



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

**Διπλωματική Εργασία**  
**«Credit Rating agencies: their role in the current financial crisis and  
their case for their regulation»**

**Παναγιώτης Κακκαλής του Αθανασίου**  
**A.M: ΜΧΑΝ 0716**

**Επιβλέπων Καθηγητής:**  
**Επίκουρος Καθηγητής Παναγιώτης Σταϊκούρας**

**Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2009**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
Κεφάλαιο 1: Ποιοι είναι οι οργανισμοί αξιολόγησης, ο ρόλος και η συμπεριφορά τους στις διεθνείς χρηματαγορές	
Α. Λόγοι ύπαρξης των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	7
Β. Οργανισμοί Αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	8
1. Εντός Η.Π.Α.	9
2. Εκτός Η.Π.Α.	10
Γ. Λόγοι ύπαρξης μικρού αριθμού οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας	11
Δ. Συμπεριφορά και ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	13
1. Γενικές διαδικασίες στις αξιολογήσεις εκδοτών	13
2. Αξιολογήσεις και διαρθρωμένη χρηματοοικονομική	14
3. Διαδικασία Αξιολόγησης	16
4. Αποφάσεις των αξιολογήσεων και κοινοποίηση	17
5. Τιμολόγηση	18
6. Δομή των εσόδων	18
Ε. Εκτέλεση των καθηκόντων και απόδοση των οργανισμών αξιολόγησης	20
1. Κερδοφορία	20
2. Καινοτομία	21
3. Κίνδυνος ηθικής συμπεριφοράς	22
4. Δραστηκότητα και αποτελεσματικότητα	22
Κεφάλαιο 2: Προβλήματα που προκύπτουν από την λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και λόγοι ρύθμισης	24
Α. Η Παγκόσμια χρηματοπιστωτική Κρίση	25
Β. Προβλήματα στα αγορά αξιολόγησης	25
1. Έλλειψη ανταγωνισμού	26
2. Συγκρούσεις συμφερόντων	29
α. Οι εκδότες πληρώνουν για τις αξιολογήσεις	29
β. Μετακίνηση και αμοιβή προσωπικού	31
γ. Ανάπτυξη παρεπόμενων εργασιών	31
3. Έλλειψη διαφάνειας	32
α. Διαφάνεια αξιολόγησης	33

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

β. Επιλεκτική πρόσβαση των συνδρομητών στην πληροφόρηση	34
4. Εμπόδια στην ακριβή αξιολόγηση των εκδοτών από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	35
5. Εξάρτηση των αξιολογήσεων από την κανονιστική συμμόρφωση	36
α. Το εύρος της εξάρτησης των κανονιστικών αξιολογήσεων	37
β. Η αναθεώρηση των κανονιστικών αξιολογήσεων	37
Κεφάλαιο 3: Γενική Επισκόπηση των πρόσφατων προτάσεων στην προσπάθεια ενίσχυσης της υποχρεωτικής λογοδοσίας των οργανισμών αξιολόγησης	40
Εισαγωγή	
A. Ποιότητα και ακεραιότητα της διαδικασίας αποτίμησης	42
1. Ποιότητα της διαδικασίας αποτίμησης	42
2. Επιτήρηση και αναβάθμιση της διαδικασίας αποτίμησης	44
3. Ακεραιότητα της διαδικασίας αποτίμησης	45
B. Ανεξαρτησία και αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων	47
1. Παρεμπόδιση για παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών	47
2. Πολιτικές, πρακτικές και διαδικασίες των οργανισμών αξιολόγησης	48
3. Ανεξαρτησία αναλυτών και εργαζομένων των οργανισμών αξιολόγησης	49
Γ. Υποχρεώσεις των οργανισμών προς το επενδυτικό κοινό για τους εκδότες	51
1. Υποχρεώσεις κοινοποίησης και διαφάνειας	51
2. Επεξεργασία της εμπιστευτικής πληροφόρησης	56
Δ. Πλαίσιο εγγραφής και επιτήρησης	57
1. Διαδικασία εγγραφής	57
2. Επιτήρηση	59
Ε. Κοινοποίηση του Κώδικα Συμπεριφοράς της IOSCO και γνωστοποίηση στους συμμετέχοντες στην αγορά	61
Κεφάλαιο 4: Οικονομική εκτίμηση των ρυθμιστικών επιλογών	62
A. Ρύθμιση βάσει διαβαθμίσεων έναντι ρύθμισης βάσει της προσέγγισης της αγοράς	65
B. Η υιοθέτηση του ανταγωνισμού έναντι του περιορισμού του ανταγωνισμού	67
Γ. Επίσημη αναγνώριση (Recognition) έναντι εγγραφής σε μητρώα (Registartion)	70
Δ. Περιορισμένη νομική ευθύνη έναντι ολοκληρωτικής νομικής ευθύνης	72
Ε. Αυτορύθμιση έναντι κρατικής ρύθμισης	74
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ	77
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	80

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας εκφράζουν γνώμες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη ή ενός ιδιαίτερου χρηματοπιστωτικού μέσου . Με άλλα λόγια, αξιολογούν την πιθανότητα αφερεγγυότητας ενός εκδότη , είτε την αδυναμία του να τηρήσει τις χρηματοπιστωτικές του υποχρεώσεις γενικά (αξιολογήσεις εκδοτών ), είτε τις υποχρεώσεις του που αφορούν μία συγκεκριμένη πίστωση ή ένα τίτλο σταθερής απόδοσης (αξιολόγηση μέσων). Οι αξιολογήσεις αυτές βασίζονται σε δημοσιοποιημένες ή μη στο κοινό πληροφορίες από τους εκδότες. Οι αξιολογήσεις κατατάσσουν τους εκδότες σε κατηγορίες που αντιστοιχούν σε βαθμίδες μεγαλύτερου ή μικρότερου κινδύνου φερεγγυότητας . Για το σκοπό αυτό , οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούν κλίμακες πιστοληπτικής ικανότητας εκτεταμένου φάσματος — με ουσιώδη διαχωριστική γραμμή αυτή που χωρίζει την λεγόμενη κατηγορία «επένδυσης» (χαμηλός κίνδυνος) από την κατηγορία «κερδοσκοπία» (υψηλός κίνδυνος) — ώστε να αντικατοπτρίζουν τους κινδύνους που συνδέονται με τον τίτλο (δηλαδή την πιθανότητα φερεγγυότητας).

Οι αξιολογήσεις επηρεάζουν ουσιωδώς τις χρηματοπιστωτικές αγορές , κάτι που εξηγείται από δύο βασικούς λόγους . Πρώτον, αποτελούν τη σύνθεση πολύπλοκων αξιολογήσεων με τρόπο που μπορεί εύκολα και άμεσα να αφομοιωθεί από τους επενδυτές, ανεξάρτητα από το βαθμό εμπειρογνωμοσύνης τους ή το προφίλ τους. Δεύτερον, οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν καλή φήμη και θεωρούνται από τους παράγοντες της αγοράς ότι παρέχουν αντικειμενικές αναλύσεις. Η σημασία που έχουν αποκτήσει οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας κατά τα τελευταία έτη παρατηρείται τόσο στο επίπεδο των επιχειρηματικών πρακτικών όσο και στο επίπεδο των κανονιστικών απαιτήσεων. Η αξιολόγηση έχει καταστεί απαραίτητη προϋπόθεση για την αναζήτηση εξωτερικής χρηματοδότησης στις αγορές κινητών αξιών. Επιπλέον , οι αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται ολοένα και περισσότερο στις συμβατικές διατάξεις σχετικά με τη διακοπή των πιστωτικών ευκολιών , την επιτάχυνση των αποπληρωμών ή την τροποποίηση άλλων πιστωτικών όρων.

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ο ρόλος που διαδραμάτισαν στην πρόσφατη πιστωτική κρίση και τα προβλήματα που προέκυψαν από τη λειτουργία τους. Επίσης, αναλύεται η παρουσίαση του νέου Κανονισμού σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής όσο και ο αναθεωρημένος Κώδικας της Τεχνικής Επιτροπής του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (Κώδικας της IOSCO). Τέλος, έχοντας εξετάσει όλα τα παραπάνω, το τελευταίο βήμα παρουσιάζει τις ρυθμιστικές επιλογές της πολιτείας αναζητώντας τη βέλτιστη λύση για την επίλυση των προβλημάτων από τη σκοπιά των οικονομικών εκτιμήσεων.

Στο πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται ποιοι είναι οι κυρίαρχοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ποιος ο ρόλος τους και πως αυτοί συμπεριφέρονται κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους. Πιο συγκεκριμένα αναλύονται εκτενώς οι διαδικασίες που ακολουθούνται κατά τις διαβαθμίσεις των εκδοτών καθώς και ο τρόπος εκτέλεσης των καθηκόντων και η απόδοση των οργανισμών.

Ο ρόλος που διαδραματίζουν οι οργανισμοί διαβάθμισης στις αγορές είναι αναμφίβολα ιδιαίτερα θετικός τόσο για τους εκδότες όσο και για τους επενδυτές. Παρέχουν στους επενδυτές πληροφόρηση που τους βοηθά να αξιολογήσουν τους κινδύνους που παρουσιάζει ένα συγκεκριμένο προϊόν, ενώ παράλληλα μειώνει το κόστος των εκδοτών για την αναζήτηση κεφαλαίων. Χωρίς να αμφισβητηθεί ο θετικός ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης υπάρχουν, ωστόσο, ορισμένα ζητήματα που δημιουργούν προβλήματα κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους. Τα προβλήματα αυτά εξετάζονται λεπτομερώς στο δεύτερο κεφάλαιο και αφορούν κυρίως την ποιότητα των αξιολογήσεων που εκδίδονται και τον «μηχανισμό φήμης» όπως αυτός αντιλαμβάνεται στην αγορά. Ως κυριότερα αναφέρονται: η έλλειψη ανταγωνισμού, η απουσία διαφάνειας, οι συγκρούσεις συμφερόντων και η κανονιστική συμμόρφωση των αξιολογήσεων.

Τα προβλήματα σχετικά με τους οργανισμούς διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι σοβαρά και πρέπει να αντιμετωπισθούν. Τόσο ο νέος Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που εγκρίθηκε την Άνοιξη του 2009 όσο και ο κώδικας της IOSCO κινούνται προς την κατεύθυνση αυτή. Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται πώς

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

οι ανωτέρω ρυθμιστικές αρχές προσπαθούν να επιλύσουν τα προβλήματα που θίγουν την αξιοπιστία των οργανισμών ανά θεματική ενότητα (ποιότητα και ακεραιότητα της διαδικασίας αποτίμησης, ανεξαρτησία και αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων, και υποχρεώσεις των οργανισμών προς το επενδυτικό κοινό και τους εκδότες) καθώς επίσης αναλύεται η διαδικασία εγγραφής και επιτήρησης των οργανισμών που προτείνει ο Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και η κοινοποίηση του Κώδικα της IOSCO στους συμμετέχοντες στην αγορά.

Εν κατακλείδι, έχοντας αναλύσει τα οικονομικά του κλάδου των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τα ενδεχόμενα προβλήματα που προκύπτουν από τη λειτουργία τους, τις ρυθμιστικές αρχές (Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Κώδικας της IOSCO) που διέπουν τη λειτουργία και την επιτήρησή τους, στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο εξετάζεται το αν και κατά πόσο αυτά τα προβλήματα αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά από την σκοπιά των οικονομικών εκτιμήσεων, αναλύοντας τις διαθέσιμες ρυθμιστικές επιλογές (ρύθμιση βάσει της κλίμακας των διαβαθμίσεων ή της προσέγγισης της αγοράς, υιοθέτηση ή μη του ανταγωνισμού, εγγραφή σε μητρώα (Registration) ή κρατική αναγνώριση (Recognition), ολοκληρωτική ή περιορισμένη νομική ευθύνη και κρατική ρύθμιση ή αυτορύθμιση).

**Κεφάλαιο 1: ΠΟΙΟΙ ΕΙΝΑΙ ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ . ΠΟΙΟΣ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΚΑΙ Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΟΥΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ.**

A. Λόγοι ύπαρξης των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Η ιστορική λογική που διέπει την ύπαρξη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προήλθε από την εξεύρεση της λύσης ενός βασικού οικονομικού προβλήματος : Πώς οι δανειστές αξιολογούν την αξιοπιστία των δυνητικών δανειζόμενων και νιώθουν ασφαλείς για τη συνεχή φερεγγυότητά τους μετά την εκταμίευση ενός δανείου ; Εξειδικευμένοι δανειστές -ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί όπως τράπεζες και άλλα αποθετήρια , ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία και hedge funds– μπορεί να είναι σε θέση να ανακτήσουν την απαραίτητη πληροφόρηση από μόνοι τους ή να απευθυνθούν σε εξειδικευμένα πιστωτικά γραφεία. Ομοίως, όταν οι εταιρίες δανείζονται στην ανοικτή αγορά –μέσω της έκδοσης ομολόγων - πολλοί από αυτούς τους εξειδικευμένους δανειστές (συμπεριλαμβανομένων των αμοιβαίων κεφαλαίων ) μπορεί να είναι σε θέση να αντλήσουν τη δική τους πληροφόρηση . Όμως οι μη ειδικοί επενδυτές (το κοινό) μπορεί κάλλιστα να χρειάζονται βοήθεια για την πληροφόρηση σχετικά με τους εκδότες των ομολόγων´ ακόμη και εξειδικευμένοι δανειστές ίσως να χρειαστούν αρωγή για περαιτέρω πληροφόρηση όταν επιχειρήσουν να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους πέρα από το παραδοσιακό πεδίο δράσης τους (να αναζητήσουν δανεισμό σε νέες ή λιγότερο γνωστές αγορές ομολόγων).

Εν ολίγοις , οι οργανισμοί πιστοληπτικής διαβάθμισης δύνανται να βοηθήσουν τους δανειστές να φωτίσουν τα σκοτεινά σημεία της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχουν στις χρηματοδοτικές σχέσεις. Επιπρόσθετα, στις περιπτώσεις των ομολόγων όπου εκατοντάδες ή χιλιάδες δανειστές πιθανόν να κατέχουν το χρέος ενός μόνο εκδότη , η «κατά το κοινό καλό» φύση της πληροφόρησης σημαίνει ότι ένας εξειδικευμένος πιστωτικός οργανισμός που παρέχει την πληροφόρηση στο ευρύ κοινό, έχει τη δυνατότητα να μειώσει ή να εξαλείψει τις προσπάθειες επικάλυψης της πληροφόρησης από διαφορετικούς ομολογιούχους δανειστές , καθώς επίσης

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

επιτρέπουν στους κατόχους μικρών μεριδίων να αποφύγουν τα υψηλά ανά μονάδα κόστη που θα απαιτούσαν οι δικές τους έρευνες.<sup>1</sup>

Ο δυνητικός ρόλος των οργανισμών, ωστόσο, θέτει το επόμενο λογικό ερώτημα: Πώς ένας μη εξειδικευμένος ομολογιούχος φτάνει στο σημείο να εμπιστευτεί την αξιολόγηση ενός τέτοιου οργανισμού; Εδώ, η φήμη που έχει αποκτήσει ένας οργανισμός με συνεχείς αξιολογήσεις μεγάλου αριθμού εκδόσεων ομολόγων σε βάθος χρόνου, είναι το βασικό στοιχείο για τη μεταλαμπάδευση της εμπιστοσύνης προς τους ομολογιούχους.

Από τη δεκαετία του '30, ωστόσο, η αυξανόμενη ζήτηση για κανονιστική συμμόρφωση των υπηρεσιών αξιολόγησης αποδεικνύει ότι οι αποφάσεις, σχετικά με τους υπάρχοντες οργανισμούς, δεν λαμβάνονται αποκλειστικά από τους συμμετέχοντες στις οικονομικές αγορές. Από τη δεκαετία του '70, οι περιορισμοί των κανονιστικών ρυθμίσεων τείνουν να ευνοούν τους υπάρχοντες οργανισμούς έναντι των νεοεισερχόμενων, από την σκοπιά της προσφοράς. Επιπλέον, παρόλο που η λογική της ύπαρξης των οργανισμών διαβάθμισης (που έχουν σκοπό τη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης) παραμένει άσπυγη, η εφαρμογή της κανονιστικής συμμόρφωσης στην πράξη έχει αποδείξει ότι η υπάρχουσα παρουσία των μεγάλων οργανισμών στην αγορά δεν αποτελεί εγγύηση ότι θα συνεχίσουν να ικανοποιούν τις ανάγκες της αγοράς<sup>2</sup>.

### B. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

#### 1. Εντός Η.Π.Α.

Οι τρεις μεγάλοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στις Η.Π.Α είναι οι: Moody's, η Standard & Poors και η Fitch. Πέρα όμως από τους τρεις μεγάλους οργανισμούς υπάρχουν και άλλοι μικρότερης εμβέλειας και πιο εξειδικευμένοι. Η A.M. Best ασχολείται αποκλειστικά με τον ασφαλιστικό κλάδο και την ικανότητα των ασφαλιστικών εταιριών να εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους (δανειακές και ασφαλιστικές). Η Lacle Financial εστιάζει σε ένα μίγμα τραπεζών, αποθετηρίων και ασφαλιστικών εταιριών. Η KMV παρέχει εκτιμήσεις για την πιθανότητα αθέτησης

---

<sup>1</sup> Lawrence J.White (2001)

<sup>2</sup> Lawrence J.White (2001)



### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών και άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων στην Βόρεια Αμερική, στην Ευρώπη και σε χώρες του Ειρηνικού Ωκεανού. Τέλος, η Egan – Jones Ratings Company παρέχει πιστωτικές διαβαθμίσεις και έρευνες σχετικά με το εταιρικό χρέος στις Η.Π.Α. Η Moody's (αποσχίσθηκε από την Dun & Bradstreet το καλοκαίρι του 2000, ενώ είχε αγοραστεί από αυτήν το 1962) είναι σήμερα μια ανεξάρτητη εταιρία που εξειδικεύεται σε διαβάθμιση δραστηριοτήτων. Οι αξιολογήσεις της Standard and Poor's είναι μόνο ένα μέρος των δραστηριοτήτων από τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που παρέχει, η οποία με τη σειρά της ανήκει στην McGraw Hill. Η Fitch ανήκει στη γαλλική εταιρία FIMALAC (μέχρι το τέλος του 2000 η Fitch ονομαζόταν Fitch IBCA, λόγω της συγχώνευσης της με την IBCA το 1997 και η συγχωνευμένη εταιρία τελικά εξαγοράστηκε από τη FIMALAC).

Από τους τρεις οργανισμούς διαβάθμισης, η Moody's και η Standard and Poor's είναι μακράν οι μεγαλύτερες. Δεδομένου ότι η Moody's είναι ανεξάρτητη εταιρία τα δεδομένα για αυτήν είναι ευρέως παρουσιάσιμα. Αυτά τα δεδομένα παρουσιάζονται κάτωθι:

#### Moody's

- Ετήσια έσοδα : \$602εκ. περίπου το 70% των οποίων προέρχονται από τις ΗΠΑ, περίπου το 90% των οποίων προέρχονται από αξιολογήσεις ομολόγων
- Ετήσιο καθαρό εισόδημα (Μετά φόρων): \$158εκ.
- Σύνολο Στοιχείων Ενεργητικού: \$300εκ.
- Εργαζόμενοι: 1.500, συμπεριλαμβανομένων 700 αναλυτών
- Κάλυψη – Συμμετοχή:
  - Πάνω από \$30τρς εκδόσεις χρεωστικών τίτλων (διαβαθμίσεις και αναλύσεις)
  - 143χιλ. εταιρικές, κυβερνητικές, δημόσιες οικονομικές εκδόσεις
  - 4,2χιλ. εταιρικές συνεργασίες
  - 100 χώρες (Γραφεία σε πάνω από 14 χώρες)

#### Standard and Poors:

- Κάλυψη – Συμμετοχή:
  - Πάνω από \$11τρς εκδόσεις χρεωστικών τίτλων (διαβαθμίσεις και αναλύσεις)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

- Πάνω από 38χιλ. εταιρικές , κυβερνητικές , δημόσιες οικονομικές εκδόσεις
- Πάνω από 98χιλ. εταιρικές συνεργασίες
- Πάνω από 86 χώρες (Γραφεία σε πάνω από 14 χώρες)

#### Fitch:

- Ετήσια Έσοδα: \$260εκ.
- Εργαζόμενοι: 1.100
- Κάλυψη – Συμμετοχή:
  - 75 χώρες (γραφεία σε πάνω από 16 χώρες)

Οι πρώτες αξιολογήσεις εκδόθηκαν από την Moody's το 1909. Η Poor's ακολούθησε το 1916, η Standard Statistics Company ξεκίνησε την έκδοση αξιολογήσεων το 1922, και η Fitch Publishing company ξεκίνησε αντίστοιχα το 1924. Από τότε ο αριθμός των εταιριών που ασχολούνται με τις αξιολογήσεις κυμαίνεται αυστηρά μεταξύ τριών και πέντε.

## 2. Εκτός Η.Π.Α.

Όπως εμφανίζουν τα ανωτέρω δεδομένα , οι τρεις μεγαλύτεροι αμερικάνικοι οργανισμοί αξιολογήσεων έχουν σημαντική παρουσία εκτός των Η.Π.Α ., κυρίως μέσω υποκαταστημάτων σε άλλες χώρες . Η έρευνα της Τράπεζας για Διεθνείς Διακανονισμούς (BIS 2000) καταδεικνύει ότι η Moody's και η Standard and Poor's παρέχουν εκτενείς αξιολογήσεις για ολόκληρη την Ευρώπη . Η Moody's παρέχει μεγαλύτερη κάλυψη στην Ασία σε σχέση με τη Standard and Poor's, αλλά η σχετική κάλυψη αντιστρέφεται στη Λατινική Αμερική.

Εκτός από τους μεγάλους οργανισμούς και τα υποκαταστήματά τους , υπάρχουν επίσης 35-40 επιπρόσθετοι οργανισμοί εν ενεργεία εκτός των Η.Π.Α . οι οποίοι μπορούν να αναγνωριστούν εύκολα . Εκτός λοιπόν από τις Moody's, Standard and Poor's, Fitch και Duff&Phelps, καθώς και τις θυγατρικές τους , παρακάτω αναφέρονται οι χώρες (και ο αριθμός ) στις οποίες δραστηριοποιούνται οι αναγνωρισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης εκτός των Η.Π.Α.:

Πίνακας 1<sup>3</sup>:

---

<sup>3</sup> BIS (2000)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Χώρα	Αριθμός CRA's	Χώρα	Αριθμός CRA's
Αργεντινή	1	Μπαγκλαντές	1
Βραζιλία	1	Καναδάς	1
Χιλή	2	Κίνα	2
Κολομβία	1	Κύπρος	1
Αίγυπτος	1	Γαλλία	1
Γερμανία	2	Ινδία	3
Ινδονησία	1	Ιταλία	1
Ισραήλ	1	Ιαπωνία	3
Κορέα	3	Μαλαισία	1
Πακιστάν	2	Περού	1
Ρωσία	1	Νότιος Αφρική	1
Σουηδία	2	Ταϊβάν	1
Τυνησία	1	Βενεζουέλα	1

Μερικοί από τους άνωθι οργανισμούς δραστηριοποιούνται σε εθνικό επίπεδο, ενώ άλλοι έχουν παρουσία και στο διεθνή χώρο<sup>4</sup>.

Γ. Λόγοι ύπαρξης μικρού αριθμού οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Ένα σημαντικό στοιχείο σχετικά με τα δομικά χαρακτηριστικά του κλάδου είναι η ύπαρξη μικρού αριθμού οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Στις Η.Π.Α. ουσιαστικά δραστηριοποιούνται μόνο τρεις οργανισμοί και ποτέ δεν υπήρξαν εν ενεργεία πάνω από πέντε σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Η Ινδία, η Ιαπωνία και η Κορέα διαθέτουν μόνο τρεις οργανισμούς. Η Χιλή, η Κίνα, η Γερμανία, το Πακιστάν και η Σουηδία μόνο δύο και οι υπόλοιπες χώρες μόνο έναν (Πίνακας 1). Είναι επίσης αξιοσημείωτο το γεγονός ότι το Ενωμένο Βασίλειο, παρά την ανάδειξή του σε ένα μεγάλο οικονομικό κέντρο, δεν διαθέτει κανένα οργανισμό αξιολόγησης που να εδρεύει στη χώρα.

---

<sup>4</sup> Lawrence J.White (2001)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Ο σχετικά μικρός αριθμός οργανισμών αξιολόγησης εκτός των Η.Π.Α. εξηγείται από το γεγονός ότι οι αγορές των εταιρικών ομολόγων στις χώρες αυτές είναι λιγότερο αναπτυγμένες, με αποτέλεσμα να υπάρχει μικρότερη ανάγκη για εξειδικευμένους οργανισμούς που σκοπό έχουν να μειώσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση στις αγορές ομολόγων.

Τι γίνεται όμως στις Η.Π.Α.; Ο μικρός αριθμός οργανισμών αξιολόγησης έρχεται σε αντίθεση με τις χιλιάδες των χρηματιστηριακών αναλυτών που απασχολούνται σε εκατοντάδες εταιρίες κινητών αξιών, οι οποίοι προσφέρουν τακτικά απόψεις σχετικά με τις τιμές των μετοχών και τις υπεραξίες των μετοχικών κεφαλαίων.<sup>5</sup>

Οι ρυθμιστικές αρχές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στο εν λόγω ζήτημα. Στις ΗΠΑ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ορίζει έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ως NRSRO σύμφωνα με το επονομαζόμενο σύστημα “Nationally Recognized Statistical Rating Organization”. Ένας «εθνικά αναγνωρισμένος» οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σημαίνει ότι οι βαθμοί φερεγγυότητας που εκδίδει θεωρούνται αξιόπιστοι από τους συμμετέχοντες στην αγορά (π.χ. τους εκδότες ομολόγων, τους επενδυτές κ.α.). Με άλλα λόγια, θεωρείται ένας οίκος «εθνικά αναγνωρισμένος», όταν οι κυριότεροι χρήστες αξιολόγησης τον θεωρούν ως πηγή αξιόπιστων και έγκυρων αξιολογήσεων. Δηλαδή ιδιαίτερη βαρύτητα στην αναγνώριση παίζει η αποδοχή της αγοράς, η οποία εκφράζεται σε ανεπίσημη βάση.

Μια αξιόπιστη εταιρεία έκδοσης διαβαθμίσεων θα πρέπει να διαθέτει πολλά χρόνια εμπειρίας πριν την ενδεχόμενη αναγνώρισή της ως NRSRO. Αυτό κάνει οποιαδήποτε απόπειρα νέας εισόδου στο χώρο εξαιρετικά δύσκολη, εμποδίζοντας τον ανταγωνισμό και προσδίδοντας στον κλάδο ολιγοπωλιακό χαρακτήρα.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) χρησιμοποίησε για πρώτη φορά τον όρο NRSRO το 1975 και αναφερόταν στους οίκους που οι αποτιμήσεις τους χρησιμοποιούνταν από τους μεσίτες-πωλητές για τον καθορισμό των απαιτήσεών τους σε καθαρά ίδια

---

<sup>5</sup> Lawrence J.White, «The credit rating industry: An industrial organization analysis».

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

κεφάλαια. Η πρώτη λοιπόν αναφορά αφορούσε τους τρεις οίκους αξιολόγησης, δηλαδή τη Moody's, τη Standard&Poor's και τη Fitch.

