

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ, Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

Λιβάνιος Στυλιανός

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου
Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην
Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

Πειραιάς, Ιούλιος 2014

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF ECONOMICS



MASTER PROGRAM IN
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY

CREDIT RATING AGENCIES, THEIR ROLE IN THE
FINANCIAL CRISIS AND THE RATING OF GREEK
BANKS

By

Livanios Stylianos

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

Piraeus, Greece, July 2014

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Στην οικογένειά μου

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Ευχαριστίες

Με το τέλος της παρούσας διπλωματικής εργασίας, ολοκληρώνεται και ο σημαντικός κύκλος, των μεταπτυχιακών μου σπουδών, στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική, στο πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Οι αρχικές μου ευχαριστίες απευθύνονται σε όλους τους καθηγητές μου, για τις γνώσεις που μου προσφέρθηκαν και αποκόμισα καθ' όλη τη διάρκεια των φοιτητικών μου χρόνων, τόσο σε προπτυχιακό όσο και σε μεταπτυχιακό επίπεδο, αποτελώντας ένα εξαιρετικό υπόβαθρο για την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερος θερμά, για την πολύτιμη βοήθειά της και την πραγματικά εξαιρετική συνεργασία που είχαμε σε όλη τη διάρκεια συγγραφής της παρούσας διπλωματικής εργασίας την καθηγήτρια μου, Αν. καθηγήτρια του Πανεπιστημίου Πειραιώς, κα. Μαρία Ψυλλάκη.

Τέλος, δε μπορώ να μην αναφερθώ στην οικογένεια μου που ήταν δίπλα μου σε κάθε μου βήμα, στηρίζοντας τις επιλογές μου. Τους χρωστώ ένα μεγάλο ευχαριστώ!

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ, Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Σημαντικοί Όροι: Οίκοι αξιολόγησης, κρίση, τράπεζες, αξιολόγηση, CAMELS

Περίληψη

Οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, κατέχουν έναν κομβικό ρόλο στις παγκόσμιες αγορές χρέους, στην αξιολόγηση και διαβάθμιση του κινδύνου τόσο των χρηματοοικονομικών προϊόντων όσο και της πιστοληπτικής ικανότητας ενός οικονομικού οργανισμού, περιορίζοντας τη θεμελιώδη ασυμμετρία πληροφόρησης στις κεφαλαιαγορές μεταξύ των επενδυτών και των επιχειρήσεων, κρατών που αναζητούν χρηματοδότηση, όπως αναλύεται στο πρώτο κεφάλαιο. Οι αξιολογήσεις τους δεν αποτελούν επενδυτικές συμβουλές αλλά αξιολόγηση της πιθανότητας πτώχευσης, της αθέτησης των υποχρεώσεων των δανειζόμενων. Η μεθοδολογία και ο τρόπος αξιολόγησης που χρησιμοποιείται δύναται να διαφέρει σε κάθε οίκο. Παρ' όλα αυτά, είναι γεγονός ότι οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's και Fitch), ακολουθούν παρεμφερείς διαδικασίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, όπως παρουσιάζονται στο δεύτερο κεφάλαιο.

Από την πρόσφατη όμως χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, διαπιστώνεται ότι η αξιοπιστία των μεγάλων οίκων αξιολόγησης, έχει πληγεί σε σημαντικό βαθμό, με αρκετούς προβληματισμούς να εγείρονται για το ρόλο τους, ο οποίος μελετάται στο τρίτο κεφάλαιο, αφού οι αξιολογήσεις που εξέδιδαν δεν αντικατόπτριζαν τον πραγματικό κίνδυνο που ενείχαν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, συμβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο στην δημιουργία και διόγκωση της κρίσης.

Η χρηματοπιστωτική κρίση που εκδηλώθηκε στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου των Ηνωμένων Πολιτειών για να δημιουργήσει αλυσιδωτές αρνητικές συνέπειες στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, εξελισσόμενη σε οικονομική κρίση, σε ένα περιβάλλον στενά διασυνδεδεμένων οικονομιών και δευτερογενώς σε μία κρίση χρέους ορισμένων χωρών της ζώνης του ευρώ, όπως της Ελλάδας, απόρροια και του γεγονότος ότι

πλέον οι αγορές κεφαλαίου είχαν γίνει πιο επιφυλακτικές και πιο ανήσυχες ενώ οι οίκοι αξιολόγησης προχώρησαν σε μαζικές υποβαθμίσεις των αξιογράφων των χωρών, οξύνοντας το πρόβλημα, όπως συνέβη και στην περίπτωση της Ελλάδας όπου η αξιολόγηση των ελληνικών ομολόγων, το 2011 έφτασε στο χαμηλότερο επίπεδο της πιστοληπτικής αξιολόγησης, σε καθεστώς της χρεοκοπίας.

Στη συνέχεια, αφού αρχικά γίνεται η διαπίστωση ότι οι δυσλειτουργίες και τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετώπισε το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αποτελούν απόρροια της δημοσιονομικής κρίσης, της κρίσης χρέους που ανέκυψε στην Ελλάδα, καθ' ότι οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν επενδύσει ή είχαν επενδύσει μικρά ποσά σε «τοξικά» ομόλογα και κατά συνέπεια η χρηματοπιστωτική κρίση δεν ήταν η κύρια αιτία των προβλημάτων που δημιουργήθηκαν στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η ανάλυση των παραπάνω εξετάζεται στο τέταρτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας. Έπειτα, γίνεται αντικείμενο μελέτης, η αξιολόγηση τριών συστημικών ελληνικών τραπεζών (Alpha Bank, Eurobank, Εθνική Τράπεζα) κατά την περίοδο 2009-2012, με τη χρήση της μεθόδου των CAMELS, όπου εξάγονται συμπεράσματα, μεταξύ άλλων, για την κεφαλαιακή επάρκεια, την ρευστότητα και την κερδοφορία των τραπεζών στη συγκεκριμένη περίοδο.

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται προτάσεις για την αποτελεσματικότερη λειτουργία των οίκων αξιολόγησης, με βάση τα όσα αναλύθηκαν, για την αλλαγή του συστήματος πληρωμής των οίκων αξιολόγησης ώστε να αποφευχθεί η σύγκρουση συμφερόντων. Η κρισιμότητα της παροχής όλων των διαθέσιμων πληροφοριών στους επενδυτές όπως και η αναγκαιότητα για τη δημιουργία ενός ενιαίου παγκόσμιου πλαισίου εποπτείας των οίκων αξιολόγησης ώστε στο μέλλον να αποφευχθούν φαινόμενα που συνέβαλαν στην όξυνση της κρίσης, αποτελούν και τα βασικότερα συμπεράσματα της εργασίας.

CREDIT RATING AGENCIES, THEIR ROLE IN THE FINANCIAL CRISIS AND THE RATING OF GREEK BANKS

Keywords: Rating Agencies, crisis, banks, rating, CAMELS

Abstract

Credit Rating Agencies have a central role in global debt markets, evaluating and rating, the risk of financial products and credit of a financial institution, limiting asymmetric information in capital markets among investors and companies, states, who seeking funding, as we analyze in the first chapter. Ratings, do not constitute investment advice but an evaluation of the probability of bankruptcy by borrowers. The methodology and the evaluation method which are used by rating agencies, may have some differences. Nevertheless, it is fact that the three major rating agencies (Moody's, Standard & Poor's and Fitch), follow similar procedures of credit rating, as presented in the second chapter.

In the recent financial crisis of 2007, the reliability of major rating agencies, has suffered significantly, with several concerns be raised about the role, which studied in the third chapter, because of ratings were issued, did not reflect the real risk which has had in financial products, contributing thereby to the creation and expansion of the crisis.

The financial crisis that broke out in the subprime mortgage market of the United States, creating a negative domino effect in the global financial system, evolving into an economic crisis, in an closely environment with interconnected economies and secondarily to a debt crisis in some countries of the euro area, such as Greece, as the result of the fact that capital markets have become more cautious and more anxious while rating agencies with massive downgrades of securities of countries, exacerbating the problem, as in the case of Greece, where the rating of Greek bonds in 2011, downgraded, on a status of bankruptcy.

Then, initially, it is found that malfunctions and liquidity problems of Greek banking system are the result of the financial crisis, the debt crisis that arose in Greece because Greek banks had not invested, or had invested small amounts in "toxic" bonds and consequently the financial crisis was not the main cause of the problems created in the Greek banking system. The analysis of the above is discussed in the fourth chapter of this thesis. After, it becomes an object of study, the evaluation of three systemic Greek banks (Alpha Bank, Eurobank, National Bank of Greece) during the period 2009-2012, by using the method of CAMELS, where conclusions are drawn, such as capital adequacy, liquidity and profitability of banks in this period.

Finally, in the fifth chapter, presents recommendations for the effective functioning of rating agencies, based on the above analysis, to change the payment system of rating agencies in order to avoid conflicts of interest. The significant of providing all available information to investors as well as the necessity to create a single global framework for supervision of credit rating agencies in order to avoid future events that contributed to the deepening of the crisis, are the main conclusions of the work.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας	1
1.1 Εισαγωγή	1
1.2 Ορισμός	2
1.3 Ιστορική αναδρομή.....	4
1.4 Παρουσίαση των σημαντικότερων Οίκων Αξιολόγησης.....	11
1.4.1 Moody's Investors Service.....	11
1.4.2 Standard & Poor's Investors Service.....	15
1.4.3 Fitch Rating	18
1.4.4 Οι υπόλοιποι Οίκοι Αξιολόγησης.....	20
1.5 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στις αγορές κεφαλαίου	22

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

Διαδικασίες και πολιτικές των Οίκων Αξιολόγησης	25
2.1 Εισαγωγή	25
2.2 Η διαδικασία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	26
2.3 Η βαθμολογική κλίμακα.....	34
2.4 Αμοιβές οίκων αξιολόγησης και η σύγκρουση συμφερόντων.....	42
2.5 Οίκοι Αξιολόγησης και εποπτικές αρχές.....	45

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, η κρίση χρεους στην Ελλάδα και οι Οίκοι Αξιολόγησης	51
3.1 Εισαγωγή	51
3.2 Η τιτλοποίηση και τα δομημένα ομόλογα	53
3.3 Το έναυσμα και τα αίτια της κρίσης.....	57
3.4 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην πρόσφατη κρίση.....	60
3.5 Η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, η Ελλάδα και ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης.....	68

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

Αξιολόγηση των Ελληνικών Τραπεζών με τη χρήση της μεθόδου των CAMELS.....	77
4.1 Εισαγωγή	77
4.2 Τα προβλήματα ρευστότητας και η χρηματοδότηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 ..	78
4.3 Οι υποβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης	84
4.4 Αριθμοδείκτες βαθμολογίας τραπεζών CAMELS.....	90
4.4.1 Κεφαλαιακή Επάρκεια (Capital Adequacy).....	92
4.4.2 Ποιότητα Στοιχείων Ενεργητικού (Asset Quality).....	94
4.4.3 Διοίκηση – Διαχείριση (Management).....	96
4.4.4 Κερδοφορία (Earnings)	96
4.4.5 Ρευστότητα (Liquidity).....	98
4.4.6 Ευαισθησία στους κινδύνους της αγοράς (Sensitivity to Market Risk)	100
4.5 Αξιολόγηση των Ελληνικών Τραπεζών	101
4.6 Συγκριτική ανάλυση	105

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:

Προτάσεις για την αποτελεσματικότερη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης.....117

5.1 Επιστροφή στο μοντέλο ο “Έπενδυτής πληρώνει” (Investor Pays).....117

5.2 Η σημασία της παροχής όλων των διαθέσιμων πληροφοριών118

5.3 Εφαρμογή ενιαίου εποπτικού πλαισίου για τους οίκους αξιολόγησης σε παγκόσμιο επίπεδο.....119

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 121

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κατάλογος Πινάκων

1.1 Οι αριθμοί των NRSRO οίκων αξιολόγησης, 2011	13
1.2 Οικονομική ανασκόπηση της Moody's Corporation	13
1.3 Οικονομική ανασκόπηση Standard & Poor's 2012	17
1.4 Οικονομική ανασκόπηση McGraw-Hill	18
1.5 Οι πιστοποιημένοι Οίκοι Αξιολόγησης NRSRO	20
2.1 Συγκριτική κατηγοριοποίηση πιστοληπτικής αξιολόγησης για τους τρεις οίκους	35
2.2 Αντιστοίχιση βαθμολογίας βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	39
2.3 Η σχέση της προηγούμενης και της τωρινής βαθμολογίας	40
2.4 Οι αμοιβές των Οίκων Αξιολόγησης την περίοδο 2009-2013 από την ελληνική κυβέρνηση (ανά νόμισμα)	44
3.1 Πιθανότητες μετάβασης μέσα σε ένα χρόνο (Standard & Poor's)	63
3.2 Πιθανότητες μετάβασης σε καθεστώς χρεοκοπίας στα επόμενα χρόνια (1-5)	64
4.1 Συνοπτική εικόνα ανακεφαλαιοποίησης των συστημικών τραπεζών	84
4.2 Συνοπτικός Πίνακας σταθμίσεων δεικτών CAMELS	102
4.3 Συνοπτικός Πίνακας σταθμίσεων δεικτών CAMELS	103

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κατάλογος Διαγραμμάτων

1.1 Η μέση τιμή της μετοχής της Moody's Corporation (MCO) την περίοδο 2005-2013	14
1.2 Revenue By Business Line	15
2.1 Διαχρονική παρουσίαση αναβαθμίσεων και υποβαθμίσεων εταιρικών ομολόγων	41
3.1 Αθροιστική πιθανότητα πτώχευσης (%) (για διάστημα 1981-2011)	64
3.2 Διαχρονική εξέλιξη του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του Α.Ε.Π	68
3.3 5ετή CDS από 1/9/2009 έως 28/2/2011	69
3.4 5ετή CDS από 1/1/2009 έως 30/12/2013	70
3.5 Η εξέλιξη του επιτοκίου των ελληνικών 10ετών ομολόγων	75
4.1 Χρηματοδότηση από ΕΚΤ ως Ποσοστό Ενεργητικού των Τραπεζών	80
4.2 Συνολική αξία τραπεζικών μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο (σε εκατ. ευρώ)	89
4.3 Η εξέλιξη της βαθμολογίας CAMELS ανά έτος	105
4.4 Η εξέλιξη του δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας ανά έτος	107
4.5 Η εξέλιξη του δείκτη Asset Quality ανά έτος	109
4.6 Η εξέλιξη του δείκτη Διοίκησης – Διαχείρισης (Management) ανά έτος	110
4.7 Η εξέλιξη του δείκτη ROE ανά έτος	111
4.8 Η εξέλιξη του δείκτη ROA ανά έτος	111
4.9 Η εξέλιξη του δείκτη L1 ανά έτος	113
4.10 Η εξέλιξη του δείκτη L2 ανά έτος	115
4.11 Η εξέλιξη του δείκτη Sensitivity to market risk ανά έτος	116

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κατάλογος Σχημάτων

1.1 Το μερίδιο αγοράς των Οίκων Αξιολόγησης (2012)	12
2.1 Στάδια αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την Standard & Poor's	32
2.2 Στάδια αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας απ την Fitch	33
3.1 Απλοποιημένο διάγραμμα λειτουργίας δομής CDO	55
3.2 Ο μέσος όρος βαθμολόγησης των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου	61
3.3 Η δομή των CDO, το ρίσκο και η απόδοση	67
3.4 Αξιολογήσεις της Standard & Poor's για Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία, Ιρλανδία και Ιταλία (2009-2013)	73

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ

ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

1.1 Εισαγωγή

Καθώς η χρηματοοικονομική αγορά αναπτυσσόταν με ραγδαίους ρυθμούς και γινόταν πιο πολύπλοκη, δημιουργήθηκε η ανάγκη, κυρίως από την πλευρά των επενδυτών, για ανάπτυξη του τομέα της αξιολόγησης και βαθμολόγησης τόσο των χρηματοοικονομικών προϊόντων όσο και της πιστοληπτικής ικανότητας ενός οικονομικού οργανισμού.

Ο όρος αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας (Credit Rating), έγκειται στην αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου, την βαθμολόγηση και την αξιολογική κατάταξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός οικονομικού οργανισμού. Πρόκειται για εκτίμηση της οικονομικής επιφάνειας, της φερεγγυότητας μιας επιχείρησης, ενός ασφαλιστικού οργανισμού, μιας χώρας, ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος κτλ σχετικά με την συνέπεια και εξυπηρέτηση των οφειλών τους.

Η εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας διεξάγεται απ τους οίκους αξιολόγησης, προσφέροντας στις χρηματοοικονομικές αγορές μία εκτίμηση της πιθανότητας οι οφειλέτες να μην μπορέσουν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους που διευκρινίζονται στα ζητήματα χρέους τους και αποτελεί αντικείμενο μελέτης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Οι οίκοι αξιολόγησης και βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, απέκτησαν πολύ ενεργό ρόλο στη χρηματοπιστωτική αγορά τα τελευταία χρόνια, ενώ πολλοί τους κατηγορούν ότι έδρασαν καταλυτικά στην πρόσφατη κρίση, θεωρώντας ότι ήταν από τους βασικούς συντελεστές που οδήγησαν στο ξέσπασμα της κρίσης καθώς και στην ένταση και τη διάρκεια της.

Στον παρόν κεφαλαίο, ορίζεται η έννοια του οίκου αξιολόγησης, στην συνέχεια επιχειρείται η ιστορική αναδρομή στη λειτουργία τους ενώ παρουσιάζονται οι τρεις κυρίαρχοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Credit Rating Agencies). Τέλος, καθορίζεται ο ρόλος που κατέχουν στις παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου.

1.2 Ορισμός

Ένας Οίκος Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Credit Rating Agency - RCA) ή εν συντομία οίκος αξιολόγησης, είναι μία ιδιωτική εταιρεία που διενεργεί και εκδίδει αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων καθώς και για τα ίδια τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι. Σε ορισμένες περιπτώσεις αξιολογούνται και οι διαχειριστές των χρεών (Σπαρτιώτης Δ., Στουρνάρας Γ. 2010).

Οι οίκοι αξιολογούν εταιρείες, χώρες και χρεόγραφα εταιρειών, χωρών εκδίδοντας μία άποψη σχετικά με το βαθμό αξιοπιστίας των χρεογράφων αυτών. Οι απόψεις τους δεν αποτελούν επενδυτικές συμβουλές αλλά γνώμες για την πιθανότητα πτώχευσης μιας εταιρείας ή αδυναμίας της να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις πληρωμών ενός χρεογράφου που έχει εκδώσει. Οι αναλύσεις, αξιολογήσεις που εκδίδουν οι οίκοι απορρέουν από πληροφορίες σχετικά με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις μιας εταιρείας, τις δεσμεύσεις-υποχρεώσεις που έχει αναλάβει χωρίς να σημαίνει ότι διεξάγει αναλυτικό λογιστικό έλεγχο.

Επίσης, επειδή οι αξιολογήσεις αυτές αφορούν συγκεκριμένες χρονικές στιγμές πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα πρόσφατα οικονομικά γεγονότα. Με αυτόν τον τρόπο, οι εκδότες κατηγοριοποιούνται ανάλογα με τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεών τους. Δημιουργούνται έτσι κλίμακες με τις οποίες ξεχωρίζουν οι επενδύσεις με χαμηλό κίνδυνο από αντίστοιχα χρεόγραφα υψηλού κίνδυνου. Οι αξιολογήσεις των οίκων αναφέρονται ακόμα και στις μελλοντικές αποδόσεις των εκδοτών και για αυτό κάθε φορά που πραγματοποιείται ένα γεγονός αλλάζει η βαθμολογία έτσι ώστε να ενσωματωθούν οι νέες συνθήκες.

Κατά τον Kerwer (2005), οι οίκοι αξιολόγησης είναι ιδιωτικοί μη-πλειοψηφικοί ρυθμιστές των διεθνών κεφαλαιαγορών. Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας που διέπουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές ασκούν σημαντικό έλεγχο της ροής των πιστώσεων. Επίσης, ο ίδιος αναφέρει ότι είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις που χρεώνουν τους δανειζόμενους για να αξιολογούν την πιστοληπτική τους ικανότητα και να διαθέτουν αυτή την πληροφόρηση στους επενδυτές με μορφή σύντομης έκθεσης, που είναι βαθμολόγηση. Αυτή η βαθμολόγηση αντιμετωπίζεται σαν ένδειξη πιθανής μελλοντικής αθέτησης υποχρεώσεων από πλευράς δανειζόμενου.

Στην περίπτωση που αξιολογείται μία εταιρεία, η παρεχόμενη βαθμολογία αποτελεί γνώμη για την ικανότητα και διάθεση της εταιρείας να ανταποκριθεί στις

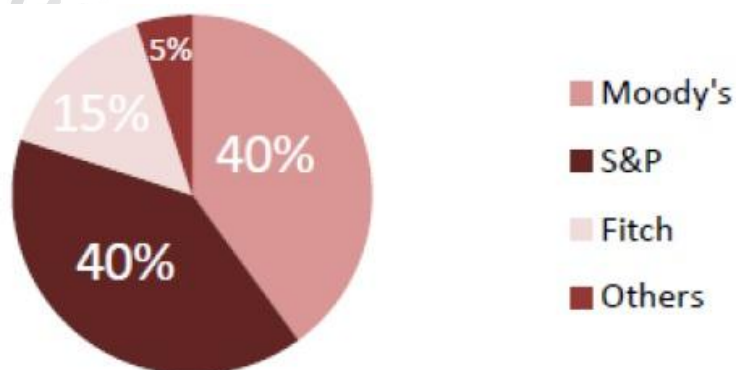
μελλοντικές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της, μέσα στις προβλεπόμενες προθεσμίες. Η γνώμη δεν αφορά σε συγκεκριμένο χρεόγραφο ή υποχρέωση αλλά αποτελεί άποψη για τις συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή, ο οίκος αξιολόγησης αναθέτει βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη αξιολόγηση, που αφορούν στις συνολικές υποχρεώσεις για τον αντίστοιχο χρονικό ορίζοντα.

Στην περίπτωση που αξιολογείται συγκεκριμένο χρεόγραφο, σύνολο χρεογράφων ή πρόγραμμα χρηματοδότησης, τότε η βαθμολόγηση αντικατοπτρίζει και τυχόν ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της έκδοσης, όπως το νόμισμα έκδοσης, τυχόν εγγυήσεις και ασφάλειες. Εκδίδονται βραχυπρόθεσμες (συνήθως αφορούν σε χρεόγραφα λήξης μέχρι ενός έτους) ή μακροπρόθεσμες αξιολογήσεις (Σπαρτιώτης Δ., Στουρνάρας Γ. 2010). Κάποια χρεόγραφα μακροπρόθεσμης λήξης λόγω πολυπλοκότητας και ενσώματων δικαιωμάτων, έχουν διπλή βαθμολόγηση: τόσο βραχυπρόθεσμη, που αφορά στα ενσώματα δικαιώματα όσο και μακροπρόθεσμη.

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

Σχήμα 1.1

Το μερίδιο αγοράς των Οίκων Αξιολόγησης (2012)



Πηγή: bankenverband.de

Παγκοσμίως υπάρχουν περίπου 130-150 οίκοι αξιολόγησης σε διάφορες χώρες. Οι σημαντικότεροι εξ αυτών, στους οποίους επικεντρώνεται στην ανάλυσή της και η παρούσα εργασία, είναι: η Standard & Poor's (S&P), η Moody's και η Fitch, οι οποίοι καλύπτουν, όπως προκύπτει και από το Σχήμα 1.1, περίπου το 95% της αγοράς. Μόνο οι δύο πρώτοι κατέχουν από ένα μερίδιο 40% έκαστος, ενώ η Fitch κατέχει περίπου το 15%.

1.3 Ιστορική αναδρομή

Η χρήση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να προέκυψε ως ανάγκη, απόρροια της επιθυμίας των επενδυτών για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τους νέους τίτλους και ειδικότερα των ομολόγων των σιδηροδρόμων ωστόσο όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται απ τον White L.(2013), η ανάλυση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών πιθανώς να υφίσταται λίγο πριν από το πρώτο δάνειο που είχε συναφθεί μεταξύ δανειστή και δανειολήπτη σε προϊστορικούς χρόνους.

Στα μέσα του 19^{ου} αιώνα η οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών αναπτύσσεται σε αντίθεση με χώρες της Ευρώπης, γίνονται έργα μεγάλης κλίμακας και υπάρχουν μεγάλες επιχειρήσεις σε σχέση με οπουδήποτε αλλού. Το τραπεζικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών παρέμεινε κατακερματισμένο σε κρατικές γραμμές και ρυθμίζεται μέχρι το 1863 μεμονωμένα απ την κάθε πολιτεία. Σε σύγκριση με τα ευρωπαϊκά κράτη, όπου ο πόλεμος ήταν ο πρόγονος των εθνικών χρεών, στις Ηνωμένες Πολιτείες τα δημόσια χρέη, σε ομοσπονδιακό και πολιτειακό επίπεδο, ήταν σχετικά μικρά.

Ωστόσο, υπήρχε η ανάγκη για εύρεση κεφαλαίων ώστε να χρηματοδοτηθούν τα έργα μεγάλης κλίμακας που ελάμβαναν χώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες και ειδικότερα για την κατασκευή σιδηροδρόμων που ήταν υψίστης σημασίας ώστε να επιτευχθεί μια οικονομία ηπειρωτικών διαστάσεων. Οι περισσότεροι σιδηρόδρομοι των Ηνωμένων Πολιτειών, εκτός από κάποια κρατική βοήθεια, οργανώθηκαν επίσης και άντλησαν κεφάλαια ως ιδιωτικές εταιρείες. Πριν από τα μέσα του 19^{ου} αιώνα, οι εταιρείες σιδηροδρόμου ήταν σχετικά μικρές (σε σχέση με το μέγεθός τους αργότερα) και ήταν σε θέση να χρηματοδοτήσουν την κατασκευή και τη λειτουργία τους με τραπεζική πίστωση. Μετά το 1850, όπου οι εταιρείες σιδηροδρόμων μεγάλωναν

ολοένα και περισσότερο, με διευρυμένες τις κεφαλαιακές ανάγκες, ώστε να επεκταθεί το δίκτυο και με δεδομένο ότι υπήρχαν λίγες τοπικές τράπεζες υπήρχε πρόβλημα χρηματοδότησης.. Η λύση στο πρόβλημα της χρηματοδότησης των ΗΠΑ προήλθε από επενδυτές που είναι πρόθυμοι να τους χρηματοδοτήσουν, δεχόμενοι αντίστοιχους τίτλους, χρεόγραφα των σιδηροδρόμων.

Την περίοδο εκείνη, κατά το έτος 1909, ο John Moody άρχισε να εκδίδει αξιολογήσεις για τα χρεόγραφα των αμερικανικών σιδηροδρόμων. Αξίζει δε να σημειώσουμε ότι η αγορά εταιρικών ομολόγων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, ήταν αρκετά μεγαλύτερη σε μέγεθος από οποιαδήποτε άλλη χώρα. Κατά συνέπεια, όπως έχει ήδη προαναφερθεί, η αναγκαιότητα για αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας γινόταν όλο και πιο επιτακτική.

Παράλληλα μέχρι τότε, υπήρχε έντονο το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης, καθ ότι πολλές επιχειρήσεις είχαν τοπικό χαρακτήρα ενώ οι συναλλαγές είχαν μεγάλη γεωγραφική εμβέλεια, και με τις τράπεζες να διαδραματίζουν ένα βασικό ρόλο στη διαμόρφωση των αντιλήψεων των επενδυτών για τους εταιρικούς οφειλέτες. Δεδομένου ότι οι τράπεζες είχαν (θεωρητικά) τη μεγαλύτερη γνώση όντας οι άμεσοι δανειστές και ασφαλιστές των ομολόγων. Άρα αν ο οφειλέτης αποτύγχανε να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, η φήμη της τράπεζας θα βάπτονταν άμεσα και θα δυσκόλευε την ύπαρξή της.

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 ιδρύθηκαν τα πρώτα περιοδικά, τα οποία έδιναν πληροφορίες γύρω από τις αγορές, τα δρώντα πρόσωπα και τα σχέδια των σιδηροδρόμων: Το περιοδικό “Poor’s American Railroad Journal” εκδόθηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1850, ενώ το Poor’s έκδωσε το πρώτο εγχειρίδιο για το σιδηροδρομικό δίκτυο των ΗΠΑ. Την ίδια χρονική περίοδο δημιουργήθηκαν επίσης και άλλες μορφές διάδοσης πληροφοριών, όπως το πρακτορείο Ρόιτερ (1851). Στις αρχές της δεκαετίας του 1880 το περιοδικό είχε ήδη 5.000 συνδρομητές. Το 1868 ο Henry Varnum Poor, μετέπειτα ιδρυτής της Standard & Poor’s, δημοσίευσε το εγχειρίδιο σιδηρόδρομος των Ηνωμένων Πολιτειών. Η δημοσίευση περιείχε πληροφορίες σχετικά με τη λειτουργία και την οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων σιδηροδρόμου, παρέχοντας επί της ουσίας μία ανεξάρτητη πηγή πληροφορίας προς το επενδυτικό κοινό. Ο John Moody πήρε τη διαδικασία ακόμη ένα βήμα μπροστά με την έκδοση των πρώτων αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Η δημιουργία πάντως του πρώτου οίκου αξιολόγησης, που θεωρείται ως καλά τεκμηριωμένη κατά τον Sylla R. (2001), είναι κατά το έτος 1841 στη Νέα Υόρκη όπου ο Lewis Tappan ένας έμπορος ξηρών εμπορευμάτων και μεταξιού στο πλαίσιο της επιχειρηματικής του δραστηριότητας είχε συντάξει εκτενή αρχεία σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των πελατών του και αποφάσισε να ειδικευτεί στην παροχή εμπορικών πληροφοριών. Ο Tappan ίδρυσε έναν οίκο αξιολόγησης που σχετίζεται με το εμπόριο ο οποίος συγκέντρωνε μέσω ενός δικτύου αντιπροσώπων πληροφορίες τις οποίες και πουλούσε στους συνδρομητές σχετικά με την επιχειρηματική ικανότητα και φερεγγυότητα των επιχειρήσεων απ όλες τις Ηνωμένες Πολιτείες. Εν συνεχεία εξαγοράστηκε απ την R.G. Dun and Company το 1859. Οι συνδρομητές της εταιρείας, η οποία περιελάμβανε χονδρεμπόρους, εισαγωγείς, κατασκευαστές, τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες, αυξήθηκαν από 7.000 το 1870 σε 40.000 το 1880, και μέχρι το 1900 οι εκθέσεις που κάλυπταν πάνω από ένα εκατομμύριο επιχειρήσεις.

Παράλληλα, ο John Bradstreet ίδρυσε μια παρόμοια επιχείρηση το 1849 και το 1857 δημοσιεύθηκε η πρώτη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ατόμων που σχετίζονταν με το εμπόριο. Οι δυο προαναφερθείσες εταιρίες συγχωνεύθηκαν το 1933 για να σχηματίσουν την Dun & Bradstreet. Το 1962, η εταιρία Dun & Bradstreet απέκτησε τη Moody Investors Service, τον οίκο αξιολόγησης των ομολόγων που είχε ξεκινήσει ο John Moody είχε αρχίσει το 1909. Έτσι, οι στενά συνδεδεμένες επιχειρήσεις παροχής της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ομολόγων ενώθηκαν σε κάτω από μία εταιρική στέγη, αν και προφανώς εξακολουθούν να λειτουργούν ως ανεξάρτητες επιχειρησιακές οντότητες.

Το 1916, και αφού είχε κάνει την αρχή ο Moody, εισήλθε στο χώρο η Poor's Publishing Company, ενώ η Standard Statistics άρχισε να εκδίδει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας το 1922. Οι δύο αυτές εταιρίες συγχωνεύθηκαν το 1941 δημιουργώντας την Standard & Poor's (S&P). Ακολούθησε η Fitch Publishing Company όπου άρχισε να εκδίδει αξιολογήσεις το 1924. Σε όλες τις αναφερθέν περιπτώσεις, οι πληροφορίες πωλούνταν στους επενδυτές.

Το 1934 ιδρύεται το πρώτο ίδρυμα στις Ηνωμένες Πολιτείες που σκοπό έχει την επιτήρηση του χρηματιστηρίου, συγκεκριμένα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Security Exchange Commission - SEC), 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 επένδυσης (investment grade) και κερδοσκοπικής επένδυσης (non investment grade) για τους επενδυτές. Με αυτό τον τρόπο πίστευαν ότι θα εμποδίζονταν μια νέα χρηματιστική/οικονομική κρίση.

Η περίοδος του 1930-1970 σηματοδότησε μια σημαντική καμπή για τους οίκους αξιολόγησης. Στις αρχές του 1930, οι ρυθμιστικές αρχές των εμπορικών τραπεζών άρχισαν να εισάγουν τη χρήση των αξιολογήσεων για τις απαιτούμενες λογιστικές πρακτικές για τις ελεγχόμενες τράπεζες τους: π.χ. ομόλογα τα οποία οι εμπορικές τράπεζες είχαν αγοράσει και κρατούσαν στο χαρτοφυλάκιο τους θα μπορούσαν να αποτιμώνται στο κόστος αγοράς τους, αν τα ομόλογα ήταν επενδυτικού βαθμού (investment grade), αλλά θα έπρεπε να φέρουν σήμανση στην αγορά εάν τα ομόλογα ήταν κερδοσκοπικού χαρακτήρα (non investment grade). Ωστόσο, η μεγάλη αλλαγή συνέβη το 1936, όταν οι ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές είπαν ότι οι ελεγχόμενες τράπεζες τους, που αγόραζαν και διακρατούσαν ομόλογα, τα ομόλογα αυτά δεν θα μπορούσαν να ήταν κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Δηλαδή, τα ομόλογα θα μπορούσαν να είναι μόνο επενδυτικού βαθμού (investment grade). Αυτοί οι προσδιορισμοί μέχρι τη δεκαετία του 1930 θα γίνονταν από τους αναγνωρισμένους οίκους Moody's, Poor's, Standard και Fitch.

Είναι εύκολο να καταλάβουμε γιατί οι ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές είχαν καταλήξει στην απόφαση αυτή, όπως αναφέρεται απ τον White L. (2013). Μια κεντρική ρυθμιστική λειτουργία της ρύθμισης των τραπεζών είναι η «προληπτική ρύθμιση» η προσπάθεια για να κρατήσει τη φερεγγυότητα τραπεζών. Εάν οι τράπεζες επενδύουν σε ομόλογα, με βάση την προληπτική ρυθμιστική αρχή, θα θέλουν να είναι σε "ασφαλή" ομόλογα, αντί για "κερδοσκοπικά" (δηλαδή, υψηλού κινδύνου) ομόλογα.

Ωστόσο, αυτή η κανονιστική αλλαγή ήταν ένα ορόσημο για τον ακόλουθο λόγο: Πριν από αυτή την αλλαγή απ τις ρυθμιστικές αρχές, η χρήση αξιολογήσεων εκ μέρους των επενδυτών ομολογιών ήταν εξ ολοκλήρου σε εθελοντική θέμα. Δεν υπήρχε η υποχρέωση για οποιονδήποτε επενδυτή να χρησιμοποιεί τις αξιολογήσεις για επενδύσεις σε ομολογίες. Οι οίκοι αξιολογήσεις - ειδικά οι τέσσερις (λίγο πριν γίνουν τρεις με την συγχώνευση που προαναφέρθηκε της Standard και Poor's), είχαν ένα εξασφαλισμένο κοινό για τις αξιολογήσεις τους. Και επειδή οι εμπορικές τράπεζες ήταν οι κύριοι συμμετέχοντες στις αγορές ομολόγων, οι υπόλοιποι συμμετέχοντες - ακόμη και αν έκαναν τη δική τους ανάλυση - θα ήθελαν να γνωρίζουν τα επίπεδα των αξιολογήσεων των οίκων. Κατά συνέπεια, η αγορά για τις

αξιολογήσεις αυτών των οίκων αξιολόγησης, ήταν ακόμη πιο ευρεία από ό,τι μόνο με τις τράπεζες.

Σημειώνουμε, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, αυτή η αλλαγή σημαίνει ότι οι ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές των τραπεζών είχαν ουσιαστικά εξουσιοδοτήσει ή είχαν δώσει μία «εξωτερική ανάθεση» σε τρίτους ιδιωτικούς φορείς την απόφαση, ως προς το τι συνιστά ασφαλή ομόλογα. Κατ' επέκταση, οι αποφάσεις αυτές έδωσαν αναπόφευκτα «δύναμη» στους οίκους αξιολόγησης.

Ο ρόλος των οίκων περιορίστηκε στην περίοδο μετά το Δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο με δεδομένη την οικονομική σταθερότητα στις ΗΠΑ, (οικονομική ανάπτυξη διακοπόμενη από απουσία πτωχεύσεων, σε τέτοιο βαθμό όπου εύκολα θα μπορούσε κανείς να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι δεν υφίσταται πρόβλημα ποιότητας και κατά συνέπεια, αξιολόγησης. Οι οίκοι καθίσταται πλέον δευτερεύουσας σημασίας περιορίζοντας μάλιστα, όπως αναφέρεται, κατά τον Sylla R. (2001) και τον αριθμό των απασχολούμενων αναλυτών, βλέποντας τα κέρδη τους να συρρικνώνονται. Η κατάσταση όμως αλλάζει στις αρχές τις δεκαετίας του 70 όπου το σύστημα Bretton Woods καταρρέει δίνοντας μία νέα ευκαιρία στους οίκους αξιολόγησης.

Στα μέσα της δεκαετίας το 1970 και συγκεκριμένα το 1974 οι ρυθμιστικές αρχές των Ηνωμένων πολιτειών, χρησιμοποίησαν και πάλι τις αξιολογήσεις των οίκων για να ορίσουν τα συνταξιοδοτικά προγράμματα, Employee Retirement Income Security Act (ERISA). Μια σημαντική ενίσχυση της δράσης των οίκων αξιολόγησης σημειώθηκε και το 1975: Στο πλαίσιο της αναθεώρησης του κανόνα της «net capital» για χρηματιστές-διαπραγματευτές, κατ' ουσία, της προληπτικής εποπτείας των επιχειρήσεων αυτών όπου η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission - SEC) αποφάσισε τα επίπεδα των κεφαλαίων να είναι συνάρτηση της επικινδυνότητας των ομολόγων που οι επιχειρήσεις διακρατούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους και πάλι όπως και οι ρυθμιστικές αρχές του κράτους, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφάσισε να χρησιμοποιήσει τους οίκους αξιολόγησης σχετικά με τις αξιολογήσεις τους για το βαθμό επικινδυνότητας των εν λόγω ομολόγων. Ωστόσο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανησυχούσε για μία πιθανή ασάφεια σχετικά με τις αξιολογήσεις και τον αντίστοιχο προσδιορισμό των κεφαλαίων που απαιτούνταν.

Απόρροια αυτής της ανησυχίας προέκυψε η δημιουργία απ την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), της πιστοποίησης των Εθνικά Αναγνωρισμένων Οργανισμών Στατιστικής Αξιολόγησης «National Recognized Statistical Rating Organization» (NRSRO), όπου οι αξιολογήσεις των οίκων που θα χρησιμοποιούνταν για τον

προσδιορισμό των αναγκαίων κεφαλαίων τους. Άμεσα πιστοποιήθηκαν η Moody's, η Standard & Poor's και η Fitch ως NRSROs. Στη συνέχεια, οι τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες και οι ρυθμιστές των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ενέκριναν την κατηγορία NRSRO.

Κατά τη διάρκεια των 25 χρόνων που ακολούθησαν απ τη δημιουργία της κατηγορίας NRSRO το 1975, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών (SEC), πιστοποίησε μόνο τέσσερις επιπλέον οίκους ως NRSROs. Στην ουσία, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά κάποιο τρόπο είχε γίνει ένα σοβαρό εμπόδιο στην είσοδο επιχειρήσεων που ενδιαφερόντουσαν να παρέχουν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας δεδομένου ότι χωρίς αυτήν την πιστοποίηση δε θα μπορούσαν να ελκύσουν τους θεσμικούς επενδυτές. Απόρροια αυτής της πρακτικής ήταν και οι συγχωνεύσεις των νεοεισερχομένων και των εταιριών που υπήρχαν έτσι στο τέλος του 2000 ήταν και πάλι τρεις Moody's, Standard & Poor's και Fitch.

Αξίζει να σημειωθεί ότι 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. Αφορμή στάθηκε η πτώχευση της εταιρείας Penn Central το 1970, όπου πολλοί εκδότες - φοβούμενοι ότι οι επενδυτές θα πωλούσαν τα χρεόγραφα των εταιριών τους ή θα αρνούνταν να τους επαναχρηματοδοτήσουν, έσπευσαν στους οίκους αξιολόγησης, ζητώντας πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Με την αύξηση της ζήτησης των υπηρεσιών τους, οι οίκοι αξιολόγησης ξεκίνησαν την πρακτική χρέωσης των εκδοτών η οποία συνεχίζεται μέχρι και σήμερα.

Η δεκαετία του 90 που ακολούθησε ήταν μία ακόμα περίοδος ακμής. Η παγκοσμιοποίηση και η απελευθέρωση των ορών 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 μία αναδιοργάνωση των παγκόσμιων πηγών κεφαλαίου. Όλο και περισσότερα κράτη και ιδιωτικές επιχειρήσεις από κάθε γωνιά του πλανήτη εμφανίζονται ως εκδότες ομολόγων. Διεθνείς οργανισμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο αναλαμβάνουν την διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας, δημιουργώντας ένα κλίμα εμπιστοσύνης προς τους επενδυτές.

Γενικά η φήμη των οίκων αξιολόγησης ήταν πλέον τόσο ισχυροί όπου σύμφωνα με τον Friedhman T. (1996), "Υπάρχουν δύο υπερδυνάμεις στον κόσμο σήμερα κατά τη γνώμη μου. Υπάρχουν οι Ηνωμένες Πολιτείες και υπάρχει και η Moody's Bond

Rating Service. Οι Ηνωμένες Πολιτείες μπορεί να σας καταστρέψουν με βόμβες και η Moody's μπορεί να σας καταστρέψει υποβαθμίζοντας τα ομόλογα. Και πιστέψτε με , δεν είναι σαφές ποιος είναι μερικές φορές πιο ισχυρό."

Με αφορμή την πτώχευση της Enron Corp. το Νοέμβριο του 2001 εστιάστηκε έντονα η προσοχή των μέσων ενημέρωσης, αφενός λόγω του μεγέθους της εν λόγω εταιρίας και αφετέρου επειδή η εταιρεία είχε διακριθεί πριν από την πτώχευση της. Και αυτό που χρήζει προσοχής, είναι ότι ομόλογα της Enron είχαν υψηλή αξιολόγηση, είχαν αξιολογηθεί ως επενδυτικού βαθμού (investment grade) από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης μέχρι και πέντε ημέρες πριν από την πτώχευση.

Αυτό το γεγονός οδήγησε τελικά σε ακρόαση τους οίκους αξιολόγησης στο Κογκρέσο, για να απαντήσουν στο ερώτημα γιατί άργησαν να διαπιστώσουν την κακή οικονομική κατάσταση της Enron Corp. Παράλληλα ρωτήθηκε και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) σχετικά με το σύστημα NRSRO, και γιατί υπήρχαν μόνο τρεις πιστοποιημένοι NRSROs.

Νιώθοντας την πίεση του Κογκρέσου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) πιστοποιεί μια τέταρτη NRSRO το 2003 (DBRS) και ένα πέμπτο το 2005 (AM Best). Εν συνεχεία το Κογκρέσο καθ ότι δυσαρεστημένο με τις αδιαφανείς κινήσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ψήφισε (και ο Πρόεδρος Μπους υπέγραψε) το μεταρρυθμιστικό νόμο «Credit Rating Agency Perform Act (CRARA)» το 2006 με σκοπό να αρθεί η αδιαφάνεια στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να μην είναι ένα εμπόδιο για την είσοδο νέων επιχειρήσεων που θέλουν να λάβουν πιστοποίηση NRSRO για τις αξιολογήσεις τους.

Ο νόμος καθόρισε τα κριτήρια που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) θα πρέπει να χρησιμοποιεί κατά τον ορισμό νέων NRSROs, επέμεινε σχετικά με τη διαφάνεια και τη δέουσα διαδικασία στις αποφάσεις πιστοποίησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC), με εξουσίες συλλογής πληροφοριών και περιορισμένες εξουσίες εποπτείας έναντι των οίκων που ελάμβαναν την πιστοποίηση NRSRO. Επιπλέον απαγορευόταν ρητά στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) να επηρεάζουν τις αξιολογήσεις ή τα επιχειρηματικά μοντέλα των NRSROs. Σε απάντηση, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πιστοποιεί τρεις επιπλέον NRSROs το 2007 (ένας από τα οποίους αποσύρθηκε από NRSRO το 2011) , δύο ακόμα το 2008 και άλλη μία το 2012. Έτσι, από τις αρχές του 2013, υπάρχουν δέκα NRSROs.

Τέλος, ένα μεγάλο μέρος των συμμετεχόντων στις αγορές θεωρούν ότι η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στους οίκους

αξιολόγησης, το οποίο αναλύεται σε επόμενα κεφάλαια. Η λανθασμένη πιστοληπτική διαβάθμιση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων επί των στεγαστικών δανείων από τους οίκους ώθησε αρκετούς επενδυτές να αγοράσουν χρεόγραφα που προσέφεραν ελκυστικές αποδόσεις αλλά έκρυβαν κινδύνους που δεν είχαν αξιολογηθεί σωστά. Η αξιοπιστία των οίκων και η εμπιστοσύνη στην ικανότητα τους να αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο των εταιρειών και των χρεογράφων που εξέδιδαν.

Απόρροια των προαναφερθέντων, την 1^η Ιανουαρίου του 2011, (ESMA 2013), έχουμε τη δημιουργία μιας ανεξάρτητης Αρχής της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority), ESMA, με έδρα το Παρίσι, με σκοπό να συνεισφέρει στην διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης διασφαλίζοντας την ακεραιότητα, την διαφάνεια, την αποτελεσματικότητα και την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρεογράφων, καθώς και ενισχύοντας την προστασία των επενδυτών. Έχοντας ουσιαστικά έναν αποκλειστικό εποπτικό ρόλο των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, σχετικά με τη συμμόρφωση τους, με τους κανόνες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στο τέλος του 2012 είχε προχωρήσει σε αναγνώριση 20 συνολικά οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

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 τη δική του ξεχωριστή πορεία και συμβολή σε αυτή τη βιομηχανία αξιολογήσεων όπως παρουσιάζεται στην επόμενη ενότητα.

