, κάτι το οποίο δεν έχει εξήγηση αφού και οι τρεις οίκοι εξετάζουν τα ίδια οικονομικά θεμελιώδη της Ιαπωνίας την ίδια δημοσιονομική πολιτική και το ίδιο πολιτικό περιβάλλον.

Η Ιαπωνία είναι μία από τις χώρες του γκρουπ G7 και 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 και αυτό είναι κάτι το οποίο δημιουργεί ανησυχίες για την εμπιστοσύνη που πρέπει να δείχνουν οι επενδυτές στους οίκους αξιολόγησης.

Πολύ σημαντικό λάθος των οίκων αξιολόγησης, επίσης, ήταν η περίπτωση της εταιρείας WorldCom Inc. Η εταιρεία αυτή είχε αναπτυχθεί 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 (ονομάστηκε έτσι το 2003 μετά την χρεοκοπία της το 2002).

Το παράδειγμα του 2001, όταν η Δομινικανή Δημοκρατία της Λατινικής Αμερικής με το πρώτο πενταετές κυβερνητικό της ομόλογο με επιτόκιο 9,5% συγκέντρωσε 500 εκατομμύρια δολάρια ήταν ένα ακόμα δείγμα της ικανότητας των οίκων να κάνουν ότι θέλουν. Οι οίκοι Moody's και S&P λοιπόν, αξιολόγησαν χαμηλά αυτό το ομόλογο επειδή η κεντρική τράπεζα είχε χαμηλά αποθέματα ξένου συναλλάγματος.

Η κυβέρνηση της δομινικανής Δημοκρατίας δυσανεστήθηκε αρκετά από αυτές τις αξιολογήσεις και γι' αυτόν τον λόγο 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 δολάρια, 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 ο Loser στέλεχος του IMF, υπογραμμίζει πως στην προκειμένη περίπτωση οι οίκοι αντέδρασαν υπερβολικά. Το αποτέλεσμα για την Δομινικανή Δημοκρατία της Λατινικής Αμερικής ήταν να σταματήσουν αρκετά σημαντικά έργα υποδομής επειδή έπρεπε να περιοριστεί ο δανεισμός.

Αν μελετήσει κανείς με προσοχή το υπόδειγμα της Αργεντινής κατά τη κρίση του 2002, θα δει ότι ρόλος της Moody's αρχικά και στη συνέχεια των S&P και Fitch συνέβαλλαν σημαντικά στην κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος της χώρας. Συγκεκριμένα, η Moody's αρχικά και αργότερα οι άλλες δύο, ανακοίνωσαν ότι θεωρούν τις τράπεζες της Αργεντινής σε κατάσταση χρεωκοπίας. Αυτό σήμαινε ζημιές 54 δις. ευρώ, ποσό

τριπλάσιο σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών της χώρας. Η κίνηση αυτή επηρέασε, όπως είναι φυσικό, και τις ξένες τράπεζες όπως την Santander (ζημιές 1,29 δισ. ευρώ) και την Banco Bilbao, ενώ η έκθεση των ιταλικών τραπεζών ήταν 11 δισ. ευρώ.

Η χρεωκοπία, φυσικά, είχε μια σειρά πολιτικών και γεωπολιτικών επιπτώσεων σε βάθος δεκαετίας. Στην πραγματικότητα, η απαξίωση του αργεντίνικου χρέους έδειξε ότι οι τρεις διαχειριστές έχουν πλέον τη δύναμη και τη δυνατότητα να προκαλούν οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές κρίσεις ακόμα και σε ισχυρά έθνη.

Αυτή η νέα πραγματικότητα την οποία βιώνουν ήδη η Ελλάδα και η Ιταλία αλλά και το ευρώ, κάνει φανερό ότι οι κυβερνήσεις ακόμα και των ανεπτυγμένων χωρών είτε θα πρέπει να αναζητήσουν άμεσα ένα κοινά αποδεκτό νέο κοινό πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς χρέους είτε να αποδεχθούν την προοπτική ότι οι τρεις αυτοί οργανισμοί αργά ή γρήγορα θα τους θέσουν σε καθεστώς ομηρίας.

Στην Ταϊλάνδη το 1997 οι οργανισμοί αξιολόγησης χρέους, λίγες εβδομάδες πριν ξεκινήσει η κρίση, παρέχουν κορυφαίο βαθμό αξιοπιστίας στο δημόσιο χρέος της χώρας.

