



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ
ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

της

ΒΙΡΓΙΝΙΑΣ Β. ΑΡΒΑΝΙΤΙΔΟΥ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού
διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων
(με εξειδίκευση στη Χρηματοοικονομική)

Σεπτέμβριος 2010

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα πρώτα σημάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης παρουσιάστηκαν πριν περίπου τρία χρόνια, ενώ οι αρνητικές επιπτώσεις της στην οικονομία γίνονται αισθητές καθημερινά, παγκοσμίως και από εκατομμύρια πολίτες. Η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2008 με την κατάρρευση της Lehman Brothers πυροδότησε τη μεγαλύτερη ύφεση που έχει γνωρίσει μεταπολεμικά η παγκόσμια οικονομία, συμπαρασύροντας την Ευρωπαϊκή Ένωση και τη ζώνη του ευρώ. Στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρώπη ο αριθμός των ανέργων αυξάνεται συνεχώς, επιχειρήσεις κλείνουν η μία μετά την άλλη, οικογένειες έχουν χάσει ή κινδυνεύουν να χάσουν τις περιουσίες τους και οι κυβερνήσεις των ανεπτυγμένων βιομηχανικών χωρών προωθούν μέτρα στήριξης όχι μόνο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά και άλλων τομέων της οικονομίας, καθώς και των κοινωνικών συνόλων. Στο νέφος της τρέχουσας οικονομικής κρίσης, πολλοί αναλυτές προσπάθησαν να εντοπίσουν τις αιτίες. Ανάμεσα στις σημαντικότερες ήταν και η μεγάλη εξάρτηση των επενδυτών στις, όπως αποδείχτηκαν, ανακριβείς αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας. Η θεαματική αποτυχία των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που βασίζονταν στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου έφερε στο προσκήνιο την ανεπάρκεια των οίκων αξιολόγησης. Η παρούσα εργασία περιγράφει ποιοι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και πώς απέκτησαν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές. Συγκεκριμένα, εστιάζουμε στο ρόλο που διαδραμάτισαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και γίνεται επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας που ασχολείται με τις αδυναμίες τους. Τέλος, εξετάζουμε κριτικά το πώς εξελίχθηκε το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει αυτούς τους οργανισμούς σε προσπάθειες των ρυθμιστικών αρχών να εξυγιάνουν την διαδικασία αξιολόγησης.

Λέξεις-κλειδιά: οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, χρηματοπιστωτική κρίση, ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, παγκόσμια κρίση, συγκρούσεις συμφερόντων

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια της υποχρεωτικής διπλωματικής εργασίας του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του ακαδημαϊκού έτους 2008-2009 και 2009-2010. Η ανάθεση του θέματος και η επίβλεψη της εργασίας έγινε από την καθηγήτη του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής κ. Δημήτρη Α. Παπαδόπουλο, στον οποίο οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ για την ανεκτίμητη βοήθεια και την καθοδήγηση που μου προσέφερε. Θέλω επίσης να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την υλική και ηθική συμπαράσταση.

Το θέμα της εργασίας προέκυψε στα πλαίσια του μαθήματος «Στρατηγική Χρηματοοικονομική Διοίκηση» κατά τη διάρκεια του τρίτου εξαμήνου του μεταπτυχιακού προγράμματος, με την παρουσίαση από τον κ. Παπαδόπουλο του βραχυχρόνιου χρηματοοικονομικού σχεδιασμού μιας επιχείρησης που συχνά περιλαμβάνει ομόλογα και δάνεια. Το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Ελλάδα και οι συνεχείς υποβαθμίσεις των ελληνικών ομολόγων βρίσκονται στο προσκήνιο της οικονομικής επικαιρότητας. Έτσι, προέκυψε η ιδέα να συνδεθεί η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση με το ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην αγορά χρήματος.



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....	8
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ	8
2.2 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	9
2.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ	14
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ	14
3.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	15
3.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	16
3.4 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	19
3.5 ΤΑ SUB-PRIME ΔΑΝΕΙΑ.....	21
3.6 Η ΑΛΛΑΓΗ ΤΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ	22
3.7 ΟΙ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΙΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ.....	24
3.8 ΤΑ ΕΜΠΟΔΙΑ ΕΙΣΟΔΟΥ	25
3.9 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΑΝΤΙΠΑΡΑΘΕΣΗΣ	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	32
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ	32
4.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ.....	34
4.3 ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ.....	37
4.4 Η ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	38
4.5 ΟΙ ΤΡΕΙΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ	45
4.5.1 Τα κίνητρα.....	46
4.5.2 Η άγνοια.....	47

4.5.3	Η Πίεση.....	49
4.6	Η ΑΝΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ.....	50
4.7	Η ΠΑΡΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ.....	51
4.8	Η ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΔΟΜΗΜΕΝΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΕΝΑΝΤΙ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	52
4.9	Η ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ	55
4.10	ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ		59
5.1	ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ	59
5.2	ΟΙ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.....	59
5.3	Η ΕΚΘΕΣΗ DE LAROSIERE.....	65
5.4	Η ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Η ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ		72
6.1	ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ	72
6.2	Η ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	74
6.2.1	<i>Standard & Poor's</i>	76
6.2.2	<i>Moody's</i>	77
6.2.3	<i>Fitch</i>	78
6.3	ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	78
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΤΕΛΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....		82
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ		84

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ένα ζήτημα που έχει κυριαρχήσει στις οικονομικές ειδήσεις, διεθνώς, είναι η υφιστάμενη παγκόσμια κρίση, η οποία δεν έχει επηρεάσει μόνο τις χρηματαγορές αλλά ολόκληρη την παγκόσμια οικονομία. Αυτή η κρίση ξεκίνησε στις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007, όταν οι δανειζόμενοι δεν ήταν σε θέση να καταβάλουν τους τόκους και τις δόσεις στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια που είχαν συνάψει, μετά τη λήξη των αρχικών ευνοϊκών επιτοκίων και την επακόλουθη εφαρμογή υψηλότερου κυμαινόμενου επιτοκίου. Κατά συνέπεια, οι τράπεζες κατέγραψαν πάνω από 400 δισεκατομμύρια δολάρια ζημίες, σε χαρτοφυλάκια ενυπόθηκων δανείων. Η κρίση αυτή εκδηλώθηκε επίσης στα διεθνή χρηματιστήρια που είδαν την αγοραία αξία τους να εξατμίζεται κατά 5,2 δισεκατομμύρια τον Ιανουάριο του 2008.

Παρόλο που για την προαναφερθείσα κρίση ευθύνονται μεν όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, όπως οι τράπεζες, οι επενδυτές, οι ρυθμιστικές αρχές κτλ, μεγάλη ευθύνη φέρουν και οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, οι οποίοι ήταν υπερβολικά αισιόδοξοι απέναντι σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα υψηλού κινδύνου που εκδόθηκαν από τους δανειστές ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ. Οι επικριτές των οίκων αξιολόγησης, υποστηρίζουν ότι παρέλειψαν να δώσουν επαρκή προειδοποίηση για τον κίνδυνο για τους επενδυτές, ωθώντας τις ρυθμιστικές αρχές της Ευρώπης και των ΗΠΑ να επανεξετάσουν τον ρόλο και την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να περιγράψει ποιοι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και πώς απέκτησαν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές. Συγκεκριμένα, εστιάζουμε στο ρόλο που διαδραμάτισαν στην

πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και γίνεται επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας που ασχολείται με τις αδυναμίες τους. Τέλος, εξετάζουμε το πώς εξελίχθηκε το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει αυτούς τους οργανισμούς.

Αρχικά, θα επιχειρήσουμε να διερευνήσουμε πώς η χρηματοοικονομική δομή του συστήματος προώθησε τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης στο κέντρο της αμερικάνικης αγοράς ομολόγων και πώς τα λάθη αυτών των οργανισμών είχαν σημαντικές επιπτώσεις στον χρηματοοικονομικό τομέα. Θα παραθέσουμε την σειρά των γεγονότων που οδήγησαν τις ρυθμιστικές αρχές της χρηματοπιστωτικής αγοράς στην ανάθεση των εκτιμήσεων στους οίκους αξιολόγησης (αναγκάζοντας τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να βασίζονται στην πληροφόρηση που παρείχαν οι οίκοι) και πώς αυτοί μετατόπισαν το επιχειρηματικό πρότυπο κατά το οποίο ο *επενδυτής* αναλαμβάνει την πληρωμή του οίκου αξιολόγησης σε αυτό κατά το οποίο πληρώνει ο *εκδότης*. Επιπλέον, θα εξετάσουμε πώς εξελίχθηκε ο κλάδος της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και πώς η αλληλεπίδρασή του με τις ρυθμιστικές αρχές χρησίμευσε ως εμπόδιο εισόδου νέων οίκων στην αγορά. Αυτά τα συστατικά έπειτα συνδυάζονται για να οδηγήσουν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Τέλος, γίνονται κάποιες τελικές παρατηρήσεις σχετικά με το σημερινό ρόλο των οίκων αξιολόγησης στις χρηματαγορές, προτάσεις για περαιτέρω έρευνα αλλά και σχόλια σχετικά με το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

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

Κόλμερ Κ., «Ο πανικός της Απληστίας»

Έχουν περάσει σχεδόν 2 χρόνια από τότε που η παγκόσμια οικονομία έφτασε στο χείλος της καταστροφής. Μέσα σε τρεις ημέρες, από τις 15 έως τις 17 Σεπτεμβρίου 2008, η Lehman Brothers χρεοκόπησε, ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG πέρασε στον έλεγχο της αμερικανικής κυβέρνησης και η Merrill Lynch απορροφήθηκε από την Bank of America σε μία συμφωνία, που σχεδιάστηκε και χρηματοδοτήθηκε από την αμερικανική κυβέρνηση. Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει δείξει ξεκάθαρα την αλληλοεπίδραση των οικονομιών όλων των χωρών σε διεθνές επίπεδο. Όπως ήταν αναμενόμενο, η οικονομική κρίση δεν άργησε να εξαπλωθεί στην Ευρώπη.

Πανικός κατέβαλε τις αγορές και οι πιστώσεις πάγωσαν. Οι επιχειρήσεις εκτός χρηματοοικονομικού τομέα δεν μπορούσαν να εξασφαλίσουν επαρκή κεφάλαια κίνησης, πόσο μάλλον να χρηματοδοτήσουν μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Ο κίνδυνος μίας νέας Μεγάλης Ύφεσης ήταν ορατός. Σήμερα η καταιγίδα έχει κοπάσει. Οι συνεχείς παρεμβάσεις από τις κορυφαίες κεντρικές τράπεζες απέτρεψαν την

κατάρρευση των χρηματοοικονομικών αγορών. Όταν οι τράπεζες σταμάτησαν να προσφέρουν βραχυπρόθεσμη ρευστότητα σε άλλες τράπεζες και βιομηχανίες, οι κεντρικές τράπεζες αναπλήρωσαν το κενό. Το αποτέλεσμα ήταν οι μεγάλες οικονομίες να αποφύγουν μία πλήρη κατάρρευση σε επίπεδο πιστωτικό και παραγωγής. Το αίσθημα του πανικού υποχώρησε. Οι τράπεζες άρχισαν και πάλι να χορηγούν η μία στην άλλη δάνεια.

Αν και τα χειρότερα απετράπησαν, πολλά προβλήματα παραμένουν. Τα νοικοκυριά μεσαίου και υψηλού εισοδήματος ανά τον κόσμο αισθάνθηκαν φτωχότερα με αποτέλεσμα να μειώσουν δραστικά τις δαπάνες τους. Η εκτίναξη των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων ενέτεινε τις πιέσεις στα νοικοκυριά και κατά συνέπεια επιδείνωσε την οικονομική κρίση. Οι επιχειρήσεις, καθώς δεν μπορούσαν να πωλήσουν τα προϊόντα τους, προχωρούσαν σε περικοπές παραγωγής και θέσεων εργασίας. Η καλπάζουσα ανεργία συρρίκνωσε περαιτέρω το εισόδημα πολλών οικογενειών οδηγώντας έτσι σε ακόμη μεγαλύτερες περικοπές των καταναλωτικών δαπανών.

2.2 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Τη βάση της πυραμίδας πολλών χρηματοοικονομικών εργαλείων αποτελούσαν τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου και όταν η πληρωμή τους αθετήθηκε, κατέρρευσε και όλη η πυραμίδα παρασύροντας τη διεθνή οικονομία σε βαθειά ύφεση, μια ύφεση που είχε να δοκιμάσει ο κόσμος από το 1929. Οι επενδυτικές τράπεζες, οι χρηματιστηριακές εταιρείες τοποθέτησαν τα χρήματα των πελατών τους σε αυτές τις πυραμίδες πιστωτικών προϊόντων για να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις, αναλαμβάνοντας συνάμα μεγαλύτερο κίνδυνο. Τελικά, οι επενδυτές, αντί για υπεραποδόσεις εισέπραξαν 10 σεντς σε κάθε επενδύσιμο

κεφάλαιο, όταν ξέσπασε η κρίση το φθινόπωρο του 2008 (Κόλμερ, 2008).

Ως κύρια αίτια αυτής της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, μεταξύ άλλων, αναγνωρίζονται από πολλούς οικονομολόγους και αναλυτές τα παρακάτω:

1. Η αυξημένη ρευστότητα που υπήρχε διεθνώς για μεγάλη χρονική περίοδο,
2. Τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν στις διεθνές αγορές, επίσης για αρκετά έτη,
3. Οι χαμηλές αποδόσεις οδήγησαν λόγω και του έντονου ανταγωνισμού στην αυξημένη ανάληψη ή και πρόθεση για ανάληψη μεγαλύτερων κινδύνων
4. Η κακή χρησιμοποίηση του θεσμού των τιτλοποιήσεων λόγω και της μη αποτελεσματικής λειτουργίας του ρυθμιστικού-εποπτικού πλαισίου.
5. Η προφανής αδυναμία της κυβέρνησης των ΗΠΑ, καθώς και πολλών ευρωπαϊκών χωρών να ελέγξουν τη λειτουργία των επενδυτικών τραπεζών, οι οποίες για χρόνια δημιούργησαν σωρεία σύνθετων, πολύπλοκων παράγωγων προϊόντων που με υψηλό ρίσκο τα μεταπωλούσαν και τα διοχέτευαν στην αγορά.
6. Η χαλαρή νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, που οδήγησε στην αύξηση των στεγαστικών δανείων και στη «φούσκα» των ακινήτων.

Η κρίση φαίνεται να ήταν το συνδυασμένο αποτέλεσμα των δυσμενών μακροοικονομικών συνθηκών, κακής εταιρικής διακυβέρνησης και χαλαρής ρυθμιστικής εποπτείας. Κατά συνέπεια, οι σημερινές απόψεις σχετικά με την κρίση διαφέρουν μεταξύ τους κυρίως για την έμφαση που αποδίδουν σε κάθε μία από αυτές τις αιτίες. Παρακάτω αναφέρουμε και κάποιες άλλες αιτίες που έχει αναδείξει η σύγχρονη βιβλιογραφία.

Η ατελής διακυβέρνηση του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα είναι σύμφωνα με τον Yeoh (2010) ένας κοινός παρανομαστής σε αυτές τις απόψεις. Υποστηρίζει την άποψη ότι οι λανθασμένες πρακτικές διακυβέρνησης, οι οποίες είναι παγκόσμιο φαινόμενο και δεν συμβαίνουν μόνο στην Αμερική, τόσο στο δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα, είναι σε μεγάλο βαθμό υπεύθυνες για αυτήν την οικονομική καταστροφή.

Με τις αιτίες της οικονομικής κρίσης, έχει ασχοληθεί και ο Partnoy Frank (2009) συγκρίνοντας την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση με τις οικονομική κρίση στα τέλη της δεκαετίας του 1920 και του 1930. Η προσφυγή σε αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας άρχισε ως απάντηση στην κρίση του 1929 και έγινε η πρωταρχική αιτία της πρόσφατης κρίσης. Κατά τη διάρκεια του 1930, οι ρυθμιστικές αρχές ανέπτυξαν κανόνες για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας: οι κανόνες αυτοί είναι οι πρόγονοι της σημερινής ευρείας εμπιστοσύνης των ρυθμιστικών αρχών στις αξιολογήσεις. Κατά τη γνώμη του, χωρίς τη χρηματοοικονομική καινοτομία και την υπερβολική εμπιστοσύνη στις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις, η πρόσφατη κρίση μπορεί να μην είχε συμβεί, και σίγουρα δεν θα ήταν τόσο βαθιά.

Η χρήση της αποτίμησης στην εύλογη αξία, σύμφωνα με τον Verschoor (2007) διευκόλυνε την υπερ-απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Στην περίπτωση της εταιρείας αμοιβαίων κεφαλαίων High-Grade, το 70% του καθαρού ενεργητικού το τέλος του 2006 είχε αποτιμηθεί με αυτόν τον τρόπο, από μόλις 25% το 2004, ενώ το 63% του καθαρού ενεργητικού της εταιρείας Enhanced (589 εκατομμύρια δολάρια) ήταν σε εύλογη αξία. Οι ελεγκτές της Bear Stearns, η εταιρεία ορκωτών-ελεγκτών Deloitte είχαν σημειώσει ότι υψηλό ποσοστό του καθαρού ενεργητικού των δύο εταιρειών αποτιμώνται χρησιμοποιώντας εκτιμήσεις οι οποίες παρέχονται από τη

διοίκηση, επειδή δεν υπήρχαν αντικειμενικές αξίες. Η Deloitte επίσης σημείωνε ότι αυτές οι τιμές μπορεί να διαφέρουν από τις αξίες που θα είχαν χρησιμοποιηθεί αν υπήρχε ενεργός αγορά για τις επενδύσεις αυτές και οι διαφορές μπορεί να ήταν σημαντικές. Δυστυχώς, οι προειδοποιήσεις της Deloitte ήρθαν πολύ αργά για τους περισσότερους επενδυτές.

2.3 Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

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

Για την αντιμετώπιση των πρώτων προβλημάτων που εμφανίστηκαν, η κυβέρνηση έσπευσε να διαθέσει 23 δις ευρώ σε δάνεια και 5 δις ευρώ σε εγγυήσεις μέσω συμμετοχής στο κεφάλαιο των Τραπεζών.

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

1. με τη δημοσιονομική αδυναμία του ελληνικού κράτους,
2. με τον περιορισμό στην άσκηση εθνικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, "ρίχνοντας" την πίεση της οικονομικής προσαρμογής στην αγορά εργασίας με μη ικανοποιητικά αποτελέσματα σε ό,τι αφορά την ανταγωνιστικότητα,

3. τη σταθερή διαχρονική χειροτέρευση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας,
4. την παγκόσμια οικονομική κρίση που χειροτέρευσε τα δημοσιονομικά μεγέθη
5. τη δραματική αύξηση των επιτοκίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Καθώς η χρηματοοικονομική αγορά γινόταν όλο και πιο μεγάλη και πολύπλοκη, υπήρχε η ζήτηση και από την πλευρά των επενδυτών αλλά και από τη πλευρά των εκδοτών για ανάπτυξη του τομέα της αξιολόγησης των προϊόντων. Σήμερα επικρατούν παγκοσμίως τρεις οργανισμοί και καθορίζουν τις αξιολογήσεις. Η Standard & Poor's, η Moody's Investors Service, και η Fitch, με μερίδια 40% , 39%, και 16% της παγκόσμια αγοράς αντίστοιχα.

Οι οίκοι έχουν περίεργο καθεστώς, πρόκειται για ιδιωτικούς οργανισμούς με κοινωφελείς σκοπούς (για αυτό το λόγο λέγονται και οίκοι-οργανισμοί και όχι εταιρείες), των οποίων η ιδιοκτησία, οι εργασιακές σχέσεις, οι αμοιβές και τα έσοδα καθορίζονται με βάση τον ιδιωτικό τομέα. Κάποιοι αναλυτές τους κατατάσσουν σαν οιονεί δημόσιους οργανισμούς επειδή προσδιορίζουν, στο πλαίσιο των υφιστάμενων κανονισμών, ποια χρεόγραφα μπορούν και ποια δεν μπορούν να διαπραγματευτούν άλλες επιχειρήσεις, κάτι το οποίο δεν μπορεί να γίνει από άλλες εταιρείες.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην σημερινή εποχή είναι τόσο βοηθητικός για την λήψη αποφάσεων και χάραξη χρηματοοικονομικού σχεδιασμού, όσο και ρυθμιστικός για τις διάφορες εξελίξεις στην διεθνή αγορά κεφαλαίου.

3.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Το 1909, ο John Moody δημοσίευσε την πρώτη αξιολόγηση ομολόγων, η οποία απευθύνονταν αποκλειστικά σε ομόλογα εταιριών σιδηροδρόμων. Τη Moody's ακολούθησε η εταιρία Poor's Publishing το 1916, η Standard Statistics το 1922, και η Fitch Publishing το 1924. Οι αξιολογήσεις αυτές πωλήθηκαν σε επενδυτές ομολόγων με την μορφή πολυσέλιδων εγχειριδίων. Οι επιχειρήσεις αυτές εξελίχθηκαν με την πάροδο του χρόνου. Η εταιρία Dun & Bradstreet αγόρασε την Moody's το 1962, αλλά από το 2000 και μετά αποτελεί αυτοτελή εταιρία. Η Poor και η Standard συγχωνεύθηκαν το 1941 και η εταιρία που προέκυψε, η Standard & Poor's, στη συνέχεια απορροφάται από την McGraw-Hill το 1966. Η Fitch συγχωνεύτηκε με την IBCA (μια βρετανική εταιρεία, η οποία ήταν θυγατρική της FIMILAC, γαλλικός όμιλος παροχής υπηρεσιών προς επιχειρήσεις) το 1997. Στο τέλος του έτους 2000, περίπου την εποχή που η αγορά δομημένων τίτλων που βασίζονταν σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου άρχισε να αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς, οι εκδότες αυτών των αξιόγραφων είχαν μόνο αυτούς τους τρεις οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης για να απευθυνθούν για την απόκτηση βαθμολογήσεων: Moody's, Standard & Poor και Fitch.