1.4 Παρουσίαση των σημαντικότερων Οίκων Αξιολόγησης

1.4.1 Moody's Investors Service

Η Moody's Investors Service αποτελεί ουσιαστικό στοιχείο των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών, παρέχοντας αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, έρευνες, εργαλεία και αναλύσεις που συμβάλλουν στη διαφάνεια χρηματοπιστωτικών αγορών. Η Moody's Corporation (NYSE: MCO), με έτος ίδρυσης το 1909 όπως έχει ήδη προαναφερθεί, είναι η μητρική εταιρεία της Moody's Investors Service, η οποία παρέχει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, και της Moody's Analytics, η οποία

προσφέρει λογισμικό αιχμής, συμβουλευτικές υπηρεσίες και την έρευνα για την οικονομική και πιστωτική ανάλυση και οικονομική διαχείριση του κινδύνου.

Ο οίκος Moody's είναι μια διεθνής εταιρεία διαθέτοντας γραφεία σε 31 χώρες όπως η Ιταλία, το Ισραήλ, το Μεξικό, η Ελβετία, η Ισπανία η Κίνα κ.α και παρέχει αξιολογήσεις για τους εκδότες που βρίσκονται σε 110 χώρες. Ενώ απασχολεί σήμερα 8.400 άτομα σε όλο τον κόσμο. Το 1975, η Moody's κάλυπτε μόλις τρεις χώρες με τις βαθμολογήσεις της, το 1990 έφτασε τις 33 και σήμερα πλέον στις 110.

Η κύρια αποστολή της Moody's Investors Service (MIS) είναι η βελτίωση της αποτελεσματικότητας των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών, παρέχοντας προβλέψεις, δεδομένα και σχετική έρευνα και υψηλής ποιότητας απόψεις βαθμολογίας. Η MIS επιδιώκει την επίτευξη αυτής της αποστολής μέσω του διορατικής, ανεξάρτητης, αυστηρής, διαφανής και έγκαιρης αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των χρεογράφων και των μέσων που πωλούνται και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις αγορές κεφαλαίου .

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, με τη δημοσίευση της έρευνας και τα στοιχεία, έχουν σχεδιαστεί για να βοηθήσει στη μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης στους επενδυτές σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που φέρουν τα χρεόγραφα. Η Moody's Investors Service (MIS) κατά το 2012 προχώρησε σε αξιολογήσεις υποχρεώσεων που καλύπτουν περισσότερες από 110 χώρες και περίπου 10.000 εταιρικούς εκδότες, 22.000 εκδότες των δημοσίου και 82.000 δομημένων χρηματοδοτικών υποχρεώσεων (structured finance obligations).

Κατά το 2011, σχεδόν το 70% των εσόδων της προέρχεται από αξιολογήσεις. Κατά το ημερολογιακό έτος 2011, η Moody's είχε συνολικές πωλήσεις ύψους 2,3 δισ. δολαρίων, τα περιουσιακά στοιχεία ύψους 2,9 δισ. δολαρίων, και τα κέρδη ύψους 0,9 δισ. δολαρίων ενώ αριθμούσε περίπου 6.500 εργαζόμενους. Το 2011 το 56% των εσόδων από τη βαθμολογία της προήλθε από αξιολογήσεις των εκδοτών στις ΗΠΑ ενώ το υπόλοιπο 44 % προήλθε από αξιολογήσεις εκδοτών που βρίσκονταν έξω από τις ΗΠΑ.

Σύμφωνα με το ρυθμιστικό πλαίσιο που δημιουργήθηκε απ την Credit Rating Agency Perform Art (CRARA) το 2006, απαιτείται απ τους πιστοποιημένους οίκους αξιολόγησης ένα αρχείο δεδομένων προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) που να περιγράφει συγκεκριμένα τις παγκόσμιες δραστηριότητές σχετικά με τις αξιολογήσεις που παρείχε.

Πίνακας 1.1
Οι αριθμοί των NRSRO οίκων αξιολόγησης, 2011

NRSRO	Issuers of					Total Ratings	Credit Analysts	Credit Analyst Supervisors
	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government Securities			
A.M. Best	N/R	4,826	1,910	56	N/R	6,792	82	41
DBRS	21,695	151	4,037	9,889	15,798	51,570	84	34
Egan-Jones	101	51	962	13	9	1,136	2	3
Fitch	54,586	4,010	14,427	58,315	217,198	348,536	758	338
HR Ratings	N/A	N/A	N/A	N/A	58	58	19	8
JCR	163	27	478	N/R	54	722	24	33
Kroll	16,127	52	1,001	40	58	17,278	22	6
Moody's	56,486	3,953	30,439	93,913	814,087	998,878	1,124	128
Morningstar	N/R	N/R	N/R	16,070	N/R	16,070	26	10
S&P	60,700	7,800	45,400	108,400	948,300	1,170,600	1,172	244
Total	209,858	20,870	98,654	286,696	1,995,562	2,611,640	3,313	845

Πηγή: USSEC

Ο Πίνακας 1.1 παρουσιάζει τα σχετικά στοιχεία τόσο για τη Moodys όσο και για τους άλλους πιστοποιημένους (NRSRO's) οίκους για το 2011. Όπως παρατηρούμε, η Moody's διατήρησε αξιολογήσεις για σχεδόν ένα εκατομμύριο εκδόσεις ομολόγων το 2011, ενώ αριθμεί περίπου 1250 αναλυτές και επόπτες. Μεταξύ των λόγων για τους οποίους η αναλογία των ομολογιακών εκδόσεων και του προσωπικού μπορεί να είναι τόσο υψηλή είναι ότι ορισμένοι εκδότες - όπως οι κυβερνήσεις - έχουν εκδώσει πολλές διαφορετικές σειρές ομολόγων αλλά η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι απαραίτητη για τον εκδότη, έτσι ώστε η εσωτερική αξιολόγηση που καλύπτει πολλαπλές εκδόσεις .

Πίνακας 1.2
Οικονομική ανασκόπηση της Moody's Corporation

Amounts in millions except per share data	2012	2011	2010	2009	2008
OPERATIONS					
<i>U.S. GAAP Measures</i>					
Revenue	\$ 2,730.3	\$ 2,280.7	\$ 2,032.0	\$ 1,797.2	\$ 1,755.4
Operating Income	\$ 1,077.4	\$ 888.4	\$ 772.8	\$ 687.5	\$ 748.2
Operating Margin	39.5%	39.0%	38.0%	38.3%	42.6%
Net Income Attributable to Moody's	\$ 690.0	\$ 571.4	\$ 507.8	\$ 402.0	\$ 457.6
Diluted EPS	\$ 3.05	\$ 2.49	\$ 2.15	\$ 1.69	\$ 1.87

Πηγή: Moody's Annual report 2012

Στον Πίνακα 1.2, παρατηρείται ότι τα έσοδα της Moody's, της μητρικής εταιρίας, παρουσιάζουν συνεχιζόμενη αύξηση μέσα στην τελευταία πενταετία παρ ότι στην σκιά της χρηματοπιστωτικής κρίσης και τους προβληματισμούς που διατυπώθηκαν σε διεθνές επίπεδο σχετικά με την αξιοπιστία και τον ρόλο που είχαν οι οίκοι αξιολόγησης στην πρόσφατη κρίση. Τα συνολικά έσοδα το 2012 ήταν 2,73 δις δολ. αυξημένα κατά 18% σε σχέση με το 2011. Τα καθαρά έσοδα διαμορφώθηκαν σε 690 εκατ. ευρώ. Επίσης τα απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή στη διάρκεια της πενταετίας, παρουσιάζουν αυξητική τάση ενώ το 2012 είναι αυξημένα κατά 22% σε σχέση με το 2011. Ενώ αντίστοιχη αύξηση παρουσιάζουν και οι υπόλοιποι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες.

Η Moody's Investor Service είχε συνολικά έσοδα 1,88 δις δολ. αυξημένα κατά 318 εκατ. δολ. ή 20% σε σχέση με το 2011 ενώ τα καθαρά κέρδη διαμορφώθηκαν στα 946,9 εκατ. δολ. αυξημένα κατά 25% σε σχέση με το προηγούμενο έτος και μάλιστα όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στην ετήσια έκθεση της Moody's Corporation, τα αποτελέσματα ήταν καλύτερα του αναμενομένου, δεδομένου ότι υπήρξε υπέρβαση των στόχων και υπάρχουν όλες οι προοπτικές για μία βιώσιμη ανάπτυξη και το επόμενο έτος.

Διάγραμμα 1.1

Η μέση τιμή της μετοχής της Moody's Corporation (MCO) την περίοδο 2005-2013



Πηγή: <http://www.gr.investing.com>

Αντίθετα όπως φαίνεται στο ακόλουθο Διάγραμμα 1.1 η μέση τιμή της μετοχής της Moody's Corporation παρουσίασε σημαντική κάμψη την περίοδο απ το 2007 έως και στις αρχές του 2011. Μάλιστα κατά τον Ιανουάριο του 2009, η μετοχή έφτασε

στο χαμηλό επίπεδο των 18,95 δολ. Απ' το 2011 και μετά η τιμή της μετοχής ακολουθεί ανοδική πορεία και έχει φτάσει πλέον σε επίπεδα προ κρίσης. περίπου στα 80 δολ.

Διάγραμμα 1.2
Revenue By Business Line



Πηγή: Moody's Annual report 2012

Στο σημείο αυτό, έχει ενδιαφέρον να δούμε τη δομή των εσόδων της Moody's Investon Service ανάλογα με τον τύπο των επιχειρήσεων. Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 1.2 τα έσοδα από τις αξιολογήσεις των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων παραμένουν σχεδόν σταθερά ως προς το ποσοστό των συνολικών εσόδων καθ όλη την πενταετία όπως αντίστοιχα χωρίς αξιόλογες μεταβολές για ομόλογα του Δημοσίου. Ωστόσο, αυτό που ξεχωρίζει είναι η αλματώδη αύξηση των εσόδων από την αξιολόγηση των εταιρικών ομολόγων, όπου σε σχέση με το 2008 έχουν σχεδόν διπλασιαστεί.

Τέλος, το 59% τα συνολικά έσοδα ύψους 1,88 δις. δολ. για τη Moody's Investor Service προέρχεται απ τις αξιολογήσεις των εκδοτών στις ΗΠΑ ενώ το υπόλοιπο 41% προήλθε από αξιολογήσεις εκδοτών που βρίσκονταν έξω από τις ΗΠΑ. Τα έσοδα απ τις αξιολογήσεις των εκδοτών απ τις ΗΠΑ είναι αυξημένα κατά 27% ενώ για τις αξιολογήσεις εκδοτών εκτός των ΗΠΑ αυξήθηκαν κατά 12%.

1.4.2 Standard & Poor's Investors Service

Η εταιρεία Standard and Poor's διαθέτει ιστορία περισσότερη των εκατό πενήντα ετών, όταν το 1860 ο Henry Varnum Poor εξέδωσε το εγχειρίδιο "History of

Railroad and Canals of United States”, θέτοντας τα θεμέλια της βιομηχανίας των πληροφοριών. Το 1906 ιδρύθηκε η εταιρεία Standard Statistics με κύριο σκοπό την παροχή οικονομικών στοιχείων που αφορούσαν αποκλειστικά αμερικάνικες εταιρείες. Το 1916 η Poor’s Publishing Company ξεκίνησε τον προσδιορισμό και τη δημοσιοποίηση χρεών εταιρικών ομολόγων και λίγο αργότερα αξιολογήσεις των χρεών για τα κράτη (sovereign debt rating). Το 1941 οι δύο προαναφερθείσες εταιρείες συγχωνεύονται δημιουργώντας τη Standard & Poor’s. Το 1966 η Standard & Poor’s πέρασε στην ιδιοκτησία της McGraw-Hill.

Η Standard & Poor’s, παρέχει ένα ευρύ φάσμα πληροφοριών στους επενδυτές σχετιζόμενες με τον πιστωτικό κίνδυνο, τους χρηματιστηριακούς δείκτες και τις επενδύσεις στις κεφαλαιαγορές. Έχει μία ισχυρή παρουσία και στο χρηματιστήριο, παρέχει υπηρεσίες στους τομείς της επενδυτικής έρευνας, διαμορφώνει χρηματιστηριακούς δείκτες (ο δείκτης S&P 500 στο αμερικάνικο χρηματιστήριο και ο δείκτης S&P 1200 για τις διεθνείς αγορές, με κεφάλαια που ξεπερνούν τα 1,5 τρις δολ¹ να είναι στενά συνδεδεμένα με την πορεία αυτών των δεικτών και χαρτοφυλάκια που ξεπερνούν τα 5 τρις δολάρια των οποίων η απόδοση συγκρίνεται με αυτούς τους δείκτες).

Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης S&P 500, αποτελεί δείκτη βάρομετρο για τις αγορές των NYSE και NASDAQ, ο οποίος περιλαμβάνει 500 επιλεγμένες μετοχές με βάση το μέγεθος της αγοράς, τη ρευστότητα και τον κλάδο δραστηριότητας και φανερώνει τα χαρακτηριστικά ρίσκου/απόδοσης των εταιρειών αυτών, που διαπραγματεύονται στις αγορές των ΗΠΑ. Σήμερα απασχολεί πάνω από 10.000 εργαζόμενους και έχει γραφεία σε περισσότερες από 23 χώρες. Τα συνολικά έσοδά της διαμορφώθηκαν κατά το 2008 σε 2 δις. δολ. και με λειτουργικό της όφελος 849 εκατομμύρια δολ.²

Καθ ότι οι δραστηριότητες της Standard & Poor’s ενσωματώνονται στην πολύ μεγαλύτερη εταιρική δομή της McGraw-Hill, υπάρχουν αρκετά λιγότερες οικονομικές πληροφορίες διαθέσιμες ως αυτόνομη μονάδα. Το 2011, η Standard & Poor’s είχε συνολικά έσοδα ύψους 1,8 δις δολαρίων, όπου το 51,5% προέρχονταν από αμερικανικές πηγές ενώ το υπόλοιπο προήλθε από το εξωτερικό. Από τον πίνακα 1.1, που αναφέρθηκε λίγο πιο πάνω και περιλαμβάνει όλους τους οίκους αξιολογήσεις που διαθέτουν πιστοποίηση NRSRO, παρατηρούμε ότι τα μεγέθη είναι

¹ <http://finance.in.gr>

² <http://www.standardandpoors.com>

ανάλογα με αυτά της Moody's. Το 2009 πούλησε συνολικά 850.000 πιστοληπτικές αξιολογήσεις, το 2011 πούλησε κάτι παραπάνω από ένα εκατομμύριο. Το 2013 αξιολόγησε περί τα 6,6 τρισεκατομμύρια δολάρια νέο χρέος και είναι επίσης χαρακτηριστικό την τελευταία πενταετία, ομόλογα εταιρειών που είχαν αξιολογηθεί ως επενδυτικού βαθμού (investment grade) μόλις το 1% πτώχευσαν.

Πίνακας 1.3
Οικονομική ανασκόπηση Standard & Poor's 2012

(in millions)	Years ended December 31,			% Change	
	2012	2011	2010	'12 vs '11	'11 vs '10
Revenue:					
Transaction	\$ 903	\$ 651	\$ 662	39%	(2)%
Non-transaction	1,131	1,116	1,033	1%	8%
Total revenue	\$2,034	\$1,767	\$1,695	15%	4%
% of total revenue:					
Transaction	44%	37%	39%		
Non-transaction	56%	63%	61%		
Domestic revenue	\$1,102	\$ 910	\$ 919	21%	(1)%
International revenue	\$ 932	\$ 857	\$ 776	9%	10%
Operating profit	\$ 849	\$ 720	\$ 762	18%	(6)%
% Operating margin	42%	41%	45%		

Πηγή: McGraw-Hill, annual report

Όπως παρατηρούμε και απ τον ως άνω Πίνακα 1.3, η Standard & Poor's κατά το έτος 2012 είχε συνολικά έσοδα περί τα 2 δις δολ. Όπου το 54% των εσόδων της προήλθε από εγχώριες αξιολογήσεις ενώ το υπόλοιπο 46% προήλθε από αξιολογήσεις εξωτερικού. Τα έσοδα της είναι αυξημένα κατά 39% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Εν αντιθέσει με το 2011 όπου σε σχέση με το 2010 είχε μείωση 2%. Αντίστοιχα, τα λειτουργικά κέρδη αυξήθηκαν κατά 18%.

Πίνακας 1.4

Οικονομική ανασκόπηση McGraw-Hill

YEARS ENDED DECEMBER 31 (IN MILLIONS, EXCEPT PER SHARE DATA) ^(a)	2012	2011	% CHANGE
Revenue	\$4,450	\$3,954	13
Dividends per common share	\$3.52	\$1.00	252
Total assets	\$7,052	\$6,620	7
Capital expenditures	97	92	5
Total debt	1,256	1,198	5
Equity (including redeemable noncontrolling interest)	1,650	1,584	4

Πηγή: McGraw –Hill, annual report 2012

Σε επίπεδο ομίλου, όπως αποτυπώνεται στον ως άνω Πίνακα 1.4, το 2012 ο κύκλος εργασιών διαμορφώθηκε στα 4,45 δις. δολάρια, αυξημένα κατά 13% σε σχέση με το 2011 ενώ τα κέρδη αυξήθηκαν κατά 4%, σε 1,65 δις δολ. Στο συγκεκριμένο έτος καταγράφεται η σύναψη συμφωνίας για την πώληση της McGraw-Hill Education στην Apollo Global Management που ολοκληρώθηκε τον Μάιο του 2013. Παράλληλα, όπως αναφέρεται στην ετήσια έκθεση, επετεύχθη μείωση του κόστους κατά 175 εκατ. δολ. έναντι πρόβλεψης για μείωση 100 εκατ. δολ. Τέλος το προσωπικό του ομίλου ανέρχεται σε περίπου 17.000 εργαζόμενους.

1.4.3 Fitch Rating

Η Fitch Rating είναι ο τρίτος μεγαλύτερος οίκος χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης, χωρίς όμως να έχει τον τζίρο και την επιρροή των Moody's και Standard & Poor's. Ανήκει στον όμιλο Fitch Group. Ιδρύθηκε στη Νέα Υόρκη στις 24 Δεκεμβρίου 1913 από τον Τζον Νόουλς Φιτς (1880-1943), απόφοιτο του Πανεπιστημίου Κολούμπια. Ο Τζον Φιτς ίδρυσε τον εκδοτικό οίκο Fitch Publishing Company και ειδικεύτηκε στην έκδοση οικονομικών βιβλίων και στατιστικών. Το 1924 ήταν η πρώτη εταιρία που εισήγαγε τη γνωστή κλίμακα αξιολόγησης AAA-D.

Αναγνωρίστηκε το 1975 απ την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission SEC) ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής και αξιολόγησης (National Recognized Statistical Rating Organization) όπως και οι Moody's και Standard & Poor's. Απ τα τέλη της δεκαετίας του 80 γνωρίζει μία σημαντική ανάπτυξη που απορρέει απ την αναδιοργάνωση των κεφαλαίων της και την αλλαγή της διαχειριστικής ομάδας. Στη δεκαετία του 90

επεκτείνεται στην περιοχή των structured finance, παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα, πλήρεις ερμηνείες πολύπλοκων πιστώσεων και αυστηρότερη παρακολούθηση.

Το Δεκέμβριο του 1997 η Fitch συγχωνεύτηκε με την IBCA Limited, (International Bank Credit Analyst), μία μικρή εταιρία αξιολόγησης με έδρα το Λονδίνο, αυξάνοντας σημαντικά την παρουσία της διεθνώς στην αξιολόγηση των τραπεζών, των κρατών και των οικονομικών οργανισμών. Μέσω της συγχώνευσης με την IBCA η Fitch περιήλθε στην ιδιοκτησία της γαλλικής Fimalac SA ή Finance Marc de Lacharriere η οποία το 1992 είχε εξαγοράσει την IBCA. Τον Απρίλιο του 2000 εξαγόρασε και την αμερικανική εταιρεία χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης Duff & Phelps Credit Rating Co. Ενώ λίγους μήνες αργότερα ολοκλήρωσε και την εξαγορά της Thomson BankWatch, εταιρεία αξιολόγησης τραπεζών.

Η Fimalac κατείχε ποσοστό 60% ενώ το υπόλοιπο 40% κατείχε η Hearst Corporation με έδρα τη Νέα Υόρκη. Ιδιοκτήτης της Fimalac είναι ο γάλλος επιχειρηματίας Mark Ladreit de Lacharriere, ο οποίος είναι ο χιλιοστός ογδοηκοστός όγδοος πλουσιότερος άνθρωπος στον κόσμο. Είναι κάτοχος του 73,6% των μετοχών (ή ασκεί δικαιώματα για το 87% των μετοχών) της εταιρείας Fimalac. Η Fimalac ή Finance Marc de Lacharriere είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Παρισιού με χρηματιστηριακή αξία περίπου 740 εκατ. ευρώ. Τον Σεπτέμβριο του 2011, η Fitch Group ανακοίνωσε την πώληση λογισμικού ανάλυσης κινδύνου στην για 387 εκατ. δολ. Η συμφωνία έκλεισε τον Οκτώβριο του 2011. Τον Απρίλιο του 2012 η Fimalac πούλησε το 10% των μετοχών της στην Hearst Corporation³.

Απασχολεί 2100 εργαζόμενους και έχει γραφεία σε 49 χώρες. Η παρουσία της επεκτείνεται στις κεφαλαιαγορές 150 χωρών. Ενώ οι δραστηριότητες της εκτός της αξιολόγησης περιλαμβάνουν την παροχή στοιχείων, αναλύσεων και άλλων συναφών εργασιών, ενώ σημαντική είναι και η παροχή λύσεων στην διαχείριση κινδύνου.

Όπως ισχύει και για τη Standard & Poor's Ratings, υπάρχει μικρή οικονομική πληροφόρηση και για τη Fitch Ratings, ως ανεξάρτητο φορέα. Το 2011 είχε κύκλο εργασιών 732 εκατομμύρια δολάρια. Η Fitch είναι κάπως πιο επικεντρωμένη σε διεθνές επίπεδο σε σχέση με τους άλλους δύο μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Για παράδειγμα, το 2010, μόνο το 41,9% προήλθε από πηγές της Βορείου Αμερικής. Επίσης, από τον Πίνακα 1.1, παρατηρούμε ότι η Fitch κατά το έτος 2011 προχώρησε

³ <http://en.wikipedia.org>

σε 348 χιλιάδες αξιολογήσεις, ενώ εύκολα μπορεί να διακρίνει κανείς και απ τα υπόλοιπα στοιχεία ότι είναι περίπου το ένα τρίτο του μεγέθους του Moody's ή της S&P's, με τη Fitch να έχει αντίστοιχα και ένα μικρότερο αριθμό χρηματοοικονομικών αναλυτών.

1.4.4 Οι υπόλοιποι Οίκοι Αξιολόγησης

Πίνακας 1.5
Οι πιστοποιημένοι Οίκοι Αξιολόγησης NRSRO

NRSRO	Current Registered Classes of Credit Ratings	
A.M. Best	<ul style="list-style-type: none"> • Insurance companies • Corporate issuers • Issuers of asset-backed securities 	
DBRS	<ul style="list-style-type: none"> • Financial institutions • Insurance companies • Corporate issuers 	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of asset-backed securities • Issuers of government securities
EJR	<ul style="list-style-type: none"> • Financial institutions • Insurance companies • Corporate issuers 	
Fitch Ratings	<ul style="list-style-type: none"> • Financial institutions • Insurance companies • Corporate issuers 	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of asset-backed securities • Issuers of government securities
HR Ratings	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of government securities 	
JCR	<ul style="list-style-type: none"> • Financial institutions • Insurance companies • Corporate issuers 	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of government securities
Kroll	<ul style="list-style-type: none"> • Financial institutions • Insurance companies • Corporate issuers 	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of asset-backed securities • Issuers of government securities
Moody's	<ul style="list-style-type: none"> • Financial institutions • Insurance companies • Corporate issuers 	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of asset-backed securities • Issuers of government securities
Morningstar	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of asset-backed securities 	
S&P	<ul style="list-style-type: none"> • Financial institutions • Insurance companies • Corporate issuers 	<ul style="list-style-type: none"> • Issuers of asset-backed securities • Issuers of government securities

Πηγή: Report to Congress November 2013

Όπως φαίνεται και απ τον Πίνακα 1.5 υπάρχουν άλλοι επτά πιστοποιημένοι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι είναι σαφώς μικρότεροι από τη Moody's, τη Standard & Poor's και τη Fitch. Το μερίδιό τους στο σύνολο των αξιολογήσεων θεωρείται,

αντιπροσωπεύει μόνο το 3,5 % της αγοράς. Την ίδια στιγμή όπου η Moody's με τη Standard & Poor's κατέχουν η κάθε μία το 40% και η Fitch το 15%.

Ο οίκος Dominion Bond Rating Services (DBRS) κατέχει περίπου το μισό απ το 3,5%. Ναι μεν πρόκειται για μικρό ποσοστό, αλλά είναι μεγάλο αν το εξετάσει κανείς υπό το πρίσμα του μεριδίου της αγοράς που απομένει στους μικρότερους οίκους αξιολόγησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μικρότεροι οίκοι αξιολόγησης έχουν χαμηλή συμμετοχή στις μεγάλες σε μέγεθος κατηγορίες των κρατικών ομολόγων και των ομολόγων με εμπράγματα εγγυήσεις. Οι μικρότεροι οίκοι αξιολόγησης εστιάζονται σε αξιολογήσεις για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (Financial institutions), ασφαλιστικές εταιρείες (Insurance companies) και σε εκδότες εταιρικών ομολόγων (Corporate issuers).

Μερικά αξιοσημείωτα χαρακτηριστικά για τους επτά μικρότερους οίκους αξιολόγησης :

- A.M. Best Company, Inc τείνει να ειδικευτεί στην βαθμολογία ασφαλιστικών εταιρειών.
- Dominion Bond Rating Services Inc. (DBRS) είναι οίκος αξιολόγησης με έδρα τον Καναδά.
- Egan – Jones, είναι ο μοναδικός οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που έχει διατηρήσει ένα επιχειρηματικό μοντέλο που βασίζεται σε χρέωση μόνο των επενδυτών (συνδρομητών) για τις αξιολογήσεις που εκδίδει. Όλοι οι άλλοι πιστοποιημένοι οίκοι αξιολόγησης πληρώνονται από τους εκδότες των ομολόγων.
- HR Ratings de Mexico, είναι ένας οίκος αξιολόγησης με έδρα το Μεξικό είναι ο πιο πρόσφατα πιστοποιημένος ως NSRSRO οίκος αξιολόγησης απ την Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) το Νοέμβριο του 2012.
- Japan Credit Rating Agency, Ltd (JCR), με έδρα την Ιαπωνία
- Kroll Bond Rating Agency, Inc , έλαβε την πιστοποίηση NRSRO το 2010
- Morningstar Credit Ratings, LLC, ο οποίος είναι περισσότερο γνωστός για τις εκτιμήσεις και αξιολογήσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, έγινε ένα πιστοποιημένο CRA εξαγοράζοντας έναν μικρό πιστοποιημένο οίκο αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Realpoint LLC) το 2010.

Τέλος να σημειώνουμε ότι υπάρχουν και άλλοι μικρότεροι οίκοι, οι οποίοι δεν έχουν λάβει πιστοποίηση NRSRO, δραστηριοποιούνται εκτός Η.Π.Α σε τοπικό επίπεδο. Και πιο συγκεκριμένα, στην Ινδία, την Ιαπωνία και τη Ν. Κορέα, τη Γερμανία, τη Σουηδία, τη Χιλή, τη Χιλή, την Κίνα, το Πακιστάν, τη Γαλλία, την Ιταλία, τη Ρωσία, την Κύπρο, τον Καναδά, την Αργεντινή, τη Βραζιλία, την Κολομβία, το Περού, τη Βενεζουέλα, το Ισραήλ, την Ινδονησία, τη Μαλαισία, την Ταϊβάν, το Μπαγκλαντές, την Αίγυπτο, την Τυνησία και τη Ν. Αφρική.

1.5 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στις αγορές κεφαλαίου

Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις βασικές λειτουργίες που εκτελούν οι οίκοι αξιολόγησης για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όπως χαρακτηριστικά επισημαίνεται σε έκθεση της Τράπεζας της Αγγλίας (2007):

Οι οίκοι αξιολόγησης (Credit Rating Agencies - RCA) μπορούν να περιορίσουν τη θεμελιώδη ασυμμετρία πληροφόρησης στις κεφαλαιαγορές μεταξύ των επενδυτών και των επιχειρήσεων που αναζητούν εξωτερική χρηματοδότηση. Αυτή η εγγενής ασυμμετρία μπορεί να αποτρέψει κάποιους επενδυτές από την παροχή χρηματοδότησης σε επιχειρήσεις, λόγω του κόστους για την απόκτηση των απαραίτητων πληροφοριών. Μια λεπτομερής ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου θα ήταν ανέφικτο για τους περισσότερους επενδυτές να την διενεργήσουν. Θα μπορούσε επίσης να είναι αναποτελεσματική, αν το μερίδιο του επενδυτή είναι μικρό σε σχέση με το συνολικό χαρτοφυλάκιο τους.

Η βαθμολογία από ένα ουδέτερο τρίτο μέρος μπορεί να επιτρέψει στους μικροεπενδυτές, οι οποίοι δεν μπορούσαν να αντέξουν οικονομικά να διεξάγουν τις δικές τους αξιολογήσεις κινδύνου, να εισέλθουν στην αγορά. Ως αποτέλεσμα, οι εξωτερικές αξιολογήσεις μπορεί βοηθήσουν ώστε μειωθεί το κόστος κεφαλαίου. Ωστόσο, οι επενδυτές πρέπει να έχουν υπόψη τους τις πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων κατά την ερμηνεία της αξιολόγησης, δεδομένου ότι ο εκδότης ενός μέσου πληρώνει για την αξιολόγηση.

Η βαθμολόγηση μπορεί να αποτελέσει ένα χρήσιμο μηχανισμό για την επίλυση ορισμένων προβλημάτων. Οι θεσμικοί επενδυτές (όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες ζωής και χρήματα της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων) δύναται να επιχειρούν να καλύψουν την ποσότητα του κινδύνου που αναλαμβάνουν

δηλώνοντας μια ελάχιστη βαθμολογία για τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία επενδύουν. Επιπλέον, η πρόσβαση σε ορισμένες χρηματοπιστωτικές αγορές ή επιχειρηματικά μοντέλα μπορεί να περιορίζεται σε εκδότες με βαθμολογίες πάνω από ένα ελάχιστο επίπεδο.

Επίσης, οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας, συμπεριλαμβάνονται στους κανονισμούς των ρυθμιστικών αρχών, ως βάση για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών (Βασιλεία II) και υπαγορεύουν το πώς οι διαχειριστές των επενδύσεων θα διαθέσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Λαμβάνοντας υπόψη το σημαντικό αυτό καθεστώς, οι οίκοι αξιολόγησης θα πρέπει να έχουν εγκριθεί από εθνικές ρυθμιστικές αρχές, όπως στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, όπου ένας οίκος αξιολόγησης πρέπει να χορηγείται με πιστοποιητικό «Εθνικά αναγνωρισμένου οργανισμού στατιστικής αξιολόγησης» (NRSRO) από την SEC. Οι αξιολογήσεις είναι αναγκαίες για τις ρυθμιστικές αρχές και για όσους συμμετέχουν στις χρηματαγορές, οι οποίοι χρειάζονται μια αξιόπιστη ένδειξη για την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών και την ποιότητα ορισμένων περιουσιακών στοιχείων. Αν και εγείρονται πολλοί προβληματισμοί, ειδικότερα μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, σχετικά με την αξιοπιστία τους και στην παραπλάνηση των επενδυτών σχετικά με την αξιολόγηση δομημένων προϊόντων, όπου και θα αναφερθούμε στην παρούσα εργασία και σε επόμενο κεφάλαιο.

Ακόμη, συμμετέχουν άμεσα στην διαδικασία έκδοσης χρεογράφων, από την παροχή συμβουλών στις επενδυτικές τράπεζες και τους πελάτες τους, σχετικά με δομημένα χρεόγραφα και προϊόντα χρέους, έως τη δημοσίευση αξιολογήσεων για τα εν λόγω προϊόντα. Έτσι, η διαδικασία αξιολόγησης έχει γίνει αναπόσπαστο μέρος του σχεδιασμού και της χρηματοοικονομικής τεχνικής των εν λόγω προϊόντων, ιδίως για τις εγγυημένες δανεικές υποχρεώσεις (Collateralized Debt Obligation – CDO). Από απλοί μεσάζοντες, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν καταστεί ρυθμιστικοί παράγοντες της αγοράς χρεογράφων.

Οι αξιολογήσεις δύναται να χρησιμοποιηθούν για την επίλυση των συλλογικών προβλημάτων δράσης μεταξύ διασκορπισμένων επενδυτών ομολόγων. Δεν μπορεί να είναι λογικό για τους μεμονωμένους επενδυτές να παρακολουθούν και να προκαλέσουν μια αναδιάρθρωση του χρέους μιας προβληματικής επιχείρησης. Αλλά εάν η επιχείρηση συνεχίζει να διαπραγματεύεται χωρίς να ληφθούν μέτρα, αυτό θα μπορούσε να μειώσει τις τιμές ανάκτησης για τους επενδυτές. Μια υποβάθμιση της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να λειτουργήσει ως ένα σαφές

μήνυμα για τους μεμονωμένους επενδυτές να αναλάβουν δράση, προκαλώντας μια αναδιάρθρωση του χρέους.

Οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής συνήθως οδηγούν σε απώλειες για τους επενδυτές της αγοράς. Οι υποβαθμίσεις αυτές μπορούν να έχουν και συστημικό αντίκτυπο στις χρηματοπιστωτικές αγορές καθ' όσον μεταφέρουν νέες πληροφορίες ή όχι. Οι Cantor και Mann (2009) θεωρούν ότι δύο μεγάλες περιπτώσεις στις οποίες οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις τιμές των χρεογράφων.

Πρώτον, οι αλλαγές στις αξιολογήσεις μπορεί να προσδίδουν νέα πληροφόρηση σχετικά με τις βασικές αρχές του πιστωτικού κινδύνου. Μπορεί επίσης να αποκαλύψουν νέες πληροφορίες για την άποψη ενός οίκου αξιολόγησης σχετικά με τη μακροπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα και τις προοπτικές ενός εκδότη, ακόμη και αν η αγορά έχει ήδη αναπτύξει μια πιο αρνητική άποψη για τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές του. Δεύτερον, ακόμη και χωρίς να εισάγει νέες πληροφορίες, ο εκδότης μπορεί να «τιμωρηθεί», για παράδειγμα, μέσω μιας χαμηλότερης πρόσβαση σε κεφάλαια, αν οι επενδυτές ή οι δανειστές αντανακλαστικά αποσυρθούν προς τα πίσω, εξαιτίας μιας υποβάθμισης, στηριζόμενοι σε μία αυτοεκπληρούμενη υπόθεση ότι οι υπόλοιποι συμμετέχοντες στην αγορά θα συμπεριφερθούν με παρόμοιο τρόπο.

Επιπλέον, οι υποβαθμίσεις μπορεί να οδηγήσουν σε παραβίαση των ορίων αξιολόγησης στις οικονομικές συμβάσεις και των κανονισμών. Αυτές οι μεταβολές στην αξιολόγηση μπορεί να ενσωματώνονται στις κατευθυντήριες γραμμές για τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, στις ρυθμιστικές κατευθυντήριες γραμμές για εκμετάλλευση, ή στα κατώτατα όρια αξιολόγησης στις των οικονομικών συμβάσεων και τους κανονισμών

Ανακεφαλαιώνοντας, οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν σήμερα κυρίαρχο ρόλο σε όλο το φάσμα της αγοράς πιστώσεων. Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν την πρόσβαση των εκδοτών σε χρηματοδότηση και το κόστος του κεφαλαίου. Επηρεάζουν τη διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών μέσων και τις αποφάσεις των επενδυτών. Δεδομένης της δραματικής αύξησης στις χρηματοδοτικές αγορές κατά τις τελευταίες δεκαετίες, οι πολλαπλοί ρόλοι των οίκων αξιολόγησης είναι εξαιρετικά σημαντικοί παρά την ουσιώδη και βάσιμη κριτική που ασκείται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

2.1 Εισαγωγή

Οι οίκοι αξιολόγησης με τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που διενεργούν καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα που περιλαμβάνει τόσο τους εκδότες, όσο και τις υποχρεώσεις τους καθώς και πλήθος χρηματοοικονομικών προϊόντων. Για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την εκτίμηση των αξιολογητών. Η μεθοδολογία και ο τρόπος αξιολόγησης που χρησιμοποιείται διαφέρει σε κάθε οίκο. Αρκετοί οίκοι στηρίζουν τις αξιολογήσεις τους σε ποσοτικές και ποιοτικές αναλύσεις. Επίσης, μερικοί οίκοι βασίζονται σε ποσοτικά μοντέλα μια τεχνική που είναι περισσότερο τυποποιημένη και παίζουν ρόλο σε αυτή οι στατιστικές έρευνες. Παρ' όλα αυτά, είναι γεγονός ότι οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης ακολουθούν παρεμφερείς διαδικασίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι περισσότεροι οίκοι χρησιμοποιούν ως σύμβολα γράμματα ή αριθμούς ως κλίμακα αξιολόγησης. Προκειμένου μάλιστα να παράσχουν ικανοποιητικότερη διαβάθμιση, η Fitch το 1973, η Standard and Poor's το 1974, εισήγαγαν τα σύμβολα (+) και (-) στις αξιολογήσεις και η Moody's το 1982 τους αριθμούς 1,2,3. Παράλληλα με την υιοθέτηση, στα τελευταία χρόνια των όρων watch και outlook, οι οίκοι υποδηλώνουν το ενδεχόμενο μιας αναθεώρησης σε διάστημα 6 με 24 μήνες εξαιτίας κάποιων παραγόντων.

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι η παρουσίαση της διαδικασίας αξιολόγησης που ακολουθούν οι οίκοι, των κριτηρίων, της κλίμακας βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ενώ τέλος περιγράφεται το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τους οίκους αξιολόγησης.

2.2 Η διαδικασία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Η διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας για έναν εκδότη και τα χρεόγραφα του, αποτελείται ουσιαστικά απ' την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (η χρονική στιγμή που γίνεται η αξιολόγηση εξαρτάται τυπικά απ τον εκδότη) και τις μεταγενέστερες αναθεωρήσεις της κα αλλαγές οι οποίες πραγματοποιούνται αυτόκλητα από τους οίκους. Αν και υπάρχουν ορισμένες μικρές διαφορές στη διαδικασία αξιολόγησης από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's, Fitch), η διαδικασία που περιγράφεται και αναλύεται παρακάτω θεωρείται ως η πλέον αντιπροσωπευτική. Η διαδικασία λοιπόν ξεκινά από τη στιγμή που ο οίκος θα δεχθεί την παραγγελία για την αξιολόγηση.

- **Σύσταση ομάδα ανάλυσης**

Κατά την έναρξη της διαδικασίας αξιολόγησης κάθε αξιολογούμενη οντότητα ή συναλλαγή, έχει εκχωρηθεί σε έναν κύριο αναλυτή, ο οποίος λειτουργεί με την υποστήριξη μία ομάδας αναλυτών. Για τις επιχειρήσεις και τις δημόσιες αξιολογήσεις οικονομικών (public finance rating), ο κύριος αναλυτής είναι υπεύθυνος για την καθοδήγηση της ανάλυσης και τη διαμόρφωση της βαθμολογίας όπου συνήθως είναι υπεύθυνη και για τη συνεχή επιτήρηση της αξιολόγησης, μετά την δημοσίευσή της.

Ακόμα, ο πρωταρχικός αναλυτής, όσον αφορά τις δομημένες χρηματοοικονομικές συναλλαγές, είναι επίσης υπεύθυνος για την καθοδήγηση της ανάλυσης και τη διαμόρφωση των αρχικών συστάσεων βαθμολόγησης της συναλλαγής. Στις περισσότερες περιπτώσεις μετά τη δημοσίευση, μεταφέρει την ευθύνη για τη συνεχή επιτήρηση της συναλλαγής σε ένα ειδικό αναλυτή επιτήρησης. Η πλειοψηφία των αναλυτών, πέραν του δεδομένου υπόβαθρου γνώσεων που έχουν, προσλαμβάνονται από τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικούς οίκους και από τις οικονομικές υπηρεσίες μεγάλων εταιρειών.

- **Διεξαγωγή της βασικής έρευνας**

Οι αναλύσεις και οι αποφάσεις βαθμολόγησης βασίζονται στις πληροφορίες που λαμβάνονται από όλες τις πηγές. Αυτό περιλαμβάνει σχετικές δημόσιες διαθέσιμες

πληροφορίες για τον εκδότη, όπως οι καταστάσεις ταμειακών ροών, ο ισολογισμός, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες, οι εκθέσεις που υποβάλλονται από τους ρυθμιστικούς οργανισμούς και από τις οικονομικές εκθέσεις. Επιπλέον, η διαδικασία αξιολόγησης μπορεί να ενσωματώνει τα δεδομένα και τη διορατικότητα που συγκεντρώθηκε από τους αναλυτές κατά τη διάρκεια της αλληλεπίδρασής τους με άλλους φορείς σε ολόκληρο τον τομέα της ειδικότητάς τους. Η διαδικασία αξιολόγησης συνήθως ενσωματώνει πληροφορίες που παρέχονται απευθείας από τον εκδότη ή άλλο εμπλεκόμενο μέρος. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει τα δεδομένα που δεν είναι δημόσια, προβλέψεις και σχόλια σχετικά με την προτεινόμενη αναλυτική έρευνα.

Ανάλογα με τη διαθεσιμότητα της διαχείρισης και τη συχνότητα της ή τον επείγοντα χαρακτήρα της επικοινωνίας, οι πληροφορίες που συλλέγονται μέσα από συναντήσεις, κατά τις επιτόπιες επισκέψεις ή μέσω τηλεδιασκέψεων και αλληλογραφίας. Σε γενικές γραμμές, τα κύρια θέματα προς συζήτηση και οι βασικές ερωτήσεις παρέχονται εκ των προτέρων όπως και το πρόγραμμα το οποίο διασφαλίζει έναν παραγωγικό διάλογο. Ωστόσο, πρόσθετες ερωτήσεις μπορεί να προκύψουν και κατά τη διάρκεια των συζητήσεων.

Όσον αφορά τις εταιρικές αξιολογήσεις και τις αξιολογήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ο κύριος διάλογος του αναλυτή λαμβάνει χώρα με ανώτερα στελέχη από τις οικονομικές υπηρεσίες της αξιολογούμενης οντότητας. Μπορεί, επίσης να υπάρχουν συζητήσεις και με τους ανώτερους της διοικητικής ιεραρχίας, όπως ο διευθύνων σύμβουλος και άλλα ανώτερα επιχειρησιακά στελέχη.

Όσον αφορά τις αξιολογήσεις χωρών, οι αναλυτές θα συναντηθούν με τους βασικούς φορείς χάραξης πολιτικής και ανώτερους εκπρόσωπους των διαφόρων φορέων του δημοσίου τομέα, όπως είναι το υπουργείο Οικονομικών και η κεντρική τράπεζα, καθώς και μια σειρά από τεκμηριωμένους εξωτερικούς παρατηρητές της πολιτικού, οικονομικού και περιβαλλοντικού γίγνεσθαι. Έπειτα, σχετικά με τις αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοοικονομικών συναλλαγών, οι αναλυτές θα κρατήσουν συνήθως ένα διάλογο με εκείνους που κανονίζουν τη συναλλαγή και άλλους παράγοντες, τον εκδότη ή τον εντολέα.

Για τις αξιολογήσεις, το ιστορικό απόδοσης της εκάστοτε υπό αξιολόγηση οικονομικής οντότητας, συχνά παρέχει ένα σημείο εκκίνησης για την ανάλυση και έναν αρχικό προσδιορισμό της αξιολόγησης. Ως εκ τούτου, λαμβάνεται υπόψη, ενδεχομένως, μεσοπρόθεσμες προβλέψεις της οντότητας των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Αυτές οι προβλέψεις δεν χρησιμοποιούνται τόσο

ως σημειακές εκτιμήσεις των οικονομικών παραμέτρων, αλλά να παρέχει ένα "οδικό χάρτη" της κατεύθυνσης της οντότητας και τις οικονομικές στρατηγικές που ο φορέας είναι πιθανό να χρησιμοποιήσει για να επιτύχει τους στρατηγικούς της στόχους. Ανά πάσα στιγμή, ο κάθε οίκος αξιολόγησης θα πρέπει να έχει πεισθεί ότι διαθέτει επαρκή στοιχεία για να διαμορφώσει άποψη σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα μιας οντότητας ή της συναλλαγής. Αν δεν διαθέτει επαρκείς πληροφορίες, τότε δεν μπορεί να υπάρξει αξιολόγηση.

- **Επιτροπή αξιολόγησης**

Σε αυτό το στάδιο, μετά την ολοκλήρωση των συναντήσεων και της έρευνας που έχει γίνει, δημιουργείται μία επιτροπή εκτίμησης της αξιολόγησης που αριθμεί κατ' ελάχιστο, όπως αναφέρεται και σε σχετική δημοσίευση του οίκου Fitch, τέσσερα μέλη. Συνήθως είναι από πέντε έως επτά. Η ομάδα των αναλυτών παρέχουν τις στατιστικές και χρηματοοικονομικές αναλύσεις τους και η επιτροπή αποφασίζει αν θα διατηρηθεί η συγκεκριμένη εκτίμηση. Συνήθως διατηρείται ένας διάλογος με τον φορέα για την επίλυση τυχόν εκκρεμών ζητημάτων ή να ζητηθούν πρόσθετες πληροφορίες.

Η επιτροπή περιλαμβάνει γενικά, τουλάχιστον ένας αναλυτή με τίτλο ανωτέρου διευθυντή ο οποίος έχει κατά μέσο όρο 6-7 χρόνια προϋπηρεσίας σε αυτό το αντικείμενο και μια σειρά από επιπλέον έτη προηγούμενης εμπειρίας στις πιστωτικές αγορές. Άλλα μέλη με δικαίωμα ψήφου στην επιτροπή επιλέγονται με βάση πέραν του υπόβαθρου των γνώσεων, κυρίως με βάση την εμπειρία. Επίσης, περιλαμβάνουν συχνά αναλυτές έξω από την άμεση κατηγορία στην οποία έγκειται η υπό αξιολόγηση εταιρεία. Τέλος οι αναλυτές συνήθως υπόκεινται σε τρεις μήνες χωρίς δικαίωμα ψήφου, σαν μία περίοδο «δοκιμασίας», να παρίστανται ως παρατηρητές επιτροπές για να αποκτήσουν εμπειρία και στη συνέχεια να συμμετέχουν σε επιτροπές με δικαίωμα ψήφου.