Τον Νοέμβριο του 2011 προσωρινή αναστάτωση προκάλεσε ένα μήνυμα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου που εστάλη από τον οίκο αξιολόγησης Standard&Poor's σε ορισμένους συνδρομητές του, σύμφωνα με το οποίο ο οίκος είχε προχωρήσει σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Γαλλίας.

Λίγη ώρα αργότερα ο οίκος αξιολόγησης εξέδωσε ανακοίνωση με την οποία αναφέρθηκε σε ένα λάθος. Συγκεκριμένα η ανακοίνωση έλεγε «Αυτό δεν ισχύει: η αξιολόγησή μας για την πιστοληπτική ικανότητα της Γαλλίας παραμένει αμετάβλητη, στη βαθμίδα AAA, συνοδευόμενη από μια σταθερή προοπτική».

Τη διερεύνηση της υπόθεσης ζήτησε ο Γάλλος υπουργός Οικονομικών Φρανσουά Μπαρουέν, ζητώντας από τις ρυθμιστικές Αρχές των χρηματαγορών, τόσο της Γαλλίας όσο και όλης της ΕΕ, να ξεκινήσουν αμέσως την έρευνά τους, για το «πώς ακριβώς έγινε η εσφαλμένη μετάδοση του ηλεκτρονικού μηνύματος του οίκου αξιολόγησης αξιόχρεου Standard&Poor's, ότι δήθεν μειώθηκε η γαλλική πιστοληπτική ικανότητα». Λίγες μέρες πιο μετά τα επιτόκια δανεισμού της χώρας ανέβηκαν.

4.3 Επιρροή των Οίκων Αξιολόγησης

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.

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.

Στους κανόνες της ελεύθερης αγοράς, ο ανταγωνισμός των εταιρειών και η εύρεση δανειακών πόρων οδηγεί πολλές φορές τις μεγάλες εταιρείες σε 'μυστικές συμφωνίες' με τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης με σκοπό την ενίσχυση της βαθμολογίας.

Σύμφωνα με μία μελέτη η οποία έγινε από ομάδα ερευνητών της τράπεζας και δημοσιεύεται στο περιοδικό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, οι τρεις οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούν με υψηλή αξιολόγηση κατά κύριο λόγο τις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες οι οποίες είναι οι πρωταγωνιστές της αγοράς παραγώγων.

Για την περίοδο μάλιστα 1990 – 2012 βρίσκουν με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρώσει ότι τις καλύτερες αξιολογήσεις οι τρεις οίκοι αξιολόγησης τις έχουν δώσει σ' αυτές τις τράπεζες που έχουν εκδώσει περί τα 6 τρισ. δολ. ονομαστικής αξίας παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.

Με άλλα λόγια οι καλύτερες αξιολογήσεις έχουν δοθεί σ' εκείνους που κατά βάση έχουν κατηγορηθεί ως οι βασικοί πρωταγωνιστές της κρίσης της φούσκας του χρέους. Αξίζει να σημειωθεί επίσης ότι σύμφωνα με την έρευνα οι οίκοι αξιολόγησης έχουν αποκομίσει πολύ υψηλές αμοιβές για την αξιολόγηση αυτών των παραγώγων.

Καθώς ούτε ο ESM έχει ακόμα κινηθεί για την διάσωση χώρας μέλους της Ευρωζώνης, ούτε το πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων (OMT) έχει ενεργοποιηθεί, θα αρκούσε ένα μπαράζ νέων υποβαθμίσεων από τους τρεις οίκους αξιολόγησης για να φέρει σε δύσκολη θέση και άλλες χώρες της περιοχής πέραν των τριών που βρίσκονται σε πρόγραμμα στήριξης.