Στις Η.Π.Α., πολλοί νόμοι και ρυθμίσεις προβλέπουν την ύπαρξη αξιολόγησης από τους «εθνικά αναγνωρισμένους» ως NRSRO's σαν ένα ασφαλές πρότυπο για τη διαχείριση των κυβερνητικών και ιδιωτικών κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, οι οργανισμοί διαβάθμισης δεν υποχρεούνται να κοινοποιούν τη μη δημοσιευμένη πληροφόρηση και οι αποτιμήσεις τους δεν υπόκεινται στην επίβλεψη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι προνομιούχοι NRSRO's στις ΗΠΑ αναλαμβάνουν το ρόλο μιας δημόσιας οντότητας και ως εκ τούτου θεωρούνται ως ημικυβερνητικοί οργανισμοί, χωρίς να υπόκεινται σε καμία επιτήρηση από τις αρχές.

Σημειώνεται εντούτοις, ότι η πτώχευση μεγάλων εταιρειών στις Η.Π.Α. (ENRON, WPPSS κ.α.) ήταν η αφορμή να κατηγορηθούν οι οργανισμοί για την παροχή μη ορθών διαβαθμίσεων. Στις συγκεκριμένες περιπτώσεις οι οίκοι δε θεωρήθηκαν υπόλογοι για την ποιότητα των αποτιμήσεών τους, διότι οι αξιολογήσεις δε θεωρούνται τίποτα παραπάνω από απλές επενδυτικές απόψεις<sup>6</sup>.

#### Δ. Συμπεριφορά και ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

##### 1. Γενικές διαδικασίες στις αξιολογήσεις εκδοτών

Οι μεγαλύτεροι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δραστηριοποιούνται στις παραδοσιακές θεμελιώδεις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και γενικά προσεγγίζουν τη διαδικασία αποτίμησης της φερεγγυότητας με παρόμοιες πολιτικές και οργανωτικές δομές. Αυτές οι διαδικασίες έχουν σχεδιαστεί με σκοπό να διευκολύνουν τη συνέπεια της ανάλυσης και να κεφαλαιοποιήσουν την εξειδίκευση σε αυτόν τον τομέα. Οργανωτικά, οι μεγαλύτεροι οργανισμοί διαιρούν το εύρος των δραστηριοτήτων τους σε ξεχωριστές κατηγορίες, είτε ανά κλάδο (π.χ. τραπεζικό τομέα), είτε ανάλογα με το είδος του χρηματοπιστωτικού μέσου (π.χ. εταιρικό χρέος, δημόσια χρεόγραφα, διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα). Στο επίκεντρο της διαδικασίας βρίσκεται η επιτροπή αξιολόγησης του οργανισμού, η οποία έχει εκ των προτέρων σχεδιαστεί για να εισάγει, να αποσύρει ή να αλλάζει μία αξιολόγηση

---

<sup>6</sup> Tadahiro Asami (2002)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

φερεγγυότητας. Η επιτροπή αυτή αποτελείται από τον επικεφαλής αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου, τους διευθύνοντες συμβούλους και άλλους προϊσταμένους, καθώς και από αναλυτές κατώτερων βαθμίδων. Οι αποφάσεις λαμβάνονται δια της πλειοψηφίας και σε γενικές γραμμές εκφράζουν μία γνώμη σχετικά με την πιθανότητα ένας εκδότης να εκπληρώσει τις χρηματοοικονομικές του υποχρεώσεις.<sup>7</sup>

Οι οργανισμοί σχεδιάζουν τις διαβαθμίσεις των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων μέσω μιας ποικιλίας αλφαβητικών συνδυασμών μικρών και κεφαλαίων γραμμμάτων. Η Fitch και η Standard & Poor's (S&P) χρησιμοποιούν τους ίδιους συμβολισμούς. Οι συμβολισμοί AAA, AA, A, BBB χαρακτηρίζουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα επενδυτικού σκοπού, ενώ οι συμβολισμοί BB, B, CCC, CC, C και D χαρακτηρίζουν χρηματοπιστωτικά προϊόντα κερδοσκοπικού σκοπού. Οι συμβολισμοί της Moody's είναι: Aaa, Aa, A, Baa για προϊόντα επενδυτικού χαρακτήρα και Ba, B, Caa, Ca, C για προϊόντα κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Οι οργανισμοί συχνά χρησιμοποιούν προθέματα στις αξιολογήσεις τους για να τις ξεχωρίσουν ευκρινώς σε κάθε κατηγορία. Η Fitch και η Standard & Poor's (S&P) χρησιμοποιούν τα προθέματα (+ και -) για να διαφοροποιήσουν τις αποτιμήσεις τους, ενώ η Moody's γενικά χρησιμοποιεί αριθμητικά προθέματα (1, 2, 3).

### 2. Αξιολογήσεις και διαρθρωμένη χρηματοοικονομική

Η ανάπτυξη της τιτλοποίησης ή «διαρθρωμένη χρηματοοικονομική», αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικά αναπτυγμένους τομείς τα τελευταία είκοσι χρόνια. Η διαδικασία της τιτλοποίησης αρχίζει με την χορήγηση των δανείων, συνεχίζει με τη ομαδοποίησή τους (ομαδοποιούνται δάνεια με κοινά χαρακτηριστικά ως προς το χρόνο ωρίμανσης, το επιτόκιο και το είδος), εξελίσσεται με την ενσωμάτωσή τους σε ομολογίες και καταλήγει με τη διανομή των ομολογιών αυτών στους επενδυτές μέσω μιας εταιρίας ειδικού σκοπού (SPV). Με άλλα λόγια, συνίσταται στη μετατροπή μη διαπραγματεύσιμων στοιχείων του ενεργητικού, όπως δάνεια ορισμένων κατηγοριών σε διαπραγματεύσιμες ομολογίες των οποίων η αποπληρωμή καλύπτεται από την ταμειακή ροή που δημιουργούν τα ίδια τα δάνεια (εξυπηρετεί τις πληρωμές μεταξύ δανειστών και δανειζόμενων και δεν κρατά τα ίδια τα στοιχεία του ενεργητικού για αποκόμιση τόκων). Μέσω της τιτλοποίησης των απαιτήσεων, μια τράπεζα μεταβιβάζει τον πιστωτικό κίνδυνο που υπάρχει σε ένα χαρτοφυλάκιο δανείων της σε

---

<sup>7</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

θεσμικούς επενδυτές και ασφαλιστικές εταιρίες. Η μεταβίβαση είναι δυνατόν να γίνει με δυο τρόπους:

α) Με την οριστική εκχώρηση του χαρτοφυλακίου σε μια εταιρία ειδικού σκοπού αντί μετρητών, η οποία με τη σειρά της χρηματοδοτεί την αγορά του χαρτοφυλακίου με την έκδοση των ομολόγων που κατατάσσονται σύμφωνα με την πιστοληπτική τους ικανότητα. Ακόμη, εκδίδει έναν μικρό αριθμό ομολόγων χαμηλής εξασφάλισης τα οποία διακρατούνται από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα. Το χαρτοφυλάκιο αποτελεί ενέχυρο για τα εκδιδόμενα ομόλογα.

β) Με την πληρωμή ασφαλιστρών σε εταιρίες ειδικού σκοπού ώστε αυτή να αναλάβει τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (συνθετική τιτλοποίηση). Η εταιρία ειδικού σκοπού εκδίδει ομόλογα τα οποία συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (Credit linked notes) ή προβαίνει σε ανταλλαγές κινδύνου πιστωτικής χρεοκοπίας (Credit Default Swaps) με άλλες επενδυτικές τράπεζες.

Τα διαρθρωμένα προϊόντα γίνονται όλο και πιο περίπλοκα με το πέρασμα του χρόνου. Δύο είδη τέτοιων προϊόντων είναι:

α) τα RMB's (πρόκειται για τύπους ομολόγων που εκδίδονται συχνά στην αγορά των Η.Π.Α. και αποτελούν στην ουσία ένα είδος χρεογράφου το οποίο έχει ως ενέχυρο κυρίως στεγαστικά δάνεια) και

β) τα CDO's τα οποία στηρίζονται στην ενεχυρίαση των RMB's (είναι είδη που στηρίζονται στην ενεχυρίαση χρεογράφων και διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, ενώ παράλληλα διαιρούν τον πιστωτικό κίνδυνο σε επιμέρους τμήματα «tranches»). Τα RMB's δεν είναι ιδιαίτερα καινοτόμα. Γνώρισαν μεγάλη άνθηση τη δεκαετία του '80 αλλά η τιτλοποίησή τους εξαπλώθηκε ιδιαίτερα την τελευταία δεκαετία. Συνήθως, τα RMB's είναι ονομαστικά ενώ τα CDO's όχι. Τα τελευταία πωλούνται μέσω προσφορών, ενώ οι αγοραστές πρέπει να είναι αξιόπιστοι θεσμικοί επενδυτές όπως ασφαλιστικά ταμεία, hedge funds και επενδυτικές τράπεζες.

Οι διαβαθμίσεις των οργανισμών αξιολόγησης προφανώς παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο για την αποδοχή των διαρθρωμένων προϊόντων στη συνείδηση των επενδυτών, παρόλο που αρκετοί έχουν διαφορετική άποψη. Οι επενδυτές προτιμούν αυτά τα προϊόντα να φέρουν αξιολογήσεις οργανισμών λόγω της καινοτομίας και της πολυπλοκότητάς τους (τα οποία θέτουν ένα premium στις εκτιμήσεις του πιστωτικού

κινδύνου από αξιόπιστους ενδιαμέσους φορείς ή επειδή οι επενδυτές χρειάζονται τις αξιολογήσεις των οργανισμών για να ικανοποιήσουν ρυθμιστικούς σκοπούς)<sup>8</sup>.

### 3. Διαδικασία Αξιολόγησης

Οι επιτροπές συγκροτούνται υπό την εποπτεία του επικεφαλής αναλυτή για να εξετάσουν τα παρακάτω θέματα:

- α) διαβάθμιση ενός εκδότη ή μιας οντότητας ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου,
- β) εκτίμηση μιας σημαντικής συναλλαγής ή ενός γεγονότος το οποίο μπορεί να επηρεάσει την υπάρχουσα διαβάθμιση,
- γ) αναθεώρηση μίας προϋπάρχουσας διαβάθμισης.

Ο επικεφαλής θέτει τα υπό συζήτηση θέματα και παρουσιάζει τα δεδομένα (Οι βασικές οικονομικές παραδοχές αποτελούνται από οικονομικούς και μη οικονομικούς παράγοντες. Μερικοί από τους μη οικονομικούς/ποιοτικούς παράγοντες περιλαμβάνουν τη σταθερότητα ή τη διαφοροποίηση των αγορών, τη λειτουργική αποδοτικότητα, τη σύγκριση με ομοειδείς εταιρείες του κλάδου, τον ανταγωνισμό και τη θέση στην αγορά, καθώς και τις κυβερνητικές ρυθμίσεις. Αντίθετα, οι οικονομικοί/ποσοτικοί παράγοντες περιλαμβάνουν την κεφαλαιακή επάρκεια και χρήση, την ανάλυση του ισολογισμού και τους δείκτες ρευστότητας και αποδοτικότητας). Οι απόψεις όλων τίθενται επί τάπητος και τελικά καταλήγουν σε μια αποτίμηση με συνοδευτική αναφορά που εξηγεί τη λογική, τις υποθέσεις και όλα τα δεδομένα που συντέλεσαν στην εν λόγω ανάλυση<sup>9</sup>.

Οι συνεδριάσεις της επιτροπής προηγούνται συχνών επαφών με τους εκδότες με σκοπό τη συλλογή επιπρόσθετων πληροφοριών. Οι διαβαθμίσεις στηρίζονται σε μία ποικιλία δημοσιευμένων και μη πληροφοριών. Η δημόσια πληροφόρηση περιλαμβάνει στοιχεία από αρχειοθετημένους φακέλους της επιτροπής, νέες εκθέσεις, κλαδικές αναλύσεις, τάσεις τιμών και μετοχών και δεδομένα από τις κεντρικές τράπεζες. Η μη δημοσιευμένη πληροφόρηση εμπεριέχει πιστωτικές συμβάσεις, συμβόλαια απορροφήσεων και συγχωνεύσεων, ενημερωτικά δελτία ιδιωτικής τοποθέτησης, οικονομικές αναλύσεις και προβλέψεις. Αυτή η πληροφόρηση προσφέρεται μετά την υπογραφή εμπιστευτικής σύμβασης ανάμεσα στον οργανισμό αξιολόγησης και στον εκδότη. Ετήσιες και περιοδικές συναντήσεις στα γραφεία του

<sup>8</sup> John Patrick Hunt (2008)

<sup>9</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)



εκδότη ή του οργανισμού είναι συχνές. Παρόλα αυτά οι οργανισμοί αξιολόγησης δε διεξάγουν λογιστικούς ελέγχους ή εκθέσεις έρευνας και ανάλυσης για τις πληροφορίες που τους παρέχουν οι εκδότες.<sup>10</sup>

#### 4. Αποφάσεις των αξιολογήσεων και κοινοποίηση

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας συμβουλεύουν τους εκδότες προκαταβολικά σχετικά με μια επικείμενη αξιολόγηση και τους δίνουν τη δυνατότητα να εφεσιβάλλουν την απόφαση. Όμως το δικαίωμα αυτό είναι περιορισμένο και σε χρόνο, αλλά και στη δυνατότητα υποβολής νέων και σημαντικών πληροφοριών. Ο χρόνος ανάμεσα στην απόφαση της επιτροπής και την κοινοποίησή της κυμαίνεται από λίγες ώρες έως μερικές ημέρες με σκοπό να ελαττωθεί η μη κατάλληλη και η πρώιμη κοινοποίηση της πληροφορίας στην αγορά. Παρέχεται λοιπόν, η δυνατότητα στους εκδότες να εξετάσουν τις αξιολογήσεις για να διασφαλίσουν την ακρίβεια και να αποτρέψουν την κοινοποίηση εμπιστευτικής πληροφόρησης.

Παράλληλα, πέρα από τις πράξεις των διαβαθμίσεων οι οργανισμοί αξιολόγησης ενδέχεται να δημοσιεύσουν και προοπτικές αξιολόγησης. Μία προοπτική είναι μία γνώμη σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της αποτίμησης, η οποία μπορεί να περιλαμβάνει μία περίοδο ενός ή μερικών ετών. Αυτές οι προοπτικές συνήθως κατηγοριοποιούνται σε θετικές, αρνητικές ή σταθερές και τυπικά συμπεριλαμβάνονται στην κοινοποίηση της αποτίμησης<sup>9</sup>.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης γενικά επιτηρούν τη διαβάθμιση ανά τακτά χρονικά διαστήματα επανεξετάζοντας τα αρχεία των εταιρειών, παρακολουθώντας τις τάσεις του κλάδου και διατηρώντας ανοιχτό διάλογο με το management της εταιρείας. Κοινοποιούν τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας περιστασιακά στην αγορά μέσω των επονομαζόμενων “watch lists”. Αυτές οι λίστες στέλνουν σήμα στην αγορά ότι μία αξιολόγηση βρίσκεται στη διαδικασία αναθεώρησης για μία αλλαγή (προς οποιαδήποτε κατεύθυνση). Τυπικά οι εκδότες ή οι χρεωστικοί τίτλοι παραμένουν στη λίστα για 90-120 ημέρες εξαρτώμενοι από την πρακτική του εκάστοτε οργανισμού. Όπως και στις αποτιμήσεις, οι εκδότες ενημερώνονται προκαταβολικά ότι θα μουν

---

<sup>10</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)

σε “watch list”, έτσι ώστε να έχουν την ευκαιρία να παραθέσουν την επιπρόσθετη πληροφόρηση ή να εξηγήσουν τα υπάρχοντα δεδομένα.<sup>11</sup>

## 5. Τιμολόγηση

Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '70, τα έσοδα των μεγάλων οργανισμών αξιολόγησης προέρχονταν από την πώληση δημοσιεύσεων και σχετικών στοιχείων (συμπεριλαμβανομένων των αξιολογήσεων). Στην ουσία χρέωναν τους ομολογιούχους-δανειστές για τις πληροφορίες που παρείχαν. Το 1970 η Moody's και η Fitch άρχισαν να χρεώνουν τους εκδότες για τις αξιολογήσεις τους. Η S&P ακολούθησε το παράδειγμα τους μερικά χρόνια αργότερα (1978). Ο κύριος όγκος των εισοδημάτων τους προέρχεται σήμερα από συνδρομές εκδοτών.

Αυτή η αλλαγή στις αρχές της δεκαετίας του '70, συμπίπτει χρονικά με την εξάπλωση του χαμηλού κόστους φωτοτύπησης. Εκείνη την εποχή οι εκδότες αντιμετώπιζαν δυσκολίες στην πρόληψη του αλματώδους ρυθμού της δημοσίευσης των πληροφοριών τους. Παράλληλα, το 1970 η αθέτηση από την Penn – Central (\$82εκ. εμπορικά χρεόγραφα) ακολουθούμενη από παρόμοιες κρίσεις ρευστότητας και άλλων εκδοτών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, σηματοδότησε την επικέντρωση της προσοχής των εκδοτών και των επενδυτών, στην ανάλυση κινδύνων που απορρέουν από τέτοιες εκδόσεις. Οι εκδότες ήταν πιο ένθερμοι στο να διαβεβαιώσουν τους νευρικούς επενδυτές για την αξιοπιστία των εκδόσεων τους και αναζητούσαν ενεργά αξιολογήσεις. Ως φυσικό επακόλουθο προέκυψε και υιοθετήθηκε η χρέωση των εκδοτών για τις αξιολογήσεις των οργανισμών. (Σημειώνεται, ωστόσο, ότι οι μικρότεροι οργανισμοί διαβαθμίσεων χρεώνουν τους επενδυτές και τους δανειστές και όχι τους εκδότες για τις αξιολογήσεις τους. Η BIS δηλώνει ότι αυτό αποτελεί ένα πιο γενικό μοντέλο διεθνώς)<sup>12</sup>.

## 6. Δομή των εσόδων

Τόσο η Moody's όσο και η S&P ακολουθούν παρόμοια πορεία σχετικά με την τιμολόγηση και την κάλυψη των εταιρικών εκδόσεων. Δηλώνουν ότι θα διαβαθμίσουν και θα δημοσιεύσουν όλα (ή σχεδόν όλα) τα πιστοποιημένα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εταιρικά ομόλογα, είτε ζητηθεί είτε όχι από τους εκδότες.

<sup>11</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)

<sup>12</sup> BIS (2000)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Εάν ο εκδότης δεν ζητήσει την αξιολόγηση, τότε ο οργανισμός απλά θα κάνει τη διαβάθμιση με τις διαθέσιμες δημόσιες πληροφορίες. Εάν ο εκδότης αιτηθεί για την αξιολόγηση, τότε απολαμβάνει το προνόμιο της ανταλλαγής πληροφόρησης με τον οργανισμό αξιολόγησης, αλλά θα πρέπει να καταβάλλει ένα εφάπαξ τέλος. Κι οι δύο οργανισμοί έχουν τους ακόλουθους τιμοκαταλόγους για τις ζητηθείσες διαβαθμίσεις:

- 3,25 μονάδες βάσης για εκδόσεις \$500εκ, με \$25χιλ. ελάχιστη και \$125χιλ. μέγιστη χρέωση

Κι οι δύο χρεώνουν δυο επιπλέον μονάδες βάσης για εκδόσεις άνω των \$500εκ. ενώ προσφέρουν καλύτερη τιμολόγηση για εκδότες που ζητούν συχνές διαβαθμίσεις. Η S&P αναφέρει ότι αξιολογεί δομημένα χρεόγραφα μόνον κατόπιν αίτησης και ομόλογα εκδιδόμενα εκτός των Η.Π.Α. Η Moody's, ωστόσο, προβαίνει στην αξιολόγηση των ανωτέρω αξιόγραφων, είτε με είτε χωρίς την αίτηση του εκδότη. Αντίθετα και η Fitch και η Duff & Phelps (πριν την απορρόφησή της από την Fitch) προβαίνουν σε αξιολογήσεις κάθε είδους χρεογράφου μόνον κατόπιν αίτησης.

Σχετικά με τα εταιρικά χρεόγραφα, είτε από κοινού είτε ξεχωριστά, τους ανατίθεται να προβούν σε αξιολόγηση όταν οι διαβαθμίσεις των δυο «μεγάλων» του κλάδου παρουσιάζουν απόκλιση. Προφανώς, σε αυτές τις περιπτώσεις, οι εκδότες προσδοκούν η τρίτη αξιολόγηση να συγκλίνει με την καλύτερη των δυο προηγούμενων. Η δομή του τιμοκαταλόγου και των δυο εκδοτών δεν παρουσιάζει σημαντικές αποκλίσεις από αυτήν των Moody's και S&P, αλλά όπως αναμένεται από επιχειρήσεις που θεωρούνται περισσότερο περιφερειακές, η τιμολόγησή τους κινείται σε χαμηλότερα επίπεδα (2,5 μονάδες βάσης για τη Fitch και 2,75 μονάδες για την Duff & Phelps)<sup>13</sup>.

Σχεδόν όλοι οι εκδότες αξιόγραφων ζητούν αξιολόγηση, πιστεύοντας ότι η ευκαιρία που έχουν να παρουσιάσουν την «οικονομική ιστορία και εξέλιξη» της εταιρίας τους, τους προσφέρει μια επαρκώς υψηλότερη πιθανότητα να αναβαθμίσουν τις αποτιμήσεις που θα πάρουν (μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο το κόστος έκδοσης των χρεογράφων). Με αυτόν τον τρόπο, δικαιολογούνται και οι αμοιβές των οργανισμών αξιολόγησης.

---

<sup>13</sup> Fridson (1999)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Με μια πρώτη ματιά, αυτό το πλήρες ή σχεδόν πλήρες σύνολο αιτημάτων - απαντήσεων από τους εκδότες δείχνει ότι η Moody's και η S&P –συλλογικά, αν όχι μεμονωμένα- δεν χρεώνουν υψηλά τέλη με σκοπό να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Αν η ζήτηση από τους εκδότες για διαβαθμίσεις είχε τη βασική ιδιότητα του νόμου της ζήτησης, τότε οι δυο οργανισμοί θα μπορούσαν να έρθουν σε συμφωνία για να αυξήσουν τις χρεώσεις, μέχρι την επίτευξη του μέγιστου δυνατού μονοπωλιακού σημείου έτσι ώστε να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Αυτό το σημείο δεν επηρεάζεται από τη δέσμευση των οργανισμών να αξιολογούν όλες τις εταιρικές εκδόσεις, κατόπιν αίτησης του εκδότη ή όχι. Σύμφωνα με αυτήν τη δέσμευση, το κόστος των διαβαθμίσεων είναι μια σταθερή υποχρέωση και τα μόνα σχετικά οριακά κόστη είναι οι επιπλέον δαπάνες που προκύπτουν από τη συνεργασία με έναν αιτούντα. Παρόλα αυτά οι οργανισμοί δεν προβαίνουν σε αύξηση των τιμών των αξιολογήσεων, πρώτον γιατί, δεδομένης της ολιγοπωλιακής αντιπαλότητας, κάθε οργανισμός φοβάται ότι εάν προβεί σε μια τέτοια κίνηση υπάρχει η πιθανότητα οι άλλοι οργανισμοί να μην ακολουθήσουν αυτήν την πρωτοβουλία, με αποτέλεσμα να χάσει ένα μέρος των εσόδων του (ελαστική ζήτηση της συγκεκριμένης υπηρεσίας) και δεύτερον γιατί στην πραγματικότητα ο τιμοκατάλογος (όπως αναφέρθηκε παραπάνω) εξυπηρετεί μόνο λίγους εκδότες ενώ οι υπόλοιποι διαπραγματεύονται χαμηλότερες τιμές<sup>14</sup>.

#### E. Εκτέλεση των καθηκόντων και απόδοση των οργανισμών αξιολόγησης

##### 1.Κερδοφορία

Η τυπική βιομηχανική οργάνωση της αξιολόγησης των επιδόσεων ξεκινά με μια έκθεση κερδών. Τα υπέρογκα κέρδη μπορεί να αποτελέσουν ένα χρήσιμο δείκτη για την άσκηση της ισχύος στην αγορά, αν και οι ιδιορρυθμίες των λογιστικών στοιχείων απαιτούν μεγάλη επιφύλαξη, εφόσον χρησιμοποιούνται για να παράγουν συγκρίσιμες αποδόσεις. Ο μοναδικός οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για την οποία είναι διαθέσιμα τα οικονομικά της αποτελέσματα είναι η Moody's και μόνο για τη χρονική περίοδο 1995-2000. Από τα δεδομένα του πίνακα 2 είναι σχεδόν βέβαιο ότι ο οργανισμός αυτός είναι σε θέση να ασκήσει εξουσία στην αγορά.

---

<sup>14</sup> Lawrence J.White (2001)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Πίνακας 2: Moody's - Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων) και Συνολική Αξία στοιχείων ενεργητικού (1995- 2000)

Έτη / Ποσά σε εκατ.\$	Καθαρό Κέρδος (1)	Συνολική Αξία στοιχείων ενεργητικού (2)	Δείκτης (1) / (2)
1995	88,2	217,8	40,5
1996	77,0	271,8	28,3
1997	105,9	266,5	39,7
1998	142,0	296,2	47,9
1999	155,6	283,1	55,0
2000	158,5	300	52,8
Μέσος όρος 5ετίας	-	-	44,0

Ένα άλλο θέμα, σχετικά με την τιμολόγηση των αξιολογήσεων είναι: όπως είχε αναφερθεί ανωτέρω, ο τιμοκατάλογος της Moody's και της S&P περιέχει υψηλότερες αμοιβές για μεγαλύτερες εκδόσεις. Φαίνεται απίθανο το γεγονός ότι οι μεγαλύτερες εκδόσεις, σε κανονικές συνθήκες, να απαιτούν μεγαλύτερες αμοιβές (Παρόλο που ενδεχομένως οι μεγάλες εκδόσεις να εμπεριέχουν μεγαλύτερη πολυπλοκότητα και υψηλότερη νομική έκθεση των οργανισμών).

## 2. Καινοτομία

Ένα δεύτερο μέτρο της απόδοσης είναι ο βαθμός και οι πηγές της καινοτομίας. Δεν υπάρχει ένα ξεκάθαρο δεδομένο βάσει του οποίου να κριθεί ένας κλάδος και οι εξελίξεις σχετικά με την καινοτομία στον κλάδο των οργανισμών αξιολόγησης φαίνονται εξαιρετικά δύσκολες. Πάντως φαίνεται ότι ο κανόνας είναι ότι οι καινοτομίες – όπως η επέκταση των αξιολογήσεων σε μη παραδοσιακά προϊόντα και η προσθήκη πιο εξειδικευμένων κριτηρίων – έχουν γίνει από μικρότερες εταιρίες του κλάδου στις περισσότερες περιπτώσεις, με τις δυο μεγαλύτερες να ακολουθούν τις εξελίξεις. Αυτό το εύρημα σε συνδυασμό με τις χαμηλότερες χρεώσεις των μικρότερων οργανισμών καταδεικνύει ότι ο ανταγωνισμός φέρνει και σε αυτόν τον κλάδο τα ίδια ευεργετικά αποτελέσματα όπως στους υπολοίπους.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Cantor & Packer (1995)

### 3. Κίνδυνος Ηθικής Συμπεριφοράς

Για τους οργανισμούς αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, πάντοτε υποβόσκει το δέλεαρ για τον κίνδυνο μη ηθικής ή ευκαιριακής συμπεριφοράς. Μια αξιολογούμενη εταιρία ενδεχομένως να είναι διατεθειμένη να προσφέρει μια μεγαλύτερη αμοιβή προκειμένου να αναβαθμιστεί ο βαθμός φερεγγυότητας της, ή επίσης μπορεί να εκβιάσει χρησιμοποιώντας το επιχείρημα ότι μια διαβάθμιση χωρίς το αίτημά της είναι πολύ χαμηλότερη από μια άλλη, που συντελέστηκε κατόπιν αιτήματος. Δεν έχουν παρουσιαστεί εκτεταμένα παραδείγματα τέτοιας συμπεριφοράς από την πλευρά των αξιολογούμενων εταιριών. Προφανώς, οι θεσμικές τους ανησυχίες σχετικά με την μακροπρόθεσμη φήμη τους, είναι ένας σημαντικός αποτρεπτικός παράγοντας τέτοιων πρακτικών. Βέβαια, έχουν παρατηρηθεί κάποια λάθη στην κρίση των οργανισμών (π.χ. Orange Country) και παράλληλα υφίσταται ισχυρισμοί ότι η Moody's έχει χρησιμοποιήσει χαμηλές διαβαθμίσεις (αξιολογήσεις χωρίς αίτημα του εκδότη) ως ένα μέσο ποινής για τους εκδότες που δεν απευθυνθήκαν σε αυτήν<sup>16</sup>.

### 4. Δραστικότητα και αποτελεσματικότητα

Είναι ευρέως διαδεδομένο το γεγονός ότι οι διαβαθμίσεις των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σχετίζονται άμεσα με το μέσο όρο της πιθανότητας αθέτησης: εκδόσεις με υψηλότερες διαβαθμίσεις έχουν μικρότερη συχνότητα αθέτησης σε σχέση με τις πιο χαμηλά διαβαθμισμένες. Αλλά αυτό το αποτέλεσμα από μόνο του δεν είναι δείκτης για το εάν οι οργανισμοί αξιολόγησης παρέχουν επιπρόσθετη και χρήσιμη πληροφόρηση. Οι αποτιμήσεις μπορεί απλά να αντανakλούν τα οικονομικά αποτελέσματα των αγορών (π.χ. τα επιτόκια των διαφόρων εταιρικών εκδόσεων σε σύγκριση με τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου) χωρίς απαραίτητα να ισχύει το αντίστροφο.

Εντούτοις, μια καλύτερη δοκιμή θα μπορούσε να ελέγξει εάν μια αλλαγή σε μια μεμονωμένη διαβάθμιση θα είχε ως αποτέλεσμα μια σημαντική αλλαγή στα επιτόκια της αγοράς (π.χ. η αλλαγή της διαβάθμισης παρέχει νέα πληροφόρηση στην αγορά) ή εάν η αγορά παρέμενε ως είχε (π.χ. η αγορά «γνώριζε» ήδη για την αλλαγή στην οικονομική κατάσταση της εταιρίας που συντέλεσε στην αλλαγή της διαβάθμισης).

---

<sup>16</sup> Partnoy (1999)

Credit Rating Agencies:  
Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Πρόσφατες έρευνες απέδειξαν ότι οι αλλαγές στις αξιολογήσεις πραγματικά παρέχουν σημαντική νέα πληροφόρηση στις οικονομικές αγορές<sup>17</sup>. Ακόμη όμως, και αυτή η πληροφόρηση δεν παρέχει μια οριστική απάντηση στο θέμα της αποτελεσματικότητας. Εάν οι οικονομικές αγορές είχαν γρήγορα μάθει τον πραγματικό λόγο που οδήγησε στην αλλαγή μιας διαβάθμισης, τότε τα κοινωνικά οφέλη από τις εταιρίες αξιολογήσεων (επιπρόσθετη πληροφόρηση σχετικά με τις οικονομικές αγορές) ίσως να μην άξιζαν τα κόστη. Επιπρόσθετα, οι ρυθμιστικές αρχές των οργανισμών συχνά χρησιμοποιούν τις διαβαθμίσεις για ρυθμιστικούς λόγους. Συνεπώς μια αλλαγή στη διαβάθμιση ενός ομόλογου (π.χ. μια υποτίμηση) μπορεί να οδηγήσει το ομόλογο στο να περάσει ένα ρυθμιστικό όριο (π.χ. «επενδυτικού σκοπού») και συνεπώς να αλλάξει τον τρόπο που οι ρυθμισμένες οικονομικές εταιρίες (π.χ. τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία) μεταχειρίζονται το ομόλογο (το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να διακρατούν ή ακόμα εάν θα πρέπει να συνεχίσουν να κρατούν στην κατοχή τους το ομόλογο) ή η αλλαγή της διαβάθμισης είναι πιθανόν να φέρει το ομόλογο πιο κοντά στο ρυθμιστικό όριο και συνεπώς αυξάνει την πιθανότητα να περάσει αυτό το «κατώφλι» στο μέλλον. Έτσι, η νέα πληροφόρηση που φέρνει στην αγορά η αλλαγή της διαβάθμισης έχει να κάνει περισσότερο με την αλλαγή στο ρυθμιστικό status του ομολόγου και λιγότερο με την νέα πληροφόρηση σχετικά με την πιθανότητα αθέτησής του.

Συμπερασματικά, δεν είναι ξεκάθαρο αν οι υπάρχοντες οργανισμοί αξιολόγησης διατηρούν την ύπαρξή τους, ικανοποιώντας το ασαφές test της αγοράς για το βαθμό χρησιμότητάς τους, συμβάλλοντας στην εύρυθμη λειτουργία της. Αυτό το συμπέρασμα ενδεχομένως να ξαφνιάζει, εφόσον οι μεγαλύτεροι οργανισμοί υπάρχουν στην αγορά εδώ και αρκετά χρόνια και ευημερούν. Ωστόσο, η προνοητική κανονιστική συμμόρφωση των οικονομικών θεσμών στις Η.Π.Α. έχει αναγκάσει το σύστημα να χρησιμοποιεί τις αξιολογήσεις στις αποφάσεις αγοράς και διακράτησης των ομολόγων. Οπότε, οι οργανισμοί διαβάθμισης πιθανότατα να έχουν λάβει μια τεχνική ώθηση των εργασιών τους από αυτήν την κανονιστική συμμόρφωση.

---

<sup>17</sup> Jewell and Livingston (1999)

## **Κεφάλαιο 2: ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΡΟΚΥΠΤΟΥΝ ΑΠΟ ΤΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛ ΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΛΟΓΟΙ ΡΥΘΜΙΣΗΣ**

### A. Η «παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση»

Η επονομαζόμενη παγκόσμια «οικονομική κρίση» είναι μια μεταδιδόμενη αλληλουχία γεγονότων που συνεχίζει να εξελίσσεται, ενώ οι συνέπειές της δεν έχουν ακόμη φανεί στην πραγματική τους διάσταση. Προσεγγίζοντας μερικές μόνο από τις διαστάσεις της αναφέρονται τα κάτωθι: η διακοπή των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων με εξασφάλιση ενεχυριασμένων στοιχείων του ενεργητικού και των δημοπρατημένων χρεογράφων οδήγησε στη μείωση των αποδόσεων των ομολόγων του δημοσίου και στη συνεπακόλουθη αύξηση του χρεωστικού περιθωρίου του δανεισμού των εταιριών, η αποτυχία και η απορρόφηση μιας επενδυτικής τράπεζας η οποία μέχρι πρότινος θεωρούνταν ένας βασικός πυλώνας του οικονομικού συστήματος στις Η.Π.Α., η επιτακτική εκχώρηση εξουσίας για μαζική εξασφάλιση των κρατικά επιχορηγούμενων επιχειρήσεων οι οποίες κατέχουν σχεδόν το μισό του συνόλου των ενυπόθηκων δανείων στις Η.Π.Α., ο αυξανόμενος αριθμός χρεοκοπιών σε μικρότερες τράπεζες και η σχεδόν ολοκληρωτική διακοπή της έκδοσης των CDO's που είχαν γνωρίσει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια. Όπως και στα μέσα του 2008, υπήρχαν ενδείξεις ότι η κρίση σαφώς επηρέαζε τη διαθεσιμότητα της πρόσβασης σε δανειακά κεφάλαια στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά των Η.Π.Α. και του υπόλοιπου κόσμου αποδεικνύεται ότι αυτά τα προβλήματα δεν περιορίστηκαν σε ζημιές από επενδύσεις σε διαρθρωμένα μέσα, αλλά μεταδόθηκαν και στην «πραγματική» οικονομία.

Η κρίση ήταν ένα σύνολο αλληλοσχετιζόμενων αιτιών, αλλά οι παρατηρητές είχαν κατακρίνει έντονα τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Διεθνείς φορείς που είχαν τοποθετηθεί σχετικά με τις αιτίες της κρίσης, όπως το Υπουργείο Απασχόλησης και Οικονομίας, ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO), ο Οργανισμός Οικονομικής Σταθερότητας (FSF) και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), ήταν εξίσου επικριτικοί.



### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Η κοινή άποψη σε αυτές τις αναφορές ήταν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης παρείχαν χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεις σχετικά με την πιθανότητα αθέτησης των CDO's και των άλλων παραγώγων – μέσων, που είχαν ως εξασφάλιση τα ενυπόθηκα RMB's. Οι υψηλές διαβαθμίσεις σε αυτά τα χρεόγραφα είχαν σημαντικές επιπτώσεις στις αγορές, ενώ όταν ένας μεγάλος αριθμός δανειοληπτών ενυπόθηκων δανείων εμφάνισε υψηλά ποσοστά αθέτησης, φάνηκε η χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων τους και ακολούθησαν συστηματικές συνέπειες. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές έχασαν την εμπιστοσύνη στα τιτλοποιημένα μέσα και εξαναγκάστηκαν να πουλήσουν τα χρεόγραφα σε πολύ χαμηλές τιμές.

Παρόλο που οι επίσημες εκθέσεις παρουσιάζουν πολύ λίγα συγκεκριμένα οικονομικά στοιχεία, οι αποδείξεις δείχνουν ότι οι χρεοκοπίες στα διαρθρωμένα προϊόντα, ιδιαίτερα στα RMB's που εξασφάλιζαν τα CDO's ήταν στην πραγματικότητα πάρα πολλές. Από τον Οκτώβριο του 2007 έως τον Ιούλιο του 2008 οι χρεοκοπίες των CDO's ανέρχονταν στις 200 -ονομαστικής αξίας \$220εκατ.- ενώ μέχρι τις αρχές του 2008 η Moody's είχε υποβαθμίσει 21 ευρωπαϊκά CPDO's (διαρθρωμένο χρηματοπιστωτικό μέσο σχεδιασμένο να παράγει σταθερές αποδόσεις αυξάνοντας ή μειώνοντας το βαθμό μόχλευσης βάσει των συνθηκών της αγοράς).

Οι οργανισμοί είχαν επίσης κατηγορηθεί για θεμελιώσεις παραλήψεις στις μεθοδολογίες που χρησιμοποιούσαν στα διαρθρωμένα μέσα. Στην ουσία, η κριτική που δέχτηκαν προέρχονταν από το γεγονός ότι δεν γνώριζαν σε βάθος –τουλάχιστον μερικοί εξ' αυτών - τη φύση και τη δομή αυτών των προϊόντων. Παρακάτω αναλύονται εκτενώς τα προβλήματα που προκύπτουν από τη λειτουργία των οργανισμών διαβάθμισης<sup>18</sup>.

### B. Προβλήματα στην αγορά αξιολόγησης

#### Εισαγωγή

Έχουν παρατηρηθεί διάφορες απόψεις σχετικά με τα προβλήματα που υπάρχουν στην αγορά αξιολογήσεων, τα οποία προκαλούν χαμηλότερη απόδοση των οργανισμών από την επιθυμητή. Ως κυριότερα αναφέρονται: η έλλειψη ανταγωνισμού, η απουσία διαφάνειας, οι συγκρούσεις συμφερόντων και η

---

<sup>18</sup> John Patrick Hunt (2008)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

κανονιστική συμμόρφωση των αξιολογήσεων. Υπάρχουν απόψεις οι οποίες υποστηρίζουν ότι τα προβλήματα αυτά είναι υψίστης σημασίας και άλλες που πρεσβεύουν το αντίθετο. Αυτές οι αποκλίσεις ενδεχομένως να προκαλέσουν την χαμηλότερη απόδοση του «μηχανισμού φήμης», ενώ οι ρυθμιστικές αρχές έχουν λάβει μέτρα με σκοπό την διευθέτηση αυτών των προβλημάτων από τις πρώτες πτωχεύσεις εταιριών του 2001-02 μέχρι το ξέσπασμα της πιστωτικής κρίσης το δεύτερο εξάμηνο του 2007. Επειδή οι ρυθμιστικές αρχές έχουν εστιάσει σχεδόν αποκλειστικά το ενδιαφέρον τους σε αυτήν την κατεύθυνση, παραβλέπουν το γεγονός ότι οι «περιορισμοί φήμης» να μην είναι επαρκείς για όλες τις περιπτώσεις, και ιδιαίτερα όσον αφορά την αξιολόγηση των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

#### 1. Έλλειψη ανταγωνισμού

Τεχνικά, τα εμπόδια εισόδου στον κλάδο φαίνεται με την πρώτη ματιά να είναι αρκετά μικρά, δεδομένου ότι μέσω του διαδικτύου οποιοσδήποτε μπορεί εύκολα να δημοσιεύσει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας σε ένα ευρύ κοινό με ελάχιστο κόστος. Παρόλα αυτά οι περισσότεροι πιστεύουν ότι τα εμπόδια εισόδου για να δημιουργηθεί ένας επιτυχημένος οργανισμός αξιολογήσεων, ο οποίος να διαβαθμίζει ένα μεγάλο αριθμό εκδόσεων και να είναι ευρέως αναγνωρισμένος από τους συμμετέχοντες στην αγορά, είναι ουσιαστικά μεγαλύτερα. Οι απόψεις ποικίλουν αναφορικά με τα σημαντικά στοιχεία επιτυχίας στον κλάδο των αξιολογήσεων (π.χ. προσωπικό, εμπειρία, κεφάλαιο) και αυτό δημιουργεί αποκλίσεις για την ακριβή φύση και το βαθμό των αντικειμενικών εμποδίων που υψώνονται σε μια επιτυχημένη είσοδο ενός νέου οργανισμού αξιολόγησης<sup>19</sup>.

Ο κλάδος των οργανισμών αξιολόγησης κυριαρχείται, εδώ και πολλές δεκαετίες, από τις δυο καθιερωμένες εταιρίες, τη Moody's και την S&P. Από τις αρχές της δεκαετίας του '90 η Fitch, η οποία είναι μια επίσης καθιερωμένη εταιρία, αλλά τρίτη με απόσταση, έχει αυξήσει σημαντικά το μερίδιο αγοράς της μέσω συγχωνεύσεων. Σήμερα, οι τρεις μεγάλοι οργανισμοί έχουν μερίδιο αγοράς της τάξεως του 85% (IOSCO Report) με 95% (SEC Report).

---

<sup>19</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Παρόλο που ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης του κλάδου δεν συνεπάγεται αυτόματα την έλλειψη του ανταγωνισμού, είναι όμως τόσο μεγάλο το μερίδιο των τριών κυρίαρχων οργανισμών στην συγκεκριμένα αγορά καθιστώντας τον ανταγωνισμό ελάχιστο. Η ανησυχία επιδεινώνεται από τον «κανόνα των δυο» (πρακτική της λήψης αξιολογήσεων από δυο διαφορετικές εταιρίες σε κάθε έκδοση) σύμφωνα με τον οποίο οι δυο μεγάλοι του κλάδου να μην χρειάζεται να ανταγωνίζονται σχεδόν καθόλου, ενώ κάποιος έχει περιγράψει την αγορά των πιστοληπτικών αξιολογήσεων ως ένα «συνεταιρικό μονοπώλιο» της Moody's και της S&P.

Στον τομέα της διαρθρωμένης οικονομικής και οι τρεις μεγάλοι οργανισμοί χρησιμοποιούν παρόμοια μοντέλα με μικρές μόνο αποκλίσεις. Εάν όλοι οι οργανισμοί παρείχαν χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεις για κάποια προϊόντα, τότε θα φαινόταν ασυνεπείς με τη διαισθητική ματιά μιας υψηλά ανταγωνιστικής αγοράς στην οποία διαφορετικές προσεγγίσεις εξετάζονται και δοκιμάζονται εμπειρικά με αποτέλεσμα να υπερισχύουν οι πιο βιώσιμες<sup>20</sup>.

Μέχρι σήμερα υπάρχει ένα ξεκάθαρο εμπόδιο στην είσοδο νέων οργανισμών στον κλάδο των διαβαθμίσεων και η Μεταρρυθμιστική Πράξη (2006) έχει λάβει σημαντικά μέτρα με σκοπό την εξάλειψη αυτού. Το εμπόδιο αυτό προέρχεται από τη διαδικασία διορισμού των οργανισμών αξιολόγησης ως «εθνικά αναγνωρισμένους» (NRSRO's) από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC). Η αναγνώριση ως NRSRO's προφανώς αποτελεί κώλυμα επειδή μόνο οι NRSRO's έχουν το δικαίωμα να εκδίδουν αξιολογήσεις οι οποίες φέρουν επίσημο βάρος υπό των κανόνων της SEC και των άλλων ρυθμιστικών αρχών. Επιπρόσθετα, πολλοί χρήστες θεωρούν τη αναγνώριση NRSRO ως μια ένδειξη ενός πραγματικού οργανισμού διαβάθμισης. Η SEC δημιούργησε την κατηγορία NRSRO τη δεκαετία του '70 ενώ ο διορισμός γίνονταν μέσω μιας «no action letter» διαδικασίας στην οποία ο υποψήφιος οργανισμός θα έπρεπε να υποβάλλει μια αίτηση στη SEC και να περιμένει να λάβει μια επιστολή απάντησης («no action letter») που θα καταδείκνυε αν ο οργανισμός θα μπορούσε να λειτουργεί ως NRSRO. Η Πράξη (2006) καθιέρωσε ουσιαστικά τα απαραίτητα κριτήρια για την καταγραφή ενός οργανισμού ως NRSRO's και όρισε τη SEC

---

<sup>20</sup> John Patrick Hunt (2008)

Credit Rating Agencies:  
Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

υπεύθυνη για τη χορήγηση της πιστοποίησης. Η SEC υιοθέτησε αυτούς τους κανόνες τον Ιούνιο του 2007.

Η SEC προέβει σε μια σειρά πράξεων δίνοντας έμφαση στην ώθηση του ανταγωνισμού ως ένα αποτρεπτικό μέσο της μη αποτελεσματικότητας της αγοράς. Παράλληλα, η Commission πρότεινε να κοινοποιείται στην αγορά η διαθέσιμη πληροφόρηση που χρησιμοποιεί ένας NRSRO στη διαδικασία διαβάθμισης, έτσι ώστε να έχουν την ευκαιρία και οι υπόλοιποι οργανισμοί να διαβαθμίσουν το ίδιο μέσο. Ακόμη, οι οργανισμοί θα πρέπει να κοινοποιούν στοιχεία σχετικά με την απόδοσή τους, για την καλύτερη ενημέρωση των επενδυτών. Η Commission επίσης πρότεινε, να μειωθούν οι αναφορές σχετικά με το «status NRSRO» στους κανόνες, μειώνοντας με αυτό τον τρόπο την επίδραση οποιωνδήποτε εμποδίων εισόδου.

Η ενίσχυση του ανταγωνισμού στον κλάδο διαβάθμισης αποτελεί κυρίαρχο στόχο. Παρόλα αυτά αρκετοί ισχυρίζονται ότι μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλής ποιότητας αποτιμήσεις, δεδομένου ότι οι οργανισμοί ίσως να καταλήξουν σε μια «ανταγωνιστική χαλαρότητα», ανταγωνιζόμενοι ώστε να δώσουν στους εκδότες (ιδιαίτερα στη διαρθρωμένη χρηματοοικονομική) τις υψηλές διαβαθμίσεις που επιθυμούν. Η IOSCO έχει παρατηρήσει ότι στο συγκεκριμένο τομέα υφίσταται ένα συγκεκριμένο group μεγάλων τραπεζών που διαθέτουν μεγαλύτερη δύναμη από τους παραδοσιακούς εκδότες ομολόγων. Έτσι, ακόμη και εάν ένας οργανισμός ήταν πρόθυμος να ρισκάρει τη φήμη του αποκομίζοντας όφελος από έναν μεμονωμένο εκδότη, θα αποτελούσε την εξαίρεση και όχι τον κανόνα. Ο ανταγωνισμός και η έλλειψη διαφάνειας είναι τυπικά στοιχεία στη διαρθρωμένη χρηματοοικονομική και συνδυάζονται για να υποβαθμίσουν την ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης για αυτά τα προϊόντα. Παράλληλα, υποστηρίζεται ότι οι νέοι συμμετέχοντες στην αγορά έχουν το μεγαλύτερο μερίδιο ευθύνης του «πληθωρισμού διαβαθμίσεων», καθώς και ότι ο αυξημένος ανταγωνισμός μειώνει την ποιότητα ιδιαίτερα λόγω της πιθανότητας αγοράς επιλεκτικών διαβαθμίσεων (rating shopping)<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Lawrence J. White (2009)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Είναι πρόωρο να ειπωθεί εάν οι στοχευμένες ενέργειες αύξησης του ανταγωνισμού των τελευταίων χρόνων είναι ορθές και παράλληλα αποτελεσματικές στην πράξη. Όμως ο ανταγωνισμός και ο καλά εφαρμόσιμος «μηχανισμός φήμης» συμβαδίζουν. Η απλή ύπαρξη μεγάλου αριθμού οργανισμών δεν εγγυάται την ποιότητα εκτός και εάν υπάρχει κάτι από το οποίο έχουν να κερδίσουν οι «παραγωγοί διαβαθμίσεων» παρέχοντας υψηλής ποιότητας αποτιμήσεις ή να ζημιωθούν όταν δε το πράττουν, αντίστοιχα. Στην αγορά των διαβαθμίσεων όπου η ποιότητα δεν μπορεί να εκτιμηθεί εκ των προτέρων, αυτή απονέμεται σε εκείνους που έχουν συσσωρεύσει μεγάλο «κεφάλαιο φήμης» παρέχοντας διαχρονικά υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Ως εκ τούτου, η εστίαση των αρχών στην τόνωση του ανταγωνισμού μπορεί να θεωρηθεί σαν δείκτης εμπιστοσύνης στην ικανότητα της φήμης να επιφέρει καλά αποτελέσματα υπό κανονικές συνθήκες<sup>22</sup>.

## 2. Συγκρούσεις συμφερόντων

Ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων υπήρχαν στον κλάδο από την αρχή της δημιουργίας του, αλλά έχουν αυξηθεί τα τελευταία χρόνια δεδομένου κυρίως της επέκτασης των μεγάλων οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας σε συμβουλευτικές υπηρεσίες και άλλες συναφείς εργασίες, αλλά και λόγω της αυξημένης σημασίας των οργανισμών στις αγορές των χρεογράφων. Δύο από τις πιο σημαντικές αιτίες αναφέρονται παρακάτω.

### α. Οι εκδότες πληρώνουν για τις αξιολογήσεις.

Έχουν εκφραστεί ανησυχίες εδώ και πολλά χρόνια σχετικά με την ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων που προκύπτει από το γεγονός ότι οι μεγαλύτεροι οργανισμοί διαβάθμισης βασίζονται σε έσοδα που εισπράττουν από τους εκδότες χρεωστικών τίτλων, τα οποία αποτελούν και τη πλειοψηφία των αμοιβών τους. Από τα μέσα της δεκαετίας του '70 οι μεγαλύτεροι οργανισμοί αξιολόγησης ξεκίνησαν να χρεώνουν τους εκδότες για τις αξιολογήσεις τους. Το γεγονός αυτό προέκυψε από την ανάγκη των εκδοτών για περισσότερο περιεκτικές και εκτεταμένες αναλύσεις με σκοπό να περάσουν το μήνυμα μεγαλύτερης διαφάνειας στην αγορά. Γενικά, οι απολαβές που ζητούν οι οργανισμοί από τους εκδότες βασίζονται στο μέγεθος της έκδοσης και στη φύση του προϊόντος που αξιολογείται. Πιο συγκεκριμένα, τα έσοδα

---

<sup>22</sup> John Patrick Hunt (2008)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

τους αποτελούνται από την αμοιβή για την αρχική διαβάθμιση και από μία ετήσια συνδρομή ανανέωσης. Οι χρεώσεις ποικίλουν ελάχιστα ανάμεσα στους μεγάλους οργανισμούς. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι οργανισμοί αξιολόγησης παρέχουν εκπτώσεις σε πιστούς πελάτες ή διαπραγματεύονται την αμοιβή τους.

Η πρακτική να πληρώνουν οι εκδότες δημιουργεί μια ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων. Η εξάρτηση των απολαβών των οργανισμών από τις εταιρείες που αξιολογούν θα μπορούσε να τους παρακινήσει να αξιολογήσουν τους εκδότες περισσότερο ελαστικά και να μετριάσουν τη διάθεσή τους στο να προχωρήσουν σε περαιτέρω εξέταση σε περίπτωση αρνητικής πληροφόρησης. Αυτή η ενδεχόμενη σύγκρουση μπορεί να επιδεινωθεί από τις πρακτικές χρέωσης των οργανισμών, οι οποίες βασίζονται στο μέγεθός της έκδοσης, καθώς μεγάλοι εκδότες έχουν τη δυνατότητα να ασκούν σημαντική επιρροή στους οργανισμούς διαβάθμισης.

Οι μεγάλοι οργανισμοί και άλλοι συμμετέχοντες στην αγορά συμφωνούν στο ότι το «μοντέλο πληρωμής του εκδότη» δημιουργεί ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων, αλλά πιστεύουν ότι οι οργανισμοί ιστορικά έχουν αποδείξει την ικανότητά τους να διευθετούν τέτοιου είδους προβλήματα. Αρχικά οι οργανισμοί αξιολόγησης που βασίζονται στις αμοιβές από τους εκδότες υποβαθμίζουν τη σημασία των συγκρούσεων συμφερόντων, εξηγώντας ότι οι απολαβές τους από μεμονωμένους πελάτες αποτελούν ένα πολύ μικρό ποσοστό των συνολικών τους εσόδων, έτσι ώστε κανένας μεμονωμένος εκδότης να μην μπορεί να ασκήσει σημαντική επιρροή σε αυτούς. Επιπλέον, οι οργανισμοί υποστηρίζουν ότι η φήμη που έχουν αποκτήσει με το να εκδίδουν αξιόπιστες και έγκυρες διαβαθμίσεις, είναι ζωτικής σημασίας για το συγκεκριμένο κλάδο και ότι δε διατίθενται να αναλάβουν το ρίσκο (δηλαδή να υποβαθμιστεί η φήμη τους), επιτρέποντας στους εκδότες να επηρεάσουν τις αξιολογήσεις τους με αθέμιτους τρόπους. Τέλος, οι οργανισμοί αναφέρουν ότι έχουν σχεδιάσει εκτεταμένες πολιτικές και διαδικασίες σχετικά με τις αμοιβές των αναλυτών τους με σκοπό την παρεμπόδιση τέτοιου είδους πρακτικών<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Xavier Freixas (2009)

β. Μετακίνηση και αμοιβή προσωπικού

Ένας άλλος τομέας από τον οποίο προκύπτει σύγκρουση συμφερόντων αναφέρεται στην περίπτωση που ένα μεμονωμένο πρόσωπο το οποίο εργάζεται ως αναλυτής σε ένα οργανισμό, επιθυμεί να ασχοληθεί με πιο επικερδείς εργασίες, όπως για παράδειγμα σε επενδυτική τράπεζα η οποία διαχειρίζεται δομημένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Άλλη περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων προκύπτει από το ότι ορισμένα στελέχη των οργανισμών πληρώνονται εκτός και με τη διανομή μετοχών (stock options)<sup>24</sup>. Η αμοιβή που εμπεριέχει και τη διανομή χρεογράφων ενδεχομένως να ενθαρρύνει τα στελέχη στην ανάληψη υψηλών ρίσκων με σκοπό τη βραχυπρόθεσμη μεγιστοποίηση της κερδοφορίας.

γ. Ανάπτυξη παρεπόμενων εργασιών.

Τα τελευταία χρόνια οι μεγαλύτεροι οργανισμοί έχουν ξεκινήσει να αναπτύσσουν παρεπόμενες εργασίες που συμπληρώνουν τις βασικές τους δραστηριότητες. Αυτές οι εργασίες περιλαμβάνουν υπηρεσίες εκτίμησης αξιολογήσεων, όπου για ένα επιπλέον έσοδο, οι εκδότες παρουσιάζουν υποθετικά σενάρια στους οργανισμούς για να καθορίσουν πως οι διαβαθμίσεις τους θα μπορούσαν να επηρεαστούν από μία προτεινόμενη εταιρική πράξη (π.χ. μία συγχώνευση ή επαναγορά μετοχών κλπ.). Αυτές οι συναφείς δραστηριότητες περιλαμβάνουν τη διαχείριση κινδύνου, καθώς και συμβουλευτικές υπηρεσίες.

Η ανάπτυξη αυτών των συναφών υπηρεσιών δημιουργεί μια επιπρόσθετη αιτία για ενδεχόμενη σύγκρουση συμφερόντων. Έχουν εκφραστεί ανησυχίες ότι οι αποφάσεις των αποτιμήσεων μπορεί ενδεχομένως να επηρεαστούν από το αν ο εκδότης αγοράζει και τις συναφείς υπηρεσίες τις οποίες προσφέρει ο οργανισμός. Στην πραγματικότητα, μερικοί υποστηρίζουν ότι αυτή η ενδεχόμενη σύγκρουση είναι ανάλογη με τις περιπτώσεις όπου οι λογιστικές εταιρείες παρέχουν και συμβουλευτικές υπηρεσίες. Παράλληλα θεωρείται ότι οι εκδότες, είτε αγοράζουν, είτε όχι συναφείς υπηρεσίες τελικά επηρεάζεται η απόφαση της τελικής τους διαβάθμισης. Αυτό συμβαίνει, διότι οι εκδότες ενδέχεται να πιεστούν στο να χρησιμοποιήσουν αυτές τις υπηρεσίες υπό τον φόβο ότι εάν δε το πράξουν, υπάρχει περίπτωση να επηρεαστεί αρνητικά η τελική τους αξιολόγηση. Ακόμα, εκφράζονται

---

<sup>24</sup> Lucian Bebchuk & Jesse Fried (2007)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

ανησυχίες ότι στο βαθμό που ένας οργανισμός έχει ήδη «υποσχεθεί» μια συγκεκριμένη διαβάθμιση στο υποθετικό σενάριο ενός εκδότη, η πίεση να ταιριάζει η πραγματική διαβάθμιση με την «υποσχεθείσα» είναι πιθανόν να είναι εντατική.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης που προσφέρουν επικουρικές υπηρεσίες υποστηρίζουν ότι διαθέτουν καθιερωμένες πολιτικές και διαδικασίες για να διευθετήσουν ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων και περιλαμβάνουν σημαντικές ασφαλιστικές δικλίδες που ξεχωρίζουν τις διεργασίες αξιολόγησης από την επιρροή των επιπρόσθετων υπηρεσιών· διαφορετικοί υπάλληλοι έχουν επιφορτιστεί να εκτελούν τις επικουρικές υπηρεσίες. Επιπρόσθετα, ο μισθός των αναλυτών δεν εξαρτάται άμεσα από την απόδοση των συναφών υπηρεσιών. Τέλος, οι οργανισμοί αξιολόγησης δηλώνουν ότι προς το παρόν, οι παρεπόμενες υπηρεσίες αποτελούν ένα ασήμαντο κομμάτι των εργασιών τους, που προσφέρει ένα πολύ μικρό μέρος των συνολικών τους εσόδων και ως εκ τούτου οι ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων είναι μικρής σημασίας<sup>25</sup>.

### 3. Έλλειψη διαφάνειας

Η φύση και ο βαθμός της πληροφόρησης που διατίθεται στο κοινό ή στους συνδρομητές ποικίλει ανάλογα με τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι οργανισμοί μπορεί να παρέχουν αναλυτικές και περιεκτικές έρευνες καθορίζοντας τα κριτήρια και υποστηρίζοντας τις διαβαθμίσεις τους ή μπορεί να παρέχουν λιγότερο εντατική και περιληπτική πληροφόρηση, η οποία μπορεί γρήγορα και εύκολα να επανεξεταστεί ή και τα δύο. Η λογική του βαθμού φερεγγυότητας που παρέχεται από τους οργανισμούς είναι κυρίως ποιοτική ή ποσοτική ή ένας συνδυασμός και των δύο. Μερικοί οργανισμοί (ιδιαίτερα εκείνοι που είναι λιγότερο εξαρτώμενοι από έσοδα συνδρομητών) δημοσιεύουν τις αξιολογήσεις και τη λογική τους δωρεάν στις ιστοσελίδες τους στο διαδίκτυο και μέσω συνεντεύξεων στον τύπο (στους συνδρομητές παρέχεται πιο λεπτομερής πληροφόρηση). Άλλοι οργανισμοί περιορίζουν στο κοινό την πρόσβαση στις αποτιμήσεις τους, ενώ στους συνδρομητές την πρόσβαση στη διαδικασία της έρευνας. Η συχνότητα με την οποία οι οργανισμοί κοινοποιούν τις διαβαθμίσεις τους, ποικίλει επίσης. Ορισμένοι παρέχουν διαβαθμίσεις σε περιοδική βάση (αντανακλούν την αξιοπιστία μόνο για μία

---

<sup>25</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)



### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

συγκεκριμένη χρονική περίοδο , με την πάροδο της οποίας μία νέα διαβάθμιση θα πρέπει να διενεργηθεί ), και άλλοι εκδίδουν αξιολογήσεις χωρίς προκαθορισμένη διάρκεια, οι οποίες παρακολουθούνται σε συνεχή βάση και επιβεβαιώνονται, όταν και αν κρίνεται απαραίτητο.

Οι ρυθμιστικές αρχές πάντα έδειχναν ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην προώθηση της διαφάνειας των αξιολογήσεων , αλλά οι προσπάθειες τους εντάθηκαν μετά το ξέσπασμα της κρίσης . Το θέμα διαφάνειας έγκειται τόσο στην «διαφάνεια μεθοδολογίας» (την ικανότητα κάποιου να διακρίνει πώς οι οργανισμοί καταλήγουν στις διαβαθμίσεις που κοινοποιούν) και στη «διαφάνεια απόδοσης» (την ικανότητα κάποιου να διακρίνει πόσο καλά εκτελούνται οι διαβαθμίσεις ). Η διαφάνεια στη απόδοση, τουλάχιστον, φαίνεται αρκετά σημαντική για να λειτουργήσει το μοντέλο του «μηχανισμού φήμης» και το ενδιαφέρον των ρυθμιστικών αρχών επιβεβαιώνεται από την πίστη τους στο μοντέλο αυτό.<sup>26</sup>

Διάφορες έρευνες έχουν εξετάσει αρκετά θέματα σχετικά με την κοινοποίηση της πληροφόρησης από τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και έχουν καταλήξει σε πιθανές βελτιώσεις . Οι πιο σημαντικές από αυτές αναλύονται παρακάτω:

#### α. Διαφάνεια της αξιολόγησης

Διάφοροι συμμετέχοντες στην αγορά , όπως οι αντιπρόσωποι των χρηστών των αξιολογήσεων έχουν δώσει έμφαση στη σημασία της διαφάνειας των αξιολογήσεων αυτών. Σύμφωνα με την άποψή τους, η αγορά χρειάζεται να γνωρίζει πλήρως τους λόγους που οδήγησαν στις αποφάσεις διαβάθμισης και τους τύπους της πληροφορίας πάνω στην οποία βασίστηκαν αυτές οι αναλύσεις. Η καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις αποφάσεις αποτίμησης θα μείωναν την αβεβαιότητα και τη συνοδευτική διακύμανση της αγοράς που συχνά περιβάλλει μία αλλαγή αποτίμησης. Ανάμεσα σε άλλα οι χρήστες θα επιθυμούσαν περισσότερη πληροφόρηση σχετικά με τις βασικές παραδοχές και τις προβλέψεις όσον αφορά την απόδοση ενός εκδότη και τις τάσεις του κλάδου, καθώς επίσης και μεμονωμένα γεγονότα που μπορούν να προκαλέσουν

---

<sup>26</sup> John Patrick Hunt (2008)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

μία αναθεώρηση της τελικής αξιολόγησης. Θα επιθυμούσαν επίσης και μία λίστα με τα βασικά έγγραφα που εξετάστηκαν κατά τη διάρκεια της αξιολόγησης.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης χρησιμοποιούν μη δημοσιευμένη πληροφόρηση στις αναλύσεις τους, όπως π.χ. οι προϋπολογισμοί και οι προβλέψεις, οι μη δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, η εσωτερική διανομή του κεφαλαίου κ.ά. Μερικοί πιστεύουν ότι η πρόσβαση σε τέτοιου είδους πληροφόρηση βελτιώνει τη διαδικασία αξιολόγησης και τη συνεπακόλουθη πληρότητα της διαβάθμισης, ενώ άλλοι έχουν εκφράσει ανησυχίες υποστηρίζοντας ότι ενδεχομένως να αυξηθεί η διακύμανση και να ελαττωθεί η διαφάνεια στην αγορά. Όταν χρησιμοποιούνται στις αποτιμήσεις μη δημοσιευμένες πληροφορίες, οι οργανισμοί προσπαθούν να αποδώσουν τις συνέπειες μιας τέτοιας πληροφόρησης στις αποφάσεις τους, χωρίς να κοινοποιούν την πληροφορία αυτή ή το βαθμό στον οποίο αυτή η πληροφορία επηρέασε την απόφασή τους. Ορισμένοι θεωρούν ότι αυξάνεται η αβεβαιότητα και η διακύμανση, όταν οι συμμετέχοντες στην αγορά είναι σε θέση να εικάσουν κατά πόσο η μη δημοσιευμένη πληροφόρηση διοχετεύτηκε στην αγορά και κατά πόσο δόθηκε σε αυτήν η πρέπουσα σημασία.

Οι εκπρόσωποι των οργανισμών γενικά πιστεύουν ότι οι χρήστες οφείλουν να κατανοήσουν τη λογική που διέπει την αξιολόγηση πριν στηριχθούν σε αυτήν. Επίσης, εκφράζουν την επιθυμία να συνεργαστούν με τους χρήστες στην παροχή επιπρόσθετης πληροφόρησης σχετικά με την ανάλυση των αξιολογήσεων και τις αποφάσεις τους.

#### β. Επιλεκτική πρόσβαση των συνδρομητών στην πληροφόρηση.

Έχει εκφραστεί ανησυχία σχετικά με την ειδική πρόσβαση των συνδρομητών στην πληροφόρηση και στο προσωπικό του οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω οι οργανισμοί αξιολόγησης, οι οποίοι γνωστοποιούν τις διαβαθμίσεις τους στο κοινό, υποστηρίζουν ότι οι αποτιμήσεις κοινοποιούνται ταυτόχρονα στο κοινό και τους συνδρομητές. Όμως στους συνδρομητές παρέχεται εκτεταμένη επιπρόσθετη πληροφόρηση. Μάλιστα πολλοί συνδρομητές έχουν απευθείας πρόσβαση στους αναλυτές των οργανισμών αξιολόγησης για διευκρινιστικές συζητήσεις.

Έχουν διατυπωθεί απορίες για το αν η επιλεκτική πρόσβαση των συνδρομητών σε σημαντική πληροφόρηση για τους εκδότες και τους οργανισμούς αξιολόγησης προκαλεί ασυμμετρία της πληροφόρησης στην αγορά. Για παράδειγμα, οι αναλυτές των οργανισμών διαβάθμισης συζητούν με τους συνδρομητές τηλεφωνικά και η ύπαρξη α υτών των ανεπίσημων επαφών αυξάνει την πιθανότητα κοινοποίησης πληροφοριών σχετικά με τον χρόνο και τη φύση της επερχόμενης αλλαγής διαβάθμισης. Επιλεκτική κοινοποίηση της πληροφορίας σχετικά με τις επερχόμενες αναθεωρήσεις των βαθμών φερεγγυότητας δημιουργεί προβλήματα, δεδομένου της σημαντικής επίδρασης που μπορεί να έχουν στην αγορά. Επιπρόσθετα αυτές οι συμβάσεις ενδεχομένως να αυξάνουν τον κίνδυνο της κοινοποίησης της εμπιστευτικής πληροφόρησης του εκδότη. Σημειώνεται ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης διαθέτουν πολιτικές και διαδικασίες, ώστε να εμποδίζουν την εμφάνιση τέτοιου είδους προβλημάτων. Τυπικά, οι οργανισμοί έχουν εκτεταμένους εσωτερικούς κανόνες που εμποδίζουν τους αναλυτές να επικοινωνούν τις πληροφορίες σχετικά με τις ενέργειες διαβαθμίσεως μέχρις ότου ο βαθμός φερεγγυότητας κοινοποιηθεί. Επιπλέον απαγορεύεται στους αναλυτές να συζητούν εμπιστευτικές πληροφορίες των εκδοτών με οποιοδήποτε άλλο φυσικό ή νομικό πρόσωπο, εκτός του οργανισμού.<sup>27</sup>

#### 4. Εμπόδια στην ακριβή αξιολόγηση των εκδοτών από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Ένας από τους πιο σημαντικούς αποτρεπτικούς παράγοντες στις ακριβείς αποτιμήσεις των εκδοτών από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι η ανικανότητα των οργανισμών αυτών να αποκτήσουν πρόσβαση σε συνεχή ροή ακριβής και αξιόπιστης πληροφόρησης από τους εκδότες. Μερικοί αμφισβητούν κατά πόσο το επίπεδο της δημόσιας κοινοποίησης από τους εκδότες είναι επαρκές. Παράλληλα έχει εκφραστεί ανησυχία σχετικά με την απόδοση των οργανισμών αξιολόγησης, και έχει τεθεί το ερώτημα εάν οι οργανισμοί αυτοί χρησιμοποιούν το κατάλληλο επίπεδο προσοχής και επιμέλειας στη διεξαγωγή των αποτιμήσεών τους και στην εκπλήρωση της αποστολής τους στην αγορά.

---

<sup>27</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)

Ως επακόλουθο των πρόσφατων εταιρικών χρεοκοπιών (π.χ. Lehman Brothers) έχει συχνά κατηγορηθεί η απόδοση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και έχει τεθεί υπό αμφισβήτηση το κατά πόσο μπορούν να διεξάγουν αξιόπιστες αναλύσεις εκδοτών, ιδιαίτερα εκείνων που έχουν εξέχουσα θέση στην αγορά. Παράλληλα, έχουν διατυπωθεί ανησυχίες για την εκπαίδευση και τα προσόντα των αναλυτών που απασχολούνται στους οργανισμούς αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, έχουν παρατηρηθεί περιπτώσεις όπου οι αναλυτές δέχτηκαν τις διευκρινίσεις των εκδοτών, χωρίς περαιτέρω ελέγχους, δηλαδή χωρίς να γίνει επιπρόσθετη διερεύνηση των αρχείων των οικονομικών καταστάσεων και των λογιστικών πρακτικών των αξιολογούμενων εταιρειών.

Οι οργανισμοί τείνουν να έχουν μια πιο περιορισμένη άποψη του ρόλου τους στην επικύρωση των πληροφοριών που εξετάζουν κατά τη διάρκεια της διαδικασίας αποτίμησης. Γενικά, δηλώνουν ότι στηρίζονται στους εκδότες και οποιεσδήποτε άλλες πηγές πληροφόρησης που τους παρέχουν, τις θεωρούν ακριβείς και φερέγγυες. Σε περιπτώσεις όπου ένας οργανισμός αξιολόγησης καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ληφθείσα πληροφόρηση είναι ανεπαρκής ή ότι ο εκδότης δεν είναι ιδιαίτερα διαθέσιμος, τότε δεδομένων των πληροφοριών που διαθέτει, είτε εκδίδει μία χαμηλότερη διαβάθμιση, είτε αρνείται να προχωρήσει στην έκδοσή της. Γενικά, οι οργανισμοί υποστηρίζουν ότι η επιθυμία τους να διατηρήσουν τη φήμη τους είναι επαρκής για να διασφαλίσει το κατάλληλο επίπεδο προσοχής και επιμέλειας στη διαδικασία διαβάθμισης.<sup>28</sup>

##### 5. Εξάρτηση των αξιολογήσεων από την Κανονιστική Συμμόρφωση

Οι οργανισμοί αξιολόγησης ενσωματώνονται στην οικονομική κανονιστική συμμόρφωση των ρυθμιστικών αρχών, καθώς επίσης και στα ιδιωτικά συμβόλαια και στις βασικές κατευθυντήριες γραμμές των επενδυτών. Αυτό μπορεί να προκαλέσει μία αύξηση της ζήτησης για αξιολογήσεις, οι οποίες δε συνδέονται άμεσα με την ποιότητα. Ένας εκδότης μπορεί να ζητήσει μια διαβάθμιση γιατί οι επενδυτές τη χρειάζονται για να ικανοποιήσουν ρυθμιστικές ή άλλου είδους απαιτήσεις. Εάν αυτό είναι ένα σημαντικό πρόβλημα, ο φόβος πιθανότητας απώλειας φήμης δε θα

<sup>28</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

περιορίζει τους οργανισμούς από το να εκδίδουν χαμηλής ποιότητας εκτιμήσεις φερεγγυότητας.

Παρόλο που ακαδημαϊκοί σχολιαστές ερίζουν για το εάν η ρυθμιστική εξάρτηση από τις αξιολογήσεις είναι σε θέση να εξηγήσει πως οι οργανισμοί μπορούν να λειτουργούν ομαλά ακόμη και στην περίπτωση που η ποιότητα των αναλύσεών τους είναι χαμηλή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) μόλις πρόσφατα ξεκίνησε μία επανεκτίμηση του ρόλου των οργανισμών διαβάθμισης. Η μείωση από την εξάρτηση των κανονιστικών αξιολογήσεων ενδεχομένως να βελτιώσει την ποιότητα των διαβαθμίσεων απομονώνοντας ένα κομμάτι της ζήτησης για αυτές, αλλά ταυτόχρονα δημιουργεί και άλλα προβλήματα που χρήζουν οικονομικής ρύθμισης. Ουσιαστικά, οι προσπάθειες προς τη βελτίωση της ποιότητας των αξιολογήσεων, μειώνοντας τη ρυθμιστική εξάρτηση, έχουν ως βάση την υπόθεση ότι ένας καλά εφαρμόσιμος «μηχανισμός φήμης» μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερης ποιότητας αξιολογήσεις<sup>29</sup>.

#### α) Το εύρος της εξάρτησης των κανονιστικών αξιολογήσεων

Οι διαβαθμίσεις των οργανισμών NRSRO's έχουν ρυθμιστική σημασία στα πλαίσια της κανονιστικής συμμόρφωσης. Οι εκθέσεις της SEC σε τουλάχιστον 44 κανόνες της ενσωματώνει την έννοια των οργανισμών αξιολογήσεων. Τρεις από τις πιο σημαντικές διατάξεις της είναι: Σύμφωνα με τον κανόνα 3 α-7 της Investment Company Act εξαιρούνται οι εταιρίες διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων με την προϋπόθεση ότι τα χρεόγραφα που εκδίδονται λαμβάνουν μία από τις τέσσερις πιο υψηλές διαβαθμίσεις από έναν πιστοποιημένο οργανισμό NRSRO.

Σύμφωνα με τον κανόνα 15 c3-1 οι μεσίτες-πωλητές είναι υποχρεωμένοι να διατηρούν ίδια κεφάλαια ίσα με την αναλογία των υποχρεώσεων τους και προβλέπει ότι οι χρεωστικοί τίτλοι, τα εμπορικά χρεόγραφα και τα άλλα μέσα να έχουν υψηλότερους συντελεστές στάθμισης στον υπολογισμό των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων, εάν λαμβάνουν υψηλούς βαθμούς φερεγγυότητας από τους NRSRO's.

Τέλος σύμφωνα με τον κανόνα 2 α -7, ο οποίος περιορίζει τις επενδύσεις των θεσμικών επενδυτών (ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία) σε «δικαιούχα χρεόγραφα», μια κατηγορία που περιλαμβάνει χρεόγραφα τα οποία έχουν λάβει υψηλής ποιότητας διαβαθμίσεις από τους NRSRO's. Η SEC στις προτεινόμενες

---

<sup>29</sup> John Patrick Hunt (2008)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

αλλαγές δεν προέβλεπε κάποια σημαντική πρακτική διαφορά στους παραπάνω κανόνες. Η Commission δήλωσε ότι οι μεσίτες-πωλητές που επιθυμούν να βασίζονται στις αποτιμήσεις των πιστοποιημένων οργανισμών μπορούν να το πράξουν, και τα στελέχη της χρηματαγοράς θα μπορούν να συνεχίζουν να θεωρούν τις αξιολογήσεις των NRSRO's αξιόπιστες.

Οι διαβαθμίσεις των οργανισμών αξιολόγησης έχουν ενσωματωθεί στο ρυθμιστικό σύστημα των Η.Π.Α. από το 1931. Το σύστημα προφανώς θα συνεχίζει να βασίζεται στις διαβαθμίσεις τους σύμφωνα με τις διατάξεις του Συμφώνου της Βασιλείας II (Πυλώνας 1) που καθορίζουν τον τρόπο υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τους κινδύνους (πιστωτικός και λειτουργικός) των στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών. Οι εποπτικές αρχές επιτρέπουν στις τράπεζες να διαλέξουν ανάμεσα στην δημιουργία ενός εσωτερικού συστήματος αξιολόγησης (υπόκειται σε μεγάλο αριθμό περιορισμών) ή να βασίζονται στις διαβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για τον υπολογισμό του σταθμισμένου τους ενεργητικού<sup>30</sup>. Ο ομοσπονδιακός νόμος (ERISA 1974) ενσωματώνει στις διατάξεις του, τις διαβαθμίσεις των οργανισμών αξιολόγησης. Οι θεματοφύλακες των θεσμικών επενδυτών έχουν τον περιορισμό να διακρατούν χρεόγραφα τα οποία ανήκουν στην κατηγορία «επενδυτικού σκοπού» διαβαθμισμένα από τους NRSRO's. Επιπλέον, αρκετοί έχουν σχολιάσει ότι οι επενδυτικές τράπεζες που θεωρούνται θεματοφύλακες δεν μπορούν να είναι χορηγοί διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.

#### β. Η αναθεώρηση των κανονιστικών αξιολογήσεων

Παρόλο που αρκετοί ειδικοί έχουν ασκήσει κριτική στην εξάρτηση των αξιολογήσεων από την κανονιστική συμμόρφωση πάνω από μια δεκαετία, οι ρυθμιστικές αρχές δεν προχώρησαν σε καμία κίνηση προς αυτή την κατεύθυνση και η εξάρτηση έγινε ακόμα πιο έντονη τα τελευταία χρόνια. Επίσημες εκθέσεις έχουν αναφερθεί στο θέμα, ιδιαίτερα στο βαθμό που οι ρυθμίσεις χρησιμοποιούν ένα υψηλό βαθμό φερεγγυότητας, ως ένδειξη χαμηλής διακύμανσης και υψηλής ρευστότητας.

Παρά τις ανησυχίες που έχουν εκφραστεί σχετικά με την εξάρτηση των κανονιστικών αξιολογήσεων, αυτό παραμένει ένα άλυτο πρόβλημα της οικονομικής συμμόρφωσης.

---

<sup>30</sup> John Patrick Hunt, «Credit rating agencies and the worldwide credit crisis»

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Οικονομικοί οργανισμοί, όπως εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες, μεσίτες-πωλητές και ασφαλιστικές εταιρίες υπόκεινται στον κανόνα των «ιδίων κεφαλαίων». Η κανονιστική συμμόρφωση σκοπεύει να διασφαλίσει ότι μπορούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους στους καταθέτες, τους πελάτες και τους ασφαλιζόμενους. Δεδομένου ότι αυτοί οι οργανισμοί επενδύουν σε ομόλογα, οι ρυθμιστές χρειάζονται κάποιον τρόπο στο να καθορίσουν τον πιστωτικό κίνδυνο των ρυθμισμένων επενδύσεων.

Υπάρχουν αρκετοί τρόποι που μπορεί να πραγματοποιηθεί αυτό, κανένας από τους οποίους δεν είναι τέλειος.

- i) Ο ρυθμιστής ενδέχεται να καθορίσει από μόνος του τον πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό ενέχει προβλήματα, διότι απαιτεί μία μαζική δέσμευση ρυθμιστικών πόρων. Για παράδειγμα, η S&P παρέχει τουλάχιστον 1,25 εκατ. διαβαθμίσεις.
- ii) Ο ρυθμιστής μπορεί να βασιστεί στις διαβαθμίσεις των μέσων από ένα ρυθμισμένο αντισυμβαλλόμενο και να κρίνει ο ίδιος την επάρκεια και την αξιοπιστία του εσωτερικού συστήματος διαβάθμισής του. Παρόλο που η Βασιλεία II στη ρύθμιση του πιστωτικού συστήματος θεωρεί αυτή τη λύση σαν μια εναλλακτική προσέγγιση για τις τράπεζες, φαίνεται ότι προκύπτουν συγκρούσεις συμφερόντων, εκτός αν οι ρυθμιστές δεν είναι διατεθειμένοι να προσφέρουν σημαντικούς πόρους παρακολουθώντας την ανάπτυξη και την εφαρμογή των εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης.
- iii) Ο ρυθμιστής μπορεί να βασιστεί στις εκτιμήσεις του πιστωτικού κινδύνου από την αγορά ή αλλιώς «πιστωτικά περιθώρια» (spreads) στις τιμές του χαρτοφυλακίου συναλλαγών. Αυτή η προσέγγιση ενδεχομένως να αποδειχτεί ελαττωματική, εφόσον οι τιμές δεν είναι διαθέσιμες ειδικά σε περιόδους μεγάλων διακυμάνσεων και επειδή αυτές αντανακλούν παράγοντες, εκτός από την πιθανότητα αθέτησης και χρεοκοπίας, όπως για παράδειγμα την ευαισθησία στην αποστροφή κινδύνου.

Τελικά, ο ρυθμιστής μπορεί να βασιστεί στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου από έναν ανεξάρτητο τρίτο αντισυμβαλλόμενο, όπως για παράδειγμα έναν οργανισμό αξιολόγησης. Παρόλο που αυτή η προσέγγιση μπορεί να προκαλέσει υπερβολική εξάρτηση από τις διαβαθμίσεις των οργανισμών, ενδεχομένως να αποδειχτεί η

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

λιγότερο χειρότερη επιλογή. Η πρόταση της SEC μόνο μειώνει αλλά δεν εξαλείφει την εξάρτηση από τις αποτιμήσεις των οργανισμών.

Επιπρόσθετα, οι διαβαθμίσεις είναι καλά συνδεδεμένες με το σύστημα δομών και αρχών, εφόσον έχουν σημαντικό ρόλο και στα ιδιωτικά συμβόλαια. Δεσμευτικές διατάξεις για πιστωτικά διαρθρωμένα προϊόντα (CDO's) καθορίζουν το ελάχιστο σταθμισμένο μέσο των πιστωτικών απαιτήσεων και περιορίζουν την αναλογία των χρεογράφων με χαμηλή διαβάθμιση στο χαρτοφυλάκιο των εταιριών ειδικού σκοπού (SPV). Η βαθμοί φερεγγυότητας συχνά χρησιμοποιούνται ως κατευθυντήριες γραμμές και από άλλους επενδυτές πέρα από τους θεσμικούς (υψηλής μόχλευσης). Παράλληλα, σε πολλές άλλες ιδιωτικές συμβάσεις συμπεριλαμβανομένων των διμερών συ μφωνητικών ομολογιακών εκδόσεων περιλαμβάνονται «δείκτες συμβατικών διατάξεων» (rating triggers) σύμφωνα με τους οποίους δύναται να σταματήσει η πιστωτική διαθεσιμότητα τραπεζικών κεφαλαίων ή να επιταχυνθεί η εξόφληση των υποχρεώσεων, σε περιπτώσεις που οι διαβαθμίσεις πέσουν από ένα ορισμένο επίπεδο<sup>31</sup>.

Τέλος, οι αξιολογήσεις των οργανισμών θα συνεχίσουν να έχουν σημαντική αξία, η οποία πηγάζει πέρα από την παρεχόμενη ποιότητα της εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου. Αυτό σημαίνει ταυτόχρονα ότι και η ποιότητα των αξιολογήσεων είναι πιθανό να παραμείνει ένα κρίσιμο θέμα και ότι τα κίνητρα της αγοράς να παράγουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις ενδεχομένως να παραμείνουν ασθενή, επειδή οι οργανισμοί θα συνεχίσουν να είναι σημαντικοί για λόγους πέραν του πρωταρχικού τους ρόλου (ως δείκτες πιστοληπτικής ικανότητας<sup>32</sup>).

### **Κεφάλαιο 3: ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣΦΑΤΩΝ ΠΡΟΤΑΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΕΝΙΣΧΥΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗΣ ΛΟΓΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ**

Τα προβλήματα που προκύπτουν από τη δράση και τη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι σοβαρά. Με αφορμή την πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση αποτελεί πλέον επιτακτική ανάγκη να αντιμετωπιστούν. Γι' αυτό το λόγο, τόσο το νομοθετικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όσο και η

<sup>31</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (2003)

<sup>32</sup> John Patrick Hunt (2008)



Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Έκθεση της Τεχνικής Επιτροπής του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (Κώδικας της IOSCO) συγκλίνουν με σκοπό την επίλυση αυτών των προβλημάτων.

Την άνοιξη του 2009, μεγάλη πλειοψηφία βουλευτών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου ενέκρινε την Έκθεση του Γάλλου ευρωβουλευτή Jean-Paul Gauzes, σχετικά με τη ρύθμιση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ουσιαστικά, πρόκειται για μια συμφωνία σε πρώτη ανάγνωση. Σύμφωνα λοιπόν, με αυτόν τον Κανονισμό εγκρίνεται η θέσπιση της υποχρεωτικής εγγραφής σε μητρώο και της συμμόρφωσης προς ένα σύνολο κανόνων για όλους τους οργανισμούς που επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι διατάξεις που εγκρίθηκαν αποσκοπούν στην αύξηση της διαφάνειας και της χρηστής διακυβέρνησης των οργανισμών διαβάθμισης, βελτιώνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο την ποιότητα και την αξιοπιστία των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και της εμπιστοσύνης των καταναλωτών.

Ο Κανονισμός που εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή έρχεται να συμπληρωθεί από τον αναθεωρημένο Κώδικα της IOSCO (Μάιος 2008), ο οποίος προβλέπεται να ισχύει για τους οργανισμούς διαβάθμισης που δραστηριοποιούνται σε όλες τις χώρες. Ο αναθεωρημένος Κώδικας της IOSCO σε συνέχεια του αρχικού Κώδικα του Σεπτεμβρίου του 2003, δημοσίευσε τις αρχές του σχετικά με τις δραστηριότητες των οργανισμών διαβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι αρχές αυτές καθορίζουν στόχους υψηλού επιπέδου τους οποίους πρέπει να τηρούν οι οργανισμοί, καθώς και οι υπόλοιποι φορείς. Ο Κώδικας της IOSCO λειτουργεί βάση της φόρμουλας «συμμορφώνομαι ή εξηγώ». Δηλαδή, οι οργανισμοί διαβάθμισης αναμένεται να ενσωματώσουν όλες τις διατάξεις του Κώδικα της IOSCO στον εσωτερικό τους κώδικα συμπεριφοράς. Κάθε φορά που επιλέγουν να μη το πράξουν, πρέπει να αποδεικνύουν πως ο δικός τους κώδικας μπορεί να οδηγήσει στα ίδια αποτελέσματα με τις διατάξεις του Κώδικα της IOSCO.

Αντικειμενικός σκοπός, τόσο του Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής όσο και του Κώδικα της IOSCO είναι η ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών, η

αμεροληψία, η αποτελεσματικότητα και η διαφάνεια της αγοράς, με βασικό γνώμονα τη μείωση του συστηματικού κινδύνου.

## A. ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΚΕΡΑΙΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

### 1. Ποιότητα της διαδικασίας αποτίμησης

Ο σκοπός των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας είναι να παρέχουν μια αξιόπιστη και έγκυρη ανάλυση του πιστοληπτικού κινδύνου για ένα δανειολήπτη ή εκδότη με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες και την οικονομική ανάλυση. Πολλοί επενδυτές στηρίζονται στους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας επειδή δεν διαθέτουν την εμπειρία ή/και τους πόρους (σε χρόνο και χρήμα) για να εκπονήσουν οι ίδιοι την ανάλυση πιστοληπτικού κινδύνου. Επιπλέον, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας συχνά διαθέτουν πληροφορίες που δεν είναι ευρέως διαθέσιμες σε όσους συμμετέχουν στις αγορές.

Επομένως, θεωρητικά, οι αξιολογήσεις που εκδίδονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης, είναι ένα ικανό μέσο για την αποτίμηση και τη διαχείριση των πιστοληπτικών κινδύνων από τους επενδυτές, μόνο, όμως σε περίπτωση που είναι έγκυρες και υψηλής ποιότητας. Αυτό όμως δεν απαλλάσσει τους επενδυτές από την υποχρέωση να επιδεικνύουν ορθή κρίση και τη δέουσα επιμέλεια όταν στηρίζονται στις αξιολογήσεις για να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις, ούτε θέτει σε κίνδυνο την αξιοπιστία της διαδικασίας αξιολόγησης ή των αξιολογήσεων, για τις οποίες την πλήρη ευθύνη φέρει ο οργανισμός αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.<sup>33</sup>

Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής<sup>34</sup>, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αυστηρές, συστηματικές και συνεχείς, οι οποίες θα πρέπει να υπόκεινται σε επικύρωση με βάση την ιστορική εμπειρία. Οι μεθοδολογίες αυτές καθώς και τα μοντέλα και οι βασικές παραδοχές που χρησιμοποιούν οι οργανισμοί στη διαδικασία αξιολόγησης θα πρέπει να κοινοποιούνται στο κοινό. Επιπρόσθετα, οι οργανισμοί θα πρέπει να τηρούν αρχεία των μεθοδολογιών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που χρησιμοποιούν και να τα ενημερώνουν τακτικά.

<sup>33</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (2008/0217)

<sup>34</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 7)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Παράλληλα είναι απαραίτητο να εξασφαλίζεται ότι οι αξιολογήσεις που εκδίδονται και διανέμονται, στηρίζονται στην ανάλυση όλων των διαθέσιμων σχετικών πληροφοριών που προέρχονται από αξιόπιστες πηγές.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να αναθέτουν τη δραστηριότητα έκδοσης των αξιολογήσεων σε επαρκή αριθμό εργαζομένων με κατάλληλη γνώση και εμπειρία. Ειδικότερα θα πρέπει να εξασφαλίζεται ότι διατίθενται επαρκείς ανθρώπινοι και χρηματοοικονομικοί πόροι για την έκδοση των αξιολογήσεων καθώς και για την παρακολούθηση και ενημέρωσή τους.

Σε περίπτωση που οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούν μια υπάρχουσα αξιολόγηση ή αξιολογήσεις που έχουν εκδοθεί από άλλους αναφορικά με υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία ή διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, δεν θα πρέπει να αρνούνται την έκδοση αξιολόγησης μιας οντότητας ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου επειδή μέρος της οντότητας ή του χρηματοπιστωτικού μέσου είχε αξιολογηθεί στο παρελθόν από κάποιον άλλο οργανισμό αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Οι οργανισμοί θα πρέπει να καταγράφουν όλες τις περιπτώσεις στο πλαίσιο των οποίων η διαδικασία αξιολόγησης που εφαρμόζουν υποβαθμίζει υπάρχουσες αξιολογήσεις, οι οποίες εκδόθηκαν από άλλον οργανισμό αξιολόγησης αναφορικά με υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία ή διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, αιτιολογώντας την υποβάθμιση αυτή.

Συγκρίνοντας τις ανωτέρω διατάξεις του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου με την Έκθεση της Τεχνικής Επιτροπής του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO)<sup>35</sup> παρατηρούμε ότι συγκλίνουν σε μεγάλο βαθμό όσον αφορά την ποιότητα της διαδικασίας αποτίμησης (μεθοδολογίες, χρήση και αξιοπιστία πληροφοριών, ανθρώπινο δυναμικό, πόροι, και περίπτωση υποβάθμισης αξιολόγησης).

Επιπρόσθετα ο αναθεωρημένος Κώδικας της IOSCO αναφέρει τα κάτωθι:

---

<sup>35</sup> The Technical Committee of the International Organization of Securities Commission “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (May 2008) (Paragraph 1.1 – 1.8)

Οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να αποφεύγουν να αξιολογούν ένα μέσο αν η πολυπλοκότητα ή η σύνθεση ενός νέου τύπου αποτίμησης δημιουργεί αμφιβολίες για την υλοποίηση της ενέργειας αποτίμησης του. Επιπρόσθετα, οι οργανισμοί θα πρέπει να δομούν τις ομάδες αξιολογήσεων με τέτοιο τρόπο ώστε να προωθούν τη συνέχιση και να αποφεύγουν τις μεροληψίες στη διαδικασία αξιολόγησης.

## 2. Επιτήρηση και αναβάθμιση της διαδικασίας αποτίμησης

Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής<sup>36</sup>, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να παρακολουθούν τις αξιολογήσεις και να επανεξετάζουν τις δικές τους αξιολογήσεις, εφόσον απαιτείται. Παράλληλα, θα πρέπει να θεσπίζουν εσωτερικές διαδικασίες για την παρακολούθηση της επίδρασης που έχουν οι αλλαγές στις συνθήκες των μακροοικονομικών ή χρηματοπιστωτικών αγορών στις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας.

Όταν οι μεθοδολογίες, τα μοντέλα ή οι βασικές παραδοχές αξιολόγησης τροποποιούνται, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οφείλουν:

- α) να κοινοποιούν αμέσως το πιθανό εύρος των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας που ενδέχεται να επηρεαστούν, χρησιμοποιώντας τα ίδια μέσα επικοινωνίας όπως αυτά που χρησιμοποιήθηκαν για τη διανομή των εν λόγω αξιολογήσεων,
- β) να επανεξετάζουν τις εν λόγω αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας το συντομότερο δυνατό και το αργότερο εντός 6 μηνών μετά τις αλλαγές, ενώ στο μεταξύ να θέτουν τις εν λόγω αξιολογήσεις υπό παρακολούθηση,
- γ) να επαναξιολογούν όλες τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας που βασίστηκαν στις εν λόγω μεθοδολογίες, μοντέλα ή παραδοχές.

Συγκρίνοντας τις ανωτέρω διατάξεις του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου με την Έκθεση της Τεχνικής Επιτροπής τους Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) παρατηρούμε ότι συγκλίνουν σε μεγάλο βαθμό όσον αφορά την επιτήρηση και την αναβάθμιση της διαδικασίας αποτίμησης.

Επιπλέον, ο αναθεωρημένος Κώδικας της IOSCO<sup>37</sup> αναφέρει τα κάτωθι:

<sup>36</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 7)

<sup>37</sup> The Technical Committee of the International Organization of Securities Commission “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (May 2008) (Paragraph 1.9 – 1.10)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Σε περίπτωση που οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούν διαφορετικές ομάδες αναλυτών για τον καθορισμό των αρχικών διαβαθμίσεων και για τη μεταγενέστερη επιτήρηση των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, κάθε ομάδα θα πρέπει να έχει το απαιτούμενο επίπεδο εμπειρίας και πόρων για να εκτελεί τις κατάλληλες λειτουργίες έγκαιρα. Οι οργανισμοί θα πρέπει να δημοσιεύουν στο κοινό και στους συνδρομητές τις περιπτώσεις που έχουν διακόψει τις αξιολογήσεις ενός εκδότη ή μιας οντότητας. Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να καταδεικνύουν την ημερομηνία της τελευταίας διαβάθμισης και το λόγο της μη επικαιροποίησής της.

### 3. Ακεραιότητα της διαδικασίας αποτίμησης

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να είναι οργανωμένοι κατά τέτοιο τρόπο που το επιχειρηματικό τους συμφέρον να μη μειώνει την ανεξαρτησία και την ακρίβεια της διαδικασίας αξιολόγησης.

Σύμφωνα με την πρόταση της Ευρωπαϊκής επιτροπής οι οργανισμοί και οι εργαζόμενοι σε αυτούς θα πρέπει να συμμορφώνονται με όλους τους κανόνες και τις ρυθμίσεις που διέπουν τις δραστηριότητές τους, στα πλαίσια της αρμοδιότητάς τους. Επίσης, κρίνεται απαραίτητο να σχεδιαστούν μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου ώστε να εξασφαλιστεί η συμμόρφωση προς τις αποφάσεις και τις διαδικασίες σε όλα τα επίπεδα των οργανισμών.<sup>38</sup>

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οφείλουν να διασφαλίζουν ότι οι αναλυτές τους δεν υποβάλλουν προτάσεις ή συστάσεις, επίσημα ή ανεπίσημα, σχετικά με τον σχεδιασμό των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων για τα οποία οι οργανισμοί αναμένεται να εκδώσουν αξιολόγηση<sup>39</sup>.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης είναι απαραίτητο να ενημερώνουν την οντότητα που υπόκειται σε αξιολόγηση τουλάχιστον 12 ώρες πριν από τη δημοσίευση τόσο του αποτελέσματος της αξιολόγησης όσο και των κύριων λόγων στους οποίους

<sup>38</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Παράρτημα 1 Ενότητα Α «Οργανωτικές Απαιτήσεις»)

<sup>39</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Παράρτημα 1 Ενότητα Β «Λειτουργικές Απαιτήσεις»)

βασίσθηκε η αξιολόγηση έτσι ώστε να παρέχεται στην οντότητα η δυνατότητα να επιστήσει την προσοχή της σε τυχόν αντικειμενικά λάθη<sup>40</sup>.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να λαμβάνουν μέτρα για να αποφεύγουν καταστάσεις, όπου οι εκδότες ζητούν την προκαταρκτική εκτίμηση της αξιολόγησης ενός διαρθρωμένου χρηματοπιστωτικού μέσου από περισσότερους από έναν οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας προκειμένου να επιλέξουν τον οργανισμό που προσφέρει την καλύτερη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας για το προτεινόμενο προϊόν. Ομοίως, οι εκδότες πρέπει να αποφεύγουν να εφαρμόζουν τέτοιες πρακτικές.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης οφείλουν να καθιερώνουν και να διατηρούν μόνιμη και αποτελεσματική υπηρεσία συμμόρφωσης που να λειτουργεί με ανεξάρτητο τρόπο. Η υπηρεσία συμμόρφωσης επιβάλλεται να παρακολουθεί και να υποβάλλει εκθέσεις σχετικά με τη συμμόρφωση του εκάστοτε οργανισμού και των εργαζομένων του. Η υπηρεσία αυτή έχει τις ακόλουθες ευθύνες:

α) Παρακολούθηση και τακτική αξιολόγηση της καταλληλότητας και της αποτελεσματικότητας των μέτρων και των διαδικασιών που θεσπίζονται από τον εκάστοτε οργανισμό, καθώς και των ενεργειών που αναλαμβάνονται για την αντιμετώπιση ενδεχόμενων αδυναμιών στη συμμόρφωση του οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας προς τις υποχρεώσεις του.

β) Παροχή συμβουλών και συνδρομή στα στελέχη, τους αναλυτές αξιολογήσεων και γενικότερα σε όλους τους εργαζομένους του οργανισμού.

Οι υπηρεσίες συμμόρφωσης πρέπει να διαθέτει την απαραίτητη εξουσία, πόρους και εμπειρογνωμοσύνη καθώς και πρόσβαση σε όλες τις σχετικές πληροφορίες. Επιβάλλεται να οριστεί υπεύθυνος συμμόρφωσης που θα φέρει την ευθύνη για την υπηρεσία συμμόρφωσης και για την υποβολή των σχετικών εκθέσεων.<sup>41</sup>

Συγκρίνοντας τις ανωτέρω διατάξεις του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου με την Έκθεση της Τεχνικής Επιτροπής τους Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών

<sup>40</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Παράρτημα 1 Ενότητα Δ «Κανόνας για την παρουσίαση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας»)

<sup>41</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Παράρτημα 1 Ενότητα Α «Οργανωτικές Απαιτήσεις»)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Κεφαλαιαγοράς (IOSCO)<sup>42</sup> παρατηρούμε ότι σχεδόν ταυτίζονται όσον αφορά την ακεραιότητα της διαδικασίας αποτίμησης.

B. ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΦΥΓΗ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Εάν οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θέλουν να ανακτήσουν την εμπιστοσύνη των αγορών, είναι απαραίτητες περαιτέρω βελτιώσεις σχετικά με τις οργανωτικές απαιτήσεις και τις συγκρούσεις συμφερόντων. Για να γίνει αυτό απαιτούνται μεταρρυθμίσεις στην εσωτερική διοικητική δομή τους, με την εισαγωγή έγκυρων εσωτερικών ελέγχων και έγκυρων διαδικασιών κατάρτισης αναφορών, καθώς και σαφής διαχωρισμός της λειτουργίας της αξιολόγησης από τα επιχειρηματικά κίνητρα. Η εξωτερική επιτήρηση ενισχύεται με την εσωτερική πειθαρχία, αναθέτοντας στα ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου του οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας συγκεκριμένα καθήκοντα για τη διασφάλιση αποτελεσματικού ελέγχου<sup>43</sup>.

1. Παρεμπόδιση για την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών.

Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την αποφυγή πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων, οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να περιορίζουν τη δραστηριότητά τους στην έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Δεν θα πρέπει να επιτρέπεται σε έναν οργανισμό αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας να παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες. Ειδικότερα, οι οργανισμοί δεν θα πρέπει να κάνουν προτάσεις ή συστάσεις σχετικά με το σχεδιασμό ενός διαρθρωμένου χρηματοπιστωτικού μέσου. Ωστόσο, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οφείλουν να είναι σε θέση να παρέχουν «συναφείς υπηρεσίες» σε περίπτωση που αυτό δεν δημιουργεί δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων με την έκδοση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας. Οι συναφείς υπηρεσίες δεν είναι μέρος της δραστηριότητας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά περιλαμβάνουν προβλέψεις της αγοράς, εκτιμήσεις οικονομικών τάσεων, αναλύσεις τιμών και άλλες αναλύσεις γενικών δεδομένων, καθώς και σχετικές υπηρεσίες διανομής. Οι οργανισμοί αξιολόγησης οφείλουν να εξασφαλίζουν ότι η παροχή των

<sup>42</sup> The Technical Committee of the International Organization of Securities Commission “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (May 2008) (Paragraph 1.11 – 1.16)

<sup>43</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (άρθρο 5 και Παράρτημα I, Ενότητα Α «Οργανωτικές Απαιτήσεις»)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

συναφών υπηρεσιών δεν δημιουργεί σύγκρουση συμφερόντων με τις δραστηριότητες που αφορούν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας. Παράλληλα, στις τελικές εκθέσεις αξιολόγησης γνωστοποιούν τις συναφείς υπηρεσίες που παρασχέθηκαν στις αξιολογούμενες οντότητες ή σε σχετιζόμενους με αυτές τρίτους<sup>44</sup>.

Στην αναθεωρημένη έκδοση του Κώδικα της IOSCO (Μάιος 2008) γίνεται εκτενής αναφορά συναφούς περιεχομένου σχετικά με την εν λόγω ενότητα<sup>45</sup>.

#### 2. Πολιτικές, πρακτικές και διαδικασίες των οργανισμών αξιολόγησης.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οφείλουν να θεσπίσουν κατάλληλες εσωτερικές πολιτικές και διαδικασίες όσον αφορά τους εργαζομένους που εμπλέκονται στη διαδικασία έκδοσης των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, προκειμένου να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων και να διασφαλίζεται ανά πάσα στιγμή η ποιότητα, η ακεραιότητα και η πληρότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και επανεξέτασης. Οι οργανισμοί επιβάλλεται να αποτρέπουν τις συγκρούσεις συμφερόντων ή/ και να διαχειρίζονται δεόντως τις συγκρούσεις αυτές, όταν είναι αναπόφευκτες, καθώς επίσης και να κοινοποιούν τις συγκρούσεις συμφερόντων εγκαίρως, προκειμένου να διασφαλίζουν την ανεξαρτησία τους. Οφείλουν επίσης να τηρούν αρχείο όλων των σοβαρών απειλών για την ανεξαρτησία, είτε των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, είτε των εργαζομένων τους που εμπλέκονται στη διαδικασία έκδοσης των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας, σε συνδυασμό με τα μέτρα προστασίας που εφαρμόζονται για να περιοριστούν αυτές οι απειλές<sup>46</sup>.

Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι οργανισμοί αξιολόγησης προκειμένου να διασφαλίσουν την ανεξαρτησία της διαδικασίας έκδοσης των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας από το επιχειρηματικό τους συμφέρον, θα πρέπει να εξασφαλίσουν ότι τουλάχιστον το ένα τρίτο και όχι λιγότερο από δύο μέλη του διοικητικού ή εποπτικού συμβουλίου είναι ανεξάρτητα και δεν συμμετέχουν στις δραστηριότητες της αξιολόγησης. (Η θητεία των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. είναι προκαθορισμένης διάρκειας, δεν υπερβαίνει τα πέντε έτη και δεν δύναται να

<sup>44</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Παράρτημα 1 Ενότητα Β «Λειτουργικές Απαιτήσεις»)

<sup>45</sup> Κώδικας IOSCO (Παράγραφος 2.1 – 2.5)

<sup>46</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 5)



### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

ανανεωθεί. Η καθαίρεση των ανεξάρτητων μελών λαμβάνει χώρα μόνο σε περίπτωση επαγγελματικού παραπτώματος ή ανεπαρκούς επαγγελματικής απόδοσης). Επιπλέον είναι απαραίτητο οι οργανισμοί να απασχολούν ικανοποιητικό αριθμό εργαζομένων (τουλάχιστον 50) έτσι ώστε να είναι σε θέση να θεσπίσουν τον κατάλληλο σταδιακό μηχανισμό εναλλαγής των αναλυτών αξιολόγησης, καθώς και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας<sup>47</sup>.

Η αμοιβή και η αξιολόγηση της απόδοσης των αναλυτών αξιολογήσεων καθώς και των προσώπων που εγκρίνουν τις αξιολογήσεις δεν θα πρέπει να εξαρτάται από το ύψος των εσόδων που εισπράττει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από τις αξιολογούμενες οντότητες ή τους σχετιζόμενους με αυτές τρίτους. Επιπρόσθετα, οι οργανισμοί οφείλουν να κοινοποιούν δημοσίως τα ονόματα των αξιολογούμενων οντοτήτων ή των σχετιζόμενων με αυτές τρίτων από τους οποίους εισπράττει περισσότερο από το 5% των ετήσιων εσόδων του<sup>48</sup>.

Ο Κώδικας της IOSCO προβλέπει την υποχρέωση κοινοποίησης όταν το ποσοστό των ετήσιων εσόδων ενός οργανισμού από ένα μεμονωμένο εκδότη υπερβεί το 10%. Επιπλέον, αναφέρει ότι οι οργανισμοί θα πρέπει να ενθαρρύνουν τους εκδότες των δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων να κοινοποιούν δημοσίως όλες τις σχετικές πληροφορίες σχετικά με αυτά τα προϊόντα έτσι ώστε οι επενδυτές και οι άλλοι οργανισμοί να είναι σε θέση να διεξάγουν τις δικές τους αναλύσεις. Τέλος, ο κώδικας της IOSCO επιπρόσθετα αναφέρει ότι σε περιπτώσεις όπου οι αξιολογούμενες οντότητες (π.χ. κυβερνήσεις) έχουν ή αναζητούν, εποπτικές λειτουργίες σχετιζόμενες με τους οργανισμούς, τότε οι τελευταίοι θα πρέπει να διαθέτουν διαφορετικούς υπαλλήλους στην διεξαγωγή των αξιολογήσεων από εκείνους που απασχολούνται σε θέματα εποπτικής φύσεως<sup>49</sup>.

### 3. Ανεξαρτησία Αναλυτών και εργαζομένων των οργανισμών αξιολόγησης.

Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οφείλουν να μην εκδίδουν αξιολογήσεις ή στην

<sup>47</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Παράρτημα 1 Ενότητα Α «Οργανωτικές απαιτήσεις»)

<sup>48</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 6)

<sup>49</sup> Κώδικας IOSCO ( Παράγραφος 2.6 – 2.10)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

περίπτωση υπάρχουσας αξιολόγησης να ανακοινώνουν αμέσως ότι ενδέχεται να παρουσιάζονται ελαττώματα στις ακόλουθες περιπτώσεις:

- α) Οι οργανισμοί ή τα πρόσωπα που εμπλέκονται στην διαδικασία διαβάθμισης μιας οντότητας κατέχουν άμεσα ή έμμεσα χρηματοπιστωτικά μέσα της αξιολογούμενης οντότητας η οποιουδήποτε σχετιζόμενου με αυτήν τρίτου ή έχει κάποιο άλλο άμεσο ή έμμεσο ιδιοκτησιακό συμφέρον στην εν λόγω οντότητα, με εξαίρεση τα μερίδια σε προγράμματα διαφοροποιημένων συλλογικών επενδύσεων ή τα κεφάλαια υπό διαχείριση, συμπεριλαμβανομένων των συνταξιοδοτικών ταμείων και των ασφαλίσεων ζωής.
- β) Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδεται για μια αξιολογούμενη οντότητα ή οποιοδήποτε σχετιζόμενο με αυτήν τρίτο που συνδέεται με τον οργανισμό αξιολόγησης μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα.
- γ) Πρόσωπο που εμπλέκεται στη διαδικασία διαβάθμισης συμμετέχει στα διοικητικά ή εποπτικά συμβούλια της αξιολογούμενης οντότητας ή οποιοδήποτε σχετικού τρίτου
- δ) Αναλυτής που συμμετείχε στις εργασίες αξιολόγησης ή άτομο που εγκρίνει τις αξιολογήσεις είχε οποιαδήποτε άλλη σχέση με την αξιολογούμενη οντότητα ή οποιοδήποτε σχετιζόμενη με αυτήν τρίτο η οποία μπορεί δυνητικά να προκαλέσει σύγκρουση συμφερόντων.

Σημειώνεται επίσης ότι δεν επιτρέπεται στους αναλυτές αξιολογήσεων και τους εργαζομένους των οργανισμών να κινούν ή να συμμετέχουν σε διαπραγματεύσεις σχετικά με αμοιβές ή πληρωμές με οποιαδήποτε αξιολογούμενη οντότητα. Προβλέπεται ότι σε περίπτωση διακοπής της σχέσης εργασίας ενός αναλυτή αξιολογήσεων, ο οποίος στη συνέχεια προσλαμβάνεται από αξιολογούμενη οντότητα στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της οποίας είχε συμμετάσχει ο εν λόγω αναλυτής ή από χρηματοπιστωτικό ίδρυμα με το οποίο ο συγκεκριμένος αναλυτής είχε συναλλαγές στο πλαίσιο των καθηκόντων του στον οργανισμό αξιολόγησης, τότε ο οργανισμός θα πρέπει να επανεξετάσει τις σχετικές εργασίες του αναλυτή για τα τελευταία δυο έτη πριν από την αποχώρησή του.<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup> Κανονισμός Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 6 και Παράρτημα 1 Ενότητα Β και Γ)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Ο Κώδικας της IOSCO<sup>51</sup> προβλέπει τις αντίστοιχες διατάξεις με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στην ανωτέρω θεματική ενότητα και συμπληρώνει με επιπρόσθετες διατάξεις.

Συγκεκριμένα, θα πρέπει να απαγορεύεται στους εργαζόμενους των οργανισμών αξιολόγησης η επιδίωξη απόκτησης χρημάτων ή δώρων που προέρχονται από γεγενημένες εργασίες στις αξιολογούμενες οντότητες. Επιπροσθέτως, κάθε αναλυτής υποχρεούται να κοινοποιεί στον υπεύθυνο συμμόρφωσης κάθε οργανισμού, τυχόν προσωπικές σχέσεις με εργαζόμενους αξιολογούμενων οντοτήτων.

## Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΕΚΔΟΤΕΣ

### 1. Υποχρεώσεις κοινοποίησης και διαφάνειας

Η πρόσφατη πιστωτική κρίση αποκάλυψε διάφορες αδυναμίες στις μεθόδους και στα μοντέλα που χρησιμοποιούνται από τους οργανισμούς για την αξιολόγηση διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία δημιουργήθηκαν με σκοπό την επίτευξη μεγαλύτερης εμπιστοσύνης από την πλευρά των επενδυτών, καθώς και αδυναμίες στην επικοινωνία των οργανισμών με τις αγορές και τους επενδυτές, τόσο σχετικά με τα χαρακτηριστικά και τους περιορισμούς της αξιολόγησης των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων όσο και με τις κρίσιμες παραδοχές των μοντέλων.

Οι εποπτικές αρχές υποχρεώνουν τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας να κοινοποιούν τις αξιολογήσεις τους σε μη επιλεκτική βάση και εγκαίρως, εκτός εάν οι αξιολογήσεις διανέμονται μόνο με την καταβολή συνδρομής. Σκοπός τους είναι να μπορούν οι επενδυτές να διακρίνουν ανάμεσα στις αξιολογήσεις των διαρθρωμένων προϊόντων και των παραδοσιακών προϊόντων (εταιρικών, κρατικών), απαιτώντας τη χρήση μιας διαφορετικής κατηγορίας αξιολογήσεων για τα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα ή την παροχή πρόσθετων πληροφοριών σχετικά με τα χαρακτηριστικά των κινδύνων τους.

---

<sup>51</sup> Κώδικας IOSCO (Παράγραφος 2.11 – 2.17)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Για τη διασφάλιση του ότι οι εσωτερικές διεργασίες και διαδικασίες διαθέτουν επαρκές επίπεδο διαφάνειας, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να κοινοποιούν δημοσίως ορισμένες σημαντικές πληροφορίες, π.χ. σχετικά με τις συγκρούσεις συμφερόντων, τις μεθοδολογίες και τις βασικές παραδοχές αξιολόγησης, καθώς και τον γενικό χαρακτήρα της πολιτικής αμοιβών τους. Επίσης, πρέπει να κοινοποιούν κατά περιόδους στοιχεία σχετικά με τα ιστορικά ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων των κατηγοριών αξιολόγησης και να υποβάλλουν στις αρμόδιες αρχές ορισμένα στοιχεία, όπως τον κατάλογο των 20 μεγαλύτερων πελατών τους με βάση το εισόδημα.

Συγκεκριμένα, ο Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής<sup>52</sup> τονίζει ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να κοινοποιούν πληροφορίες σχετικά με τις μεθοδολογίες, τα πρότυπα και τις βασικές παραδοχές που χρησιμοποιούν κατά τη διάρκεια των δραστηριοτήτων τους όσον αφορά την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Ο βαθμός λεπτομέρειας αυτής της κοινοποίησης πληροφοριών σχετικά με τα πρότυπα θα πρέπει να είναι τέτοιος ώστε οι χρήστες αξιολογήσεων να διαθέτουν επαρκή στοιχεία προκειμένου να επιδεικνύουν τη δέουσα επιμέλεια κατά την εκτίμηση της αξιοπιστίας αυτών των αξιολογήσεων. Παράλληλα η κοινοποίηση πληροφοριών θα πρέπει να αποτρέπει την αποκάλυψη ευαίσθητων επιχειρηματικών πληροφοριών και να μην παρεμποδίζει σοβαρά την καινοτομία.

Επίσης, καθίσταται αναγκαίο οι οργανισμοί αξιολόγησης να θεσπίζουν τις κατάλληλες διαδικασίες για την τακτική επανεξέταση των μεθοδολογιών και των μοντέλων που χρησιμοποιούνται έτσι ώστε να είναι σε θέση να αντανακλούν ορθά τις μεταβαλλόμενες συνθήκες στις υποκείμενες αγορές περιουσιακών στοιχείων. Για τη διασφάλιση της διαφάνειας κάθε ουσιαστική τροποποίηση στις μεθοδολογίες και τις πρακτικές πρέπει να κοινοποιείται πριν από την εφαρμογή της εκτός εάν ακραίες συνθήκες της αγοράς επιβάλλουν άμεση αλλαγή στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης οφείλουν να δηλώνουν ρητά και ευδιάκριτα κατά την κοινοποίηση αξιολογήσεων οποιαδήποτε χαρακτηριστικά και περιορισμούς έλαβαν

---

<sup>52</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρα 8,9,10,11 και Παράρτημα 1: Ενότητες Β και Δ).

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

υπόψη τους κατά τη διαδικασία διαβάθμισης. Ειδικότερα, οι οργανισμοί οφείλουν να δηλώνουν ευδιάκριτα κατά πόσον θεωρούν ικανοποιητική την ποιότητα των πληροφοριών που διατίθενται για την αξιολογούμενη οντότητα και σε ποιο βαθμό έχουν επαληθεύσει τις πληροφορίες αυτές. Εάν κάποια διαβάθμιση περιλαμβάνει ένα τύπο οντότητας ή χρηματοπιστωτικού μέσου για το οποίο τα ιστορικά δεδομένα είναι περιορισμένα τότε επιβάλλεται να δηλώνονται ρητά και ευδιάκριτα οι περιορισμοί της αξιολόγησης.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να προβαίνουν σε κάθε κατάλληλη προειδοποίηση σχετικά με κινδύνους, συμπεριλαμβανομένης της ανάλυσης ευαισθησίας των σχετικών παραδοχών. Η εν λόγω ανάλυση πρέπει να εξηγεί τον τρόπο με τον οποίο οι διάφορες εξελίξεις στις αγορές που επηρεάζουν τις παραμέτρους του μοντέλου μπορούν να επηρεάσουν και τις αλλαγές των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας (π.χ. αστάθεια). Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι πληροφορίες σχετικά με τα ιστορικά ποσοστά αθέτησης των υποχρεώσεων που διέπουν τις κατηγορίες αξιολόγησης επιδέχονται αξιολόγηση και ποσοτικοποίηση και ότι παρέχουν επαρκή βάση προκειμένου τα ενδιαφερόμενα μέρη να κατανοήσουν το ιστορικό των επιδόσεων κάθε κατηγορίας αξιολόγησης, καθώς και εάν και κατά πόσον οι κατηγορίες αξιολόγησης έχουν αλλάξει. Εάν η φύση της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας ή άλλες περιστάσεις καθιστούν τα ιστορικά ποσοστά αθέτησης των υποχρεώσεων ακατάλληλα, στατιστικά άκυρα ή με οποιονδήποτε άλλο τρόπο πιθανά να παραπλανήσουν τους χρήστες της αξιολόγησης, τότε οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να παρέχουν επαρκείς διευκρινίσεις. Αυτές οι πληροφορίες πρέπει, στο βαθμό που αυτό είναι εφικτό, να είναι συγκρίσιμες με οποιαδήποτε υπάρχοντα μοντέλα του κλάδου προκειμένου να βοηθήσουν τους επενδυτές να συγκρίνουν τις επιδόσεις άλλων οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.

Υπό ορισμένες συνθήκες, τα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορεί να έχουν επιδράσεις διαφορετικές από αυτές των παραδοσιακών εταιρικών χρεωστικών μέσων. Σε αυτή την περίπτωση θα μπορούσε να είναι παραπλανητικό για τους επενδυτές εάν εφαρμόζονταν οι ίδιες κατηγορίες αξιολόγησης και στους δύο τύπους μέσων χωρίς

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

περαιτέρω διευκρινίσεις. Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να συμμετέχουν ενεργά στην ευαισθητοποίηση των χρηστών των αξιολογήσεων σε ότι αφορά τα ιδιαίτερα στοιχεία των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων σε σχέση με τα συμβατικά προϊόντα. Επομένως, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει είτε να χρησιμοποιούν διαφορετικές κατηγορίες αξιολόγησης για τα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα είτε να παρέχουν πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τα διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνων των εν λόγω προϊόντων.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να κοινοποιούν οποιεσδήποτε αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας καθώς και τις αποφάσεις διαγραφής των αξιολογήσεων σε με επιλεκτική βάση και εγκαίρως. Σε περίπτωση που ληφθεί απόφαση διαγραφής μιας αξιολόγησης, θα πρέπει να κοινοποιούνται και οι λόγοι που οδήγησαν στην απόφαση αυτή.

Κατά την παρουσίαση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας οι οργανισμοί αξιολόγησης οφείλουν να διασφαλίζουν ότι τουλάχιστον:

α) αναφέρονται όλες οι ουσιώδεις πηγές πληροφοριών που χρησιμοποιήθηκαν για την προετοιμασία της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, όπως η ίδια η αξιολογούμενη οντότητα ή, εάν συντρέχει περίπτωση, οι σχετιζόμενοι με αυτήν τρίτοι, καθώς επίσης και κατά πόσον η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας έχει κοινοποιηθεί στην εν λόγω αξιολογούμενη οντότητα ή στους σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους, καθώς και για το εάν έχει τροποποιηθεί μετά την κοινοποίηση αυτή και πριν από τη διάδοσή της,

β) αναφέρεται ρητά η κύρια μεθοδολογία ή έκδοση μεθοδολογίας που χρησιμοποιήθηκε για τον καθορισμό της αξιολόγησης, με σχετική παραπομπή στην πλήρη περιγραφή της. Σε περίπτωση που η αξιολόγηση στηρίζεται σε περισσότερες από μία μεθοδολογίες ή σε περίπτωση που η αναφορά μόνο στην κύρια μεθοδολογία μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να παραβλέψουν άλλες σημαντικές πτυχές της αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένων τυχόν σημαντικών προσαρμογών και παρεκκλίσεων, ο οργανισμός αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας διευκρινίζει αυτό το στοιχείο στην αξιολόγηση και αναφέρει τον τρόπο με τον οποίο οι

διαφορετικές μεθοδολογίες ή οι λοιπές διαφορετικές πτυχές λαμβάνονται υπόψη στην αξιολόγηση,

γ) εξηγείται η σημασία κάθε κατηγορίας αξιολόγησης και ο ορισμός της αφερεγγυότητας ή αποζημίωσης και συνοδεύεται από όλες τις κατάλληλες προειδοποιήσεις για τους κινδύνους, όπως ανάλυση της ευαισθησίας των σχετικών παραδοχών με τις αξιολογήσεις που αντιστοιχούν τόσο στο δυσμενέστερο όσο και στο βέλτιστο σενάριο,

δ) αναφέρεται ρητά και ευδιάκριτα η ημερομηνία κατά την οποία η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας εκδόθηκε για πρώτη φορά για διανομή και η ημερομηνία της τελευταίας ενημέρωσής της.

Σε περίπτωση που ένας οργανισμός αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδει μη ζητηθείσα αξιολόγηση, αναφέρει στην αξιολόγηση ότι η αξιολογούμενη οντότητα ή οι σχετιζόμενοι με αυτήν τρίτοι δεν συμμετέχουν στη διαδικασία αξιολόγησης και ότι ο οργανισμός δεν είχε πρόσβαση στους λογαριασμούς και σε άλλα συναφή εσωτερικά έγγραφα της αξιολογούμενης οντότητας ή των σχετιζόμενων με αυτήν τρίτων. Οι μη ζητηθείσες αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας τακτοποιούνται με την καταχώρησή τους σε ξεχωριστή κατηγορία αξιολογήσεων.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης οφείλουν να καθιστούν διαθέσιμες, σε μια κεντρική βιβλιοθήκη που δημιουργεί η ΕΡΑΑΚΑ (Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών), τις πληροφορίες σχετικά με τα ιστορικά δεδομένα των επιδόσεών τους και σχετικά με παλαιότερες δραστηριότητες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Η εν λόγω βιβλιοθήκη είναι ανοιχτή στο κοινό.

Ο Κώδικας της IOSCO<sup>53</sup> προβλέπει τις αντίστοιχες διατάξεις με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στην ανωτέρω θεματική ενότητα και συμπληρώνει με την παράγραφο 3.7. Σύμφωνα με αυτήν, όπου είναι εφικτό και απαραίτητο ο οργανισμός αξιολόγησης θα πρέπει να ενημερώνει τον εκδότη σχετικά με τις σημαντικές πληροφορίες και τις παραδοχές πάνω στις οποίες βασίσθηκε η αξιολόγησή του πριν από την έκδοση ή την αναθεώρηση της αξιολόγησης. Παράλληλα, θα πρέπει να δίνεται η δυνατότητα στον εκδότη να παραθέσει όλη την απαραίτητη πληροφόρηση έτσι ώστε να φωτιστούν τα σημεία για τα οποία ο οργανισμός πρέπει να είναι

<sup>53</sup> Κώδικας IOSCO (Παράγραφος 3.1 – 3.10)

ενήμερος ώστε να καταλήξει στη σωστή διαβάθμιση της οντότητας. Με τη σειρά του οργανισμός θα πρέπει να εκτιμήσει πλήρως αυτές τις διευκρινήσεις. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις που ο οργανισμός δεν έχει ενημερώσει τον εκδότη πριν τη δημοσίευση της αξιολόγησης, τότε θα πρέπει να το πράξει το συντομότερο δυνατό και να λογοδοτήσει για αυτήν την καθυστέρηση.

## 2. Επεξεργασία της εμπιστευτικής πληροφόρησης.

Στις ανωτέρω θεματικές ενότητες αναφέρεται ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης οφείλουν να ελέγχουν και να κοινοποιούν δημοσίως τις πληροφορίες και τις πηγές που αποτελούν τη βάση των αξιολογήσεών τους. Αυτή όμως η υποχρέωση που προβλέπεται από τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δεν θίγει το καθήκον των οργανισμών αξιολόγησης να προστατεύουν το δικαίωμα της ιδιωτικής ζωής των φυσικών προσώπων έναντι της επεξεργασίας των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα.

Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι εργαζόμενοί τους που εμπλέκονται άμεσα στη διαδικασία αξιολόγησης οφείλουν να:

- α) λαμβάνουν όλα τα εύλογα μέτρα για την προστασία των περιουσιακών στοιχείων και των αρχείων του οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας από απάτη, κλοπή ή κατάχρηση που έχουν στην κατοχή τους.
- β) μην κοινοποιούν καμία πληροφορία σχετικά με τις αξιολογήσεις ή τις πιθανές μελλοντικές αξιολογήσεις του οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, με εξαίρεση εκείνες που έχουν αποδέκτη την αξιολογούμενη οντότητα ή τους σχετιζόμενους με αυτήν τρίτους,
- γ) μην ανταλλάσσουν πληροφορίες οι οποίες έχουν κοινοποιηθεί εμπιστευτικά στον οργανισμό αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας με συναδέλφους τους ή οποιοδήποτε άτομο συνδέεται με τον οργανισμό μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα.
- δ) μην χρησιμοποιούν ούτε να ανταλλάσσουν απόρρητες πληροφορίες με σκοπό τις συναλλαγές με χρηματοπιστωτικά μέσα, ή για οποιονδήποτε άλλο σκοπό εκτός από την εκτέλεση των δραστηριοτήτων του οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Παράρτημα 1: Ενότητες Γ «Κανονισμός Προσωπικού»)



### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Ο κώδικας της IOSCO<sup>55</sup> επισημαίνει ακριβώς τα ανωτέρω με αντίστοιχες παραγράφους και επιπλέον αναφέρει ότι προκειμένου να διατηρηθεί η εμπιστευτική πληροφόρηση, οι εργαζόμενοι ενός οργανισμού θα πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένοι για τις εσωτερικές πολιτικές διαπραγμάτευσης των χρεογράφων, οι οποίες υποστηρίζονται από τον εργοδότη και περιοδικά επικυρώνουν την απαιτούμενη συμμόρφωση των εργαζομένων με αυτές τις πολιτικές.

#### Δ. ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΓΓΡΑΦΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗΣ

Η εν λόγω θεματική ενότητα αφορά αποκλειστικά τις διατάξεις του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Ο Κώδικας της IOSCO εξαιτίας της φύσης του – στηρίζεται στην εθελοντική συμμόρφωση – δεν προβλέπει κάτι ανάλογο.

##### 1. Διαδικασία Εγγραφής

Για τη διασφάλιση ενός υψηλού επιπέδου εμπιστοσύνης εκ μέρους των επενδυτών και των καταναλωτών στην εσωτερική αγορά, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδουν αξιολογήσεις οι οποίες προορίζονται να χρησιμοποιηθούν για κανονιστικούς σκοπούς από πιστωτικά ιδρύματα στην Κοινότητα θα πρέπει να υποβάλλονται σε διαδικασία εγγραφής σε μητρώο. Επομένως, είναι απαραίτητο να οριστούν οι προϋποθέσεις και η διαδικασία για την έγκριση, αναστολή και απόσυρση της εν λόγω εγγραφής.

Ένας οργανισμός αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να υποβάλει αίτηση εγγραφής προκειμένου να εξασφαλίσει ότι οι αξιολογήσεις του μπορούν να χρησιμοποιηθούν για κανονιστικούς σκοπούς από τα πιστωτικά ιδρύματα, τις επενδυτικές εταιρείες, τις ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, τις εταιρείες ασφάλισης και αντασφάλισης, τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, εφόσον πρόκειται για νομικό πρόσωπο εγκατεστημένο στην Κοινότητα. Η εγγραφή ισχύει για ολόκληρη την επικράτεια της Κοινότητας, μετά τη δημοσίευση στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*. Ένας εγγεγραμμένος οργανισμός

---

<sup>55</sup> Κώδικας IOSCO (Παράγραφος 3.11 – 3.18)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οφείλει να συμμορφώνεται ανά πάσα στιγμή με τους όρους που διέπουν την αρχική εγγραφή.<sup>56</sup>

Η ευθύνη για την εγγραφή και την επιτήρηση των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας βαρύνει την αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης, δηλαδή εκείνου στο οποίο βρίσκονται τα κεντρικά γραφεία του οργανισμού αξιολόγησης. Η αρμόδια αρχή εγγράφει τον οργανισμό αξιολόγησης εφόσον αυτός συμμορφώνεται προς τους όρους για την έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

Μερικοί οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας απαρτίζονται από διάφορα νομικά πρόσωπα που όλα μαζί συνθέτουν έναν όμιλο οργανισμών. Κατά την εγγραφή καθενός από τους οργανισμούς αξιολόγησης που συμμετέχουν σε έναν τέτοιο όμιλο, οι αρμόδιες αρχές του αντίστοιχου κράτους μέλους θα πρέπει να συντονίζουν την αξιολόγηση των αιτήσεων που υποβάλλονται από οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας οι οποίοι ανήκουν στον ίδιο όμιλο.

Είναι απαραίτητο να θεσπιστεί ένα ενιαίο σημείο για την υποβολή των αιτήσεων εγγραφής. Η ΕΡΑΑΚΑ θα πρέπει να παραλαμβάνει τις αιτήσεις εγγραφής και να ενημερώνει δεόντως τις αρμόδιες αρχές σε όλα τα κράτη μέλη. Αίτηση εγγραφής μπορεί να υποβληθεί και από όμιλο οργανισμών αξιολόγησης. Σε αυτήν την περίπτωση τα μέλη του ομίλου εξουσιοδοτούν ένα από τα μέλη του να υποβάλλει την αίτηση στην ΕΡΑΑΚΑ εκ μέρους του ομίλου. Στη συνέχεια η τελευταία διαβιβάζει την αίτηση στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης και ενημερώνει τις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών για τη διαβίβαση. Ακολούθως, ελέγχεται από την αρμόδια αρχή κατά πόσον η αίτηση εγγραφής είναι πλήρης. Σε αντίθεση περίπτωση, ορίζεται προθεσμία μέχρι την οποία ο οργανισμός οφείλει να παράσχει τις πρόσθετες πληροφορίες. Κατόπιν, η αίτηση διαβιβάζεται στις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών μελών και στην ΕΡΑΑΚΑ. Όταν υποβάλλεται αίτηση εγγραφής από όμιλο οργανισμών οι αρμόδιες αρχές των κρατών μελών προέλευσης επιλέγουν μεταξύ τους ένα μεσολαβητή ο οποίος αναλαμβάνει το συντονισμό της εξέτασης της αίτησης εγγραφής.

---

<sup>56</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρα 12 -16)

Για την απόφαση εγγραφής ενός οργανισμού αξιολόγησης η αρμόδια αρχή κοινοποιεί στην ΕΡΑΑΚΑ σχέδιο αιτιολογημένης απόφασης εγγραφής ή άρνησης της εγγραφής. Στην περίπτωση ομίλου, η κοινοποίηση του αποτελέσματος πραγματοποιείται από το μεσολαβητή. Σε αυτό το στάδιο η ΕΡΑΑΚΑ εκφράζει την άποψή της επί της εγγραφής.

Τέλος, η αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης αποσύρει την εγγραφή ενός οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας σε περίπτωση που ο οργανισμός:

- α) αρνείται ρητά την εγγραφή ή δεν έχει παράσχει καμία αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας κατά τους προηγούμενους έξι μήνες,
- β) πέτυχε την εγγραφή με ψευδείς δηλώσεις ή με άλλο παράτυπο μέσο,
- γ) δεν πληρεί πλέον τις προϋποθέσεις με βάση τις οποίες έγινε δεκτή η εγγραφή του,
- δ) παραβίασε τις διατάξεις του παρόντος κανονισμού που διέπουν τις συνθήκες λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.<sup>57</sup>

## 2. Επιτήρηση

Στο πλαίσιο της επιτήρησης των οργανισμών αξιολόγησης, η ΕΡΑΑΚΑ θα πρέπει να παρέχει συμβουλές σχετικά με τη διαδικασία εγγραφής και το συντονισμό μεταξύ των αρμόδιων αρχών, τις πρακτικές επιβολής που εφαρμόζουν και τις δραστηριότητες που εκτελούν οι αρμόδιες αρχές καθώς και τα κοινά πρότυπα παρουσίασης των πληροφοριών που κοινοποιούν οι οργανισμοί αξιολόγησης.<sup>58</sup>

Κάθε κράτος μέλος ορίζει μια αρμόδια αρχή με σκοπό την εποπτεία του Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Οι αρμόδιες αρχές ασκούν τις αρμοδιότητές τους είτε άμεσα, είτε σε συνεργασία με άλλες αντίστοιχες αρχές ή προσφεύγοντας στις αρμόδιες δικαστικές αρχές.<sup>59</sup>

Η αρμόδια αρχή του κράτους μέλους προέλευσης δύναται να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα με σκοπό :

<sup>57</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 17)

<sup>58</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 18)

<sup>59</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρα 19 - 20)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

- α) να αποσύρει την εγγραφή,
- β) να επιβάλλει προσωρινή απαγόρευση της έκδοσης αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας με ισχύ σε ολόκληρη την Κοινότητα,
- γ) να επιβάλλει την αναστολή της χρήσης των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας με ισχύ σε ολόκληρη της Κοινότητα,
- δ) να διασφαλίσει ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης συνεχίζουν να συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις του Κανονισμού,
- ε) να εκδώσει ανακοινώσεις όταν ένας οργανισμός αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας παραβιάζει τις υποχρεώσεις,
- στ) να παραπέμψει θέματα ποινικής δίωξης στις αρμόδιες δικαστικές αρχές.<sup>60</sup>

Οι αρμόδιες αρχές των κρατών μελών θα πρέπει να συνεργάζονται με σκοπό την καλύτερη εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης. Σε περίπτωση διαφωνίας μεταξύ των αρχών, το ζήτημα παραπέμπεται στην ΕΡΑΑΚΑ για διαμεσολάβηση. Οι αρμόδιες αρχές οφείλουν να λάβουν υπόψη τη γνώμη της τελευταίας<sup>61</sup>.

Η υποχρέωση επαγγελματικού απορρήτου ισχύει για όλα τα πρόσωπα που εργάζονται ή εργάστηκαν για την αρμόδια αρχή, συμπεριλαμβανομένων των επιθεωρητών και των εμπειρογνομόνων που προσλαμβάνονται από την αρμόδια αρχή. Οι πληροφορίες που καλύπτονται από το επαγγελματικό απόρρητο δεν δύνανται να κοινοποιούνται σε οποιοδήποτε άλλο πρόσωπο ή αρχή εκτός εάν η εν λόγω κοινοποίηση απαιτείται στο πλαίσιο νομικών διαδικασιών.<sup>62</sup>

Η αρμόδια αρχή ενός κράτους μέλους δύναται να κοινοποιεί τις πληροφορίες που λαμβάνει από αρμόδια αρχή άλλου κράτους μέλους ή από τις αρμόδιες αρχές τρίτων χωρών, αν η αρμόδια αρχή του εμπλεκόμενου κράτους μέλους διαθέτει ρητή συμφωνία της αρμόδιας αρχής που έχει διαβιβάσει τις πληροφορίες και, εφόσον συντρέχει περίπτωση, εάν οι πληροφορίες κοινοποιούνται αποκλειστικά και μόνο για τους σκοπούς για τους οποίους η εν λόγω αρμόδια αρχή έδωσε τη σύμφωνη γνώμη της<sup>63</sup>.

<sup>60</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 21)

<sup>61</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρα 23 - 27)

<sup>62</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρα 28)

<sup>63</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 30)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Τα κράτη μέλη θα πρέπει να θεσπίσουν τους κανόνες σχετικά με τις κυρώσεις που ισχύουν σε περιπτώσεις παραβίασης των διατάξεων του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και να λάβουν όλα τα απαραίτητα μέτρα για να διασφαλίσουν την υλοποίησή τους. Οι κυρώσεις οφείλουν να καλύπτουν τουλάχιστον τις περιπτώσεις σοβαρών επαγγελματικών παραπτώματων και έλλειψης δέουσας επιμέλειας. Οι προβλεπόμενες κυρώσεις πρέπει να είναι αποτελεσματικές, αναλογικές και αποτρεπτικές<sup>64</sup>.

#### Ε. ΚΟΙΝΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΚΩΔΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΗΣ IOSCO ΚΑΙ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΣΤΟΥΣ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

Οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να γνωστοποιούν στο κοινό τον κώδικα συμπεριφοράς τους και να περιγράφουν πώς οι κώδικες αυτοί εφαρμόζουν τις διατάξεις του Κώδικα Συμπεριφοράς της IOSCO όσον αφορά τις δραστηριότητες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Εάν ο κώδικας συμπεριφοράς ενός οργανισμού παρουσιάζει αποκλίσεις σε σχέση με τον Κώδικα της IOSCO, τότε ο οργανισμός θα πρέπει να εξηγήσει σε ποια σημεία και γιατί εμφανίζονται αυτές οι αποκλίσεις καθώς και πώς καταφέρνει παρόλα αυτά να επιτυγχάνει τους αντικειμενικούς σκοπούς του Κώδικα. Οι οργανισμοί θα πρέπει να περιγράφουν γενικά πώς σκοπεύουν να επιβάλλουν την εφαρμογή του δικού τους κώδικα συμπεριφοράς. Επίσης οφείλουν να κοινοποιούν έγκαιρα τυχόν αλλαγές και τον τρόπο με τον οποίο αυτές εφαρμόζονται και επιβλέπονται.

Οι οργανισμοί θα πρέπει να καθιερώσουν μια εσωτερική λειτουργία η οποία θα είναι επιφορτισμένη να επικοινωνεί με τους συμμετέχοντες στην αγορά και το κοινό για οποιεσδήποτε απορίες, ανησυχίες ή παράπονα που οι οργανισμοί ενδεχομένως να δεχτούν. Ο αντικειμενικός σκοπός αυτής της λειτουργίας είναι να εξασφαλίζει ότι τα στελέχη των οργανισμών ενημερώνονται για τέτοιου είδους θέματα και ότι τα λαμβάνουν υπόψη τους σε περιπτώσεις αναθεώρησης των πολιτικών και των διαδικασιών τους.

---

<sup>64</sup> Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Άρθρο 31)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Τέλος, οι οργανισμοί οφείλουν να δημοσιεύουν σε εμφανή θέση ή σε κεντρικό σημείο στην ιστοσελίδα τους στο διαδίκτυο τα κάτωθι:

- α) Τον κώδικα συμπεριφοράς τους
- β) Την περιγραφή των μεθοδολογιών που χρησιμοποιούν
- γ) Κάθε πληροφορία σε σχέση με ιστορικά δεδομένα επίδοσης.

**Κεφάλαιο 4: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ**

Έχοντας αναλύσει τα οικονομικά του κλάδου των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τα ενδεχόμενα προβλήματα που προκύπτουν από τη λειτουργία τους, τα ρυθμιστικά μέτρα που διέπουν τη λειτουργία και την επιτήρησή τους, το τελευταίο βήμα έγκειται στο αν και κατά πόσο αυτά τα προβλήματα αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά από την σκοπιά των οικονομικών εκτιμήσεων, των ρυθμιστικών επιλογών.

Ο πίνακας 1 περιλαμβάνει τα πεδία αναφοράς-ανησυχίας του κεφαλαίου 2. Η στήλη «Μέτρο» αναφέρεται στα μέσα τα οποία έχουν αναγνωριστεί ως πιο αποδοτικά στην προσπάθεια επίλυσης αυτών των προβλημάτων. Ο σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να εξεταστεί ο τρόπος που τα κάτωθι μέτρα εφαρμόζονται στην πράξη.

Πίνακας 1

Πεδίο Αναφοράς – Ανησυχίας		Μέτρο
Στατική Αποδοτικότητα	Μειωμένη Ποιότητα	Αυξημένος ανταγωνισμός
	Ανεπάρκεια	Αυξημένος ανταγωνισμός
Κοινωνικά Κόστη		Χαλαρή Επίσημη Ανάθεση
Δυναμική Αποδοτικότητα	Μερική καινοτομία στα προϊόντα	Αυξημένος ανταγωνισμός
	Μερική καινοτομία στις διαδικασίες	Αυξημένος ανταγωνισμός
Οικονομική Σταθερότητα	Προ-κυκλικότητα	(Ρύθμιση των μεθοδολογιών διαβάθμισης)
	Κανονιστική μεροληψία	(Ρύθμιση των μεθοδολογιών διαβάθμισης)
	Rating Triggers	Αυξημένη Διαφάνεια
	Συμπεριφορά Επενδυτών	Μείωση των κανονιστικών

Credit Rating Agencies:  
Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

		διαβαθμίσεων
	Αποτυχία Οργανισμού	Αυξημένος ανταγωνισμός
	Παροχή πληροφοριών	Παροχή πρόσβασης στην ιδιωτική πληροφορία
	Τιτλοποίηση	Υποστήριξη Τιτλοποίησης
Έλλειψη Ανταγωνισμού	Unsolicited Ratings	Αύξηση διαφάνειας
	Notching/Tying	Αυξημένος ανταγωνισμός
Πολιτική δύναμη		Μείωση των κανονιστικών διαβαθμίσεων
Μηχανισμός Φήμης		- Ενίσχυση του μηχανισμού φήμης - Αύξηση διαφάνειας
Σύγκρουση Συμφερόντων		Αυξημένη Διαφάνεια
Πληθωρισμός Αξιολογήσεων		Μέτρηση Ρυθμιστικής Διαφάνειας
Συχνότητα διαβαθμίσεων		(Ρύθμιση των μεθοδολογιών διαβάθμισης)

Ο μεγάλος αριθμός των προβληματισμών εμφανίζει τον κλάδο των οργανισμών διαβάθμισης, ως υψηλά επιρρεπή στη μεσολάβηση της πολιτείας. Παρόλα αυτά η ανάλυση έχει δείξει ότι οι πραγματικές απειλές είναι περιορισμένες. Αυτό συμβαίνει, διότι οι περισσότεροι προβληματισμοί παραμένουν απλά προβληματισμοί. Υπάρχουν πολύ λίγες εμπειρικές αποδείξεις που δείχνουν ότι τα πράγματα δεν εξελίσσονται ομαλά. Η μεγαλύτερη απειλή προέρχεται από τον ίδιο το «μηχανισμό της φήμης». Εάν αυτός χειροτερεύει, τότε μειώνεται και η ποιότητα των διαβαθμίσεων. Η πιθανότητα εμφάνισης των ενδεχόμενων προβληματισμών γίνεται υψηλότερη και ο αντίκτυπός τους ακόμα μεγαλύτερος. Τα βασικά μέτρα που θα πρέπει να λάβει η πολιτεία είναι: η αύξηση του ανταγωνισμού και η διαφάνεια, καθώς και η αλλαγή του συστήματος της πιστοποίησης.<sup>65</sup>

Πολλά από τα προβλήματα του κλάδου των οργανισμών διαβάθμισης δεν μπορούν να αντιμετωπιστούν με τη μεσολάβηση. Ενδεικτικό πρόβλημα αποτελεί ο κίνδυνος των «rating triggers» που προέρχεται από ιδιωτικά συμβόλαια τα οποία εκτείνονται πέρα

<sup>65</sup> Fabian Dittrich (2007)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

από το πεδίο δράσης των οργανισμών<sup>66</sup>. Η πολιτεία χρειάζεται να αυξήσει τα πρότυπα αναφοράς για όλους τους συμμετέχοντες σε αυτήν. Διάφορα άλλα θέματα, ιδιαίτερα διαρθρωμένων κινδύνων, μπορούν να αντιμετωπιστούν είτε άμεσα από την αγορά, είτε να απαιτούν την ενασχόληση της πολιτείας σχετικά με τη μεθοδολογία της αξιολόγησης των οργανισμών. Αυτή η ιδέα, ωστόσο, θα πρέπει να αποκλειστεί εξ' αρχής εφόσον πρακτικά θα σήμαινε την ενασχόληση της πολιτείας στη λειτουργία των οργανισμών διαβάθμισης. Αυτός δεν μπορεί να είναι ο στόχος της ρυθμιστικής πολιτικής· οι ιδιωτικές διαβαθμίσεις χρησιμοποιούνται στη ρύθμιση του συστήματος αξιολόγησης ακριβώς επειδή οι ιδιωτικοί παράγοντες είναι ανώτεροι από την πολιτεία στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου.

Πολλοί άλλοι προβληματισμοί θέτουν μία μικρή απειλή από μόνοι τους στο εάν θα πρέπει να υπάρχει ένα μετρήσιμο αποτέλεσμα στη μεσολάβηση της λειτουργίας της αγοράς. Ένα ρυθμιστικό πρόγραμμα θα πρέπει πάντοτε να σχεδιάζεται με βάση την αποδοτικότητα του κόστους, λαμβάνοντας υπόψη τα συνεπαγόμενα κόστη διοίκησης και συμμόρφωσης<sup>67</sup>. Ως εκ τούτου είναι προτιμότερο να μη δοθεί τόσο μεγάλη έμφαση σε συγκεκριμένες απειλές, αλλά να γίνει εστίαση σε εκείνα τα μέτρα τα οποία δύναται να βελτιώσουν γενικά τις συνθήκες σε πολλούς τομείς.

Ο πίνακας 1 δείχνει ότι συγκεκριμένα μέτρα επιδρούν θετικά σε διαφορετικούς τομείς, κάνοντας πιο εύκολη την εφαρμογή τους, χωρίς υψηλά κόστη. Η πολιτεία οφείλει πρώτα να δει ότι η ρυθμιστική νομοθεσία αυξάνει τον ανταγωνισμό και δε συμβάλλει στην περαιτέρω παρεμπόδιση του. Αυτό είναι μακράν το σημαντικότερο μέτρο. Δεύτερον, η επίσημη αναγνώριση δε θα πρέπει να είναι τόσο περιοριστική, έτσι ώστε να ενθαρρύνει την εισαγωγή νέων οργανισμών αξιολόγησης στην αγορά και να μειώνει το κενό ανάμεσα στους ηγέτες (NRSRO's) και τους υπόλοιπους. Τελικά, όλα αυτά τα μέτρα οφείλουν να έχουν ως βασική κατεύθυνση τον «μηχανισμό της φήμης».

Ενώ είναι εύκολο να προτείνει κανείς ότι οι ανησυχίες της αγοράς μπορούν να αντιμετωπιστούν αποδοτικά, θα πρέπει να έχει στο μυαλό του τη σύγχρονη

---

<sup>66</sup> Nicholls (2005)

<sup>67</sup> Rousseau (2005)



ρυθμιστική θεωρία η οποία παραπέμπει σε «κυβερνητική αποτυχία»<sup>68</sup>. Εφόσον τα κέρδη των οργανισμών διαβάθμισης είναι μεγάλα και οι εκδότες και οι επενδυτές επηρεάζονται έντονα από την κανονιστική συμμόρφωση των αξιολογήσεων, η διακύβευση των συμφερόντων είναι υψηλή. Επιπρόσθετα, οι επενδυτές και οι εκδότες έχουν πολύ καλές διασυνδέσεις με υψηλά ιστάμενα πολιτικά πρόσωπα και ως εκ τούτου, υπάρχει πεδίο για πολιτική χειραγώγηση μέσω της ρύθμισης<sup>69</sup>. Επίσης, το γεγονός ότι η πολιτεία βασίζεται σε ιδιωτικές διαβαθμίσεις δεν αποτελεί λόγο για κυβερνητική επέμβαση. Πρέπει πάντα να υπάρχει μια ξεκάθαρη προοπτική για την διόρθωση των αποτυχιών της αγοράς είτε βελτιώνοντας την απόδοση των οργανισμών αξιολόγησης είτε παρεμποδίζοντας τις αρνητικές επιδράσεις των αποτιμήσεων στις οικονομικές αγορές. Επιπλέον, κρίνεται απαραίτητο να αποφεύγονται μυωπικές ρυθμιστικές αντιδράσεις υπό των ορατών «αποτυχιών διαβάθμισης». Ακόμα, η νομοθεσία οφείλει να μην εστιάζει στην Moody's και στην S&P αλλά να έχει ως στόχο τη διατήρηση υψηλής ποιότητας πρότυπα για τον κλάδο. Τελικά, οποιαδήποτε ρυθμιστική νομοθεσία θα πρέπει να συνδυάζεται αρμονικά σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι εθνικές λύσεις είναι ανεπαρκείς στο να αντιμετωπίσουν έναν παγκοσμιοποιημένο κλάδο.

#### A. Ρύθμιση βάσει διαβαθμίσεων έναντι ρύθμισης βάσει της προσέγγισης της αγοράς

Η ρύθμιση βάσει των διαβαθμίσεων ασκεί σημαντική επίδραση στον κλάδο των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Αυξάνει τη ζήτηση και ενδεχομένως μειώνει την προσφορά, εφόσον δεν χρησιμοποιείται κάθε διαβάθμιση για κανονιστική συμμόρφωση. Εκτός από την ποιότητα της πληροφόρησης, η εθνική αναγνώριση είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει το κύρος ενός οργανισμού στην αγορά. Αυτό μπορεί να εμποδίσει τον «μηχανισμό της φήμης» και να χειροτερεύσει την ποιότητα που αποτελεί τη βάση για πολλά προβλήματα. Παράλληλα, υπάρχουν κάποια καίρια προβλήματα όπως η συμπεριφορά των επενδυτών. Ο Partnoy (2006) θέτει μια σημαντική περίπτωση για την αντικατάσταση των NRSRO's με μέτρα βασισμένα στην προσέγγιση της αγοράς.

Η απάντηση αν θα πρέπει να καταργηθεί η ρύθμιση που μετρά την ευαισθησία στον πιστωτικό κίνδυνο είναι αρνητική. Η σταθερότητα του οικονομικού συστήματος

<sup>68</sup> Viscuci Et al (2005)

<sup>69</sup> Schwartz (2001)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

μπορεί να ενισχυθεί περιέχοντας αξιολογήσεις κινδύνου : η εμπιστοσύνη αυξάνεται και οι επενδυτές προστατεύονται. Είναι άξιο προσπάθειας η εύρεση του κατάλληλου μέτρου πιστωτικού κινδύνου. Θα πρέπει η πολιτεία να χρησιμοποιεί εξωτερικά μέτρα ή να προωθή τις δικές της εκτιμήσεις; Υπάρχουν κάποια προβλήματα σχετικά με αυτήν την απάντηση . Ακόμα και ένας ανεξάρτητος οργανισμός ενδεχομένως να επηρεαστεί από τη νομοθεσία που με τη σειρά της επηρεάζεται από τους συμμετέχοντες στην αγορά . Επιπλέον , τίθεται το ερώτημα εάν ένας οργανισμός διαθέτει τους κατάλληλους πόρους και τα προσόντα για να διεξάγει ακριβείς εκτιμήσεις. Χωρίς το κίνητρο του κέρδους, ένας οργανισμός είναι πιθανόν να είναι βραδυκίνητος σε καινοτομίες. Παρόλο που υπάρχουν οφέλη, είναι ξεκάθαρο ότι ένα εξωτερικό μέτρο πιστωτικού κινδύνου είναι απαραίτητο.

Τα δύο εξωτερικά μέτρα πιστωτικού κινδύνου είναι: α. οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις (rating-based) και β. τα μέτρα προσέγγισης της αγοράς (π.χ. πιστωτικά περιθώρια κέρδους, τα συμβόλαια ανταλλαγής κινδύνου του χαρτοφυλακίου ή ακόμα και οι τιμές των μετοχών). Και οι δύο προσεγγίσεις έχουν τα δυνατά και αδύνατα σημεία τους. Το σημαντικότερο πλεονέκτημα των μέτρων κινδύνου βάσει της προσέγγισης της αγοράς είναι η ευελιξία και ο χρόνος επικαιροποίησης , ενώ το βασικό μειονέκτημα είναι το περιορισμένο εύρος . Υπάρχουν πολλά μη άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα και νέες εκδόσεις , οι οποίες δεν δύναται να διαβαθμιστούν μέσω αυτής της μεθόδου.

Οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις έχουν κατηγορηθεί για έλλειψη ποιότητας πληροφορίας και ανεξαρτησίας. Η εμπειρική έρευνα παρόλα αυτά έχει καταλήξει ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο και των δυο προσεγγίσεων είναι παρόμοιο<sup>70</sup>. Επιπλέον έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι το θέμα της ανεξαρτησίας των οργανισμών είναι υπερτιμημένο, ιδιαίτερα υπό το πρίσμα ενός καλά εφαρμόσιμου μηχανισμού φήμης.

Συμπερασματικά, η αντικατάσταση της ρύθμισης βάσει των διαβαθμίσεων δεν είναι ούτε πιθανή ούτε επιτρεπτή. Προτείνεται για την πολιτεία η εξέταση της πιθανότητας μιας ενεργής χρησιμοποίησης αξιολογήσεων βάσει της προσέγγισης της αγοράς. Μια πολλά υποσχόμενη δυνατά ότητα είναι η επίσημη αναγνώριση, ποιοτικά -

---

<sup>70</sup> Perraudin & Taylor (2004)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

προσανατολισμένων οργανισμών αξιολόγησης, οι οποίοι να μεταφράζουν τα δεδομένα της αγοράς σε κοινές διαβαθμίσεις. Ένα πιθανό πρόβλημα προκύπτει εφόσον δεν χρησιμοποιούνται δεδομένα από τους εκδότες στον υπολογισμό των διαβαθμίσεων. Παράλληλα, επανεξετάζεται το ενδεχόμενο να πληρώνει ο επενδυτής. Αυτό ενδεχομένως να δημιουργήσει σύγκρουση με τη δωρεάν διαθεσιμότητα των υπαρχουσών διαβαθμίσεων. Εναλλακτικά, η πολιτεία μπορεί να δημιουργήσει ένα δημόσιο οργανισμό που θα παρέχει αποκλειστικά αξιολογήσεις βάσει της προσέγγισης της αγοράς. Ένα ξεκάθαρο σύνολο κανονισμών θα μπορούσε να εγγυηθεί την ανεξαρτησία του. Το μοναδικό αρνητικό στοιχείο σε αυτήν την επιλογή είναι η έλλειψη ανταγωνισμού που προάγει τη βελτίωση και την ομαλή λειτουργία.<sup>71</sup>

#### B. Η υιοθέτηση του ανταγωνισμού έναντι του περιορισμού του ανταγωνισμού

Ο κλάδος των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας χαρακτηρίζεται από πολλά εμπόδια εισόδου και περιορισμένο ανταγωνισμό. Παρόλα αυτά, τα ενδεχόμενα προβλήματα της αποδοτικότητας και της αντι-ανταγωνιστικής συμπεριφοράς μπορούν να επιλυθούν μέσω της ύπαρξης περισσότερου ανταγωνισμού. Βάσει αυτών των δεδομένων προκύπτουν δύο βασικά ερωτήματα:

α) Γιατί θα πρέπει να θεωρείται ο περιορισμένος ανταγωνισμός σαν μια επιλογή πολιτικής; β) Πώς μπορεί η πολιτεία να αυξήσει τον ανταγωνισμό, δεδομένου των περιορισμένων δυνάμεων της αγοράς;

Ο βασικός φόβος του αυξημένου ανταγωνισμού είναι ο κλονισμός του «μηχανισμού φήμης» οδηγώντας σε υποβάθμιση της ποιότητας. Έχει αποδειχτεί<sup>72</sup>, μέσω ενός γενικού μοντέλου, ότι η περιορισμένη είσοδος μπορεί να ενισχύσει την ποιότητα. Επιπρόσθετα, μέσω μιας εμπειρικής έρευνας<sup>73</sup> έχει εξηγηθεί ότι τα υψηλά κόμιστρα, ως αποτέλεσμα του περιορισμένου ανταγωνισμού, αυξάνουν το επίπεδο της «αξιολογούμενης σχέσης», η οποία με τη σειρά της αυξάνει τη γενικότερη ποιότητα της πληροφόρησης, εφόσον περιλαμβάνει και ιδιωτική πληροφόρηση. Παρόλα αυτά (ακόμα και αν η ποιότητα αυξάνει προς την ίδια κατεύθυνση με τα υψηλότερα κέρδη) αυτό δε σημαίνει ότι ο περισσότερος ανταγωνισμός τη μειώνει. Έχει αποδειχτεί ότι δεν υπάρχει κίνητρο για τους υπάρχοντες οργανισμούς να μειώσουν την ποιότητα,

<sup>71</sup> Fabian Dittrich (2005)

<sup>72</sup> Kranton (2003)

<sup>73</sup> Butler και Rogers (2003)

ενώ οι νεοεισερχόμενοι δεν έχουν άλλη επιλογή από το να παρέχουν υψηλής ποιότητας διαβαθμίσεις.

Έχει εκφραστεί φόβος ότι η «υπερβολική κατάτμηση της αγοράς μπορεί να έχει αντίθετες συνέπειες», δηλαδή οι οργανισμοί αξιολόγησης ενδεχομένως να πιεστούν να εκδώσουν επιθυμητές διαβαθμίσεις με σκοπό να προσελκύσουν νέους πελάτες<sup>74</sup>. Οι συγκρούσεις συμφερόντων πιθανόν να είναι εντονότερες, αν η αγορά παρουσιάζει υψηλό βαθμό συγκέντρωσης<sup>75</sup>. Το επιχείρημα αυτό στηρίζει την άποψη ότι οι οργανισμοί προσπαθούν με κάθε τρόπο να αυξήσουν το μερίδιό τους στην αγορά. Εάν τα οφέλη των αξιολογήσεων είχαν απλά ενημερωτικό υπόβαθρο, μία ευνοϊκή αξιολόγηση δε θα είχε καμία αξία, γιατί δε θα μετέφερε ούτε φήμη, αλλά ούτε και πληροφόρηση. Μόνο εάν υπάρχει κανονιστική χρήση των αξιολογήσεων (εξουσιοδοτημένη αξία) έχουν νόημα οι εκφρασμένες ανησυχίες. Ωστόσο, πρακτικά δεν είναι σίγουρο, αν είναι δικαιολογημένες. Σε εμπειρική μελέτη των αξιολογούμενων κρατών έχει υποστηριχθεί ότι οι νεοεισερχόμενοι οργανισμοί είναι πιο συντηρητικοί από τους ήδη υπάρχοντες, για να αυξήσουν τη φήμη τους<sup>76</sup>. Ωστόσο, ενώ ο αυξημένος ανταγωνισμός μειώνει αυτή τη συντηρητική στάση, οι νεοεισερχόμενοι συνεχίζουν να παραμένουν πιο συντηρητικοί σε απόλυτη κλίμακα. Οι ήδη υπάρχοντες όμως, δεν επηρεάζονται σημαντικά από τον αριθμό των ανταγωνιστών.

Σε αυτό το σημείο απαντάται η αρχική ερώτηση. Η παραδοσιακή περιοριστική αναγνώριση NRSRO αποτελεί το κυρίαρχο πρόβλημα. Παράλληλα, η άποψη του «πληθωρισμού των διαβαθμίσεων» (δηλαδή η παροχή υψηλότερων διαβαθμίσεων από τις κανονικές, ως αποτέλεσμα της προσπάθειας των οργανισμών να επεκτείνουν το μερίδιο αγοράς τους) αποδεικνύει την ύπαρξη πιθανότητας να παρέχουν χαμηλής ποιότητας πληροφόρηση.

Σχετικά με το δεύτερο ερώτημα, αναφορικά με το πώς το κράτος μπορεί να αυξήσει τον ανταγωνισμό, ένα σημαντικό εργαλείο αποτελεί η επίσημη αναγνώριση. Κρίσιμο

---

<sup>74</sup> E.U. Commission (2005)

<sup>75</sup> Hill (2004)

<sup>76</sup> McNamara και Vaaler (2000)

μέρος της ανταγωνιστικής διαδικασίας είναι η είσοδος στην αγορά<sup>77</sup>. Αφενός, οι νεοεισερχόμενοι αντιμετωπίζουν υψηλά κόστη εισόδου, αφετέρου οι χρήστες των αποτιμήσεων έχουν ξεκάθαρη προτίμηση στους ήδη υπάρχοντες οργανισμούς. Ενώ είναι δαπανηρό να ξεπεραστούν αυτές οι προτιμήσεις, οι νεοεισερχόμενοι αντιμετωπίζουν ένα επιπλέον ζήτημα έναντι των υπάρχοντων οργανισμών του κλάδου. Αυτό, που είναι και το σημαντικότερο, είναι η χρονική υστέρηση στη δημιουργία της φήμης που δυσκολεύει τους νεοεισερχόμενους οργανισμούς, κάνοντας σχεδόν απίθανη την είσοδο τους στον κλάδο, ανεξάρτητα από το ποσό των χρημάτων που είναι διατεθειμένοι να δαπανήσουν.

Δύο βασικά εργαλεία της πολιτείας στην αύξηση του αριθμού των ανταγωνιστών είναι: η οικονομική ρύθμιση και η αντι-μονοπωλιακή πολιτική. Αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχει χώρος για απαγόρευση της επίσημης αναγνώρισης, αλλά όχι αρκετός για οικονομική ρύθμιση. Μια πιθανότητα είναι η επιδότηση μικρών οργανισμών αξιολόγησης, που είναι ιδιαίτερα καινοτόμοι και βασίζονται στο μοντέλο πληρωμής από τους επενδυτές. Στην ουσία, οι επιδοτήσεις αποτελούν μια καλή λύση στα οικονομικά ζητήματα, εφόσον οι οργανισμοί αυτοί αναζητούν πηγές εσόδων. Υπάρχει όμως και το ενδεχόμενο της εμφάνισης αντι-μονοπωλιακών σκοπιμοτήτων. Η πολιτεία μπορεί να επηρεάσει τη δομή του κλάδου με την ανάμειξή της σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Εδώ προκύπτει το ερώτημα: Ποιες συγχωνεύσεις είναι επιβλαβείς και ποιες αυξάνουν τον ανταγωνισμό; Έχει αποδειχτεί ότι οι μεσαίου μεγέθους οργανισμοί θέτουν τη υψηλότερη ανταγωνιστική απειλή στους μεγάλους του κλάδου, επειδή διαθέτουν ακόμη την ευελιξία ενός νέου οργανισμού που επιζητά διακαώς την απόκτηση φήμης. Αποτελεί λογικά, μια έξυπνη πρακτική η ενθάρρυνση των συγχωνεύσεων ανάμεσα σε μικρούς οργανισμούς. Αυτός είναι ο τρόπος που χρησιμοποίησε η Fitch και κατάφερε να γίνει ο τρίτος μεγαλύτερος οργανισμός σήμερα.

Γενικά, είναι αποδεκτό ότι ο κλάδος κυριαρχείται από μεγάλες δυνάμεις που εμποδίζουν τον ανταγωνισμό. Κλείνοντας, η καλύτερη προτεινόμενη λύση είναι η

---

<sup>77</sup> Viscusi (2005)

πολιτεία να προσπαθήσει με κάθε μέσο να υιοθετήσει ενέργειες που ευνοούν τον υψηλότερο ανταγωνισμό<sup>78</sup>.

### Γ. Επίσημη αναγνώριση (Recognition) έναντι εγγραφής σε μητρώα (Registration)

Βάσει τεκμηριωμένης ανάλυσης<sup>79</sup> έχει αποδειχτεί ότι πρώτον η εθνική αναγνώριση απεικονίζει τέλεια την ποιότητα της πληροφορίας και της φήμης και δεύτερον ότι δεν υπάρχουν εκδότες που να ενδιαφέρονται να αγοράσουν χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Επίσης έχει αποδειχτεί εμπειρικά<sup>80</sup> ότι η επίσημη αναγνώριση NRSRO σχετίζεται άμεσα με τις ιδιότητες των οργανισμών.

Πώς όμως θα πρέπει να είναι το ιδεατό σύστημα αναγνώρισης. Από την άποψη του ανταγωνισμού, το σύστημα δεν χρειάζεται επιπλέον όρια στην ήδη υπάρχουσα αντι-ανταγωνιστική φύση του κλάδου αλλά αντίθετα θα πρέπει να ενισχύεται. Ένα ιδεατό σύστημα αναγνώρισης οφείλει να θέσει υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις, χωρίς να παράγει υπερβολικά υψηλές διαβαθμίσεις καθώς και περιθώρια απόκλισης από την ποιότητα. Πάνω σε αυτή τη λογική στηρίχτηκε και δημιουργία των NRSRO's.

Παραδοσιακά, η επίσημη αναγνώριση παγκοσμίως βασίζεται στην αναγνώριση της αγοράς. Όταν ένας οργανισμός πιστοποιείται, λαμβάνει ταυτόχρονα μια σημαντική ώθηση στο κύρος του, γεγονός που γίνεται άμεσα αντιληπτό από την αγορά. Λόγω της αποκτ ηθείσας φήμης, οι διαβαθμίσεις αμέσως αποκτούν μεγαλύτερη επιρροή. Αυτό δημιουργεί δυο προβλήματα. Πρώτον, κάνει πιο δύσκολη την είσοδο νέων οργανισμών στον κλάδο. Η αποδοχή της αγοράς χρειάζεται επίσημη αναγνώριση, δηλαδή οι νεοεισερχόμενοι θα πρέπει να χτίσουν μια καλή φήμη εκδίδοντας χαμηλά τιμολογημένες διαβαθμίσεις για αρκετές περιόδους. Δεύτερον, η επίσημη αναγνώριση από μόνη της αυξάνει το κύρος σε τέτοιο βαθμό ώστε να μεγαλώνει το εύρος των ποιοτικών τους αξιολογήσεων. Ακόμα και αν μειωθεί η ποιότητα των αποτιμήσεων, παραμένει υψηλή η αποδοχή της αγοράς λόγω της κρατικής αναγνώρισης<sup>81</sup>.

Είναι εύκολο να συμπεράνει κανείς ότι η κρατική αναγνώριση βασίζεται στην αναγνώριση της αγοράς αλλά αυτό όμως το σύστημα παρουσιάζει ελλείψεις στην

<sup>78</sup> Fabian Dittrich (2007)

<sup>79</sup> Bookfield & Ormrod (2003)

<sup>80</sup> Beaver (2006)

<sup>81</sup> Fabian Dittrich (2007)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

πράξη. Για αυτό η κρατική αναγνώριση θα πρέπει να βασιστεί σε άλλες αρχές. Τα πιθανά κριτήρια χωρίζονται σε δυο κατηγορίες: τα μέτρα εισόδου και εξόδου.

Τα μέτρα εισόδου όπως για παράδειγμα τα επαγγελματικά προσόντα ή οι κεφαλαιακές απαιτήσεις χρησιμοποιούνται πολύ συχνά στην ρύθμιση. Τα κριτήρια αυτά εξασφαλίζουν ένα ελάχιστο επίπεδο ποιότητας. Η ρύθμιση που βασίζεται σε τέτοια κριτήρια ταιριάζει καλά με την κρατική αναγνώριση.

Τα μέτρα εξόδου όπως για παράδειγμα η μέτρηση της παραγωγικότητας (π.χ. ποιότητα των διαβαθμίσεων) αποτελεί μια καλή λύση δε δομένου ότι είναι άμεσα μετρήσιμα μέσω της συσχέτισης και της επίδρασης άλλων μελετών (π.χ. παρατηρήσεις ορκωτών). Παρόλα αυτά κανένα θεσμικό πλαίσιο δεν έχει χρησιμοποιήσει αυτήν την προσέγγιση, ενδεχομένως λόγω του απαιτούμενου υψηλού βαθμού προσπάθειας για τον καθορισμό και τον έλεγχο της ποιότητας.

Ένα άλλο σημαντικό θέμα της διαδικασίας εγγραφής αποτελεί η απόσυρση της αναγνώρισης. Μέχρι τώρα δεν έχει παρατηρηθεί καμία τέτοια περίπτωση παγκοσμίως η οποία να σχετίζεται με το μοντέλο της φήμης (π.χ. χαμηλή ποιότητα αξιολογήσεων). Επιπλέον, το σύστημα αναγνώρισης θα πρέπει να αποφεύγει τη μεταβλητότητα. Τόσο οι επενδυτές όσο και οι εκδότες επιθυμούν σταθερές διαβαθμίσεις, ενώ η ενδεχόμενη απόσυρση μιας αναγνώρισης να βλάψει ανεπανόρθωτα τη φήμη προκαλώντας αναταραχή στην αγορά.

Ενδεχομένως, η κρατική αναγνώριση να αποτελέσει χρήσιμο εργαλείο στην ενίσχυση της εισόδου νέων οργανισμών στον κλάδο καθώς η πολιτεία μπορεί να μεταφέρει φήμη στους μικρούς οργανισμούς. Μια γρήγορη αναγνώριση θα ενισχύσει το status τους, ενισχύοντας με αυτόν τον τρόπο τον ανταγωνισμό στον κλάδο. Ειδικά η αναγνώριση διαφορετικών οργανισμών σε διαφορετικές χώρες δημιουργεί ισχυρούς πολυεθνικούς οργανισμούς αυξάνοντας το διεθνή ανταγωνισμό.

Συμπερασματικά, μπορεί να δοθεί μια ξεκάθαρη συμβουλή στο πώς να σχεδιαστεί ένα σύστημα αναγνώρισης, παρόλο που δεν υπάρχει η τέλεια λύση. Το σύστημα μπορεί να βασιστεί άμεσα στην ποιότητα των διαβαθμίσεων και όχι σε προσεγγίσεις

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

όπως η αναγνώριση της αγοράς . Μια διαφανής διαδικασία εγγραφής με δι'αρκή επίβλεψη είναι προτιμότερη από μια αδιαφανή κρατική αναγνώριση . Η Πράξη Μεταρρύθμισης (Reform Act 2006) έχει αναγνωρίσει και καταργήσει διάφορα προβλήματα που προέκυψαν από την αναγνώριση NRSRO, χωρίς όμως να έχει λάβει υπόψιν τον στατιστικό έλεγχο ποιότητας. Η επικέντρωση στα κριτήρια εισόδου και στο ελάχιστο των τριών χρόνων λειτουργίας στην αγορά αποτελεί αποτρεπτικό μέσο για τους νέους οργανισμούς που επιθυμούν να αποκομίσουν οφέλη παρέχοντας χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεις . Ωστόσο η Πράξη Μεταρρύθμισης (Reform Act 2006) αποτελεί ένα καλό νομοθετικό πλαίσιο στο οποίο καλό θα ήταν να στηριχτεί και η σχετική πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Η εξάρτηση από την αξιοπιστία και την αποδοχή της αγοράς είναι κατώτερο μέτρο από την χρησιμοποίηση ως βάση της παρερχομένης ποιότητας των αξιολογήσεων.

#### Δ. Περιορισμένη νομική ευθύνη έναντι ολοκληρωτικής νομικής ευθύνης

Σχετικά με το θέμα της νομικής κρατικής ευθύνης για τους οργανισμούς αξιολόγησης έχουν διατυπωθεί διαφορετικές απόψεις . Έχει αναλυθεί<sup>82</sup> βάσει οικονομικών και νομικών επιχειρημάτων ότι η λύση της περιορισμένης ευθύνης δεν είναι πάντοτε η πιο αποδοτική ενώ παράλληλα έχει παρουσιαστεί<sup>83</sup> αναλυτικά η περίπτωση μιας επιτυχημένης πρότασης βασισμένη σε αυξημένη νομική ευθύνη . Παρακάτω αναλύεται διεξοδικά το ζήτημα της νομικής υποχρέωσης των οργανισμών.

Παραδοσιακά, οι οργανισμοί απολαμβάνουν ένα υψηλό επίπεδο προστασίας από την κρατική νομική ευθύνη σε παγκόσμιο επίπεδο . Έχουν παρατηρηθεί , ωστόσο, περιπτώσεις στις οποίες οι οργανισμοί έχουν θεωρηθεί υπόλογοι για κακή πίστη ή απερισκεψία, αλλά όχι για αμέλεια όπως συμβαίνει στους άλλους οικονομικούς συμμετέχοντες στην αγορά . Στις Η.Π.Α . γενικά ισχύει ότι οι διαβαθμίσεις των οργανισμών θεωρούνται ως «απλές γνώμες» και ότι οι οργανισμοί εξαιρούνται από την υποχρέωση λογοδοσίας λόγω αμέλειας νομικά<sup>84</sup>. Η νομική τους υποχρέωση έχει ενισχυθεί κατά κάποιο τρόπο, βάσει της Πράξης Μεταρρύθμισης του 2006<sup>85</sup>, εφόσον θεωρούνται υπόλογοι εάν δεν ικανοποιούν τα δικά τους πρότυπα συμπεριφοράς (Κώδικας Αυτορρύθμισης). Το επίπεδο όμως προσοχής και επίβλεψης, απέχει αρκετά

<sup>82</sup> Husissian (1990)

<sup>83</sup> Partnoy (2006)

<sup>84</sup> Securities Act (1983)

<sup>85</sup> Credit Ratings Agencies Reform Act (2006)



Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

από εκείνο των άλλων οικονομικών διαμεσολαβητών , δηλαδή των ελεγκτών - λογιστών και των οικονομικών αναλυτών κυρίως των επενδυτικών τραπεζών.



Σχεδιάγραμμα 1

Το σχεδιάγραμμα 1 περιγράφει τη δομή των εργασιακών μοντέλων των οργανισμών αξιολόγησης, των οικονομικών αναλυτών και των ελεγκτών-λογιστών. Και οι τρεις κατηγορίες λειτουργούν ως διαμεσολαβητές πληροφόρησης, δηλαδή αναλύουν τις πληροφορίες των πελατών τους και δημοσιεύουν εκτιμήσεις οι οποίες είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τη φήμη τους. Δεν υπάρχει διαφορά ανάμεσα στα τρία μοντέλα, αλλά η οργανωτική ομοιότητα δεν συνεπάγεται και λειτουργική ομοιότητα. Υπάρχουν δυο βασικές διαφορές ανάμεσα στους οργανισμούς αξιολόγησης και τους οικονομικούς αναλυτές από τη μία και τους ελεγκτές από την άλλη. Πρώτον, ενώ οι πρώτοι ακολουθούν μεμονωμένες μεθοδολογίες, οι ελεγκτές στηρίζουν την ανάλυσή τους σε διεθνή λογιστικά πρότυπα. Δεύτερον, οι ελεγκτές παράγουν ελέγχους με άμεση πρόσβαση στα βιβλία των πελατών, ενώ οι πρώτοι λαμβάνουν την πληροφορία όπως τους παρέχεται χωρίς περαιτέρω έλεγχο. Ως εκ τούτου, οι ελεγκτές υπόκεινται σε μεγαλύτερο νομικό έλεγχο. Σύμφωνα με μια επικρατούσα άποψη<sup>86</sup>, οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις δεν είναι απλά γνώμεις πλέον που πιστοποιούν τις απόψεις των επενδυτικών τραπεζών, των ελεγκτών και των διαβαθμίσεων των οικονομικών αναλυτών και αυτό ενισχύεται από το γεγονός ότι οι αποτιμήσεις των οργανισμών εμπεριέχουν ιδιωτική πληροφόρηση, την οποία οι επενδυτές δεν γνωρίζουν αλλά μπορούν να βασιστούν σε αυτήν<sup>87</sup>.

<sup>86</sup> Partnoy (2006)

<sup>87</sup> Fabian Dittrich (2007)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Οι διαβαθμίσεις αποτελούν συγκριτικές δηλώσεις, εφόσον ο πρωταρχικός τους στόχος είναι να παρέχουν διαβαθμίσεις βάσει της πιθανότητας αθέτησης. Οι ίδιες υποχρεώσεις (π.χ. ομόλογα) αποτελούν καλή ή κακή επένδυση, ανάλογα με την κατηγορία του εκάστοτε επενδυτή. Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις των οργανισμών, είναι πολύ πιο συγκεκριμένες από τις οικονομικές έρευνες των αναλυτών, καθώς απεικονίζουν μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο των αξιολογούμενων οντοτήτων.

Συμπερασματικά, είναι δικαιολογημένη η διαφορετική νομική προσέγγιση των οργανισμών από τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Οι ελεγκτές – λογιστές διαφέρουν ξεκάθαρα, λόγω της τεκμηριωμένης φύσης των αξιολογήσεών τους. Η φύση των διαβαθμίσεων διαφέρει επίσης από τις απόψεις των οικονομικών αναλυτών, αλλά αυτό που πραγματικά έχει μεγάλη σημασία είναι ο συνδυασμός της υψηλής επίδρασης των διαφορετικών δυνάμεων ζήτησης στον καθορισμό των διαβαθμίσεων. Οι οργανισμοί αξιολόγησης εξυπηρετούν διαφορετικά συμφέροντα. Εάν υπόκεινται στον νόμο σε μεγαλύτερο βαθμό ενδεχομένως να βρεθούν σε θέση υπεράσπισης σε αρκετές περιπτώσεις. Αυτό το συμπέρασμα φυσικά έρχεται σε αντίθεση με τη συμβατική άποψη που θέλει τους οργανισμούς να υπόκεινται πλήρως σε νομική ευθύνη, λόγω της μεγάλης δύναμης που διαθέτουν στην αγορά. Μια πρόταση θα μπορούσε να αποτελέσει η εξαίρεση των οργανισμών από τη νομική υποχρέωση η οποία όμως να είναι άμεσα εξαρτημένη από την υψηλή ποιότητα των παρεχόμενων αξιολογήσεων. Ένα τέτοιο σύστημα θα μπορούσε να συνδεθεί άμεσα με το αντίστοιχο σύστημα αναγνώρισης. Σε αντίθεση με τους ελεγκτές, η ποιότητα των αποτιμήσεων αξιολογείται μόνο εκ των υστέρων για αυτό «είναι δύσκολο να ζητηθεί περισσότερη νομική υποχρέωση από τους οργανισμούς»<sup>88</sup>, εντούτοις είναι απαραίτητο να ενισχυθεί περισσότερο ο μηχανισμός φήμης που διέπει τον κλάδο<sup>89</sup>.

#### E. Αυτορύθμιση έναντι κρατικής ρύθμισης

Υπάρχουν διαφορετικές υποκειμενικές απόψεις για την ρύθμιση των οργανισμών αξιολόγησης, αλλά στο τελευταίο μέρος της διπλωματικής εργασίας θα αναλυθεί πως μπορεί να κατασκευαστεί μια καλά εφαρμοσμένη πολιτική. Ο Rousseau (2005) αναλύει τις επιλογές εφαρμογής σχετικά με τους κανόνες συμπεριφοράς, την είσοδο και την υποχρέωση λογοδοσίας των οργανισμών. Ο Blaurock (2006) εξετάζει

<sup>88</sup> Fitch (2004)

<sup>89</sup> Fabian Dittrich (2007)

### Credit Rating Agencies:

#### Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

διαφορετικά θέματα ρύθμισης και εφαρμοσμένων μεθόδων σε σχέση με το υπόβαθρο των εθνικά μεμονωμένων προσεγγίσεων. Το ζήτημα της ρυθμιστικής εφαρμογής είναι το σημαντικότερο από τη σκοπιά της επίσημης αναγνώρισης αλλά σχετίζεται και με άλλα θέματα, όπως της επαγγελματικής συμμόρφωσης. Υπάρχουν δυο βασικές μέθοδοι εφαρμογής: η αυτορύθμιση και η κρατική ρύθμιση. Η πολιτεία μπορεί να θέσει περιορισμούς, όπως κάποια δεδομένα ελάχιστων εσωτερικών απαιτήσεων ή περιορισμών στην επαγγελματική συμπεριφορά π.χ. η χρήση των διαβαθμίσεων χωρίς το αίτημα πελατών. Αυτοί οι περιορισμοί υποστηρίζονται από την απειλή κυρώσεων. Η αυτορύθμιση, από την άλλη, σημαίνει ότι οι οργανισμοί θέτουν τους δικούς τους κανόνες, έμμεσα ή άμεσα. Συμφωνεί με την κρατική ρύθμιση στο ότι περιορίζει την διακριτικότητα των οργανισμών, αλλά διαφέρει σε δυο βασικά σημεία: α) Δεν αποτελεί μια εξαναγκαστική εξουσία αλλά βασίζεται στην επίβλεψη τόσο από τους ίδιους τους οργανισμούς όσο και από τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά και τα μέσα ενημέρωσης και β) Η αυτορύθμιση είναι λιγότερο αυστηρή και λειτουργεί σύμφωνα με το μηχανισμό «συμμορφώνομαι ή εξηγώ».

Σχετικά με την κυβερνητική ρύθμιση υπάρχει ένας μεγάλος κίνδυνος κυβερνητικής αποτυχίας, εφόσον διακυβεύονται συμφέροντα ανάμεσα στους συμμετέχοντες στην αγορά. Αυτή είναι η πρώτη βασική αιτία που καθιστά τη κρατική παρέμβαση προβληματική. Μια δεύτερη αιτία, είναι η αδυναμία της πολιτείας να ελέγξει αποδοτικά τον πυρήνα της διαδικασίας αξιολόγησης. Παράλληλα, ο κλάδος έχει μια βασική διαφορά από τους άλλους που πηγάζει από το διττό ενδιαφέρον της πολιτείας: από τη μια οι αξιολογήσεις των οργανισμών χρησιμοποιούνται για ρυθμιστικούς σκοπούς και από την άλλη οι οργανισμοί αξιολογούν και την πιστοληπτική ικανότητα των ίδιων των κρατών. Τόσο οι ιδιωτικές εταιρίες όσο και οι δημόσιοι φορείς έχουν κίνητρο να αποφύγουν χαμηλές διαβαθμίσεις. Οι τελευταίοι, λοιπόν, μέσω της ρύθμισης προσπαθούν να ασκήσουν επιρροή στους οργανισμούς. Ως εκ τούτου, η βασική μεθοδολογία ή ακόμα και μεμονωμένες διαβαθμίσεις δεν θα πρέπει να υπόκεινται στην κρατική ρύθμιση<sup>90</sup>.

Η αυτορύθμιση, παρουσιάζει ένα σημαντικό μειονέκτημα που πηγάζει από τον εθελοντικό της χαρακτήρα. Η επιτυχία οποιουδήποτε ρυθμιστικού προγράμματος

---

<sup>90</sup> Fabian Dittrich (2007)

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

εξαρτάται από το βαθμό ελέγχου του. Πρώτον, υπάρχει ανάγκη για αποτελεσματική επίβλεψη που να αποκαλύπτει τις αποκλίσεις από τους κανόνες του βασικού κώδικα. Δεύτερον, θα πρέπει να υπάρχει ένας μηχανισμός που να τιμωρεί αυτές τις αποκλίσεις. Το βασικό ρυθμιστικό εργαλείο είναι η ποιότητα των αξιολογήσεων. Άλλο σημαντικό εργαλείο είναι και ο μηχανισμός φήμης. Οι οργανισμοί είναι ευαίσθητοι στην μείωση της ποιότητας της πληροφόρησης και της αντι-ανταγωνιστικής συμπεριφοράς, εφόσον και οι δύο λόγοι μειώνουν την προθυμία των εκδοτών να αγοράσουν διαβαθμίσεις. Η απώλεια της φήμης θέτει σε σημαντικό κίνδυνο τη βιωσιμότητα των οργανισμών.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας διαδραματίζουν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες τραπεζικές αγορές και τις αγορές κινητών αξιών. Οι οργανισμοί αυτοί εκφράζουν γνώμες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη ή ενός ιδιαίτερου χρηματοπιστωτικού μέσου. Με άλλα λόγια, αξιολογούν την πιθανότητα αφερεγγυότητας ενός εκδότη, είτε την αδυναμία του να τηρήσει τις χρηματοπιστωτικές του υποχρεώσεις γενικά (αξιολογήσεις εκδοτών), είτε τις υποχρεώσεις του, που αφορούν μία συγκεκριμένη πίστωση ή ένα τίτλο σταθερής απόδοσης (αξιολόγηση μέσων).

Η εξέλιξη των αγορών, η αύξηση του αριθμού των χρηματοοικονομικών προϊόντων και του αριθμού των επενδυτών ανά τον κόσμο εδραίωσε την παρουσία τους και ενίσχυσε το ρόλο τους. Παγκοσμίως δραστηριοποιούνται πάνω από εκατό. Οι τρεις σημαντικότεροι οργανισμοί στον χώρο (εδρεύουν στις Η.Π.Α.) είναι οι: Moody's, Standard & Poor's και Fitch, κατέχοντας συνολικά περίπου πάνω από το 85% του μεριδίου της αγοράς.

Στην παρούσα ερευνητική εργασία εξετάστηκε αρχικά η μορφή, η συμπεριφορά και ο ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης. Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στον λόγο ύπαρξης του μικρού αριθμού των οργανισμών ο οποίος συνδέεται άμεσα με την κρατική αναγνώριση NRSRO από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (SEC) και στις διαβαθμίσεις των οργανισμών στα καινοτόμα και πολύπλοκα διαρθρωμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Επίσης, αναφέρθηκε η διαδικασία, η μεθοδολογία και ο τρόπος κοινοποίησης των αποτιμήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας. Παράλληλα, παρουσιάστηκε η δομή των εσόδων, το σύστημα τιμολόγησης, η καινοτομία και η αποτελεσματικότητα των κυριότερων εταιριών του κλάδου.

Στη συνέχεια, έγινε μια ανάλυση του ρόλου των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και εξετάστηκαν εκτενώς τα προβλήματα που προκύπτουν από τη λειτουργία τους. Ως κυριότερα αναφέρθηκαν: η έλλειψη ανταγωνισμού, η απουσία διαφάνειας, οι συγκρούσεις συμφερόντων και η κλονιστική συμμόρφωση των αξιολογήσεων,

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

έχοντας ως σημαντικότερες συνέπειες την υποβάθμιση της παρερχομένης ποιότητας των διαβαθμίσεων και την εξασθένηση του «μηχανισμού φήμης», στοιχεία απαραίτητα για την ύπαρξη και την εύρυθμη λειτουργία του κλάδου.

Με γνώμονα την επίλυση των ανωτέρω προβλημάτων ιδιαίτερη έμφαση έχει δοθεί στην επιλογή της καλύτερης ρυθμιστικής συμμόρφωσης των οργανισμών, από διάφορους οικονομικούς και νομικούς φορείς διεθνώς. Αντικειμενικός σκοπός, τόσο του Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Επιτροπής όσο και του Κώδικα της IOSCO είναι να ενισχύσουν την προστασία των επενδυτών, την αμεροληψία, την αποτελεσματικότητα και τη διαφάνεια της αγοράς, έχοντας ως απώτερο στόχο τη μείωση του συστηματικού κινδύνου. Από την λεπτομερή σύγκριση του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (Εγκριση Απρίλιος 2009) και του Κώδικα της IOSCO (αναθεωρημένη έκδοση Μάιος 2008) προκύπτει ως συμπέρασμα ότι συγκλίνουν στις βασικές διατάξεις τους.

Πρώτα από όλα τονίζεται ότι είναι ζωτικής σημασίας η ύπαρξη αυστηρών και συστηματικών μεθοδολογιών που υπόκεινται σε επικύρωση με βάση την ιστορική εμπειρία, καθώς και μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου ως μέσο εξασφάλισης της ανεξαρτησίας και της ακρίβειας της διαδικασίας αξιολόγησης από ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων. Επιπλέον, είναι σημαντική η κοινοποίηση και η ανεξαρτησία της αμοιβής των αναλυτών από το ύψος των εσόδων του οργανισμού, με σκοπό την αποφυγή της σύγκρουσης συμφερόντων. Ένα άλλο κομβικό σημείο είναι η έγκαιρη κοινοποίηση των αξιολογήσεων σε μη επιλεκτική βάση. Συγκεκριμένα, οι οργανισμοί οφείλουν να κοινοποιούν πληροφορίες σχετικά με τις μεθοδολογίες, τα πρότυπα και τις βασικές παραδοχές που χρησιμοποιούν κατά τη διάρκεια των δραστηριοτήτων τους, ενώ παράλληλα προτείνεται η υιοθέτηση διαφορετικής κλίμακας βαθμολόγησης για τα διαρθρωμένα μέσα, με σκοπό τη διασφάλιση της διαφάνειας. Όσον αφορά τον τομέα της επίσημης αναγνώρισης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνιστά την εγγραφή σε μητρώα (Registration) όλων των οργανισμών που δραστηριοποιούνται εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και την επιτήρησή τους, για την εξασφάλιση της συμμόρφωσης με τις διατάξεις του Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Τέλος, τονίζεται ο εθελοντικός χαρακτήρας του Κώδικα της IOSCO που λειτουργεί σύμφωνα με την φόρμουλα «συμμορφώνομαι ή εξηγώ».

Credit Rating Agencies:

Their role in the current financial crisis and the case for their regulation

Έχοντας αναλύσει τα οικονομικά του κλάδου των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τα ενδεχόμενα προβλήματα που προκύπτουν από τη λειτουργία τους, τις ρυθμιστικές αρχές (Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Κώδικας της IOSCO) που διέπουν τη λειτουργία και την επιήρησή τους, το τελευταίο βήμα έγκειται στο αν και κατά πόσο αυτά τα προβλήματα αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά από την σκοπιά των οικονομικών εκτιμήσεων, των ρυθμιστικών επιλογών.

Συμπερασματικά, προκρίνεται η άποψη ότι δεν υπάρχει δογματικά η βέλτιστη «κανονιστική πρόταση» για την εύρυθμη λειτουργία και την επίβλεψη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Απαιτείται η εύρεση μια λεπτής ισορροπίας μεταξύ των κάτωθι στρατηγικής σημασίας επιλογών: Ρύθμιση βάσει της κλίμακας των διαβαθμίσεων ή της προσέγγισης της αγοράς, υιοθέτηση ή μη του ανταγωνισμού, εγγραφή σε μητρώα (Registration) ή κρατική αναγνώριση (Recognition), ολοκληρωτική ή περιορισμένη νομική ευθύνη και κρατική ρύθμιση ή αυτορύθμιση.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Lawrence J.White, «The credit rating industry: An industrial organization analysis» prepared for the Conference on the «The role of Credit Reporting Systems in the International Economy» to be presented at the World Bank (March 1- 2, 2001)

Fabian Dittrich, «The Credit Rating Industry: Competition and Regulation» presented at the University of Köln (2007)

Asami Tadahiro, «Rating Agencies: An oligopoly?» (Institute of International Monetary Affairs – Newsletter 2002, No 4).

U.S. Securities and Exchange Commission, «Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets» as required by Section 702(b) of the Sarbanes- Oxley Act 2002 (January 2003)

IOSCO, «Code of conduct fundamentals for credit rating agencies» (2003)

IOSCO, «Report on the activity of credit rating agencies» (2004)

IOSCO, «Code of conduct fundamentals for credit rating agencies» (Revised May 2008)

European Commission, «Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies (November 2008)

European Commission, «Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies (April 2009)

John Patrick Hunt, «Credit rating agencies and the worldwide credit crisis» (2008)

Xavier Freixas, «The failure of the credit rating agencies: Evidence» (March 2009)

Lawrence J. White, «The agency problems and their solution» (January 2009)