- **Ανάπτυξη κριτηρίων αξιολόγησης**

Οι αποφάσεις αξιολόγησης πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις μεθόδους και τα κριτήρια που ισχύουν για τον εν λόγω τομέα. Οι ίδιες οι μεθοδολογίες και τα κριτήρια

καθορίζουν τα επίπεδα αξιολόγησης που δημιουργούνται από τις ομάδες των αναλυτών. Τα νέα και αναθεωρημένα κριτήρια επανεξετάζονται από τις παγκόσμιες επιτροπές, καλύπτοντας χρηματοοικονομικά των επιχειρήσεων (Corporate Finance), δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα (Structured Finance), τα δημόσια οικονομικά και τις αναδυόμενες αγορές.

Τέτοια κριτήρια είναι ο κίνδυνος της χώρας (Country Risk), ο κίνδυνος της χώρας συνδέεται με τις περιπτώσεις χορήγησης δανείου σε επιχείρηση ξένης χώρας ή/και σε κρατικό φορέα ξένης χώρας και ορίζεται ως η πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης πληρωμής των τόκων ή/και του κεφαλαίου του δανείου από τον δανειζόμενο λόγω πολιτικών παρεμβάσεων. Για παράδειγμα μία επιχείρηση μπορεί να είναι διατεθειμένη να αποπληρώσει το δάνειο, αλλά η κυβέρνηση της χώρας στην οποία ευρίσκεται και λειτουργεί η επιχείρηση, αν μην παρέχει τη δυνατότητα αυτή, για οικονομικούς ή πολιτικούς λόγους. Κύριος λόγος αυτής της αδυναμίας αποτελεί η πραγματική αξία του εθνικού νομίσματος που είναι παράγοντας που επηρεάζει τις συναλλαγές όλων των επιχειρήσεων.

Ο κίνδυνος τομέα (Sector Risk), όπου η δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών ως αναγκαία προϋπόθεση έχει την καλή θέση της επιχείρησης όσον αφορά τον ανταγωνισμό του κλάδου στον οποίο ανήκει. Μία επιχείρηση θεωρείται ότι μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της όταν μπορεί να αποκομίσει εύκολα χρηματοδότηση, όταν δεν υπάρχει έντονος ανταγωνισμός στον κλάδο και όταν δραστηριοποιείται σε μία αγορά με λίγους περιορισμούς, παρεμβάσεις και γενικά όταν η αγορά είναι πιο φιλελευθεροποιημένη.

Τέλος, υπάρχει ο επιχειρηματικός κίνδυνος (Enterprise Risk) όπου αντικείμενο εξέτασης για τον επιχειρηματικό κίνδυνο είναι η επιχειρηματική στρατηγική της εταιρίας. Αναλύονται όλοι οι επιμέρους κίνδυνοι που την αφορούν όπως ο κίνδυνος επιτοκίου, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος στοιχείων εκτός ισολογισμού, ο τεχνολογικός και επιχειρησιακός κίνδυνος.

Όσον αφορά στην αξιολόγηση των χωρών, αξιολογούνται οι ακόλουθοι κίνδυνοι: Αρχικά, είναι ο πολιτικός κίνδυνος. Ο πολιτικός κίνδυνος έχει ιδιαίτερη βαρύτητα για τους οίκους διότι δίνουν βάση στη σταθερότητα, την προβλεπτικότητα και τη διαφάνεια των πολιτικών θεσμών. Σκοπός τους είναι να μελετηθεί πόσο γρήγορα παρατηρούνται και διορθώνονται τα λάθη και οι παραλείψεις. Οι περισσότερες χώρες της Ευρώπης, συγκεκριμένα της κεντρικής και Βόρειας Ευρώπης, έχουν χαμηλό πολιτικό κίνδυνο.

Έπειτα η διάρθρωση της οικονομίας και της κοινωνίας. Μία χώρα, σύμφωνα με τους οίκους που είναι πιο φιλελευθεροποιημένη και στην οποία δεν υπάρχει μεγάλος κυβερνητικός παρεμβατισμός, εμφανίζεται πιο αξιόπιστη στους επενδυτές. Σημαντικό κριτήριο είναι επίσης και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Χώρες με χαμηλή βαθμολόγηση πρέπει να «ανοίξουν» τις αγορές, όπως γίνεται τα τελευταία χρόνια απ τις ελληνικές κυβερνήσεις και να ελαττωθούν οι δημοσιονομικές διακυμάνσεις.

Ακόμα, οι προοπτικές ανάπτυξης παίζουν σημαντικό ρόλο. Χώρες με υψηλό βιοτικό επίπεδο, μπορούν πιο εύκολα να ξεπεράσουν μία οικονομική κρίση απ ότι μία χώρα σε στασιμότητα και χωρίς αναπτυξιακή πολιτική. Επίσης, το μέγεθος του πληθωρισμού επηρεάζει την αξιολόγηση μιας χώρας και συγκεκριμένα όσο πιο υψηλός είναι, τόσο δυσμενέστερη θα είναι η θέση της χώρας. Τα τελευταία χρόνια βέβαια στην Ευρώπη, ο πληθωρισμός έχει υποχωρήσει αισθητά και ειδικότερα στην ελληνική οικονομία όπου παρατηρούνται και φαινόμενα αποπληθωρισμού.

Τέλος, ένα βασικό κριτήριο για την αξιολόγηση μιας χώρας είναι η δημοσιονομική ευελιξία, τα έσοδα των χωρών, τα έξοδα και τους προϋπολογισμούς καθώς οι οίκοι θεωρούν ιδιαίτερα σημαντικούς τους δείκτες δημοσιονομικής τάσης. Επιπλέον συνυπολογίζεται η κοινωνική πολιτική, το φορολογικό σύστημα και η απόδοση που έχει αλλά και φυσικά το δημόσιο χρέος και κυρίως η βιωσιμότητα του. Όπου ήταν σύνηθες το φαινόμενο μέχρι πριν κάποια χρόνια, ιδιαίτερα οι ελληνικές κυβερνήσεις και όχι μόνο, να καταφεύγουν στον «εύκολο» δανεισμό για να χρηματοδοτήσουν μεγάλα έργα, να ελαφρύνουν τη φορολογία γενικότερα να κάνουν μία αρεστή πολιτική προς τους πολίτες. Απόρροια του υπερβολικού δανεισμού, το δημόσιο χρέος να αυξάνεται και τότε υπάρχει ο κίνδυνος να μην μπορεί να το εξυπηρετήσει η εκάστοτε χώρα.

- **Υπαρξη διαφωνιών**

Σε αυτό το στάδιο, εάν στην επιτροπή δεν επιτευχθεί συναίνεση, τότε η διαδικασία οδηγείται για αναθεώρηση της αξιολόγησης. Επιπλέον, σε ορισμένες περιπτώσεις, ένας εκδότης μπορεί επίσης να ζητήσει την επανεξέταση, εφ' όσον το αιτηθεί εντός ευλόγου χρονικού διαστήματος ή εάν υπάρχουν νέες ή συμπληρωματικές πληροφορίες που θα οδηγήσουν σε μία νέα βαθμολόγηση. Όταν μια αναθεώρηση κριθεί σκόπιμη, οι ανώτεροι αναλυτές που δεν συμμετείχαν ήδη στη διαδικασία της επιτροπής, εντάσσονται σε αυτή, ενώ τα υπόλοιπα μέλη της αρχικής επιτροπής

αξιολόγησης εντάσσονται στη νέα επιτροπή για να επανεξετάσει την ανάλυση αξιολόγησης. Σε περιπτώσεις όπου η αναθεώρηση της υπάρχουσας αξιολόγησης δεν έχει ολοκληρωθεί, εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος, για παράδειγμα ο οίκος Fitch τον ορίζει σε δύο εργάσιμες ημέρες, τότε η αξιολόγηση συνήθως τοποθετείται σε «Rating Watch Negative», με τους οίκους να διατηρούν το δικαίωμα να δημοσιεύσουν τη βαθμολογία, αν οι περιστάσεις το δικαιολογούν, έστω και αν η επανεξέταση μπορεί να είναι σε εξέλιξη.

- **Δημοσίευση της αξιολόγησης**

Σε αυτό το βήμα, μετά την ολοκλήρωση της επανεξέτασης της αξιολόγησης, εφόσον αυτή χρειαστεί, όλες οι ενέργειες βαθμολόγησης για νέες ή υπάρχουσες δημόσια αξιολογούμενες οντότητες δημοσιεύονται ελεύθερα στους ιστότοπους των οίκων αξιολόγησης και κυκλοφορούν ταυτόχρονα σε σημαντικά ενημερωτικά πρακτορεία ειδήσεων. Πέραν της αξιολόγησης δημοσιεύεται και μία σύντομη αιτιολογία για την απόφαση αξιολόγησης καθώς επίσης τα ισχύοντα κριτήρια και οι μεθοδολογίες αλλά και μια ευρεία επιλογή των ειδικών εκθέσεων. Όλα τα παραπάνω είναι διαθέσιμα στους ιστότοπους των οίκων αξιολόγησης χωρίς χρέωση.

- **Επιτήρηση**

Σε αυτό το τελευταίο στάδιο, αν οι αξιολογήσεις δεν είναι “point-in-time”, οι αξιολογήσεις που δημοσιεύονται παρακολουθούνται απ τους ειδικούς για ένα χρονικό διάστημα περίπου ενός έτους. Ο έλεγχος πραγματοποιείται από την ομάδα που έκανε την αξιολόγηση και συγκεκριμένα απ τον πρωτεύων αναλυτή που έχει μία συνεχή επαφή ώστε να ενημερώνεται για την εξέλιξη της εταιρείας. Αν οι εξελίξεις δεν είναι ευνοϊκές και έρχονται σε αναντιστοιχία με τις αρχικές εκτιμήσεις, τότε κανονίζεται μία νέα συνάντηση με τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Μάλιστα υφίσταται η πιθανότητα η αρχική εκτίμηση να αλλάξει κατά το στάδιο αυτό, με την επιτροπή εκτίμησης να αποφασίζει αν θα δοθεί νέα βαθμολογία.

- **Χρονοδιάγραμμα της αξιολόγησης**

Οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαθέτουν ένα πλήθος παγκόσμιων πόρων ώστε να μπορέσουν να ανταποκριθούν εγκαίρως σε μία αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας. Ο πραγματικός χρόνος που απαιτείται για να οριστεί μία νέα βαθμολογία μπορεί να ποικίλει και να εξαρτηθεί εν μέρει από το χρόνο που απαιτείται από τον εκδότη για να ανταποκριθεί στα αιτήματα πληροφοριών από τους οίκους. Ως παράδειγμα, η Fitch υποθέτει συνήθως ένα χρονικό διάστημα έξι έως οκτώ εβδομάδες για να παρέχει μια πλήρη εταιρική, για χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας. Για αξιολογήσεις δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων συνήθως απαιτείται ένα μεγαλύτερο χρονικό διάστημα λόγω της πολυπλοκότητας που υπάρχει.

Στη συνέχεια ακολουθεί μία σχηματική συνοπτική παρουσίαση, των σταδίων της διαδικασίας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη, από τον οίκο Standard & Poor's (ανάλογη η διαδικασία αξιολόγησης και από τη Moody's) και από τη Fitch που όπως προαναφέρθηκε, παρά τις μικρές διαφορές που παρουσιάζονται, εν τούτοις τα στάδια της διαδικασίας αξιολόγησης είναι παρεμφερή και στους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης, όπως αυτά αναλύθηκαν παραπάνω.

Σχήμα 2.1

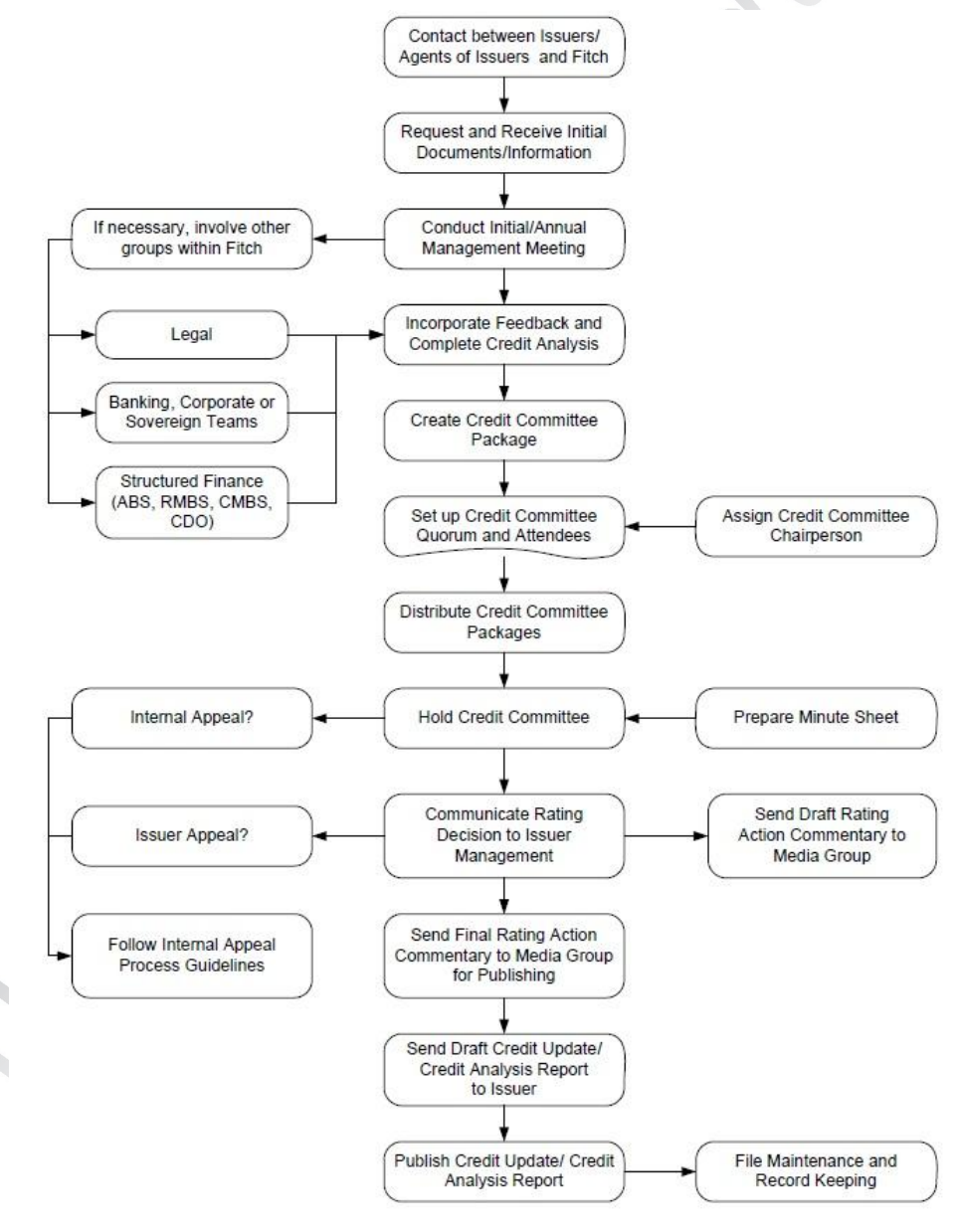
Στάδια αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την Standard & Poor's



Πηγή: ratings.standardandpoors.com

Στο Σχήμα 2.1 αποτυπώνεται η ακριβής διαδικασία αξιολόγησης ενός εκδότη από τον οίκο Standard & Poor's, όπως αυτή περιγράφεται στο διαδικτυακό τόπο του συγκεκριμένου οίκου. Μάλιστα όπως χαρακτηριστικά επισημαίνεται από τον ίδιο τον οίκο, η διαδικασία είναι σχεδόν κοινή για κάθε είδους αξιολόγηση ενός εκδότη, συμπεριλαμβανομένων επιχειρήσεων, χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και χωρών.

Σχήμα 2.2
Στάδια αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας απ την Fitch



Πηγή: Rating Process, Fitch (2006)

Τέλος, στο Σχήμα 2.2 παρατηρούμε μία πιο λεπτομερή σχηματική απεικόνιση των σταδίων αξιολόγησης που ακολουθούνται από τον οίκο Fitch.


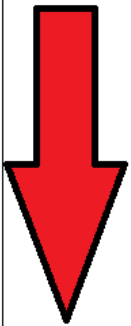
2.3 Η βαθμολογική κλίμακα

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν υιοθετήσει και χρησιμοποιούν κάποιους συμβολισμούς για να καταγράψουν τη βαθμολογία που δίνουν στους εκδότες ομολόγων. Κάθε οίκος αξιολόγησης έχει αναπτύξει το δικό του σύστημα διαβάθμισης για τους δανειζόμενους του δημοσίου αλλά και για τις επιχειρήσεις. Η Fitch Ratings ανέπτυξε ένα σύστημα αξιολόγησης το 1924 που υιοθέτησε και η Standard & Poor's. Το σύστημα αξιολόγησης της Moody's είναι λίγο διαφορετικό ως προς τα σύμβολα που χρησιμοποιούνται.

Όπως αναφέρει ο Rom (2009), μπορεί οι διαβαθμίσεις, τα σύμβολα να διαφέρουν ανάμεσα στους οίκους αξιολόγησης αλλά το γεγονός είναι ότι όσο πιο ψηλά είναι στην διαβάθμιση μια εταιρία τόσο πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση και αντίστοιχα για τον εκδότη είναι ευκολότερο να βρει την ζητούμενη χρηματοδότηση. Το αντίθετο ισχύει για χαμηλή διαβάθμιση, για την οποία από ένα σημείο και μετά ο τίτλος θεωρείται «τοξικός». Ασφαλώς στις αναλυτικές τους αναφορές οι οίκοι αξιολόγησης επισημαίνουν ότι οι αναλύσεις τους είναι ενδεικτικές και δεν αποτελούν επενδυτικές συμβουλές.

Πίνακας 2.1

Συγκριτική κατηγοριοποίηση πιστοληπτικής αξιολόγησης για τους τρεις οίκους

		Moody's	S&P	Fitch	Σχόλιο
	Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Ανώτερη Ποιότητα
		Aa1	AA+	AA+	Υψηλή αξιολόγηση
		Aa2	AA	AA	
		Aa3	AA-	AA-	
		A1	A+	A+	Ισχυρότατη δυνατότητα αποπληρωμής
		A2	A	A	
		A3	A-	A-	
		Baa1	BBB+	BBB+	Επαρκής ικανότητα αποπληρωμής
		Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-			
	Non Investment Grade	Ba1	BB+	BB+	Πιθανό να ανταποκριθεί στα χρέη
		Ba2	BB	BB	Αυξημένος κίνδυνος
		Ba3	BB-	BB-	
		B1	B+	B+	
		B2	B	B	
		B3	B-	B-	
		Caa1	CCC+	CCC+	Σε κατάσταση πτώχευσης με ελάχιστες προοπτικές ανάκτησης
		Caa2	CCC	CCC	
		Caa3	CCC-	CCC-	
		Ca	CC	CC	Κατάσταση πτώχευσης
		C	C	C	
D	D	D			

Επιμέλεια: Λιβάνιος Σ.

Στον Πίνακα 2.1 παρουσιάζεται η αντιστοίχιση των βαθμολογήσεων και των συμβόλων που χρησιμοποιούνται από τους τρεις μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης για χρέος μακροπρόθεσμης διάρκειας. Επιπρόσθετα, οι οίκοι χρησιμοποιούν αριθμούς και σύμβολα («+» ή «-») για να διακρίνουν περαιτέρω υποκατηγορίες. Η σημαντικότερη κατηγοριοποίηση αφορά στην κατάταξη των χρεογράφων σε επενδυτικού βαθμού (investment grade) και μη επενδυτικού βαθμού (non investment grade) ή κερδοσκοπικού βαθμού (speculative grade) όπου οι οφειλότες έχουν μεγάλη πιθανότητα αθέτησης των πληρωμών του χρέους τους. Από τα μέσα του 20^{ου} αιώνα, για λόγους εσωτερικού ελέγχου ποιότητας, κάποιες κρατικές υπηρεσίες των Η.Π.Α καθιέρωσαν το BBB, ως το κατώτατο όριο για τα ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Αναλυτικότερα η Standard & Poor's και η Fitch χρησιμοποιούν το ακόλουθη βαθμολογική κλίμακα από το «AAA» (που δίνεται σε εκείνους που εμφανίζουν το χαμηλότερο κίνδυνο σε ότι αφορά τις μελλοντικές πληρωμές τόκων και κεφαλαίου μέχρι το «D» (που δίνεται στους δανειολήπτες που είναι σε κατάσταση αθέτησης πληρωμών, πτώχευσης:

AAA: Είναι η υψηλότερη βαθμολογία που μπορεί να λάβει μία επιχείρηση με ισχυρή ικανότητα στην πληρωμή των τόκων και στην καταβολή του αρχικού κεφαλαίου.

AA+/AA-: Ομόλογα με ισχυρή ικανότητα στην πληρωμή των τόκων και στην καταβολή του αρχικού κεφαλαίου αλλά είναι κατά ένα μέρος πιο ευαίσθητο στις αρνητικές μεταβολές από τα AAA.

A+/A-: Ομόλογα υψηλής ικανότητας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου αλλά πιο ευάλωτα στις συνέπειες από αλλαγές στις οικονομικές συνθήκες ή συγκυρίες.

BBB+/BBB-: Ομόλογα με επαρκή πιστοληπτική ικανότητα, δίνει αρκετή προστασία. Είναι τελευταία βαθμίδα των ομολόγων που θεωρούνται επενδυτικού βαθμού (investment grade)

BB+/BB-: Ομόλογα αξιόπιστα, ενέχουν όμως στοιχεία κερδοσκοπίας. Οι υποχρεώσεις υπόκεινται σε κάποια αβεβαιότητα για το κατά πόσο ο οφειλέτης, κάτω από την επίδραση δυσμενών, συνθηκών, θα μπορέσει να κάνει πληρωμές.

B+/B-: Ομόλογα πιο κερδοσκοπικά από την κατηγορία BB, ο οφειλέτης διατρέχει μεγαλύτερη ευαισθησία στις δυσμενείς οικονομικές καταστάσεις σε σχέση με την προηγούμενη κατάταξη.

CCC: Ομόλογα με έντονο κερδοσκοπικό χαρακτήρα, με κίνδυνο απώλειας τόκων και αρχικού κεφαλαίου

CC: Τα πιο κερδοσκοπικά ομόλογα με υψηλό κίνδυνο, η αξιοπιστία του οφειλέτη είναι εξαιρετικά τρωτή.

C: Επίκειται πτώχευση ή είναι αναπόφευκτη.

D: Είναι η χαμηλότερη βαθμολογία που μπορεί να δοθεί. Η αθέτηση πληρωμών θεωρείται σίγουρη γιατί ήδη έχει καθυστερήσεις τις πληρωμές. Είναι σε κατάσταση πτώχευσης ή εκκαθάρισης ή παύσης της δραστηριότητας της.

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

N/R: Δεν έχει πραγματοποιηθεί βαθμολογία.

Ο οίκος Moody's τώρα για μακροχρόνιας διάρκειας ομόλογα έχει διαφορετικούς συμβολισμούς, χρησιμοποιώντας γράμματα και αριθμούς, από το «Aaa» για τους ποιοτικότερους τίτλους με το χαμηλότερο βαθμό ρίσκου), μέχρι το «C» (που είναι και η χαμηλότερη διαβάθμιση που προβλέπει ο οίκος), οι οποίοι είναι οι εξής:

Aaa: Άριστης ποιότητας ομόλογα με το χαμηλότερο ποσοστό επενδυτικού κινδύνου.

Aa1/Aa3: Υψηλής ποιότητας ομόλογα με πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο.

A1/A3: Υψηλής ποιότητας ομόλογα με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο.

Baa1/Baa3: Μεσαίας ποιότητας ομόλογα με μέτριο πιστωτικό κίνδυνο.

Ba1/Ba3: Ομόλογα που έχουν κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά και διατρέχουν αρκετό πιστωτικό κίνδυνο.

B1/B3: Τα ομόλογα θεωρούνται ως κερδοσκοπικά και έχουν υψηλό πιστωτικό κίνδυνο.

Caa1/Caa3: Ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας με υψηλό κίνδυνο

Ca: Ομόλογα τα οποία θεωρούνται έντονα κερδοσκοπικά μη μπορώντας να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, κοντά στη χρεοκοπία με πολύ μικρές πιθανότητες ανάκαμψης.

C: Είναι η χαμηλότερη βαθμίδα βαθμολόγησης ομολόγων, τυπικά είναι σε πτώχευση, θα υπάρξει αδυναμία πληρωμής, οι προοπτικές ανάκαμψης είναι ελαχιστότατες.

Ειδικές κατηγορίες:

D: Σε πτώχευση, υπάρχει ήδη αθέτηση πληρωμών.

WR: Η βαθμολογία έχει αποσυρθεί

NR: Δεν έχει βαθμολογηθεί

P: Προσωρινή υπό όρους

Όσον αφορά τις βαθμολογίες που χρησιμοποιούν οι οίκοι για την εκτίμηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των οφειλετών είναι οι: A-1, A-2, A-3, B, C και D για τη Fitch και τη Standard & Poor's ενώ για τη Moody's είναι Prime 1, Prime 2, Prime 3, Not Prime. Η σημασία τους είναι αντίστοιχη με αυτών των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και αυτή ακριβώς η αντιστοίχιση, εμφανίζεται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 2.2

Αντιστοίχιση βαθμολογίας βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων

Moody's		S&P		Fitch		
Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	
Aa1		AA+				
Aa2		AA				
Aa3		AA-				
A1		A+	A-1	A+		A1
A2		A		A		
A3	P-2	A-	A-2	A-	A2	
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	A3	
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1	Not Prime	CCC+	C	CCC	C	
Caa2		CCC				
Caa3		CCC-				
Ca		CC				
/	Not Prime	D	/	DDD	/	
/				DD		
/				D		

Πηγή: <http://www.aboutcreditratings.com>

Ο χαρακτηρισμός που προσδίδεται στις μεταβολές της βαθμολογίας των ομολογιών, των εκδοτών, καθορίζεται με βάση την παρούσα και την προηγούμενη βαθμολογία. Φυσικά μπορεί να υπάρχει ή να μην υπάρχει τιμή για την τρέχουσα βαθμολογία ή την παλιά βαθμολογία. Όπως φαίνεται και στον ακόλουθο Πίνακα 2.3,

όταν δεν υφίσταται προηγούμενη βαθμολογία (Undefined) π.χ. για κάποιο χρεόγραφο και εν συνεχεία αποκτήσει βαθμολογία (Defined), αυτή η μεταβολή χαρακτηρίζεται ως έναρξη αξιολόγησης (Rating Initiation). Η αντίθετη διαδικασία καλείται ως απόσυρση αξιολόγησης (Rating Withdrawal). Σε περίπτωση που η τωρινή βαθμολόγηση κάποιου ομολόγου είναι καλύτερη από την προηγούμενη π.χ. το ομόλογο κάποιας χώρας ανέβει από BB- σε BB+, τότε υπάρχει μία αναβάθμιση (Upgrade). Αντίθετα, αν δηλαδή η τωρινή βαθμολογία είναι χειρότερη από την προηγούμενη τότε υπάρχει υποβάθμιση (Downgrade). Και τέλος αν η τωρινή βαθμολογία παραμείνει ίδια με την προηγούμενη, τότε δεν υφίσταται κάποια αλλαγή (No Change).

Πίνακας 2.3

Η σχέση της προηγούμενης και της τωρινής βαθμολογίας

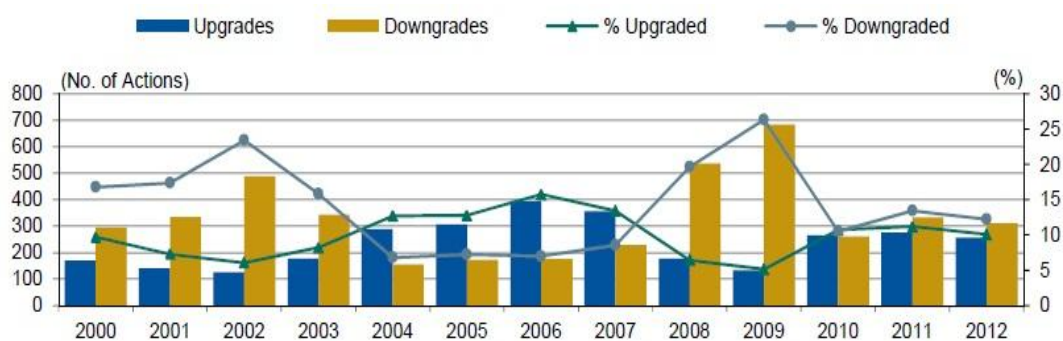
Previous Rating	Current Rating	Migration Type
Undefined	Defined	Rating Initiation
Defined	Undefined	Rating Withdrawal
In AAA to D	In AAA to D above Old Rating	Upgrade
In AAA to D	In AAA to D below Old Rating	Downgrade
In AAA to D	Same as Old Rating	No Change

Πηγή: Macdonald (2006)

Στον επόμενο Διάγραμμα 2.1 απεικονίζεται το σύνολο των αναβαθμίσεων και υποβαθμίσεων που πραγματοποίησε ο οίκος Fitch από το 2000 έως και το 2012 σε εταιρικά ομόλογα, όπως αυτό περιλαμβάνεται στην ετήσια έκθεση του οίκου. Την περίοδο 2004-2007, μία περίοδο που ήταν από τις πιο ανθηρές της παγκόσμιας οικονομίας την τελευταία δεκαετία και λίγο πριν την εμφάνιση της κρίσης, παρατηρούμε ότι το σύνολο των αναβαθμίσεων υπερβαίνει το αντίστοιχο σύνολο των υποβαθμίσεων. Αντίστοιχα την περίοδο της κρίσης, υπήρξαν μαζικές υποβαθμίσεις εταιρικών ομολόγων, που είχαν υψηλή βαθμολόγηση ακόμα και λίγες μέρες πριν οδηγηθούν στην πτώχευση. Και αυτό είναι θέμα που θα αναλυθεί σε επόμενο κεφάλαιο. Από το 2011 και μετά είναι φανερό ότι αρχίζουν οι αναβαθμίσεις αντικατοπτρίζοντας κατά κάποια έννοια ότι η περίοδος της κρίσης έχει πλέον ξεπεραστεί.

Διάγραμμα 2.1

Διαχρονική παρουσίαση αναβαθμίσεων και υποβαθμίσεων εταιρικών ομολόγων



Πηγή: Fitch Annual Report (2013)

Οι οίκοι αξιολόγησης προχωρούν σε αξιολογήσεις λαμβάνοντας υπόψη στις αναλύσεις τους και μελλοντικά γεγονότα τα οποία θα συμβούν ή μπορούν να προβλεφθούν. Μερικές φορές οι αρχικές εκτιμήσεις μπορεί να διαφέρουν σημαντικά από τα πραγματικά αποτελέσματα. Οι οίκοι θέλοντας να ενσωματώσουν αυτές τις αλλαγές έχουν δημιουργήσει τις λίστες CreditWatch και Rating Outlooks (καθεστώς επιτήρησης και προοπτικής), οι οποίες βασίζονται σε σενάρια που θα έχουν ως επακόλουθο αλλαγή εκτίμησης.

Οι εκτιμήσεις παρουσιάζονται σε Credit Watch (καθεστώς επιτήρησης) λίστες, δείχνουν αυξημένες πιθανότητες μεταβολής της αρχικής εκτίμησης, όταν προκύπτει κάποιο νέο γεγονός ή υπάρχει απόκλιση από μία αναμενόμενη τιμή. Τέτοια γεγονότα μπορεί να είναι μία συγχώνευση ή νέοι ρυθμιστικοί κανόνες. Επομένως οι οίκοι χρειάζονται επιπλέον πληροφορίες για περαιτέρω ανάλυση και για να γίνει επανεξέταση της αρχικής αξιολόγησης.

Οι λίστες Rating Outlook (καθεστώς προοπτικής) αναφέρονται σε αξιολογήσεις μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, εκτός από κεφαλαιακή διάρθρωση και εμφανίζουν ομοίως το ενδεχόμενο μιας αλλαγής. Οι λίστες αυτές έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα και συγκριτικά με τις λίστες CreditWatch (καθεστώς επιτήρησης) δεν σχετίζονται τόσο πολύ με την πιστωτική ποιότητα αλλά γενικότερα για τις οικονομικές συνθήκες. Οι λίστες αυτές δεν εμπεριέχουν αξιολογήσεις βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα, επίσης εφαρμόζονται επιλεκτικά σε αξιολογήσεις που έχουν τεθεί σε κατηγορίες “CCC”, “CC”, “C” ενώ δεν εφαρμόζονται σε αξιολογήσεις που είναι στην κατηγορία “In Default”.

- Positive (θετικές) χαρακτηρίζονται όταν οι βαθμολογήσεις θα αυξηθούν
- Negative (αρνητικές) χαρακτηρίζονται όταν οι βαθμολογήσεις θα μειωθούν
- Stable (σταθερές) χαρακτηρίζονται όταν οι βαθμολογήσεις δε θα αλλάξουν
- Developing (αναπτυσσόμενες) χαρακτηρίζονται όταν οι βαθμολογήσεις είτε θα αυξηθούν είτε θα μειωθούν
- Not Meaningful (χωρίς νόημα) χαρακτηρίζονται όταν οι βαθμολογήσεις που δεν έχει νόημα ως προς τη μεταβολή τους

2.4 Αμοιβές Οίκων Αξιολόγησης και η σύγκρουση συμφερόντων

Ένα ιδιαίτερος κρίσιμο κομμάτι στην εξέλιξη της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης κατά τον White J. (2010), συνέβη στις αρχές του 1970 και την η αλλαγή από το πρότυπο ότι “ο επενδυτής πληρώνει” (Investor Pays) που είχε ιδρυθεί από τον John Moody το 1909 προς το πρότυπο “ο εκδότης πληρώνει” (Issuer Pays) άνοιξε φυσικά την πόρτα σε πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων. Ένας οίκος αξιολόγησης μπορεί να τείνει προς μία θετική αξιολόγηση, έτσι ώστε να κρατήσει τον εκδότη ευτυχισμένο και να τον αποτρέπει από το να απευθυνθεί σε έναν ανταγωνιστικό οίκο αξιολόγησης στο μέλλον.

Οι λόγοι για αυτή την αλλαγή του επιχειρηματικού μοντέλου δεν έχουν τεκμηριωθεί οριστικά και αρκετές εκδοχές εγείρονται γύρω απ το συγκεκριμένο θέμα. Σύμφωνα με τον Fridson (1999), οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί πρώτον να φοβήθηκαν ότι οι πωλήσεις τους εγχειριδίων αξιολόγησης θα υποστούν από τις συνέπειες εμφάνισης της φωτοτυπικών μηχανημάτων υψηλής ταχύτητας (τα οποία εκείνη την περίοδο μόλις άρχισαν να εισέρχονται ευρεία χρήση) και έτσι θα έδιναν τη δυνατότητα σε πάρα πολλούς επενδυτές να χρησιμοποιούν ελεύθερα την απόκτηση φωτοτυπιών από άλλους επενδυτές.

Δεύτερον και σημαντικότερο η πτώχευση της Penn - Central Railroad το 1970 συγκλόνησε τις αγορές ομολόγων και έκανε στους εκδότες χρεογράφων πιο συνειδητή την ανάγκη να διαβεβαιώσουν τους επενδυτές ομολόγων ότι αυτοί (οι εκδότες) ήταν πραγματικά χαμηλού κινδύνου και ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν τις εταιρείες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, ώστε με την αξιολόγηση που θα λάβουν να μπορέσουν να πείσουν, επ’ αυτού του λόγου, τους επενδυτές. Ωστόσο, το επιχείρημα αυτό είναι δίκικο μαχαίρι, γιατί το ίδιο σοκ θα έπρεπε να είχε γίνει και

για τους επενδυτές όπου θα ήταν πιο πρόθυμοι να πληρώσουν για να μάθουν ποια ομόλογα ήταν πραγματικά ασφαλή και ποια δεν ήταν.

Τρίτον, οι οίκοι αξιολόγησης των ομολόγων ενδεχομένως κάπως καθυστερημένα να συνειδητοποίησαν ότι λόγω των ρυθμιστικών παρεμβάσεων στην αγορά που περιγράφηκαν και στο πρώτο κεφάλαιο οι εκδότες ομολόγων έπρεπε να είχαν, κατά κάποια έννοια την “ευλογία” από ένα ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, προκειμένου να διακρατηθούν τα ομόλογα τους στα χαρτοφυλάκια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και οι εκδότες ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν για αυτό το προνόμιο.

Τέταρτον, οίκοι αξιολόγησης, όπως και πολλές άλλες επιχειρήσεις που συνδέονται με παροχή πληροφοριών, θέλησαν να συμπεριλάβουν “δύο όψεις της αγοράς” όπου δηλαδή οι πληρωμές μπορούν να προέρχονται από έναν ή δύο πλευρές της αγοράς. Για παράδειγμα το μοντέλο αυτό υιοθετήθηκε απ τις εφημερίδες και τα περιοδικά όπου τα έσοδα προέρχονται από μόνο τις συνδρομές των συνδρομητών (όπως το Consumer Reports) μέχρι μόνο από τις διαφημίσεις (όπως το The Village Voice)⁴ και επί της ουσίας να οδηγηθούν σε ένα μείγμα εσόδων. Οι αγορές πληροφοριών για την ποιότητα των ομολόγων έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά, ότι δηλαδή οι πληροφορίες μπορούν να πληρώνονται από τους εκδότες του χρέους τους αγοραστές του χρέους, ή κάποιο συνδυασμό των δύο και το πραγματικό αποτέλεσμα μπορεί μερικές φορές να στραφούν με έναν ιδιότυπο τρόπο.

Παράλληλα, κατά τους Caouette, Altman, Narayanan και Nimmo (2008) υπήρξαν δύο σημαντικά και συναφή χαρακτηριστικά της αγοράς εκδόσεως ομολόγων που βοήθησαν σε αυτή την κατεύθυνση. Πρώτον, υπήρχαν χιλιάδες εταιρικοί και κρατικοί εκδότες ομολόγων. Έτσι, η απειλή από ένα εκδότη, στην περίπτωση που δυσαρεστήθηκε από την αξιολόγηση ενός οίκου, να απευθυνθεί σε έναν άλλο οίκο αξιολόγησης να μην είναι ισχυρή. Δεύτερον, οι εταιρείες και οι κυβερνήσεις, των οποίων το χρέος είχε αξιολογηθεί, ήταν σχετικά διαφανείς οργανισμοί, έτσι ώστε μία προφανώς εσφαλμένη αξιολόγηση θα μπορούσε γρήγορα να εντοπιστεί από άλλους και έτσι δυνητικά να αμαυρώσει την φήμη του οίκου που ανέλαβε την επίσημη αξιολόγησή του.

⁴ White J. L. (2010), “Markets The Credit Rating Agencies”, Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 2—Spring 2010—Pages 211–226

Όσον αφορά τώρα τις αμοιβές των οίκων αξιολόγησης, οι τιμές ποικίλουν, η χρέωση για ένα εταιρικό ομόλογο κυμαίνεται μεταξύ του 0,02% και 0,03% επί της ονομαστικής αξίας του ομολόγου, για όσο διάστημα διαρκεί η αξιολόγηση. Οι χρεώσεις όμως, μεταβάλλονται σημαντικά στην περίπτωση δομημένων ομολόγων και σύνθετων χρεογράφων, όπου μπορεί να φτάσουν ή ακόμα και αν ξεπεράσουν το 0,1% επί της ονομαστικής αξίας. Λόγω της μεγάλης ζήτησης για πιστοληπτικές αξιολογήσεις σε τέτοιου είδους χρεόγραφα, οι οίκοι είδαν μεγάλο μέρος των εσόδων τους, κυρίως προ κρίσης, να προέρχονται από αυτό το κομμάτι της αγοράς. Μάλιστα η σημασία που απέκτησαν τα δομημένα χρεόγραφα για τα έσοδα των οίκων αξιολόγησης οδήγησαν τους τελευταίους σε επιθετικές πρακτικές για αύξηση του κύκλου εργασιών.

Σε αυτό το σημείο έχει ενδιαφέρον να παρατεθεί, σύμφωνα με στοιχεία του Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Ο.Δ.ΔΗ.Χ.), Πίνακας 2.4, το σύνολο των πληρωμών που δόθηκε στους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την ελληνική κυβέρνηση για αξιολογήσεις ομολόγων, ανά νόμισμα, το χρονικό διάστημα 2009-2013, σε περίοδο κρίσης που ταλανίζει την ελληνική οικονομία, ανήλθε σε 1.082.700 ευρώ (EUR), 8.000.000 γιεν Ιαπωνίας (JPY), 401.050 δολάρια (USD) και 325.042,37 λίρες Αγγλίας (GBP). Σημειώνουμε ότι, σε σχέση με το 2010 οι αμοιβές των οίκων αξιολογήσεις από την ελληνική κυβέρνηση μειώθηκαν μεταξύ του 48%-82%.

Πίνακας 2.4

Οι αμοιβές των Οίκων Αξιολόγησης την περίοδο 2009-2013 από την ελληνική κυβέρνηση (ανά νόμισμα)

Έτος	Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings	R&I Ratings
2009	16.500 USD	540.000 EUR	79.340,63 GBP	2.000.000 JPY
2010	280.650 USD	270.000 EUR	79.500 GBP	2.000.000 JPY
2011	2.900 USD	-	84.201,74 GBP	2.000.000 JPY
2012	50.500 USD	135.000 EUR	41.000 GBP	-
2013	50.500 USD	137.700 EUR	41.000 GBP	2.000.000 JPY

Πηγή: Ο.Δ.ΔΗ.Χ.

Ανακεφαλαιώνοντας, η αλλαγή του μοντέλου αμοιβής των οίκων αξιολόγησης οδηγεί αναπόφευκτα σε σκέψεις, αμφιβολίες στο κατά πόσο η βαθμολόγηση των ομολόγων αντικατοπτρίζει τον πραγματικό τους κίνδυνο. Εγείρονται θέματα φερεγγυότητας μιας και οι οίκοι αμείβονται κατ' ουσίας από τους κρινόμενους. Με απλά λόγια οι οίκοι έχουν επομένως το συμφέρον ο βαθμός να είναι καλός για να μπορέσει ο πελάτης τους να εκδώσει μαζικά νέους τίτλους για χρηματοδότηση του χρέους και φυσικά το τμήμα της αμοιβής τους έτσι να είναι μεγαλύτερο. Άλλωστε και πριν από την κρίση των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων στις Η.Π.Α., οι οίκοι σταθερά τα αξιολογούσαν με υψηλότερες βαθμολογίες (AAA), σπρώχνοντας έτσι τους επενδυτές σε αυτά τα δομημένα προϊόντα που εν τέλει αποδείχθηκαν «τοξικά». Αυτό είναι και το αντικείμενο μελέτης του επόμενου κεφαλαίου σχετικά με ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και οι κριτικές που δέχονται.

2.5 Οίκοι Αξιολόγησης και εποπτικές αρχές

Η χρηματοπιστωτική κρίση αποκάλυψε σημαντικές ελλείψεις στην χρηματοπιστωτική εποπτεία αλλά και στην έλλειψη εποπτείας των οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι συνέβαλαν στη δημιουργία της κρίσης με τις εσφαλμένες αξιολογήσεις τους. Ακόμα πάντως και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 δεν υπάρχει ειδική εποπτική αρχή για τον έλεγχο των οίκων αξιολόγησης.

Αρχικά, η πρώτη ουσιαστική κίνηση για να τεθεί μία δέσμη κανονισμών για τους οίκους αξιολόγησης, έγινε απ την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών (Securities and Exchange Commission – SEC), μέσω της διαδικασίας αναγνώρισης των οίκων αξιολόγησης, η οποία περιελάμβανε ελάχιστη επόπτευση, αφήνοντας την αγορά να κάνει την πραγματική αξιολόγηση των ίδιων των οίκων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), μέσω της διαδικασίας αναγνώρισης, απλά ενέκρινε κάποιους οίκους ως Εθνικά Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής Αξιολόγησης (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO), δίνοντας τη δυνατότητα στα Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των οίκων για συμμόρφωση με τους εποπτικούς κανόνες.

Οι πρώτοι οίκοι που αναγνωρίστηκαν κατ ευθείαν ως NRSRO, όπως έχει ήδη αναφερθεί και σε προηγούμενο κεφάλαιο ήταν η Moody's, η Standard & Poor's και η

Fitch. Ήδη απ το 1936 είχε τεθεί στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ως όριο για να διακρατούν ομόλογα, να έχουν αξιολογσει τουλάχιστον ως BBB ή υψηλότερα, από τους οίκους αξιολόγησης. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τη διαδικασία αναγνώρισης NRSRO επιδίωξε να εξασφαλίσει ότι οι τραπεζικοί εκδότες δεν θα βρουν κάποιον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που απλά θα παραδώσει μία βαθμολογία υψηλή χωρίς αυτή να ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και στο κίνδυνο που διέπει το ομόλογο.

Η πιστοποίηση αυτή, ναι μεν δεν ήταν απαραίτητη για τη λειτουργία ενός οίκου αξιολόγησης αλλά είχε βαρύνουσα σημασία για τους επενδυτές, για την εμπιστοσύνη των επενδυτών και κυρίως των θεσμικών επενδυτών για επενδύσεις σε ομόλογα με υψηλή βαθμολογία. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) δεν είχε χορηγήσει πολλές πιστοποιήσεις NRSRO και ήταν ένας από τους λόγους που οδήγησε τους οίκους αξιολόγησης συχνά σε εξαγορές και συγχωνεύσεις μέσα στο πέρασμα των επόμενων δεκαετιών. Ενδεχομένως να λειτουργούσε και ως ένα εμπόδιο εισόδου, δεδομένου ότι χωρίς το πλεονέκτημα της έννοιας του NRSRO, τυχόν επίδοξοι αξιολογητές ομολόγων θα ήταν πιθανό να παραμείνουν μικρής κλίμακας. Οι νέες εταιρείες αξιολόγησης θα κινδύνευαν να αγνοηθούν από τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κατά συνέπεια και από τους εκδότες ομολόγων.