Μια περαιτέρω πίεση δηλαδή τόσο στην Ισπανία όσο και στην Ιταλία με νέες υποβαθμίσεις θα μπορούσε να θέσει σε πρόωρη δοκιμασία «αντοχής» τα εργαλεία (OMT, ESM) αντιμετώπισης της κρίσης της περιοχής του ευρώ. Η μελέτη αυτή της ΕΚΤ λοιπόν, φαίνεται να προειδοποιεί τους οίκους αξιολόγησης για το τι θα μπορούσε να ακολουθήσει αν κατηγορηθούν και επίσημα ότι «πουλάνε» τις αξιολογήσεις τους με βάση τα «οφέλη» τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

5.1 Γενικό συμπέρασμα για τους οίκους αξιολόγησης

Πριν από ένα περίπου αιώνα όπου συναντάμε τους οίκους αξιολόγησης, η ανάγκη για έγκυρη πληροφόρηση τόσο των επενδυτών όσο και των δανειζόμενων οδήγησε στην δημιουργία των γραφείων αυτών. Η εξέλιξη των αγορών, η αύξηση του αριθμού των χρηματοοικονομικών προϊόντων και του αριθμού των επενδυτών ανά τον κόσμο εδραίωσε την παρουσία τους και ενίσχυσε το ρόλο τους. Με αιχμή του δόρατος τους τρεις κυριότερους οίκους, δηλαδή τη Moody's, τη Standard & Poor's και τη Fitch IBCA, τα γραφεία αξιολόγησης σήμερα καλύπτουν ένα ευρύ πεδίο εφαρμογών.

Είναι αδιαμφισβήτητο ότι οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της αλυσίδας των αγορών κεφαλαίου πλέον. Οι πιστωτικές εκτιμήσεις χρησιμοποιούνται από επενδυτές, εκδότες, επενδυτικές τράπεζες, κυβερνήσεις. Η χρησιμοποίηση των αξιολογήσεων δίνει τη δυνατότητα στους συμμετέχοντες στις αγορές να έχουν αρκετές εναλλακτικές επιλογές 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.

Όσοι αγοράζουν τα διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των οίκων αυτών, ως σημαντικά δεδομένα στις δικές τους αναλύσεις πιστωτικής ποιότητας και στις επενδυτικές τους αναλύσεις, ενώ όσοι πωλούν τα προϊόντα αυτά χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις για την διαχείριση του κινδύνου και για εμπορικούς σκοπούς.

Η διαδικασία της συγκέντρωσης όλων αυτών των στοιχείων είναι χρονοβόρα και πολυδάπανη, η οποία δεν είναι εύκολη ιδιαίτερα για το ευρύ κοινό. Οι αξιολογήσεις λοιπόν αποτελούν ένα σημείο αναφοράς του πιστωτικού κινδύνου των διαφόρων χρεογράφων και αμβλύνουν την παρουσία ασύμμετρης πληροφόρησης που περιβάλλει τις αγορές.

Προκειμένου οι αξιολογήσεις κρατών να επιδρούν αποτελεσματικά στους οικονομικούς κύκλους, πρέπει να προηγούνται και όχι να υστερούν σε σχέση με τις αποδόσεις, παρέχοντας νέες πληροφορίες στις αγορές. Αυτοί οι τρεις οίκοι στην πραγματικότητα ελέγχουν, διαμορφώνουν και επηρεάζουν την παγκόσμια αγορά χρέους, όχι μόνο ως προς την αξιολόγηση των ομολόγων αλλά και εμμέσως ως προς την δυνατότητα πρόσβασης των ομολόγων σε συγκεκριμένες αγορές.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμεύουν σε μεγάλο βαθμό σε πάρα πολλές λειτουργίες των πιστωτικών αγορών. Οι οίκοι αξιολόγησης με ιδιωτική ιδιοκτησία αλλά δημόσιο όφελος προσέφεραν τις υπηρεσίες τους, χωρίς να αμφισβητηθούν μέχρι και τις αρχές του 21ου αιώνα. Μετά τα γεγονότα της Enron και πολύ περισσότερο μετά την αποτυχία των sub-prime δανείων που οδήγησε σε παγκόσμια κρίση, κρίθηκε απαραίτητη η μελέτη των λειτουργιών αυτών των εταιριών και η διαφάνεια των εργασιών τους.

Η αμφισβήτηση τους στρέφεται κυρίως στον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι αναλύουν και βαθμολογούν επιχειρήσεις και χώρες. Επίσης, ασάφεια καλύπτει το κομμάτι της πληρωμής των οίκων από τους πελάτες τους, καθώς υπάρχουν υποψίες για μυστικές συμφωνίες με κράτη και εταιρείες με σκοπό την αυξημένη βαθμολόγηση τους. Έντονη κριτική έχει δεχθεί η ολιγοπωλιακή μορφή συγκρότησης του κλάδου, καθώς τα εμπόδια εισόδου είναι σημαντικά.