Ευνοϊκές αξιολογήσεις από αυτούς τους τρεις οργανισμούς ήταν ζωτικής σημασίας για την επιτυχή πώληση των τίτλων που βασίζονται σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, αλλά και άλλων χρεογράφων. Οι πωλήσεις των ομολόγων αυτών, με τη σειρά τους, ήταν μια σημαντική υποστήριξη για την αυτοχρηματοδότηση της ολόένα αυξανόμενης «φούσκας» των τιμών της αγοράς κατοικίας στις ΗΠΑ. Όταν η αύξηση των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και στη συνέχεια άρχισε να μειώνεται, τα ποσοστά αθέτησης της υποθήκης, η

οποία υπήρχε πίσω από αυτούς τους τίτλους αυξήθηκαν κατακόρυφα, ενώ οι αρχικές αξιολογήσεις αποδείχθηκαν υπερβολικά αισιόδοξες. Οι τιμές μειώνονταν και η αβεβαιότητα που περιέβαλε αυτούς τους ευρέως διαδεδομένους τίτλους, συνέβαλε στην μετατροπή της πτώσης των τιμών της αγοράς κατοικιών σε μια ευρέως διαδεδομένη κρίση στις ΗΠΑ και στα διεθνή χρηματοπιστωτικά συστήματα.

3.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Το βασικό μέλημα κάθε δανειστή, συμπεριλαμβανομένων και των επενδυτών σε ομόλογα, είναι το αν ο δυνητικός ή πραγματικός δανειολήπτης μπορεί να αποπληρώσει ένα δάνειο. Οι δανειστές, παράλληλα με την συλλογή πληροφοριών σχετικά με τους δανειολήπτες και την επιβολή προϋποθέσεων όπως ασφάλειες, εγγυήσεις, και περιοριστικές ρήτρες κατά την έκδοση ομολογιών ή δανείων, μπορεί να ζητήσουν, και συμβουλές τρίτων για την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου.

Ο σκοπός των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, μεταξύ άλλων, είναι να ξεδιαλύνουν την ομίχλη γύρω από την ασύμμετρη πληροφόρηση, προσφέροντας εκτιμήσεις (ουσιαστικά κρίσεις) σχετικά με την πιστωτική ποιότητα των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από εταιρείες και κρατικές κυβερνήσεις (White, 2010).

Στα πρώτα χρόνια των Moody's, Standard & Poors's και Fitch, τα έσοδά τους προερχόταν από την πώληση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας στους επενδυτές. Αυτό συνέβη την εποχή πριν από την ίδρυση της Αμερικάνικης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) το 1934, οπότε και ξεκίνησε η απαίτηση για τυποποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Αυτές οι εκτιμήσεις έρχονταν με τη μορφή «βαθμολόγησης», η οποία είναι συνήθως μία κλίμακα γραμμάτων. Η γνωστότερη κλίμακα είναι αυτή που

χρησιμοποιείται από τη Standard & Poor's και ορισμένες άλλες εταιρείες αξιολόγησης: AAA, AA, A, BBB, BB, και ούτω καθεξής.

Ωστόσο, μια σημαντική αλλαγή στη σχέση μεταξύ των οίκων αξιολόγησης και των αγορών ομολόγων των ΗΠΑ σημειώθηκε κατά τη δεκαετία του 1930. Οι τραπεζικοί θεσμικοί παράγοντες ήταν πρόθυμοι να ενθαρρύνουν τις τράπεζες να επενδύουν μόνο σε ασφαλή ομόλογα και εξέδωσαν μια σειρά ρυθμιστικών διατάξεων που κορυφώθηκαν με ένα διάταγμα που απαγόρευσε στις τράπεζες να επενδύσουν σε «κερδοσκοπικά επενδυτικά αξιόγραφα», όπως καθορίζονται από τα λεγόμενα «αναγνωρισμένα εγχειρίδια αξιολόγησης». Τα κερδοσκοπικά αξιόγραφα ήταν κάτω του επιτρεπόμενου βαθμού επένδυσης. Έτσι, οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να διαθέτουν μόνο ομόλογα που είχαν αξιολόγηση «επενδυτικού βαθμού» και πάνω, σύμφωνα με το πρότυπο της Standard & Poor's. Με αυτούς τους κανονισμούς, οι τράπεζες δεν ήταν πλέον ελεύθερες να αναζητούν πληροφορίες σχετικά με τα ομόλογα, από οποιαδήποτε πηγή που θεωρείται αξιόπιστη. Αναγκάζονταν να χρησιμοποιούν τις αποφάσεις των συγγραφέων των αναγνωρισμένων «εγχειρίδιων αξιολόγησης», οι οποίοι τότε ήταν μόνο η Moody's, Standard & Poor's και η Fitch. Ουσιαστικά, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αυτών των οργανισμών είχαν επιτύχει ισχύ νόμου.

Η SEC ενίσχυσε τον κεντρικό ρόλο των οίκων αξιολόγησης το 1975, όταν αποφάσισε να τροποποιήσει το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο για τις χρηματιστηριακές εταιρίες, στις οποίες περιλαμβάνονται μεγάλες επενδυτικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες. Με βάση το πρότυπο άλλων ρυθμιστικών αρχών, η SEC ζητούσε οι κεφαλαιακές απαιτήσεις να είναι ευαίσθητες στην επικινδυνότητα των χαρτοφυλακίων των χρηματιστηριακών εταιριών και ως εκ τούτου ήθελαν να χρησιμοποιήσουν αξιολογήσεις ομολόγων ως δείκτες του κινδύνου. Αλλά υπήρχε η ανησυχία ότι οι αναφορές στα «αναγνωρισμένα εγχειρίδια αξιολόγησης» ήταν πολύ

ασαφείς και ότι μπορούσαν να προκύψουν ψευδείς αξιολογήσεις για εταιρείες που ήταν διατεθειμένες να ανταμείψουν κατάλληλα γι 'αυτό.

Για να αντιμετωπίσει αυτό το δυνητικό πρόβλημα, η SEC δημιούργησε μια νέα κατηγορία, τους «Εθνικά Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής Αξιολόγησης» (Nationally Recognized Statistical Rating Organization - NRSRO) και αμέσως συμπεριέλαβε σ' αυτή τους οίκους αξιολόγησης: Moody's, Standard & Poor's, και Fitch. Η SEC δήλωσε ότι μόνο οι αξιολογήσεις των οργανισμών της παραπάνω κατηγορίας ήταν κατάλληλες για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων των χρηματιστηριακών εταιρειών. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η SEC έκανε, για άλλη μια φορά, χρήση των αξιολογήσεων αυτών όταν καθόρισε τις απαιτήσεις για εμπορικά χαρτιά που προέρχονται από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς.

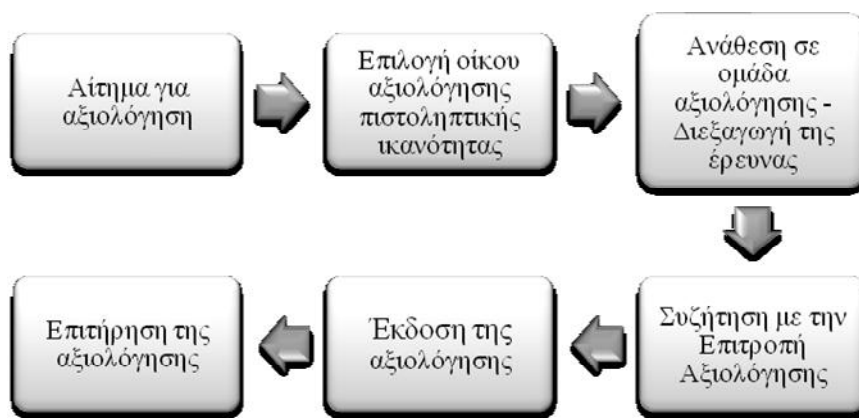
Συνοψίζοντας τα παραπάνω, οι παραπάνω ρυθμιστικοί κανόνες συνεπάγονταν ότι οι αποφάσεις των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης απέκτησαν θεμελιώδη σημασία στις αγορές ομολόγων. Οι τράπεζες και πολλά άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των ρυθμιστικών αρχών, απλά παραθέτοντας τις αξιολογήσεις των οίκων αυτών, παρά τις δικές τους αξιολογήσεις για τα ομόλογά τους. Επειδή τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν σημαντικοί συμμετέχοντες στην αγορά ομολόγων, άλλοι παράγοντες της αγοράς, τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές, έπρεπε να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή στις ανακοινώσεις των οίκων αξιολόγησης. Η ειρωνεία της εμπιστοσύνης των ρυθμιστικών αρχών στις κρίσεις των οίκων αξιολόγησης αποκαλύπτεται από τη δήλωση που υπάρχει στο κάτω μέρος των εκθέσεων αξιολόγησης της Standard & Poor's: «Κάθε χρήστης των πληροφοριών που περιέχονται στην παρούσα έκθεση δεν θα πρέπει να στηριχθεί σε οποιαδήποτε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας ή άλλες απόψεις που περιέχονται, για οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση». Οι αξιολογήσεις της Moody's έχουν παρόμοια

δήλωση (White, 2010).

3.4 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

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

Η διαδικασία αξιολόγησης ενυπόθηκων δανείων έχει ως εξής και αποδίδεται παρακάτω στο σχήμα 1: Αρχικά ο αγοραστής μιας οικίας παίρνει ένα ενυπόθηκο δάνειο. Η δανειοδότης τράπεζα δεν κρατάει στο χαρτοφυλάκιο της την υποθήκη αλλά την πουλάει σε έναν επενδυτικό οργανισμό. Αυτός με την σειρά του δημιουργεί μια καινούρια κινητή αξία της οποίας ένα μέρος αποτελείται από την αρχική υποθήκη. Στην συνέχεια το επενδυτικό προϊόν μεγάλης απόδοσης και υψηλού ρίσκου αγοράζεται από άλλους επενδυτές, οι οποίοι είναι κυρίως θεσμικοί επενδυτές, όπως για παράδειγμα τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Προτού όμως γίνει η εν λόγω επένδυση ένα πρακτορείο πιστοληπτικής ικανότητας αξιολογεί την κινητή αξία βασιζόμενο στην πιθανότητα να αποπληρωθεί το αρχικό ενυπόθηκο δάνειο.



Σχήμα 1: Η διαδικασία της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας
Όταν παρθεί η απόφαση για έκδοση κινητής αξίας, ενημερώνεται η Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς ότι θα ζητηθεί η αξιολόγηση του προϊόντος. Η διοίκηση της εκδότριας εταιρίας διαλέγει τον οίκο αξιολόγησης που επιθυμεί και παρέχει τα απαραίτητα στοιχεία για την ανάλυση. Ο οίκος αξιολόγησης συστήνει μια επιτροπή και ξεκινά την ανάλυση. Ο οίκος αξιολόγησης ενημερώνει τον εκδότη για την αξιολόγηση και παράλληλα δημοσιεύει την κατάταξη της εταιρίας. Αν η αρχική κατάταξη δεν ικανοποιεί τον εκδότη, μπορεί να την απορρίψει. Ο οίκος αξιολόγησης έχει την υποχρέωση να παρακολουθεί την εξέλιξη της εταιρίας και να ενημερώνει την αξιολόγησή της είτε αναβαθμίζοντας είτε υποβαθμίζοντας την.

Οι διαβαθμίσεις διαφέρουν ανάμεσα στους οργανισμούς χωρίς όμως ουσιώδεις διαφορές. Όσο πιο ψηλά είναι στην διαβάθμιση μια εταιρία τόσο πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση, οπότε και πιο φτηνή. Για τον εκδότη είναι ευκολότερο να βρει την ζητούμενη χρηματοδότηση. Το αντίθετο ισχύει για χαμηλή διαβάθμιση, για την οποία από ένα σημείο και μετά ο τίτλος θεωρείται «τοξικός». Ασφαλώς στις αναλυτικές τους αναφορές οι οίκοι αξιολόγησης επισημαίνουν ότι οι αναλύσεις τους είναι ενδεικτικές και δεν αποτελούν επενδυτικές συμβουλές (Rom, 2009).

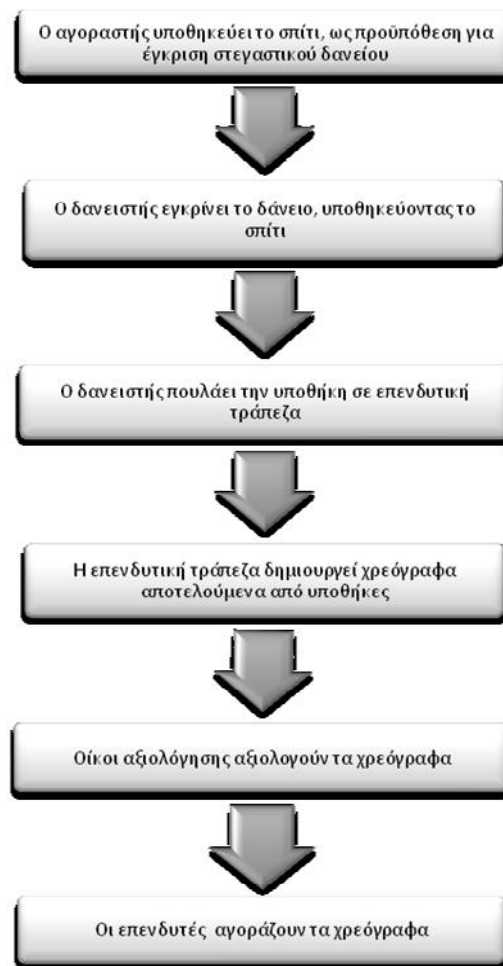
3.5 ΤΑ SUB-PRIME ΔΑΝΕΙΑ

Τα ενυπόθηκα δάνεια μπορεί να είναι σταθερά ή κυμαινόμενα. Τα σταθερά έχουν ένα σταθερό επιτόκιο για όλη την διάρκεια του δανείου ενώ τα κυμαινόμενα μεταβάλλονται με κάποιο κριτήριο. Τα δάνεια επίσης διακρίνονται σε αυτά για αξιόπιστους δανειολήπτες (prime), για άτομα με άριστο πιστωτικό προφίλ και για δανειολήπτες με περιορισμένο πιστωτικό προφίλ (sub-prime). Την περασμένη δεκαετία τα ενυπόθηκα δάνεια που δοθήκαν αφορούσαν στην μεγάλη τους πλειοψηφία δανειολήπτες “sub-prime”.

Παραδοσιακά, τα πιστωτικά ιδρύματα σύναπταν ενυπόθηκα δάνεια των οποίων η αποπληρωμή γινόταν από τον δανειζόμενο στην πάροδο του χρόνου. Ωστόσο από το 1980 και μετά εμφανίστηκαν ενυπόθηκα δάνεια ομαδοποιημένα σε πιο σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα. Δυο σημαντικά τέτοια μέσα είναι τα Τιτλοποιημένα Ενυπόθηκα Στεγαστικά Δάνεια (Mortgage-Backed Securities/MBSs) και οι Εγγυημένες Δανειακές Υποχρεώσεις (Collateralized Debt Obligations/CDOs). Οι λεπτομέρειες αυτών των προϊόντων είναι αρκετά περίπλοκες και αυτή η πολυπλοκότητα συνετέλεσε και στην κρίση. Ενώ τα CDOs έχουν αρκετά κοινά χαρακτηριστικά, τα MBSs αποτελούνται από χιλιάδες υποθήκες που «πακετάρονται» σε ένα σύνθετο προϊόν από επενδυτικές τράπεζες. Το παραπάνω περιγράφεται στο σχήμα 2 που ακολουθεί.

Τα MBSs κατατάσσουν τα προϊόντα τους με κριτήριο αρχαιότητας έτσι ώστε αν αθετηθεί κάποια πληρωμή από τους οφειλέτες των υποθηκών, αυτοί οι οποίοι δεν θα λάβουν το επιτόκιο για την επένδυσή τους στα MBSs να είναι οι νεότεροι. Έτσι, τα προϊόντα με μεγάλο ρίσκο (νεότερα) έχουν μεγάλες αποδόσεις καθιστώντας τα πολύ ελκυστικά. Όμως, ακόμα και οι αρχαιότεροι τίτλοι των MBSs και CDOs, με υψηλή

διαβάθμιση AAA, προσέφεραν επιτόκια μεγαλύτερα από τα εταιρικά και κρατικά ομόλογα. Το αποτέλεσμα ήταν η αγορά των MBSs και CDOs να γιγαντωθεί, φτάνοντας το 2006 μόνο στις Η.Π.Α την αξία των έξι τρισεκατομμυρίων δολαρίων. Τον Μάρτιο του 2008 οι επενδυτικές τράπεζες Freddie Mac και Fannie Mae μόνο, είχαν εκδώσει MBSs αξίας τεσσεράμισι τρισεκατομμυρίων δολαρίων ενώ η παγκόσμια αγορά για τα CDOs ήταν περίπου ενάμισι τρισεκατομμύριο δολάρια.



Σχήμα 2: Τα στάδια από την πρωτογενή στη δευτερογενή αγορά υποθηκών

3.6 Η ΑΛΛΑΓΗ ΤΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Στις αρχές της δεκαετίας του 1970, το βασικό επιχειρηματικό πρότυπο των

μεγάλων οίκων αξιολόγησης άλλαξε. Το πρότυπο «ο επενδυτής πληρώνει» που ήταν καθιερωμένο από τον John Moody το 1909, αντικαταστάθηκε από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει», με το οποίο ο οργανισμός που εκδίδει τα ομόλογα πληρώνει τον οίκο αξιολόγησης για να εκτιμήσει τα ομόλογα αυτά. Οι λόγοι για αυτήν την αλλαγή του επιχειρηματικού προτύπου δεν έχουν προσδιοριστεί συγκεκριμένα, ενώ έχουν προταθεί διάφορα πιθανά σενάρια, σύμφωνα με τον White (2010).

Πρώτον, οι οίκοι αξιολόγησης πιθανόν να ανησύχησαν ότι οι πωλήσεις των εγχειριδίων αξιολόγησης θα υποφέρουν από τις συνέπειες της μεγάλης διάδοσης των φωτοτυπικών μηχανημάτων, η οποία θα επέτρεπε σε πάρα πολλούς επενδυτές να βρουν δωρεάν αντίγραφα των εγχειριδίων. Δεύτερον, η πτώχευση της Penn-Central Railroad το 1970 συγκλόνισε τις αγορές ομολόγων και έκανε τους εκδότες των χρεογράφων να συνειδητοποιήσουν την ανάγκη για διαβεβαίωση των επενδυτών ότι τα ομόλογά τους ήταν πραγματικά χαμηλού κινδύνου, και ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν τους οίκους αξιολόγησης για την ευκαιρία μιας θετικής αξιολόγησης (Fridson, 1999). Ωστόσο, αυτό το επιχείρημα θα μπορούσε να έχει άλλη συνέπεια, διότι το ίδιο σοκ θα μπορούσε να είχε καταστήσει τους επενδυτές περισσότερο πρόθυμους να πληρώσουν για να διαπιστώσουν ποια ομόλογα ήταν πραγματικά ασφαλή και ποια όχι. Τρίτον, οι οίκοι αξιολόγησης ομολόγων μπορεί να είχαν κατανοήσει λανθασμένα, ότι οι ρυθμιστικές αρχές εννοούσαν ότι οι εκδότες ομολόγων χρειάζονται την «ευλογία» ενός ή περισσότερων οίκων αξιολόγησης, ώστε να καταφέρουν να προωθήσουν τα ομόλογά τους σε χαρτοφυλάκια χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και ότι οι εκδότες θα πρέπει να είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για το προνόμιο αυτό. Τέταρτον, ο κλάδος αξιολόγησης ομολόγων, όπως και πολλές άλλες βιομηχανίες πληροφοριών, είναι μια «διπλής όψεως αγορά», όπου οι πληρωμές μπορούν να προέρχονται από μία ή δύο πλευρές της αγοράς. Οι αγορές πληροφοριών για την ποιότητα των ομολόγων μπορούν

να πληρώνονται από τους εκδότες του χρέους, τους αγοραστές του χρέους, ή κάποιο μίγμα των δύο.

3.7 ΟΙ ΣΥΓΚΡΟΥΣΕΙΣ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ

Ανεξάρτητα από το λόγο, η αλλαγή προς το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» άνοιξε φυσικά την πόρτα σε πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων. Ένας οίκος αξιολόγησης μπορεί να τείνει προς μία θετική αξιολόγηση, έτσι ώστε να κρατήσει τον εκδότη ευτυχισμένο και να τον αποτρέπει από το να απευθυνθεί σε έναν ανταγωνιστικό οίκο αξιολόγησης στο μέλλον.

Ωστόσο, οι ανησυχίες των οίκων αξιολόγησης για μακροχρόνιες επιπτώσεις στη φήμη τους διατήρησαν τις πραγματικές συγκρούσεις υπό έλεγχο για τις τρεις πρώτες δεκαετίες εφαρμογής του νέου επιχειρηματικού προτύπου (Smith και Walter, 2002). Υπήρξαν δύο σημαντικά και συναφή χαρακτηριστικά της αγοράς εκδόσεως ομολόγων που βοήθησαν. Πρώτον, υπήρχαν χιλιάδες εταιρικοί και κρατικοί εκδότες ομολόγων. Έτσι, η απειλή από ένα εκδότη, στην περίπτωση που δυσαρεστήθηκε από την αξιολόγηση ενός οίκου, να απευθυνθεί σε έναν άλλο οίκο αξιολόγησης να μην είναι ισχυρή. Δεύτερον, οι εταιρείες και οι κυβερνήσεις, των οποίων το χρέος είχε αξιολογηθεί, ήταν σχετικά διαφανείς οργανισμοί, έτσι ώστε μία προφανώς εσφαλμένη αξιολόγηση θα μπορούσε γρήγορα να εντοπιστεί από άλλους και έτσι δυνητικά να αμαυρώσει την φήμη του οίκου που ανέλαβε την επίσημη αξιολόγησή του (Caouette, Altman, Narayanan, και Nimmo, 2008).

Πράγματι, το μεγάλο παράπονο για τους οίκους αξιολόγησης κατά τη διάρκεια αυτής της εποχής δεν ήταν ότι ήταν πολύ συμμορφωμένοι με τις επιθυμίες των εκδοτών

ομολόγων, αλλά ότι ήταν πολύ σκληροί και πολύ ισχυροί. Τον Οκτώβριο του 1995, ένα σχολείο του Κολοράντο μίλησε την Moody's, υποστηρίζοντας ότι ο συγκεκριμένος οίκος αξιολόγησης σκόπιμα υποτίμησε τα ομόλογα της σχολικής κοινότητας, σε αντίποινα για την απόφαση της κοινότητας να μην ζητηθεί η αξιολόγηση από την Moody's, ενώ, προφανώς, και άλλοι εκδότες είχαν επίσης τον φόβο αυθαίρετων αρνητικών αξιολογήσεων (Partnoy, 2002, Fridson, 2002, Sinclair, 2005).