Με την πάροδο του χρόνου, οι ρυθμιστικές αρχές έγιναν όλο και πιο εξαρτώμενοι από τους οίκους NRSRO οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ενδεικτικά μέχρι τον Ιούνιο του 2005 στις Η.Π.Α, υπήρχαν 47 ομοσπονδιακοί κανόνες, και 100 νόμοι του κράτους αναφορικά με αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονταν από NRSRO οίκους.

Στις αρχές του 21^{ου} αιώνα με την κατάρρευση της Enron και της WorldCom όπου οι οίκοι αξιολόγησης είχαν δώσει βαθμολογία, στα ομόλογα των εταιρειών αυτών, ακόμα και λίγες μέρες πριν την πτώχευση τους, υψηλής επενδυτικής ποιότητας, (investment grade) οδήγησε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) να χορηγήσει την πιστοποίηση NRSRO και σε άλλους οίκους αξιολόγησης ως απάντηση και προς την πίεση που ασκήθηκε απ το κογκρέσο. Ενώ το 2006 υπήρξε η ψήφισή της εξαιρετικά σημαντικής μεταρρυθμιστικής πράξης Credit Rating Agency Perform Act (CRARA) που προέβλεπε συγκεκριμένους κανόνες για να λάβει κάποιος νέος οίκος αξιολόγησης την πιστοποίηση NRSRO. Πιο αναλυτικά σύμφωνα με τα όσα αναφέρονται στο σχετικό νόμο (109th Congress 2d Session S3850):

Καθοριζόταν με σαφήνεια η διαδικασία εγγραφής του οίκου ως NRSRO. Αρχικά ο ενδιαφερόμενος οίκος πρέπει να υποβάλλει αίτηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), παραθέτοντας τις διαδικασίες και τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιεί στις εκτιμήσεις του, τις πολιτικές και διαδικασίες που έχει υιοθετήσει ώστε να εμποδίζεται η κακή χρήση των πληροφοριών, την οργανωτική δομή της εταιρείας και τον κώδικα ηθικής της εταιρείας. Παράλληλα, έπρεπε να παραδώσει μία εμπιστευτική λίστα όπου θα αναφέρει τους 20 μεγάλους πελάτες του και τα έσοδα που έχουν προκύψει, με αντίστοιχες γραπτές διαβεβαιώσεις. Ακολούθως, η αίτηση ελέγχεται από την επιτροπή η οποία εντός 90 ημερών οφείλει να παραδώσει το πόρισμά της. Σε περίπτωση που υπάρξει άρνηση για αναγνώριση δίνεται παράταση για την τελική απόφαση η οποία όμως πρέπει να βγει μέσα σε 120 ημέρες.

Επίσης, ένας οίκος που έχει αναγνωριστεί ως NRSRO έχει υποχρέωση να κάνει ανανέωση της αναγνώρισής του εάν αλλάξει κάποιο ουσιώδες χαρακτηριστικό της λειτουργίας του, εκτός εάν πάρει απαλλαγή. Αυτές οι πληροφορίες πρέπει να αναφέρονται στο ετήσιο δελτίο του οίκου. Ακόμα, διενεργείται έλεγχος ότι τηρείται η αρχή της υπευθυνότητας ώστε να διαφυλαχθούν οι εμπιστευτικές πληροφορίες και να εξαλειφθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι η επιτροπή μπορεί να προβεί σε αναστολή της άδειας του οίκου για δώδεκα μήνες αν πέσει στην αντίληψή της ότι θίγονται συμφέροντα των επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, ακυρώνεται η αναγνώριση του οίκου ένα διαπιστωθεί ότι ο οίκος δεν τηρεί τα απαιτούμενα κριτήρια ή εάν ο οίκος έχει υποπέσει σε κάποιο παράπτωμα. Η επιτροπή μπορεί να αναστείλει την αναγνώρισή του οίκου εάν δεν της δίνονται οι απαιτούμενες ετήσιες βεβαιώσεις ή εάν διαπιστωθεί ότι δεν διασφαλίζεται η ακεραιότητα του οίκου. Ένας οίκος μπορεί να τερματίσει οικειοθελώς την αναγνώρισή του με μία γραπτή επιστολή στην επιτροπή.

Σύμφωνα με τους κανονισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) απαγορεύεται ένας οίκος NRSRO να σχεδιάζεται ή να διαφημίζεται από το κράτος των Η.Π.Α. Ακόμα, απαγορεύεται ένας οίκος που δεν έχει την προδιαγραφή NRSRO, να παρουσιάζεται ότι την έχει αποκτήσει. Επί προσθέτως, κάθε αναγνωρισμένος οίκος οφείλει να θεσπίσει και να εφαρμόσει γραπτές πολιτικές διαδικασίες που να διασφαλίζουν την προδιαγραφή NRSRO από την κακή χρήση πληροφοριών. Η επιτροπή έχει ως υποχρέωση να ελέγξει αυτές τις πολιτικές. Η επιτροπή θέτει κανόνες οι οποίοι απαγορεύουν τακτικές ως μη δίκαιες ή εξαναγκαστικές. Για παράδειγμα,

απαγορεύεται να εξαρτάται μία εκτίμηση από έναν διακανονισμό μεταξύ της εταιρείας και του οίκου. Ούτε καν η απειλή για ένα τέτοιο διακανονισμό.

Τέλος, κάθε αναγνωρισμένος οίκος πρέπει να αναθέσει σε κάποιο πρόσωπο τη διαχείριση των πολιτικών διαδικασιών που πρέπει να γίνουν σύμφωνα με την μεταρρυθμιστική πράξη του 2006. Κάθε αναγνωρισμένος οίκος οφείλει να παραδίδει σε εμπιστευτική βάση, τις χρηματοοικονομικές του καταστάσεις στην επιτροπή προς έλεγχο.

Για την αντιμετώπιση θεμάτων σύγκρουσης συμφερόντων και αδιαφάνειας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (SEC) το Δεκέμβριο του 2008 και το Νοέμβριο του 2009 ψήφισε κανονισμούς σχετικά με τους NRSROs που επέβαλλαν περιορισμούς στη σύγκρουση συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν στο πλαίσιο του ισχύοντος επιχειρηματικού μοντέλου. Για παράδειγμα, οι κανόνες αυτοί προβλέπουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα αξιολογούν σύνθετα δομημένα χρεόγραφα στον οποίον το σχεδιασμό θα έχουν βοηθήσει. Επίσης, απαιτείται να μην συμμετέχουν στις διαπραγματεύσεις των αμοιβών. Οι κανόνες αυτοί απαιτούν ακόμα μεγαλύτερη διαφάνεια, για παράδειγμα, θέτουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης πρέπει να δημοσιεύουν λεπτομέρειες σχετικά με τις μεθοδολογίες τους και τις παραδοχές τους.

Σε διεθνές επίπεδο το 2003, η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) θέσπισε έναν κώδικα συμπεριφοράς και αρχών (Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies) και το 2004 έναν αντίστοιχο (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) με τον οποίο οι οίκοι καλούνταν να συμμορφωθούν οικιοθελώς (IOSCO 2003).

Ως πρώτη αρχή (σύμφωνά με το Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies) αναφέρεται η ποιότητα και ακεραιότητα στη διαδικασία αξιολόγησης, όπου η εκτίμηση για μία εταιρεία ή για ένα αξιόγραφο έχει αξία για τους επενδυτές όταν το νόημα της είναι σαφές και η ανάλυσή της κατανοητή για να χρησιμοποιηθεί σε επενδυτικές αποφάσεις όταν αυτά τα χαρακτηριστικά δεν ισχύουν μακροπρόθεσμα, οι οίκοι έχουν ουσιαστικά αποτύχει.

Εν συνεχεία, απαιτείται ανεξαρτησία και αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων. Αν υπάρχουν κάποιες υποψίες από τους επενδυτές ότι οι οίκοι δεν δρουν ανεξάρτητα κι ότι υπόκεινται σε συμφέροντα, τότε βλάπτεται η αγορά ως σύνολο. Με απλά λόγια αυτή η δεύτερη αρχή παρακινεί τους οίκους να προβούν σε τέτοιες ενέργειες ώστε να

μην διακυβεύεται η ανεξαρτησία τους. Ο τρόπος προστασίας της ανεξαρτησίας είναι η δημιουργία μηχανισμών και διαδικασιών που αναγνωρίζουν πραγματικές ή πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων και οι οποίες μετέπειτα τις εξαλείφουν ή τις μειώνουν.

Ακολούθως, η τρίτη αρχή περιλαμβάνει την διαφάνεια και τη χρονική περίοδο ανακοίνωσης των εκτιμήσεων και έχει σχεδιαστεί για να λαμβάνουν οι επενδυτές έγκαιρες πληροφορίες για την εκτίμηση και τις διαδικασίες, μεθοδολογίες και υποθέσεις που έχουν γίνει. Προβλέπει, να ενημερώνονται οι επενδυτές σχετικά με τις βαθμολογίες που είχε εκδώσει ένας οίκος στο παρελθόν και επιπλέον διευκρινίζεται αν μία εκτίμηση είναι ύστερα από αίτημα ή όχι. Και τέλος, με την τέταρτη αρχή προωθείται η συνεργασία των εταιρειών με τους οίκους αξιολόγησης βεβαιώνοντας ότι θα ισχύσουν διαδικασίες με τις οποίες θα προστατεύονται οι εμπιστευτικές πληροφορίες στο πλαίσιο ότι οι οίκοι θα πρέπει να εξετάζουν το ενδεχόμενο ότι ορισμένες πληροφορίες είναι ιδιαίτερα χρήσιμες για τους επενδυτές, επειδή μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης και θα πρέπει να γίνονται γνωστές.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η επόπτευση των οίκων περιορίζεται στη συμμόρφωση με τους παραπάνω κανόνες και ελέγχεται από κάποιες επιτροπές και συγκεκριμένα απ την η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (Committee of European Securities Regulators - CESR) ενώ και η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (Committee of European Banking Supervisors) εμπλέκεται στην επόπτευση. Η ευρωπαϊκή νομοθεσία επιτρέπει τη χρήση βαθμολόγησης από τους οίκους για τον καθορισμό των εποπτικών κεφαλαίων που απαιτούνται από πλευράς τραπεζών. Έτσι, έχει δημιουργηθεί το παράδοξο να γίνονται οι αξιολογήσεις των οίκων αποδεκτές για τον καθορισμό των εποπτικών κεφαλαίων των τραπεζών αλλά να μην υπάρχει επόπτευση των μεθόδων και διαδικασιών αξιολόγησης των οίκων από εθνικές επιτροπές.

Ωστόσο, από την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η Ευρωπαϊκή Ένωση άρχισε να εισάγει μεταρρυθμίσεις με στόχο την καλύτερη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών και την προστασία των επενδυτών. Τη μεγαλύτερη εποπτεία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, ο περιορισμός της σύγκρουσης συμφερόντων, η υποχρέωση των οίκων αυτών για μεγαλύτερη λογοδοσία και η παροχή περισσότερων πληροφοριών στους επενδυτές

Η σημαντικότερη μεταρρύθμιση αναμφίβολα είναι η δημιουργία ανεξάρτητης Ευρωπαϊκής Αρχής Αξιών και Αγορών (European Securities and Market Authority – ESMA) η οποία είναι επιφορτισμένη με τη βελτίωση της προστασίας των επενδυτών

και την προώθηση της σταθερής και εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία ιδρύθηκε την 1 Ιανουαρίου του 2011. Η ESMA συμβάλλει στη ρύθμιση των εταιρειών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με πανευρωπαϊκή εμβέλεια είτε μέσω άμεσης εποπτείας είτε μέσω του ενεργού συντονισμού της εποπτικής δραστηριότητας στα κράτη μέλη.

Η αποτελεσματική ρύθμιση και η εποπτεία είναι παράγοντας ζωτικής σημασίας για την εξασφάλιση και τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των συμμετεχόντων στην αγορά. Για την ενίσχυση των συνθηκών αυτών, δημιουργήθηκε η ESMA ως ανεξάρτητη αρχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης για να βελτιώσει την εναρμόνιση τόσο στους εποπτικούς κανόνες όσο και στις εποπτικές πρακτικές. Διαδραματίζοντας παράλληλα ένα σημαντικό ρόλο στην άμεση εποπτεία χρηματοοικονομικών παραγόντων με πανευρωπαϊκή εμβέλεια και ειδικότερα με τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η έλλειψη εναρμόνισης της χρηματοοικονομικής εποπτείας πριν από και κατά τη διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης ώθησε το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο να ζητήσει τη λήψη μέτρων για μια πιο ολοκληρωμένη ευρωπαϊκή εποπτεία ώστε να διασφαλίζονται πραγματικά ισότιμοι όροι ανταγωνισμού για όλους τους παράγοντες σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης οι οποίοι να αντικατοπτρίζουν την αυξανόμενη ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών της.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας, μέρος του οποίου είναι η ESMA, δημιουργήθηκε για την υπέρβαση των συγκεκριμένων ελλείψεων και για την υλοποίηση ενός συστήματος το οποίο θα συνάδει με τον στόχο μιας σταθερής και ενιαίας χρηματοοικονομικής αγοράς της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και θα συνδέει τις εθνικές αρμόδιες αρχές στο πλαίσιο ενός ισχυρού δικτύου της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Επιπλέον, από την 1η Ιουλίου 2011, η ESMA είναι ο υπεύθυνος φορέας της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την εγγραφή και την εποπτεία των οίκων αξιολόγησης. Από το 2013, η ESMA ασκεί επίσης άμεσες εποπτικές εξουσίες όσον αφορά τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών και συμμετέχει στα εποπτικά σώματα τα οποία εποπτεύουν κεντρικούς αντισυμβαλλομένους. 2011. Καθώς ο αριθμός των εγγεγραμμένων οίκων αξιολόγησης αυξήθηκε σταδιακά, ο ρόλος της ESMA μεταβλήθηκε προοδευτικά από τη διασφάλιση της συνοχής και της συνεκτικότητας, στην αξιολόγηση των αιτήσεων εγγραφής στον παρόντα πολιτικό και εποπτικό ρόλο της για τους οίκους αξιολόγησης.

Ασκώντας την εποπτεία σε συμμετέχοντες στη χρηματοοικονομική αγορά με πανευρωπαϊκή εμβέλεια, η δράση των οποίων μπορεί να έχει αντίκτυπο στην

ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η ESMA συμβάλλει στην αξιοπιστία και στην ασφάλεια των χρηματοοικονομικών αγορών, στηρίζοντας με τον τρόπο αυτό την προστασία των επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2007, Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

3.1 Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 ξεκίνησε από την αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime loans). Δάνεια δηλαδή που δόθηκαν σε αφερέγγυους δανειολήπτες με χαμηλό εισόδημα, οι οποίοι αδυνατούσαν να τα αποπληρώσουν και υπό κανονικές συνθήκες δε θα έπρεπε να λάβουν στεγαστικά δάνεια. Τα τελευταία χρόνια πριν την κρίση, χαρακτηρίστηκαν από χαμηλά επιτόκια που οδήγησαν σε μία ραγδαία πιστωτική επέκταση, παράλληλα με τη χαλάρωση της αυστηρότητας στους κανόνες που διέπουν την πιστοληπτική αξιολόγηση στις ΗΠΑ. Ως άμεση συνέπεια, τεράστια ποσά χορηγήθηκαν για στεγαστικά δάνεια υψηλού ρίσκου, σε αφερέγγυους δανειολήπτες με απόρροια του αφειδούς δανεισμού οι συνεχείς αυξήσεις των τιμών κατοικιών.

Όταν τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται, και οι τιμές των κατοικιών να μειώνονται, πολλοί δανειολήπτες βρέθηκαν στη δύσκολη θέση να αδυνατούν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις αποπληρωμής των δανείων τους. Η κρίση στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου (subprime mortgage loans) επεκτάθηκε στα ομόλογα, υποθηκευμένα με άλλα χρεόγραφα (collateralized debt obligations), και στις εταιρείες ασφάλισης και αντασφάλισης χρεογράφων, δημιουργώντας τελικά χρηματοπιστωτική ασφυξία, που έλαβε υπέρμετρα μεγάλες διαστάσεις με απρόβλεπτες πλέον συνέπειες.

Παραδοσιακά, ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων των στεγαστικών δανείων, στην ουσία ο πιστωτικός κίνδυνος αφορούσε την τράπεζα που είχε χορηγήσει το δάνειο. Όμως μέσω του μηχανισμού της τιτλοποίησης, δηλαδή της μετακίνησης στεγαστικών δανείων από τον ισολογισμό των εμπορικών και αποταμιευτικών

τραπεζών στους ισολογισμούς άλλων διαμεσολαβητικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ο πιστωτικός κίνδυνος που συνδεόταν με αυτά τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, διοχετεύτηκε στις ευρύτερες χρηματοοικονομικές αγορές,

Από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, η αξιοπιστία των τριών μεγάλων οίκων αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's και Fitch), είχε πληγεί αρνητικά δεδομένου ότι οι πρακτικές βαθμολογίας τους βρέθηκαν να είναι στο επίκεντρο της κρίσης, εξαιτίας της πλημμελούς διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου σύνθετων δομημένων προϊόντων που οδήγησαν εν τέλει στην παραπλάνηση των επενδυτών. Η χρήση του όρου «πρόσφατη» κρίση (και όχι «τρέχουσα» κρίση) έχει επιλεγεί, σύμφωνα με τον Γκόρτσο Χρ. (2012), καθώς η κρίση αυτή εκτείνεται στο χρονικό διάστημα της τριετίας 2007-2009. Αυτό δεν αναιρεί το γεγονός ότι σε ορισμένα κράτη η κρίση του τραπεζικού συστήματος συνεχίζει να υφίσταται έκτοτε, ούτε το γεγονός ότι σε ορισμένες περιπτώσεις (όπως χαρακτηριστικά στην Ελλάδα) οι τρέχουσες δυσλειτουργίες του τραπεζικού συστήματος αποτελούν απόρροια της δημοσιονομικής κρίσης που ανέκυψε δευτερογενώς, στην εκδήλωση της οποίας συνέβαλε, εν πολλοίς και η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση.

Στον παρόν κεφάλαιο, αρχικά αναλύονται περιληπτικά η διαδικασία της τιτλοποίησης και η έννοια των δομημένων ομολόγων, εν συνεχεία παρουσιάζονται τα αίτια της κρίσης αλλά και το πώς ξεκίνησε. Ακόμα εξετάζεται ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και στην κρίση χρέους στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδας. Η κρίση, η οποία ταλανίζει την Ελλάδα είναι ένα σύνθετο φαινόμενο, το οποίο οφείλεται σε πολύ μεγάλο βαθμό στα χρόνια δομικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και λιγότερο ως απόρροια της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007.

Η κρίση χρέους στην Ελλάδα, έκανε την εμφάνιση της στα μέσα του 2010 όταν πλέον είχε καταστεί γνωστό ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας ήταν σε επίπεδα πολύ πάνω από αυτά που θα καθιστούσαν το δημόσιο χρέος βιώσιμο και πλέον η ελληνική κυβέρνηση αδυνατούσε να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους. Αποτέλεσμα ήταν ο άμεσος κίνδυνος στάσης πληρωμών του Ελληνικού Δημοσίου. Με τους οίκους αξιολόγησης να ακολουθούν με ραγδαίες υποβαθμίσεις των ελληνικών ομολόγων, τοποθετώντας ακόμη και στη χαμηλότερη βαθμίδα βαθμολόγησης, οξύνοντας περαιτέρω το ήδη υπάρχον

πρόβλημα. Δείχνοντας και με τον πλέον σαφή τρόπο τις εγγενείς αδυναμίες της νομισματικής ένωσης.

3.2 Η τιτλοποίηση και τα δομημένα ομόλογα

Προκειμένου οι τράπεζες να αυξάνουν ολοένα και περισσότερο τη ρευστότητά τους, και κατ' επέκταση τις δυνατότητες χορήγησης περισσότερων δανείων, άρχισαν να τιτλοποιούν τα ενυπόθηκα δάνεια που είχαν χορηγήσει και να δημιουργούν ομόλογα, τα οποία πουλούσαν στη συνέχεια. Η τιτλοποίηση/χρεογραφοποίηση (securitization) πήρε την ονομασία της από το γεγονός ότι τα χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την άντληση κεφαλαίων, είναι οι τίτλοι χρέους.

Ουσιαστικά τιτλοποίηση είναι η διαδικασία βάσει της οποίας δάνεια ή γενικότερα χρηματοδοτήσεις και συναφή στοιχεία ενεργητικού τραπεζών και λοιπών επιχειρήσεων ομαδοποιούνται σε μία “δεξαμενή” (pool) και τυποποιούνται, ώστε να αποτελούν τη βάση για τη δημιουργία τίτλων ή χρεογράφων ικανών να πουληθούν σε δευτερογενή αγορά σε ενδιαφερόμενους επενδυτές. Δημιουργώντας κατ' αυτόν τον τρόπο μία εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων για τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα. (Αγγελόπουλος Π. 2013). Η τιτλοποίηση δανείων, αποτελεί μια σύνθετη χρηματοοικονομική διαδικασία που περιλαμβάνει το πακετάρισμα (bundling) διαφορετικών κατηγοριών δανείων και την επαναδόμηση τους σε σύνθετα επενδυτικά εργαλεία, σε ένα ευρύτερο χαρτοφυλάκιο «διασφαλισμένων τίτλων έναντι παγίων» (Asset Backed Securities-ABS). Το οποίο βοήθησε τις τράπεζες να απαλλάσσονται από το ρίσκο και δημιούργησε αυξημένη και μη ελεγχόμενη ρευστότητα, η οποία αύξησε τη δυνατότητα δανειοδοτήσεων.

Οι νέοι τίτλοι που δημιουργούνταν παίρνουν διάφορες ονομασίες ανάλογα με τη μορφή των περιουσιακών στοιχείων της δεξαμενής (pool) των συγκεντρωμένων στοιχείων, στην οποία αντιστοιχούν.

Τα Mortgage – Backed Securities (MBS), αναφέρονται στην τιτλοποίηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Πραγματοποιείται μία συγκέντρωση μιας ομάδα μεμονωμένων δανείων, η δημιουργία μιας δεξαμενής (pool), μετατρέποντας τους τίτλους τα οποία εξασφαλίζονται από τις απαιτήσεις κατά των στοιχείων του ενεργητικού του ενυπόθηκου οφειλέτη. Οι τίτλοι αυτοί αναφέρονται ως Mortgage – Backed Securities (MBS).

Ο όρος Collateralized Debt Obligations (CDO), χρησιμοποιείται αρκετές φορές ως ένας πιο γενικός όρος που ενσωματώνει τις περισσότερες μορφές τίτλων που εκδίδονται κατά την τιτλοποίηση. Βασίζονταν σε «εγγυημένες υποχρεώσεις χρέους», είναι μια μορφή μη ρυθμισμένων νομοθετικά χρεογράφων εγγυημένων δανείων και δομημένων επενδυτικών προϊόντων που παράγονται από την τιτλοποίηση ομάδας ομοειδών στοιχείων. Παράλληλα όμως, ενσωμάτωναν το κάθε μορφής ρίσκο που ενείχαν τα δάνεια που είχαν δοθεί, και από τα οποία προέρχονταν. Τα CDO περιείχαν βέβαια κατά ένα μεγάλο ποσοστό και ομόλογα χαμηλού ρίσκου, έτσι ώστε να είναι δυνατό μπορούν να αξιολογηθούν ως υψηλής αξιοπιστίας (κατηγορίας AAA) από τους οίκους αξιολόγησης, με λίγη καλή θέληση. Έτσι τα CDO τροφοδότησαν με ρευστό την αγορά.

Αυτά τα στοιχεία (δάνεια) διαχωρίζονταν από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, τα οποία αποτιμούν την αξία τους σε διαφορετικά μερίδια (τίτλους). Τα πρωτεύοντα μερίδια βαθμολογούνται με AAA, τα μεσαία μεταξύ AA και BB, ενώ τα κεφαλαιακά μερίδια παραμένουν χωρίς βαθμολογία. Μεγαλύτερο κίνδυνο ενσωματώνουν τα τελευταία στη σειρά παραγωγής χρεόγραφα, τα οποία απολαμβάνουν και μεγαλύτερων αποδόσεων. Πολλοί αναλυτές και αρθρογράφοι «κατηγόρησαν» τα συγκεκριμένα χρεόγραφα ως μία από τις κύριες αιτίες για τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 λόγω της πολυπλοκότητάς τους και την αδυναμία των οίκων αξιολόγησης να τα αποτιμήσουν στη σωστή τους βάση. Τα CDO αν και πρωτοεμφανίστηκαν το 1980, η εκρηκτική αύξηση του μεγέθους της αγοράς τους σημειώθηκε τη δεκαετία του 2000 και ειδικότερα κορυφώθηκε το 2007, όταν το δεύτερο τρίμηνο της χρονιάς εκείνης εκδόθηκαν 178,6 δις δολάρια σε CDO.

Το χαρτοφυλάκιο των ομολόγων αυτών (CDO) αποτελεί σύνθεση τριών κατηγοριών (tranche) οφειλών, διαφορετικού ρίσκου και απόδοσης:

α) της senior tranche, με το μικρότερο ρίσκο (και μικρότερη απόδοση), αλλά με την υψηλότερη αξιολόγηση και προτεραιότητα, αναφορικά με την πραγματοποίηση των πληρωμών στους επενδυτές.

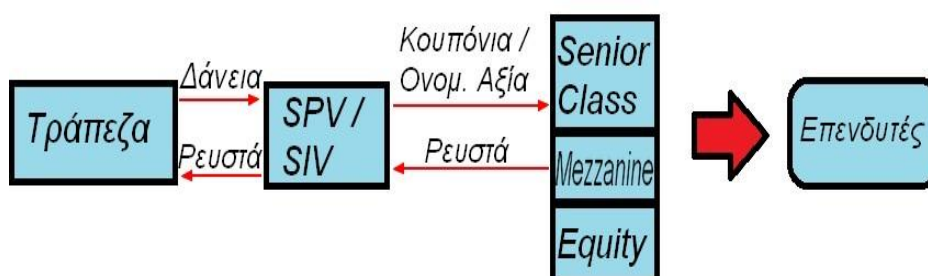
β) της mezzanine tranche, με μεγαλύτερο ρίσκο (και απόδοση), αλλά χαμηλότερης αξιολόγησης

γ) της equity tranche που έχει το μεγαλύτερο ρίσκο (και τη μεγαλύτερη απόδοση) και συνήθως δεν αξιολογείται πιστωτικά, δηλαδή δεν έχει συγκεκριμένο επιτόκιο. Όσοι επενδυτές αγοράζουν ομόλογα αυτής της κατηγορίας, πληρώνονταν μόνο όταν και ένα ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις των δύο παραπάνω κατηγοριών ομολόγων.

Κατά συνέπεια, η κατηγορία αυτή υπέστη πρώτη τις συνέπειες των προβλημάτων που εμφανίσθηκαν και αφορούσαν τις δυσκολίες στην πληρωμή των τοκοχρεολυσίων δανείων χαμηλής εξασφάλισης.

Κάθε κατηγορία ομολόγων απευθύνονταν σε διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών. Σε ομόλογα της κατηγορίας equity tranche επενδύονταν κυρίως hedge funds, δηλαδή διεθνή κερδοσκοπικά κεφάλαια που επιδιώκουν υψηλές αποδόσεις των επενδύσεών τους, αδιαφορώντας σχεδόν για το ρίσκο.

Σχήμα 3.1
Απλοποιημένο διάγραμμα λειτουργίας δομής CDO



Πηγή: Σπαρτιώτης Δ., Στουρνάρας Γ. (2010)

Το Σχήμα 3.1 παρουσιάζει σε απλοποιημένη μορφή τον τρόπο λειτουργίας μιας δομής CDO. Στην αρχή της δομής εμφανίζεται η τράπεζα ή κάποιο άλλο Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα (Originator), το οποίο αποφασίζει να πουλήσει ή να μεταφέρει εκτός του ισολογισμού μία ομάδα απαιτήσεων – δανείων στην περίπτωση μας. Οι απαιτήσεις πωλούνται ή μεταφέρονται εμμέσως σε μία εταιρία ειδικού σκοπού (special purpose vehicle ή structured investment vehicle) η οποία διαχειρίζεται τις απαιτήσεις αυτές. Ουσιαστικά λειτουργεί ως μεσάζοντας για την ολοκλήρωση της συναλλαγής. Το SPV πωλεί τους τίτλους στο επενδυτικό κοινό. Πριν από την πώληση όπως ήδη έχει αναφερθεί, οι τίτλοι χωρίζονται σε τρεις γενικές κατηγορίες/στρώματα (tranches) με συγκεκριμένη διαδικασία βάσει πιστωτικού κινδύνου. Κάθε κατηγορία πληρώνει διαφορετικό κουπόνι και ο επενδυτής επιλέγει τον κίνδυνο που είναι πρόθυμος να λάβει. Για παράδειγμα η ανώτερη κατηγορία μπορεί να έχει βαθμολόγηση AAA και κουπόνι Libor +30bps, με το 65% των

απαιτήσεων του χαρτοφυλακίου αναφοράς να δεσμεύονται για την εξυπηρέτηση των χρηματοροών.

Οι οίκοι αξιολόγησης (Credit Rating Agencies) αξιολογούσαν πιστωτικά τους επενδυτικούς τίτλους CDOs, και οι εταιρείες ασφάλισης ενυπόθηκου χρέους (Mortgage insurers, Bond insurers), παρείχαν εγγυήσεις περί των περιοδικών πληρωμών των οφειλόμενων τόκων και κεφαλαίου. Οι εκδιδόμενοι τίτλοι που αγοράζονταν από μια επενδυτική τράπεζα (Investment Bank), η οποία αναλάμβανε να καθορίσει την τιμή με την οποία οι τίτλοι θα προωθούνταν στην επενδυτική αγορά, όσο και την πώλησή τους σε επενδυτές (ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία, (hedge funds), καθώς επίσης και τη διακράτηση των τίτλων μέχρι την πώλησή τους.

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, (Βούλγαρης, Τριανταφυλλόπουλος, 2009), οι τράπεζες δεν διακρατούσαν τις υποθήκες στα χαρτοφυλάκιά τους, αλλά τις προωθούν σε εταιρείες-χρηματιστές, οι οποίοι τις μετέτρεπαν σε ομόλογα CDOs, τα οποία πουλούσαν σε θεσμικούς επενδυτές. Με την τιτλοποίηση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειώνονταν ο κίνδυνος που προέρχονταν από τις υποθήκες των δανείων που παρείχαν οι τράπεζες. Στην ουσία, ο κίνδυνος αυτός μεταθέτονταν από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που τον γνώριζαν, σε άλλους, που δεν τον γνώριζαν.

Η τιτλοποίηση πάσης φύσεως δανείων και εν γένει υποχρεώσεων, έγινε μια πάγια, αν όχι υποχρεωτική τακτική των δανειοδοτών. Επινοήθηκαν και άλλοι, νέοι μηχανισμοί για την παραγωγή δευτερογενών CDOs: τα αρχικά CDOs διασπώνταν και δημιουργούνταν νέα, από τη μίξη των επιμέρους στοιχείων των πρώτων, και μεταπωλούνταν. Τελικά, ακόμη και τα χρεόγραφα που ήταν χαμηλής αξιολόγησης, «αναδομούνταν» και επαναξιολογούνταν ως υψηλότερης αξιοπιστίας προϊόντα.

Πλέον της αγοράς ομολόγων, δημιουργήθηκε επίσης μια τεράστια αγορά ασφαλιστηρίων συμβολαίων Credit Default Swaps (CDS) επί των CDO. Δηλαδή επρόκειτο για της δημιουργία ενός είδους συμβολαίου ασφάλισης έναντι του πιστωτικού κινδύνου των CDO. Τα συμβόλαια αυτά αποτελούσαν αντικείμενο αγοραπωλησιών, και μάλιστα χωρίς την ενημέρωση του αρχικού εκδότη των CDO, και ουσιαστικά μετέφεραν τον κίνδυνο μιας μορφής δανεισμού σε άλλη, εκείνη της αγοράς ασφαλίσεων. Συνήθως επρόκειτο για το προϊόν μιας συνεργασίας μεταξύ μιας τράπεζας που μεταβίβαζε τον πιστωτικό κίνδυνο των CDO για ένα χρονικό διάστημα

σε μια άλλη, έναντι μιας συμφωνημένης ετήσιας αμοιβής, ανάλογης με το ύψος αυτού του κινδύνου, αλλά οπωσδήποτε πολύ υψηλής.

3.3 Το έναυσμα και τα αίτια της κρίσης

Είναι λοιπόν προφανές, όπως χαρακτηριστικά επισημαίνεται από τους Βούλγαρη, Τριανταφυλλόπουλο (2009), ότι με βάση την τιτλοποίηση εξαιρετικά επισφαλών δανείων που παρέχονταν αρχικά, δημιουργήθηκαν δευτερογενείς αγορές, οι οποίες ουσιαστικά διαπραγματεύονταν αυτές τις επισφάλειες. Σε κάθε μια από αυτές τις αγορές η κερδοσκοπία γιγαντώθηκε, αυξάνοντας δραματικά το συνολικό πιστωτικό κίνδυνο. Η κατάρρευση του «πύργου από τραπεζοχάρτα» ήταν σχεδόν προδιαγεγραμμένη. Εφόσον οι αγορές ακινήτων ακολουθούν κυκλική πορεία, η πτώση ήταν αναπόφευκτη, αν και τα διάφορα χρηματοοικονομικά τεχνάσματα που εφευρέθηκαν, παρέτειναν την εκδήλωσή της.

Όταν οι τιμές των κατοικιών έπαψαν να αυξάνονται, και αντίθετα, μειώνονταν, εμφανίστηκαν και τα πρώτα σημαντικά προβλήματα στην αναχρηματοδότηση των δανείων χαμηλής εξασφάλισης. Οι αγοραστές κατοικιών δεν μπορούσαν, όπως κατά το πρόσφατο παρελθόν, να δανεισθούν προκειμένου να αναχρηματοδοτήσουν το δάνειό τους, επωφελούμενοι τη θετική μεταβολή της αξίας του ακινήτου τους, αφού αυτή ήταν πλέον αρνητική. Σύναμμα με το γεγονός ότι η αξία του ακινήτου μπορούσε να ήταν χαμηλότερη από αυτή του δανείου. Ως εκ τούτου, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παρουσίασαν σημαντικές ζημιές στον τομέα των στεγαστικών δανείων αφού αυτά δεν αποπληρώνονταν ενώ σημειώθηκαν οι πρώτες χρεοκοπίες επενδυτικών τραπεζών αλλά και hedge funds, τα οποία αποτελούσαν την κινητήρια δύναμη των αγορών CDO υψηλού ρίσκου. Τα CDO δεν αποτελούσαν πλέον παρά ηλεκτρονικές εγγραφές χωρίς αντίκρισμα. Ως εκ τούτου, οι τράπεζες κατέγραψαν πολύ υψηλές ζημιές. Φυσικά, δεν επρόκειτο πλέον μόνο για αμερικανικές τράπεζες, αλλά για όλες τις ανά την υφήλιο τράπεζες που συμμετείχαν στην αγορά CDO.

Αποτέλεσμα των παραπάνω εξελίξεων ήταν η εκδήλωση ασφυκτικών πιέσεων στο τραπεζικό σύστημα, αφού η κεφαλαιακή του βάση (τα ακίνητα) είχε χάσει τεράστιο μέρος της αξίας της. Η «μόλυνση» όλων των δραστηριοτήτων των τραπεζών από τα «τοξικά ομόλογα» καθιστούσε εξαιρετικά δύσκολη την εκτίμηση του ρίσκου στο οποίο αυτές είχαν εκτεθεί. Αφού δεν ήταν βέβαιες για τη δική τους κατάσταση,

λογικό ήταν να είναι δύσπιστες σχετικά με την έκθεση σε κινδύνους των άλλων τραπεζών. Ως εκ τούτου, προκειμένου να διατηρήσουν την ήδη μικρή τους ρευστότητα, ο διατραπεζικός δανεισμός πάγωσε. Οι εξαιρετικές δυσκολίες στη χορήγηση νέων δανείων, επιπλέον των μεγάλων ζημιών που ήδη είχαν καταγραφεί στους ισολογισμούς τους, οδήγησε τις τράπεζες σε μεγάλες απώλειες του ενεργητικού τους. Κάτι που οδήγησε τις εθνικές κυβερνήσεις να προχωρήσουν άμεσα στην εγγύηση των καταθέσεων προκειμένου να αποφευχθούν μαζικές αναλήψεις μετρητών από τις τράπεζες ή ακόμη και στην εθνικοποίηση των τραπεζών, αναλαμβάνοντας τη διαχείριση και τις ζημιές τους. Όμως τα μέτρα αυτά, δεν ήταν αρκετά για να ανακόψουν, όπως αποδείχθηκε, την κατάρρευση πολλών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, κυρίως στις ΗΠΑ και τα σοβαρά προβλήματα των τραπεζών ανά τον κόσμο.

Όσον αφορά τα αίτια που οδήγησαν σε αυτήν τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, όπως αναφέρεται από τον Χαρδούβελη Γ. (2011), μπορούν να διαχωριστούν σε μακροοικονομικούς και χρηματοοικονομικούς παράγοντες. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι ακόλουθοι παράγοντες:

α) Η ανισορροπία ανάμεσα στις χώρες του πλανήτη όσον αφορά το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης, που εκδηλώθηκε με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες οδήγησαν σε μεταφορά κεφαλαίων από την Ασία προς τις ΗΠΑ, δηλαδή σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια στις ΗΠΑ. Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια έδωσαν ώθηση στις ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα.

β) Η φούσκα των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία η οποία, αν και προβληματίσε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί. Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006, και έκτοτε οι τιμές άρχισαν να πέφτουν. Η πτώση των τιμών των κατοικιών οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε απλώς να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν από το σπίτι. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.

γ) Η πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις ΗΠΑ και στις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι πολίτες ορθολογικοί στην οικονομική συμπεριφορά τους. Σημειώσατε ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είχε καταλήξει να αποτελεί δόγμα, το οποίο σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε υψηλού ρίσκου επενδύσεις, χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο.

δ) Οι εποπτικές αρχές, φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί και αυτές την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο πρόην επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve) Alan Greenspan, όπως φαίνεται από τις απαντήσεις που έδωσε στην εξέταση του αμερικανικού Κογκρέσου για την κρίση στις 23 Οκτωβρίου 2008. Συνέπεια αυτού ήταν η απορρύθμιση, δηλαδή η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30.

Στους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που προξένησαν την κρίση, καταλυτικό ρόλο έπαιζαν, οι ακόλουθοι:

α) Η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο, που συνέβαλαν στην αύξηση των τιμών των κατοικιών. Ο Rajan (2010), στο πρόσφατο βιβλίο του, θεωρεί ότι η άκρατη αύξηση του τραπεζικού δανεισμού ενθαρρύνθηκε από τους πολιτικούς στις ΗΠΑ, ως αντίδοτο στη διευρυνόμενη ανισοκατανομή του εισοδήματος και στην οικονομική στασιμότητα και αποδυνάμωση της μεσαίας τάξης.

β) Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων, με πολύπλοκους δομημένους τίτλους που είχαν διαφορετικές ονομασίες και εκφάνσεις, όπως τα Collateralized Debt Obligations (CDO). Τους τίτλους αυτούς λίγοι καταλάβαιναν σε βάθος και μπορούσαν να τους τιμολογήσουν σωστά, ενώ οι αξιολογικοί οίκοι τους παρείχαν υψηλές βαθμολογήσεις. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν εκείνες που κυρίως διακρατούσαν το «equity tranche» των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.

γ) Η νέα κερδοσκοπική κουλτούρα στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων. Οι αμοιβές των στελεχών σε όλες τις βαθμίδες συνδέονταν με τα βραχυχρόνια έσοδα, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος, ούτε οι μακροχρόνιες επιδόσεις. Αυτή η πρακτική ήταν στενά συνδεδεμένη με την επικράτηση της αντίληψης περί αποτελεσματικότητας της αγοράς και ορθολογικών προσδοκιών.

δ) Οι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός ότι οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Οι οίκοι αυτοί άργησαν να καταλάβουν ή να ενστερνιστούν το μέγεθος του προβλήματος, προφανώς επηρεαζόμενοι από την κερδοφορία που έφερναν οι αξιολογήσεις των τιτλοποιήσεων.

ε) Η υψηλή μόχλευση, που σημαίνει λιγιστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Μάλιστα, ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων υγιών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πίεζαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμη περισσότερο προς τα κάτω. Η απομόχλευση, δηλαδή η άρνηση στην ουσία νέου δανεισμού στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που επένδυναν για ίδιο λογαριασμό με δανεικά κεφάλαια, έπαιξε τον κυριότερο ρόλο στην επέκταση της κρίσης πέραν του στενού χώρου των δανείων subprime σε όλες τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

3.4 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην πρόσφατη κρίση

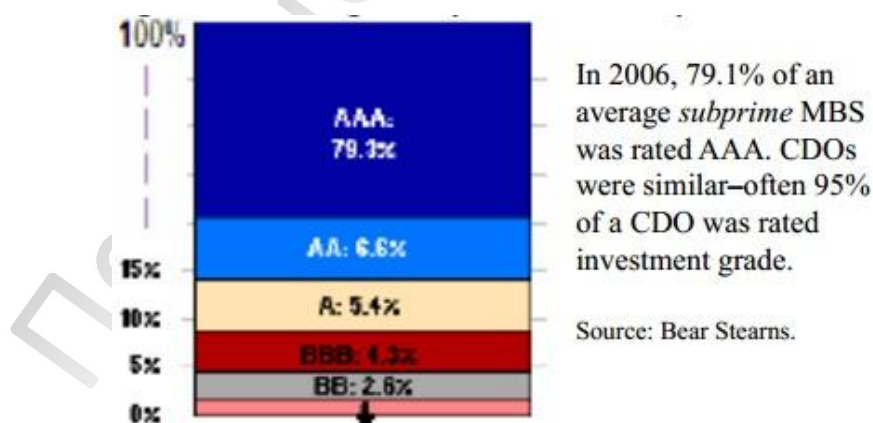
Οι οίκοι αξιολόγησης, ως διαμεσολαβητές πληροφόρησης, παίζουν σημαντικό ρόλο στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η θεσμική κατοχύρωσή τους σε συνδυασμό με την έκθεσή τους σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο, έπαιξε σημαντικό ρόλο στην εμφάνιση της κρίσης.

Ήδη από τα μέσα του 2006 ήταν εμφανές ότι η αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime) βρισκόταν υπό πίεση καθώς αρκετοί δανειολήπτες και εταιρείες παροχής στεγαστικών δανείων αντιμετώπιζαν πρόβλημα και όπως επισημαίνεται από τους Kalhoefer C., Hasan M. (2011), οι παρατηρητές της αγοράς είχαν επικρίνει το ρόλο των οίκων αξιολόγησης ως σημαντικό παράγοντα για την εξέλιξη και τη σοβαρότητα της κρίσης των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, επειδή οι οίκοι συνέβαλαν στην τεράστια ανάπτυξη της αγοράς δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, συνδεδεμένων με αυτά τα δάνεια υψηλού κινδύνου.

Οι οίκοι αξιολόγησης όντας οι κύριοι βαθμολογητές των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, των Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (CDOs), που υποστηρίζονταν από στοιχεία ενεργητικού αμφίβολης ποιότητας, όπως τις πιστώσεις subprime, έχουν κατηγορηθεί για δημοσίευση υπερβολικών αξιολογήσεων για τα πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Οι υπερβολικές αυτές αξιολογήσεις, γίνονται εύκολα αντιληπτές από το ακόλουθο Σχήμα 3.2, όπου το 2006, το έτος δηλαδή πριν την εμφάνιση της κρίσης, το 79,1% των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, μέσω του μηχανισμού της τιτλοποίησης τα χρεόγραφα που εκδίδονταν, ελάμβαναν βαθμολόγηση AAA, την υψηλότερη δυνατή βαθμολόγηση ενώ το σχεδόν το 95% χαρακτηριζόταν ως επενδυτικού βαθμού (investment grade).

Σχήμα 3.2

Ο μέσος όρος βαθμολόγησης των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου



Πηγή: Bear Stearns

Ο προβληματικός ρόλος των οίκων αξιολόγησης έγκειται στο ότι η υψηλή βαθμολογία των CDO, μέχρι AAA, αφενός δεν αντικατόπτριζε τον πραγματικό

κίνδυνο και αφετέρου άρχισε να υποβαθμίζεται δραματικά από κάποια στιγμή και έπειτα σαν μία φούσκα. Δεδομένου ότι η απόδοση των τμημάτων (tranches) CDO εξαρτάται από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων τους, ως εκ τούτου, όταν η πλειοψηφία, αν όχι το σύνολο, των δανειοληπτών υψηλού κινδύνου άρχισαν να μην αποπληρώνουν τα ενυπόθηκα δάνεια τους, οι οίκοι αξιολόγησης δεν είχαν πλέον καμία άλλη επιλογή από το να υποβαθμίσουν γρήγορα τα CDO που ήταν συνδεδεμένα τα δάνεια αυτά, δημιουργώντας ένα συστημικό πανικό σε όλο τον κόσμο και σε μια αλυσιδωτή αντίδραση από ανεπιθύμητα συμβάντα, που οδήγησαν σε μια συστημική κρίση. Και εν τέλει σε μία κρίση εμπιστοσύνης στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα

Οι επενδυτές στην αγορά προσδοκούν ότι οι αξιολογήσεις των οίκων είναι πάντοτε επίκαιρες και πέραν τούτου ότι είναι και σχετικά σταθερές. Στο τέλος του 2006 η Moody's επανεξέτασε την πιστοληπτική διαβάθμιση κάποιων CDO τα οποία είχε αξιολογήσει στην αρχή του ίδιου έτους ενώ τον Φεβρουάριο του 2007 και η S&P έθεσε υπό επιτήρηση κάποια χρεόγραφα που είχε αξιολογήσει ένα χρόνο νωρίτερα. Στη συνέχεια οι οίκοι προχώρησαν σε υποβαθμίσεις. Από το 2005 μέχρι το τέλος του 2007 το 66% των αξιολογήσεων της S&P για CDO που βασιζόταν σε ABS (Asset-Backed Securities) αφορούσε σε υποβαθμίσεις ενώ ένα 44% των αξιολογήσεων αυτών αφορούσε σε υποβαθμίσεις από επενδυτική σε κερδοσκοπική κατηγορία (fallen angels). Οι επανεξετάσεις της πιστοληπτικής διαβαθμίσεις προϊόντων που είχαν πουληθεί σε επενδυτές συνεχιστήκαν και το 2008: το πρώτο τρίμηνο του έτους υποβαθμίστηκαν συνολικά 4500 δομες CDO. Αυτά τα στατιστικά στοιχεία κατά τους Σπαρτιώτη Δ. και Στουρνάρα Γ. (2010) για τις υποβαθμίσεις χρεογράφων CDO δημιουργούν έκπληξη και απορία.