Από τις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης έχει περάσει και η Ελλάδα με συνεχείς υποβαθμίσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων. Το αποτέλεσμα είναι η χώρα να έχει βυθιστεί σε αυτήν τη βαθιά οικονομική κρίση καθώς δυσκολεύεται στην εξεύρεση δανειακών κεφαλαίων από ξένους επενδυτές.

Τα τελευταία χρόνια και για τους λόγους που προαναφέραμε έχουν γίνει κάποιες ενέργειες για μεγαλύτερο και αυστηρότερο έλεγχο αυτών των οίκων, αλλά οι αρμόδιες δημόσιες επιτροπές πρέπει να αναλάβουν το δικό τους μερίδιο ευθύνης σαν υπεύθυνοι των πιστωτικών αγορών. Φαίνεται ότι το σύστημα όπως λειτουργεί σήμερα μάλλον δημιουργεί παρά αξιολογεί τον επενδυτικό κίνδυνο. Πλέον έχουν τεθεί σε εφαρμογή κάποιες διασφαλίσεις ώστε οι οίκοι αξιολόγησης να διορθώσουν τις περισσότερες από τις αδυναμίες τους.

Στην περίπτωση της δημοσιονομικής κρίσης της Ελλάδας, οι τρεις μεγάλες εταιρείες αξιολόγησης (Moody's, S&P και Fitch) εμφανίστηκαν στο παρελθόν μάλλον αισιόδοξες, κυρίως από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης στην Ελλάδα, τις μεγάλες συμφωνίες που υπήρχαν εκείνη την περίοδο, τα έργα που γίνονταν, την ευρωστία των Ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και την ταχεία ανάπτυξη τους στη Βαλκανική και εν γένει την εξωστρέφεια του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Σήμερα όμως υπάρχει μια θεαματική στροφή στις εκτιμήσεις τους. Οι συνεχόμενες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας μας, έχουν δημιουργήσει ένα πολύπλοκο και συνάμα χωρίς προηγούμενο οικονομικό σκηνικό. Σήμερα, η Ελλάδα είναι δυστυχώς η χώρα με τη χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση διεθνώς, με βάση τα στοιχεία όλων των οίκων αξιολόγησης. Για πολλούς, οι υποβαθμίσεις αυτές έχουν συντείνει σε μεγάλο βαθμό στον αποκλεισμό της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές χρήματος και έχουν συνεισφέρει στην όξυνση της Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους.

Το πρόβλημα της αξιολόγησης από τους τρεις οίκους είναι πάνω από όλα πρόβλημα δεοντολογικό. Υπάρχουν ισχυρές προσωπικές σχέσεις μεταξύ των στελεχών των οίκων αξιολόγησης με τα στελέχη επιχειρήσεων και οργανισμών που ζητούν αξιολόγηση. Πολλές φορές τα στελέχη των οίκων δίνουν οδηγίες σε διευθυντικά στελέχη των οργανισμών για να λάβουν καλό βαθμό.

Αυτή η προσέγγιση δημιουργεί έμμεσα κανόνες λειτουργίας στην αγορά τους οποίους πρέπει υποχρεωτικά να ακολουθούν οι αξιολογούμενες επιχειρήσεις. Ακόμη, έχει πολλές φορές εννοηθεί ότι οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαπλέκονται με άλλα εταιρικά συμφέροντα τα οποία κυρίως είναι εκδοτικά. Στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση οι οίκοι αυτοί έπεσαν έξω, κυρίως διότι αμείβονται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις στις οποίες αξιολογούσαν τα ομόλογά τους.

Μάλιστα, όταν η αγορά στέγης κατάρρεε στα τέλη του 2007 όπως είχαμε αναφέρει σε προηγούμενο κεφάλαιο, η Moody's έβαλε στο περιθώριο και απομόνωσε κάποιους αναλυτές και στελέχη της που προειδοποιούσαν για την επερχόμενη οικονομική καταστροφή. Όλα τα παραπάνω καταδεικνύουν τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν οι τρεις βασικοί οίκοι αξιολόγησης. Οι οίκοι αυτοί έχουν γίνει τόσο σημαντικοί διότι δεν υπάρχει άλλος μηχανισμός που να αξιολογεί τις χώρες και τις επιχειρήσεις ενός κράτους.