Οι οίκοι αξιολόγησης κατηγορήθηκαν ότι φέρουν μεγάλη ευθύνη για την κρίση, γιατί ήταν σκόπιμα υπερβολικά «χαλαροί» στις εκτιμήσεις κάποιων δομημένων προϊόντων. Σε απάντηση σε αυτή την κατηγορία, οι οίκοι υποστηρίζουν ότι μια τέτοια στάση θα ήταν πάρα πολύ επικίνδυνη για 'αυτούς, αφού θα εξέθεταν τη φήμη τους σε κίνδυνο. Οι Mathisa, McAndrews και Rochet (2009) εξετάζουν αυτό το επιχείρημα μέσα σε ένα τυπικό μοντέλο, δηλαδή το κατά πόσο οι ανησυχίες για τη φήμη επαρκούν για να πειθαρχήσουν τους οίκους. Δείχνουν ότι το επιχείρημα λειτουργεί μόνο όταν ένα μεγάλο μέρος των εσόδων προέρχεται από άλλες πηγές πλην της αξιολόγησης σύνθετων προϊόντων. Αντιθέτως, όταν η αξιολόγηση σύνθετων προϊόντων γίνεται μια σημαντική πηγή εσόδων για τον οίκο, υπάρχει πιθανότητα να μην είναι αντικειμενικός και να διογκώσει τις βαθμολογήσεις όταν η φήμη του είναι αρκετά καλή.

3.8 ΤΑ ΕΜΠΟΔΙΑ ΕΙΣΟΔΟΥ

Παρά το γεγονός ότι φαίνεται να υπάρχουν περίπου 150 οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, σε όλο τον κόσμο, οι Moody's, Standard & Poor's, και Fitch είναι σαφώς οι δεσπόζουσες εταιρίες. Και οι τρεις λειτουργούν σε παγκόσμια βάση, με γραφεία σε έξι ηπείρους, η καθεμία έχει αξιολογήσεις που αφορούν δεκάδες τρισεκατομμύρια δολάρια χρεογράφων. Στην ετήσια έκθεσή της Moody's του 2008 αναφέρονται

συνολικά έσοδα 1,8 δισεκατομμύρια δολάρια, καθαρά έσοδα 458 εκατομμύρια δολάρια και το σύνολο του ενεργητικού της στο τέλος του έτους ανερχόταν σε 1,8 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 52% των συνολικών εσόδων της προήλθε από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, ενώ το 2006 το ποσοστό αυτό ήταν περίπου 66%. Το 69% των εσόδων της εταιρείας προέρχεται από αξιολογήσεις και το υπόλοιπο προέρχεται από σχετικές υπηρεσίες. Στο τέλος του 2008, η εταιρεία είχε περίπου 3.900 εργαζομένους, με λίγο περισσότερους από τους μισούς να βρίσκονται στις Ηνωμένες Πολιτείες (Smith και Walter,, 2002).

Επειδή οι υπηρεσίες αξιολόγησης των Standard & Poor's και Fitch είναι μεγαλύτερων επιχειρήσεων που αναφέρονται σε ενοποιημένη βάση, η απευθείας σύγκριση εσόδων και περιουσιακών στοιχείων δεν είναι δυνατή. Όμως, οι δραστηριότητες αξιολόγησης της Standard & Poor's είναι περίπου ίδιου μεγέθους με τη Moody's, ενώ της Fitch είναι κάπως μικρότερες. Στον πίνακα 1 παρέχεται ένα σύνολο, περίπου, συγκρίσιμων στοιχείων των εργαζομένων-αναλυτών κάθε εταιρείας και του αριθμού των αξιολογήσεων. Και οι τρεις εταιρείες απασχολούν περίπου τον ίδιο αριθμό αναλυτών. Ωστόσο, οι Moody's και Standard & Poor's προσμετρούν εμφανώς περισσότερα εταιρικά και εγγυημένα χρεόγραφα από ό,τι η Fitch. Τα μερίδια αγοράς των τριών εταιριών υπολογίζονταν το 2008 σε περίπου 40%, 40% και 15% για τις Moody's, Standard & Poor's και Fitch αντίστοιχα (Caouette, Altman, Narayanan, και Nimmo, 2008). Στον πίνακα 1 δίδονται ενδεικτικά κάποια μεγέθη των τριών μεγάλων οίκων αξιολόγησης σχετικά με τους εργαζόμενους και τα ομόλογα που έχουν αξιολογήσει το 2009.

	Standard &		
	Moody's	Poor's	Fitch
<i>Αριθμός Εργαζόμενων- Αναλυτών</i>			
Αναλυτές	1.126	1.081	1.057
Προϊστάμενοι αναλυτών	126	228	305
<i>Αριθμός ομολόγων που αξιολογήθηκαν ανά κατηγορία</i>			
Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	84.773	47.300	83.649
Ασφαλιστικές εταιρίες	6.277	6.600	4.797
Εταιρικοί εκδότες	31.126	269.00	14.757
Εγγυημένα χρεόγραφα	109.281	198.200	77.480
Κρατικά χρεόγραφα	192.953	976.000	491.264

Πίνακας 1: Δεδομένα του NRSO 2009 για τις εταιρίες Moody's, Standard & Poor's και Fitch (White, 2010)

Κατά τη διάρκεια των 25 χρόνων που ακολούθησαν από την δημιουργία της κατηγορίας των «εθνικά αναγνωρισμένων στατιστικών οργανισμών αξιολόγησης» (NRSROs) από τη SEC το 1975, έχουν προστεθεί μόνο τέσσερις επιπλέον εταιρίες: η Duff & Phelps το 1982, η McCarthy, Crisanti & Maffei το 1983, η IBCA το 1991 και η Thomson Bankwatch το 1992. Ωστόσο, οι συγχωνεύσεις μεταξύ των νεοεισερχόμενων εταιριών και της Fitch, είχε ως αποτέλεσμα να επιστρέψει ο αριθμός των εταιριών της κατηγορίας στις αρχικές τρεις, όπως το 2000 (White, 2010).

Φυσικά, στην βιομηχανία πιστοληπτικής αξιολόγησης δε πρόκειται να υπάρξουν ποτέ πολυάριθμοι μικροί συμμετέχοντες. Στην αγορά πληροφοριών των ομολόγων τα ενδεχόμενα εμπόδια εισόδου, όπως οι οικονομίες κλίμακας, τα πλεονεκτήματα της εμπειρίας, και η φήμη του εμπορικού σήματος είναι πολύ σημαντικά χαρακτηριστικά. Παρ'όλα αυτά, κατά την δημιουργία των NRSRO, η SEC είχε γίνει ενσυνείδητα ένα σημαντικό εμπόδιο για την είσοδο στον κλάδο. Χωρίς το πλεονέκτημα της έννοιας του NRSRO, τυχόν επίδοξοι αξιολογητές ομολόγων θα ήταν πιθανό να παραμείνουν μικρής

κλίμακας. Οι νέες εταιρείες αξιολόγησης θα κινδύνευαν να αγνοηθούν από τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κατά συνέπεια και από τους εκδότες ομολόγων.

Επιπλέον, η SEC ήταν εξαιρετικά αδιαφανής στη διαδικασία ορισμού της κατηγορίας. Ποτέ δεν καθιερώθηκαν τυπικά κριτήρια ώστε μια εταιρία να χαρακτηριστεί ως «εθνικά αναγνωρισμένος στατιστικός οργανισμός αξιολόγησης», αλλά και μια επίσημη αίτηση ή διαδικασία εξέτασης. Ακόμη, δεν παρείχε ποτέ κάποια αιτιολόγηση ή εξήγηση για τους λόγους για τους οποίους εισήγαγε ορισμένες επιχειρήσεις στην κατηγορία αυτή και αρνήθηκε να το πράξει για άλλες.

Ωστόσο, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ενώ οι μεγάλες εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι μια σημαντική πηγή πληροφοριών για τους επενδυτές ομολόγων, δεν είναι η μόνη πιθανή πηγή. Μερικές μικρότερες εταιρίες αξιολόγησης, όπως οι KMV, Egan-Jones, και Lacle Financial, όλες εκ των οποίων εφάρμοζαν το πρότυπο κατά το οποίο ο επενδυτής πληρώνει για την εκάστοτε αξιολόγηση, ήταν σε θέση να επιβιώσουν, παρά την απουσία τους από την κατηγορία NRSRO (αν και η KMV απορροφήθηκε από την Moody's το 2002).

3.9 Η ΑΡΧΗ ΤΗΣ ΑΝΤΙΠΑΡΑΘΕΣΗΣ

Το σύστημα των NRSRO παρέμεινε μία από τις λιγότερο γνωστές λειτουργίες των ομοσπονδιακών δημοσιονομικών κανονισμών μέχρι την πτώχευση της Enron τον Νοεμβρίου του 2001. Στον απόηχο της πτώχευσης της Enron, ωστόσο, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και το Κογκρέσο παρατήρησαν ότι οι τρεις μεγάλες εταιρείες αξιολόγησης πρότειναν για επένδυση τα ομόλογα της Enron, πέντε ημέρες πριν η εν λόγω εταιρία κηρυχθεί σε πτώχευση. Αυτό το περιστατικό οδήγησε το Κογκρέσο στην διερεύνηση

των λόγων, για τους οποίους οι οίκοι αξιολόγησης άργησαν τόσο πολύ να αναγνωρίσουν την εύθραυστη οικονομική κατάσταση της Enron. Οι οίκοι αξιολόγησης άργησαν εξίσου να αναγνωρίσουν την χειροτέρευση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της WorldCom, με αποτέλεσμα να αμφισβητηθούν ακόμα μία φορά. Η καθυστέρηση των κυριότερων οίκων αξιολόγησης όσον αφορά την αλλαγή των αξιολογήσεων τους συνεχίζεται μέχρι και σήμερα. Πράγματι, οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης εξακολουθούσαν να διατηρούν θετική αξιολόγηση στα εμπορικά χαρτιά της Lehman Brothers, το πρωί της ημέρας που η Lehman κηρύχθηκε σε πτώχευση το Σεπτέμβριο του 2008.

Το πρόβλημα της καθυστέρησης κατά την προσαρμογή των αξιολογήσεων, αποδίδεται, σύμφωνα με τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, στη μακροχρόνια προοπτική που προσδίδουν στις αξιολογήσεις τους, αποφεύγοντας αξιολογήσεις συγκεκριμένου χρονικού σημείου. Αυτή η στρατηγική συνεπάγεται ότι οι οίκοι αξιολόγησης θα έχουν πάντα μια καθυστέρηση στο να αντιληφθούν ότι οποιαδήποτε αλλαγή στα χρηματοοικονομικά στοιχεία μιας επιχείρησης δεν είναι μόνο το αρχικό τμήμα μιας αναστρέψιμης κατάστασης, αλλά η αρχή μιας συνεχούς μείωσης ή βελτίωσης.

Αυτή η πρακτική αξιολόγησης μπορεί πραγματικά να είναι μια προσπάθεια των οίκων αξιολόγησης να ανταποκριθούν στις προθέσεις του επενδυτικού κοινού. Οι επενδυτές επιθυμούν σαφώς σταθερότητα στις αξιολογήσεις, έτσι ώστε να μειωθεί η ανάγκη για συχνές και δαπανηρές προσαρμογές στα χαρτοφυλάκιά τους (Altman και Rijken, 2004, Loffler, 2004, Beaver, Shakespeare και Soliman του 2006, Cheng και Neamtu, 2009). Συντηρητικοί επενδυτές, όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες, πιθανόν να μην τους πειράζουν οι ανακριβείς εκτιμήσεις, αφού φαίνεται να

προτιμούν ομόλογα με αξιολογήσεις που η αγορά πιστεύει ότι είναι ασυνήθιστα θετικές, δεδομένου ότι τα ομόλογα αυτά θα συνεχίσουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις, σε σχέση με την αξιολόγησή τους, με μεγαλύτερο όμως κίνδυνο, για όσο βέβαια εξακολουθούν να είναι εντός των προσδιορισμένων ορίων ασφαλείας (Calomiris, 2009). Επιπλέον, οι εκδότες των χρεογράφων, οι οποίοι καταβάλλουν την αμοιβή των οίκων αξιολόγησης, είναι βέβαιο ότι προτιμούν να μην υποβαθμιστούν τα χρεόγραφα τους. Εντούτοις, η καθυστέρηση αυτή των οίκων αξιολόγησης εκτείνεται στο παρελθόν, τουλάχιστον από το 1930, πολύ πριν από την μετάβαση στο επιχειρηματικό μοντέλο κατά το οποίο ο εκδότης πληρώνει την αμοιβή των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης (White, 2010). Επίσης, όπως είναι λογικό η απουσία συχνών αλλαγών επιτρέπει στους οίκους αξιολόγησης να διατηρούν μικρότερα επιτελεία αναλυτών.

Η καθυστέρηση των αλλαγών αυτών εγείρει ένα ακόμα πιο βασικό ερώτημα: αν οι τρεις σημαντικότεροι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης παρέχουν πραγματικά χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με τις πιθανότητες υπερημερίας για τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ως απόδειξη της αξίας τους, οι οίκοι αξιολόγησης επισημαίνουν την, επί δεκαετίες, γενικά στενή σχέση μεταξύ των αξιολογήσεών τους και της πιθανότητας αδυναμίας αποπληρωμής του χρέους. Η ετήσια έκθεση της Moody's το 2009, για παράδειγμα, αναφέρει: «Η ποιότητα της μακροχρόνιας απόδοσης της Moody's καταδεικνύεται από ένα απλό μέτρο: κατά τα τελευταία 80 χρόνια σε ένα ευρύ φάσμα κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, δανειακές υποχρεώσεις με χαμηλές αξιολογήσεις αθετήθηκαν σε μεγαλύτερη συχνότητα από αυτές με υψηλότερες αξιολογήσεις». Αλλά αυτή η συσχέτιση θα μπορούσε κάλλιστα να προκύψει εάν οι οίκοι αξιολόγησης κατέληγαν στις αξιολογήσεις τους παρατηρώντας ξεχωριστά τις διαφορές των σχετικών αποδόσεων των ομολόγων (σε συγκρίσιμα ομόλογα), δηλαδή τα

λεγόμενα spreads, περίπτωση κατά την οποία οι οργανισμοί δεν θα παρείχαν χρήσιμες πληροφορίες για τις αγορές (White, 2010).

Πιο εξεζητημένες εμπειρικές προσεγγίσεις, που συνοψίζονται στις μελέτες των Jewell και Livingston το 1999 και των Creighton, Gower, και Richards το 2007, αναφέρουν ότι όταν ένας μεγάλος οίκος αξιολόγησης προβαίνει σε προσαρμογή της πιστοληπτικής διαβάθμισης ενός ομολόγου, οι αγορές αντιδρούν ανάλογα. Αν μία εκτίμηση μετακινήσει ένα ομόλογο από αξιολόγηση «θετικής επένδυσης» σε «κερδοσκοπική», ή αντίστροφα, πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει στη συνέχεια να επανεξετάσουν τις συμμετοχές τους σε αυτά τα ομόλογα, χωρίς να αντιδρούν σε πραγματικά νέες πληροφορίες σχετικά με την πιθανότητα αθέτησης του ομολόγου. Έτσι, το ερώτημα, τι πραγματική αξία προσθέτουν οι μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές παραμένει ανοιχτό και δύσκολο να απαντηθεί.

Τέλος, η πτώχευση της Enron εξέθεσε το επιχειρηματικό πρότυπο κατά το οποίο ο εκδότης επωμίζεται το κόστος της αξιολόγησης και τις πιθανές επιπλοκές που μπορεί να προκαλέσει, στο ευρύτερο κοινό. Παρόλο που ο φόβος των οίκων αξιολόγησης για την φήμη τους και την αξιοπιστία τους έχει περιορίσει τις πιθανές επιπλοκές, οι συγκρούσεις συμφερόντων και τα προβλήματα που προκάλεσαν συνεχίζουν να υπάρχουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

«Υπάρχουν δύο υπερδυνάμεις στον κόσμο σήμερα, κατά τη γνώμη μου. Οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, και η υπηρεσία αξιολόγησης ομολόγων Moody's. Οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μπορούν να σας καταστρέψουν με τη ρίψη βόμβας, και η Moody's μπορεί να σας καταστρέψει με την υποβάθμιση των ομολόγων σας. Και πιστέψτε με, μερικές φορές, δεν είναι σαφές ποιο από τα δύο είναι πιο ισχυρό».

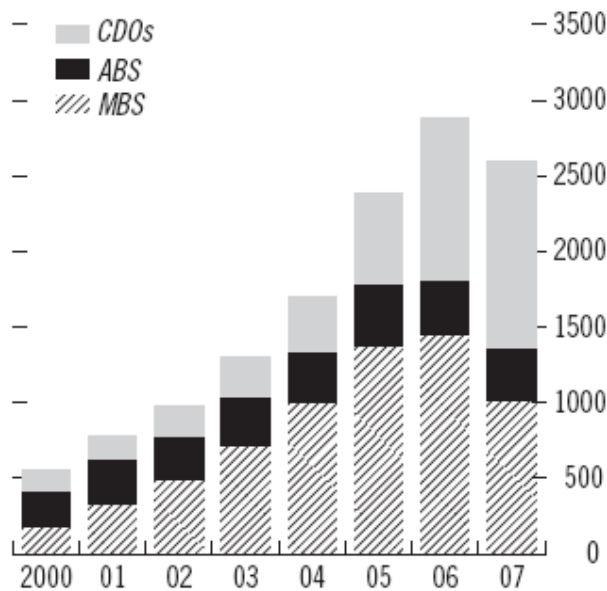
Friedman T.L., New York Times, 13 Φεβρουαρίου 1996

Καθώς η πτώση βαθαίνει και χτυπά και άλλους τομείς και την ευρύτερη οικονομία, είναι λογικό να αναρωτηθούμε το ποιος ευθύνεται. Οι τραπεζίτες παραδέχονται ότι δεν είχαν κατανοήσει πλήρως τους κινδύνους που συνδέονται με τα προϊόντα στα οποία είχαν επενδύσει και ότι είχαν ακολουθήσει τις συστάσεις των αναλυτών κατά γράμμα χωρίς αμφισβήτηση της έρευνάς τους. Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας όλο και περισσότερο κατηγορούνται για παραπλάνηση των επενδυτών και μπορεί να διέφυγαν αρχικά ένα μεγάλο μέρος της ευθύνης όταν η Northern Rock διεσώθη πριν 2 περίπου χρόνια στις 22/02/2008 με την κρατικοποίησή της, αυτό όμως άλλαξε καθώς οι ρυθμιστικές αρχές και οι επενδυτές άρχισαν να εξετάζουν πιο προσεκτικά το ρόλο τους.

Οι αγορές ενυπόθηκων δανείων αυξήθηκαν σημαντικά κατά τα πρώτα χρόνια του εικοστού πρώτου αιώνα. Οι χαλαροί κανόνες δανεισμού, η αύξηση των τιμών στις κατοικίες και οι φθηνές πιστώσεις, τροφοδότησαν την επέκταση των ενυπόθηκων

δανείων. Κατέστη δυνατό σε δανειολήπτες μικρής αξιοπιστίας να συνάψουν ενυπόθηκα δάνεια. Οι υποθήκες αυτές, όπως αναφέραμε και παραπάνω, με τη σειρά τους, πωλούνται από τους δανειστές τους σε επενδυτικές τράπεζες που τις συνδύαζαν με άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα για την δημιουργία δομημένων τίτλων υψηλής απόδοσης. Το αυξημένο ρίσκο δεν πτοούσε τους επενδυτές αυτών των προϊόντων, λόγω τις μεγάλης απόδοσης σε συνδυασμό με την υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση από τους οίκους αξιολόγησης που διασφάλιζε την αποπληρωμή τους. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η διαχρονική αύξηση των εκδόσεων σύνθετων προϊόντων.

European and US structured credit issuance
(In billions of U.S. dollars)



- CDOs = Collateralised Debt Obligations) = ενεχυριασμένες δανειακές υποχρεώσεις
- ABS = Asset-Backed Securities = εγγυημένα ομόλογα των οποίων το κεφάλαιο και οι τόκοι εξασφαλίζονται με ταμειακές ροές που προέρχονται από άλλο περιουσιακό στοιχείο
- MBS = (Mortgage-Backed Securities) = εγγυημένα ομόλογα των οποίων το κεφάλαιο και οι τόκοι εξασφαλίζονται με ταμειακές ροές που προέρχονται από υποθήκες

Διάγραμμα 1: Η έκδοση δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων διαχρονικά

Πηγή: Inside MBS & ABS; JPMorgan Chase & Co. and European Securitization Forum

Οι συνθήκες άλλαξαν μετά το 2007. Τα επιτόκια αυξήθηκαν, οι κατοικίες άρχισαν να χάνουν μέρος τις αξίας τους και πολλοί από τους δανειζόμενους δεν μπόρεσαν να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους. Οι οίκοι αξιολόγησης έσπευσαν να υποβαθμίσουν τους τίτλους από τις υψηλότερες βαθμίδες που τους είχαν κατατάξει,

αλλά ήταν ήδη πολύ αργά. Η αδυναμία των υπόχρεων στα ενυπόθηκα δάνεια να εξοφλήσουν την δόση τους είχε μετακυλήσει σε μεγάλο μέρος τις αγορές επενδυτικών προϊόντων δημιουργώντας μεγάλες απώλειες.

4.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν διαδραματίσει ηγετικό ρόλο στις παγκόσμιες αγορές χρέους για πάνω από τριάντα χρόνια. Στο μεγαλύτερο μέρος της ιστορίας τους, οι οίκοι αξιολόγησης εκτελούν το έργο της δημιουργίας αξιολογήσεων όσον αφορά την φερεγγυότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων και των εισηγμένων εταιρειών και την αναθεώρηση αυτών των αξιολογήσεων, εάν οι οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες αλλάξουν. Η κλίμακα των αξιολογήσεων της πιστωτικής ποιότητας, αποτέλεσε τη βάση των αγορών κεφαλαίου και χρησιμοποιείται από τους επενδυτές προκειμένου να προβαίνουν σε επενδυτικές αποφάσεις.

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας, επίσης, συμπεριλαμβάνονται στους κανονισμούς των ρυθμιστικών αρχών, ως βάση για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών (Βασιλεία II) και υπαγορεύουν το πώς οι διαχειριστές των επενδύσεων θα διαθέσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία (De Meijer & Saaf, 2008). Λαμβάνοντας υπόψη το σημαντικό αυτό καθεστώς, οι οίκοι αξιολόγησης θα πρέπει να έχουν εγκριθεί από εθνικές ρυθμιστικές αρχές, όπως στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, όπου ένας οίκος αξιολόγησης πρέπει να χορηγείται με πιστοποιητικό «Εθνικά αναγνωρισμένου οργανισμού στατιστικής αξιολόγησης» (NRSRO) από την SEC.

Οι αξιολογήσεις είναι αναγκαίες για τις ρυθμιστικές αρχές και για όσους συμμετέχουν στις χρηματαγορές, οι οποίοι χρειάζονται μια αξιόπιστη ένδειξη για την

πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών και την ποιότητα ορισμένων περιουσιακών στοιχείων. Θα ήταν αδύνατο για κάθε επενδυτή να κάνει μόνος του σε βάθος διερεύνηση της πιστοληπτικής ικανότητας του κάθε δυνητικού δανειολήπτη ή οποιασδήποτε είδους επένδυσης. Οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν αυτές τις πληροφορίες και έτσι υπάρχει τεράστια εξοικονόμηση σε συναλλακτικά κόστη. Ωστόσο, ο Lannoo (2008) υποστηρίζει ότι τα συναλλακτικά κόστη θα εξαφανιστούν αν υπάρξουν πολλοί οίκοι αξιολόγησης. Ωστόσο, εάν υπήρχαν δεκάδες τέτοιοι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι ρυθμιστικές αρχές και όσοι συμμετέχουν στις χρηματαγορές μπορεί να έβρισκαν πολλές (και λογικά διαφορετικές) αξιολογήσεις για κάθε δανειολήπτη και αυτό θα καθιστούσε δύσκολο για τους δανειολήπτες να παράσχουν σαφές μήνυμα προς την αγορά σχετικά με την πιστοληπτική τους ικανότητα.

Μεγάλο μέρος της πρόσφατης κριτικής, έχει να κάνει με την αλλαγή του ρόλου των οίκων αξιολόγησης κατά τη διαδικασία αξιολόγησης δομημένων προϊόντων, καθώς και με την παρανόηση μεταξύ των επενδυτών και των οίκων αξιολόγησης όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής των αξιολογήσεων. Υπήρξε μια αξιοσημείωτη αλλαγή στη φύση της εργασίας των οίκων αξιολόγησης, που προκλήθηκε από την τεράστια ανάπτυξη των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων τα οποία περιγράφονται ως η ανασύνθεση, η αναδιάρθρωση και η μεταπώληση υφιστάμενων οφειλών. Αυτό έχει τοποθετήσει τους οίκους αξιολόγησης σε ένα, ποιοτικά, διαφορετικό ρόλο που έχει επεκταθεί πολύ πιο πέρα από αυτό των περισσότερων φορέων παροχής πληροφοριών.

Η μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν σήμερα κυρίαρχο ρόλο σε όλο το φάσμα της αγοράς πιστώσεων. Ακόμη, συμμετέχουν άμεσα στην διαδικασία έκδοσης χρεογράφων, από την παροχή συμβουλών στις επενδυτικές τράπεζες και τους πελάτες

τους, σχετικά με δομημένα χρεόγραφα και προϊόντα χρέους, έως τη δημοσίευση αξιολογήσεων για τα εν λόγω προϊόντα. Έτσι, η διαδικασία αξιολόγησης έχει γίνει αναπόσπαστο μέρος του σχεδιασμού και της χρηματοοικονομικής τεχνικής των εν λόγω προϊόντων, ιδίως για τα CDOs. Από απλοί μεσάζοντες, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν καταστεί ρυθμιστικοί παράγοντες της αγοράς χρεογράφων.

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν την πρόσβαση των εκδοτών σε χρηματοδότηση και το κόστος του κεφαλαίου. Επηρεάζουν τη διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών μέσων και τις αποφάσεις των επενδυτών. Δεδομένης της δραματικής αύξησης στις χρηματοδοτικές αγορές κατά τις τελευταίες δεκαετίες, οι πολλαπλοί ρόλοι των οίκων αξιολόγησης είναι εξαιρετικά σημαντικοί:

- Πρώτον, οι επιχειρήσεις ή οι κυβερνήσεις που θέλουν να εκδώσουν κινητές αξίες επιδιώκουν αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για να μπορέσουν να τις πουλήσουν. Η απόκτηση βαθμολογίας από έναν CRA καθιστά πολύ ευκολότερο να πωληθεί το προϊόν, εν μέρει επειδή πολλοί θεσμικοί επενδυτές μπορούν να αγοράσουν μόνο προϊόντα που χαρακτηρίζονται ποιοτικά βάση της διαβάθμισης τους για λόγους ασφάλειας. Επιπλέον, μια ευνοϊκή βαθμολόγηση καθιστά δυνατό για τον εκδότη να χρηματοδοτήσει το χρέος σε χαμηλότερο κόστος.
- Δεύτερον, σύμφωνα με τον κανονισμό της SEC οι εν δυνάμει αγοραστές (π.χ., θεσμικοί επενδυτές) χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας ως μέρος της δικής τους εσωτερικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για τις αναλύσεις των επενδύσεων. Επιπλέον, μπορούν να χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για να συμμορφωθούν με τους εσωτερικούς τους κανονισμούς, τους περιορισμούς ή τις πολιτικές επενδύσεων όπου απαιτούν ορισμένες ελάχιστες πιστωτικές διαβαθμίσεις για τις επενδύσεις.

4.3 ΤΑ ΠΡΩΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ

Τα πρώτα προβλήματα για τους οίκους πιστοληπτικής βαθμολόγησης εμφανίστηκαν το 2001 όταν τέσσερις μόλις μέρες πριν δηλώσει πτώχευση η Enron παρουσιαζόταν με υψηλή διαβάθμιση και χαμηλό ρίσκο. Η κατάρρευση της Enron προκάλεσε σημαντικές νομοθετικές μεταρρυθμίσεις (θέσπιση του νόμου Sarbanes-Oxley Act του 2002). Ζητήθηκε από τη SEC μια έκθεση για τις αρμοδιότητες και τον ρόλο των Οίκων αξιολόγησης η οποία δημιούργησε πολλές ανησυχίες για την δράση τους. Ωστόσο δεν υπήρξε κάποια ρυθμιστική ενέργεια. Η Επιτροπή της Γερουσίας για Κυβερνητικές Υποθέσεις όμως είχε μια πολύ σκληρότερη τοποθέτηση. Η επιτροπή καταλόγισε ευθύνες στους οίκους για την διαδικασία αξιολόγησης της Enron και την αμέλεια των αναλυτών, υποστηρίζοντας ότι δεν έγιναν οι απαραίτητες ενέργειες για την διασφάλιση των επενδυτών, αφού δεν λήφθηκαν υπόψη παράγοντες που επηρέαζαν την μακροχρόνια πορεία της εταιρίας. Επίσης, υπήρξαν λογιστικές παρατυπίες, ενώ φάνηκε ότι οι αναλυτές αρκέστηκαν στα στοιχεία που τους μετέφεραν στελέχη την Enron χωρίς περαιτέρω έρευνα.

Ενώ το Κογκρέσο εξέταζε τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην κατάρρευση της Enron, η αγορά των sub-primes αρχίζει να βιώνει την εκρηκτική ανάπτυξη που θα οδηγούσε στην κρίση. Τα sub-prime στεγαστικά δάνεια υπέρ τετραπλασιάστηκαν ως ποσοστό της συνολικής αγοράς ενυπόθηκων δανείων μεταξύ 2003 και 2006. Τα καθαρά έσοδα της Moody's αυξήθηκαν από 159 εκατομμύρια δολάρια το 2000 σε 425 εκατομμύρια δολάρια το 2004, ενώ η τιμή της μετοχής της τριπλασιάστηκε μεταξύ 2001 και 2005. Η sub-prime αγορά, καθώς και οι τίτλοι που βασίζονται σε αυτήν, άρχισε γρήγορα να γίνεται επικίνδυνη το καλοκαίρι του 2007. Το ποσοστό των καθυστερήσεων αποπληρωμής δανείων υψηλού κινδύνου (90 ημέρες ή περισσότερο),

καθώς και οι κατασχέσεις τριπλασιάστηκαν μεταξύ 2005 και 2007, φτάνοντας το 16%. Το 2007, ενάμιση εκατομμύριο νοικοκυριά είχαν κατασχεθεί, αύξηση 50% από το προηγούμενο έτος. Μέχρι το Μάιο του 2008, περίπου το ένα τέταρτο των οφειλετών sub-prime στεγαστικών δανείων είχαν πτωχεύσει. Τον Ιούνιο του 2007,η Moody's υποβάθμισε σχεδόν 700 τίτλους που είχε βαθμολογήσει το 2005 και το 2006, συμπεριλαμβανομένων περίπου 80 ομολογιών που είχαν βαθμολογηθεί με AAA . Η Standard & Poor's υποβάθμισε περίπου 600 sub-prime MBSs (αξίας πάνω από 6 δισ. δολάρια) τον Ιούλιο του 2007. Η Fitch, επίσης,έθεσε πολλούς τίτλους σε λίστα παρακολούθησης.

Οι εκτεταμένες υποβαθμίσεις κατέστρεψαν τις χρηματοπιστωτικές αγορές καθώς και την εμπιστοσύνη των επενδυτών στους οίκους αξιολόγησης. Η απώλεια της εμπιστοσύνης στις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας οδήγησαν σε απότομη πτώση στην προθυμία των επενδυτών να αγοράσουν τα προϊόντα αυτά καθώς και εν γένει δομημένα προϊόντα.

4.4 Η ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

«(Η επένδυση) θα μπορούσε να είναι δομημένη από αγελάδες και εμείς θα την αξιολογούσαμε»

- Αναλυτής-εργαζόμενος στην Standard & Poor's σε ένα μήνυμα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου που αναφέρεται στα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

CNBC, 22/10/2008

Ένας οργανισμός αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας υποτίθεται ότι αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα των οργανισμών που εκδίδουν χρεόγραφα, όπως

τα εταιρικά και κρατικά ομόλογα, ούτως ώστε οι επενδυτές, οι τράπεζες, οι ρυθμιστικές αρχές και οι άλλοι φορείς της αγοράς μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις αξιολογήσεις αυτές για να μετρήσουν το σχετικό πιστωτικό κίνδυνο. Δισεκατομμύρια δολάρια χρέους έχουν εκδοθεί και δανειστεί με βάση τις απόψεις τους. Εάν μια εταιρεία υποβαθμιστεί, όπως συνέβη στην AIG (American Investment Group) το Σεπτέμβριο του 2008, οι επενδυτές, είτε προσπαθούν να πουλήσουν τις μετοχές ή να αναγκάσουν την εταιρεία να διώξει τα στελέχη και να «αλλάξει πλευση» άμεσα.

Η AIG είναι μια αμερικανική ασφαλιστική εταιρεία. Σύμφωνα με τον κατάλογο “Forbes Global 2000” του 2008, η AIG ήταν κάποτε η 18η σε μέγεθος δημόσια εταιρεία στον κόσμο. Όταν οι μετοχές της AIG υποβαθμίστηκαν από τους οίκους αξιολόγησης συμπεριλαμβανομένων της Moody’s, Fitch και Standard & Poor’s στις 15 Σεπτεμβρίου 2008, αναγκάστηκε να εκδώσει δισεκατομμύρια δολάρια σε επιπλέον εξασφαλίσεις, για να προσελκύσει νέα κεφάλαια, ενώ η τιμή της μετοχής της έπεσε κατακόρυφα. Τελικά, η Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή της. Σύμφωνα με το δικηγορικό γραφείο Eversheds η υποβάθμιση της AIG επιδείνωσε την κατάσταση καθιστώντας το δανεισμό της πιο ακριβό.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω, εκτός από τη βαθμολόγηση παραδοσιακών ομολόγων, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας παρέχουν επίσης συμβουλές σχετικά με σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως CDOs. Αυτά είναι σύνθετα χαρτοφυλάκια σταθερού εισοδήματος τα οποία χωρίζονται σε τμήματα, με κάθε δόση να περιέχει στοιχεία που κατέχουν διαφορετικά επίπεδα πιστωτικού κινδύνου. Αυτό είναι και το σημείο στο οποίο απέτυχαν οι οίκοι αξιολόγησης. Πριν

λίγα χρόνια, το προϊόν αυτό ήταν το αγαπημένο των επενδυτών, αλλά πολλά από τα CDOs περιείχαν και ομόλογα με ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου (Hodge, 2008).

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

Η AAA βαθμολογία από τους οργανισμούς αξιολόγησης οδήγησε τους επενδυτές να πιστεύουν ότι αυτά τα σύνθετα προϊόντα ήταν αδιάβλητα. Αλλά στη συνέχεια αποδείχθηκε ότι όλα τα χρεόγραφα με βαθμολογία AAA δεν ήταν και ισάξια. Όπως φάνηκε στην τρέχουσα κρίση, τα δομημένα προϊόντα συνήθως έχουν διαφορετική απόδοση από τα παραδοσιακά εταιρικά ομόλογα, παρά την ίδια βαθμολογία.

Το παραπάνω δεν έχει διαφύγει των ρυθμιστικών αρχών των ΗΠΑ και της Ευρώπης. Τον Μάιο του 2008 ο Ingrid Bonde, πρόεδρος της ομάδας εργασίας για τους οίκους αξιολόγησης της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR), είπε ότι «τα γεγονότα του περασμένου έτους σίγουρα αξίζουν μια διεξοδική επανεξέταση του ισχύοντος αυτορυθμιζόμενου καθεστώ. Αν και νομικά,

οι αξιολογήσεις των οίκων αυτών δεν είναι παρά γνωμοδοτήσεις, υπάρχει καθαρό δημόσιο ενδιαφέρον στις πληροφορίες που παρέχουν».

Οι επενδυτές ζητούν περισσότερη διαφάνεια σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι αξιολόγησης διεξάγουν την έρευνά τους και με το πώς γνωστοποιούν τα αποτελέσματα. Από την άλλη μεριά, ένας κορυφαίος θεσμικός επενδυτής αναφέρει ότι «οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν γίνει ίσως η μόνη πηγή λεπτομερούς πληροφόρησης για την αγορά, αλλά δεν χρωστάνε στους επενδυτές καθήκον επιμέλειας κατά την βαθμολόγηση ή την υποβολή εκθέσεων σχετικά με τα δομημένα χρηματοοικονομικά μέσα. Οι επενδυτές ανησυχούν περισσότερο για το ότι η χρηματοπιστωτική αγορά αναπτύσσεται με τέτοιο τρόπο που υπάρχει έλλειψη αξιόπιστης πληροφόρησης, με την νομική έννοια, όταν πραγματοποιούν επενδυτικές αποφάσεις».

Ως εκ τούτου, οι ρυθμιστικές αρχές της αγοράς άρχισαν να υιοθετούν μια πιο προσεκτική ματιά στο πρακτικές του κλάδου. Κατά τον Ιουλίου του 2008, η SEC κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η οργανισμοί αξιολόγησης απέτυχαν στη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων όταν απέδωσαν κορυφαία βαθμολογία στα ομόλογα που στηρίζονταν σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Ακολούθησαν μήνες έρευνας για να καθοριστεί αν οι οργανισμοί αξιολόγησης παρέκλιναν από τις συνήθεις διαδικασίες για αυτήν την υψηλότερη βαθμολογία για τα σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που συνδέονται με ενυπόθηκα δάνεια. Τα συμπεράσματά του SEC δεν ήταν επαινετικά.

Τις ανησυχίες του είχε εκφράσει και ο Christopher Cox, πρόεδρος της SEC λέγοντας ότι οι οίκοι είχαν κατακλυσθεί από αιτήματα για αξιολογήσεις και ο όγκος της

δουλειάς ανάγκασε το προσωπικό των εταιρειών αυτών να παρεκκλίνει από τα μοντέλα. Όμως και άλλοι οργανισμοί που πραγματοποίησαν τις δικές τους έρευνες κατέληξαν σε παρόμοια ανησυχητικά αποτελέσματα. Το Ινστιτούτο των Πιστοποιημένων Χρηματοοικονομικών Αναλυτών (Chartered Financial Analyst Institute, ή CFA) δημοσίευσε μια δημοσκόπηση των μελών του, στις αρχές του Ιουλίου, όπου διαπίστωσε ότι 211 (11%) των 1.956 ερωτηθέντων διαπίστωσαν οι ίδιοι αλλαγή βαθμολόγησης από οίκο αξιολόγησης λόγω πίεσης από την επενδυτή, τον εκδότη ή τον εγγυητή και το 51% από αυτούς πίστευε ότι αυτή οφειλόταν στην προοπτική ότι οι εκδότες θα στρεφόντουσαν σε ένα ανταγωνιστικό οίκο. Σχεδόν το ένα πέμπτο των ερωτηθέντων (17%) έκρινε ότι ένα επιπλέον κίνητρο για να αλλάξουν την αξιολόγηση ήταν η υπόσχεση από τον εκδότη για περαιτέρω μελλοντική συνεργασία.

Οι εν λόγω καταχρήσεις και η έλλειψη εμπιστοσύνης έχει ώθησε την SEC να προτείνει νέους κανόνες για τη λειτουργία του κλάδου. Οι προτάσεις αποσκοπούν στην αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων απαγορεύοντας τα στελέχη των οίκων να παρέχουν συγχρόνως αξιολογήσεις και συμβουλές για τα ίδια προϊόντα. Στοχεύουν επίσης να αναγκάσουν τους επενδυτές να μειώσουν την εξάρτησή τους στις αξιολογήσεις των οίκων. Ο Cox συνέστησε να σταματήσουν οι ρητές αναφορές σε αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας ή να τροποποιηθεί ο ρόλος τους από το μεγαλύτερο μέρος των κανόνων της αγοράς. Αυτό θα σημαίνει ότι οι επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων και των διευθυντικών στελεχών, θα πρέπει να εξετάσουν τη ρευστότητα, αστάθεια και τον κίνδυνο ζημιών χρησιμοποιώντας ανεξάρτητες γνωμοδοτήσεις αντί βαθμολογήσεων από οίκους.

Όσο οι παγκόσμιες ρυθμιστικές αρχές επανεξετάζουν το βαθμό στον οποίο τα δικά τους κανονιστικά πλαίσια έχουν καταλήξει να εξαρτώνται από τις αξιολογήσεις

της πιστοληπτικής ικανότητας, τόσο περισσότερο προτείνουν αλλαγές με στόχο τους οίκους αξιολόγησης. «Αρκετοί από τους κανονισμούς μας σιωπηρά υποθέτουν ότι οι τίτλοι με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα έχουν ρευστότητα και μικρότερη μεταβλητότητα τιμής. Όμως, δεδομένου ότι δομημένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα μπορεί να είναι πολύ διαφορετικά από τα άλλα προϊόντα όσον αφορά αυτά τα χαρακτηριστικά, υπάρχει βάσιμος λόγος για μας να εξετάσουμε την ακριβή τρόπο με τον οποίο οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούνται στους κανόνες μας», λέει ο Cox. Ο Paul Atkins, Επίτροπος της SEC, ανέφερε πιο λακωνικά: «Η SEC δεν πρέπει να ενισχύει την τυφλή εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις».

Παρά τις απώλειές τους, οι επενδυτές αμφισβητούν ότι στηρίζονται υπερβολικά στις αξιολογήσεις και δηλώνουν ότι απλά τις αντιμετωπίζουν ως ένα επιπλέον γνώμονα στην απόφαση να επενδύσουν ή όχι. Βέβαια, συμφωνούν ότι θα πρέπει να γίνει μεταρρύθμιση των πρακτικών των οίκων μέσω ενός κώδικα βέλτιστης πρακτικής σε συγκρούσεις συμφερόντων παρά νέο ρυθμιστικό πλαίσιο. Το τελευταίο θα πρέπει να ακολουθήσει μόνο αν αποτύχει το προηγούμενο.

Οι ΗΠΑ δεν είναι η μόνη χώρα που θέλει να ελέγξει στενά τις δραστηριότητες των μεγαλύτερων παγκόσμια οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της. Οι κυβερνήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και πολλά μέλη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου συμφωνούν στην άποψη ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης συνέβαλαν στην απαρχή τη αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές με τη σημαντική υποτίμηση των κινδύνων που συνδέονται με τα δομημένα προϊόντα. Οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να είναι ήδη εγγεγραμμένοι σε μητρώα στις ΗΠΑ στο πλαίσιο ενός κανονισμού που εισήχθη το 2007, γεγονός το οποίο τους καθιστά υπό την εποπτεία της SEC.

Ορισμένοι αξιωματούχοι της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναγνωρίζουν ότι η καταχώρηση των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας σε μητρώα είναι απίθανο από μόνη της να επιλύσει όλα τα προβλήματα τα οποία ήρθαν στη επιφάνεια με την κρίση των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ. Το βασικό πρόβλημα είναι ότι οι οίκοι πληρώνονται από τους εκδότες, όχι από τους επενδυτές. Καμιά ρύθμιση δεν μπορεί να διορθώσει τη σύγκρουση των συμφερόντων εάν το μοντέλο δεν αλλάξει πλήρως και αυτό είναι δύσκολο να συμβεί (Hodge, 2008).

Από τη στιγμή που ο κλάδος τέθηκε σε αυστηρότερο έλεγχο, και οι τρεις μεγάλοι οίκοι έχουν όλοι ανακοινώσει κάποια μεταρρύθμιση. Η Moody's δήλωσε ότι επανεξετάζει την ακρίβεια των μοντέλων της και την κατάταξή τους στο πλαίσιο ενός κεντρικού συστήματος παρακολούθησης αφού επίσημα αναγνώρισε ότι εμφανίστηκε μια δυσλειτουργία σε ένα τέτοιο μαθηματικό μοντέλο που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση σύνθετων προϊόντων, με αποτέλεσμα να δώσει μια εσφαλμένη αξιολόγηση AAA σε περίπου 1 δις δολάρια από πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η Standard & Poor's έχει δημιουργήσει μια εσωτερική επιτροπή για να εποπτεύει τον τρόπο που χρησιμοποιούνται τα πολύπλοκα μοντέλα, ενώ η Fitch ανακοίνωσε πιθανές νέες κλίμακες αξιολόγησης και δείκτες για τα δομημένα προϊόντα.

Οι οίκοι αξιολόγησης απέτυχαν στις κρίσεις της δεκαετίας του '90, απέτυχαν στην περίπτωση της Enron και έκαναν σφάλματα στην αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών εργαλείων που βασίζονταν στα στεγαστικά δάνεια το 2007, διατηρώντας υψηλή βαθμολογία για τη Lehman Brothers ακόμα και όταν αυτή βρισκόταν στο χείλος της αβύσσου. Οι τρεις μεγάλοι οίκοι, η Standard & Poor's, η Moody's και η Fitch είναι εισηγμένες επιχειρήσεις. Τους έχει δοθεί ο ρόλος του

διαιτητή ενώ παράλληλα είναι και παίκτες. Σαν επιχειρήσεις επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση του κέρδους τους. Με το σύστημα όπως λειτουργεί σήμερα, οι επιχειρήσεις που εκδίδουν μετοχές, ομόλογα και άλλα χρηματοπιστωτικά προϊόντα είναι εκείνες που πληρώνουν για την αξιολόγησή τους. Εκείνο που θα έκανε το σύστημα κάπως πιο δίκαιο θα ήταν να πληρώνουν για την αξιολόγηση οι επενδυτές που αγοράζουν τα προϊόντα αυτά και όχι οι επιχειρήσεις που τα εκδίδουν.

Το ρόλο των οίκων αξιολόγησης στη χρηματοπιστωτική κρίση εξετάζουν και οι Marco Pagano και Paolo Volpin (2010). Δίνουν έμφαση σε δύο πτυχές των αξιολογήσεων που συνέβαλαν στην άνθηση της αγοράς του δομημένου χρέους: οι υψηλές βαθμολογήσεις και η αδιαφανής πληροφόρηση. Επιπλέον, το πρόβλημα επιδεινώνεται από το ενδεχόμενο οι εκδότες να συμμετέχουν σε «ψώνια βαθμολογίας», δηλαδή να λαμβάνουν διαφορετικές αξιολογήσεις από ανταγωνιστικά πρακτορεία και να δημοσιεύουν την ευνοϊκότερη. Οι παραπάνω αναζητούν τον τρόπο που μπορούν να περιοριστούν αυτά τα προβλήματα στο μέλλον. Καταλήγουν ότι ο τρόπος για να γίνει αυτό είναι να καταβάλλονται οι αμοιβές από τους επενδυτές και όχι από τους εκδότες και να υπάρχει ανοικτή και ελεύθερη πρόσβαση στα δεδομένα σχετικά με τα δάνεια ή τίτλους από τα οποία αποτελούνται τα δομημένα προϊόντα. Μια πιο ήπια (αλλά λιγότερο αποτελεσματική) προσέγγιση θα ήταν να διατηρηθεί το μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει», αλλά να απαιτείται από τους εκδότες να καταβάλλουν προκαταβολικά την αμοιβή.

4.5 ΟΙ ΤΡΕΙΣ ΣΥΝΙΣΤΩΣΕΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

Οι οίκοι αξιολόγησης ωφελήθηκαν σε μεγάλο βαθμό από την μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς ενυπόθηκων δανείων, αλλά η αξιοπιστία τους υπέστη ένα σημαντικό

πλήγμα με την κατάρρευση των sub-primes. Σύμφωνα με τον Rom (2009) υπάρχουν τρεις κύριες συνιστώσες του προβλήματος των οίκων αξιολόγησης που οδήγησαν σ' αυτήν την αναστάτωση: τα κίνητρα, η άγνοια και η πίεση και πιστεύει ότι και οι τρεις παράγοντες είναι εξίσου σημαντικοί.

4.5.1 Τα κίνητρα

Μια πιθανή πηγή της αποτυχίας των οίκων αξιολόγησης είναι το επιχειρηματικό τους μοντέλο. Οι εταιρίες που επιδιώκουν να έχουν τους τίτλους τους διαβαθμισμένους ζητούν από τους οργανισμούς να τις αξιολογήσουν. Έτσι οι οίκοι αξιολόγησης κερδίζουν την συντριπτική πλειοψηφία των εσόδων τους από τις εκδόσεις των αξιολογήσεων. Το κίνητρο της μεγιστοποίησης των κερδών συγκρούεται με το κίνητρο παροχής αξιόπιστων εκτιμήσεων για την προστασία της φήμης τους.

Ενώπιον της Γερουσίας το 2002, οι οίκοι αξιολόγησης υποστήριξαν ότι η φήμη για την έκδοση αντικειμενικών και αξιόπιστων αξιολογήσεων έχει τεράστια σημασία, και ότι θα απεύχονταν να την θέσουν σε κίνδυνο. Επιπλέον, ισχυρίστηκαν ότι μεμονωμένοι εκδότες συνεισφέρουν λιγότερο από το 1% των εσόδων των οίκων αξιολόγησης, πότε αν χαθεί ένας πελάτης και απευθυνθεί σε έναν ανταγωνιστή θα έχει μικρό αντίκτυπο στα συνολικά κέρδη. Επίσης, κατέθεσαν ότι έχουν θεσπιστεί κανόνες για την διασφάλιση της ποιότητας των υπηρεσιών τους, όπως ότι οι αναλύσεις γίνονται από επιτροπές και όχι μεμονωμένα, οι αμοιβές των αναλυτών βασίζονται στην ακρίβεια των εκτιμήσεών τους κτλ.

Τα επιχειρήματα έχουν κάποια βάση, όσο η αξιολόγηση γίνεται για κρατικά και εταιρικά ομόλογα. Στην περίπτωση των MBSs και CDOs τα πράγματα φαίνεται να

είναι διαφορετικά. Η επιτροπή που διεξήγε την έρευνα διαπίστωσε ότι 12 ανάδοχοι αντιστοιχούσαν στο 80% των συμφωνιών (και σε πλήθος και σε αξία). Οι συμφωνίες αυτές είχαν σημαντικά περιθώρια κέρδους. Υπάρχει οπότε κίνητρο από τους οίκους αξιολόγησης για προσέλκυση πελατών μέσω ευνοϊκής διαβάθμισης. Επίσης, παρατηρήθηκαν παραλείψεις στην εξέλιξη των βαθμολογιών. Οι υποβαθμίσεις έχουν σημαντικό αντίκτυπο στον εκδότη και οι οργανισμοί απέφευγαν να θέσουν σε κίνδυνο τις σχέσεις τους με τους εκδότες. Εκτός αυτού, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν σαν πολιτική να μην διαφοροποιούν τις μεθόδους αξιολόγησης σε εταιρίες που έχουν είδη αξιολογηθεί. Έτσι, όταν υπάρχει βελτίωση των διαδικασιών αξιολόγησης από έναν οίκο εφαρμόζονται μόνο στις καινούριες αξιολογήσεις. Οι ενημέρωση των παλιών γίνεται με τις ίδιες διαδικασίες που χρησιμοποιήθηκαν κατά την αρχική αξιολόγηση ακόμα και αν έχει αποδειχτεί λανθασμένη. Ο λόγος είναι οι οίκοι αμείβονται μόνο για την αρχική αξιολόγηση και όχι για τις ενημερώσεις. Είναι έτσι εμφανές ότι το κίνητρο της αμοιβής είναι μεγάλης σημασίας.

4.5.2 Η άγνοια

Η ακρίβεια της αξιολόγησης εξαρτάται κυρίως από δυο παράγοντες: την ακρίβεια των στοιχείων που παρέχονται στον οργανισμό και τα ιστορικά δεδομένα του πιστωτικού κινδύνου των τίτλων που βαθμολογούνται. Αν και οι δυο παράγοντες είναι αξιόπιστοι και επαρκείς, μπορεί να γίνει μια ακριβής βαθμολόγηση. Στην αντίθετη περίπτωση η βαθμολόγηση είναι χωρίς αξία ή και επιβλαβής.

Με τη ανάπτυξη των sub-primes οι οίκοι αξιολόγησης έγιναν λιγότερο αξιόπιστοι λόγω της αύξησης της άγνοιας τους. Οι αναλυτές είχαν πλέον περιορισμένη πληροφόρηση για το πιστωτικό παρελθόν όσων σύναπταν ενυπόθηκα δάνεια. Αιτήσεις δανειοδότησης γίνονταν δεκτές ακόμα και για άτομα για τα οποία δεν ήταν γνωστά τα

εισοδήματά τους. Παλαιότερα τέτοιου είδους δανειστές αποτελούσαν ένα μικρό μόνο ποσοστό του συνόλου των ενυπόθηκων δανείων. Επιπλέον, οι κανόνες σύναψης δανείου είχαν γίνει πιο ελαστικοί, κάνοντας έτσι τους αναλυτές των οίκων αξιολόγησης να έχουν περιορισμένη γνώση και για τα ίδια τα δάνεια, πέραν των δανειοληπτών. Ενδεικτικό είναι ότι οι κατασχέσεις ενυπόθηκων δανείων, δανειστών με περιορισμένο πιστωτικό παρελθόν ήταν εννεαπλάσιες αυτών με μεγαλύτερη αξιοπιστία. Όλα αυτά γίνονταν ακόμα πιο πολύπλοκα με την σύνδεσή τους σε δομημένα προϊόντα, καθιστώντας έτσι την στοιχειώδη πληροφόρηση των αναλυτών σχεδόν αδύνατη.

Ένα άλλο είδος άγνοιας των οίκων αξιολόγησης είναι αυτό του μικρού παρελθόντος της αγοράς των Sub-primes. Δεν υπήρχαν ιστορικά δεδομένα για την συμπεριφορά μιας τέτοιας αγοράς. Φαίνεται ότι από τους αναλυτές δεν εκτιμήθηκε σωστά η επίδραση που θα είχε η αδυναμία αποπληρωμής από ένα δανειολήπτη και η κατάσχεση της υποθήκης, στους υπόλοιπους. Δεν λήφθηκε υπόψη ότι θα δημιουργούταν μια αλυσιδωτή αντίδραση από την μείωση των τιμών των ακινήτων λόγω τέτοιων κατασχέσεων σε συνδυασμό με τα κυμαινόμενα επιτόκια με αποτέλεσμα την διόγκωση των αθετήσεων και την κατάρρευση της αγοράς.

Τα σύνθετα προϊόντα με την ελλιπή πληροφόρηση της ικανότητας αποπληρωμής οδήγησαν τους οίκους αξιολόγησης να διαβαθμίζουν πολλές φορές χωρίς να ακολουθούν τις προβλεπόμενες εσωτερικές διαδικασίες. Σε ορισμένες περιπτώσεις η βαθμολόγηση γινόταν αυθαίρετα. Οι επενδυτές λόγω της πολυπλοκότητας των προϊόντων βασίζονταν αποκλειστικά στην διαβάθμιση των οργανισμών. Αυτό είναι ένα σημείο το οποίο εν μέρει ρυθμίστηκε μετά την κρίση, μέσω της υποχρέωσης αυξημένων γνωστοποιήσεων των μεθόδων της βαθμολόγησης και της πληροφόρησης που θεσπίστηκε.

Η προφανής λύση που προτείνεται για το πρόβλημα της άγνοιας των οργανισμών αξιολόγησης είναι να μην αναλαμβάνουν την αξιολόγηση όταν δεν υπάρχει η απαραίτητη πληροφόρηση. Ο αντίλογος στο εν λόγω επιχείρημα είναι ότι με αυτήν την πρακτική τα καινούρια προϊόντα θα είναι αποκλεισμένα από της αγορές. Αυτό δεν είναι σωστό, γιατί υπάρχει η δυνατότητα της έκθεσής τους στις αγορές και της βαθμολόγησής τους ύστερα από ένα χρονικό διάστημα που θα δίνει την δυνατότητα στους οργανισμούς για αξιόπιστη αξιολόγηση.

4.5.3 Η Πίεση

Ένας τρίτος παράγοντας που θεωρείται υπεύθυνος της ανικανότητας των οίκων πιστοληπτικής βαθμολόγησης να ανταπεξέλθουν στον κίνδυνο των sub-primes και να αποτρέψουν την κρίση είναι η αυξημένη πίεση από την μεγέθυνση της αγοράς.

Η ζήτηση βαθμολόγησης MBSs και CDOs μεταξύ 2002 και 2007 αυξήθηκε ραγδαία. Στην διάρκεια αυτής της περιόδου οι αμοιβές από τα MBSs αυξανόταν κατά μέσο όρο 100% ετησίως ενώ για τα CDOs τριπλασιαζόταν κάθε χρόνο. Παρόλο που η αύξηση του ποσοστού των αμοιβών από αυτές της υπηρεσίες αυξάνοντας με μεγαλύτερο ρυθμό από αυτό των απαιτούμενων αξιολογήσεων, ο αριθμός των αξιολογήσεων αυξήθηκε εντυπωσιακά κατά 70% για τα MBSs και 250% για τα CDOs. Παρόλα αυτά, το προσωπικό των οίκων αυξήθηκε με πολύ μικρότερο ρυθμό (κατά 70% για τα MBSs και 50% για τα CDOs). Πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι όχι μόνο το προσωπικό δεν αυξήθηκε όσο θα έπρεπε για την αντιμετώπιση της αύξησης του όγκου εργασίας αλλά επιπλέον οι ομάδες των αναλυτών αποτελούνταν από περισσότερους νέους και άπειρους αναλυτές. Έτσι εξηγείται εν μέρει και η αστοχία πολλών

διαβαθμίσεων. Το παραπάνω στοιχείο σαν παράγοντα του προβλήματος δεν το αρνούνται ούτε οι οίκοι αξιολόγησης. Παρόλα αυτά, υποστηρίζουν ότι δεν ήταν δυνατή η αύξηση του προσωπικού σε μεγαλύτερα επίπεδα καθώς οι αυξημένες απαιτήσεις ήταν παροδικές. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία πράγματι η ζήτηση βαθμολόγησης MBSs και CDOs έχει πέσει με τον ίδιο ρυθμό που αυξήθηκε.

4.6 Η ΑΝΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΩΝ ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ

Ο οίκος αξιολόγησης κατηγορήθηκε ότι χρησιμοποίησαν ακατάλληλα μοντέλα αξιολόγησης, όταν παρουσιάστηκαν προβλήματα κατά την αξιολόγηση ομολόγων μεγάλου κινδύνου, συνδεδεμένων με ενυπόθηκα δάνεια και άλλα πιστωτικά παράγωγα. Τα μοντέλα αξιολόγησης για τα δομημένα αυτά προϊόντα αποδείχθηκε ότι είναι λανθασμένα, γιατί όχι μόνο υποτίμησαν τις πιθανότητες υπερημερίας, αλλά επίσης απέτυχαν να εντοπίσουν άλλους θεμελιώδεις κινδύνους που συνδέονται με αυτού του είδους τα ομόλογα (De Meijer & Saaf, 2008).

Βασικά, το πρόβλημα είναι ότι μοντέλα αξιολόγησης στηρίζονται υπερβολικά σε ιστορικά δεδομένα, κατά την κατάρτιση των εκτιμήσεων για νέα προϊόντα, όπως τα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα, λαμβάνοντας υπόψη ότι δεν υπάρχουν δεδομένα για πολλά από αυτά τα προϊόντα. Σύμφωνα με τους επικριτές τους, οι οίκοι αξιολόγησης δεν έχουν διαμορφώσει τις αξιολογήσεις τους έτσι ώστε να γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφόρων, συνδεδεμένων με ενυπόθηκα δάνεια, χρεογράφων. Ως εκ τούτου, πολλοί πλέον αναρωτιούνται γιατί αυτά τα υψηλού κινδύνου, δομημένα μέσα δανειακής χρηματοδότησης έλαβαν την ίδια υψηλή αξιολόγηση με τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα, αντί να λαμβάνουν αξιολόγηση αντίστοιχη του κινδύνου.

4.7 Η ΠΑΡΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ

Η αξιολόγηση των δομημένων προϊόντων, ωστόσο, οδήγησε σε μια βαθιά παρανόηση μεταξύ των επενδυτών και των οίκων αξιολόγησης. Αρχικά, υπάρχει μια σύγχυση γύρω από το ίδιο το περιεχόμενο της αξιολόγησης. Οι οίκοι αξιολόγησης θεωρούν πως είναι αρμόδιοι για την αξιολόγηση μόνο του πιστωτικού κινδύνου, αντικατοπτρίζοντας τόσο την πιθανότητα αθέτησης, όσο και την πιθανότητα οικονομικής ζημίας σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής, ενώ πολλοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να πιστεύουν ότι η αξιολόγηση θα καλύπτει όλους τους κινδύνους που επηρεάζουν αρνητικά τις επενδύσεις τους (De Meijer & Saaf, 2008).

Μια δεύτερη πηγή παρανόησης απορρέει από το μετρικό σύστημα που χρησιμοποιείται για την κατάταξη των προϊόντων. Οι οίκοι αξιολόγησης αναφέρουν ότι οι μετρήσεις αξιολόγησης έχουν σχεδιαστεί με γνώμονα τις κατηγορίες των περιουσιακών στοιχείων. Από την άλλη, επιμένουν να εφαρμόζουν την ίδια αξιολόγηση για τα CDOs, όπως έκαναν για την συνηθισμένες υποχρεώσεις, ενώ η φύση της πίστωσης είναι πολύ διαφορετική.

Οι αξιολογήσεις δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων διαφέρουν από τις αξιολογήσεις των επιχειρήσεων, διότι τα προϊόντα αυτά κατασκευάζονται με βάση διάφορους συσχετισμούς και τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Η αξιολόγηση ενός δομημένου προϊόντος δεν είναι ο μέσος όρος των αξιολογήσεων των περιουσιακών στοιχείων από τα οποία αποτελείται, αλλά εξαρτάται τόσο από τον συσχετισμό μεταξύ των αποδόσεων στα διάφορα χρεόγραφα, όσο και από το αποτέλεσμα της μόχλευσης. Έτσι, η δυναμική μεταβλητότητα της αξιολόγησης AAA για ένα δομημένο προϊόν, είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτήν ενός παραδοσιακού προϊόντος (De Meijer & Saaf, 2008).

4.8 Η ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΔΟΜΗΜΕΝΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΕΝΑΝΤΙ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Εξαιτίας της μοναδικότητας των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, οι ρυθμιστικές αρχές θεωρούν ότι οι οίκοι αξιολόγησης θα πρέπει να τροποποιήσουν τις εκτιμήσεις τους για τα προϊόντα αυτά, έτσι ώστε η ορολογία αξιολόγησης να είναι πραγματικά διαφορετική από εκείνη που χρησιμοποιείται για τα ομόλογα, αλλά και να υπάρχει καλύτερη ποιότητα γνωστοποίησης.

Ενώ τα παραδοσιακά ομόλογα επηρεάζονται από τον σχετικό εταιρικό κίνδυνο που προκύπτει από τον εκδότη, οι τιτλοποιήσεις και τα δομημένα προϊόντα είναι πιο ευάλωτα σε συστημικούς κινδύνους. Η συγκέντρωση ενεργητικού μειώνει τον κίνδυνο κάθε περιουσιακού στοιχείου, και, συνεπώς, υπό κανονικές συνθήκες, η μέση πιστωτική απόδοση μιας ομάδας τείνει να είναι λιγότερο ασταθής και πιο προβλέψιμη από τα μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία, που περιλαμβάνει η ομάδα. Ωστόσο, κάθε οικονομικό γεγονός που επηρεάζει ταυτόχρονα την πιστοληπτική ικανότητα των διαφόρων αυτών περιουσιακών στοιχείων, θα έχει πολύ μεγαλύτερο αντίκτυπο στην ομάδα των στοιχείων ενεργητικού, ως αποτέλεσμα των συσχετισμών των πιθανοτήτων αθετήσεώς τους, αυξάνοντας έτσι τον κίνδυνο σημαντικών αναθεωρήσεων των αξιολογήσεων. Παρά τις διαφορές αυτές μεταξύ των παραδοσιακών ομολόγων και των δομημένων προϊόντων, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν εφαρμόσει σε μεγάλο βαθμό τις ίδιες κατηγορίες αξιολόγησης και στους δύο τύπους χρηματοοικονομικών προϊόντων (Gullo and Lustgarten,2009).

Με βάση το γεγονός ότι οι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν μεθόδους για την αξιολόγηση δομημένων προϊόντων διαφορετικές από αυτές που χρησιμοποιούν για τα

ομόλογα, οι ρυθμιστικές αρχές και οι φορείς της αγοράς προτείνουν ειδικές κλίμακες αξιολόγησης ή βελτίωση των γνωστοποιήσεων για να διαφοροποιήσουν τις αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων από αυτές για τα ομόλογα, ενώ συζητούν δύο προσεγγίσεις: την διαφοροποίηση των αξιολογήσεων και την εκτενέστερη γνωστοποίηση.

Η πρώτη προσέγγιση προτείνει την διαφοροποίηση των αξιολογήσεων των δομημένων προϊόντων. Αυτό θα συνεπαγόταν τη χρήση μιας νέας διαβάθμισης και διαφορετικά ή εναλλακτικά σύμβολα των υφιστάμενων κλιμάκων. Η δεύτερη προσέγγιση προτείνει ένα εκτενέστερο σύστημα γνωστοποίησης, αλλά όχι ένα σύστημα διαφοροποιημένων αξιολογήσεων. Για παράδειγμα, οι οίκοι αξιολόγησης θα μπορούσαν να παρέχουν πληροφόρηση για στοιχεία όπως τα δεδομένα των αξιολογήσεων, τις μεθοδολογίες και τις εξαιρέσεις που εφαρμόζονται για τον καθορισμό των αξιολογήσεων, τις ευαισθησίες των αξιολογήσεων σε βασικές μεταβλητές, τις πιθανότητες αθέτησης, την δομημένη κατάσταση του προϊόντος, καθώς και τις αρχικές προσδοκίες αθέτησης για δομημένα προϊόντα.

Σε κάθε περίπτωση, ο σκοπός είναι ότι ο κάθε ανταγωνιστής θα έχει μια ευκαιρία να παρέχει στους επενδυτές πληροφόρηση και εκτιμήσεις με βάση τις διαφοροποιημένες αξιολογήσεις και την συγκρισιμότητα των διαφόρων αξιολογήσεων. Αυτό σημαίνει ότι, ακόμη και αν ακολουθείται η επιλογή της διαφοροποίησης των αξιολογήσεων, η ενίσχυση των υποχρεώσεων γνωστοποίησης θα πρέπει να διατηρηθεί και να αποτελεί μέρος της εν λόγω ρυθμιστικής προσέγγισης (Gullo and Lustgarten, 2009).

Οι υποστηρικτές της διαφοροποίησης των αξιολογήσεων των δομημένων

προϊόντων βασίζονται σε διάφορα επιχειρήματα. Πρώτον, οι αξιολογήσεις δομημένων προϊόντων βασίζονται σε μοντέλα και καθορίζονται περισσότερο από την επιθυμία να επιτευχθεί μια ορισμένη αξιολόγηση και η δομή του προϊόντος θα πρέπει να προσαρμοστεί αναλόγως. Επιπλέον, οι αξιολογήσεις δομημένων προϊόντων είναι γενικά πιο ασταθείς. Έτσι, οι οίκοι αξιολόγησης εξαρτώνται πολύ περισσότερο σε μη δημόσιες πληροφορίες σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία και σε δεδομένα που προέρχονται από ενδιαφερόμενους παράγοντες της αγοράς.

Οι οίκοι αξιολόγησης, ορισμένοι εκπρόσωποι της βιομηχανίας, καθώς και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αντιτίθενται στην διαφοροποίηση αυτή για διάφορους λόγους, συμπεριλαμβανομένου και του γεγονότος ότι θα βλάψει την αγορά των προϊόντων των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων με τον καταναγκασμό των διαχειριστών και των τραπεζών να πωλούν τίτλους σε μια αναπτυσσόμενη αγορά, λόγω των ορίων που επιβάλλονται από νόμους και κατευθυντήριες γραμμές επενδύσεων.

Επιπλέον, η πρόταση για τη διαφοροποίηση των αξιολογήσεων θέτει νέα ζητήματα για τα συστήματα των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, τα οποία φιλοξενούν τις τρέχουσες αξιολογήσεις. Οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην έκδοση, στις επενδύσεις, και στην επιμέλεια τίτλων μπορεί να μην έχουν συστήματα ικανά να δέχονται και να ερμηνεύουν τις νέες αξιολογήσεις, οι οποίες εξετάζονται με πεδία αρκετά ευρύτερα ώστε να χειριστούν τους επιπλέον χαρακτήρες που ένα νέο διευρυμένο σύστημα αξιολόγησης θα απαιτήσει.

Οι δυσκολίες αυτές οδήγησαν ορισμένους σχολιαστές να υποστηρίζουν την μεγαλύτερη δημοσιότητα των χαρακτηριστικών πιστωτικής ποιότητας και των ιδιόμορφων μεθοδολογιών που χρησιμοποιούνται από τους οίκους σε αξιολογήσεις

δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Αυτή η ενίσχυση των υποχρεώσεων γνωστοποίησης θα μπορούσε να εξαλείψει κάθε φήμη που συνδέεται με τα προϊόντα αυτά.

Η απαίτηση για διαφοροποίηση των αξιολογήσεων με βάση την αύξηση των γνωστοποιήσεων θα επιτρέπει σε μια νέα εταιρεία στην αγορά των αξιολογήσεων, την παροχή υπηρεσιών για την εκτίμηση της αυξημένης πληροφόρησης και να παρέχει επίσης τη δική της διαφοροποίηση των αξιολογήσεων για να βοηθήσει τους επενδυτές όσον αφορά την ερμηνεία της πραγματικής έννοιας των μη διαφοροποιημένων αξιολογήσεων.

Ένα από τα προβλήματα της απαίτησης για αύξηση της δημοσιότητας και κατά συνέπεια της διευκόλυνσης προς τους επενδυτές να πραγματοποιούν τη δική τους ανάλυση είναι ότι υπάρχουν εμπόδια που περιορίζουν την πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες που οι εκδότες παρέχουν στους οίκους αξιολόγησης. Οι συγκεκριμένες προτάσεις που αποσκοπούν στην ενίσχυση των αυτόκλητων αξιολογήσεων και στην τυποποίηση των γνωστοποιήσεων, μπορούν να αντιμετωπίσουν αυτό το πρόβλημα.

4.9 Η ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ

Μετά την έκδοση των αξιολογήσεων, η εστίαση στην απόδοση των οίκων αξιολόγησης επαναπροσδιορίζεται στην παρακολούθηση, στον έλεγχο και στην επιτήρηση αυτών. Γενικά, σε μία συνεχιζόμενη βάση, είναι λιγότεροι οι πόροι που διατίθενται για την παρακολούθηση των αξιολογήσεων από ότι για την έκδοση αρχικής αξιολόγησης, αφού οι εργασίες ανάλυσης σχετικά με τη δομή και το νομικό πλαίσιο του εκάστοτε προϊόντος έχει ήδη πραγματοποιηθεί, έτσι ώστε η παρακολούθηση και η

επιτήρηση γενικά να χρειάζεται λιγότερο χρόνο ανάλυσης. Ακόμη, οι ρυθμιστικές αρχές υποστηρίζουν την ιδέα για τη δημιουργία διακριτών μεμονωμένων ομάδων παρακολούθησης εντός των πλαισίων των οίκων αξιολόγησης για δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Παρακάτω αναφέρονται τα ενδιάμεσα στάδια για την ενίσχυση της διοίκησης και της αναθεώρηση των εσωτερικών διαδικασιών κινδύνου (Gullo and Lustgarten,2009):

- Συμμετοχή μίας τρίτης εταιρείας για την παρακολούθηση της συμμόρφωσής με τους κανονισμούς και των διαδικασιών διακυβέρνησης
- Καθιέρωση επιτροπών εποπτείας που θα απασχολούνται αποκλείστηκα με τον κίνδυνο κατά την διαδικασία αξιολόγησης
- Η αύξηση του προσωπικού επιτήρησης για τη βελτίωση της διαδικασίας επιτήρησης
- Παρουσίαση μιας σειράς μέτρων με επίκεντρο την ακεραιότητα των δεδομένων για αξιολογήσεις δομημένων προϊόντων.

4.10 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Στο σημείο αυτό αξίζει να παραθέσουμε τα συμπεράσματα ερευνών σχετικά με το ρόλο των οίκων αξιολόγησης.

Οι επιχειρήσεις συχνά αναθέτουν στοιχεία των στρατηγικών αποφάσεων σε εξωτερικούς εμπειρογνώμονες, οι οποίοι υπόσχονται αντικειμενικές αξιολογήσεις, ιδιαίτερα πολύτιμες σε ασταθή περιβάλλοντα. Παρόλ'αυτά, οι Vaaler και McNamara (2004) υποστηρίζουν ότι κατά έναν ειρωνικό τρόπο, οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί να

είναι πιο πιθανό να παραπλανήσουν τους πελάτες τους σε ασταθή περιβάλλοντα όταν δηλαδή απαιτείται μεγαλύτερη προσοχή και αντικειμενικότητα. Με βάση τη μελέτη τους, οι αξιολογήσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης παρουσιάζουν αρνητική ασύμμετρη κατανομή και υποδεικνύουν ότι είναι ευάλωτες σε σημαντική στρέβλωση από τις συρρέουσες επιπτώσεις από την αστάθεια της βιομηχανίας και της θέση του οίκου στον κλάδο.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η μελέτη των Kaminsky and Schmukler (2002) για την επίπτωση των αλλαγών στην αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας ενός κράτους στις χρηματοπιστωτικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών, οι οποίοι εξετάζουν κατά πόσο οι αλλαγές στην αξιολόγησης ενός αξιόγραφου επηρεάζει την απόδοση και άλλων χρεογράφων. Καταλήγουν στο ότι επηρεάζουν όχι μόνο το χρηματοπιστωτικό προϊόν (πχ. ομόλογο) που αξιολογείται, αλλά και άλλα χρεόγραφα. Έχουν άμεσο αντίκτυπο στις αγορές της χωρών που αξιολογούνται αλλά και σε άλλες εκτός συνόρων. Οι συνέπειες των αξιολογήσεων είναι ισχυρότερες κατά τη διάρκεια κρίσεων, σε οικονομίες χωρίς διαφάνεια, αλλά και στις γειτονικές τους χώρες. Αναβαθμίσεις τείνουν να λαμβάνουν χώρα κατά τη διάρκεια ανόδων της αγοράς, ενώ υποβαθμίσεις συμβαίνουν κατά τη διάρκεια της ύφεσης ενισχύοντας την ιδέα ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας συμβάλλουν στην αστάθεια των αναδυόμενων χρηματοπιστωτικών αγορών (Kaminsky and Schmukler, 2002).

Τη μελέτη των Kaminsky and Schmukler, επεκτείνουν οι Pukthuanthong-Le, Elayan και Rose (2007) στις παγκόσμιες χρηματαγορές. Διαπιστώνουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης παρέχουν στις χρηματοοικονομικές αγορές νέες πληροφορίες. Είναι ενδιαφέρον ότι οι αγορές ομολόγων αντιδρούν διαφορετικά από τις μετοχές. Μόνο για την απόδοση στην αγορά ομολόγων, υπάρχει σημαντική θετική επίπτωση

στις αγορές ομολόγων όταν οι προβλέψεις είναι αισιόδοξες και τις αλλαγές στις προσδοκίες φαίνεται να είναι τουλάχιστον τόσο σημαντικές όσο και οι αλλαγές στη βαθμολογία. Επιπλέον, υποβαθμίσεις εμφανίζονται κυρίως κατά τη διάρκεια ύφεσης της αγοράς των ομολόγων, αυξάνοντας το ενδεχόμενο οι οίκοι αξιολόγησης να προκαλέσουν περαιτέρω επιδείνωση.

Από την άλλη μεριά, ο Christoph Kuhner (2001) εξετάζει εάν οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν κίνητρα να παραποιήσουν των πιστωτικής ποιότητας των πελατών τους κατά τη διάρκεια μιας εν εξελίξει συστημικής κρίσης. Δύο σημαντικά στοιχεία είναι απαραίτητα για μια συστημική κρίση: (1) Οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να διακρίνουν τους αξιόπιστους οφειλέτες από τους μη αξιόπιστους. (2) Οι επενδυτές τείνουν να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους. Ως εκ τούτου, και οι δύο κατηγορίες οφειλετών δε φαίνεται να αποφεύγουν την έξοδο των πιστωτών. Υποστηρίζει ότι αν και οι πιστωτές αποσύρουν τα κεφάλαια τους όταν υπάρχει χαμηλή βαθμολογία, εντούτοις, αναπτύσσει ένα μοντέλο που δείχνει ότι δεν υπάρχει αιτιώδης συνάφεια ανάμεσα στην απόφαση απόσυρσης και στην ανακοίνωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης, διότι οι επενδυτές πιστεύουν ότι η έκθεση πιστοληπτικής ικανότητας δεν έχει ενημερωτική αξία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου η πραγματική οικονομία να παράγει απασχόληση, πιστοδότηση και ανάπτυξη. Η χρηματοπιστωτική κρίση αποκάλυψε σημαντικές ελλείψεις στην χρηματοπιστωτική εποπτεία, η οποία δεν κατάφερε να αποτρέψει τη συσσώρευση υπερβολικών κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η κρίση έχει σοβαρότατες επιπτώσεις στους φορολογουμένους, σε πολλούς πολίτες που είναι τώρα άνεργοι και σε πολλές επιχειρήσεις.

5.2 ΟΙ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές ρυθμιστικές αρχές εξετάζουν τώρα το ρόλο που έχουν διαδραματίσει οι οίκοι αξιολόγησης στην παρούσα πιστωτική κρίση. Η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας (IOSCO) συζητά μια συντονισμένη λύση, ως απάντηση στις αποτυχίες των οίκων αξιολόγησης, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) διεξάγουν παρόμοιες έρευνες. Οι οίκοι αξιολόγησης εξετάζονται διεξοδικά και τίθενται υπό αναθεώρηση η αντικειμενικότητά τους και οι επιδόσεις τους στον απόηχο της πιστωτικής κρίσης. Αυτές οι οργανώσεις έχουν εκφράσει τις ανησυχίες τους σχετικά με την ολιγοπωλιακή φύση της αγοράς, τις καθυστερημένες αντιδράσεις των οίκων αξιολόγησης στις αλλαγές των συνθηκών της αγοράς και την έλλειψη ανεξαρτησίας όσον αφορά τις εταιρείες που αξιολογούν.

IOSCO

Η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματοπιστηριακής Εποπτείας (IOSCO) διερεύνησε τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης, όσον αφορά την πρόσφατη πιστωτική κρίση. Έτσι, εξέτασε τον υφιστάμενο κώδικα καλής συμπεριφοράς των οίκων αξιολόγησης, ένα παγκοσμίως αποδεκτό πρότυπο, ώστε να μειώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων και να αυξήσει την διαφάνεια στον κλάδο. Μέρος της διαδικασίας επανεξέτασης είναι να διασφαλίσει ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν ένα ικανοποιητικό επίπεδο αντικειμενικότητας και ότι οι αξιολογήσεις τους είναι σύμφωνες με την εμπειρία αθέτησης των χρεογράφων. Οι προτάσεις που προέκυψαν, από την παραπάνω διαδικασία επανεξέτασης από την IOSCO, περιλαμβάνουν:

- Βελτίωση της γνωστοποίησης των υποθέσεων στις οποίες στηρίζονται οι αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, καθώς και βελτίωση της ποιότητας των πληροφοριών που χρησιμοποιούνται για τη στήριξη μιας αξιόπιστης αξιολόγησης.
- Απαγόρευση στους οίκους αξιολόγησης να προσφέρουν συμβουλές σχετικά με το σχεδιασμό των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία επίσης αξιολογούν, προκειμένου να εξαλειφθούν πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.
- Προτροπή των οίκων αξιολόγησης να διακρίνουν τις αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων από τις εταιρικές αξιολογήσεις και να βελτιώσουν τις διαδικασίες τους.
- Εισαγωγή μιας ξεχωριστής κατηγορίας αξιολογήσεων που διακρίνει τις αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων από τις αξιολογήσεις εταιρικών και εμπορικών χρεογράφων.

SEC

Η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διερεύνησε τις επιχειρηματικές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τον ρόλο τους στην διαδικασία δανεισμού, τον τρόπο με τον οποίο οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνται, καθώς και πως η δημιουργία CDOs άλλαξε την βιομηχανία ενυπόθηκων δανείων. Μέρος αυτής της διαδικασίας αναθεώρησης, έχει σαν στόχο να διασφαλίσει ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επαρκή βαθμό αντικειμενικότητας και να επιφέρει μεγαλύτερη διαφάνεια για κάθε αξιολόγηση. Αυτό θα πρέπει να υλοποιηθεί, ζητώντας από τους οίκους αξιολόγησης την παροχή πληροφοριών σχετικά με προηγούμενες αξιολογήσεις και την ακρίβεια που πέτυχαν όσον αφορά την επίδοση του χρεογράφου.

CESR

Κατόπιν αιτήματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR), ξεκίνησε μια διαδικασία διαβούλευσης στο τέλος του 2007, για την αναθεώρηση του ρόλου των οίκων αξιολόγησης, όσον αφορά κυρίως τα δομημένα χρηματοοικονομικά χρεόγραφα. Οι κυριότεροι τομείς που καλύπτονται στην παραπάνω αναθεώρηση είναι:

- Διαφάνεια στις διαδικασίες αξιολόγησης και στις μεθοδολογίες
- Παρακολούθηση της επίδοσης των αξιολογήσεων
- Ποιότητα του προσωπικού των οίκων αξιολόγησης
- Πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.

Η CESR έχει καταλήξει σε μια σειρά προτάσεων για τη βελτίωση της διαφάνειας κατά την διαδικασία αξιολόγησης και την αποτελεσματικότερη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων. Οι προτάσεις αυτές περιλαμβάνουν:

- Σαφέστερη και καλύτερα στοχευμένη επικοινωνία
- Βελτιώσεις στην παρακολούθηση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας
- Μεγαλύτερη διαφάνεια στην δομή των αμοιβών
- Σαφέστερες κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την αλληλεπίδραση των οίκων αξιολόγησης με τους εκδότες των δομημένων προϊόντων
- Σαφείς διαχωρισμός των υπηρεσιών που πρέπει να θεωρούνται βασικές και βοηθητικές.

ESME

Παράλληλα με την CESR, η Ευρωπαϊκή Ομάδα Εμπειρογνομόνων Χρηματαγορών (ESME) δέχθηκε μια παρόμοια εντολή, τον Νοέμβριο του 2007, να συμβουλευσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με ορισμένα θέματα που αφορούν το ρόλο των οίκων αξιολόγησης και τη σημασία των αξιολογήσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η ESME εστίασε σε συγκεκριμένα θέματα, όπως, την ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς, την ποιότητα των αξιολογήσεων και των μεθοδολογιών αξιολόγησης, την διαφάνεια των μεθόδων αξιολόγησης, την αξιολόγηση δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με την εταιρική πιστοληπτική αξιολόγηση και τέλος, την διαφάνεια όσον αφορά αλλαγές στις αξιολογήσεις και την παρακολούθηση των υφιστάμενων αξιολογήσεων.

ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ

Με τις ευρωπαϊκές οικονομίες στη μέγγενη της κρίσης, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο στρέφει το βλέμμα του στο ρόλο των οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που, όπως απεδείχθη και στην περίπτωση της Ελλάδας, με μία απόφασή τους μπορούν να αυξήσουν δραματικά το κόστος δανεισμού μιας ολόκληρης χώρας.

Τον ανεξέλεγκτο ρόλο που διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης επεσήμανε και ο Γερμανός ευρωβουλευτής στην ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στο Στρασβούργο στις 14 Ιουνίου 2010. Ο Jürgen Klute ένας από τους πέντε ευρωβουλευτές που έχουν καταθέσει προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή προφορικές ερωτήσεις για το ρόλο των οίκων, ο οποίος ζήτησε την χαλιναγώγηση των οίκων αξιολόγησης και δήλωσε: "Σπέρνουν αναιτίως τον πανικό βασιζόμενες στον, κατά τα άλλα αβάσιμο, κίνδυνο χρεοκοπίας των χωρών του ευρωπαϊκού νότου".

Στο σημείο αυτό αξίζει να παραθέσουμε πρόσφατες ερωτήσεις που τέθηκαν στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Στις 22 Φεβρουαρίου 2010, ο έλληνας ευρωβουλευτής Νικόλαος Χουντής εφιστά την προσοχή επιτροπής του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στον αρνητικό ρόλο που έπαιξαν οι οίκοι αξιολόγησης στην κρίση και στο ότι τους έχει παραχωρηθεί από την ΕΕ το δικαίωμα να αξιολογούν, όχι μόνο επιχειρήσεις, αλλά και, τις οικονομίες των κρατών μελών. Υποστηρίζει ότι ο κανονισμός 1060/2009, αντί να περιορίζει τη δραστηριότητα τους, στην ουσία την επισημοποιεί και την αναβαθμίζει. Συνεχίζει, αναφέροντας την περίπτωση της Ελλάδας, όπου από τις αρχές του 2009 υποβαθμίζουν την πιστοληπτική της ικανότητα, με αποτέλεσμα η χώρα να πληρώνει διπλάσιο επιτόκιο απ' ότι πριν, να έχει εισέλθει σε ένα φαύλο κύκλο απαξίωσης-

κερδοσκοπικού δανεισμού. Έτσι, ρωτά την Επιτροπή αν έχουν γίνει ενέργειες προκειμένου να αφαιρεθεί το δικαίωμα στους οίκους αξιολόγησης να αξιολογούν τις οικονομίες των κρατών μελών. Η Επιτροπή, σε απάντησή της, αν και αναγνωρίζει τη σημασία της αποφυγής της υπερβολικής εξάρτησης από τις γνώμες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ανέφερε ότι δεν έχει κανένα άμεσο σχέδιο να επιβάλει απαγόρευση στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να αξιολογούν τις οικονομίες των κρατών μελών αν και δεσμεύτηκε να εξετάσει το ζήτημα της εξάρτησης από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ. Παρέπεμψε στον κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σύμφωνα με τον οποίο καθιερώθηκε η υποχρεωτική εγγραφή σε μητρώο για όλους τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που λειτουργούν στην ΕΕ και τους επέβαλε μια σειρά αυστηρών απαιτήσεων που στοχεύουν στη διασφάλιση της ανεξαρτησίας και της ακεραιότητας της διαδικασίας αξιολόγησης καθώς και της υψηλότερης ποιότητας των αξιολογήσεων που εκδίδονται.

Αργότερα, στις 7 Ιουνίου του 2010, τίθεται και νέο ερώτημα προς την Επιτροπή «Εσωτερική Αγορά και Προστασία Καταναλωτών», την οποία αξίζει να αναφέρουμε αυτολεξεί: «Σύμφωνα με δημοσιεύματα στον ευρωπαϊκό τύπο, οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας κατέχουν περίπου το 95 % της αγοράς. Εν προκειμένω τίθενται, μεταξύ άλλων, τα εξής ερωτήματα: Πόθεν τα έσοδα των διεθνών οίκων όταν αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα κυρίαρχων κρατών; Πόσο αξιόπιστη από επιστημονικής απόψεως είναι η μεθοδολογία των εν λόγω οίκων; Το εν τοις πράγμασι ολιγοπώλιο των οίκων αξιολόγησης εγείρει ζητήματα πολιτικής ανταγωνισμού;»

Στις 24 Αυγούστου 2010, ο αρμόδιος για την επιτροπή Michel Barnier, απάντησε στο ερώτημα παραπέμποντας στο νέο πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (κανονισμός 1060/2009), το οποίο προβλέπει την υποχρεωτική καταγραφή και διαρκή εποπτεία όλων των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ, κανονισμός που θα τεθεί πλήρως σε ισχύ στις 7 Δεκεμβρίου 2010. Ο κανονισμός 1060/2009, σύμφωνα με τον κο Barnier, θα επιβάλει απαιτήσεις μεγαλύτερης διαφάνειας των μεθοδολογιών που ακολουθούν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Για το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, η δομή της αγοράς δεν συνιστά αθέμιτο ανταγωνισμό, αν και δέχεται ότι όντως οι 3 οίκοι αξιολόγησης διαθέτουν αθροιστικό μερίδιο στην παγκόσμια αγορά ύψους 95 % περίπου. Παραδέχεται βέβαια τα γενικότερα οφέλη από την αύξηση του ανταγωνισμού και για τον σκοπό αυτό, έχει εισάγει πρόταση για τροποποίηση του κανονισμού 1060/2009 με στόχο την προώθηση της ανάπτυξης μη ζητηθείσων αξιολογήσεων στην αγορά για την αξιολόγηση δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή εξετάζει επίσης την ανάγκη να προβλεφθούν μηχανισμοί για τη βελτίωση του ανταγωνισμού μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και την ανάγκη για έναν ανεξάρτητο ευρωπαϊκό οργανισμό αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας ή της πιο ισχυρής εμπλοκής ανεξάρτητων δημόσιων φορέων στην έκδοση αξιολογήσεων. Τέλος, ο επίτροπος αναφέρει ότι η επιτροπή εξετάζει το γεγονός ότι ορισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδουν μη ζητηθείσες αξιολογήσεις όσον αφορά χρέη κρατών.

5.3 Η ΕΚΘΕΣΗ de Larosière

Η έκταση και η ένταση της τρέχουσας διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης

ανέδειξαν, όπως ήταν εύλογο, την ανάγκη επανεξέτασης του ρυθμιστικού σχεδιασμού που διέπει τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην Κοινότητα. Η διερεύνηση των κατάλληλων μέσων για την ικανοποίηση του αιτήματος που αφορά την αναπροσαρμογή των διατάξεων του ισχύοντος ευρωπαϊκού δικαίου σχετικά με τους φορείς άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα ανατέθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων, υψηλού επιπέδου, υπό την Προεδρία του γαλλικής υπηκοότητας, πρώην κεντρικού τραπεζίτη, Jacques de Larosière (“High-Level Group on Financial Supervision in the EU”).

Στα τέλη Φεβρουαρίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε την έκθεση της επιτροπής που είχε επιφορτιστεί να συντάξει μια σειρά προτάσεων για την αναδιάρθρωση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το αποτέλεσμα των εργασιών αυτής της επιτροπής είναι η έκθεση de Larosière. Σε αυτήν, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει μια δέσμη μέτρων με στόχο την αναμόρφωση του ευρωπαϊκού και παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η Ομάδα de Larosière υπέβαλε την έκθεσή της, η οποία είναι δομημένη σε τέσσερα (4) κεφάλαια, στις 25 Φεβρουαρίου. Το τρίτο και σημαντικότερο κεφάλαιο, με τίτλο “EU Supervisory Repair” («Ευρωπαϊκή εποπτική αποκατάσταση») επιλαμβάνεται του ζητήματος της αναπροσαρμογής του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στο εν λόγω κεφάλαιο εντοπίζονται και αναλύονται, κατ’ αρχήν, οι αδυναμίες οι οποίες, κατά την άποψη της Ομάδας de Larosière, αναδείχθηκαν κατά την άσκηση της εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα μέσα από την τρέχουσα διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Η πρόταση που περιέχεται στην Έκθεση de Larosière ως προς τη διαμόρφωση ενός «ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας» του χρηματοπιστωτικού συστήματος βασίζεται στη θεσμοθέτηση δύο νέων φορέων σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με την κατανομή διακριτών καθηκόντων: (α) Ο πρώτος φορέας

προτείνεται να είναι αρμόδιος σε θέματα μακρο-προληπτικής εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, το πεδίο στο οποίο η Έκθεση εντοπίζει ότι υπάρχουν οι μεγαλύτερες αδυναμίες στο ισχύον πλαίσιο. Καλείται «Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου» (“European Systemic Risk Council”), προτείνεται να λειτουργήσει στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, και η σύστασή του να γίνει άμεσα. (β) Ο δεύτερος φορέας προτείνεται να είναι αρμόδιος σε θέματα μικρο-προληπτικής εποπτείας, πεδίο στο οποίο απαιτείται σημαντική ενίσχυση σύμφωνα με την Έκθεση, καλείται «Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας» (“European System of Financial Supervision” – στη συνέχεια το «ΕΣΧΕ»), θα λειτουργεί εκτός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και θα είναι αποκεντρωμένο και θα αποτελείται από τρεις νέες Αρχές.

5.4 Η ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΤΩΝ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ

Οι κύριες απαντήσεις στην αυξανόμενη κριτική στους τρεις μεγάλους βαθμολογητές ομολόγων για την καθυστέρηση υποβάθμισης της Enron και της WorldCom και στις υπερβολικά αισιόδοξες εκτιμήσεις στα χρεόγραφα που συνδέονταν με τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, συμπεριλαμβάνουν προσπάθειες για την αύξηση της ευκολίας εισόδου στον κλάδο, των περιορισμό των συγκρούσεων συμφερόντων, καθώς και την αύξηση της διαφάνειας. Η νομοθετική πράξη Sarbanes-Oxley του 2002 περιελάμβανε μια διάταξη που απαιτούσε από τη SEC να στείλει μια έκθεση προς το Κογκρέσο σχετικά με τον κλάδο των εταιρειών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και την «εθνικά αναγνωρισμένη στατιστική υπηρεσία αξιολόγησης». Η SEC το έπραξε αλλά η έκθεση προέβαλε μόνο μια σειρά από ερωτήματα παρά μια προσπάθεια αντιμετώπισης των ζητημάτων.

Ωστόσο, η SEC άρχισε όντως να επιτρέπει περισσότερες εισόδους. Στις αρχές του 2003, η SEC όρισε ένα τέταρτο εθνικά αναγνωρισμένο οργανισμό στατιστικής αξιολόγησης (NRSRO), την «Dominion Bond Rating Services», μια καναδική επιχείρηση αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Στις αρχές του 2005, η SEC είχε ορίσει ένα πέμπτο NRSRO, την «AM Best», μια εξειδικευμένη ασφαλιστική εταιρεία αξιολόγησης. Οι διαδικασίες της SEC όμως παρέμειναν ασαφείς, και δεν υπήρχαν επίσημα κριτήρια για τον ορισμό ενός οίκου σε NRSRO.

Επιζητώντας έξοδο από αυτήν την κατάσταση, το Κογκρέσο ψήφισε μία μεταρρύθμιση Πράξη (Credit Rating Agency Reform Act), η οποία έγινε νόμος το Σεπτέμβριο του 2006. Ο νόμος επέβαλε στη SEC να παύσει να αποτελεί εμπόδιο εισόδου στην αγορά, και καθόρισε τα κριτήρια που η SEC θα έπρεπε να χρησιμοποιήσει για τη δημιουργία νέων NRSROs. Η πράξη έδινε ιδιαίτερη έμφαση στη διαφάνεια των αποφάσεων της SEC και περιόρισε τις αρμοδιότητές της σχετικά με την εποπτεία των NRSROs. Επιπλέον, απαγόρευε στη SEC να επηρεάζει τις βαθμολογήσεις και τα επιχειρηματικά μοντέλα των NRSROs. Η SEC απάντησε με τον ορισμό τριών νέων NRSROs το 2007. Έτσι, στις αρχές του 2010, ο συνολικός αριθμός του NRSROs έχει φτάσει τους δέκα. Ωστόσο, οι καθυστερημένες προσπάθειες της SEC να παρέχουν τη δυνατότητα ευρύτερης εισόδου κατά τη διάρκεια της τρέχουσας δεκαετίας δεν είχαν ουσιαστικά αποτελέσματα.

Τα εγγενή πλεονεκτήματα που διαθέτουν οι τρεις μεγάλοι οίκοι δεν θα μπορούσαν γρήγορα να ξεπεραστούν από τους νεοεισερχόμενους NRSROs, τρεις από τους οποίους είχαν την έδρα εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών, ένας ήταν μια ασφαλιστική εταιρεία, και τρεις ήταν μικρές επιχειρήσεις με έδρα τις ΗΠΑ.

Για την αντιμετώπιση θεμάτων σύγκρουσης συμφερόντων και αδιαφάνειας, η SEC το Δεκέμβριο του 2008 και το Νοέμβριο του 2009 ψήφισε κανονισμούς σχετικά με τους NRSROs που επέβαλλαν περιορισμούς στη σύγκρουση συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν στο πλαίσιο του ισχύοντος επιχειρηματικού μοντέλου. Για παράδειγμα, οι κανόνες αυτοί προβλέπουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα αξιολογούν σύνθετα δομημένα χρεόγραφα των οποίων το σχεδιασμό θα έχουν βοηθήσει. Επίσης, απαιτείται να μην συμμετέχουν στις διαπραγματεύσεις των αμοιβών. Οι κανόνες αυτοί απαιτούν ακόμα μεγαλύτερη διαφάνεια, για παράδειγμα, θέτουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης πρέπει να δημοσιεύουν λεπτομέρειες σχετικά με τις μεθοδολογίες τους και τις παραδοχές τους. Τον Απρίλιο του 2009, η Ευρωπαϊκή Ένωση ενέκρινε με τη σειρά της ένα σύνολο κανόνων για τη σύγκρουση συμφερόντων και τα θέματα διαφάνειας. Μέχρι και σήμερα υπάρχουν ισχυρές πιέσεις για να γίνουν πιο αυστηρές οι προσπάθειες εκ μέρους των οργανισμών αξιολόγησης για την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων και την ενίσχυση της διαφάνειας και πιθανώς ακόμη και για την απαγόρευση του μοντέλου "ο εκδότης πληρώνει".

Η απάντηση ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν κάνει λάθη και θα γίνουν προσπάθειες να μην επαναληφθούν τα λάθη στο μέλλον είναι κατανοητή αλλά όχι επαρκής. Διότι δεν θα μεταβάλει τους κανόνες που έχουν ωθήσει τις αποφάσεις των οίκων αξιολόγησης στο κέντρο της διαδικασίας πληροφόρησης σχετικά με ομόλογα. Επιπλέον, οι κανονιστικές προσπάθειες για την επίλυση των προβλημάτων, με τον ορισμό δομών και διαδικασιών, αναπόφευκτα περιορίζουν την ευελιξία, αυξάνουν το κόστος και αποθαρρύνουν την είσοδο και την καινοτομία στην ανάπτυξη και αξιολόγηση των ομολόγων. Κατά έναν όμως ειρωνικό τρόπο, οι προσπάθειες αυτές είναι πιθανό να αυξήσουν τη σημασία των τριών μεγάλων

οίκων αξιολόγησης. Τέλος, μολονότι οι προσπάθειες για την αύξηση της διαφάνειας μπορεί να βοηθήσουν στη μείωση των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης, έχουν επίσης τη δυνατότητα να διαβρώσουν την πνευματικής ιδιοκτησία στη διαδικασία αξιολόγησης και μακροπρόθεσμα να αποθαρρύνουν τη δημιουργία νέας πνευματικής ιδιοκτησίας (White, 2010).

Εναλλακτικά, η πολιτική όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης θα μπορούσε να κινηθεί και σε μια εντελώς διαφορετική κατεύθυνση. Η προσέγγιση αυτή θα μπορούσε να ξεκινήσει με την απόσυρση όλων των αναθέσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα στους οίκους αξιολόγησης για τις κρίσεις σχετικά με τις ασφαλείς επενδύσεις. Πράγματι, η SEC έχει ανακαλέσει ορισμένες από τις αναθέσεις αυτές και πρότεινε την απόσυρση ακόμη περισσότερων. Βάσει των σχετικών κανόνων, οι αποφάσεις των οίκων αξιολόγησης δεν θα έχουν πλέον ισχύ νόμου. Ωστόσο, καμιά άλλη ρυθμιστική αρχή δεν έχει πράξει αναλόγως. Και ακόμη και η SEC φαίνεται να είναι διχασμένη στο θέμα αυτό δεδομένου ότι έχει επίσης προτείνει ρυθμίσεις που αυξάνουν την εξάρτηση της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων στις αξιολογήσεις.

Με βάση την τελευταία αυτή προσέγγιση, οι τράπεζες και τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα έχουν περισσότερες επιλογές ως προς το από πού και από ποιον θα μπορούσαν να αναζητήσουν συμβουλές για την ασφάλεια των ομολόγων που θα μπορούσαν να κατέχουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Πολλά ιδρύματα θα μπορούσαν να επιλέξουν να κάνουν την απαραίτητη έρευνα για τα ομόλογα οι ίδιοι, ή να βασιστούν σε πληροφορίες που προέρχονται από την αγορά συμβολαίων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swap ή CDs). Επίσης, θα μπορούσαν να στραφούν σε εξωτερικούς συμβούλους, οι οποίοι θα μπορούσαν να είναι και οι οίκοι αξιολόγησης, αλλά και αναλυτές σε επενδυτικές τράπεζες ή αναλυτές του

κλάδου ή συμβουλευτικές επιχειρήσεις που είναι προς το παρόν άγνωστες. Παρ 'όλα αυτά, δεν φαίνεται πολύ πιθανό ότι η αγορά ομολόγων θα είναι ανοικτή σε νέες ιδέες, σχετικά με τα μοντέλα και τις μεθοδολογίες . Ίσως το επιχειρηματικό μοντέλο όπου ο εκδότης πληρώνει να επιβιώσει σε αυτή τη νέα προσέγγιση, ίσως και όχι. Το αποτέλεσμα θα καθοριστεί από τον ανταγωνισμό. Βέβαια, ακολουθώντας αυτήν την προσέγγιση ο διαχειριστής ομολόγων μιας τράπεζας ή ενός άλλου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος θα πρέπει να έχει επαρκή εξειδίκευση και γνώση της αγοράς για να είναι σε θέση να καταλάβει ποιος είναι ένας αξιόπιστος σύμβουλος, με τη βοήθεια φυσικά της προληπτικής εποπτείας των ρυθμιστικών αρχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Η ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ

Οι ηγέτες των πλουσιότερων χωρών του πλανήτη προσπαθούν να βρουν λύσεις στα σοβαρά προβλήματα που έχουν προκύψει από τη χρηματοοικονομική κρίση και πέραν των μέτρων στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας μελετούν και προωθούν άμεσες και σημαντικές αλλαγές στο ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η εποχή των ανεξέλεγκτων χρηματοπιστωτικών αγορών έχει οδηγήσει σε μια πρωτοφανή παγκόσμια οικονομική καταστροφή. Οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις του κόσμου προσπαθούν να αποφύγουν την πλήρη κατάρρευση. Για την οικονομική αποκατάσταση των Ηνωμένων Πολιτειών μόνο έχουν διατεθεί τρισεκατομμύρια δολάρια.

Η παρούσα χρηματοοικονομική κρίση σε συνδυασμό με το τεράστιο δημοσιονομικό κόστος στήριξης των μεγαλύτερων διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν αποτελεί μόνο ένδειξη της κατάρρευσης της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής, όπως αυτή είχε οικοδομηθεί μετά την μεγάλη ύφεση του 1929-33. Ταυτόχρονα αποτελεί και πλήρη αποτυχία των εθνικών και διεθνών εποπτικών οργάνων και μηχανισμών, οι οποίοι είχαν ως βασική αποστολή τους την διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Φυσικό επακόλουθο αυτής της αποτυχίας ήταν η έναρξη μιας διαδικασίας καθολικού επανασχεδιασμού των κανόνων και των αρχών βάση των οποίων εποπτεύονται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί.

Είναι σαφές ότι τα περισσότερα ενδιαφερόμενα μέρη επιθυμούν να αποφύγουν οποιαδήποτε βιαστική μετάβαση σε υπερβολικά αυστηρές ρυθμίσεις για τους οίκους αξιολόγησης, όμως, η εφαρμογή μόνο κάποιων μικρών αλλαγών στο υπάρχον σύστημα δεν θεωρείται αρκετή. Οι ηγέτες της ΕΕ συμφώνησαν, ως εκ τούτου, να εντείνουν τις προσπάθειές τους για τη βελτίωση της διαφάνειας, τον συντονισμό των εθνικών ρυθμιστικών αρχών, την επανεξέταση του ρόλου των οίκων αξιολόγησης και να ενισχύσουν την διαχείριση των κινδύνων ρευστότητας. Για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών, είναι σημαντικό οι οίκοι αξιολόγησης να παρέχουν, σταθερά, αξιολογήσεις που είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και υψηλής ποιότητας, ενώ θεωρείται ότι υπάρχει πλέον ευρεία συναίνεση για μια σειρά πιθανών βελτιώσεων.

Ένα σύνολο προτάσεων δόθηκε από τα διάφορα εμπλεκόμενα μέρη, οι οποίες επικεντρώνονται λιγότερο στην αύξηση του ανταγωνισμού, και περισσότερο στην αύξηση της ευθύνης, της συνέπειας, της ποιότητας και της διαφάνειας στη διαδικασία αξιολόγησης. Οι προτάσεις αυτές περιλαμβάνουν:

- Μεγαλύτερη διαφάνεια των μεθόδων αξιολόγησης και του γενικότερου ρόλου των οίκων αξιολόγησης στη διαδικασία τιτλοποίησης, δεδομένης της πολυπλοκότητας των δομημένων επενδυτικών προϊόντων
- Σημαντική διαφοροποίηση στο μετρικό σύστημα που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση ομολόγων και δομημένων προϊόντων, ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις
- Ειδική αξιολόγηση για τον κίνδυνο ρευστότητας.

Άλλα προτεινόμενα μέτρα συμπεριλαμβάνουν την αλλαγή μοντέλου χρηματοδότησης και απαιτήσεις γνωστοποίησης για πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.

Οι απόψεις σχετικά με την έξοδο από τη χρηματοπιστωτική κρίση δίστανται. Για κάποιους, το κλειδί για μακροχρόνια οικονομική επιτυχία φαίνεται να είναι η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις χρηματαγορές. Ο Shiller στο βιβλίο “The Subprime Solution” υποστηρίζει ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να αναπτύξουν πιο δυνατούς μηχανισμούς διαχείρισης του κινδύνου έτσι ώστε να αποφευχθεί στο μέλλον μια δημιουργία «φούσκας» που ήταν η γενεσιουργός αιτία της τρέχουσας κρίσης.

6.2 Η ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι οίκοι αξιολόγησης διανύουν μια περίοδο απολογισμού και έχουν ξεκινήσει προσπάθειες για την αποκατάσταση της φήμης τους. Η πίεση για αλλαγές από τις ρυθμιστικές αρχές στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ, προκάλεσε την υιοθέτηση αμυντικής στάσης από τους οίκους αξιολόγησης, που προσπαθούν να αποφύγουν την κριτική, εξηγώντας το ρόλο τους και, ταυτόχρονα, πραγματοποιώντας προσπάθειες για τη μεταρρύθμιση των διαδικασιών τους.

Σύμφωνα με τους οίκους αξιολόγησης, μεγάλο μέρος της κριτικής που έχουν λάβει βασίζεται σε έλλειψη πραγματικής κατανόησης των ρόλων τους και του πεδίου εφαρμογής των αξιολογήσεών τους. Ο κλάδος αξιολόγησης έχει ήδη αρχίσει να προειδοποιεί τους επενδυτές και τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, ότι υπάρχει ανάγκη για αναθεώρηση του τρόπου με τον οποίο χρησιμοποιούν αυτές τις αξιολογήσεις, αφού αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο εκτός πλαισίου, ενώ πάρα πολλοί επενδυτές έχουν στηριχθεί σε αξιολογήσεις ως απόδειξη ποιότητας.

Ακόμα, οι οίκοι υποστηρίζουν ότι αυτό που δημοσιεύουν είναι απλά γνώμες για την πιστοληπτική ικανότητα, ενώ θεωρούν πως οι αξιολογήσεις είναι ένα μόνο μέσο για τον καθορισμό του κινδύνου και την διαφοροποίηση της πιστωτικής ποιότητας. Ακόμη, υποστηρίζουν ότι οι αξιολογήσεις δίνουν μόνο μια εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης στο μέλλον και δεν αποτελεί σύσταση, έγκριση ή εγγύηση των επενδύσεων. Επιπλέον, η αξιολόγηση δεν αποτελεί εκτίμηση της δυνητικής απόδοσης του εκάστοτε δομημένου προϊόντος, αλλά ούτε και σχολιασμός της ρευστότητας, της αγοραίας αξίας του ή της αστάθειας των τιμών του.

Οι οίκοι αξιολόγησης, από την άλλη μεριά υποστηρίζουν ότι οι αξιολογήσεις βασίζονται στα στοιχεία που έχουν οι αναλυτές στα χέρια τους όταν πραγματοποιείται η αξιολόγηση. Οι αξιολογήσεις έχουν σχεδιαστεί για να είναι σχετικά σταθερές, δεν μεταβάλλονται όπως πχ οι τιμές των μετοχών. Για το επιχειρηματικό μοντέλο που χρησιμοποιούν, ο αντιπρόεδρος της Standard & Poor's σε άρθρο του αναφέρει: «το μοντέλο που χρησιμοποιείται καθιστά δυνατό, οι αξιολογήσεις μας να είναι ευρέως διαθέσιμες, γεγονός που ενισχύει τη διαφάνεια...Οι οίκοι αξιολόγησης που χρησιμοποιούν πληρωμή μέσω συνδρομής, αντιμετωπίζουν επίσης συγκρούσεις συμφερόντων». Τέλος, υποστηρίζει ότι οι αξιολογήσεις δεν είναι παρά γνώμες και πως αυτή είναι η φύση της γνώμης, να μην συμφωνούν όλη με αυτή (Winn,2008).

Ανάμεσα στις πολιτικές που έχουν θέσει οι οίκοι αξιολόγησης είναι και τα παρακάτω:

- Οι αξιολογήσεις αναθέτονται από επιτροπή και όχι από μεμονωμένους αναλυτές
- Οι αναλυτές δεν συμμετέχουν στις διαπραγματεύσεις των αμοιβών και σε άλλες εμπορικές δραστηριότητες
- Οι αμοιβές των αναλυτών έχουν σχεδιαστεί έτσι ώστε να μην συνδέονται με την τιμή που θα λάβει ο οίκος για την αξιολόγηση

Οι οίκοι αξιολόγησης προβαίνουν, επίσης, στην επανεξέταση των διαδικασιών τους. Οι τρεις μεγάλες οίκοι αξιολόγησης, Standard & Poor's, Moody's και Fitch, παρέθεσαν πρόσφατα διάφορες προτάσεις ως απάντηση στην ευρεία κριτική σχετικά με την ποιότητα και την ακρίβεια των αξιολογήσεών τους. Ειδικότερα, αναθεωρούν τις μεθοδολογίες τους και παίρνουν μέτρα για να εγγυηθούν ότι οι αξιολογήσεις και οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζονται αυτές είναι αναλυτικά διατυπωμένες, υπό το πρίσμα μεταβαλλόμενων συνθηκών. Επιδιώκουν, επίσης, να αντικρούσουν την κριτική ότι αντιμετωπίζουν σύγκρουση συμφερόντων με τη δημιουργία συμβουλευτικών επιτροπών και τον διαχωρισμό των ομάδων πωλήσεων από τις ομάδες ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου.

6.2.1 Standard & Poor's

Η Standard & Poor's ανακοίνωσε ένα σχέδιο με στόχο την ενίσχυση της διαδικασίας αξιολόγησης και την αύξηση της εμπιστοσύνης σε αυτήν. Το σχέδιο θα παρέχει στο κοινό πιο κατανοητές αξιολογήσεις, θα ελαχιστοποιήσει τις συγκρούσεις συμφερόντων, ενώ αναμένεται να ενισχύσει την ανεξαρτησία και την διαφάνεια των διαδικασιών. Προτείνει, επίσης, τα παρακάτω:

- Καθορισμό ενός διαμεσολαβητή, ο οποίος θα εξετάσει τις πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων
- Ανάθεση, σε τρίτη εταιρεία, του ελέγχου των διαδικασιών και της συμμόρφωσης με τους κανονισμούς
- Αλλαγή των προϊστάμενων αναλυτών, περιοδικά
- Εξέταση της εργασίας κάθε αναλυτή που αποχωρεί από την εταιρεία για να εργαστεί σε έναν εκδότη

- Δημιουργία ενός εγχειριδίου, που θα περιέχει κατευθυντήριες γραμμές για τους αναλυτές και τους επενδυτές

Η Standard & Poor's σχεδιάζει επίσης να αλλάξει την μεθοδολογία που χρησιμοποιεί για την αξιολόγηση των δομημένων προϊόντων, καθώς και να τονίσει επιπλέον παράγοντες που δεν καλύπτονται από τις παραδοσιακές αξιολογήσεις όπως η ρευστότητα, η αστάθεια, η συσχέτιση και η ανάκτηση.

6.2.2 Moody's

Η Moody's ανταποκρίθηκε στους επικριτές της, δημοσιεύοντας πέντε προτάσεις για τη βελτίωση της διαδικασίας αξιολόγησης. Ο ειδικότερος στόχος των προτεινόμενων μεταρρυθμίσεων της Moody's, είναι να δώσει στους επενδυτές περισσότερες πληροφορίες, τόσο για τα προϊόντα που αγοράζουν, καθώς και για τον τρόπο με τον οποίο κατέληξε στην εκάστοτε αξιολόγηση.

Οι προτάσεις αυτές περιλαμβάνουν, επίσης, την εισαγωγή ενός νέου συστήματος αξιολόγησης για περίπλοκα χρεόγραφα. Αυτό θα διακρίνει ένα δομημένο χρεόγραφο από ένα εταιρικό ή δημόσιο χρέος. Περιλαμβάνει μία εντελώς νέα κλίμακα αξιολόγησης για τα προϊόντα αυτά, δίνοντας αριθμητικούς βαθμούς σε δομημένα ομολόγα, από το 1 έως το 21. Παράλληλα με αυτές τις προτάσεις, η Moody's διαχωρίζει τις υπηρεσίες πιστωτικής αξιολόγησης από τα τμήματα μάρκετινγκ και οικονομικής ανάλυσης.

6.2.3 Fitch

Η Fitch έχει προτείνει στους επενδυτές διάφορες αλλαγές, όσον αφορά τη μεθοδολογία αξιολόγησης για τα εταιρικά ομόλογα και έχει εκδώσει τα τελικά κριτήρια, στα τέλη Μαρτίου του 2008, σημείο κατά το οποίο οι οίκοι αξιολόγησης ξανάρχισαν να εκδίδουν αξιολογήσεις για εταιρικά ομόλογα.

Οι προτεινόμενες τροποποιήσεις από την Fitch για την εταιρική μεθοδολογία αξιολόγησης ομολόγων, σκοπεύουν στην παροχή μίας ενημερωμένης και πιο στραμμένης στο μέλλον άποψης της εταιρικής πιθανότητας υπερημερίας και παρουσίας ζημιών. Πρόθεση της είναι να παράγει αξιολογήσεις ομολόγων που αποδίδουν συγκρίσιμα αποτελέσματα, από άποψη κινδύνου αθέτησης και διακύμανσης των αξιολογήσεων, για διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς, πράγμα που ισχύει ιδιαίτερα για υψηλά αξιολογημένες εκδόσεις ομολόγων.

6.3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Και οι δύο μεγάλοι οίκοι των ΗΠΑ (Standard & Poors και Moody's) παίζουν κυρίαρχο ρόλο, συνεπώς δεν είναι πολύ πιθανό ότι οι Ηνωμένες Πολιτείες θα υποστήριζαν την περίπτωση των δημόσιων οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Αλλά σε αντίθεση με άλλες μεταρρυθμίσεις, η προσέγγιση αυτή δεν απαιτεί μια διεθνή υποστήριξη. Θα αρκούσε να αποφασίσει η Ευρωπαϊκή Ένωση τη δημιουργία ενός κοινού ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Η ίδρυση ενός μεγάλου οίκου, θα αυξήσει και τον παγκόσμιο ανταγωνισμό μεταξύ των οίκων αξιολόγησης (Bofinger, 2010). Λόγω της ολιγοπωλιακής δομής της αγοράς, δεν

υπάρχει πραγματικός ανταγωνισμός μεταξύ των τριών μεγάλων οργανισμών αξιολόγησης. Με δεδομένες τις επανειλημμένες αποτυχίες στη διαδικασία αξιολόγησης, οι δυνάμεις της αγοράς θα έπρεπε να είχαν διώξει τουλάχιστον έναν οίκο εκτός της αγοράς. Ωστόσο, οι τρεις οίκοι αξιολόγησης έχουν επιζήσει τις καταιγίδες της οικονομικής κρίσης. Με άλλα λόγια, η αγορά δεν ήταν σε θέση να επιβάλει κυρώσεις στους οίκους αξιολόγησης για τις υπερβολικά θετικές αξιολογήσεις των εξαιρετικά αμφίβολων περιουσιακών στοιχείων. Αν λάβει κανείς υπόψη τον σημαντικό ρόλο που αποδίδεται στις αξιολογήσεις από τους κανονισμούς της Βασιλείας II, φαίνεται πολύ αμφίβολο κατά πόσον μια ουσιαστική μεταρρύθμιση μπορεί να επιτευχθεί όσο οι οίκοι παραμένουν ιδιωτικές εταιρείες. Ενώ θα είναι δυνατόν η κατάσταση να βελτιωθεί με τη θέσπιση ενός καλύτερου κώδικα συμπεριφοράς και κάποιας νομοθετικής ρύθμιση, φαίνεται σχεδόν αδύνατο να ξεπεραστεί το θεμελιώδες πρόβλημα των κινήτρων των ιδιωτικών οργανισμών αξιολόγησης που λειτουργούν σε ένα ολιγοπωλιακό περιβάλλον, χωρίς καμία ευθύνη για τις αξιολογήσεις τους (Bofinger, 2010).

Ο μεγαλύτερος ανταγωνισμός δεν προστατεύει πάντα τον καταναλωτή. Ο μεγαλύτερος ανταγωνισμός μπορεί να μειώσει την επιθυμία της επιχείρησης να προχωρήσει σε επενδύσεις και να προστατεύει φήμη της. Τόσο στην περίπτωση των επενδυτικών τραπεζών που έσπευσαν να αυξήσουν τη μόχλευση τους και των οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που «φουσκώσαν» τις αξιολογήσεις τους σαν απάντηση στην αύξηση του ανταγωνισμού, οι επιπτώσεις της φαίνεται να έχουν οδηγήσει σε διάβρωση των επαγγελματικών προτύπων (Coffee, 2009).

Ακόμα και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιτέλους συμφωνεί ότι υπάρχει ανάγκη εποπτείας και νέων, αυστηρών κανόνων για τους οίκους αξιολόγησης. Οι οίκοι αξιολόγησης έκαναν κατάχρηση της δύναμής τους και η δύναμη αυτή πρέπει τώρα να

ελεγχθεί. Μετά την ιδιωτικοποίηση προηγουμένως δημόσιων τραπεζών, το κεντρικό πρόβλημα των περισσότερων χωρών της Ευρώπης είναι η εξάρτησή τους από τις χρηματαγορές. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) οφείλει να κάνει μια εκ βάθρων αξιολόγηση της πολιτικής που ακολουθεί και να παραδειγματισθεί από τις όμοιές της: το να τεθεί ως όρος για την αγορά κρατικών ομολόγων το να έχουν αυτά μία συγκεκριμένη βαθμολογία από τους οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας παρέχει, κακώς, στους οίκους αυτούς επίσημο ρόλο. Εξ ίσου σημαντική είναι η ανάγκη για έκδοση ευρω-ομολόγων, τα οποία θα κάνουν πολύ πιο δύσκολη την κερδοσκοπία εις βάρος των κρατών μελών της ζώνης ευρώ.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κατ' ουσία παρέχουν δημόσιο αγαθό. Είναι επομένως αναπόφευκτο ο τομέας να μην είναι πλήρως ανταγωνιστικός. Νομοθετική ρύθμιση πρέπει να υπάρξει, αλλά ο σχεδιασμός της πρέπει να γίνει με προσοχή. Θα πρέπει να είναι διεθνώς συντονισμένη όσο το δυνατόν περισσότερο, λιγότερη αυστηρή από ό, τι συζητείται προς το παρόν και σε πιο αντικειμενική βάση (Lannoo, 2008).

Έχουν προταθεί τέσσερις προσεγγίσεις για την αντιμετώπιση των παραπάνω προβλημάτων (Rom, 2009),

- Η βαθμολόγηση πρέπει να είναι υπό κρατικό έλεγχο, τουλάχιστον για θεσμικούς επενδυτές, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία
- Η αγορά των οίκων πιστοληπτικής διαβάθμισης πρέπει να ανοιχτεί στον ανταγωνισμό και να εισαχθούν νέες εταιρίες
- Πρέπει να μεταβληθεί το σύστημα αμοιβών των Οίκου αξιολόγηση
- Πρέπει να αυξηθεί η διαφάνεια

Η πρώτη προσέγγιση είναι ασαφής και υπάρχει μικρή πολιτική στήριξη για μια τέτοια πρόταση. Όσον αφορά την αύξηση του ανταγωνισμού, δεν είναι προφανές ότι το άνοιγμα της αγοράς θα βελτιώσει την ποιότητα της διαδικασίας αξιολογήσεων στο υπάρχον πλαίσιο αμοιβών. Η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των Οίκου αξιολόγηση μπορεί να επιδεινώσει το ζήτημα της συγκρούσεως συμφερόντων. Η πρόταση με το μεγαλύτερο ενδιαφέρον είναι αυτή της μεταβολής τους συστήματος αμοιβών, χωρίς ωστόσο να έχουν γίνει ιδιαίτερα βήματα. Η σύνδεση της αμοιβής με την αρχική αξιολόγηση και μόνο μπορεί να μεταβληθεί. Όσον αφορά την διαφάνεια και τους ρυθμιστικούς κανόνες έχουν γίνει προσπάθειες σε συνδυασμό με κάποιους ελέγχους. Η συνδυαστική προσέγγιση των παραπάνω παρατηρήσεων μπορεί να βελτιώσει την παρούσα κατάσταση.

Ο Mulligan (2009) πιστεύει η SEC θα πρέπει να προσπαθήσει να εξασφαλίσει τη διαφάνεια και την ακεραιότητα της αγοράς, διευκολύνοντας τη δημιουργία ενός αυτορυθμιζόμενου οργανισμού που θα έχει την εποπτεία και την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης. Οι κανονισμοί αυτού του οργανισμού πρέπει να είναι εναρμονισμένοι με το ρυθμιστικό πλαίσιο της SEC. Οι αρμοδιότητες του οργανισμού αυτού μπορεί να ποικίλλουν, αλλά πρέπει να περιλαμβάνουν την εποπτεία των μεθόδων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και τον έλεγχο όλων των διαδικασιών που εφαρμόζονται σε όλα τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΤΕΛΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Οι οίκοι αξιολόγησης παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στις διεθνείς χρηματαγορές και τραπεζικές αγορές. Οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνται για διάφορους σκοπούς, ενώ πολλοί σημαντικοί παράγοντες των αγορών επηρεάζονται από αυτές, σε πολλές περιπτώσεις και σε μεγάλο βαθμό. Όσοι αγοράζουν τα διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των οίκων αυτών, ως σημαντικά δεδομένα στις δικές τους αναλύσεις πιστωτικής ποιότητας και στις επενδυτικές τους αναλύσεις, ενώ όσοι πωλούν τα προϊόντα αυτά χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις για την διαχείριση του κινδύνου και για εμπορικούς σκοπούς. Επίσης, οι ρυθμιστικές αρχές χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας σε διάφορες μορφές, για παράδειγμα, η Επιτροπή της Βασιλείας II όσον αφορά τις απαιτήσεις επάρκειας των τραπεζικών κεφαλαίων. Ακόμα, οι κυβερνήσεις μπορούν να θέσουν περιορισμούς στο δημόσια τομέα ή τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία των εργαζομένων, με βάση τις παραπάνω αξιολογήσεις.

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

Οι επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία είναι εμφανείς. Η αξιοπιστία των οίκων έχει υποστεί μεγάλο πλήγμα που δύσκολα θα ξεπεραστεί. Έγιναν κάποιες ενέργειες για μεγαλύτερο και αυστηρότερο έλεγχο αυτών των οίκων, αλλά οι αρμόδιες δημόσιες επιτροπές πρέπει να αναλάβουν το δικό τους μερίδιο ευθύνης σαν «διαιτητές» των πιστωτικών αγορών. Φαίνεται ότι το σύστημα όπως λειτουργεί σήμερα μάλλον δημιουργεί παρά αξιολογεί τον επενδυτικό κίνδυνο. Πλέον έχουν τεθεί σε εφαρμογή κάποιες διασφαλίσεις ώστε οι οίκοι αξιολόγησης να διορθώσουν τις περισσότερες από τις αδυναμίες τους. Μένει να διαπιστωθεί αν θα το επιτύχουν. Πιστεύουμε ότι η αλλαγή του επιχειρηματικού μοντέλου, έτσι ώστε να πληρώνει ο επενδυτής και όχι ο εκδότης, θα συμβάλει καθοριστικά στη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων. Κάτι τέτοιο φαίνεται δύσκολο να εφαρμοστεί προς το παρόν.

Συνοψίζοντας, προτείνουμε ότι η μελλοντική έρευνα πρέπει να συγκεντρωθεί προς την απάντηση των παρακάτω ερωτημάτων. Το ισχύον κανονιστικό σύστημα είναι προς το συμφέρον των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματοπιστωτικών αγορών γενικότερα; Σε ποιο βαθμό θα μπορέσουν περαιτέρω νομοθετικές ρυθμίσεις να επιτύχουν την πίεση των οίκων αξιολόγησης ώστε να πραγματοποιούν καλύτερες αξιολογήσεις στις μέλλον; Μπορούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναζητήσουν μόνα τους τις πηγές των πληροφοριών σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των χρηματοπιστωτικών προϊόντων;

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Altman Edward I. and Herbert A. Rijken (2004), “How Rating Agencies Achieve Rating Stability”, *Journal of Banking & Finance*, Vol 28, No 11, pp 2679–2714.
- Amadou, N. R. Sy (2009), “*The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*”, *World Economics*, Vol 10, No 4, pp 69-108
- Avinash Persaud (2009), “Ratings war?”, *Public Policy Research*, Volume 15, Issue 4, pp 187–191, December 2008-February 2009
- Beaver, William H., Catherine Shakespeare, and Mark T. Soliman (2006), “Differential Properties in the Ratings of Certified versus Non-Certified Bond-Rating Agencies”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 42, No 3, pp. 303–34.
- Bofinger Peter (2010), “Public sector credit rating agencies - a contribution to a more stable global financial architecture”, *Economics, Management, and Financial Markets*, Vol. 5, No 1
- Bolton, Patrick, Freixas, Xavier and Shapiro, Joel David (2009), “*The Credit Ratings Game*”, NBER Working Paper No. 14712
- Calomiris, Charles W. (2009), “A Recipe for Ratings Reform”, *The Economists' Voice*, Vol. 6, No. 11
- Caouette, John B., Edward I. Altman, Paul Narayanan, and Robert Nimmo (2008), *Managing Credit Risk: The Great Challenge for the Global Financial Markets*, 2nd edition, New York: Wiley.
- Cheng, Mei, and Monica Neamtu (2009), “An Empirical Analysis of Changes in Credit Rating Properties: Timeliness, Accuracy and Volatility” *Journal of Accounting and Economics*, 47(1–2):108–130.
- Cohn Scott (2008), “S&P Officials: We'd Do a Deal 'Structured by Cows’”, CNBC,

Available at: www.cnbc.com/id/27321998/S_P_Officials_We_d_Do_a_Deal_

Structured_by_ Cows

- Coffee, John C. (2009), "What Went Wrong? An Initial Inquiry into the Causes of the 2008 Financial Crisis", *Journal of Corporate Law Studies*, Volume 9, Number 1, pp. 1-22.
- Creighton, Adam, Luke Gower, and Anthony J. Richards (2007), "The Impact of Rating Changes in Australian Financial Markets", *Pacific Basin Finance Journal*, Vol 15, No 1, pp 1–17
- De Grauwe Paul, Mayer Thomas, Lannoo Karel (2008), "Lessons from the Financial Crisis: New Rules for Central Banks and Credit Rating Agencies?", *Intereconomics*, Vol. 43, No. 5., pp. 256-266.
- De Meijer Carlo R. W. and Saaf Michelle H. W. (2008), "The credit crunch and credit rating agencies: Are they really striving towards more transparency?", *Journal of Securities Compliance*, Volume 1, Number 4, pp. 322 – 336
- Diamond, Douglas W. and Rajan, Raghuram G., (2009), "The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies," *American Economic Review*, Vol 99, No 2, pp 606-10.
- Graciela Kaminsky and Sergio L. Schmukler (2002), "Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?", *World Bank Economic Review*, Volume 16, Issue 2, pp. 171-195
- Fayez A., Pukthuanthong, Kuntara and Rose, Lawrence C. (2007), "Equity and Debt Market Responses to Sovereign Credit Ratings Announcements", *Global Finance Journal*, Vol. 18, No. 1
- Fridson, Martin S. (1999), "Why Do Bond Rating Agencies Exist?", *Extra Credit (Merrill Lynch)*, November/December.
- Fridson, Martin S. (2002), "Discussion", *Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*, ed. Richard M. Levich, Carmen Reinhart, and Giovanni Majnoni,

85–88. Boston: Kluwer.

Gullo Alessandro, Isaac Lustgarten (2009), “Credit Rating Agencies: Opportunities for Legal and Regulatory Reform.” *Banking & Financial Services Policy Report*, Vol. 28 Issue 3, pp 1-18.

Hodge, Neil (2008), “Rating or lotto?”, *Financial Management (UK)*, pp.18-21

Jewell, Jeff and Miles Livingston (1999), “A Comparison of Bond Ratings from Moody’s S&P and Fitch.” *Financial Markets, Institutions, & Instruments*, Vol 8, No 4, pp 1–45.

Katz, Jonathan G., Munoz, Emanuel Salinas and Stephanou, Constantinos (2009), “*Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions*”, The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Crisis Response Policy Brief 8, Available at <http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse>

Kuhner, Christoph (2001), “Financial Rating Agencies: Are They Credible? - Insights into the Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Risk”, *Schmalenbach Business Review*, Vol. 53, January 2001, pp. 2–26

Loffler, Gunter, (2004), “An Anatomy of Rating through the Cycle”, *Journal of Banking & Finance*, Vol 28, No 3, pp 695–720.

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

Mathisa Jérôme, McAndrews James, and Rochet Jean-Charles (2009) “Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?”, *Journal of Monetary Economics*, Volume 56, Issue 5, pp 657-674

Mulligan Caitlin M. (2009), “From AAA to F: How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can Be Done to Protect Investors”, *50 Boston Coll Law Rev*, pp. 1275-1305

- Pagano, Marco and Volpin, Paolo F. (2010), “Credit Ratings Failures and Policy Options”, *Economic Policy*, Vol. 25, Issue 62, pp. 401-431
- Partnoy, Frank (2002), “The Paradox of CreditRating”, *Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*, ed. Richard M. Levich, Carmen Reinhart, and Giovanni Majnoni, 65–84. Boston: Kluwer.
- Partnoy, Frank (2009), “Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit-Rating Agencies, and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 26, San Diego Legal Studies Paper No. 10-009
- Schmudde, David (2009), “Responding to the Subprime Mess: The New Regulatory Landscape”, *Fordham, Journal of Corporate and Financial Law*, Vol XIV, pp 709-70.
- Shiller J.Robert (2003), *The subprime solution*, Princeton: Princeton University Press
- Sinclair, Timothy J. (2005), *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca: Cornell University Press.
- Sinclair Timothy J. (2010), “Round Up the Usual Suspects: Blame and the Subprime Crisis”, *New Political Economy*, Vol. 15, No. 1, pp 91 – 107
- Smith, Roy C. and Ingo Walter (2002), “Rating Agencies: Is There an Agency Issue?”, *Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*, ed. Richard M. Levich, Carmen Reinhart, and Giovanni Majnoni, 289–318. Boston: Kluwer.
- Strier, Franklin (2008), “Rating the Raters: Conflicts of Interest in the Credit Rating Firms”, *Business and Society Review*, Vol. 113, Issue 4, pp. 533-553
- The de Larosière Group (2009), “*De Larosière report*”, Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
- Vaaler Paul M. and McNamara Gerry (2004), “Crisis and Competition in Expert Organizational Decision Making: Credit-Rating Agencies and Their Response to

- Turbulence in Emerging Economies”, *Organization Science*, Vol. 15, No. 6, pp. 687–703
- Verschoor Curtis C. (2007), “Who should be blamed the most for the subprime loan scandal?”, *Strategic Finance*, December 01, 2007
- Wolfson Josh, Crawford Corinne, (2010), ”Lessons From The Current Financial Crisis: Should Credit Rating Agencies Be Re-Structured?”, *Journal of Business & Economics Research*, Volume 8, Number 7, pp 85-91
- White Lawrence J., (2010), “The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol 24, No 2, pp 211–226
- Winn Martin (2008), “Demythologising credit ratings”, *Money Marketing*, p18.
- Yeoh, P. (2010), “Causes of the global financial crisis: Learning from the competing insights”, *International Journal of Disclosure and Governance*, Volume 7, No 1, pp. 42-69
- Βεζύρογλου Κ. (2007), «*Ενυπόθηκα Δάνεια Υψηλού Κινδύνου: Οι αιτίες και επιπτώσεις της πρόσφατης κρίσης*», Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη
- Γιανκάκης Ι. Γιώργος (2009), «*Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και η εποπτεία των χρηματαγορών*», Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2010), «*Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2009*», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο <http://www.hba.gr>.
- Κάμμας Μ. (2008), «*Προβληματισμοί σε σχέση με την Παγκόσμια Οικονομική Κρίση και κάποια θέματα που εγείρονται σε σχέση με το ρυθμιστικό / εποπτικό πλαίσιο*», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο <http://www.acb.com.cy/cgi-bin/hweb?-A=641&-V=news>
- Κόλμερ Κ. (2008), *Ο Πανικός της απληστίας*, Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, Αθήνα
- Σπανού Α. (2008), «*Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις, Αίτια και αφορμές*», Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη

Τράπεζα Πειραιώς (2009), «*Συνοπτική και συγκριτική επισκόπηση των Turner Review και de Larosière Report*», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο:
http://www.piraeusbank.gr/Documents/internet/Economic_Research/Announcements/2009/PlaisioTrapezikisEropteias_EE_060409.pdf

Τράπεζα της Ελλάδος (2010), «*Έκθεση για τη χρηματοπιστωτική Σταθερότητα*», Διαθέσιμη στο διαδίκτυο <http://www.bankofgreece.gr>

Ναυτεμπορική (2007), «*Η χρηματοπιστωτική κρίση δεν επηρεάζει την Ελλάδα*», Ναυτεμπορική 25/10/2007, Διαθέσιμη στο διαδίκτυο:
<http://www.naftemporiki.gr/premium/archive/story.asp?id=1429038>