Πίνακας 3.1

Πιθανότητες μετάβασης μέσα σε ένα χρόνο (Standard & Poor's)

original rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
AAA	93.66	5.83	0.40	0.08	0.03	0.00	0.00	0.00
AA	0.66	91.72	6.94	0.49	0.06	0.09	0.02	0.01
A	0.07	2.25	91.76	5.19	0.49	0.20	0.01	0.04
BBB	0.03	0.25	4.83	89.26	4.44	0.81	0.16	0.22
BB	0.03	0.07	0.44	6.67	83.31	7.47	1.05	0.98
B	0.00	0.10	0.33	0.46	5.77	84.19	3.87	5.30
CCC	0.16	0.00	0.31	0.93	2.00	10.74	63.96	21.94
Default	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00

Πηγή: <http://www.atimes.com>

Παράλληλα, διερωτάται κανείς για την ποιότητα της μεθοδολογίας αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκε ώστε να αποφασιστεί η πιστοληπτική βαθμολόγηση ενός χρεογράφου. Όταν το φθινόπωρο του 2007 η Moody's υποβάθμισε 691 χρεόγραφα που είχε αξιολογήσει μόλις ένα χρόνο νωρίτερα τα 78 από αυτά είχαν πιστοληπτική αξιολόγηση A πριν από την υποβάθμιση και ιστορικά η πιθανότητα να συμβεί κάτι τέτοιο είναι μικρή ενώ η συχνότητα με την οποία υποβαθμίστηκαν τα χρεόγραφα AAA στην πρόσφατη κρίση ήταν άνευ προηγουμένου. Επίσης το γεγονός ότι κατά την πρόσφατη κρίση ορισμένα χρεόγραφα AAA ξέπεσαν στην κερδοσκοπική κατηγορία μέσα σε διάστημα 1-2 χρονών είναι κάτι που ούτε οι πιθανότητες μετάβασης στις κλίμακες βαθμολογίας όπως αυτές υφίστανται πριν την κρίση (1980-2005) από την Standard & Poor's, στον παραπάνω Πίνακα 3.1 και στον Πίνακα 3.2 όπου εμφανίζονται οι πιθανότητες μετάβασης σε καθεστώς χρεοκοπίας μέσα στα επόμενα έτη (1 έως 5 έτη) με βάση τα στοιχεία πριν την εμφάνιση της κρίσης από την Moody's και την Standard & Poor's αλλά ούτε και τα ιστορικά στοιχεία πτώχευσης (Διάγραμμα 3.1) μπόρεσαν να προβλέψουν.

Πίνακας 3.2

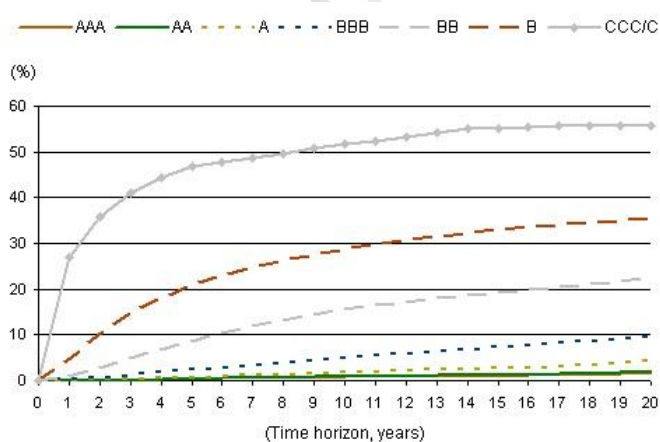
Πιθανότητες μετάβασης σε καθεστώς χρεοκοπίας στα επόμενα χρόνια (1-5)

S&P	Moody's	1 Year	1 Yr SD	3 Year	3 Yr SD	5 Year	5 Yr SD
AAA	Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.07%
AA	Aa	0.01%	0.01%	0.04%	0.02%	0.18%	0.06%
A	A	0.02%	0.01%	0.22%	0.04%	0.47%	0.08%
BBB	Baa	0.18%	0.03%	0.93%	0.10%	1.94%	0.19%
BB	Ba	1.20%	0.08%	5.57%	0.30%	10.21%	0.53%
B	B	5.23%	0.18%	17.04%	0.56%	26.79%	0.90%
CCC-C	Caa-C	19.47%	0.75%	39.73%	1.59%	52.66%	2.33%

Πηγή: <http://www.atimes.com>

Διάγραμμα 3.1

Αθροιστική πιθανότητα πτώχευσης (%) (για διάστημα 1981-2011)



Πηγή: Standard & Poor's (2012)

Αιτιολογώντας τις υποβαθμίσεις οι οίκοι δήλωσαν ότι οι καθυστερήσεις στις αποπληρωμές στεγαστικών δανείων πάνω στα οποία είχαν δομηθεί τα χρεόγραφα καθώς και ο αυξανόμενος ρυθμός πτωχεύσεων τους ώθησε να προχωρήσουν σε αυτές. Δύσκολα όμως μπορεί να δεχτεί κανείς ότι οι συνθήκες άλλαξαν τόσο δραματικά μέσα σε διάστημα 1-2 χρονών ώστε να αναγκαστούν οι οίκοι να προβούν σε μαζικές και απότομες υποβαθμίσεις.

Επί της ουσίας, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν κατηγορηθεί ότι οι αξιολογήσεις που εξέδιδαν δεν αντικατόπτριζαν το πραγματικό κίνδυνο των CDO. Δηλαδή δεν κατάφεραν να αξιολογήσουν σωστά την ποιότητα των δανείων, με αποτέλεσμα να μην αντικατοπτρίζουν την πραγματικότητα οι εκτιμήσεις τους, για τις πιθανές πτωχεύσεις των δανειζομένων και τις ζημίες που αυτές συνεπάγεται. Με άμεση συνέπεια την παραπλάνηση των επενδυτών. Υπάρχουν τρία βασικά σημεία της κριτικής που έχουν τεθεί σχετικά με τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην εμφάνιση και στην όξυνση της κρίσης: το μοντέλο εκτίμησης του κινδύνου, η σύγκρουση συμφερόντων και η έλλειψη διαφάνειας.

Ο κομβικός ρόλος που έχουν στην βαθμολογία των νέων δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, οι αρχικές υψηλές που αργότερα υποβαθμίζονταν έντονα, οι συμμετέχοντες στην αγορά επισήμαιναν το πρόβλημα που υπάρχει στην εφαρμογή μοντέλων αξιολόγησης. Οι απότομες υποβαθμίσεις των αρχικών AAA αξιολογήσεων εκδηλώνουν υποτίμηση του κινδύνου αθέτησης και συσχέτιση μεταξύ των υποκειμένων στοιχείων ενεργητικού και ότι οι οίκοι αξιολόγησης έδειξαν υπερβολική αισιοδοξία σχετικά με την φούσκα των ακινήτων αναμένοντας ότι οι τιμές των ακινήτων θα συνεχίσουν να αυξάνονται. Συνεπώς το μοντέλο εκτίμησης κινδύνου είναι μια σημαντική ανησυχία που προκύπτει από την μη ορθή εκτίμηση του κινδύνου, στην πολυπλοκότητα των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων CDO.

Η δεύτερη σημαντική κριτική, προκύπτει από το ίδιο το επιχειρηματικό μοντέλο που διέπει την λειτουργία των οίκων αξιολόγησης, το οποίο σύμφωνα με πολλούς αναλυτές της αγοράς ενδεχομένως να επηρέασε την μη ορθή αποτίμηση του κινδύνου. Από την έναρξη του δομημένης χρηματοοικονομικής αγοράς, οι εκδότες των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων ήταν πρόθυμοι να λαμβάνουν αξιολογήσεις από τους κυρίαρχους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, προκειμένου να χρησιμοποιούν αυτές τις αξιολογήσεις για να προσελκύσουν διεθνείς επενδυτές. Λόγω της υπερβολικής εξάρτησης των συμμετεχόντων στην αγορά σε τέτοιες αξιολογήσεις, η δομημένη χρηματοοικονομική αγορά έγινε μια πολλά υποσχόμενη και αναπτυσσόμενη αγορά για τους οίκους αξιολόγησης στο βαθμό που κατέληξε να είναι μια από τις μεγαλύτερες αγορές για τις υπηρεσίες τους, ανεξάρτητα από την πολυπλοκότητα των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

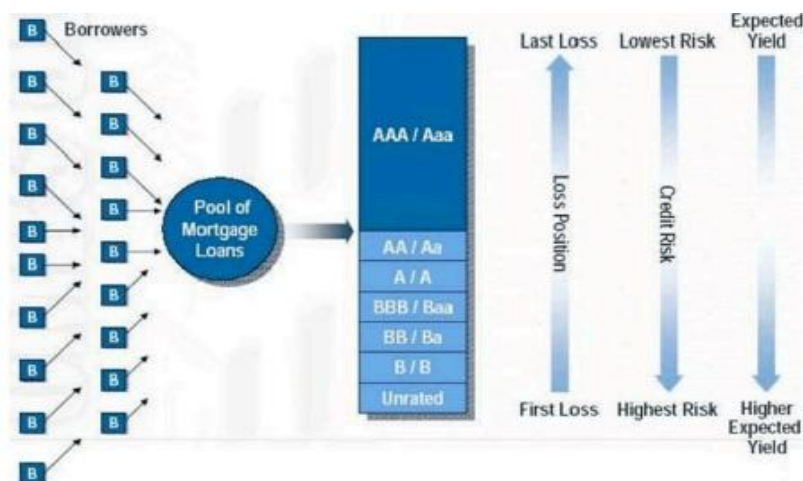
Το πρόβλημα που προκύπτει εδώ είναι η σύγκρουση συμφερόντων (για την οποία αναφερθήκαμε ήδη σε προηγούμενο κεφάλαιο), αφού οι οίκοι πληρώνονται από τους

εκδότες και όχι από τους επενδυτές της αγοράς που χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις τους για να προβαίνουν σε ενημερωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Το πρόβλημα όπως αυτό επισημαίνεται από τους Kalhoefer C., Hasan M. (2011), δεν βρίσκεται μόνο στο ποιος πληρώνει τους οίκους, αλλά ότι αποτελούν ένα σημαντικό ποσοστό των εσόδων των οίκων ιδίως οι αξιολογήσεις δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων που έχουν αποδειχθεί ότι είναι το πιο κερδοφόρο τμήμα της αγοράς για αξιολογήσει και άρα δημιουργείται αναπόφευκτα μία σχέση εξάρτησης. Παράλληλα, σύμφωνα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών (SEC), όπως αυτή αποτυπώνεται από τον Verschoor C. (2007), οι οίκοι αξιολόγησης δεν σταμάτησαν μόνο στη βαθμολόγηση των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, αλλά πήγαν και πέρα από αυτό, σε βαθμό που οι οίκοι είχαν ενεργό και πρωταγωνιστικό ρόλο στη δόμηση των CDO. Οι οίκοι παρείχαν στους εκδότες συμβουλευτικές υπηρεσίες για να δημιουργήσουν και να κατασκευάζουν CDO, που πληρούν τα κριτήρια για τις επιθυμητές αξιολογήσεις. Η σύγκρουση συμφερόντων είναι πιο εμφανής στη δομημένη χρηματοοικονομική αγορά που αμφισβητείται η ακρίβεια των αξιολογήσεων δημοσιεύονται από τους οίκους αξιολόγησης.

Η τρίτη πτυχή της κριτικής, είναι η έλλειψη διαφάνειας. Από την κατάρρευση των subprime, έγινε φανερό ότι οι οίκοι αξιολόγησης δεν αποκαλύπτουν επαρκώς τις πληροφορίες που επιτρέπουν στους επενδυτές να κατανοήσουν πως προκύπτουν οι αξιολογήσεις και να κατανοήσουν σωστά τις υποθέσεις τους. Αυτό έκανε πιο δύσκολο για τους συμμετέχοντες στην αγορά να κάνουν επαρκώς ενημερωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Έτσι, η έλλειψη διαφάνειας ήταν μια περαιτέρω κριτική ενάντια στους οίκους αξιολόγησης, ιδίως όταν οι αξιολογήσεις των CDOs δεν ανταποκρίνονται πλήρως και με σαφήνεια την πραγματική ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων και ως εκ τούτου δίνει μια εσφαλμένη εντύπωση σχετικά με τον πραγματικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στα διάφορα τμήματα, με άμεση συνέπεια οι επενδυτές να οδηγούνται σε εσφαλμένες επενδυτικές αποφάσεις. Θεωρητικά τα στρώματα που βαθμολογούνταν με την ανώτατη βαθμολογία ενείχαν τον ελάχιστο κίνδυνο και αντίστοιχα την μικρότερη απόδοση, όπως γίνεται αντιληπτό και από το Σχήμα 3.3. Εν τούτοις, όπως φάνηκε και από τις μαζικές υποβαθμίσεις, κάτι τέτοιο δεν ίσχυε. Επίσης, οι επενδυτές είχαν έλλειψη πληροφόρησης και για την εσωτερική διάρθρωση των τμημάτων (stretch) CDO.

Σχήμα 3.3

Η δομή των CDO, το ρίσκο και η απόδοση



Πηγή: Bahena A. (2009)

Αυτό τέλος, που προκαλεί σίγουρα εντύπωση είναι ότι η αγορά δεν συμεριζόταν απόλυτα τις γνώμες των οίκων αξιολόγησης. Αν και οίκοι ισχυρίζονται ότι η αξιολόγηση AAA σε δυο διαφορετικά χρεόγραφα αντικατοπτρίζει τον ίδιο πιστωτικό κίνδυνο η αγορά είχε διαφορετική γνώμη. Η απόδοση ενός CDO χρεογράφου AAA είχε μεγαλύτερη απόδοση (yield) από εκείνη ενός εταιρικού ομόλογου ίδιας αξιολόγησης. Επομένως η αγορά ήδη προεξοφλούσε κάποιο είδος πιστωτικού κίνδυνου στα χρεόγραφα αυτά αν και κάποιες φορές η διάφορα οφειλόταν και σε θέματα ρευστότητας του χρεογράφου στην αγορά.

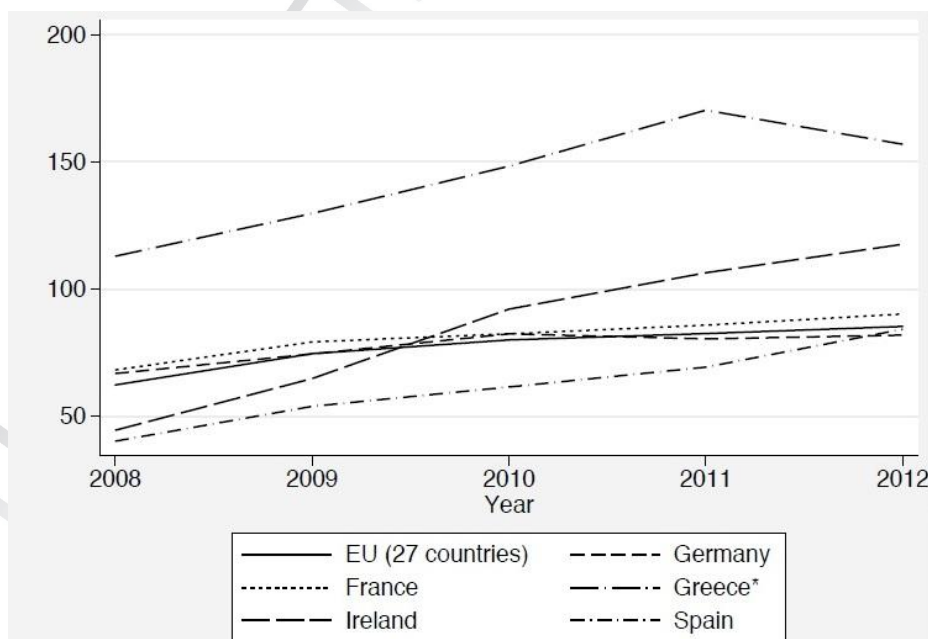
Ενώ τα παραδοσιακά ομόλογα επηρεάζονται από τον σχετικό εταιρικό κίνδυνο που προκύπτει από τον εκδότη, οι τιτλοποιήσεις και τα δομημένα προϊόντα είναι πιο ευάλωτα σε συστημικούς κινδύνους. Η συγκέντρωση ενεργητικού μειώνει τον κίνδυνο κάθε περιουσιακού στοιχείου, συνεπώς, υπό κανονικές συνθήκες, η μέση πιστωτική απόδοση μιας ομάδας τείνει να είναι λιγότερο ασταθής και πιο προβλέψιμη από τα μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία, που περιλαμβάνει η ομάδα. Ωστόσο, κάθε οικονομικό γεγονός που επηρεάζει ταυτόχρονα την πιστοληπτική ικανότητα των διαφόρων αυτών περιουσιακών στοιχείων, θα έχει πολύ μεγαλύτερο αντίκτυπο στην ομάδα των στοιχείων ενεργητικού, ως αποτέλεσμα των συσχετισμών των πιθανοτήτων αθετήσεώς τους, αυξάνοντας έτσι τον κίνδυνο σημαντικών αναθεωρήσεων των αξιολογήσεων.

3.5 Η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, η Ελλάδα και ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης

Μετά το σκάσιμο της φούσκας των ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες το καλοκαίρι του 2007, τα περισσότερα ευρωπαϊκά κράτη μέλη της Ευρωζώνης υπέφεραν από την ταχεία αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων τους είτε για να στηρίξουν τον χρηματοπιστωτικό τομέα λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 (όπως π.χ η Ιρλανδία) είτε εξαιτίας άλλων μακροοικονομικών παραγόντων (π.χ Ελλάδα). Εμποδίζοντάς τους από την εκπλήρωση των κριτηρίων του Μάαστριχτ για την δημοσιονομική και νομισματική σταθερότητα: το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Α.Ε.Π.) πρέπει να είναι κάτω από το 60% και το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ κάτω από το 3%. Για παράδειγμα, τα επίπεδα του δημοσίου χρέους στην Ιταλία από 116,4 % το 2009, ανήλθε σε 119,3% το 2010 και σε 120,8% το 2011. Και στην Ελλάδα από 129,7% το 2009, σε 148,3% το 2010 και σε 170,3% το 2011, υπερβαίνοντας κατά πολύ το Α.Ε.Π. στα αντίστοιχα έτη όπως φαίνεται και στο ακόλουθο Διάγραμμα 3.2.

Διάγραμμα 3.2

Διαχρονική εξέλιξη του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του Α.Ε.Π.

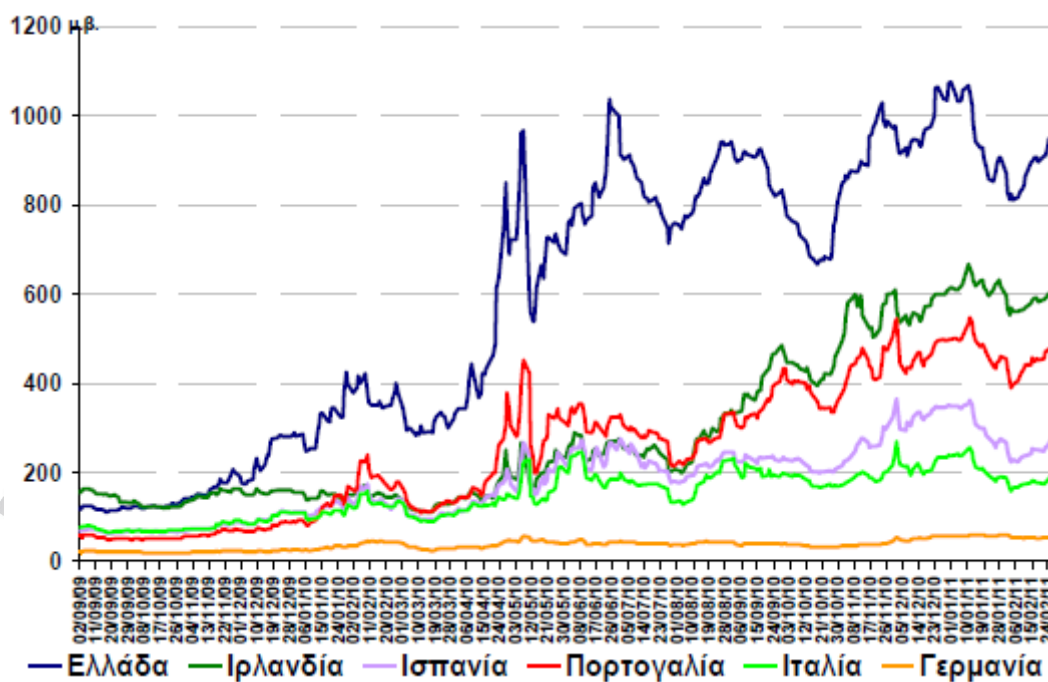


Πηγή: Baum C., Karpava M., Shafer D., Stephan A (2014)

Πέραν αυτών στο Διάγραμμα 3.3 σκιαγραφείται η εξέλιξη της κρίσης στην περιφέρεια της Ευρωζώνης από τις αρχές Σεπτεμβρίου του 2009. Περιγράφονται τα επιτόκια των εξω-χρηματιστηριακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (Credit Default Swaps) μακροπρόθεσμων ομολόγων πενταετούς διάρκειας της Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Γερμανίας (CDS rates). Στα μέσα Οκτωβρίου 2009, στη δευτερογενή αυτή αγορά των CDS, η ασφάλιση των αγοραστών ελληνικών ομολόγων κόστιζε το ίδιο με τα ιρλανδικά, περίπου 130 μονάδες βάσης ή 1,3%. Κάθε μία μονάδα βάσης αντιστοιχεί σε 0,01%. Αυτό σημαίνει ότι ο αγοραστής ελληνικού πενταετούς ομολόγου ονομαστικής αξίας €10 εκ. έπρεπε να πληρώνει για την ασφάλεια 130 χιλιάδες ευρώ ετησίως για 5 χρόνια. Από το Νοέμβριο του 2009 το κόστος ασφάλισης των αγοραστών ελληνικών ομολόγων σταδιακά εκτοξεύτηκε, και φυσικά με πολλά σκαμπανεβάσματα, τα οποία αντικατοπτρίζουν οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη. Αλλά και τις ανακοινώσεις υποβαθμίσεων που ακολούθησαν από τους οίκους αξιολόγησης.

Διάγραμμα 3.3

5ετή CDS από 1/9/2009 έως 28/2/2011



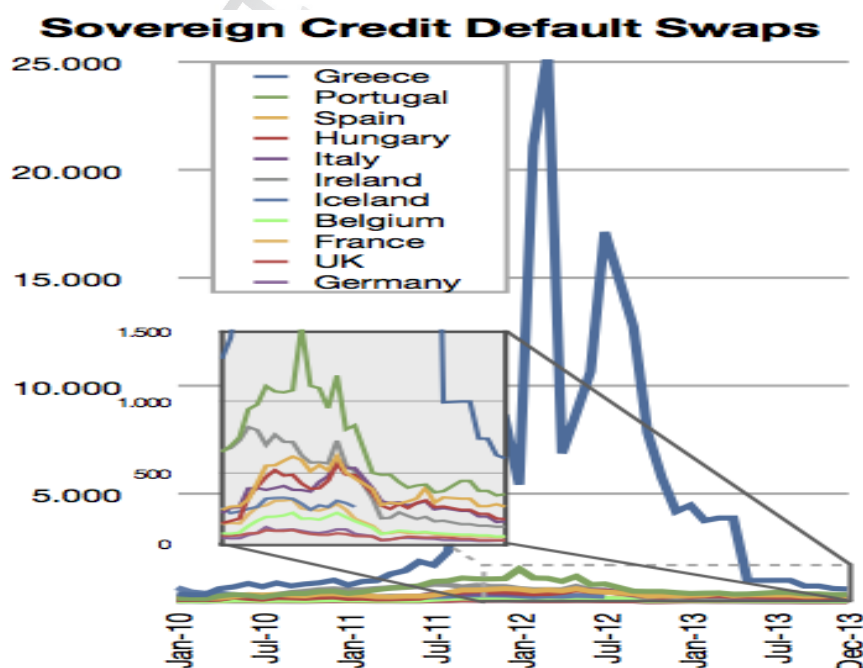
Πηγή: Bloomberg

Η Ελλάδα ξεχωρίζει από τις υπόλοιπες χώρες. Από τα μέσα Οκτωβρίου 2009, κάθε μέρα χωρίς εξαίρεση θεωρείται ως η πλέον επικίνδυνη χώρα. Αντίθετα, η Γερμανία είναι σταθερά η λιγότερο επικίνδυνη. Έως και τον Απρίλιο του 2010, η εικόνα των υπόλοιπων χωρών δεν επιδεινώνεται σημαντικά, παρά για λίγο στις αρχές Φεβρουαρίου, όταν μεταφέρθηκαν στο προσκήνιο ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε πολλές χώρες. Η μεγάλη επιδείνωση ξεκινάει από τα τέλη Απριλίου, όταν αποτελεί πλέον κοινή πεποίθηση ότι η Ελλάδα βαίνει προς χρεοκοπία και ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα προκαλούσε αναταράξεις και σε πολλές άλλες χώρες της Ευρωζώνης, πιθανόν μέσω της έκθεσης των τραπεζών τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.

Επίσης, ότι σε όλο το χρονικό διάστημα Σεπτεμβρίου 2009-Φεβρουαρίου 2011, αν και τα ελληνικά ασφάλιστρα είναι τα υψηλότερα και οι διακυμάνσεις τους μεγαλύτερες, η κατεύθυνση των αυξομειώσεών τους είναι ως επί το πλείστον κοινή με την κατεύθυνση των υπολοίπων. Αυτό σημαίνει ότι κοινοί παράγοντες επηρέαζαν τα ασφάλιστρα στις ευρωπαϊκές χώρες, αλλά με διαφορετική ένταση. Η τύχη της Ελλάδος είναι στο μυαλό των αγορών άμεσα συνδεδεμένη με την τύχη της Ευρωζώνης.

Διάγραμμα 3.4

5ετή CDS από 1/1/2009 έως 30/12/2013



Πηγή: Bloomberg, Wikipedia

Αντίστοιχα και με το προηγούμενο διάγραμμα έτσι και στο Διάγραμμα 3.4, αποτυπώνεται η εξέλιξη των επιτοκίων προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (CDS), σε πιο διευρυμένη χρονικά περίοδο περιλαμβάνοντας 11 χώρες. Σίγουρα αυτό που ξεχωρίζει αναμφίβολα είναι η τρομακτική αύξηση των επιτοκίων των CDS, κατά την περίοδο του Μαρτίου 2012 όπου έφτασε μέχρι και τις 25.000 μονάδες βάσης. Στις 09 Μαρτίου του 2012 (ν.4046/2012) ολοκληρώθηκε το πρόγραμμα ανταλλαγής ελληνικών ομολόγων PSI (Private Sector Involvement) (Αγγελόπουλος Π. 2013) το οποίο απευθυνόταν στους ιδιώτες κατόχους ελληνικών ομολόγων συνολικής αξίας περίπου 206 δις ευρώ⁵.

Μετά την επιτυχή ολοκλήρωση του PSI και λόγω της βελτίωσης του κλίματος στους επενδυτές για την πορεία της ελληνικής οικονομίας παρατηρείται έκτοτε μία σημαντικότερη υποχώρηση των επιτοκίων των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου. Πλέον στις 28 Μαρτίου του 2013 είναι στις 415 μονάδες βάσης. Παράλληλα και στην περίοδο από την 01 Ιανουαρίου του 2012 μέχρι και το τέλος του Δεκεμβρίου του 2013 παρατηρείται μία ανάλογη (πτωτική) πορεία των ελληνικών ασφαλιστρών πιστωτικού κινδύνου σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες (Ισπανία, Ιταλία, Ιρλανδία, Πορτογαλία) που επλήγησαν από την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη.

Είναι γεγονός ότι πολλές ευρωπαϊκές ιδιωτικές τράπεζες είχαν επενδύσει τεράστια ποσά σε κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από τις προβληματικές χώρες, που τώρα η απόδοση αυτών των επενδύσεων είναι εξαιρετικά χαμηλή. Στο τέλος του τρίτου τριμήνου του 2011, όπως αναφέρεται από τους Baum C., Karavana M., Shafer D., Stephan A. (2014), οι γερμανικές τράπεζες είχαν στα χαρτοφυλάκια τους 473.91 δις δολάρια ενώ οι γαλλικές τράπεζες είχαν 617.2 δις δολάρια σε ομόλογα χωρών που ήταν στο επίκεντρο της κρίσης. Μάλιστα οι γερμανικές και οι γαλλικές τράπεζες είχαν επενδύσει ιδιαίτερα σε Ιταλικά και Ισπανικά χρεόγραφα. Απόδειξη αυτού είναι ότι κατά το πρώτο τρίμηνο του 2012, οι Γερμανικές τράπεζες είχαν στα χαρτοφυλάκια τους 133 δις δολάρια ιταλικού χρέους και 140 δις ισπανικού χρέους. Οι γαλλικές τράπεζες είχαν 347 δις δολάρια ιταλικού χρέους και 128 δις ισπανικού χρέους. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, έστω και μερική χρεοκοπία μία από αυτές τις σημαντικές χώρες θα έβλαπτε σε τεράστιο βαθμό τον τραπεζικό κλάδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και τα κράτη μέλη της, δεδομένου ότι οι κυβερνήσεις θα έπρεπε να ανακεφαλαιοποιούσαν τις τράπεζες.

⁵ Αναλυτικότερα για το πρόγραμμα ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων PSI, για το τι περιλαμβάνει και το πως πραγματοποιήθηκε αναφέρεται στο κεφάλαιο 4.

Μέσα σε αυτή την αυξανόμενη αβεβαιότητα, στις 13 Ιανουαρίου 2012 η Standard & Poor's ανακοίνωσε υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για εννέα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συμπεριλαμβανομένης της Γαλλίας, η οποία έχασε την μέγιστη αξιολόγηση των τριών "AAA" σε "AA +" ενώ η Πορτογαλία και η Κύπρος βρέθηκαν στην κατηγορία junk. Εκτός από αυτό, σε άλλες 14 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης δόθηκαν αρνητικές προοπτικές, ενώ μόνο η Γερμανία παρέμεινε ανεπηρέαστη. Στις 27 Φεβρουαρίου 2012 η Standard & Poor's θέτει τα ελληνικά ομόλογα στη κατώτατη βαθμίδα (in default) αυξάνοντας έτσι το μέγεθος της αποστροφής κινδύνου των επενδυτών έναντι των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών αγορών.

Συμφώνα με έρευνα των Baum C. Karpava M. Shafer D. Stephan A. (2014), αποδεικνύουν τις αλυσιδωτές συνέπειες που προκαλούνται από μία υποβάθμιση χώρας μέλους της Ευρωζώνης στις υπόλοιπες. Για παράδειγμα, μια υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδας από "A -" σε "BBB +" όπως αυτή ανακοινώθηκε από τον οίκο Fitch στις 8 Δεκεμβρίου 2009, οδήγησε σε σημαντικές δευτερογενείς επιπτώσεις σε όλα τα μέλη της ONE, μια αύξηση κατά 17 και 5 μονάδες βάσης στα spreads των ελληνικών και ιρλανδικών CDS αντίστοιχα.

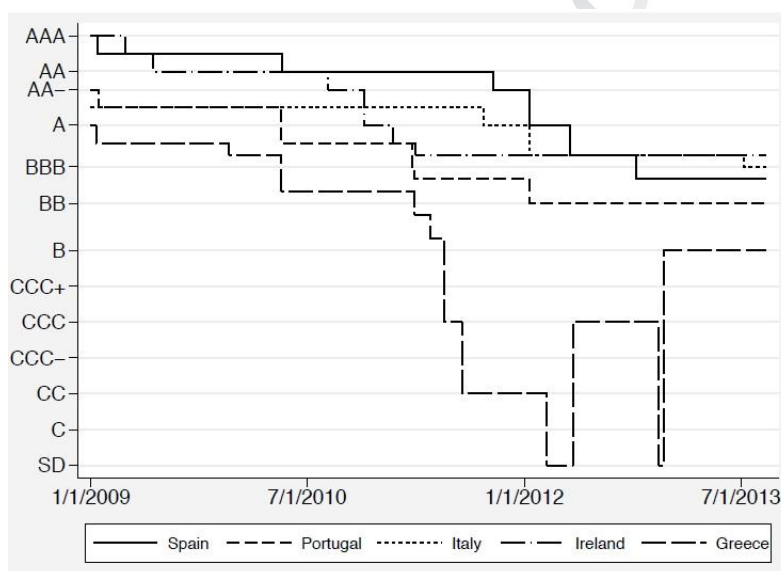
Κατά τον Warner (2010), η ιστορία δείχνει ότι οι οίκοι αξιολόγησης οξύνουν μία κρίση, κάνοντας την κατάσταση ακόμα χειρότερη όταν σπεύδουν να υποβαθμίσουν σημαντικά τις αρχικές αξιολογήσεις ακόμα και σε κατηγορία junk, συμβάλλοντας έτσι σε μια κρίση εμπιστοσύνης και της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να θεωρηθεί, ότι οι οίκοι αξιολόγησης αντέδρασαν έντονα με τις υποβαθμίσεις του δημόσιου χρέους στην Ευρωζώνη, αφήνοντας τις χρηματαγορές ευμετάβλητες και προκαλώντας μια πανευρωπαϊκή κρίση.

Ακόμα και αν η Ελλάδα έχει μια ιστορία αδύναμης οικονομικής προοπτικής και με δημοσιονομικά προβλήματα, όπως τα μεγάλα ελλείμματα και τις ανησυχίες για τις προοπτικές ανάπτυξης, οι οίκοι αξιολόγησης εν τούτοις μέχρι και πριν το 2009 πίστευαν ότι το ελληνικό δημόσιο χρέος είναι μια ασφαλής επένδυση. Στα τέλη Απριλίου του 2010, οι οίκοι αξιολόγησης είχαν αρχίσει συνεχείς υποβαθμίσεις με τα ελληνικά ομόλογα πλέον να τοποθετούνται σε κατηγορία junk και εν συνεχεία υποβαθμίσεις να εξαπλώνονται και σε άλλες χώρες, όπως την Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία.

Οι οίκοι αξιολόγησης, σύμφωνα με τον Jinwei (2010) κατηγορούνται ότι οι βαθμολογήσεις τους δεν αντικατοπτρίζουν τον πραγματικό κίνδυνο αθέτησης του

δημόσιου χρέους, έδειξαν μία πρωτόγνωρη βιασύνη στις υποβαθμίσεις των χωρών της Ευρωζώνης που προκάλεσε σοβαρές ανησυχίες στην αγορά και δευτερογενείς συνέπειες σε ολόκληρη την παγκόσμια αγορά, επειδή απλά μια υποβάθμιση από έναν οίκο, πάντα ακολουθείται από μια άλλη και έτσι δημιουργείται ο φόβος μετάδοσης της κρίσης και στις υπόλοιπες χώρες, όπως συνέβη και στην κρίση χρέους στην Ευρωζώνη.

Σχήμα 3.4
Αξιολογήσεις της Standard & Poor's για Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία, Ιρλανδία και Ιταλία (2009-2013)



Πηγή: Standard & Poor's

Οι οικονομίες που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση χρέους της Ευρωζώνης, όπως αυτές προκύπτουν και από τις υποβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης είναι αναμφίβολα η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία μαζί με την Ισπανία και την Ιταλία. Στο Σχήμα 3.4 φαίνεται η πορεία των αξιολογήσεων, των αναβαθμίσεων και των υποβαθμίσεων των ομολόγων καθεμιάς από αυτές τις χώρες από τον οίκο αξιολόγησης Standard & Poor's. Θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι υπάρχει μία αναλογία ως προς την εξέλιξη υποβαθμίσεων, μέχρι και τα μέσα του 2010 μιας και έκτοτε η αξιολόγηση τα ελληνικών ομολόγων ακολούθησαν ραγδαίες υποβαθμίσεις, φτάνοντας ακόμα και στη χαμηλότερη βαθμίδα βαθμολόγησης. Οι οίκοι αξιολόγησης καθυστερημένα ανακάλυψαν ότι το επίπεδο χρέους της Ελλάδας ήταν μη βιώσιμο.

Απόρροια αυτών των υποβαθμίσεων από τους οίκους αξιολόγησης είναι φυσικά η άνοδος των περιθωρίων απόδοσης των ομολόγων (spread), των επιτοκίων και κατ'επέκταση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους της κάθε χώρας. Ειδικότερα στην περίπτωση της Ελλάδας οι πρώτες αρνητικές ανακοινώσεις αξιολογήσεων άρχισαν μόλις το 2009.

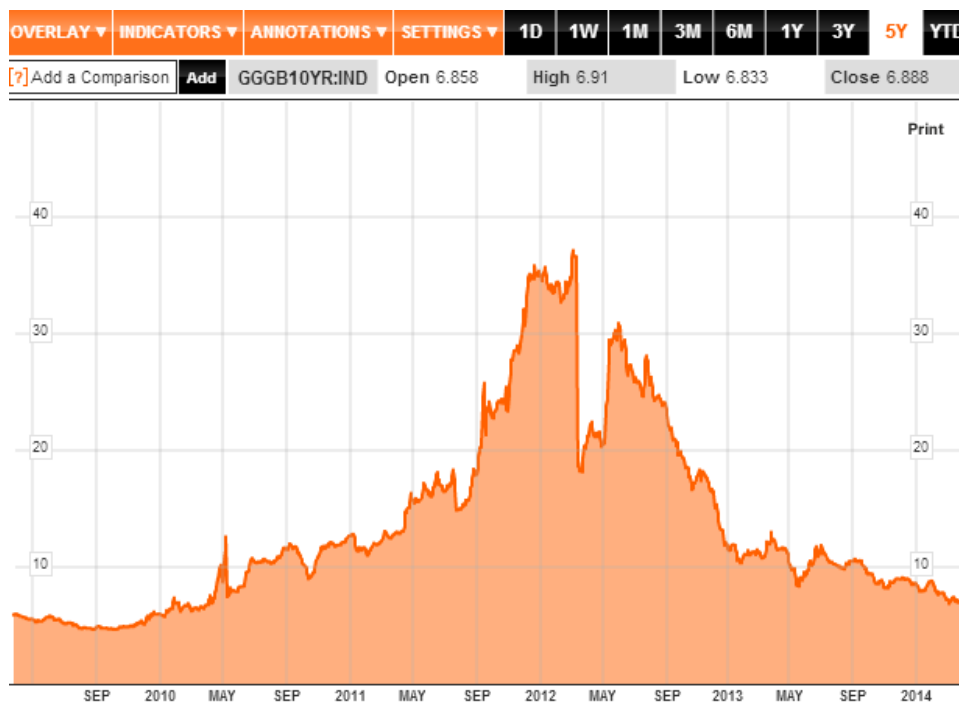
Καταρχήν, ορίζοντας την έννοια περιθώριο απόδοσης (spread) των ομολόγων, δεν είναι τίποτα άλλο από τη διαφορά απόδοσης στη λήξη (yield to maturity) μεταξύ δύο ομολόγων ίδιας διάρκειας. Για την περίπτωση της Ελλάδας ο όρος spread αναφέρεται στη μαθηματική διαφορά μεταξύ δεκαετούς ελληνικού κυβερνητικού ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού. Για παράδειγμα, όταν η απόδοση του 10ετους γερμανικού ομολόγου είναι στο 1,298%, του αντίστοιχου ελληνικού είναι στο 14,92% τότε η διαφορά στην απόδοση (spread) είναι στο 13,62%.

Αρχικά, κατά την περίοδο της κρίσης στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων χαμηλή πιστοληπτικής διαβάθμισης στις Η.Π.Α. που ήταν και το έναυσμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων (όπως και των υπολοίπων χωρών της ευρωζώνης) παρουσίαζαν σημαντικό βαθμό σύγκλισης με αυτή των γερμανικών ομολόγων. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το spread των ελληνικών ομολόγων τον Αύγουστο του 2008, ήταν μεταξύ 27 και 65 μονάδων βάσης. Έκτοτε όμως, κυρίως από την κατάρρευση της Lehman Brothers και έπειτα αυτή η σύγκλιση διεκόπη.

Οι πρώτες αρνητικές ανακοινώσεις αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας για την Ελλάδα ήρθαν στο φως μόλις το 2009. Η Standard & Poor's δημοσίευσε μια αρνητική ανακοίνωση στη θέα του μεγάλου ελλείμματος του προϋπολογισμού της Ελλάδας στις 9 Ιανουαρίου 2009. Η πραγματική υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης από A σε A- συνέβη λίγο μετά την 15η Ιανουαρίου 2009. Στις 25 Φεβρουαρίου του 2009 η Moody's αναθεωρεί από θετική σε σταθερή προοπτική των ομολόγων ελληνικού δημοσίου που βαθμολογούνται με A1 βαθμολογία. Εν μέσω, κορύφωσης της χρηματοπιστωτικής κρίσης το spread των ελληνικών ομολόγων διαμορφώνεται στις 03 Μαρτίου του 2009 στις 285 μονάδες βάσης.

Διάγραμμα 3.5

Η εξέλιξη του επιτοκίου των ελληνικών 10ετών ομολόγων



Πηγή: Bloomberg

Η Fitch εν συνεχεία εξέδωσε μια αρνητική προοπτική για την ελληνική οικονομία στις 5 Μαΐου του 2009, ακολουθούμενη από μία υποβάθμιση από A σε A- στις 22 Οκτωβρίου 2009 και στις 08 Δεκεμβρίου σε BBB+. Η Moody's ήταν ο τελευταίος οίκος που αντέδρασε στην αυξανόμενο έλλειμμα του ελληνικού προϋπολογισμού με την τοποθετώντας την Ελλάδα σε μια αρνητική Credit Watch λίστα παρακολούθησης στις 29 Οκτωβρίου 2009, ακολουθούμενη από μια υποβάθμιση σε βαθμολογία A2 στις 22 Δεκεμβρίου 2009. Στο τέλος του 2009, όπως βλέπουμε και στο Διάγραμμα 3.5, η απόδοση των ελληνικών ομολόγων έχοντας μία μικρή αύξηση είναι στο 5,9%. Ήταν ένα μικρό καμπανάκι για το τι θα επακολουθούσε.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2010 ξεκινά ένας δεύτερος γύρος υποβαθμίσεων Fitch από επίπεδο BBB+ σε επίπεδο BBB-, η Moody's από επίπεδο A2 σε A3 και η Standard & Poor's από επίπεδο BBB+ σε BB+. Κατόπιν αυτών το spread τον Απρίλιο του 2010 ξεπερνά τις 1.000 μονάδες βάσης. Στις 06 Μαΐου, η Ελλάδα προσφεύγει και επίσημα στο μηχανισμό στήριξης προκειμένου να λάβει ένα πακέτο βοήθειας 110 δις ευρώ. Στις 07 Μαΐου του 2010 σύμφωνα με ανακοίνωση της Moody's η

πιθανότητα νέας υποβάθμισης για την Ελλάδα είναι στο 80%. Στις 14 Ιουνίου 2010, η Moody's υποβαθμίζει κατά τέσσερις βαθμίδες τα ελληνικά ομόλογα, από A3 σε Ba1. Η επέκταση αυτών, από το τέλος του Απριλίου και μετά, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 3.4, η ανοδική πορεία των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων δεν έχει φρένο. Αντίστοιχα οι υποβαθμίσεις συνεχίστηκαν σε όλη τη διάρκεια του 2011, μάλιστα 14 Ιουνίου του 2011, η Standard & Poor's τοποθετεί πλέον τα ελληνικά ομόλογα στη χαμηλότερη κατηγορία CCC, ακολούθως και η Fitch στις 14 Ιουλίου και η Moody's σε Ca στις 25 Ιουλίου. Η απόδοση των ελληνικών ομολόγων μετά και από αυτές τις υποβαθμίσεις είχε φτάσει και ξεπεράσει το 20%.

Από τον μέσα του 2011 μέχρι και τον Μάρτιο του 2012, με τα Ελληνικά ομόλογα να έχουν την κατώτατη βαθμολογία από τους οίκους αξιολόγησης, η απόδοση των ελληνικών ομολόγων 10ετους διάρκειας είχαν φτάσει μέχρι και το 36,7% στις 03 Μαρτίου. Με την επιτυχή ολοκλήρωση του PSI (Private Sector Involvement), που περιγράφηκε παραπάνω, και την συμμετοχή των ιδιωτών επενδυτών που έφτασε το 97,5%, υπήρξε μία αποκλιμάκωση των περιθωρίων απόδοσης (spread), παραμένοντας φυσικά σε πολύ υψηλά επίπεδα.

Από το Σεπτέμβριο του 2012 και ύστερα παρατηρείται μία συνεχιζόμενη πτώση της απόδοσης των ελληνικών ομολόγων. Στις 28 Δεκεμβρίου του 2012 διαμορφώθηκε στο 11,9%. Η αποκλιμάκωση συνεχίστηκε και το 2013, όπου είχαμε και αναβάθμιση των ελληνικών ομολόγων αρχικά από τη Fitch στις 14 Μάιου να αναβαθμίζει από επίπεδο CCC σε επίπεδο B-. Στις 30 Νοεμβρίου του 2013 και ο οίκος Moody's προχώρησε σε αναβάθμιση από C σε Ca3. Μετά και τις αναβαθμίσεις αυτές, στις 31 Δεκεμβρίου του 2013 η απόδοση πλέον των ελληνικών ομολόγων ήταν στο 8,41%. Ενώ και στο πρώτο τρίμηνο του 2014, η μείωση της απόδοσης των ελληνικών ομολόγων συνεχίστηκε, προεξοφλώντας και τις αναμενόμενες ανακοινώσεις αναβαθμίσεων από τους οίκους αξιολόγησης.

Ολοκληρώνοντας, σε μεγάλο βαθμό οι υποβαθμίσεις αυτές από τους οίκους αξιολόγησης πρωτίστως για την Ελλάδα για την οποία έγινε εκτενή αναφορά αλλά και για τις υπόλοιπες χώρες που επλήγησαν από την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, είναι ενδεχομένως και μία απάντηση στη βραδυπορία που έδειξε η Ευρωπαϊκή Ένωση και οι Ευρωπαϊκοί ηγέτες στην άμεση αντιμετώπιση της ελληνικής κρίσης, στην εσφαλμένη προσέγγιση του προβλήματος και εν τέλει στη μη βέλτιστη λύση.