5.2 Προτάσεις για περαιτέρω συζήτηση και ανάλυση

Μια ενδιαφέρουσα πρόταση είναι να δημιουργηθεί ένας ευρωπαϊκός οίκος αξιολόγησης. Στον απόηχο σειράς υποβαθμίσεων ευρωπαϊκών χωρών, οι αναλυτές υποψιάζονται μια «συνωμοσία» των οίκων αξιολόγησης που έχουν έδρα τις Η.Π.Α και θεωρούν ότι ολόκληρες χώρες έμεναν αβοήθητες στο έλεος των κακόβουλων προθέσεων κάποιων ιδιωτικών οίκων αξιολόγησης.

Χαρακτηριστικά ο αμερικάνος γερουσιαστής Καρλ Λέβιν, μετά από μια έρευνα που είχε κάνει η Γερουσιαστική Υποεπιτροπή Ερευνών της Επιτροπής Εθνικής Ασφάλειας των ΗΠΑ, υποστήριξε ότι «η οικονομική κρίση δεν ήταν θεομηνία. Ήταν κατά μέτωπο οικονομική επίθεση και διαπράχθηκε από ανθρώπους, με αποτέλεσμα να εξανεμιστεί η εμπιστοσύνη προς αυτούς». Σημείωσε επίσης ότι «η έρευνά μας διαπίστωσε ότι οι εταιρείες αξιολόγησης, αξιοπιστίας, επέτρεψαν στην Wall Street να επηρεάσει τις αναλύσεις τους, την αντικειμενικότητά τους και την καλή τους φήμη ότι προσφέρουν ασφάλεια. Και το έκαναν αυτό για να βγάλουν μεγαλύτερες αμοιβές.

Οι εταιρίες αξιολόγησης λειτουργούσαν μέσα σε ένα κλίμα καταφανούς σύγκρουσης συμφερόντων, γιατί οι αμοιβές τους προέρχονταν από τις χρηματομεσιτικές εταιρίες που ήθελαν ευνοϊκό πόρισμα για τα χρεόγραφά τους, ώστε να μπορέσουν να τα πουλήσουν.

Είναι σαν να πηγαίνεις στο δικαστήριο για να βρεις το δίκιο σου, αλλά ο μισθός του δικαστή να πληρώνεται από τον αντίδικό σου. Ή να πηγαίνεις στο ποδόσφαιρο και να περιμένεις έντιμη διαιτησία, αλλά τον μισθό του διαιτητή να τον πληρώνει η αντίπαλη ομάδα»

Θα αρκούσε να αποφασίσει η Ευρωπαϊκή Ένωση τη δημιουργία ενός κοινού ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Η ίδρυση ενός μεγάλου οίκου, θα αυξήσει και τον παγκόσμιο ανταγωνισμό μεταξύ των οίκων αξιολόγησης (Bofinger,2010).

Σύμφωνα με αυτήν την πεποίθηση ένας ευρωπαϊκός οίκος αξιολόγησης θα μπορούσε να ήταν πιο δίκαιος με τους ευρωπαϊκούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Βέβαια υπάρχουν ήδη ευρωπαϊκοί οίκοι αξιολόγησης, με όχι και τόσο καλά αποτελέσματα. Θα μπορούσε επίσης η ίδια Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνδυασμό με άλλα γραφεία αξιολόγησης, να αξιολογεί χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση και γενικώς στην Ευρώπη, κάτι που αυτομάτως θα σήμαινε πιο δίκαιη αντιμετώπιση.

Δεδομένου ότι οι υπηρεσίες πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν συνδέονται με συγκεκριμένη περιοχή και οι αξιολογήσεις που εκδίδονται από έναν οίκο μπορούν να χρησιμοποιηθούν από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλη την Ευρώπη, θα ήταν προτιμότερο ένα πιο συγκεντρωτικό σύστημα εποπτείας των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας σε επίπεδο ΕΕ.

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) θα μπορούσε να αναλάβει αποκλειστικές εποπτικές αρμοδιότητες επί των οίκων αξιολόγησης που έχουν εγγραφεί στα μητρώα της ΕΕ. Σε αυτές θα περιλαμβάνονται επίσης οι ευρωπαϊκές θυγατρικές των πολύ γνωστών Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, όπως Fitch, Moody's και Standard & Poor's.