Πολλοί θεώρησαν εσφαλμένα ότι η κρίση που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία σήμερα είναι αποτέλεσμα της διεθνούς ύφεσης και απόρροια των συνεπειών της

χρηματοπιστωτικής κρίσης, στην πραγματικότητα όμως η κρίση αυτή συνδέεται πρωτίστως με τα χρόνια προβλήματα και ανισοροπίες της χώρας, που έχουν συσσωρευτεί..

Είναι γεγονός ότι για το ξέσπασμα της κρίσης ευθύνεται ένα επικίνδυνο μείγμα χρόνιων αδυναμιών και ανισοροπιών που δεν κατάφερε να ξεπεράσει η ελληνική οικονομία, με αποτέλεσμα το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος να εκτοξευτούν σε πολύ υψηλά επίπεδα, τα οποία δεν μπορούσαν να ελεγχθούν σε συνδυασμό με την πίεση που ασκήθηκε από τις αγορές κεφαλαίου και τις ραγδαίες υποβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης. Το σίγουρο πάντως είναι ότι οι οίκοι αξιολόγησης και στην ευρωπαϊκή κρίση χρέους είχαν έναν σημαντικό ρόλο στην όξυνση του προβλήματος και στη διαμόρφωση του επενδυτικού κλίματος, με τις ανάλογες συνέπειες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΤΩΝ CAMELS

4.1 Εισαγωγή

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει βρεθεί πολλές φορές στο επίκεντρο των οικονομικών εξελίξεων όχι για τη συνεισφορά στην ανάπτυξη, κάτι που αποτελεί και τον αυτονόητο στόχο της λειτουργίας του αλλά για το ρόλο του στις οικονομικές κρίσεις, οι οποίες τα τελευταία 70-80 χρόνια ήταν αρκετές, με βασικότερες αυτές του 1929 και την πρόσφατη του 2007. Σε όλες τις περιπτώσεις τα αποτελέσματα για τις τράπεζες, τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς εν γένει, τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά αλλά και για τις οικονομίες ήταν ιδιαίτερα αρνητικές.

Στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, όπως προκύπτει και από σχετική μελέτη της Eurobank EFG (2012)⁶, οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν επενδύσει ή είχαν επενδύσει μικρά ποσά στα «τοξικά» ομόλογα. Το ίδιο και οι

⁶ Ελληνικό τραπεζικό σύστημα, μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας και χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, Τόμος VII, Τεύχος 1, Μάιος 2012

Έλληνες ιδιώτες επενδυτές. Επομένως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν αντιμετώπισε τα προβλήματα των τραπεζικών συστημάτων άλλων χωρών, δηλαδή προβλημάτων οφειλόμενων σε τοξικές τοποθετήσεις. Η συμμετοχή τους όμως στις Ευρωπαϊκές και διεθνείς διατραπεζικές αγορές επηρέασε τη ρευστότητα τους και οδήγησε σε αύξηση των επιτοκίων.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα όμως αντιμετώπισε σημαντικά προβλήματα, οφειλόμενα ωστόσο όχι τόσο στις δικές του επιλογές αλλά στην οικονομική κρίση και στην αδυναμία δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνεια τους, στην κρίση χρέους του ελληνικού δημοσίου και κυρίως στη συμμετοχή του στην ανταλλαγή των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου (PSI). Ενώ οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας περιόρισαν την πρόσβαση των τραπεζών στη διεθνή διατραπεζική αγορά και, αργότερα σε άλλες πηγές άντλησης ρευστότητας, δημιουργώντας προβλήματα ρευστότητας.

Στο παρόν κεφάλαιο, στο πρώτο μέρος θα αναλυθούν αρχικά τα προβλήματα που αντιμετώπισε το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μετά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 καθώς και οι μηχανισμοί χρηματοδότησης που χρησιμοποιήθηκαν. Ενώ στο δεύτερο μέρος, στην εμπειρική μελέτη γίνεται αξιολόγηση τριών ελληνικών τραπεζών Alpha Bank, Eurobank και Εθνικής Τράπεζας κατά την περίοδο 2009-2012, με τη μεθοδολογία αξιολόγησης τραπεζών CAMELS.

4.2 Τα προβλήματα ρευστότητας και η χρηματοδότηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007

Οι ελληνικές τράπεζες παρότι έδειξαν ανεπηρέαστες στα αρχικά στάδια της κρίσης, (Μιχαλόπουλος Γ. 2011), αφενός λόγω της αμελητέας έκθεσής τους σε τοξικά προϊόντα και αφετέρου λόγω του συγκριτικά μικρότερου χρηματοδοτικού ανοίγματος έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου ως απόρροια του μικρότερου λόγου δανείων προς καταθέσεις (loan-to-deposit ratio), εν τέλει εισήλθαν σε μια μακρά περίοδο αποκλεισμού τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές δημιουργώντας προβλήματα ρευστότητας. Αυτή η πρωτόγνωρη εξέλιξη είχε οδυνηρά επακόλουθα στη λειτουργία τους και απείλησε ακόμα και την ίδια την επιβίωσή τους, ύστερα από μια πενταετία (2002-2007) όπου οι ελληνικές τράπεζες αναπτύσσονταν ραγδαία τόσο σε

γεωγραφικό επίπεδο με την εξάπλωσή τους κατά κύριο λόγο στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, όσο και σε προϊόντικό επίπεδο με την είσοδό τους σε νέες αναπτυσσόμενες αλλά και εξελιγμένες αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Το ελληνικό Δημόσιο αρχικά στην προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών και της οικονομίας εξέδωσε, το 2008 το σχέδιο των 28 δις ευρώ, το οποίο περιελάμβανε τα ακόλουθα μέτρα (Eurobank EFG, 2012)⁷

α) Παροχή εγγύησης έναντι προμήθειας, του ελληνικού Δημοσίου προς όλα τα πιστωτικά ιδρύματα, κατά το δανεισμό τους στις διατραπεζικές αγορές συνολικά μέχρι ποσού των 15 δις ευρώ. Η εν λόγω εγγύηση αφορούσε δάνεια που θα συνάπτονταν μέχρι της 31.12.2009 με ή χωρίς έκδοση τίτλων και με διάρκεια από τρεις μήνες έως πέντε έτη.

β) Έκδοση ειδικών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με χαμηλό επιτόκιο και διάθεσή τους στα Πιστωτικά Ιδρύματα συνολικά μέχρι ύψους 8 δις ευρώ, ώστε να χρησιμοποιηθούν για το δανεισμό τους από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

γ) Ενίσχυση της Κεφαλαιακής Βάσης των Πιστωτικών Ιδρυμάτων, που το επιθυμούσαν συνολικά μέχρι 5 δις ευρώ μέσω της αγοράς από την πλευρά του Δημοσίου προνομιούχων μετοχών ως βασικά κύρια ίδια κεφάλαια (Tier 1 capital). Με τις ως άνω προνομιούχες μετοχές να μπορούν να αγοραστούν από την τράπεζα μετά την πάροδο πέντε ετών ή προγενέστερα αλλά μετά την 01.07.2009.

Στην πράξη αποδείχθηκε ότι έγινε μερική χρήση των ανωτέρω διευκολύνσεων, αφού η οικονομία είχε μπει σε αρνητική τροχιά ανάπτυξης και οι τράπεζες προσπαθούσαν να εισπράξουν τις υφιστάμενες χορηγήσεις (δάνεια), κυρίως με ρυθμίσεις και αναχρηματοδοτήσεις αυτών. Γενικά οι τράπεζες ακολούθησαν μία αυστηρή/σφιχτή οικονομική πολιτική στις χορηγήσεις νέων δάνειων, τα οποία και χορηγόντουσαν εφόσον κάλυπταν κάποια επενδυτική ανάγκη, η οποία με την εκπλήρωσή της θα αποπληρώνονταν και το δάνειο.

Οι ελληνικές τράπεζες, όπως ήδη προαναφέρθηκε, κατά το πρώτο στάδιο της παγκόσμιας πλέον χρηματοπιστωτικής κρίσης αντιμετώπισαν με σχετική επιτυχία τα πρώτα προβλήματα που δημιουργήθηκαν. Εξελισσόμενης όμως της πιστωτικής και οικονομικής κρίσης τα προβλήματα άρχισαν να διογκώνονται. Κάτι που οφειλόταν στη δημοσιονομική κρίση της χώρας, στην κακή οικονομική κατάσταση και την ύφεση που είχε περιέλθει η ελληνική οικονομία, την απροσδιόριστη κατεύθυνση

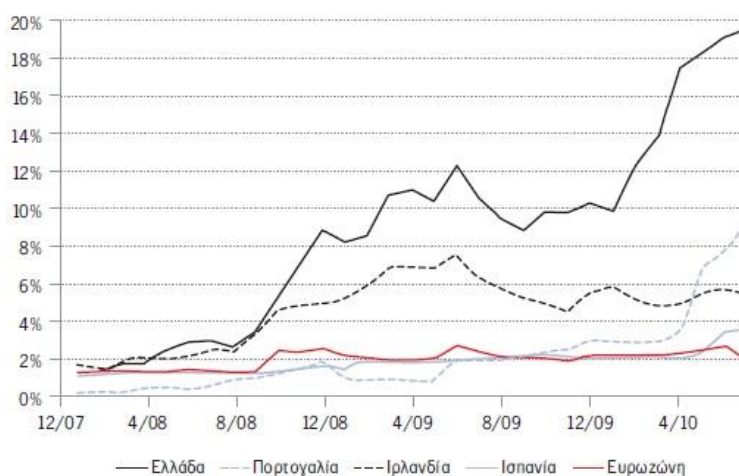
⁷ Ελληνικό τραπεζικό σύστημα, μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας και χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, Τόμος VII, Τεύχος 1, Μάιος 2012

οικονομικής πολιτικής, σχετικά με το θέμα της απομάκρυνσης από το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα αλλά και από τη μαζική απόσυρση καταθέσεων. Τα παραπάνω ήταν σε εξέλιξη στον ίδιο χρόνο που περιοριζόταν η διατραπεζική εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Και με δεδομένο ότι οι ελληνικές τράπεζες αντλούσαν ρευστότητα από τις διατραπεζικές αγορές, από το 2010-2011 άρχισαν να εμφανίζονται σημαντικά προβλήματα ρευστότητας.

Η απάντηση των ελληνικών τραπεζών τότε ήταν να στραφούν στις καταθέσεις, αυξάνοντας σημαντικά τα επιτόκια των προθεσμιακών καταθέσεων, ξεπερνώντας ακόμα και το 6%. Τα προβλήματα της ρευστότητας επιδεινώθηκαν από τον Μάιο του 2012 όπου η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, λόγω των προβλημάτων χρέους της Ελλάδας, έπαυσε να δέχεται ως ενέχυρα τους τίτλους χρέους του ελληνικού δημοσίου που κατείχαν οι τράπεζες. Όπως φαίνεται και στο ακόλουθο Διάγραμμα 4.1, η χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών ως ποσοστό του ενεργητικού τους, από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι σαφέστατα πολύ μεγαλύτερη τόσο από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης όσο και μεταξύ των υπολοίπων χωρών που έχουν προβλήματα εξαιτίας της κρίσης. Συνεπώς γίνεται αντιληπτή η εντονότατη εξάρτηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος για άντληση χρηματοδότησης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και κατ' επέκταση η διόγκωση των προβλημάτων ρευστότητας λόγω αυτής της παύσης αποδοχής των τίτλων του ελληνικού Δημοσίου.

Διάγραμμα 4.1

Χρηματοδότηση από ΕΚΤ ως Ποσοστό Ενεργητικού των Τραπεζών



Πηγή: Μιχαλόπουλος Γ. (2011)

Οι ελληνικές τράπεζες για άντληση ρευστότητας στράφηκαν τότε κυρίως στο Μηχανισμό – Έκτακτης Χρηματοδότησης (Emergency Liquidity Assistance – ELA). Πρόκειται για έναν μηχανισμό παροχής έκτακτης χρηματοδότησης από τις κεντρικές τράπεζες της Ευρωζώνης προς τις τράπεζες με σκοπό τη στήριξη της ρευστότητάς τους. Τα δάνεια αυτά χορηγούνται από τις Κεντρικές Τράπεζες αφού πρώτα είχε δοθεί σχετική έγκριση από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Η ίδια η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ορίζει τον μηχανισμό ως προσωρινό για την αντιμετώπιση εξαιρετικών περιπτώσεων. Ουσιαστικά με την ενίσχυση ρευστότητας των τραπεζών ο μηχανισμός αυτός επιδιώκει να αντιμετωπίσει και να εμποδίσει τη μετάδοση προβλημάτων μιας τράπεζας σε άλλες τράπεζες. Το επιτόκιο του μηχανισμού αν και δεν δημοσιοποιείται επίσημα, στην πράξη διαμορφώνεται περίπου στο 3% (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013). Τα ενέχυρα που προσκομίζουν οι τράπεζες στις εθνικές Κεντρικές Τράπεζες είναι κατά μέσο όρο χαμηλότερης ποιότητας σε σχέση με εκείνα που δέχεται η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Σημειώνεται ότι σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, χορήγησε μέσω του μηχανισμού πάνω από 32 δις ευρώ. (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Αλλά το αποτέλεσμα του μεγάλου δημοσιονομικού προβλήματος και των λοιπών προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας ήταν η μηδενική της πιστοληπτική ικανότητα, η αδυναμία πληρωμής του χρέους της, ο κίνδυνος παύσης των πληρωμών, οι ραγδαίες υποβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης και η εκτίναξη των περιθωρίων δανεισμού της Ελλάδας κατά το τέλος του 2011, όπως περιγράφηκε αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν στο «κούρεμα» ή «hair cut» του ελληνικού χρέους και υλοποιήθηκε με τα προγράμματα ανταλλαγής των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου, γνωστό ως PSI (Private Sector Initiative) ή PSI+ ή PSI Plus.

Το πρόγραμμα ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων υλοποιήθηκε τον Μάρτιο του 2012, όπου με την ανταλλαγή αυτή μειώθηκε η ονομαστική αξία των ομολόγων που υπήχθησαν στο πρόγραμμα κατά 53,5% αφού το πρόγραμμα προέβλεπε (Alpha Bank, Οικονομικό Δελτίο 117, 2012):

α) Ανταλλαγή του 31,5% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων με νέα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, ισόποσης αξίας, διάρκειας από το 2023 έως το 2042. Δηλαδή διάρκειας από 11 χρόνια έως 30 χρόνια. Τα νέα ομόλογα φέρουν αυξανόμενο επιτόκιο (2% έως το 2015, 3% έως το 2020, 3,65 έως το 2021 και έκτοτε 4,30%) και διέπονται από το Αγγλικό Δίκαιο (Alpha Bank, Οικονομικό Δελτίο 117, 2012).

β) Επιπλέον, οι κάτοχοι θα λάμβαναν βραχυπρόθεσμους τίτλους του EFSF⁸ (Ευρωπαϊκού Οργανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας) διάρκειας 24 μηνών και ονομαστικής αξίας ίσης με το 15% των ομολόγων που θα ανταλλάσσονταν ενώ Αξίζει να σημειωθεί, (Αγγελόπουλος Π. 2013), ότι οι συμπληρωματικοί τίτλοι του EFSF θα έχουν απόδοση συνδεδεμένη με την οικονομική ανάπτυξη της Ελλάδας. Δηλαδή η απόδοσή τους θα αυξηθεί εάν η οικονομική κατάσταση της Ελλάδας βελτιωθεί ταχύτερα από το προβλεπόμενο.

γ) Τέλος το πρόγραμμα προέβλεπε τη σύνδεση κάθε ομολόγου που ανταλλάσσονταν με διακριτό χρηματοοικονομικό τίτλο (warrant) με απόδοση έως 1% ετησίως συνδεδεμένης με την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων του ελληνικού ΑΕΠ.

Το πρόγραμμα θεωρήθηκε επιτυχημένο αφού ανταλλάχθηκαν ομόλογα αξίας 199 δις ευρώ από τα 205,5 δις ευρώ τα οποία εκλήθησαν να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα ανταλλαγής. Σημειώνεται δε ότι με σκοπό την ελάφρυνση των συνεπειών των ανταλλαγών για τις τράπεζες, με το ν.4046/2012 ορίστηκε πως οι ζημιές από την ανταλλαγή των ομολόγων στα πλαίσια του PSI+ μπορούν να εκπίπτουν από το φόρο εισοδήματος των τραπεζών εφάπαξ ή σε ίσες δόσεις (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2013).

Εν συνεχεία ακολούθησε το δεύτερο πρόγραμμα ανταλλαγής των νέων Ελληνικών Ομολόγων. Το πρόγραμμα αφορούσε την ανταλλαγή των νέων ομολόγων με ομόλογα εξάμηνης διάρκειας, μηδενικού επιτοκίου, εκδόσεως του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ETXS ή EFSF), διεπόμενα από το Αγγλικό Δίκαιο. Το πρόγραμμα υλοποιήθηκε τον Δεκέμβριο του 2012 και στα πλαίσια αυτού ανταλλάχθηκαν νέα ομόλογα αξίας 31,9 δις ευρώ με ομόλογα έκδοσης ETXS ονομαστικής αξίας 11,3 δις ευρώ (Eurobank, 2013)⁹. Πρακτικά, τα νέα ομόλογα που είχαν αποκτηθεί με το PSI+ ανταλλάχθηκαν στο 1/3 της αξίας τους. Οι ελληνικές τράπεζες συμμετείχαν στο πρόγραμμα επαναγοράς με το 100% του σχετικού χαρτοφυλακίου τους.

⁸ Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ETXS) ή The European Financial Stability Facility (EFSF) ιδρύθηκε τον Ιούνιο του 2010, με βάση το δίκαιο του Λουξεμβούργου, όπου έχει και την έδρα του. Ο EFSF συμβάλλει στην προσπάθεια διαφύλαξης της χρηματοοικονομικής σταθερότητας στη νομισματική ένωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με την παροχή προσωρινής χρηματοοικονομικής στήριξης στα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ.

⁹ Eurobank Ergasias A.E (2013), “Συνοπτικές Ενοποιημένες Ενδιάμεσες Οικονομικές Καταστάσεις για το τρίμηνο που έληξε την 31 Μάρτιου 2013”, Αθήνα.

Είναι γεγονός ότι η συμμετοχή των ελληνικών τραπεζών και σε αυτά τα δύο προγράμματα ανταλλαγής ομολόγων του ελληνικού δημοσίου (Private Sector Initiative – PSI) συνέβαλαν καθοριστικά στην επιτυχία των προγραμμάτων. Το αποτέλεσμα όμως της συμμετοχής τους ήταν να υποστούν, λόγω αφενός των διαγραφών των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου από το χαρτοφυλάκιο τους και των επισφαλών δανείων που είχαν πραγματοποιήσει, ζημιές με την κεφαλαιακή τους επάρκεια και η ρευστότητα να οδηγηθούν σε απαγορευτικά επίπεδα, τόσο βάσει εποπτικών κανόνων, ιδιαίτερα της Βασιλείας, όσο και βάσει των κανόνων της ορθής και βιώσιμης τραπεζικής πρακτικής. Οι τέσσερις συστημικές τράπεζες (Εθνική Τράπεζα, Alpha Bank, Eurobank, Τράπεζα Πειραιώς) ανακοίνωσαν περίπου 28 δις ευρώ λόγω της συμμετοχής τους στο πρόγραμμα ανταλλαγής. (Αγγελόπουλος Π. 2013).

Προς αποφυγή μεγαλύτερων προβλημάτων και προς διαφύλαξη της βιωσιμότητας τους, η ανακεφαλαιοποίηση (recapitalization) αυτών κατέστη αναγκαία. Σύμφωνα με σχετική έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος (2012) για την ανακεφαλαιοποίηση και την Αναδιάταξη του ελληνικού τραπεζικού τομέα, η οποία εκπονήθηκε στο τέλος του 2012, οι κεφαλαιακές ανάγκες των ελληνικών τραπεζών ως το 2014 υπολογίστηκαν σε 40,5 δις. ευρώ. Με τα 27,5 δις ευρώ να χρειάζονται για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες. Οι συστημικές τράπεζες κρίθηκαν κατάλληλες για δημόσια στήριξη και ανακεφαλαιοποίηση με συμμετοχή των κεφαλαίων του μνημονίου μέσου του κράτους ενώ αντίθετα οι μη συστημικές τράπεζες θα έπρεπε να ανακεφαλαιοποιηθούν από τον ιδιωτικό τομέα χωρίς τη συμμετοχή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ)¹⁰, εντός του πρώτου εξαμήνου του 2013

¹⁰ Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), ιδρύθηκε τον Ιούλιο του 2010, βάσει διατάξεων του ν. 3864/2010 και εδρεύει στην Αθήνα. Σκοπός του είναι η διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα κατόπιν άδειας της Τράπεζας της Ελλάδας. Το κεφάλαιο του ΤΧΣ ορίστηκε σε 50 δις ευρώ, προερχόμενο από κεφάλαια που αντλήθηκαν στα πλαίσια του μηχανισμού στήριξης της Ελλάδας από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Πίνακας 4.1

Συνοπτική εικόνα ανακεφαλαιοποίησης των συστημικών τραπεζών

Τράπεζα	Συνολικά καταβληθέντα κεφάλαια από το ΤΧΣ (σε εκατ. ευρώ)	Συμμετοχή ιδιωτών σε μετρητά		Συνολική ΑΜΚ (σε εκατ. ευρώ)	Ποσοστό Συμμετοχής ΤΧΣ
Εθνική Τράπεζα	8.676,9	11,06%	1.079,1	9.756	84,9%
Τράπεζα Πειραιώς	6.985,4	19,68%	1.443,6	8.429	81,01%
Alpha Bank	4.021	12%	550,0	4.571	83,66%
Eurobank	5.839,0			5.839	98,56%
Σύνολο	25.523,3			28.595	

Πηγή: ΤΧΣ, Αγγελόπουλος Π. (2013)

Τελικά, το συνολικό ύψος της ανακεφαλαιοποίησης των τεσσάρων συστημικών τραπεζών ανήλθε στα 28.595 εκατ. ευρώ. Από αυτά, τα 3.073 εκατ. ευρώ προήλθαν από ιδιωτική τοποθέτηση και τα 24.998 εκατ. ευρώ από το ΤΧΣ. Η συνοπτική εικόνα της ανακεφαλαιοποίησης φαίνεται στον παραπάνω Πίνακα 4.1

4.3 Οι υποβαθμίσεις των ελληνικών τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης

Πέραν των υποβαθμίσεων της ελληνικής οικονομίας, από τους οίκους αξιολόγησης που περιγράφηκαν αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο, η Ελλάδα ήρθε αντιμέτωπη και με την υποβάθμιση του τραπεζικού συστήματος. Οι πρώτες υποβαθμίσεις ελληνικών τραπεζών έγιναν το Δεκέμβριο του 2009, μέσα σε ένα κλίμα αβεβαιότητας για την ελληνική οικονομία και φόβων για επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των τραπεζών. Ο οίκος Fitch στις 08/12/2009 υποβάθμισε την Εθνική Τράπεζα, την Eurobank, την Alpha Bank, την Πειραιώς από Α- σε BBB+ ενώ την Αγροτική Τράπεζα από BBB σε BBB-. Στη συνέχεια στις

17/12/2009 η Standard & Poor's, υποβαθμίζει την Εθνική Τράπεζα, τη Eurobank, την Alpha Bank σε BBB+ τοποθετώντας τις, σε καθεστώς πιστοληπτικής επιτήρησης (Credit Watch), με πιθανές αρνητικές συνέπειες. Στις 22/12/2009 η Εθνική υποβαθμίζεται από τον οίκο Moody's από Aa3 σε A1 και τη Eurobank από A1 σε A2. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ανακοίνωση της Fitch για την υποβάθμιση των Ελληνικών Τραπεζών ήταν ένα σοκ για την αγορά. Αυτή η ανακοίνωση είχε ως αποτέλεσμα να σημειωθεί μια καθοδική πορεία κάτω του 3% στο Χ.Α.¹¹

Το ίδιο κλίμα επικρατεί και κατά την διάρκεια του πρώτου τρίμηνου του 2010. Η αγορά αποδεικνύεται ακόμη πιο ευαίσθητη, εύθραυστη και ευάλωτη στις μεταβαλλόμενες συνθήκες. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των ελληνικών τραπεζών χειροτερεύει ακόμα περισσότερο, κυρίως, λόγω του αυξανόμενου κόστους χρηματοδότησης και του αρνητικού κλίματος που επικρατούσε εκείνη την εποχή στις αγορές. Οι τράπεζες ήταν σε μεγάλο βαθμό εξαρτημένες από την ΕΚΤ σχετικά με την χρηματοδότηση τους, διότι δεν μπορούσαν να καλύψουν τις ανάγκες τους λόγω υψηλού κόστους και περιορισμένης πρόσβασης στις διατραπεζικές αγορές. Έτσι λοιπόν η Fitch στις 23/02/2010 υποβάθμισε την Εθνική Τράπεζα, την Eurobank, την Alpha Bank και την Πειραιώς από BBB+ σε BBB. Στις 16/03/2010 η Standard & Poor's υποβαθμίζει την Εθνική Τράπεζα, την Eurobank, την Alpha Bank και την Πειραιώς από στην κατηγορία BBB. Στις 31/03/2010 η Moody's υποβάθμισε την αξιολόγηση της Εθνικής σε A2 από A1, της EFG Eurobank Ergasias σε A3 από A2, της Alpha Bank σε A3 από A2 και της Τράπεζας Πειραιώς σε Baa1 από A2. Επίσης, υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Εμπορικής Τράπεζας σε A3 από A2

Οι υποβαθμίσεις συνεχίστηκαν και στο δεύτερο τρίμηνο του 2010. Στις 23/04/2010 η Moody's προχώρησε στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Εθνικής Τράπεζας μετά την υποβάθμιση των ελληνικών ομολόγων (22/04/2010), θέτοντας παράλληλα υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση τις Eurobank, Alpha Bank, Εμπορική, Πειραιώς και Αγροτική. Η Εθνική υποβαθμίστηκε από A2 σε A3 ενώ η προοπτική παραμένει αρνητική. Στις 27/04/2010 ο οίκος Standard & Poor's προχώρησε σε υποβαθμίσεις της Εθνικής Τράπεζας από BBB σε BB+, της Eurobank, της Alpha Bank και της Πειραιώς από BBB σε BB. Στις 30/04/2010 ο οίκος Moody's προχώρησε σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης εννέα ελληνικών

¹¹ www.Capital.gr

τραπεζών, επικαλούμενος τη μειωμένη χρηματοοικονομική τους ισχύ και τις περαιτέρω πιέσεις που αναμένεται να δεχθούν εξαιτίας των δυσμενών οικονομικών συνθηκών στη χώρα. Η Εθνική Τράπεζα υποβαθμίστηκε από A3 σε Baa2, η Eurobank από A3 σε Baa3, η Alpha Bank από A3 σε Baa3, η Πειραιώς από Baa1 σε Ba1 και η Αγροτική Τράπεζα από Baa1 σε Baa3.

Στις 15/06/2010 ο οίκος Moody's ανακοίνωσε την υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης έξι ελληνικών τραπεζών. Οι τράπεζες που υποβαθμίστηκαν είναι: η Εθνική Τράπεζα σε Ba1 από Baa2, η EFG Eurobank σε Ba1 από Baa3, η Alpha Bank σε Ba1 από Baa3, η Αγροτική Τράπεζα σε Ba2 από Baa3, η Emporiki Bank σε Baa3 από Baa2 και η Γενική Τράπεζα σε Baa3 από Baa2¹².

Στο τέταρτο τρίμηνο του 2010, Τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα των ελληνικών τραπεζών σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και η αυξανόμενη αβεβαιότητα για την ικανότητα της χώρας να μειώσει το χρέος της σε ένα βιώσιμο επίπεδο, ήταν κάποια από τα αίτια που οδήγησαν το τραπεζικό σύστημα στην υποβάθμιση του. Αν και οι οργανισμοί αξιολόγησης αναγνώρισαν, ότι υπήρξε μια ικανοποιητική ανάπτυξη κατά την εφαρμογή του οικονομικού προγράμματος σταθερότητας, όλοι τόνισαν το γεγονός ότι υπάρχει πιθανότητα αποτυχίας του προγράμματος αυτού σε περίπτωση που δεν υπάρχει περισσότερη υποστήριξη από τα μέλη της Ε.Ε.¹³

Στις 17/12/2010 ο οίκος Moody's θέτει υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας έξι ελληνικών τραπεζών, μια ημέρα μετά από ανάλογη κίνηση στην οποία προχώρησε για αξιολόγηση Ba1 της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας. Πρόκειται για τις τράπεζες Εθνική, Alpha Bank, EFG Eurobank, Πειραιώς, ATEbank και Attica Bank. Ενώ στις 22/10/2010 σε ανάλογη ανακοίνωση προέβη και ο οίκος Fitch.

Μπαίνοντας στο 2011, συνεχίζονται οι δύσκολες στιγμές για το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα και το 2011. Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους φαίνεται να έχει γίνει ανεξέλεγκτη. Μετά την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, σε πολύ δυσμενή κατάσταση βρισκόταν και η Ισπανία, η οποία ήταν πολύ κοντά στο να ζητήσει πακέτο στήριξης από την Ε.Ε. Οι οίκοι αξιολόγησης υποβαθμίζουν και πάλι την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών. Αυτή τη φορά υποστηρίζουν ότι η υποβάθμιση οφείλεται στην εξασθένηση της χρηματοοικονομικής ικανότητας των ελληνικών τραπεζών,

¹² https://www.moodys.com/research/Moodys-takes-rating-actions-on-nine-Greek-banks--PR_200857

¹³ <http://www.naftemporiki.gr/finance/story>

καθώς και στην αδύναμη δημοσιονομική θέση της Ελλάδας. Για κάθε υποβάθμιση που δέχονται οι τράπεζες από τους οίκους αξιολόγησης είναι αναγκασμένες να προσφέρουν περισσότερα χρήματα στους πελάτες τους προκειμένου να τις εμπιστευτούν ξανά.

Έτσι στις 17/01/2011, ο οίκος Fitch Ratings προχώρησε στην υποβάθμιση της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πέντε ελληνικών τραπεζών σε συνέχεια της υποβάθμισης της Ελλάδας κατά μια βαθμίδα στις 15/01/2011. Πιο συγκεκριμένα, ο οίκος υποβάθμισε τη μακροπρόθεσμη πιστοληπτική αξιολόγηση των τραπεζών Εθνική, Alpha, Eurobank, Πειραιώς και Αγροτική σε BB+, από BBB-. Οι προοπτικές παραμένουν αρνητικές, (negative outlook) όπως επισημαίνει η Fitch σε σχετική ανακοίνωσή της.

Στις 19/03/2011, η Moody's προχώρησε στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας έξι ελληνικών τραπεζών δύο μέρες μετά την υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας σε B1 Πρόκειται για τις Εθνική, EFG Eurobank, Alpha Bank, Πειραιώς, ATEbank και Attica Bank. Συγκεκριμένα, υποβάθμισε την αξιολόγηση για την Εθνική Τράπεζα σε Ba3 από Ba1, για την EFG Eurobank σε Ba3 από Ba1, για την Alpha Bank σε Ba3 από Ba1 για την Πειραιώς σε Ba3 από Ba1 για την ATEbank σε B1 από Ba2 και για την Attica Bank σε B1 από Ba2.¹⁴ Η υποβάθμιση αφορά τόσο τις καταθέσεις όσο και το χρέος των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ο οίκος έδωσε αρνητικές προοπτικές για τις αξιολογήσεις και των έξι τραπεζών. Σύμφωνα με τη Moody's, η αξιολόγηση των τραπεζών αναθεωρείται λόγω των συνεχιζόμενων πιέσεων όσον αφορά την ρευστότητα, την ποιότητα των κεφαλαίων τους και την έκθεσή τους σε ελληνικά ομόλογα. Εν συνεχεία, στις 10/05/2011, υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση θέτει τις αξιολογήσεις οκτώ ελληνικών τραπεζών ο οίκος αξιολόγησης Moody's μια ημέρα μετά την ανάλογη προειδοποίηση για την αξιολόγηση του ελληνικού δημοσίου Η προειδοποίηση της Moody's αφορά την Εθνική Τράπεζα, την Eurobank, την Alpha Bank, την Τράπεζα Πειραιώς, την ΑΤΕ, την Τράπεζα Αττικής, την Εμπορική και τη Γενική. Ο οίκος αναφέρει στην ανακοίνωσή του ότι οι δημοσιονομικές προκλήσεις που αντιμετωπίζει η Ελλάδα και η ασθενέστερη οικονομική ανάκαμψη θα ασκήσουν πρόσθετη πίεση στην ποιότητα του ενεργητικού

¹⁴ https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-the-ratings-of-six-Greek-banks--PR_215193

των τραπεζών και στα μεγέθη της κερδοφορίας τους και θα οδηγήσουν δυνητικά σε νέες πιέσεις στη χρηματοδότηση και τη ρευστότητά τους¹⁵.

Στη συνέχεια, στις 03/06/2011, ο οίκος Moody's ανακοίνωσε την υποβάθμιση οχτώ ελληνικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, ο διεθνής οίκος αξιολόγησης υποβάθμισε την Εθνική Τράπεζα, τη Eurobank, την Alpha Bank και την Τράπεζα Πειραιώς σε B3 από Ba3, την Αγροτική Τράπεζα και την Τράπεζα Αττικής σε B3 από B1 και τις Εμπορική Τράπεζα και Γενική Τράπεζα σε B1 από Baa3. Όπως επισημαίνει ο οίκος στην έκθεσή του, οι υποβαθμίσεις αυτές έρχονται σε συνέχεια της υποβάθμισης της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδας σε Caa1 από B1. Οι προοπτικές (outlook) και για τις οκτώ τράπεζες είναι αρνητικές.

Στις 15/06/2011, ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's ανακοινώνει την υποβάθμιση τεσσάρων ελληνικών τραπεζών μετά την υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας στις 12/06/2011 στην κατώτερη βαθμίδα αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, ο διεθνής οίκος αξιολόγησης υποβάθμισε την μακροπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, της Τράπεζας Πειραιώς, της EFG Eurobank και της Alpha Bank στην κατώτερη βαθμίδα αξιολόγησης CCC. «Η υποβάθμιση φανερώνει την άποψή μας ότι οι τέσσερις τράπεζες βρίσκονται αντιμέτωπες με σημαντικά αυξημένους κινδύνους για τα οικονομικά τους, ειδικά όσον αφορά τη ρευστότητά τους από τις εγχώριες δραστηριότητες λιανικής και τις κεφαλαιακές τους θέσεις», υπογραμμίζει η S&P¹⁶. Στις 14/07/2011 ο οίκος Fitch ανακοίνωσε τις υποβάθμιση της Εθνικής Τράπεζας, της Eurobank, της Alpha Bank, της Πειραιώς και της Αγροτικής από B+ σε B-, διατηρώντας αρνητικό outlook.

Τη σκυτάλη πήρε ο οίκος Moody's στις 23/09/2011 όπου ανακοίνωσε την υποβάθμιση του αξιόχρεου αλλά και των μακροπρόθεσμων καταθέσεων οχτώ ελληνικών τραπεζών διατηρώντας αρνητικές τις προοπτικές. Συγκεκριμένα, η Moody's υποβάθμισε κατά δύο βαθμίδες, σε Caa2 από B3, την αξιολόγησή της για την Εθνική Τράπεζα, τη EFG Eurobank Ergasias, την Alpha Bank την Τράπεζα Πειραιώς, την Αγροτική Τράπεζα και την Attica Bank. Σε B3 από B1 υποβαθμίστηκε η αξιολόγηση για την Εμπορική Τράπεζα και την Γενική. Ο οίκος απέδωσε την υποβάθμιση στην επιδείνωση της κατάστασης της εγχώριας οικονομίας, αλλά και στην έκθεση των παραπάνω πιστωτικών ιδρυμάτων σε ομόλογα του ελληνικού

¹⁵ https://www.moody.com/research/Moodys-places-eight-Greek-banks-on-review-for-possible-downgrade--PR_218680

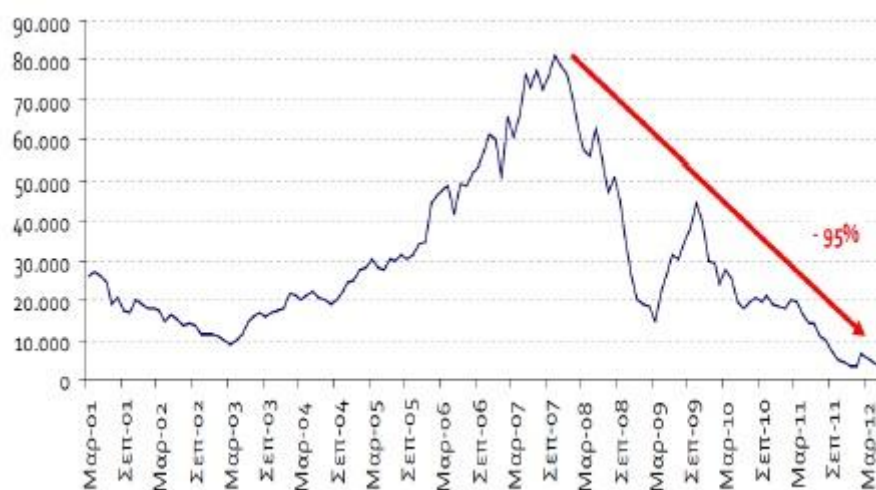
¹⁶ <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/332966/ypobathmisi-tessaron-ellinikon-trapezon-apo-skaip>

δημοσίου.¹⁷ Μέχρι το τέλος του 2011, δεν είχαμε κάποια άλλη ανακοίνωση υποβάθμισης από τους οίκους αξιολόγησης.

Κατά το έτος 2012 και συγκεκριμένα το Μάρτιο του 2012 κατά την υλοποίηση του προγράμματος ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων, με τη συμμετοχή σε αυτό των ελληνικών τραπεζών, που όπως ήδη έχει αναφερθεί δημιούργησε ζημιές στις τράπεζες. Οι απώλειες στις τιμές των μετοχών στο τραπεζικό κλάδο, λόγω του αρνητικού κλίματος που είχε δημιουργηθεί, των υποβαθμίσεων που υπέστησαν οι τράπεζες και του PSI, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 4.2, έφτασαν στο 95% .

Διάγραμμα 4.2

Συνολική αξία τραπεζικών μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο (σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Bloomberg

Στις 18/05/2012, ο οίκος Fitch ανακοινώνει την υποβάθμιση πέντε ελληνικών τραπεζών στην κατώτερη βαθμίδα CCC από B-. Πρόκειται για την Εθνική Τράπεζα, την Eurobank, την Alpha Bank, την Τράπεζα Πειραιώς και Αγροτική Τράπεζα. Αξίζει να σημειωθεί ότι μία μέρα πριν, ο ίδιος οίκος είχε προχωρήσει σε στην υποβάθμιση του αξιόχρεου της Ελλάδας σε CCC από B-, αναφέροντας ότι η υποβάθμιση αυτή αντανάκλα τον αυξημένο κίνδυνο να μην μπορέσει η Ελλάδα να παραμείνει στην ευρωζώνη. Στις 06/06/2012 ο οίκος Moody's ανακοίνωσε την υποβάθμιση κατά δύο βαθμίδες τις αξιολογήσεις της Εμπορικής Τράπεζας και της Γενικής Τράπεζας, επικαλούμενος τις πιθανότητες εξόδου της Ελλάδας από την Ευρωζώνη. Οι

¹⁷ https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-the-ratings-of-Greek-banks-concluding-review-initiated--PR_226069

αξιολογήσεις των δύο ιδρυμάτων τοποθετήθηκαν στο Caa2 (από B3), με αρνητικές προοπτικές.¹⁸ Αυτές ήταν και οι τελευταίες σημαντικές ανακοινώσεις υποβαθμίσεων από τους οίκους αξιολόγησης.

Στις 09/04/2013 ο οίκος Fitch ανακοινώνει ότι με την επιτυχή εξασφάλιση της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στην ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών αυτό συνιστά προοπτικές αναβάθμισης για τις ελληνικές τράπεζες. Όπερ και εγένετο στις 16/05/2013, όπου ο εν λόγω οίκος αξιολόγησης αναβάθμισε την Εθνική, την Τράπεζα Πειραιώς, την Alpha Bank και τη Eurobank σε B-, από CCC. Στο σκεπτικό του οίκου Fitch σημειώνει πως η ενέργεια αυτή αντανάκλα την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και ένα πιο σταθεροποιημένο μακροοικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα, που αντανάκλαται στην αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας στο B- από CCC, με σταθερές προοπτικές.¹⁹ Τέλος, στις 07/12/2013 Συγκεκριμένα, ο οίκος αναβάθμισε σε Caa1 από Caa2 την πιστοληπτική αξιολόγηση της Τράπεζας Πειραιώς, της Εθνικής Τράπεζας και της Alpha Bank σε συνέχεια της αναβάθμισης της Ελλάδας κατά δυο βαθμίδες, σε Caa3, ενώ αναβάθμισε τις προοπτικές για τις τρεις τράπεζες σε σταθερό από αρνητικό. Ακόμη, ο οίκος άλλαξε το outlook της αξιολόγησης Caa2 της Eurobank σε θετικό από αρνητικό, ενώ άλλαξε και το outlook για την αξιολόγηση της Τράπεζας Αττικής σε σταθερό από αρνητικό.

Αυτές είναι και οι τωρινές (Απρίλιος 2014) αξιολογήσεις των ελληνικών τραπεζών από τους οίκους αξιολόγησης, με μόνη διαφοροποίηση την αλλαγή στο outlook των ελληνικών τραπεζών και συγκεκριμένα της Εθνικής Τράπεζας, της Eurobank, της Πειραιώς και της Alpha Bank που ανακοίνωσε ο οίκος Moody's στις 29/04/2014, όπου από αρνητικό το μετέβαλλε σε σταθερό²⁰.

4.4 Αριθμοδείκτες βαθμολογίας τραπεζών CAMELS

Ο πιο διαδεδομένος και αποδεκτός τρόπος αξιολόγησης των τραπεζών είναι οι δείκτες CAMELS, των οποίων τα αρχικά αντιπροσωπεύουν έξι δείκτες που τελικά σταθμίζοντας τους καταλήγουν στη βαθμολογία που τους αντιστοιχεί. Οι δείκτες αυτοί αντανάκλουν την κατάσταση μίας τράπεζας λαμβάνοντας υπόψη τις διάφορες

¹⁸ https://www.moody.com/research/Moodys-downgrades-Emporiki-and-Geniki-Bank-outlooks-negative--PR_246383

¹⁹ <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/652784/fitch-anabathmisi-ellinikon-trapezon>

²⁰ https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Greeces-banking-system-to-stable-from--PR_298158

παραμέτρους πέραν της κεφαλαιακής τους επάρκειας, η οποία προβλέπεται από τους κανόνες της Βασιλείας και συνεπώς μπορεί να θεωρηθεί ως συμπληρωματική αυτών των κανόνων.

Το ενιαίο σύστημα αξιολόγησης των Χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Uniform Financial Institutions Rating System - UFIRS) προτάθηκε από το Ομοσπονδιακό συμβούλιο Έλεγχου Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (FFIEC) στις 13 Νοέμβριου του 1979 (Dey S. Kabir A. 2012). Η Ομοσπονδιακή τράπεζα των Η.Π.Α. (Federal Reserve) το υιοθέτησε πρώτη το 1987, και την ακολούθησαν οι υπόλοιποι τραπεζικοί οργανισμοί των Η.Π.Α., ενώ με την πάροδο του χρόνου το σύστημα UFIRS εφαρμόστηκε διεθνώς και αναδείχθηκε σε ένα από τα πιο αποτελεσματικά εργαλεία αξιολόγησης και εσωτερικής εποπτείας για τη φερεγγυότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων. Το σύστημα UFIRS έγινε ευρέως γνωστό μέσω της μεθοδολογίας των CAMEL, αφού αρχικά οι δείκτες ήταν πέντε, για να προστεθεί και η ευαισθησία στις μεταβολές της αγοράς (S), λόγω των εξελίξεων στον τραπεζικό τομέα που επέβαλαν την ενσωμάτωση του το 1997.

Οι δείκτες CAMELS, αποτελούνται από τους δείκτες για Κεφαλαιακή Επάρκεια (Capital Adequacy), Ποιότητα Στοιχείων Ενεργητικού (Asset Quality), Διοίκηση – Διαχείριση (Management), Κερδοφορία (Earnings), Ρευστότητα (Liquidity) και Ευαισθησία στους κινδύνους της αγοράς (Sensitivity to market risk). Οι δείκτες CAMELS παρέχουν για την κάθε τράπεζα μια βαθμολογία για τη συνολική της απόδοση (Composite Rating) και έξι επιμέρους βαθμολογίες για την κάθε κατηγορία αριθμοδείκτη ξεχωριστά. Βάση μιας στάθμισης για τον κάθε ένα εκ των έξι αριθμοδεικτών, διαμορφώνεται η συνολική κατάσταση της υπό εξέταση τράπεζας. Η βαθμολογική κλίμακα κυμαίνεται από 1 έως 5. Το 1 αποτελεί την υψηλότερη βαθμολογία, ενώ αντικατοπτρίζει τις άριστες αποδόσεις και την ύπαρξη επαρκών μηχανισμών διαχείρισης κινδύνων που ανταποκρίνονται τόσο στο μέγεθος του τραπεζικού ιδρύματος όσο και στην πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων του. Το 5 αντιστοιχεί στη μικρότερη δυνατή βαθμολογία και θεωρείται ενδεικτικό χαμηλών επιδόσεων οι οποίες χρίζουν ιδιαίτερης προσοχής.

Η χρήση της μεθοδολογίας CAMELS, πέραν του αποτελέσματος της για τις δυνατότητες της κάθε τράπεζας σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες του κλάδου δίνει επίσης τη δυνατότητα να προσδιοριστούν τα δυνατά και τα αδύναμα σημεία τους. Μάλιστα η κατάταξη των υπό εξέταση τραπεζών μπορεί να γίνεται όχι μόνο επί της συνολικής τους εικόνας, αλλά και για τον κάθε ξεχωριστό αριθμοδείκτη. Οι δείκτες

CAMELS παρέχουν στον αναλυτή τη δυνατότητα να διακρίνει παράγοντες, εφόσον υπάρχουν, οι οποίοι δύναται να συμβάλουν στη χρεοκοπία μιας τράπεζας. Η σημαντικότερη ωστόσο προσφορά των δεικτών είναι η δυνατότητα που παρέχουν στον αναλυτή να προβλέψει την αποτυχία (χρεοκοπία) και να λάβει μέτρα προκαταβολικά προς αποφυγή της μαζικής ανάληψης καταθέσεων από τους αποταμιευτές (run on bank) η οποία θα οδηγούσε στην κατάρρευση της.

Η Κεντρική Τράπεζα κάθε κράτους έχει τη συνολική ευθύνη για τον έλεγχο και την εποπτεία του εθνικού τραπεζικού συστήματος. Αυτός ο ρόλος της ανατέθηκε κυρίως από της Αρχές της Βασιλείας II όπου στο δεύτερο πυλώνα της, προβλέπεται Διαδικασία Εποπτικής Αξιολόγησης (Supervisory Review Process - SREP) . Το σύστημα αυτό για να είναι δίκαιο και αποτελεσματικό πρέπει να βασίζεται σε ένα εργαλείο που να ελέγχει και να παρουσιάζει με ομοιόμορφο τρόπο όλα τα τραπεζικά ιδρύματα και να εντοπίζει τα σημαντικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν ή που πρόκειται να ανακύψουν ένα δεν ληφθούν άμεσα μέτρα. Ένα τέτοια Σύστημα Αξιολόγησης Πιστωτικών Ιδρυμάτων (ΣΑΠΙ) βασίζεται στους δείκτες CAMELS οι οποίοι εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) ενώ λαμβάνουν υπόψη τους και ποιοτικά κριτήρια. Στην κάθε περίπτωση εξαρτάται από τον αναλυτή εάν θα περιοριστεί σε έξι αριθμοδείκτες ή θα επεκτείνει την ανάλυση περεταίρω.

Σε αυτό το σημείο, πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των έξι δεικτών, πρέπει να σημειωθεί το σύστημα αξιολόγησης με τη μεθοδολογία των CAMELS διαφέρει σε σχέση με τα υποδείγματα αξιολόγησης των λοιπών επιχειρήσεων μιας και εστιάζεται στο ότι η βαρύτητα των συντελεστών στάθμισης είναι υποκειμενική και εξαρτάται από τον αναλυτή που κάνει την αξιολόγηση. (Χριστόπουλος Α., Ντόκας Γ. 2012)

4.4.1 Κεφαλαιακή Επάρκεια (Capital Adequacy)

Για να λειτουργεί ομαλά μια τράπεζα απαιτείται να διαθέτει επαρκή κεφάλαια για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών της. Οι δείκτες που αναφέρονται στην κεφαλαιακή επάρκεια, εξετάζουν την ικανότητα μιας τράπεζας να ανταποκριθεί σε ενδεχόμενες ζημιές. Αν μία τράπεζα, για παράδειγμα, έχει μεγάλο αριθμό διαθέσιμων κεφαλαίων, θα μπορέσει εύκολα να απορροφήσει τυχόν ζημιές από μη εξυπηρετούμενες προς αυτή υποχρεώσεις, γεγονός που αυξάνει τη φερεγγυότητα της και μειώνει την πιθανότητα πτωχεύσεως της.

Το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων της εξαρτάται από το ύψος και το είδος των κινδύνων που εμπεριέχουν οι δραστηριότητές της, αλλά και από την ικανότητα των στελεχών της να αναγνωρίζουν, να ελέγχουν και τέλος να προσδιορίζουν τους κινδύνους που αναλαμβάνονται. Η επάρκεια των κεφαλαίων αποτελεί το βασικότερο μέλημα της διοίκησης κάθε τράπεζας, αφού από αυτήν εξαρτάται, κατά κύριο βαθμό, η ευρωστία της. Ουσιαστικά, απεικονίζει το βαθμό εξασφάλισης των καταθετών της τράπεζας και την ικανότητά της να αντιμετωπίσει πιθανή αρνητική συγκυρία είτε για την ίδια είτε τον κλάδο είτε ακόμα και περιπτώσεις γενικότερων κρίσεων. Για την εκτίμηση της κεφαλαιακής επάρκειας χρησιμοποιούνται αριθμοδείκτες με τους οποίους εκτιμάται η μακροχρόνια ικανότητα του χρηματοοικονομικού οργανισμού να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις καθώς και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές του. Ο αριθμοδείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (Capital Adequacy Ratio - CAR) υπολογίζεται ως εξής:

$$CAR = \frac{\text{Βασικά κεφάλαια (Tier I)} + \text{Συμπληρωματικά κεφάλαια (Tier II)}}{\text{Σταθμισμένο έναντι του κινδύνου ενεργητικό}} \geq 8\%$$

Συγκεκριμένα, τα κεφάλαια στον αριθμητή χωρίζονται σε Βασικά Ίδια Κεφάλαια, τα οποία απαιτείται να αποτελούν τουλάχιστον το 50% του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων, και σε Συμπληρωματικά Κεφάλαια, ενώ τα περιουσιακά στοιχεία στον παρονομαστή κατανομούνται σε πέντε ομάδες σταθμισμένου κινδύνου βάσει των κανόνων της Βασιλείας II ως εξής 0%, 10%, 20%, 50% και 100%. Η σύνθεση των δύο κατηγοριών κεφαλαίου καθώς και η κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού στις ανάλογες κατηγορίες κινδύνου ορίζονται λεπτομερώς στο Σύμφωνο της Βασιλείας II για την Κεφαλαιακή Επάρκεια του 1998 (Basel Committee On Banking Supervision 1998).

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει κατά πόσο τα κεφάλαια επαρκούν για την αντιμετώπιση των κινδύνων που έχει αναλάβει η τράπεζα. Υποχρεωτικά βάσει της Βασιλείας II πρέπει να είναι τουλάχιστον 8%. Όσο ψηλότερη τιμή έχει το κλάσμα, τόσο μικρότερη είναι η ανάγκη της τράπεζας για εξωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς έχει καλύτερη αποδοτικότητα σε σχέση με τράπεζες που έχουν χαμηλότερο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας. Οι τραπεζικοί οργανισμοί των οποίων ο παραπάνω δείκτης είναι πάνω από 8%, θεωρείται πλέον διεθνώς ότι εκπληρώνουν τις υποχρεωτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του πιστωτικού κινδύνου στον οποίο

εκτίθενται. Όσο μεγαλύτερος είναι ο CAR, τόσο καλύτερη κρίνεται η τράπεζα στον παράγοντα κεφαλαιακή επάρκεια.

Η τράπεζα με τη μεγαλύτερη κεφαλαιακή επάρκεια βαθμολογείται με 1, το οποίο σημαίνει πως το επίπεδο των κεφαλαίων της συγκεκριμένης τράπεζας είναι σημαντικό σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Ανάλογα, βαθμολογία 2 θα σήμαινε ότι το επίπεδο των κεφαλαίων της είναι ικανοποιητικό, το 3 θα σήμαινε λιγότερο από ικανοποιητικό, το 4 προειδοποιεί για την ανάγκη οικονομικής στήριξης της τράπεζας, ενώ τέλος το 5 κρούει τον κώδωνα του κινδύνου για άμεση οικονομική της στήριξη. (Χριστόπουλος Α., Ντόκας Γ. 2012)

4.4.2 Ποιότητα Στοιχείων Ενεργητικού (Asset Quality)

Σύμφωνα με Grier (2007), "η κακή ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων είναι η κύρια αιτία των περισσότερων πτωχεύσεις τραπεζών". Δείχνοντας με τον πλέον σαφή τρόπο τη σημασία της ποιότητας των στοιχείων που έχει στο χαρτοφυλάκιο της μία τράπεζα. Η πιο σημαντική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων είναι το χαρτοφυλάκιο δανείων, ο μεγαλύτερος κίνδυνος που αντιμετωπίζει η τράπεζα είναι ο κίνδυνος ζημιών από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Ο χρηματοοικονομικός αναλυτής θα πρέπει να πραγματοποιήσει την αξιολόγηση της ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων με στόχο τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου και την αξιολόγηση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου. Η μέτρηση της ποιότητας βέβαια του ενεργητικού είναι δύσκολη, επειδή ως επί το πλείστον βασίζεται στην υποκειμενικότητα του αναλυτή.

Οι δείκτες που αναφέρονται στην ποιότητα ενεργητικού εξετάζουν τις προοπτικές κερδοφορίας των τραπεζών. Όσο καλύτερη είναι η ποιότητα του ενεργητικού, τόσο λιγότερα δάνεια θα γίνουν μη εξυπηρετούμενα και κατά συνέπεια τόσο καλύτερες θα είναι οι προοπτικές κερδοφορίας της τράπεζας. Η ποιότητα ενεργητικού αντανακλά το βαθμό του υπάρχοντος, αλλά και του πιθανού πιστωτικού κινδύνου, ο οποίος συνδέεται με τις απαιτήσεις της τράπεζας, ενώ παράλληλα αντικατοπτρίζει την ικανότητα της διοίκησης να αντιμετωπίζει αυτόν τον κίνδυνο.

Η ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού αποτελεί σημαντική παράμετρο αξιολόγησης της οικονομικής κατάστασης της τράπεζας. Η πραγματική αξία των απαιτήσεων προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό τους κινδύνους δραστηριότητας της

τράπεζας. Από το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού, η εκτίμηση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου δανείων είναι η σημαντικότερη και η δυσκολότερη. Απαιτείται η αξιολόγηση των πιστούχων της τράπεζας με βάση τα οικονομικά τους στοιχεία, την εκτίμηση της πιθανότητας μη αποπληρωμής των δανείων, ώστε να καταλήξουμε στην εκτίμηση της πιθανής ζημίας δηλαδή στην αξία υποβάθμισης του χαρτοφυλακίου. Αυτό αντιπαραβάλλεται με το επίπεδο των προβλέψεων που έχουν διενεργηθεί ώστε να προσεγγισθεί η πραγματική αξία του χαρτοφυλακίου. (Καλφάογλου Φ. 2007). Ο αριθμοδείκτης που χρησιμοποιείται συνήθως για την αξιολόγηση της Ποιότητας Ενεργητικού είναι ο εξής:

$$A = \frac{\text{Δάνεια σε καθυστέρηση} > 90 \text{ ημερών} - \text{Προβλέψεις}}{\text{Σύνολο Δανείων}}$$

Με τον όρο Δάνεια σε καθυστέρηση εννοούμε δάνεια που παρουσιάζουν πρόβλημα κατά την αποπληρωμή τους, αλλιώς ονομάζονται Δάνεια σε οριστική καθυστέρηση. Συνήθως η αποπληρωμή τους παρουσιάζει καθυστέρηση πάνω από 90 ημέρες και πλέον υπόκεινται σε έλεγχο απομείωσης της αξίας τους. Στον αριθμητή, στο πρώτο σκέλος, εμφανίζεται το σύνολο των δανείων που παρουσιάζουν καθυστέρηση άνω των 90 ημερών (το κρίσιμο χρονικό σημείο που έχει οριστεί από τους κανόνες της Βασιλείας), ενώ στο δεύτερο σκέλος του αριθμητή εμφανίζονται τα κεφάλαια που έχει ήδη βάλει στην άκρη (με τη μορφή προβλέψεων – αποθεματικών) η τράπεζα για την αντιμετώπιση ζημιών που θα προκύψουν από δάνεια σε καθυστέρηση. Από τον αριθμητή λοιπόν προκύπτουν οι καθαρές καθυστερήσεις.

Συνεπώς, ο δείκτης δείχνει τις καθαρές καθυστερήσεις σε σχέση με το σύνολο των χορηγήσεων της τράπεζας. Άρα επιθυμούμε να είναι όσο το δυνατόν μικρότερος, που σημαίνει ότι οι προβλέψεις για καθυστερήσεις βρίσκονται κοντύτερα στις προκύπτουσες. Δηλαδή, χαρακτηρίζει σωστό τρόπο προβλέψεων και, συνεπώς, αξιόπιστο και καλής ποιότητας χαρτοφυλάκιο. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη κρίνεται η Ποιότητα Ενεργητικού της Τράπεζας. Η τράπεζα με το μικρότερο αριθμοδείκτη βαθμολογείται με 1 το οποίο σημαίνει ισχυρή τράπεζα. Δείκτης 2 σημαίνει αρκετά ισχυρή τράπεζα, 3 μια λιγότερο ισχυρή τράπεζα ενώ βαθμολογία 4 προειδοποιεί για σημαντικά προβλήματα της τράπεζας και τέλος η βαθμολογία 5 κρούει τον κώδωνα του κινδύνου για άμεση ενίσχυση των παγίων της τράπεζας.

4.4.3 Διοίκηση – Διαχείριση (Management)

Η ποιότητα της διοίκησης/διαχείρισης είναι ουσιαστικά η ικανότητα του διοικητικού συμβουλίου και των μάνατζερς, για τον εντοπισμό, τη μέτρηση και τον έλεγχο των κινδύνων από τις δραστηριότητες του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος με σκοπό την εξασφάλιση μιας υγιούς και αποτελεσματικής λειτουργίας σε σύμφωνη με τους ισχύοντες νόμους και κανονισμούς.

Ο Grier (2007) σημειώνει ότι η διαχείριση θεωρείται ότι πολύ σημαντικό στοιχείο του συστήματος αξιολόγησης CAMELS επειδή ενέχει κρίσιμο ρόλο στην επιτυχία μιας τράπεζας. Ωστόσο, είναι θέματα που πρέπει να μετρηθεί και να εξετάζεται σε συνάρτηση με την ποιότητα στοιχείων του ενεργητικού. Για την αξιολόγηση του προσδιοριστικού παράγοντα της Διοίκησης κατά CAMELS χρησιμοποιείται ο εξής αριθμοδείκτης:

$$M = \frac{\text{Έξοδα Διοίκησης}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Οι πωλήσεις προκύπτουν από την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και αναφέρονται ως Τόκοι και Εξομοιούμενα έσοδα. Τα έξοδα διοίκησης προέρχονται επίσης από την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και αποτελούν μέρος των Γενικών λειτουργικών εξόδων. Συνήθως τα έξοδα Διοίκησης αναφέρονται στα Γενικά Λειτουργικά Έξοδα της τράπεζας. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη κρίνεται η Διοίκηση του οργανισμού.

Τράπεζα με χαμηλό δείκτη Διοίκησης βαθμολογείται με 1 που σημαίνει ισχυρή τράπεζα διοικητικά σε σχέση με το μέγεθος της, ενώ τράπεζα με μεγαλύτερο δείκτη διοίκησης βαθμολογείται με 2 σε σχέση με το μέγεθος της. Με 3 βαθμολογείται όταν η διοίκηση είναι λιγότερο από ικανοποιητική, με 4 όταν εμφανίζονται προβλήματα και με 5 όταν απαιτούνται άμεσες ενέργειες για την αντικατάσταση της διοίκησης.

4.4.4 Κερδοφορία (Earnings)

Ο δείκτης της κερδοφορίας δεν αντανακλά μόνο το ύψος των κερδών μιας τράπεζας αλλά και την ποιότητα τους. Το μεγαλύτερο μέρος αντανακλά τη διαφορά μεταξύ

επιτοκίου δανεισμού και επιτοκίου καταθέσεων (spread). Επίσης, κέρδη προέρχονται από προμήθειες (π.χ. αναλήψεις χρημάτων από ATMs, συμμετοχές σε τρίτες εταιρείες, επενδύσεις σε τίτλους κτλ.). Συνήθως, χρησιμοποιούνται τα καθαρά κέρδη (μετά φόρων), ενώ ικανοποιητικός, θεωρείται ένας δείκτης με τιμή που κυμαίνεται από 1% έως 2,5% (Χριστόπουλος Α., Ντόκας Γ. 2012). Με τους αριθμοδείκτες κερδοφορίας εκτιμάται η αποδοτικότητα ενός τραπεζικού οργανισμού, η δυναμικότητα των κερδών του καθώς και η ικανότητα της διοίκησης του. Για την αξιολόγηση της κερδοφορίας χρησιμοποιούνται δύο αριθμοδείκτες.

Πρώτον, ο δείκτης ROA που το αποτέλεσμά του δίνεται σε ποσοστό. Απεικονίζει την κερδοφορία της τράπεζας σε σχέση με το σύνολο του Ενεργητικού της, ενώ δείχνει και τον τρόπο που μια τράπεζα διαχειρίζεται τα περιουσιακά της στοιχεία για να πετύχει κέρδη. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης, τόσο αποδοτικότερη η τράπεζα. Μια αποδοτική απόδοση αναμένεται να κυμαίνεται από 1% έως 2,5%. Ο Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets - ROA) είναι ο εξής:

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μ.Ο Ενεργητικού}}$$

Παράλληλα, χρησιμοποιείται ο δείκτης ROE (αποδοτικότητα των εσόδων ως προς τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας). Ως Ίδια Κεφάλαια θεωρούνται τα αδιανέμητα κέρδη της τράπεζας και τα καταβεβλημένα κεφάλαια των ιδιοκτητών. Η υψηλή αποδοτικότητα συνεπάγεται τη δυνατότητα παραγωγής χρήματος με ίδια κεφάλαια. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης, τόσο αποδοτικότερα θεωρείται ότι χρησιμοποιεί η τράπεζα τα ίδια κεφάλαιά της. Ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE – Return on Equity) είναι ο εξής:

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Τα Ίδια Κεφάλαια προέρχονται από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου με τα αποθεματικά που βρίσκονται στο παθητικό του ισολογισμού. Απεικονίζει την απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων του οργανισμού σε σχέση με την ονομαστική τους αξία στην αρχή της χρήσης (οικονομικό έτος), δηλαδή εκφράζει το καθαρό κέρδος για κάθε μονάδα επενδύμενου κεφαλαίου.

Οι δύο παραπάνω δείκτες, ROA και ROE, προσδιορίζουν ένα δείκτη κερδοφορίας ο οποίος έχει ως αποτέλεσμα το μέσο όρο των παραπάνω δεικτών. Αν για παράδειγμα, η τράπεζα X έχει βαθμολογηθεί με 2 για το ROA και με 1 για το ROE, τότε ο δείκτης κερδοφορίας E της τράπεζας X θα βαθμολογηθεί με 1,5.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης E, τόσο καλύτερη κρίνεται η κερδοφορία της τράπεζας. Συνεπώς μια βαθμολογία 1 συνεπάγεται ισχυρή τράπεζα και αποδίδεται σε τράπεζα με μεγάλο δείκτη E. Ακολούθως, η βαθμολογία 2 δείχνει ικανοποιητική τράπεζα ως προς τα κέρδη της, ενώ βαθμολογία 3 προειδοποιεί για ανάγκη βελτίωσης των αποτελεσμάτων κερδοφορίας της. Αναλογικά, βαθμολογία 4 συνεπάγεται την ανάγκη για δραστικές διορθωτικές παρεμβάσεις, ενώ βαθμολογία 5 κρούει τον κώδωνα του κινδύνου για μια άμεση στήριξη της κερδοφορίας της τράπεζας για την αποφυγή της χρεοκοπίας της.

4.4.5 Ρευστότητα (Liquidity)

Οι δείκτες που αφορούν τη ρευστότητα δίνουν εκτίμηση για το πόσο εύκολα και γρήγορα μπορεί να ανταποκριθεί σε υποχρεώσεις που απαιτούν άμεσα χρήματα. Η έλλειψη ρευστότητας μπορεί να οδηγήσει ακόμα και μία φερέγγυα τράπεζα σε πτώχευση. Η ρευστότητα αποτελεί τη φωτογραφία της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης. Εκφράζει την ικανότητα των τραπεζών να ανταποκρίνονται τόσο στις κεφαλαιακές ανάγκες των δραστηριοτήτων τους, όσο και στις χρηματοοικονομικές ανάγκες των πελατών τους. Βάσει των κανόνων της Βασιλείας III, η αξιολόγηση της ρευστότητας των Πιστωτικών Ιδρυμάτων βασίζεται σε δύο Αριθμοδείκτες: το Δείκτη Κάλυψης Ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR) (ρευστά και εύκολα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία) και το Δείκτη Σταθερής Καθαρής Χρηματοδότησης (Net Stable Funding Ratio – NSFR) (επίτευξη ισόρροπης χρηματοδότησης με προτίμηση στις σταθερές πηγές).

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής κατάστασης, όσο και της ικανότητας της τράπεζας να ανταποκριθεί στις τρέχουσες ανάγκες της για ρευστά διαθέσιμα. Ο πρώτος δείκτης ρευστότητας βρίσκεται ως εξής:

$$L1 = \frac{\text{Δάνεια}}{\text{Καταθέσεις}}$$

Το αποτέλεσμα του δείκτη δίνει το L1 το οποίο δείχνει την εξάρτηση της τράπεζας από τη διατραπεζική αγορά. Το επιδιωκόμενο στην εξέταση κάποιας τράπεζας είναι να διαπιστωθεί αν χρηματοδοτεί σωστά τα δάνεια που χορηγεί (χορηγήσεις) μέσω των καταθέσεων, διασφαλίζοντας παράλληλα αποθεματικά κεφάλαια. Σε περίπτωση που η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη του 1, τα Δάνεια είναι περισσότερα από τις Καταθέσεις. Συνεπώς, ο δείκτης καταδεικνύει την ανάγκη της τράπεζας να δανείζεται από την διατραπεζική αγορά για να μπορεί να χορηγεί δάνεια.

Όσο πιο μικρός είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερη ρευστότητα έχει η τράπεζα. Ευχάριστο για μια τράπεζα θα ήταν ο δείκτης αυτός να βρίσκεται κάτω από τη μονάδα, το οποίο ερμηνεύεται ως ασφάλεια στην περίπτωση χορηγήσεων, αφού η καταθέσεις επαρκούν για τη χορήγηση δανείων. Ο δεύτερος δείκτης ρευστότητας L2 βρίσκεται ως εξής:

$$L2 = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Μ.Ο Ενεργητικού}}$$

Στο κυκλοφορούν ενεργητικό αθροίζονται οι απαιτήσεις στη διατραπεζική, οι απαιτήσεις από πελάτες, το ταμείο και τα ταμιακά διαθέσιμα και τα χρεόγραφα (επενδυτικού χαρτοφυλακίου και χαρτοφυλακίου συναλλαγών). Το αποτέλεσμα του πηλίκου δίνει το L2 το οποίο δείχνει το βαθμό (έμμεσης) ρευστότητας της τράπεζας αναφορικά με το κυκλοφορούν ενεργητικό της, δηλαδή πόσες από τις υποχρεώσεις της μπορεί να καλύψει από τα στοιχεία που μπορεί να ρευστοποιήσει άμεσα, ιδίως σε περιπτώσεις που εμφανίζεται μείωση καταθέσεων, δυσκολία εύρεσης κεφαλαίων από τη διατραπεζική κτλ. Από την άλλη, μεγάλο κυκλοφορούν ενεργητικό, συνεπάγεται και μεγάλο κόστος για την τράπεζα, η οποία προτιμά να προέρχεται από καταθέσεις.

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα του οργανισμού. Για τον προσδιορισμό του δείκτη ρευστότητας ακολουθείται η ίδια διαδικασία όπως και στο δείκτη κερδοφορίας. Δηλαδή, δίνεται ως ο μέσος όρος των δύο επιμέρους αριθμοδεικτών L1 και L2. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο καλύτερη θεωρείται η τράπεζα που εξετάζεται.

Τράπεζα με μεγάλο δείκτη ρευστότητας θα βαθμολογηθεί με 1 που σημαίνει ότι η τράπεζα αυτή διαθέτει πολύ καλό επίπεδο ρευστότητας (και αυτός ο δείκτης αντιπροσωπεύει έμμεσα και ένα καλό επίπεδο διοίκησης). Βαθμολογία 2 αντιπροσωπεύει τράπεζα με αρκετά ικανοποιητικό επίπεδο ρευστότητας ενώ με

βαθμολογία 3 η διοίκηση της τράπεζας θα πρέπει να αρχίσει να βελτιώνει κάποιες αποφάσεις της. Με βαθμολογία 4, η τράπεζα αρχίζει να αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας και τέλος βαθμολογία 5 σημαίνει ότι απαιτείται άμεση ενίσχυση της τράπεζας για να μπορέσει να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις της.

4.4.6 Ευαισθησία στους κινδύνους της αγοράς (Sensitivity to Market Risk)

Οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των επιτοκίων είναι σύνηθες φαινόμενο στην παγκόσμια οικονομία. Μέσω λοιπόν των δεικτών που αναφέρονται στην ευαισθησία που παρουσιάζει η αξία του ενεργητικού και του παθητικού στις μεταβολές αυτές και άρα για την ικανότητα της τράπεζας να ανταποκριθεί σε αυτές τις αλλαγές. Με άλλα λόγια, αφορά τον κίνδυνο που φέρει το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών της τράπεζας και σχετίζεται με μεταβολές των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των τιμών των μετοχών και των τιμών των εμπορευμάτων.

Το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών της τράπεζας αποτελείται από χρηματοοικονομικά προϊόντα για τα οποία η τράπεζα επιθυμεί να εκμεταλλευθεί βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των τιμών. Μπορούμε να διακρίνουμε τέσσερις πρωταρχικούς παράγοντες κινδύνου (primitive factors) που αφορούν, ισοτιμίες νομισμάτων, αποδόσεις ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου (επιτόκια), τιμές μετοχών και τιμές εμπορευμάτων. Κάθε στοιχείο του χαρτοφυλακίου είναι συνάρτηση ενός ή περισσότερων παραγόντων κινδύνου. Ο συνολικός κίνδυνος προέρχεται από την έκθεση σε καθέναν από τους παραπάνω πρωταρχικούς παράγοντες, καθώς και από την από κοινού μεταβολή των παραγόντων κινδύνου. (Καλφάογλου Φ. 2007) Για την αξιολόγηση της ευαισθησίας στον κίνδυνο της Αγοράς χρησιμοποιείται ο δείκτης:

$$S = \frac{\text{Σύνολο Αξιογράφων}}{M. O \text{ Ενεργητικού}}$$

Απεικονίζει την απόδοση που παράγεται συνολικά από το χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων της τράπεζας. Επιδίωξη της διοίκησής της είναι ο δείκτης να είναι

χαμηλός. Μια τέτοια περίπτωση συνεπάγεται ότι είναι καλύτερη η αντίδραση της τράπεζας στους κινδύνους της Αγοράς.

Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερη θεωρείται η τράπεζα ως προς την αντιμετώπιση των κινδύνων της Αγοράς, αφού όσο μικρότερο είναι το σύνολο των αξιόγραφων τόσο λιγότερο είναι εκτεθειμένη η τράπεζα στους κινδύνους της Αγοράς λόγω των διακυμάνσεων των επιτοκίων και των ισοτιμιών συναλλάγματος.

Συνεπώς, βαθμολογία 1 θα σημαίνει ότι ο κίνδυνος αγοράς ελέγχεται με σωστό τρόπο, βαθμολογία 2 θα σημαίνει ότι ο κίνδυνος της αγοράς αντιμετωπίζεται ικανοποιητικά, ενώ βαθμολογία 3 σημαίνει ότι καλό θα είναι να γίνουν κάποιες βελτιώσεις για την αποφυγή δυνητικών κινδύνων. Αναλογικά, βαθμολογία 4 σημαίνει ότι ο κίνδυνος αγοράς για την τράπεζα είναι μεγάλος σε σχέση με το μέγεθος της, ενώ η βαθμολογία 5 σημαίνει ότι ο κίνδυνος αγοράς που έχει αναληφθεί από τη συγκεκριμένη τράπεζα είναι απαράδεκτα μεγάλος σε σχέση με το μέγεθός της. (Χριστόπουλος Α., Ντόκας Γ. 2012)

4.5 Αξιολόγηση των Ελληνικών Τραπεζών

Περνώντας στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου, παρακάτω ακολουθεί η εφαρμογή των δεικτών CAMELS σε τρεις ελληνικές τράπεζες, Εθνική Τράπεζα, EFG Eurobank και Alpha Bank, για τα έτη 2009-2013, με σκοπό την αξιολόγηση αυτών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί, όπως προαναφέρθηκε, ότι οι συντελεστές στάθμισης του κάθε δείκτη είναι στην ευχέρεια του αναλυτή και κατά συνέπεια γίνεται με υποκειμενικό τρόπο και προφανώς προσαρμόζονται ανάλογα με τις οικονομικές εξελίξεις, τα προβλήματα της κάθε περιόδου. Από τις σταθμίσεις που επιλέγει ο κάθε αναλυτής διακρίνεται και το που επικεντρώνει την προσοχή του. Τη θεωρεί δηλαδή περισσότερο σημαντικό και τι λιγότερο. Σύμφωνα με έκθεση της Federal Deposit Insurance (2010), οι σταθμίσεις που επιλέγονται αποτυπώνονται στην ακόλουθο Πίνακα 4.2.

Πίνακας 4.2

Συνοπτικός Πίνακας σταθμίσεων δεικτών CAMELS

CAMELS Component	Weight
C	25%
A	20%
M	25%
E	10%
L	10%
S	10%

Πηγή: Federal Deposit Insurance Corporation (2010)

Σε μία περίοδο όμως, όπως η τρέχουσα, στην παρούσα εργασία επιλέγεται να δοθεί βαρύτητα στην κεφαλαιακή επάρκεια, στην ρευστότητα αλλά και στην ευαισθησία στην αγορά λόγω κυρίως των ελληνικών ομολόγων. Κατά συνέπεια, επιλέγονται οι σταθμίσεις, όπως παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα

Πίνακας 4.3

Συνοπτικός Πίνακας σταθμίσεων δεικτών CAMELS

Στοιχεία Αξιολόγησης	C	A	M	E	L	S
Αριθμοδείκτες	(Tier I + Tier II) / Σταθμισμένο ενεργητικό	(Δάνεια σε καθυστέρηση > 90 ημερών – Προβλέψεις) / Δάνεια	Εξοδα Διοίκησης / Πωλήσεις	ROE & ROA	L1 & L2	Σύνολο Αξιογράφων / Μ.Ο. Ενεργητ.
Συντελεστής βαρύτητας	0.25	0.15	0.10	0.20	0.20	0.10

Πηγή: Χριστόπουλος Α., Ντόκας Γ. 2012

• Για το έτος 2009

2009	C	0.25	A	0.15	M	0.1	E1		E2		0.2	L1		L2		0.2	S	0.1
Alpha Bank	13.2 %	1	4.5 %	2	0.14	3	0.005	2	0.064	3	2.5	1.19	2	0.99	1	1,5	9.4%	1
Eurobank	12.7 %	2	4%	1	0.06	1	0.0037	3	0.07	2	2.5	1.19	2	0.91	3	2,5	12.7 %	2
Εθνική Τράπεζα	11.3 %	3	6.4 %	3	0.11	2	0.089	1	0.11	1	1	0.97	1	0.97	2	1,5	13.4 %	3

2009	Σύνολο
Alpha Bank	1.75
Eurobank	1.95
Εθνική Τράπεζα	2.20

• Για το έτος 2010

2010	C	0.25	A	0.15	M	0.1	E1		E2		0.2	L1		L2		0.2	S	0.1
Alpha Bank	13,6%	1	7%	2	0,14	3	0,001	2	0.016	2	2	1,28	3	0,93	2	2,5	11%	2
Eurobank	13,1%	2	7.3%	2	0,08	1	-0.009	3	-0.01	3	3	1.26	2	0,77	3	2.5	7.9%	1
Εθνική Τράπεζα	13,7%	1	5,9%	1	0,12	2	0,003	1	0.045	1	1	1,13	1	0,95	1	1	11%	2

2010	Σύνολο
Alpha Bank	1.95
Eurobank	2.10
Εθνική Τράπεζα	1.20

• Για το έτος 2011

2011	C	0.25	A	0.15	M	0.1	E1		E2		0.2 0	L1		L2		0.2	S	0.1
Alpha Bank	9.7% ²¹	2	11%	1	0,12	3	- 0.06	1	-2.68	1	1	1,5 2	3	0,87	1	2	9,2 %	2
Eurobank	12% ²²	1	15.7 %	3	0.06	1	- 0.06	1	-6.28	2	1,5	1,1 6	1	0,74	3	2	13 %	3
Εθνική Τράπεζα	8,39% ²³	3	12,8 %	2	0,10	2	- 0.10	2	17.44 ²⁴	3	2,5	1,2 0	2	0,85	2	2	4%	1

2011	Σύνολο
Alpha Bank	1.75
Eurobank	1.80
Εθνική Τράπεζα	2.25

• Για το έτος 2012

2012	C	0.25	A	0.15	M	0.1	E1		E2		0.2	L1		L2		0.2	S	0.1
Alpha Bank	13.4 % ²⁵	1	19%	1	0,14	2	- 0.01 7	3	-1.77	2	2.5	1,58	3	0,85	1	2	12%	2
Eurobank	11,6 % ²⁶	2	25,2 %	3	0,11	1	- 0.01	1	40,07 ²⁹	3	2	1,40	2	0,85	1	1.5	12.8 %	3
Εθνική Τράπεζα	9% ²⁷	3	23,1 %	2	0,11	1	- 0.02	2	-1.01 ²⁸	1	1,5	1,06	1	0,89	2	1,5	5%	1

²¹ Προσαρμοσμένα για την καταβολή ύψους € 1,9 δις από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ), εν' όψει της συμμετοχής του στην επικείμενη κεφαλαιακή ενίσχυση της Τραπέζης

²² Προσαρμοσμένα για την καταβολή ύψους € 4.2 δις από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ).

²³ Έχουν ενσωματωθεί τα κεφάλαια ύψους € 6,9 δις από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ) καθώς και η επίδραση 77 εκατ. στα βασικά κεφάλαια που προέκυψε από την προαιρετική πρόταση των προνομioύχων τίτλων έκδοσης της θυγατρικής NBG Funding Lt.

^{24 28 29} Καθ' ότι τόσο τα Ίδια Κεφάλαια όσο και τα Καθαρά Κέρδη είναι αρνητικά, ο δείκτης ROE που προκύπτει είναι με θετικό πρόσημο, το οποίο από μαθηματική σκοπιά είναι ορθό αλλά από οικονομική άποψη, δεν έχει νόημα και οδηγεί σε στρεβλώσεις στην ανάλυση. Γι αυτό και τοποθετείται με αρνητικό πρόσημο.

²⁵ Προσαρμοσμένα με τη συνολική κεφαλαιακή ενίσχυση ύψους € 5,82 δις από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ)

²⁶ Προσαρμοσμένα για την καταβολή ύψους € 4.2 δις από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ).

²⁷ Έχουν ενσωματωθεί τα κεφάλαια ύψους € 9,75 δις από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ)

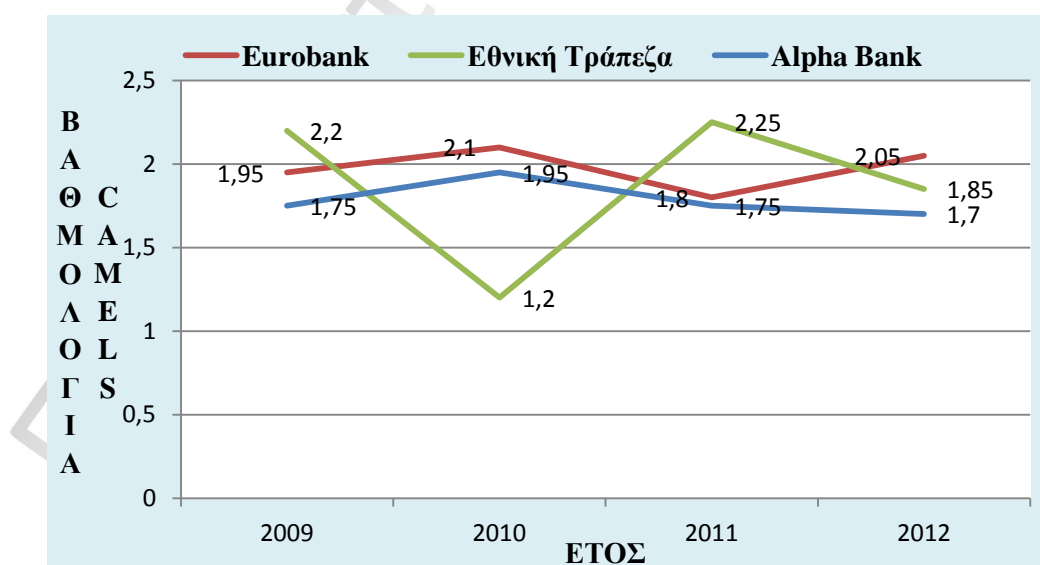
2012	Σύνολο
Alpha Bank	1.70
Eurobank	2.05
Εθνική Τράπεζα	1,85

4.6 Συγκριτική ανάλυση

Με βάση τα ως άνω αποτελέσματα, θα προχωρήσουμε στην ανάλυση υπό εξέταση τραπεζών (Alpha Bank, Eurobank και Εθνική Τράπεζα) διαχρονικά αλλά και κατ' έτος συγκρίνοντας αυτές. Όπως προαναφέρθηκε, οι σταθμίσεις των δεικτών, η βαρύτητά τους, επιλέχθηκαν με τρόπο ώστε να συμβαδίζουν με τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες/συγκυρίες και κατά συνέπεια δόθηκε 25% βαρύτητα στον δείκτη μέτρησης της κεφαλαιακής επάρκειας, 20% στους δείκτες μέτρησης της ρευστότητας L1 και L2, 20% για τους δείκτες κερδοφορίας, 15% της ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού, 15% για την ποιότητα των στοιχείων του ενεργητικού και από 10% στην αξιολόγηση του Management και στην ευαισθησία στους κινδύνους της αγοράς.

Διάγραμμα 4.3

Η εξέλιξη της βαθμολογίας CAMELS ανά έτος



Αρχικά, όπως αποτυπώνεται και στο Διάγραμμα 4.3, η Alpha Bank κατά τα έτη 2009 (1,75), 2011 (1,75) και 2012 (1,70) πετυχαίνει συγκεντρωτικά την χαμηλότερη

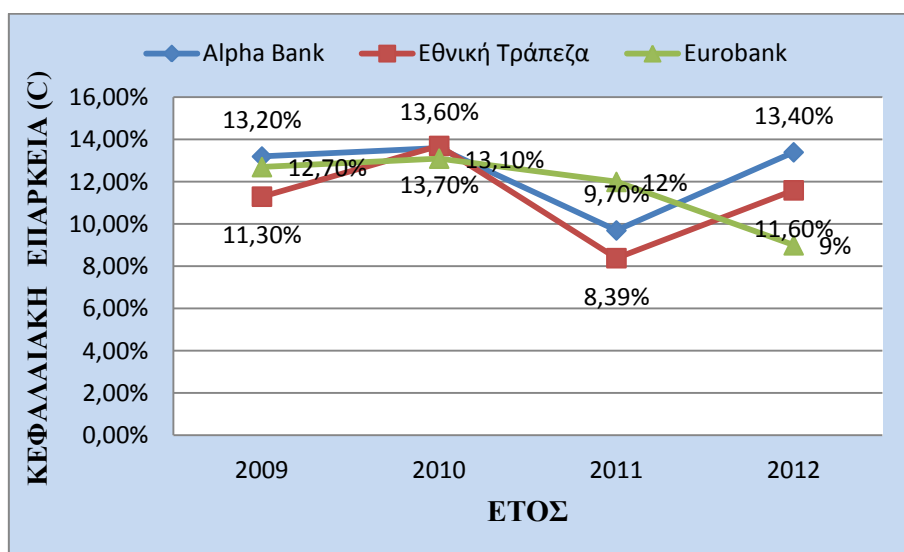
συνολική βαθμολογία των CAMELS, όπερ και σημαίνει ότι είχε και τις καλύτερες επιδόσεις τις συγκεκριμένες χρονιές σε σχέση με τις άλλες δύο υπό εξέταση τράπεζες. Αντίθετα η Εθνική το 2010 (1,20) να μην πετυχαίνει την καλύτερη επίδοση αλλά τα έτη 2009 και 2011 έχει την υψηλότερη αθροιστική βαθμολογία και κατά συνέπεια τις χειρότερες επιδόσεις. Εμβαθύνοντας στα αποτελέσματα, η Εθνική Τράπεζα εμφανίζει χειρότερες επιδόσεις σε σχέση με τις άλλες δύο υπό εξέταση τράπεζες κάτι που οφείλεται πρωτίστως στο γεγονός ότι έχει χαμηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας που σε συνδυασμό ότι στην παρούσα ανάλυση ο συγκεκριμένος δείκτης έχει σταθμιστεί με 25%, έχοντας την πλέον αυξημένη βαρύτητα, οδήγησε στο να πετυχαίνει υψηλή βαθμολογία στα CAMELS και κατά συνέπεια, την χειρότερη επίδοση. Απόδειξη αυτού, αποτελεί ότι το 2010, όπου η Εθνική ενίσχυσε την κεφαλαιακή της επάρκεια στο 13,7%, έχοντας την υψηλότερη σε σχέση με τις άλλες τράπεζες, πέτυχε την καλύτερη επίδοση τη συγκεκριμένη χρονιά σε σχέση με την ίδια αλλά και με τις άλλες δύο τράπεζες.

Η Alpha Bank από την άλλη, στην υπό εξέταση χρονική περίοδο που συνοδεύτηκε όπως αναλύθηκε και σε προηγούμενο υποκεφάλαιο με πολλά προβλήματα για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, παρατηρούμε ότι υπάρχει μια σταθερότητα ως προς το συνολικό δείκτη των CAMELS, που κυμαίνεται μεταξύ του 1,70-1,95. Σε αντίθεση με την Εθνική Τράπεζα που να μην το 2010, πέτυχε μία πολύ καλή επίδοση και την χαμηλότερη αθροιστική βαθμολογία αλλά τις υπόλοιπες χρονιές τα αποτελέσματα της είχαν αντίθετη πορεία. Αξίζει πάντως να σημειωθεί ότι η Εθνική Τράπεζα, σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες είχε τους καλύτερους δείκτες ρευστότητας.

Η Eurobank τέλος, τόσο το 2010 (2,10) όσο και το 2012 (2,05) είχε τις χειρότερες επιδόσεις από τις υπό εξέταση τράπεζες. Όπως παρατηρείται και από τα αποτελέσματα των παραπάνω πινάκων, είχε σταθερά τους καλύτερους δείκτες στην αποτελεσματικότητα της διοίκησης (M), παρά το γεγονός ότι ήταν η πρώτη τράπεζα από τις συστημικές που σημείωσε ζημιές ήδη από το 2010.

Διάγραμμα 4.4

Η εξέλιξη του δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας ανά έτος



Όσον αφορά τους επιμέρους δείκτες και την κεφαλαιακή επάρκεια των τριών αυτών τραπεζών, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 4.4, παρατηρούμε ότι είναι σταθερά πάνω από το υποχρεωτικό ποσοστό του 8%, χάρη φυσικά στην κεφαλαιακή ενίσχυση που ελάμβαναν οι τράπεζες, από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και έχουν αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, λόγω των προβλημάτων που δημιουργήθηκαν στο Ελληνικό Τραπεζικό σύστημα από το πρόγραμμα ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων, PSI, όπου σύμφωνα με έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος, οι κεφαλαιακές ανάγκες των ελληνικών τραπεζών συνολικά υπολογιστήκαν στα 40,5 δις ευρώ²⁹.

Παρατηρείται μία κοινή πορεία των δεικτών και για τις τρεις τράπεζες για το 2009, 2010 και 2011. Στα δύο πρώτα έτη ο δείκτης εμφανίζει αύξηση ενώ το 2011 υπήρξε υποχώρηση του δείκτη και στις τρεις τράπεζες. Το 2012 υπάρχει περαιτέρω μείωση του δείκτη μόνο για τη Eurobank που υποχώρησε στο 9%. Αντίθετα τόσο η Alpha Bank όσο και η Εθνική ενίσχυσαν την κεφαλαιακή τους επάρκεια στο 13,4% και 11,60% αντίστοιχα.

Ειδικότερα τώρα, σε κάποιες ενέργειες που προχώρησαν οι τράπεζες ώστε να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια. Όπως επισημαίνεται στο Δελτίο τύπου

²⁹ Τράπεζα της Ελλάδας (2012) “Έκθεση για την Ανακεφαλαιοποίηση και Αναδιάταξη του Ελληνικού Τραπεζικού Τομέα”, Δεκέμβριος 2012

της Eurobank (2012), πρωταρχικός στόχος της Eurobank από την αρχή της κρίσης και μετά ήταν η ενίσχυση της κεφαλαιακής της βάσης. Προς αυτή την κατεύθυνση ελήφθησαν σημαντικές πρωτοβουλίες τα τελευταία 4 χρόνια, όπως η πώληση ιδίων μετοχών, η πώληση των θυγατρικών στην Πολωνία και στην Τουρκία, η αποτελεσματικότερη διαχείριση του ενεργητικού και του παθητικού και η απομόχλευση του ισολογισμού. Οι ενέργειες αυτές ενίσχυσαν σωρευτικά τα κεφάλαια της Τράπεζας κατά 1,9 δισεκατομμύρια ευρώ. Λαμβανομένης υπόψη της ζημιάς από το PSI ύψους €6,0 δισεκατομμυρίων και της ανακεφαλαιοποίησης από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ύψους 5,8 ευρώ³⁰.

Η Εθνική Τράπεζα, στην προσπάθεια ενίσχυσης της κεφαλαιακής της επάρκειας κατά το 2011, όπως αναφέρεται και στο σχετικό Δελτίο Τύπου, πέτυχε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά 1 δις ευρώ μέσω της έκδοσης εξαγοράσιμων προνομιούχων μετοχών του Ελληνικού Δημοσίου. Η επαναγορά καλυμμένων ομολογιών και υβριδικών τίτλων πρόσθεσε 302 εκατ. ευρώ βασικά ίδια κεφάλαια και τέλος δραστική μείωση των λειτουργικών δαπανών στην Ελλάδα κατά 250 εκατ. ευρώ³¹.

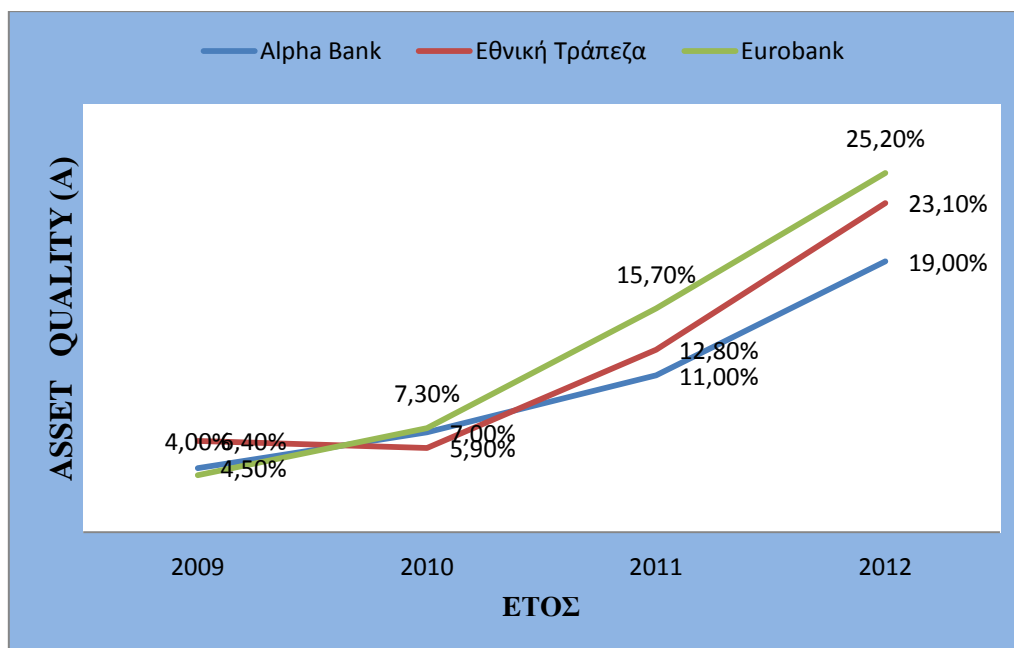
Η Alpha Bank συμμετείχε στη προσπάθεια διασφάλισης μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του Ελληνικού δημόσιου χρέους μέσω του προγράμματος ανταλλαγής Ελληνικών ομολόγων (PSI+). Το ανταλλάξιμο χαρτοφυλάκιο ανήλθε στο ποσό των 6,0 δις ευρώ και αναλύεται σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου ύψους 3,9 δις ευρώ και δάνεια με εγγύηση του Ελληνικού δημοσίου ύψους 2,1 δις ευρώ. Η συνολική απομείωση ανήλθε στο ποσό των 3,8 δις ευρώ μετά από φόρους. Προκειμένου ενισχυθεί η κεφαλαιακή της επάρκεια, η Alpha Bank προχώρησε μεταξύ άλλων στην εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας η οποία, μετά την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από την Credit Agricole S.A κατά 2,9 δις ευρώ συνεισφέρει κεφαλαιακά στην Τράπεζα την 1.2.2013 ποσό 2,3 δις ευρώ με παράλληλη κάλυψη από την Credit Agricole ομολόγου έκδοσεως της τράπεζας ύψους 150 εκατ. ευρώ μετατρέψιμου σε μετοχές στο πλαίσιο της ανωτέρω συναλλαγής. Κατ' εφαρμογή των διατάξεων του Ν. 3864/2010, το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) έχει δεσμευτεί για την κάλυψη, στο βαθμό που θα απαιτηθεί, των κεφαλαιακών αναγκών

³⁰ Eurobank Ergasias A.E (2012), “Δελτίο τύπου αποτελεσμάτων 2011”

³¹ Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2012), “Δελτίο Τύπου Οικονομικών Αποτελεσμάτων”

του ομίλου που έχουν προσδιοριστεί σε 4.571 δις ευρώ από την Τράπεζα της Ελλάδος.³²

Διάγραμμα 4.5
Η εξέλιξη του δείκτη Asset Quality ανά έτος

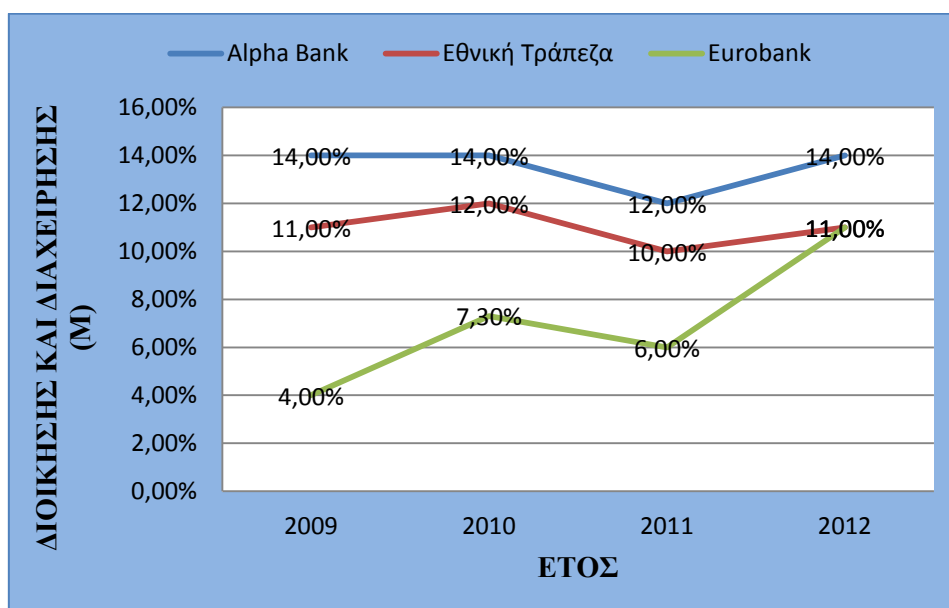


Συνεχίζοντας με τον δείκτη ποιότητας ενεργητικού, Asset Quality (A), όπου αξιολογείται η ποιότητα των απαιτήσεων ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, των χορηγούμενων δανείων, αυτό που γίνεται εύκολα αντιληπτό από το Διάγραμμα 4.5 είναι η αλματώδης αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη και για τις τρεις τράπεζες μέσα στην τετραετία, με μόνη εξαίρεση την Εθνική που είχε μία μικρή μείωση το 2010 πριν εκτοξευτεί μέχρι και στο 25,2%. Η εκρηκτική αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη οφείλεται αναμφίβολα στην αλματώδη αύξηση των Δανείων σε καθυστέρηση, προς απόδειξη αυτού στη Eurobank τα δάνεια σε καθυστέρηση σημείωσαν αύξηση 400% από το 2009 στο 2012, στην Alpha Bank τριπλασιάστηκαν αντίστοιχα και για την Εθνική Τράπεζα. Σύμφωνα με όλες τις ανακοινώσεις των τριών τραπεζών οι αιτίες εντοπίζονται στις γενικότερες μακροοικονομικές συνθήκες, όσον αφορά την ελληνική οικονομία που βρίσκεται σε βαθιά ύφεση αλλά και η εν γένει πολιτική αστάθεια συνέβαλε στην αλματώδη αύξηση των Δανείων σε καθυστέρηση.

³² Όμιλος Alpha Bank Εποπτικές Δημοσιοποιήσεις έτους 2012

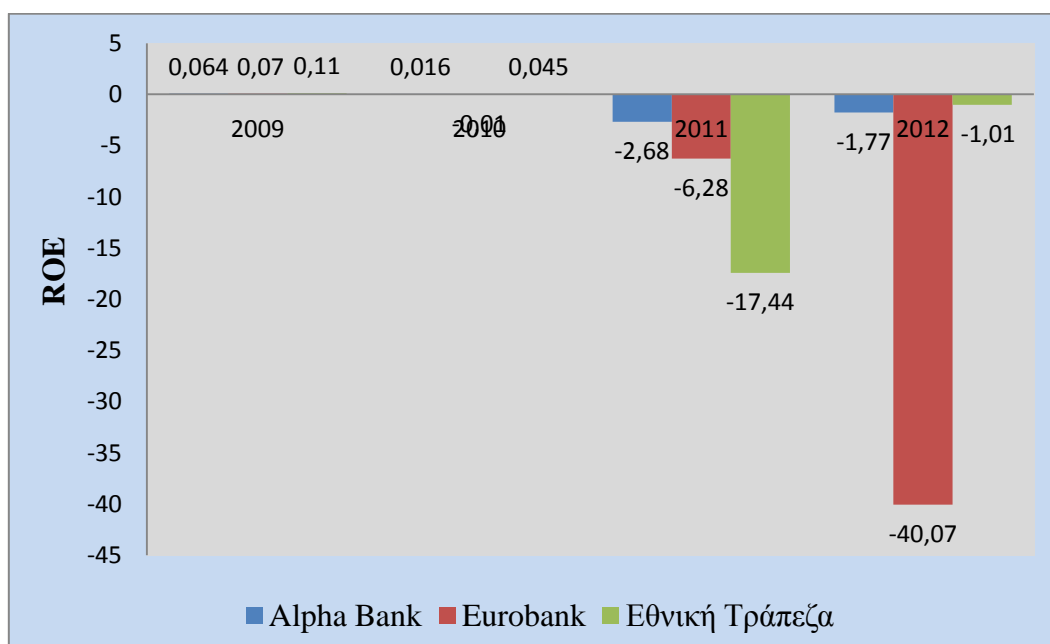
Διάγραμμα 4.6

Η εξέλιξη του δείκτη Διοίκησης – Διαχείρισης (Management) ανά έτος

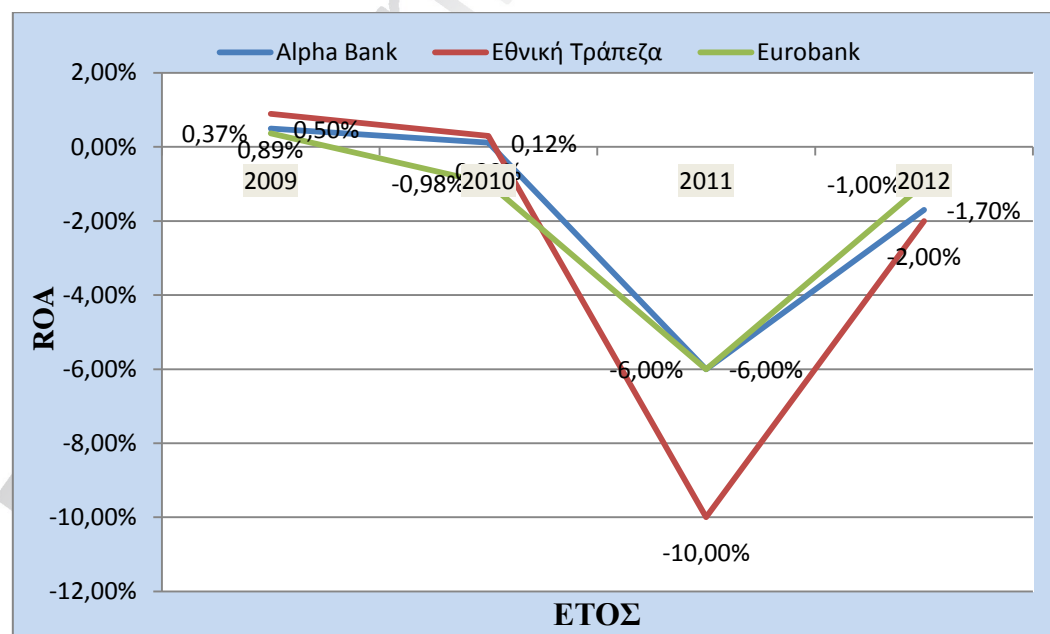


Στο Διάγραμμα 4.6 αποτυπώνεται η διαχρονική εξέλιξη του δείκτη διοίκησης και Διαχείρισης (Management) που προσδιορίζει και την ικανότητα της διοίκησης να εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία της τράπεζας και να αντιμετωπίζει έγκαιρα τους διάφορους κινδύνους λαμβάνοντας τις σωστές αποφάσεις. Παρατηρείται, ότι υπάρχει μία κοινή πορεία του δείκτη και για τις τρεις τράπεζες. Με αύξηση από το 2009 στο 2010, με εξαίρεση την Alpha Bank που έμεινε σταθερό στο 14%. Εν συνεχεία μία μείωση το 2011 και αύξηση το 2012. Η Eurobank έχει σταθερά τον χαμηλότερο δείκτη μέσα στα τέσσερα χρόνια που δείχνει και την ικανότητα της διοίκησης να περιορίσουν τον κάθε μορφής κίνδυνο που ενέχεται σε οποιαδήποτε δραστηριότητα. Η σημαντική βέβαια αύξηση του δείκτη από το 6% 2011 στο 11% του 2012 είναι απόρροια του γεγονότος ότι υποδιπλασιάστηκαν τα έσοδα .

Διάγραμμα 4.7
Η εξέλιξη του δείκτη ROE ανά έτος



Διάγραμμα 4.8
Η εξέλιξη του δείκτη ROA ανά έτος



Συνεχίζοντας, με τους δείκτες κερδοφορίας και πιο συγκεκριμένα με το δείκτη (Return on Equity – ROE) Διάγραμμα 4.7 και το δείκτη (Return on Assets – ROA)

Διάγραμμα 4.8. Ο δείκτης ROE εκφράζει και το καθαρό κέρδος ανά μονάδα επενδυμένου κεφαλαίου ενώ ο δείκτης ROA απεικονίζει την κερδοφορία της τράπεζας σε σχέση με το ενεργητικό της. Όπως παρατηρείται, στα ως άνω Διαγράμματα 4.6 και 4.7, το 2009 έστω και οριακά εμφανίζουν θετικούς δείκτες κερδοφορίας και οι τρεις τράπεζες ενώ από το 2011 και μετά καταγράφουν τεράστιες ζημιές, ενώ η Eurobank έχει καταγράψει ζημιές και το 2010. Όσον αφορά τον δείκτη ROA υπάρχει μία κοινή πορεία των τριών τραπεζών, όπου είναι φθίνουσα μέχρι και το 2011 όπου καταγράφονται οι υψηλότερες αρνητικές τιμές ενώ το 2012 υπάρχει μία βελτίωση του δείκτη αλλά πάλι παραμένει σε αρνητικά επίπεδα. Η έντονη πτώση του δείκτη είναι προφανώς απόρροια της κατακόρυφης πτώσης των κερδών και της ύπαρξης ζημιών από τις τράπεζες.

Η Alpha Bank σημειώνει τους χαμηλότερους αρνητικούς δείκτες ROE και ROA σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες, απόρροια του ότι έχει τις χαμηλότερες ζημιές ενώ τα Ίδια Κεφάλαια της όσο και ο μέσος όρος του ενεργητικού, έχουν μία αναλογική μείωση. Συνολικά οι ζημιές της Alpha Bank λόγω της συμμετοχής της στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI) και της αύξησης των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια λόγω της ύφεσης, ανήλθαν για το 2011 σε 3,81 δις ευρώ³³. Αντίθετα η Εθνική Τράπεζα και η Eurobank εμφανίζουν εξαιρετικά μεγάλες ζημιές, αφενός υπάρχει μία κατακόρυφη πτώση των καθαρών κερδών και αφετέρου η Εθνική Τράπεζα κατά τα έτη 2011, 2012 και η Eurobank το 2012 εμφανίζουν αρνητικά Ίδια Κεφάλαια. Επισημαίνεται ότι συνολικά οι τέσσερις συστημικές τράπεζες (Alpha Bank, Eurobank, Εθνική Τράπεζα και Πειραιώς) ανακοίνωσαν ζημιές ύψους 28 δις ευρώ. (Ελληνική Ένωση Τραπεζών 2012)

Η Εθνική Τράπεζα το 2011 είχε μία λογιστική απομείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου κατά 75%, που οδήγησε σε ζημία ύψους 11,784 δις ευρώ (προ φόρων). Ενώ η ονομαστική αξία επιλέξιμων τίτλων για το PSI+ ανήλθε στα 14,8 δις ευρώ.³⁴ Μάλιστα, όπως αναφέρεται και στο σχετικό Δελτίο τύπου των οικονομικών αποτελεσμάτων για το 2012, τα αποτελέσματα του ομίλου της Εθνικής Τράπεζας αντικατοπτρίζουν τις επιπτώσεις από το PSI, που επηρέασε όλο το ελληνικό πιστωτικό σύστημα αλλά κυρίως την Εθνική Τράπεζα, δεδομένου ότι εκ της θέσεως της κατείχε το μεγαλύτερο χαρτοφυλάκιο ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, σε

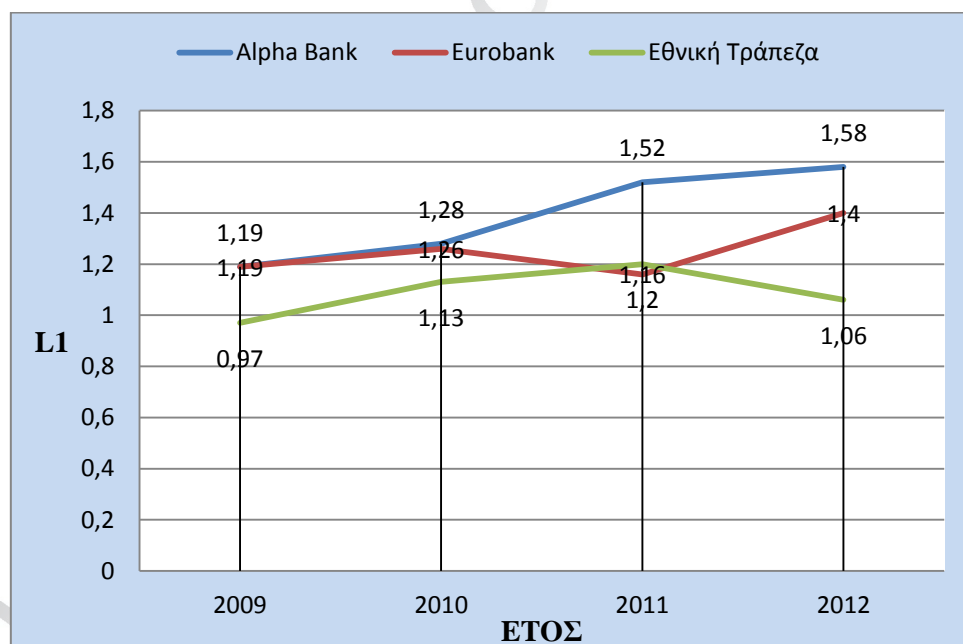
³³ Alpha Bank (2012), "Ετήσια οικονομική έκθεση χρήσεως από 1η Ιανουαρίου μέχρι 31η Δεκεμβρίου 2011"

³⁴ Αποτελέσματα Ομίλου ΕΤΕ: 2011

απόλυτα μεγέθη και ως άμεση συνέπεια αυτού του γεγονότος η καταγραφή σημαντικών ζημιών. Ένας ακόμα λόγος για την ύπαρξη ζημιών στην Εθνική ήταν και η επιδείνωση της ποιότητας του δανειακού χαρτοφυλακίου ως επακόλουθο της έντονης πολιτικής αβεβαιότητας και της συνεχιζόμενης βαθιάς ύφεσης.

Η Eurobank εμφανίζει το μεγαλύτερο αρνητικό δείκτη ROE το 2012, ενώ ο συγκεκριμένος δείκτης είναι ήδη αρνητικός από το 2010. Κάτι που σύμφωνα με την τράπεζα³⁵ οφείλεται στη βαθιά ύφεση της ελληνικής οικονομίας, τις επιπτώσεις από το πρόγραμμα ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων και το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον που επηρέασαν καθοριστικά τις λειτουργικές επιδόσεις της Eurobank το 2012, απόρροια αφενός μεν των χαμηλότερων εσόδων και των αυξημένων προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις και αφετέρου εκτάκτων και μη επαναλαμβανόμενων ζημιών συνολικού ύψους 686 εκατομμυρίων ευρώ.

Διάγραμμα 4.9
Η εξέλιξη του δείκτη L1 ανά έτος



Επίσης, ιδιαίτερη βαρύτητα δόθηκε στους δείκτες ρευστότητας. Αρχικά ο δείκτης L1 μας δείχνει τη σχέση ανάμεσα σε Δάνεια και Καταθέσεις. Ένας δείκτης χαμηλότερος της μονάδας δείχνει ότι μία τράπεζα μπορεί να δανείζει, έχοντας την

³⁵ Eurobank, Αποτελέσματα Έτους 2012

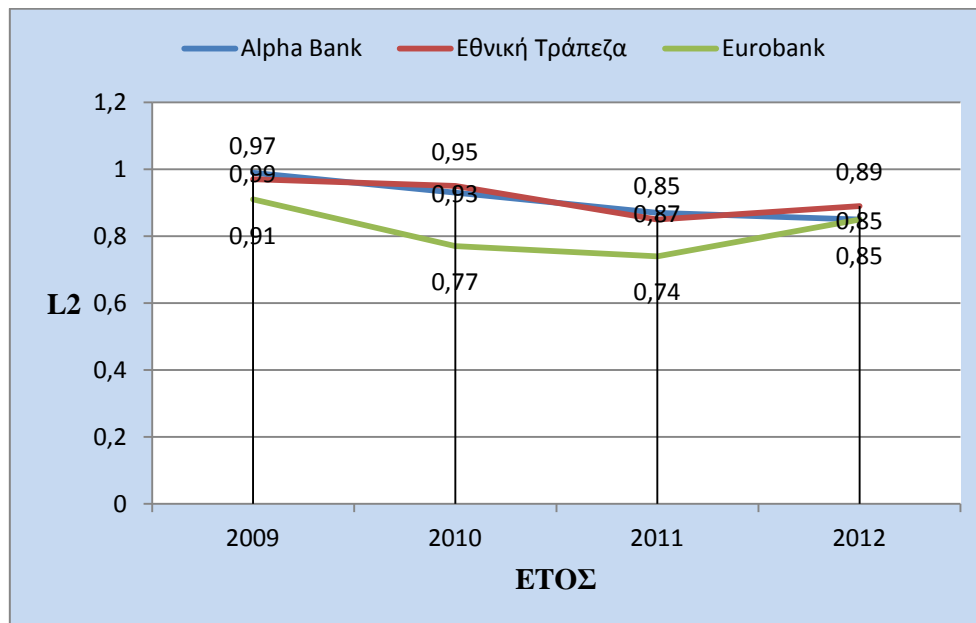
ασφάλεια των καταθέσεων ενώ στην αντίθετη περίπτωση όπου ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας φανερώνει την εξάρτηση της τράπεζας από την διατραπεζική αγορά. Ο συγκεκριμένος δείκτης λοιπόν είναι χαμηλότερος της μονάδας μόνο για την Εθνική Τράπεζα το 2009 (0,97), η οποία έχει και διαχρονικά με εξαίρεση το 2011, τους πιο ικανοποιητικούς δείκτες ρευστότητας. Μάλιστα, τον Ιούνιο του 2012 μετά και τις βουλευτικές εκλογές, υπήρξε για πρώτη φορά εισροή καταθέσεων στην Εθνική Τράπεζα αφ ότου ξεκίνησε η ελληνική κρίση, ύψους δύο δις ευρώ, φαινόμενο το οποίο συνεχίστηκε και κατά το 2013³⁶.

Αυτό που προκύπτει και από το παραπάνω Διάγραμμα 4.9, είναι η σταθερά ανοδική πορεία του δείκτη για την Alpha Bank που ενώ ξεκίνησε στο 1,19 αυξήθηκε μέσα σε τέσσερα χρόνια συνολικά κατά 32%, στο 1,58. Κάτι που φυσικά είναι απόρροια της εκροής των καταθέσεων. Η απώλεια των καταθέσεων από το 2009 έως το 2012 για την Alpha Bank έφτασε στα 14 δις ευρώ, από τα 42 δις ευρώ καταθέσεων το 2009 στα 28 δις το 2012. Ανοδική ήταν και η τάση για την Εθνική από το 2009 έως το 2011. Στα δύο πρώτα έτη της ελληνικής κρίσης είχε εκροή περίπου 12 δις ευρώ από 71 δις σε 58 δις καταθέσεων. Το 2012 σταθεροποιήθηκε κάπως η εκροή των καταθέσεων και σε συνδυασμό με τη μείωση της χορήγησης των δανείων ο δείκτης L1 υποχώρησε στο 1,06. Τέλος, όσον αφορά τη Eurobank, ακολουθεί ο δείκτης μία ανάλογη πορεία με αυτή της Εθνικής, με σημαντική εκροή καταθέσεων από το 2009 στο 2012 κατά 14 δις ευρώ³⁷.

³⁶ Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2012), “Δελτίο Τύπου Οικονομικών Αποτελεσμάτων”

³⁷ Eurobank Ergasias A.E (2013), “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2012 ”

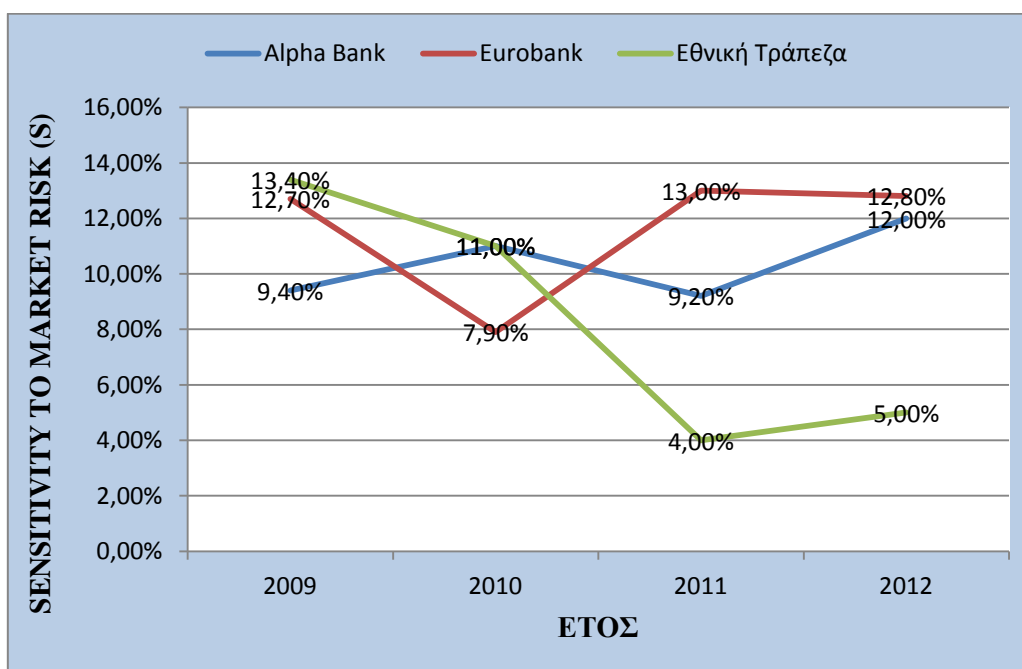
Διάγραμμα 4.10
Η εξέλιξη του δείκτη L2 ανά έτος



Ο δείκτης ρευστότητας L2 δείχνει τον βαθμό κάλυψης των υποχρεώσεων της τράπεζας μέσω των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων και θα πρέπει να έχει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη τιμή. Όπως αποτυπώνεται και στο παραπάνω Διάγραμμα 4.10, υπάρχει μία κοινή καθοδική πορεία των τριών τραπεζών μέχρι και το 2011 ενώ το 2012 σημειώθηκε αύξηση του συγκεκριμένου δείκτη για την Εθνική και τη Eurobank ενώ για την Alpha Bank συνεχίστηκε η πτώση. Η καθοδική πορεία του δείκτη είναι απόρροια του γεγονότος ότι η αξία του κυκλοφορούν ενεργητικό βαίνει μειούμενη από χρόνο σε χρόνο, μεγαλύτερη σε σχέση με τη μείωση του μέσου όρου του Ενεργητικού. Παράλληλα και η αξία του συνόλου του Ενεργητικού από χρόνο σε χρόνο επίσης μειώνεται.

Διάγραμμα 4.11

Η εξέλιξη του δείκτη Sensitivity to market risk ανά έτος



Τέλος στο Διάγραμμα 4.11 αποτυπώνεται η εξέλιξη του δείκτη της ευαισθησίας στους κινδύνους της αγοράς (Sensitivity to market risk – S). Απεικονίζει την εξάρτηση της κερδοφορίας της τράπεζας από τις διακυμάνσεις του επιτοκίου και των ισοτιμιών καθώς και τις μεταβολές των τιμών πώλησης και αγοράς των αξιογράφων. Παρατηρούνται, έντονες διακυμάνσεις και στις τρεις τράπεζες ενώ ξεχωρίζει η σημαντική πτώση του δείκτη για την Εθνική Τράπεζα. Κάτι που είναι απόρροια του γεγονότος ότι η αξία του χαρτοφυλακίου των αξιογράφων της, λόγω του προγράμματος ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων, μειώθηκε περίπου κατά 60%. Επίσης αυτό που πρέπει να σημειωθεί είναι και το γεγονός ότι η αξία του Ενεργητικού των τριών τραπεζών, όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη παράγραφο, βαίνει συνεχώς μειούμενη, χρόνο με το χρόνο κάτι που σημαίνει ότι αυξάνεται και ο κίνδυνος αγοράς στον οποίο είναι εκτεθειμένη η τράπεζα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΕΡΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

5.1 Επιστροφή στο μοντέλο ο «Επενδυτής πληρώνει» (Investor Pays)

Όπως γίνεται αντιληπτό, από τα όσα αναλύθηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια της παρούσας εργασίας η αλλαγή του μοντέλου πληρωμής των οίκων αξιολόγησης, στη δεκαετία του 1970, από το ο «Επενδυτής πληρώνει» (Issuer pays) στο ο «Εκδότης πληρώνει» (Investor Pays), αναμφίβολα οδήγησε στο να εγείρονται ζητήματα για την αξιοπιστία των παρεχόμενων αξιολογήσεων, που αφορούσαν την πιθανή σύγκρουση συμφερόντων και την αμεροληψία στις αξιολογήσεις. Κάτι που συνετέλεσε και στην μη ορθή αξιολόγηση των τιτλοποιημένων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου τα οποία και ελάμβαναν την υψηλότερη βαθμολογία, σε πλήρη αναντιστοιχία με τον κίνδυνο που ενείχαν και κατά συνέπεια να οδηγείται σε παραπλάνηση ο επενδυτής και φυσικά ήταν μία από τις αιτίες της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007.

Συνεπώς, για να εξαλειφθεί η σύγκρουση συμφερόντων πρέπει να υπάρξει η επιστροφή στο μοντέλο πληρωμής των οίκων αξιολόγησης που ίσχυε πριν το 1970 με τους επενδυτές να πληρώνουν για τις αξιολογήσεις. Κάτι αντίστοιχο που γίνεται και με τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, όπου οι αναλύσεις και οι συστάσεις τους πωλούνται σε μόνιμη βάση στους επενδυτές ή συνδυάζονται και πωλούνται μαζί με άλλες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες από τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα και τις επενδυτικές εταιρείες. Ο αντίλογος που υπάρχει είναι ότι θα μπορούσε, να υπάρξει το ενδεχόμενο οι επενδυτές να πιάσουν τους οίκους αξιολόγησης ώστε να καθυστερήσουν την υποβάθμιση των τίτλων που έχουν στην κατοχή τους. Το ενδεχόμενο όμως δε συγκεντρώνει πολλές πιθανότητες, καθώς είναι δύσκολο κάποιος επενδυτής να έχει τόση διαπραγματευτική δύναμη ώστε να επηρεάσει τις βαθμολογήσεις όλων των εταιρειών αξιολόγησης. Επιπλέον, θα πρέπει να αποτρέπονται οι έμμεσες συναλλαγές και πληρωμές από τους εκδότες προς τους οίκους αξιολόγησης. Αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω της ενίσχυσης της εποπτείας των αρχών.

5.2 Η σημασία της παροχής όλων των διαθέσιμων πληροφοριών

Σύμφωνα με τους, Pagano και Volpin (2009), είναι αναγκαία η αποκάλυψη όλων των διαθέσιμων πληροφοριών, στους συντονιστές (arrangers) και στους παρόχους υπηρεσιών (servicers), σχετικά με την έκδοση κάθε μεμονωμένου δανείου διότι είναι γεγονός ότι επί του παρόντος δεν παρέχονται αρκετές πληροφορίες που να επιτρέπουν στους επενδυτές να αξιολογούν τον κίνδυνο αθέτησης ενός συγκεκριμένου προϊόντος και την αλλαγή στα χαρακτηριστικά του κινδύνου με την πάροδο του χρόνου. Οι πληροφορίες σχετικά με τα μεμονωμένα δάνεια που διατίθενται σήμερα από τους παρόχους δεδομένων, (όπως η Loan Performance στις ΗΠΑ) είναι ακριβές και κατά συνέπεια δεν μπορούν να αποκτηθούν από μερίδα των επενδυτών και άρα θα πρέπει να είναι διαθέσιμη δωρεάν σε όλους τους επενδυτές ώστε να έχουν γνώση του κινδύνου που αναλαμβάνουν και να κάνουν τη δική τους εκτίμηση των χαρακτηριστικών κινδύνου του προϊόντος.

Επίσης, η επιβολή της απαίτησης για κοινοποίηση των πληροφοριών στους εκδότες, είναι προτιμότερη από την επιβολή της στους οίκους αξιολόγησης, όπως προτάθηκε και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ. Μολονότι, αυτή η πολιτική θα κάνει τους οίκους αξιολόγησης περισσότερο υπόλογους στο επενδυτικό κοινό, θα μειώσει επίσης το κίνητρό τους για επενδύσεις στη βελτίωση των υποδειγμάτων εκτίμησης του κινδύνου. Επιπλέον, η διαφάνεια σχετικά με τα υποδείγματα αξιολόγησης θα μπορούσε να οδηγήσει σε εντονότερη σύγκρουση με τους εκδότες. Για παράδειγμα, όπως αναφέρεται από τους Pagano και Volpin (2009), η S&P ήταν τόσο διαφανής γύρω από το CDO ώστε οι εκδότες μπορούσαν να προβλέψουν τέλεια τη βαθμολόγηση που θα λάβουν και προσαρμοζαν ανάλογα τη διάρθρωση των τίτλων με σκοπό να λάβουν βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας AAA.

Η πολιτική που προτείνεται εδώ, αναμένεται να μειώσει την τιμή στην οποία τιτλοποιημένα στοιχεία ενεργητικού μπορούν να πωληθούν στο στάδιο της έκδοσης και ως εκ τούτου, το μέγεθος της αγοράς δομημένων χρεογράφων, σε σύγκριση με την περίοδο πριν από την κρίση. Αλλά τουλάχιστον η αγορά θα τοποθετείται σε ασφαλέστερες βάσεις από ό, τι ήταν την εποχή εκείνη .

5.3 Εφαρμογή ενιαίου εποπτικού πλαισίου για τους Οίκους Αξιολόγησης σε παγκόσμιο επίπεδο

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, πέραν όλων των υπολοίπων ανέδειξε με το πλέον σαφή τρόπο, τις ελλείψεις που υπάρχουν στο εποπτικό πλαίσιο της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης. Οι οίκοι αξιολόγησης, όπως αναλύθηκε και στο κεφάλαιο 2.5 της παρούσας εργασίας δεν διέπονται υπό ένα ενιαίο εποπτικό πλαίσιο της λειτουργίας τους παρ' ότι οι αξιολογήσεις έχουν μία παγκόσμια διάσταση και θα ήταν απαραίτητη μια περισσότερο αρμονική και συγκλίνουσα προσέγγιση σε θέματα νομοθετήσεων, ρυθμίσεων, βέλτιστων πρακτικών και συμφωνιών σε ένα παγκόσμιο επίπεδο.

Αρχικά, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών προσπάθησε να οριοθετήσει τους αξιόπιστους οίκους αξιολόγησης προσδίδοντας τον χαρακτηρισμό σε εκείνους ως Εθνικά Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής Αξιολόγησης (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO), όπου ναί μεν πέτυχε αρχικά το σκοπό της αλλά όπως φάνηκε από την ιστορία, οδήγησε στο να αποκτήσουν οι αναγνωρισμένοι οίκοι μία μονοπωλιακή δύναμη άνευ προηγουμένου.

Σε διεθνές επίπεδο το 2003, η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) θέσπισε έναν κώδικα συμπεριφοράς και αρχών (Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies) και το 2004 έναν αντίστοιχο (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) με τον οποίο όμως οι οίκοι καλούνταν να συμμορφωθούν οικιοθελώς, κάτι που στην πράξη δεν ακολουθήθηκε. Στην Ευρώπη μετά και την κρίση χρέους που έπληξε αρκετές χώρες, ειδικότερα του νότου, τις μαζικές υποβαθμίσεις των χωρών αυτών από τους οίκους, εκ των υστέρων οδηγήθηκε στη δημιουργία μιας ανεξάρτητης Ευρωπαϊκής Αρχής Αξιών και Αγορών (European Securities and Market Authority – ESMA) η οποία είναι επιφορτισμένη με τη βελτίωση της προστασίας των επενδυτών και την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Εν κατακλείδι, όπως γίνεται φανερό, η μη ύπαρξη ενός ενιαίου εποπτικού πλαισίου που να διέπει τους οίκους αξιολόγησης οδηγεί σε μία κατάσταση μη ουσιαστικού ελέγχου, στη δημιουργία κρίσεων, παραπλάνησης των επενδυτών όπως αποδείχθηκε με την μη ορθή αποτίμηση του κινδύνου και σε περιπτώσεις

αδιαφάνειας και σύγκρουσης συμφερόντων. Άρα χρειάζεται η δημιουργία ενός παγκόσμιου συμβουλίου επόπτευσης των οίκων αξιολόγησης, ώστε να οριοθετηθούν με σαφή τρόπο τα καθήκοντα και οι υποχρεώσεις των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης αλλά και γενικότερα των επενδυτών, των εκδοτών, και όλων των υπόλοιπων συμμετεχόντων ώστε να διατηρούταν μια εύτακτη, διαφανής και εύρυθμη λειτουργία της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- **Ελληνική**

Αγγελόπουλος Χρ. Π. (2013) “Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα”, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα, Δεκέμβριος 2013.

Βούλγαρης Σ, Τριανταφυλλόπουλος Ν. (2009) “Η κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου: τα αίτια και οι μηχανισμοί της”, Σειρά Ερευνητικών Εργασιών, 15(12): 221-236.

Γκόρτσος Χρ. (2012), “Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η τρέχουσα δημοσιονομική κρίση στην ευρωζώνη: θεσμικές και ρυθμιστικές εξελίξεις”, ομιλία, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Απρίλιος 2012.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2013), “Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2011 και το 2012”, Ε.Ε.Τ, Αθήνα, Ιανουάριος 2013

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2010), “Ετήσια Οικονομική Έκθεση χρήσεως από 1^η Ιανουαρίου του 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2009”, Αθήνα, Μάρτιος 2010

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2011), “Ετήσια Οικονομική Έκθεση χρήσεως από 1^η Ιανουαρίου του 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2010”, Αθήνα, Μάρτιος 2011

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2012), “Ετήσια Οικονομική Έκθεση χρήσεως από 1^η Ιανουαρίου του 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2011”, Αθήνα, Μάρτιος 2012

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2012), “Δελτίο Τύπου Οικονομικών Αποτελεσμάτων”, Αθήνα, Μάρτιος 2012

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2013), “Ετήσια Οικονομική Έκθεση χρήσεως από 1^η Ιανουαρίου του 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2012”, Αθήνα, Μάρτιος 2013

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (2014), “Ετήσια Οικονομική Έκθεση χρήσεως από 1^η Ιανουαρίου του 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2012”, Αθήνα, Μάρτιος 2014

Καλφάογλου Φ. (2007), “Ο Βαθμός Επικινδυνότητας των Τραπεζών: Μια Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση”, ανάκτηση από <http://www.epistimonikomarketing.gr/>

Μιχαλόπουλος Γ. (2011), “Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης”, Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Ιούνιος 2011

Σπαρτιώτης Δ. Στουρνάρας Γ. (2010), “Τα Θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών”, Εκδόσεις Guttenberg, Αθήνα, Οκτώβριος 2010.

Τράπεζα της Ελλάδας (2012) “Έκθεση για την Ανακεφαλαιοποίηση και Αναδιάρθρωση του Ελληνικού Τραπεζικού Τομέα”, Δεκέμβριος 2012

Χαρδούβελης Γκ. (2011), “Η ελληνική και ευρωπαϊκή κρίση και η νέα αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης”, Τόμος VI, Τεύχος 2, Eurobank Research, Φεβρουάριος 2011.

Χαρδούβελης Γκ. (2011), “Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική”, Πανεπιστήμιο Πειραιά.

Alpha Bank (2012), “Το μνημόνιο και η διάσωση της ελληνικής οικονομίας: Αστοχίες σχεδιασμού και εφαρμογής. Η διαχείριση κρίσεων στην ευρωζώνη: Η ελληνική περίπτωση.” Οικονομικό Δελτίο 117, Αθήνα: Alpha Bank

Alpha Bank (2010), “Ετήσια οικονομική έκθεση χρήσεως από 1η Ιανουαρίου μέχρι 31η Δεκεμβρίου 2009”, Αθήνα 16 Μαρτίου 2010

Alpha Bank (2011), “Ετήσια οικονομική έκθεση χρήσεως από 1η Ιανουαρίου μέχρι 31η Δεκεμβρίου 2010”, Αθήνα 22 Μαρτίου 2011

Alpha Bank (2012), “Ετήσια οικονομική έκθεση χρήσεως από 1η Ιανουαρίου μέχρι 31η Δεκεμβρίου 2011”, Αθήνα 20 Απριλίου 2012

Alpha Bank (2013), “Ετήσια οικονομική έκθεση χρήσεως από 1η Ιανουαρίου μέχρι 31η Δεκεμβρίου 2012”, Αθήνα 27 Μαρτίου 2013

Alpha Bank (2013), “Εποπτικές Δημοσιοποιήσεις έτους 2012”, Αθήνα Μαρτίος 2013

Alpha Bank (2014), “Ετήσια οικονομική έκθεση χρήσεως από 1η Ιανουαρίου μέχρι 31η Δεκεμβρίου 2013”, Αθήνα 19 Μαρτίου 2014

Eurobank Ergasias A.E (2010), “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2009 ”, Αθήνα.

Eurobank Ergasias A.E (2011), “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2010”, Αθήνα.

Eurobank Ergasias A.E (2012), “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2011”, Αθήνα.

Eurobank Ergasias A.E (2012), “Δελτίο τύπου αποτελεσμάτων 2011”, 20 Απριλίου 2012, Αθήνα.

Eurobank Ergasias A.E (2013), “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2012 ”, Αθήνα.

Eurobank Ergasias A.E (2013), “Δελτίο τύπου αποτελεσμάτων 2013”, 27 Μαρτίου 2013, Αθήνα.

Eurobank Ergasias A.E (2013), “Συνοπτικές Ενοποιημένες Ενδιάμεσες Οικονομικές Καταστάσεις για το τρίμηνο που έληξε την 31 Μάρτιου 2013”, Αθήνα.

Eurobank Ergasias A.E (2014), “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου 2013”, Αθήνα.

Eurobank Research (2012), “Ελληνικό τραπεζικό σύστημα, μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας και χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας”, Τόμος VII, Τεύχος 1, Μάιος 2012

- **Ξένη**

Amadou N.R. Sy (2009), “The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets”, IMF Working Paper, June 2009

Bahena A. (2009), “What role did credit rating agencies (CRAs) play in the financial crisis?”, University of Iowa, 2009

Baum C., Karpava M., Shafer D., Stephan A. (2014), “Credit Rating Agency Downgrades and the Eurozone Sovereign Debt Crises”, Paper, January 30, 2014

Bank of England (2007), “Financial Stability Report”, October, Issue No 22, www.bankofengland.co.uk

Caouette, J. B., Edward I. A., Narayanan P., and Nimmo R., (2008). “Managing Credit Risk: The Great Challenge for the Global Financial Markets”, 2nd ed. New York: Wiley, 2008

Cantor, Richard, and C. Mann, (2009), “Are Corporate Bond Ratings Procylical?: An Update”. Moody’s Investor Services, Moody’s Global Credit Policy, Special Comment, May 2009

Congress 109th , 2d Session, (2006) “Credit Rating Agency Reform Act of 2006”, Public Law, September 6, 2006

Dey S., Kabir A. (2012), “Performance Analysis through CAMEL Rating: A comparative Study of selected Private Commercial Banks in Bangladesh, Journal of Politics & Governance, Vol. 1, No. 2/3, pp. 16-25, September 2012

- ESMA (2013), “Credit Rating Agencies Annual Report 2012”, Paris, 18 March 2013
- Federal Deposit Insurance Corporation(2010), “12 CFR Part 327 Assessments, Large Bank Pricing; Proposed Rule”, Part IV, Vol. 75, No. 226/ November 24, 2010
- Fitch Ratings (2013), “ Annual Report”, New York, March 2013
- Fitch Ratings (2006), “ The Rating Process”, New York, July 2006
- Fridson, M. S. (1999). “Why Do Bond Rating Agencies Exist?” Extra Credit (Merrill Lynch), November/December 1999
- Friedman L. T. (1996), “News Hour” Interview with Jim Lehrer (PBS television Broadcast), February 1996
- Frost C.A. (2006), “Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies”, University of North Texas, 15 March 2006
- Grier W. A. (2007). “Credit Analysis of Financial Institutions”, 2nd ed. Euromoney Institution Investor PLC, 2007
- IOSCO (2003), “Report on the activities of Credit Rating Agencies”, The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September 2003.
- Jinwei, M. (2010), “Credit rating agencies: Innocent culprits in Europe debt crisis?”, ανάκτηση από <http://english.cri.cn>, 29 July 2010.
- Kerwer, D. (2005), “Holding Global Regulators Accountable: the case of credit rating agencies”, 18,3, Governance: an international journal of policy, administration and institutions, 453-475.

Kolhefer C. Hasan M. (2011), “Regulation of Credit Rating Agencies Evidence from Recent Crisis”, Working Paper No. 26, German University in Cairo, February 2011.

Macdonald B. (2006), “Rating Change Timeliness across Rating Agencies”, Glucksman Institute for Research in Securities Markets, April 2006

McGRAW-HILL (2013), “Annual Report 2012”, New York, 2013

Moody’s Corporation (2013), “Annual Report 2012”, New York: Moody’s, 2013

Moody’s Investor Services (2009), “Moody’s Rating Symbols and Definition”, New York, July 2009

Pagano M. and Volpin P. (2009), “Credit Ratings Failures and Policy Options”, Published in Economic Policy, April 2010, 401-431, November 2009

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

Standard & Poor’s (2011), “Guide Rating Performance”, New York, 2011

Sylla R. (2001) “An Historical Primer on the Business of Credit Ratings,” Prepared for conference on “The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy,” The World Bank, Washington, DC, March 2001.

U.S. Securities and Exchange Commission, “Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,” December 2012c.

Verschuur, C. (2007), “Who should be blamed the most for the subprime loan scandal?” Strategic Finance Journal: 1-4, 2007.

Warner, J. (2010), “Greek crisis: the world would be a better place without credit rating agencies.”, Telegraph, 10-August 2010

White J. L. (2010), “Markets The Credit Rating Agencies”, Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 2—Spring 2010—Pages 211–226

White J. L. (2013) “Credit Rating Agencies: An Overview”, Prepared for the Annual Review of Financial Economics, September 2013.

- **Διαδικτυακοί Τόποι**

<http://www.aboutcreditratings.com/>

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

<http://www.atimes.com/>

<http://bankenverband.de/>

<http://www.bloomberg.com/>

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

<http://en.wikipedia.org/>

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

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

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

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

<http://www.standardandpoors.com/ratings>