Έτσι η ΕΑΚΑΑ θα μπορούσε να έχει την εξουσία να ζητεί πληροφορίες, να αρχίζει έρευνες και να διενεργεί επιτόπιες επιθεωρήσεις. Οι εκδότες δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως πιστωτικά ιδρύματα, τράπεζες και εταιρείες επενδύσεων, θα πρέπει επίσης να παρέχουν σε όλους τους άλλους τους ενδιαφερόμενους οίκους αξιολόγησης πρόσβαση στις πληροφορίες που δίνουν στον δικό τους οίκο, ώστε να τους δίνουν τη δυνατότητα να εκδίδουν αξιολογήσεις με δικιά τους πρωτοβουλία

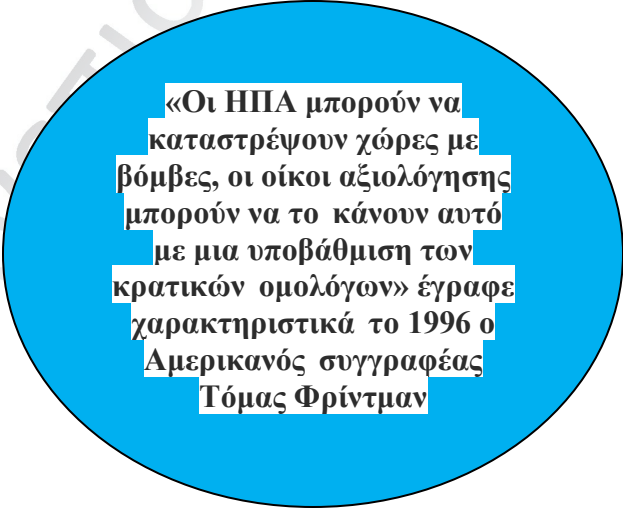
Αυτές οι αλλαγές θα σημαίνουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης θα λειτουργούν σε ένα πολύ απλούστερο εποπτικό περιβάλλον σε σχέση με τα υπάρχοντα διαφορετικά εθνικά περιβάλλοντα και θα έχουν ευκολότερη πρόσβαση στις πληροφορίες που χρειάζονται. Οι χρήστες των αξιολογήσεων, επίσης, θα προστατεύονται καλύτερα, ως αποτέλεσμα της συγκεντρωτικής εποπτείας όλων των οίκων από την ΕΕ και του αυξημένου ανταγωνισμού μεταξύ αυτών.

Για καλύτερα αποτελέσματα λοιπόν θα πρέπει να υπάρξει βελτίωση της λειτουργίας και της σύνθεσης των διοικητικών συμβουλίων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με στόχο τη διεύρυνση της εποπτείας που ασκούν επί των ανώτερων διευθυντικών στελεχών, όπως επίσης να καλλιεργηθεί μια νοοτροπία διαχείρισης κινδύνων σε όλα τα επίπεδα του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, ώστε να λαμβάνονται υπόψη τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της επιχείρησης.

Καλό θα ήταν επίσης να γίνει διεύρυνση της συμμετοχής των μετόχων, των εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού τομέα και των εξωτερικών ελεγκτών σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και να υπάρξει αλλαγή της πολιτικής αποδοχών στις επιχειρήσεις με στόχο να αποθαρρύνεται η ανάληψη υπερβολικών κινδύνων.

Τα κυριότερα στοιχεία που θα πρέπει να δώσουν προσοχή είναι η αύξηση της διαφάνειας σε μια αγορά, η οποία είναι σημαντική, αλλά επί του παρόντος καθόλου διαφανής, ούτως ώστε να υπάρχει περισσότερη εμπιστοσύνη στις χρηματοπιστωτικές αγορές, παίρνοντας μέτρα σχετικά με τις ακάλυπτες πωλήσεις και τις συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνων αθέτησης. Θα πρέπει επίσης, να προστατεύονται καλύτερα οι επενδυτές και οι καταθέτες αναθεωρώντας τα προγράμματα αποζημίωσης των καταθετών και θα πρέπει να προωθηθεί σύγκλιση των κυρώσεων σε όλο το φάσμα των εποπτικών δραστηριοτήτων.

Πολύ σημαντικό επίσης είναι να δημιουργηθεί ένα καινούριο σχέδιο δράσης σχετικά με τη διαχείριση κρίσεων, το οποίο θα οδηγήσει σε νομοθετικές προτάσεις για την πρόληψη της πτώχευσης και την εξυγίανση τραπεζών και να επιτευχθεί επιτέλους παγκόσμια σύγκλιση σε μια δέσμη υψηλής ποιότητας διεθνών λογιστικών προτύπων.



«Οι ΗΠΑ μπορούν να καταστρέψουν χώρες με βόμβες, οι οίκοι αξιολόγησης μπορούν να το κάνουν αυτό με μια υποβάθμιση των κρατικών ομολόγων» έγραφε χαρακτηριστικά το 1996 ο Αμερικανός συγγραφέας Τόμας Φρίντμαν

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

Altman Edward I. and Herbert A. Rijken (2004), “How Rating Agencies Achieve Rating Stability”, *Journal of Banking & Finance*, Vol 28, No 11, pp 2679–2714.

Amadou, N. R. Sy (2009), “The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets”, *World Economics*, Vol 10, No 4, pp 69-108

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).

Financial institutions management: A risk management Approach, Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett 5th edition, McGraw – Hill International Edition

International Financial Management: Eun, Resnick, Fourth Edition, McGraw –Hill International Edition

International Monetary Fund «Credit Ratings and the Recent Crises» (1999b) Annex V in International Capital Markets.

Mark Carl Rom (2009), “The Credit Rating Agencies and the Subprime Mess: Greedy, Ignorant, and Stressed?”, *Public Administration Review*, Volume 69, Issue 4, pp 640–650

Αλεξιάκης, Π. (2001). Τραπεζικό Περιβάλλον. Τόμος Β. Πάτρα: Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο

Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Σταμούλης

Journals

Ζαπουνίδης Κ.,(2010), Υπό αμφισβήτηση οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης,
<http://www.bankersreview.gr/default.asp?pid=9&la=1&arId=639>

Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, «The New Basel Capital Accord», Consultative Document, January 2001.

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.

ΑΠΕ.,(2010), Εποπτεία των οίκων αξιολόγησης επιθυμεί η Κομισιόν
<http://www.ant1online.gr/Economy/General/Pages/20106/2b523f43-bd1a-462f-9d38-c5cc69c5ee78.aspx>

Cantor R. and Packer F. «Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry», Journal of Banking & Finance 21 (1997).

White Lawrence J., «The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis» presented at the Conference on Rating Agencies in the Global Financial System, New York University, Leonard N. Stern School of Business (June 1, 2001).

Sylla R., «An Historical Primer on the Business of Credit Ratings» presented at the Conference on Rating Agencies in the Global Financial System, New York University, Leonard N. Stern School of Business (June 1, 2001).

Standard and Poor's (2003), 'Corporate ratings criteria'.

Standard and Poor's, 'Sovereign Credit Ratings: A Primer', October 2006.

Reisen H. and Von Maltzan J., «Boom and Bust and Sovereign Ratings», OECD Development Centre, Technical Papers No 148, June 1999.

Fridson, Martin S. (1999), "Why Do Bond Rating Agencies Exist?", *Extra Credit (Merrill Lynch)*, November/December.

Fitch IBCA «E-mail to the U.S. Securities and Exchange Commission» (November 12, 2002)

Cantor R. and Packer F. «Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings», Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (October 1996).

Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, «Are Credit Ratings Procyclical?», Working Papers No 129, February 2003.

Cantor R. and Packer F. «The Credit Rating Industry», Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Summer-Fall, 1994).

Internet

<http://beerosofies-dimitris.blogspot.gr/2011/12/case-study.html>

www.bloomberg.com

<http://www.capital.gr/News.asp?id=1185346>

<http://www.capital.gr/News.asp?id=1646769>

<http://www.capital.gr/NewsTheme.asp?id=1829778>

<http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/234/1/DT2004-0050.pdf>

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-656_el.htm

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

<http://www.inprecor.gr/index.php/archives/167172>

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_world_2_24/12/2011_467331

www.naftemporiki.gr

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S156601410400038X>

www.spiegel.de/international

<http://www.taxplanning.gr/gr/systasi-etairias-offshore/Delaware.asp>

[Οι νέοι δικτάτορες.....Οίκοι αξιολόγησης! - RAMNOUSIA](#)

www.moody.com

www.fitchIBCA.com

www.standardpoors.com

<http://www.euro2day.gr/thebanker/article/575381/vasileia-iii-h-nea-synthkhk-misei-ton-kindyno.html>

<http://www.bankingnews.gr/>

<http://www.wikirating.org/wiki/>

<http://www.bankersreview.gr/default.asp?pid=9&la=1&arId=639>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς