



Τμήμα Οικονομικών  
Επιστημών



**MSc law &  
economics**

DEPARTMENT of ECONOMICS,  
UNIVERSITY of MACEDONIA  
and SCHOOL of LAW,  
ARISTOTLE UNIVERSITY of THESSALONIKI



ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΕΙΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ  
Νομική Σχολή

ΔΙΔΡΥΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ

Διπλωματική εργασία

**ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ  
ΣΤΗΝ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ**

Της

**ΕΥΔΟΞΙΑΣ Π. ΠΕΤΚΟΥ**

**Επιβλέπων καθηγητής: Ευριπίδης Ρίζος**

**ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2023**

## Αφιέρωσεις

*Η παρούσα εργασία αφιερώνεται σε όλους τους φοιτητές που «χάθηκαν» στο δυστύχημα των Τεμπών και δεν πρόλαβαν να ολοκληρώσουν τις δικές τους εργασίες και τις δικές τους σπουδές...*

*«Δεν είναι αυτό που αγνοείς που σε βάζει σε μπελάδες,  
αλλά αυτό που μετά βεβαιότητας ξέρεις και απλά δεν ισχύει»*

*MARK TOYEÏN*

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία μελετά τη λειτουργία και τη σημασία του ρόλου των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης διαχρονικά. Ειδικότερα, ανατρέχει στις προγενέστερες μορφές διάδοσης και αξιολόγησης πληροφοριών, οι οποίες συνέβαλαν στην εξέλιξη και στη διαμόρφωση των Οίκων Αξιολόγησης στη σύγχρονή τους μορφή. Στη συνέχεια, παρουσιάζει τους τρεις μεγαλύτερους Οίκους Αξιολόγησης, ήτοι την Moody's, την Standard and Poor's και την Fitch, αναλύοντας παράλληλα τα βασικά τους χαρακτηριστικά και ερμηνεύοντας τον συμβολισμό των βαθμολογιών τους. Έπειτα, αναφέρει σημαντικά γεγονότα στην οικονομική ιστορία, τα οποία κλόνισαν την οικονομία σε παγκόσμιο επίπεδο και τα οποία έθεσαν σε αμφισβήτηση την αντικειμενικότητα και την αξιοπιστία της βαθμολόγησής τους. Κατόπιν, παρουσιάζει το νομικό πλαίσιο, το οποίο διέπει την λειτουργία τους. Τέλος, αναλύει την πρόσφατη οικονομική κρίση που αντιμετώπισαν οι δύο πρώτες χώρες της ευρωζώνης, η Ελλάδα και η Ιρλανδία, τις βαθμολογίες που εισέπραξαν από τους εν λόγω Οίκους Αξιολόγησης κατά την περίοδο αυτήν, αλλά και την επίδραση που άσκησαν οι βαθμολογίες αυτές στην πιστοληπτική ικανότητα και στην εξέλιξη της κρίσης των προαναφερόμενων χωρών.

## **Abstract**

This thesis studies the function and importance of Credit Rating Agencies in the world economy over time. In particular, it looks back at the earlier forms of information dissemination and assessment, which contributed to the development and formation of the Credit Rating Agencies in their modern shape. Also, throughout it presents the three biggest Credit Rating Agencies, namely Moody's, Standard and Poor's, Fitch, while analyzing their key characteristics and interpreting the symbolism of their ratings. It then discusses major events in economic history that have shaken the global economy and called into question the objectivity of Credit Rating Agencies. Then, it presents the legal framework, which governs their operation. Finally, it analyzes the recent economic crisis faced by Greece and Ireland, the ratings they received from the Credit Rating Agencies during this period, and the impact of these ratings on the creditworthiness and the evolution of the crisis in these countries.

## Πίνακας Περιεχομένων

Αφιερώσεις .....	II
Περίληψη .....	IV
Abstract.....	V
Πίνακες.....	VIII
Εισαγωγή .....	1
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup></b> .....	<b>2</b>
1.1. Ορισμός Οίκων Αξιολόγησης.....	2
1.2. Ιστορική εξέλιξη των Οίκων Αξιολόγησης.....	3
I. Πρακτορεία παροχής πληροφοριών ως προς την πιστοληπτική ικανότητα εμπόρων .....	5
II. Εξειδικευμένα επιχειρηματικά-χρηματοοικονομικά περιοδικά.....	6
III. Ένα είδος επενδυτικής τράπεζας.....	7
1.3. Η πολιτική άνοδος των Οίκων Αξιολόγησης.....	8
1.4. Συμφωνία Κεφαλαιακής Επάρκειας της Βασιλείας του 1988 (Βασιλεία I) .....	11
1. 5. Η δεύτερη Συμφωνία Κεφαλαιακής Επάρκειας (Βασιλεία II) .....	12
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup></b> .....	<b>14</b>
2.1. Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης σήμερα.....	14
I. Standard and Poor’s Global Ratings .....	14
II. Moody’s Investors Service.....	15
III. Fitch Ratings .....	16
2.2. Ερμηνεία συμβολισμού βαθμολόγησης .....	17
2.3. Συμβολισμοί μακροπρόθεσμων ομολόγων .....	18
I. Standard and Poor’s .....	18
II. Moody’s .....	19
III. Fitch.....	20
2.4. Συμβολισμοί βραχυπρόθεσμων ομολόγων .....	21
I. Standard and Poor’s .....	21
II. Moody’s .....	22
III. Fitch.....	22
2.5. Στάδια Αξιολόγησης .....	23

I. Standard and Poor's .....	23
II. Moody's .....	24
III. Fitch.....	25
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup></b> .....	<b>28</b>
3.1. Αμφισβήτηση της αξιοπιστίας των Οίκων Αξιολόγησης .....	28
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup></b> .....	<b>30</b>
4.1. Εποπτεία και κανονιστικό πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης .....	30
4.2. Κανονιστικό πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης στην Ευρώπη.....	31
I. Κώδικας Δεοντολογίας του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commission - IOSCO).....	31
II. Κανονισμός 1060/2009.....	33
III. Αστική ευθύνη των Οίκων Αξιολόγησης .....	36
4.3 Κανονιστικό πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης στην Αμερική.....	37
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup></b> .....	<b>39</b>
5.1 Η επίδραση των αξιολογήσεων στην πιστοληπτική ικανότητα των χωρών .....	39
5.2 Η περίπτωση της Ελλάδας .....	41
5.3. Η περίπτωση της Ιρλανδίας .....	45
<b>Συμπεράσματα</b> .....	<b>50</b>
<b>Βιβλιογραφία</b> .....	<b>51</b>

## Πίνακες

Πίνακας 1: Ερμηνεία συμβολισμών της Standard and Poor's.....	18
Πίνακας 2: Ερμηνεία συμβολισμών της Moody's.....	19
Πίνακας 3: Ερμηνεία συμβολισμών της Fitch.....	20
Πίνακας 4: Συγκριτική ερμηνεία συμβολισμών.....	21
Πίνακας 5: Ερμηνεία συμβολισμών της Standard and Poor's.....	21
Πίνακας 6: Ερμηνεία συμβολισμών της Moody's.....	22
Πίνακας 7: Ερμηνεία συμβολισμών της Fitch.....	22
Πίνακας 8: Πιστοποιημένοι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας.....	34

## Πίνακας διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Η απόδοση των ελληνικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας.....	44
Διάγραμμα 2: Ιστορική αναδρομή των γεγονότων της ελληνικής κρίσης και της επίδρασής τους στην απόδοση των ελληνικών ομολόγων.....	45
Διάγραμμα 3: Πορεία απόδοσης των ιρλανδικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας.....	48
Διάγραμμα 4: Πορεία απόδοσης των ιρλανδικών CDS.....	49



## Εισαγωγή

Εδώ και δεκαετίες οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν βασικό συστατικό της κεφαλαιαγοράς. Επενδυτές, εκδότες αλλά και ρυθμιστικές αρχές εξαρτώνται σημαντικά από αυτές τις αξιολογικές εκθέσεις, αφού επηρεάζουν το κόστος χρηματοδότησης των εκδοτών, τις επενδυτικές αποφάσεις των επενδυτών, ενώ ταυτόχρονα ενσωματώνονται υποχρεωτικώς σε ορισμένες περιπτώσεις των ρυθμιστικών αρχών, όπως αυτή του απαιτούμενου κεφαλαίου για τις τραπεζικές εταιρείες. Η περίοδος της μεγάλης ακμής των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης συμπίπτει με την περίοδο ανάπτυξης της αγοράς ενυπόθηκων δανείων, η οποία επήλθε κατά τα πρώτα χρόνια του 21<sup>ου</sup> αιώνα. Τα αίτια της άνθησης της αγοράς ενυπόθηκων δανείων αφορούσαν τα χαμηλά επιτόκια και τα χαλαρά πρότυπα δανεισμού, τα οποία επέτρεπαν τη χορήγηση δανείων σε δανειολήπτες χαμηλής εξασφάλισης. Μετά από κάθε χορήγηση δανείου, οι τράπεζες παλούσαν τα δάνεια αυτά σε επενδυτικές τράπεζες. Έχοντας αποκτήσει πολλά δάνεια τερατώδους αξίας, οι δεύτερες ταξινομούσαν τα δάνεια σε «πακέτα» μικρότερης αξίας. Επειδή όμως η αξία των «πακέτων» αυτών, αν και μειωμένη εξακολουθούσε να είναι υψηλή, οι επενδυτικές τράπεζες χώριζαν στη συνέχεια τα «πακέτα» σε μικρότερα μερίδια, ώστε να μπορούν να μεταβιβάσουν εκ νέου σε επενδυτές με προσδοκίες για υψηλές αποδόσεις. Οι τελευταίοι έδειχναν τυφλή εμπιστοσύνη στην ποιότητα αυτών των χρεογράφων, η οποία διασφαλιζόταν μέσω της σφραγίδας έγκρισης των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, η οποία με την σειρά της πιστοποιούσε τα χρεόγραφα αυτά ως επενδυτικής βαθμίδας. Η εμπιστοσύνη όμως αυτή, διήρκησε μέχρι την άνοιξη του 2007, μέχρι δηλαδή την εμφάνιση των πρώτων δειγμάτων της έκρηξης της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ. Τότε, τόσο η πίστωση όσο και οι τιμές των ακινήτων εκτοξεύτηκαν. Αυτό σήμαινε, ότι όσοι δανειολήπτες χαμηλής εξασφάλισης είχαν αγοράσει κατοικίες για να κερδοσκοπήσουν, δηλαδή για να αποκτήσουν κέρδος μεταπωλώνοντας τις κατοικίες αυτές σε τρίτους σε υψηλότερη τιμή εγκλωβίστηκαν, αφού λόγω της υψηλής πλέον πίστωσης δεν υπήρχε αγοραστικό κοινό. Έτσι, οι δανειολήπτες αυτοί άρχισαν να αθετούν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, με αποτέλεσμα τα δάνειά τους να «κοκκινίσουν» και να δημιουργηθεί το φαινόμενο της «συσχέτισης ρίσκου». Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό, η αδυναμία αποπληρωμής του ενός οδηγούσε στην αδυναμία αποπληρωμής του άλλου, με αποτέλεσμα να «κοκκινίσουν» ολόκληρα πακέτα στα οποία είχαν επενδύσει πολλοί επενδυτές που λάμβαναν υπόψη τις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης. Οι Οίκοι Αξιολόγησης, οι οποίοι αξιολογούσαν ευνοϊκά επί μακρά περίοδο τους τίτλους αυτούς άρχισαν αιφνιδίως να τους υποβαθμίζουν και να τους αξιολογούν ως «σκουπίδια». Σύντομα, ο κόσμος συνειδητοποίησε ότι ο τομέας της κεφαλαιαγοράς ενείχε πολλούς κινδύνους που δεν γνώριζε και πως η τυφλή παρακολούθηση ενός βαθμού από έναν Οργανισμό Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας δεν συνιστούσε μία απολύτως σωστή επενδυτική στρατηγική. Παράλληλα, άρχισαν να εγείρονται ερωτήματα αναφορικά με το «Πώς μπόρεσαν οι Οίκοι Αξιολόγησης να εκδώσουν τόσο θετικές αξιολογήσεις και να τις ανατρέψουν τόσο γρήγορα;» και «Ποιος ασκούσε εποπτεία στους Οίκους Αξιολόγησης;» Έτσι, έγινε σαφές ότι η πλειοψηφία των συμμετεχόντων στις αγορές αγνοούσε ποιοι πραγματικά ήταν οι Οίκοι Αξιολόγησης και ποιος ακριβώς

ήταν ο ρόλος τους. Αυτά τα ερωτήματα επανήλθαν στο προσκήνιο με αφορμή τις οικονομικές κρίσεις που αντιμετώπισαν πολλά ευρωπαϊκά κράτη, τις οποίες επίσης, απέτυχαν να προβλέψουν οι Οίκοι Αξιολόγησης μέσω των βαθμολογιών τους. Η αργοπορημένη πτώση των βαθμολογιών τους οδήγησε σε κατακόρυφη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού, αποκλεισμό των εν λόγω χωρών από τις αγορές και επιβολή αυστηρών μέτρων λιτότητας. Και στις δύο περιπτώσεις έρμαιο των επιπτώσεων της αδυναμίας πρόβλεψης κατέστη ο απλός λαός, ο οποίος κλήθηκε μέσω της υψηλής φορολογίας και των αυστηρών μέτρων λιτότητας να μειώσει το έλλειμμα.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>**

### **1.1. Ορισμός Οίκων Αξιολόγησης.**

Οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Credit Rating Agency, CRA) ή οι Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης ή απλά οι Οίκοι Αξιολόγησης είναι ιδιωτικές εταιρείες οικονομικού ενδιαφέροντος που αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα ενός ατόμου, μιας εταιρείας ή μιας χώρας<sup>1</sup>.

Ως πιστοληπτική ικανότητα νοείται η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα ενός ατόμου, μιας εταιρείας ή μιας χώρας αντίστοιχα στην αποπληρωμή των χρεών της. Αν και η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας αφορούσε αρχικά κυρίως τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) αλλά και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) των δανειοληπτών, τα τελευταία χρόνια χρησιμοποιείται επίσης και για την προσαρμογή των ασφαλιστρών, των επιτοκίων αποπληρωμής και των απαιτούμενων εγγυήσεων που απαιτούνται για την έκδοση ενός δανείου. Η διαδικασία αξιολόγησης αφορά την εκτίμηση της ικανότητας ενός εκδότη να ανταποκριθεί πλήρως και εγκαίρως τόσο στην αποπληρωμή του κεφαλαίου όσο και στην πληρωμή των τόκων που απορρέουν από την έκδοση ενός ή περισσότερων χρεογράφων. Οι εκτιμήσεις αυτές, οι οποίες αποτελούν απλές και όχι δεσμευτικές γνώμες βασίζονται στην εμφάνιση νέων γεγονότων και υπόκεινται σε περιοδικές αναθεωρήσεις. Η διαδικασία αξιολόγησης επίσης, μέσω της απονομής βαθμών ποιότητας των προοπτικών ενός οφειλέτη σχετικά με την εκπλήρωση των δανειακών του υποχρεώσεων παρέχει τις σχετικές πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερόμενων μερών, ώστε τα τελευταία να λαμβάνουν καλύτερες χρηματοδοτικές αποφάσεις, ενώ ταυτόχρονα ασκεί άμεση επίδραση στους αξιολογούμενους οργανισμούς. Αυτό εξηγείται από το γεγονός, ότι μία χαμηλή αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας υποδηλώνει υψηλό κίνδυνο αθέτησης ενός δανείου και συνεπώς οδηγεί σε υψηλά επιτόκια ή ακόμη και στην άρνηση χορήγησης ενός δανείου από τον πιστωτή, ενώ αντιθέτως όσο καλύτερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη, τόσο πιο πιθανό είναι μία τράπεζα ή κάποιο άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να προβεί σε πίστωση προς αυτό<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Βικιπαίδεια «Οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας»

<sup>2</sup> Ευρετήριο Οικονομικών όρων «Πιστοληπτική Ικανότητα/Διαβάθμιση (Credit rating)

Με τον τρόπο αυτό όμως, οι Οίκοι Αξιολόγησης επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης, δηλαδή και στον δανειστή και στον δανειζόμενο. Όσον αφορά τον δανειστή του προσφέρει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες ενώ όσον αφορά τον δανειζόμενο του προσφέρει την απαραίτητη πληροφορία προκειμένου να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας<sup>3</sup>. Έτσι, μειώνεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ εκδοτών και επενδυτών, καθώς καθίστανται προσβάσιμες στους τελευταίους σημαντικές πληροφορίες σχετικά με την παρούσα αλλά και βάσιμες εκτιμήσεις σχετικά με την μέλλουσα οικονομική κατάσταση των πρώτων. Μάλιστα, όπως έχει υποστηριχθεί, οι Οίκοι Αξιολόγησης, μέσω της μείωσης της ασύμμετρης πληροφόρησης που προσφέρουν συμβάλλουν στη μείωση του γνωστού στην οικονομική θεωρία φαινομένου της «αγοράς λεμονιών». Με στόχο να καταδειχθεί η επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης στην αγορά, η θεωρία χρησιμοποιεί ως παράδειγμα την αγορά μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, χαρακτηρίζοντας «λεμόνια» τα αυτοκίνητα που παρουσιάζουν ελαττώματα και «ροδάκινα» όσα δεν παρουσιάζουν ελαττώματα. Η ασύμμετρη πληροφόρηση εντοπίζεται στο γεγονός ότι οι αγοραστές δεν έχουν γνώση της ποιότητας των αυτοκινήτων εκ των προτέρων, ενώ οι πωλητές γνωρίζουν την ποιότητα αυτών. Η δυσκολία των αγοραστών να κατατάξουν το εκάστοτε αυτοκίνητο σε μία κατηγορία τους αναγκάζει να διαθέσουν ως αμοιβή μία μόνο μέση τιμή. Αυτή η τιμή όμως, δίνει κίνητρα μόνο στους πωλητές αυτοκινήτων κατώτερης ποιότητας να πωλήσουν τα αυτοκίνητά τους, αφού μόνο αυτοί θα αποκτήσουν κέρδος. Συνεπώς, οι πωλητές αυτοκινήτων καλής ποιότητας εκδιώκονται από την αγορά και η αγορά καταρρέει<sup>4</sup>. Αναλόγως, και σε επίπεδο δανεισμού οι δανειολήπτες γνωρίζουν περισσότερο για την πιστοληπτική τους αξιολόγηση σε σχέση με τους πιστωτές. Έτσι, οι τελευταίοι θα αυξήσουν τα επιτόκια για να προστατευθούν από τους δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας. Η άνοδος των επιτοκίων θα εκδιώξει από την αγορά τους δανειολήπτες υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας και θα προσελκύσει μόνο δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, κάτι που σταδιακά θα οδηγήσει επίσης σε κατάρρευση της αγοράς<sup>5</sup>. Επομένως, οι οίκοι αξιολόγησης επιλύουν το παραπάνω πρόβλημα αρχικά ως «πράκτορες συλλογής πληροφοριών» που αποκτούν και επεξεργάζονται πληροφορίες και στη συνέχεια ως μεσάζοντες που διαχέουν την πληροφόρηση μεταξύ των μερών.

## **1.2. Ιστορική εξέλιξη των Οίκων Αξιολόγησης**

Η εμφάνιση των Οίκων Αξιολόγησης δεν συμπίπτει χρονικά με την εμφάνιση των κεφαλαιαγορών στην παγκόσμια οικονομική ιστορία. Πιο συγκεκριμένα, όταν ιδρύθηκαν το 1602 η Dutch East India Company, η οποία θεωρείται η πρώτη

---

<sup>3</sup> Banking News «Διαδικασία και συστήματα των Οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», 10/12/2016

<sup>4</sup> George A. Akerlof «The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism», The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug. 1970)

<sup>5</sup> Robert J. Rhee “Why Credit Rating Agencies Exist” Economic Notes, 2015

Πολυεθνική Ανώνυμη Εταιρεία παγκοσμίως και η πρώτη που εξέδωσε μετοχές<sup>6</sup> και το 1609 η ολλανδική Amsterdamse Wisselbank, η οποία θεωρείται η πρώτη Κεντρική Τράπεζα παγκοσμίως<sup>7</sup>, στην Ολλανδία λειτουργούσε ήδη προ δεκαετιών μία οργανωμένη αγορά κρατικών ομολόγων. Σύντομα, η Ολλανδική Δημοκρατία κατάφερε να αποκτήσει όλα τα βασικά συστατικά στοιχεία ενός σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος μεταξύ των οποίων αναφέρονται η νομισματική σταθερότητα, η ύπαρξη ενός πρώιμου είδους Κεντρικής Τράπεζας και οι αγορές τίτλων, με αποτέλεσμα να εξελιχθεί στην κορυφαία οικονομία του 17<sup>ου</sup> αιώνα. Στη συνέχεια, σειρά είχε η Αγγλία, η οποία αφού μιμήθηκε τους Ολλανδούς και έθεσε και αυτή τα θεμέλια ενός ισχυρού χρηματοπιστωτικού συστήματος, ίδρυσε το 1694 την Τράπεζα της Αγγλίας, η οποία λειτούργησε αρχικά ως ιδιωτικό ίδρυμα, το οποίο συνέβαλε στη χρηματοδότηση ενός ακόμη πολέμου. Έτσι, η Αγγλία σε συνδυασμό και με τη βιομηχανική επανάσταση που ξέσπασε στην πορεία, απέκτησε την σκυτάλη της κορυφαίας οικονομίας του κόσμου κατά τον 18<sup>ο</sup> και 19<sup>ο</sup> αιώνα. Και όπως ακριβώς η Αγγλία διαδέχθηκε την Ολλανδία στην οικονομική ηγεσία, έτσι και οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής διαδέχθηκαν την Αγγλία. Συγκεκριμένα, ο Alexander Hamilton, ένας από τους Ιδρυτές Πατέρες των Ηνωμένων Πολιτειών και ο πρώτος Υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ, έπαιξε καθοριστικό ρόλο κατά την διάρκεια της θητείας του στην ανάδυση των ΗΠΑ ως υπολογίσιμης παγκόσμιας οικονομικής δύναμης, καθώς συνέβαλε στην ίδρυση της Κεντρικής Τράπεζας και του εθνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος<sup>8</sup>. Έτσι, μέχρι το 1795 οι ΗΠΑ διέθεταν ισχυρή οικονομία, νομισματική σταθερότητα, τραπεζικό σύστημα, κεντρική τράπεζα και κεφαλαιαγορές<sup>9</sup>.

Με την πάροδο των ετών η διεθνής αγορά των ομολόγων διογκώθηκε τόσο σε μέγεθος όσο και σε είδος. Ειδικότερα, στην Ευρώπη η έκδοση ομολόγων αποσκοπούσε ως επί το πλείστον στην κάλυψη κρατικών χρεών, καθώς οι περισσότερες επιχειρήσεις κάλυπταν το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαιακών αναγκών τους μέσω της χορήγησης τραπεζικών δανείων και της έκδοσης μετοχών. Αντιθέτως, στις ΗΠΑ δεν μπορούσε να εφαρμοστεί ανάλογη πρακτική. Η αδυναμία αυτή αποδίδεται στο μέγεθος της οικονομίας της αλλά και στην έκταση τόσο των αναπτυξιακών της σχεδίων όσο και των επιχειρήσεών της που υπερέιχαν κατά πολύ συγκριτικά με τις χώρες της Ευρώπης. Αξίζει να αναφερθεί μάλιστα, ότι συγκριτικά με τα χρέη των ευρωπαϊκών κρατών που ήταν αποτέλεσμα της συμμετοχής τους σε χρόνιους πολέμους, τα κρατικά χρέη των ΗΠΑ, ήταν σχετικά μικρά και μάλιστα αποπληρώθηκαν εξ ολοκλήρου το 1836 από την κυβέρνηση τους. Έτσι, η έκδοση ομολόγων στις ΗΠΑ, αποσκοπούσε στην κάλυψη διαφορετικών οικονομικών αναγκών. Δεδομένου λοιπόν, ότι η χρηματοδότηση των αναπτυξιακών της σχεδίων μέσω κρατικής στήριξης ήταν αδύνατη λόγω του μεγέθους τους, αρκετές πολιτείες των ΗΠΑ από το 1817 έως την δεκαετία του 1840 εξέδωσαν ομόλογα σε εγχώριες

---

<sup>6</sup> Μπενόπουλος Μάνος «Οι Πρώτες Πολυεθνικές του Κόσμου: Βρετανική και Ολλανδική Εταιρεία Ανατολικών Ινδιών», Power Politics, Μαΐου 2018

<sup>7</sup> Stephen Quinn, William Roberts «An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange and the Emergence of the First Central Bank» Working Paper 2006-13, September 2006

<sup>8</sup> Library of Congress «Alexander Hamilton, First Secretary of the Treasury Bond»

<sup>9</sup> Richard Sylla «A Historical Primer in the Business of Credit Ratings», Department of Economics, Stern School of Business, Feb. 27, 2001, Pages 2-4

και διεθνείς αγορές για την κατασκευή καναλιών και την χρηματοδότηση άλλων έργων υποδομής. Η αδυναμία όμως, πολλών εξ αυτών των πολιτειών να ανταποκριθούν στις δανειακές τους υποχρεώσεις ανάγκασαν πολλούς από τους δανειστές να αποσυρθούν στις αρχές της δεκαετίας του 1840<sup>10</sup>. **Είναι σαφές ότι μέχρι τώρα πουθενά στην ιστορία δεν έχει γίνει αναφορά στην ύπαρξη Οργανισμών Αξιολόγησης** κι επομένως η αδυναμία αποπληρωμής αυτών των πολιτειών δεν μπορούσε να προβλεφθεί. Γενικότερα, η έλλειψη αυτή ανάγκαζε τους Ολλανδούς, τους Άγγλους και τους Αμερικανούς επενδυτές να συμμετέχουν στις κεφαλαιαγορές αγοράζοντας ομόλογα για τρεις, δύο και έναν αιώνα αντίστοιχα δίχως το πλεονέκτημα της προηγούμενης αξιολόγησης από τέτοιους οργανισμούς.

Ακόμη όμως και όταν εμφανίστηκαν οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν είχαν εξ αρχής την σημερινή μορφή. Παρακάτω περιγράφονται διαχρονικά τα στάδια και οι μορφές όλων των μορφών παροχής πληροφοριών που προηγήθηκαν των σημερινών Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας:

### **I. Πρακτορεία παροχής πληροφοριών ως προς την πιστοληπτική ικανότητα εμπόρων**

Τα πρακτορεία αυτά, τα οποία αξιολογούσαν την ικανότητα αποπληρωμής των εμπόρων θεωρούνται ως πρόδρομοι των σημερινών Οίκων Αξιολόγησης. Η ανάγκη της ίδρυσής τους προέκυψε λόγω της επέκτασης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των Η.Π.Α. προς τα δυτικά και συνεπώς της αποστασιοποίησης και της έλλειψης εμπιστοσύνης που δημιουργήθηκε ανάμεσα στα μέρη των συναλλαγών, ήτοι ανάμεσα στους επιχειρηματίες και στους πελάτες. Κάτι τέτοιο δεν συνέβαινε μέχρι τότε, καθώς σε ένα περιορισμένο γεωγραφικό πλαίσιο οι έμποροι γνώριζαν τις περισσότερες φορές προσωπικά τους επιχειρηματίες πελάτες τους και τις σχετικές με την πιστοληπτική ικανότητά τους πληροφορίες ή ακόμη και αν δεν τις γνώριζαν μπορούσαν εύκολα να τις πληροφορηθούν μέσω συστατικών επιστολών που χορηγούνταν από κάποιον πρώην συνεργάτη του επιχειρηματία ή ακόμη και από άλλο αξιόπιστο πρόσωπο, όπως κάποιον δικηγόρο. Τέτοιες ανεπίσημες πρακτικές δεν μπορούσαν σαφώς να συνεχίσουν να εξυπηρετούν τα ενδιαφερόμενα μέρη μετά την ραγδαία ανάπτυξη των αμερικανικών επιχειρήσεων. Έτσι, το πρώτο πρακτορείο, γνωστό ως «Mercantile Agency» ιδρύθηκε υπό την μορφή που περιγράφηκε το 1841, στον απόηχο της οικονομικής κρίσης του 1837 από τον Luis Tappan στη Νέα Υόρκη και παρείχε σε επιχειρήσεις χονδρικής στοιχεία σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων λιανικής πώλησης έναντι καταβολής ετήσιας συνδρομής. Μέχρι το 1844 το πρακτορείο είχε προσελκύσει 288 πελάτες και είχε επεκτείνει τη δραστηριότητά του μέσω παραρτημάτων στη Βοστώνη, την Φιλαδέλφεια και την Βαλτιμόρη<sup>11</sup>. Στη συνέχεια, το πρακτορείο εξαγοράστηκε από τον Robert Dun, ο οποίος δημοσίευσε και τον πρώτο του οδηγό αξιολόγησης το 1859. Οι συνδρομητές του, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονταν χονδρέμποροι, κατασκευαστές και ασφαλιστικές εταιρείες αυξήθηκαν από 7.000 την δεκαετία του 1870 σε 40.000 την δεκαετία του 1880 και μέχρι το 1990 οι εκθέσεις του κάλυπταν

<sup>10</sup> Richard Sylla “A Historical Primer in the Business of Credit Ratings”, Department of Economics, Stern School of Business, Feb. 27, 2001, Pages 5-6

<sup>11</sup> Who made America?/ Innovators/ Lewis Tappan

πάνω από 1.000.000 επιχειρήσεις<sup>12</sup>. Ένα παρόμοιο πρακτορείο ιδρύθηκε το 1849 από τον John Brandstreet, ο οποίος δημοσίευσε έναν οδηγό αξιολόγησης το 1857. Με την πάροδο του χρόνου, οι δύο ανταγωνιστές συνεργάστηκαν κι έτσι το 1933 σχηματίστηκε η Dun & Brandstreet, η οποία το 1962 εξαγόρασε την Moody's Investor Service, τον οργανισμό που όπως αναφέρεται παρακάτω ο John Moody είχε ξεκινήσει το 1909<sup>13</sup>.

## **II. Εξειδικευμένα επιχειρηματικά-χρηματοοικονομικά περιοδικά**

Επίσημως όμως, η ανάγκη αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας συμπίπτει με την περίοδο κατασκευής του σιδηροδρομικού δικτύου των ΗΠΑ. Η περίοδος αυτή που αντανάκλα την επιθυμία των ΗΠΑ για ανάπτυξη και σύνδεση μίας οικονομίας ηπειρωτικών διαστάσεων μέσω της κατασκευής σιδηροδρομικού δικτύου κατέστησε επιτακτική την ανάγκη εξεύρεσης κεφαλαίων.

Κατά το πρώτο μισό του 19<sup>ου</sup> αιώνα οι σιδηροδρομικές εταιρείες ήταν σχετικά μικρές, βρισκόνταν σε κατοικημένα μέρη της χώρας και ήταν σε θέση να χρηματοδοτούν την κατασκευή και την λειτουργία τους μέσω τραπεζικών πιστώσεων και εκδόσεων μετοχών ως ιδιωτικές εταιρείες. Μετά το 1850 όμως, οι σιδηροδρομικές εταιρείες έγιναν μεγαλύτερες με διευρυμένες κεφαλαιακές ανάγκες κι επεκτάθηκαν σε ακατοίκητες και μη αναπτυγμένες περιοχές, όπου υπήρχαν λίγες τοπικές τράπεζες και λίγοι επενδυτές πρόθυμοι να τις χρηματοδοτήσουν. Αυτή η έλλειψη πηγών χρηματοδότησης καλύφθηκε μέσω της διεύρυνσης των αγορών εταιρικών ομολόγων, οι οποίες σύντομα αποχαρακτήρισαν τις εμπορικές τράπεζες ως πρωταρχικές πηγές πίστωσης της βιομηχανίας, καθώς συγκεκριμένα η αγορά σιδηροδρομικών ομολόγων που θεωρήθηκε και ως αμερικανική χρηματοοικονομική καινοτομία εξαπλώθηκε ταχύτατα και στον υπόλοιπο κόσμο<sup>14</sup>.

Η πρώτη σιδηροδρομική εταιρεία «Baltimore and Ohio», η οποία ιδρύθηκε το 1827<sup>15</sup> αποτέλεσε θέμα αναφοράς μίας εξειδικευμένης έκδοσης του περιοδικού «The American Railroad Journal», το οποίο ξεκίνησε την κυκλοφορία του το 1832<sup>16</sup>. Στη συνέχεια, όταν το 1849 ο Henry Varnum Poor ανέλαβε την έκδοσή του, το περιοδικό κυκλοφόρησε ως έκδοση απευθυνόμενη αποκλειστικά σε επενδυτές σιδηροδρόμων<sup>17</sup>. Ο ίδιος συγκέντρωνε και δημοσίευε συστηματικά πληροφορίες σχετικές με τα περιουσιακά στοιχεία των σιδηροδρομικών εταιρειών, ήτοι τις οφειλές και τα κέρδη τους κατά την διάρκεια του 1849-1862. Μετά τον αμερικανικό εμφύλιο πόλεμο ο Poor και ο γιος του ίδρυσαν μία εταιρεία για την έκδοση του «Poor's Manual of the Railroads of the United States», ενός ετήσιου τόμου που πρωτοκυκλοφόρησε το 1868

---

<sup>12</sup> Richard Sylla "A Historical Primer in the Business of Credit Ratings", Department of Economics, Stern School of Business, Feb. 27, 2001, Pages 7-8

<sup>13</sup> Stéphane Destraz-Raphaël Lahaye "Are Credit Ratings Trustworthy?", École Supérieure de Commerce et de Management de Tours-Poitiers, 2012

<sup>14</sup> Richard Sylla "A Historical Primer in the Business of Credit Ratings", Department of Economics, Stern School of Business, Feb. 27, 2001, Pages 5-6

<sup>15</sup> Preservation Maryland «This day in History: Chartering of the B&O Railroad», 28/02/2022

<sup>16</sup> The online Books Page «American Railroad Journal»

<sup>17</sup> Herwig Langohr, Patricia Langohr "The Rating Agencies and Their Credit Ratings: what they are, how they work and why they are relevant", 2008, Page 2

και ανέφερε οικονομικά και λειτουργικά στατιστικά στοιχεία που κάλυπταν τις περισσότερες από τις μεγαλύτερες σιδηροδρομικές εταιρείες των ΗΠΑ για αρκετά έτη.<sup>18</sup> Ήδη όμως πριν από την έκδοση αυτού του τόμου, ο Henry Varnum Poor είχε προϋδεάσει τους επενδυτές για την ανάγκη ενημέρωσης σχετικά με τους κινδύνους αθέτησης πληρωμών που συνεπάγεται ο δανεισμός χρημάτων. Συγκεκριμένα, το 1860 και ενώπιον ενός ακροατηρίου που απαρτιζόταν από μία ομάδα επενδυτών με έδρα το Λονδίνο που επρόκειτο να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξη των υποδομών στις ΗΠΑ, ο Poor δήλωσε: «Στην χώρα μας δεν υπάρχει ένας κεντρικός οργανισμός ενώπιον του οποίου όλες οι εταιρείες υποχρεούνται να παρουσιάζουν ετήσιες καταστάσεις των λειτουργιών τους. Επομένως, πολλές κορυφαίες εταιρείες δεν δημοσιεύουν ποτέ εκθέσεις τους, ενώ οι ελάχιστες δημοσιευμένες εκθέσεις των εταιρειών που είναι σαφείς και πλήρεις είναι προσβάσιμες σε μικρό αριθμό ενδιαφερομένων. Ακόμη λιγότεροι διαθέτουν τα μέσα σύγκρισης αποτελεσμάτων για διαδοχικά έτη, ώστε να διαμορφώσουν μία ολοκληρωμένη γνώμη σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης των εργασιών τους, καθώς και με την παρούσα ή μελλοντική τους αξία. Επομένως, είναι αναγκαία η δημιουργία ενός οργανισμού ενώπιον του οποίου θα κατατίθενται εκθέσεις σχετικές με την οργάνωση και την κατάσταση όλων των εταιρειών και θα παρουσιάζει ταυτόχρονα την πορεία των δραστηριοτήτων τους από έτος σε έτος, ώστε να διαμορφωθεί μία πλήρης και αξιόπιστη γνώμη ως προς οικονομική και διαχειριστική τους κατάσταση<sup>19</sup>».

Το 1909, λίγο μετά τον θάνατο του Henry Poor, ο John Moody ξεκίνησε την επέκταση των δραστηριοτήτων αξιολόγησης σε αξιολογήσεις τίτλων, αφού άρχισε να αξιολογεί τα ομόλογα των αμερικανικών σιδηροδρόμων. Η εταιρεία Poor επιχείρησε και αυτή το 1916 την αξιολόγηση ομολόγων, ως φυσικό επακόλουθο των χρηματοοικονομικών και λειτουργικών πληροφοριών που συνέτασσε και πωλούσε<sup>20</sup>.

### **III. Ένα είδος επενδυτικής τράπεζας**

Η εμφάνιση της υπηρεσίας αυτής συνιστά ίσως τον σημαντικότερο λόγο για τον οποίο οι επενδυτές ήταν πρόθυμοι να αγοράσουν τίτλους πριν εμφανιστούν οι πρώτες αξιολογήσεις των σιδηροδρομικών ομολόγων το 1909. Πιο συγκεκριμένα, οι τράπεζες αυτές λειτουργούσαν ως χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές που αναλάμβαναν να αγοράσουν τα χρεόγραφα από τις σιδηροδρομικές εταιρείες και στη συνέχεια να τα διανείμουν σε επενδυτές διακυβεύοντας ταυτόχρονα τη φήμη τους (υπό την σύγχρονη έννοια του επιχειρηματικού κεφαλαίου) σε κάθε τέτοια συμφωνία. Έχουν χαρακτηριστεί ως «ο τέλειος πάροχος πληροφοριών», καθώς υποστήριζαν ότι οι εκδότες χρεογράφων τους παρείχαν όλες τις σχετικές με την δραστηριότητά τους πληροφορίες σε συνεχή βάση. Προς επίρρωση μάλιστα του παραπάνω χαρακτηρισμού εγγυώνταν στους επενδυτές ότι τόσο οι ίδιοι οι τραπεζίτες όσο και στενοί τους συνεργάτες θα αναλάμβαναν σημαντικές θέσεις στο Διοικητικό

---

<sup>18</sup> Richard Sylla “A Historical Primer in the Business of Credit Ratings”, Department of Economics, Stern School of Business, Feb. 27, 2001, Pages 8-9

<sup>19</sup> Herwig Langohr, Patricia Langohr “The Rating Agencies and Their Credit Ratings: what they are, how they work and why they are relevant”, 2008, Page 1

<sup>20</sup> Barbara Kiviat “A Brief History of : Ratings Agencies, 19 Mar. 2009

Συμβούλιο των εταιρειών αυτών, γεγονός που θα διευκόλυνε τη διαδικασία αξιολόγησης του χαρακτήρα των επιχειρηματιών και των διευθυντών των εταιρειών αλλά και τη συνέχιση της παρακολούθησης των επιχειρηματικών υποθέσεων.

Σε μία εποχή όπου η κατάρτιση επισήμων συμβάσεων σχετικά με την αξιόπιστη παροχή πληροφοριών δεν κατοχυρώνονταν νομικά και συνεπώς δεν προβλέπονταν κυρώσεις για τις περιπτώσεις παροχής αναξιόπιστων πληροφοριών, οι επενδυτικές τράπεζες έθεταν ως απειλή στους εκδότες χρεογράφων τον αποκλεισμό τους από σημαντικές μακροχρόνιες επαγγελματικές σχέσεις, ώστε να τους δώσει κίνητρα για την παραγωγή και αποκάλυψη γνήσιων πληροφοριών. Επομένως, οι επενδυτικές τράπεζες δημιούργησαν ένα περιβάλλον παραγωγής και ανταλλαγής πληροφοριών επιβάλλοντας άγραφους ιδιωτικούς κανόνες<sup>21</sup>.

Παράλληλα στα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα έκαναν την εμφάνισή τους και άλλοι τύποι διάδοσης πληροφοριών, όπως το πρακτορείο Reuter, το οποίο τότε αρκούταν στην παροχή οικονομικών δεδομένων<sup>22</sup>.

Οι παραπάνω μορφές οδήγησαν στην ταχύτερη διάδοση πληροφοριών και στην μείωση φαινομένων απάτης. Επίσης, αποτέλεσαν την υποδομή στην οποία βασίστηκαν και στην συνέχεια επεκτάθηκαν οι αγορές των ομολόγων, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις παροχής πληροφοριών και σύνταξης οικονομικών καταστάσεων να είναι σήμερα σε πολλά μέρη του κόσμου κατά πολύ βελτιωμένες συγκριτικά με τα δεδομένα του 1860. Παρ' όλα αυτά δεν αναγνωρίστηκαν ποτέ επισήμως ως υπολογίσιμοι παράγοντες στην αγορά και οι αξιολογήσεις τους δεν απέκτησαν ποτέ το κύρος των σημερινών Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης.

### **1.3. Η πολιτική άνοδος των Οίκων Αξιολόγησης**

Αυτή η αναγνώριση των Οίκων Αξιολόγησης ως υπολογίσιμων παραγόντων με επιρροή στην αγορά ομολόγων τοποθετείται χρονικά μετά την ίδρυση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (Securities and Exchange Commission-SEC). Πιο συγκεκριμένα, η ίδρυση της SEC το 1934 θεωρήθηκε αποτέλεσμα του χρηματιστηριακού κραχ που έλαβε χώρα το 1929 και είχε ως κύριους στόχους την πρόληψη και την εποπτεία τόσο της χειραγώγησης όσο και της απάτης στην αγορά, ώστε να αποφευχθεί μία νέα οικονομική κρίση<sup>23</sup>. Η κεντρική ιδέα πίσω από την ίδρυση αυτής της ενιαίας εποπτικής αρχής ήταν ότι όλοι οι συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές, ήτοι επενδυτές και έμποροι θα πρέπει να έχουν ίση πρόσβαση σε καίριες πληροφορίες προτού προβούν στην αγορά ή στην εμπορία χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η Επιτροπή δηλαδή θέλησε με αυτόν τον τρόπο να εγυνηθεί ότι οι μεσίτες και οι έμποροι θα αντιμετωπίζουν τους επενδυτές με ισότιμες πρακτικές. Προς τον σκοπό αυτό άρχισε να απαιτεί από τις δημόσιες εταιρείες τη σύνταξη τυποποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, οι οποίες περιείχαν κρίσεις-αξιολογήσεις που συνήθως εκφράζονταν με την χρήση γραμμάτων, όπως

<sup>21</sup> Richard Sylla «A Historical Primer in the Business of Credit Ratings», Department of Economics, Stern School of Business, Feb. 27, 2001

<sup>22</sup> The Guardian «Reuters A brief history», 4 May 2007

<sup>23</sup> James Chen «Securities and Exchange Commission (SEC) Defined, How it works, Investopedia, 27 April 2022



AAA, AA,A, BBB, BB, B και ούτω καθεξής. Στη συνέχεια, το 1936 σε μία προσπάθεια να διασφαλιστεί ότι οι τράπεζες θα επένδυαν μόνο σε ασφαλή ομόλογα, οι ρυθμιστικές αρχές του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ απαγόρευσαν μέσω κανονισμών στις τράπεζες να επενδύουν σε κερδοσκοπικά ομόλογα, δηλαδή σε ομόλογα που ήταν κάτω από την επενδυτική βαθμίδα. Η διάκριση ανάμεσα σε ασφαλή και κερδοσκοπικά ομόλογα (γνωστά σήμερα ως «junk bonds») γινόταν βάσει αναγνωρισμένων εγχειριδίων αξιολόγησης, τα οποία εκδίδονταν αποκλειστικά από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας των Moody's, Standard and Poor's, Fitch<sup>24</sup>.

Με τον τρόπο αυτό ξεκίνησε η άνοδος των Οίκων Αξιολόγησης, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν ήταν πλέον αυτόνομα, δηλαδή ελεύθερα να χαρακτηρίσουν μία πηγή πληροφόρησης ως έγκυρη και βάσει αυτής να προβούν σε επενδυτικές δραστηριότητες, αλλά αναγκάζονταν να δεχτούν πλέον τις κρίσεις των ως άνω εκδοτών, οι οποίες είχαν αποκτήσει ισχύ νόμου. Η άνοδος αυτή ενισχύθηκε ακόμα περισσότερο, όταν μέσα στις επόμενες δεκαετίες και οι υπόλοιπες Πολιτείες της Αμερικής ακολούθησαν παρόμοια πορεία.

Εν συνεχεία, οι κρατικές ρυθμιστικές αρχές των ασφαλιστικών εταιρειών καθόρισαν ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις ασφαλιστικές εταιρείες που επένδυαν σε ομόλογα. Οι απαιτήσεις αυτές διαμορφώθηκαν βάσει των αξιολογήσεων των ομολόγων στα οποία είχαν επενδύσει οι ασφαλιστικές εταιρείες, ώστε το καθαρό κεφάλαιο να είναι ανάλογο της επικινδυνότητας των επενδύσεων των εταιρειών αυτών. Οι αξιολογήσεις αυτές προέρχονταν ομοίως από την ίδια μικρή ομάδα των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, με αποτέλεσμα η ασφάλεια ενός ακόμη συνόλου ρυθμιστικών αρχών να εξαρτάται αποκλειστικά από τις αποφάσεις της ομάδας αυτής. Στη δεκαετία του 1970, η πρακτική αυτή ακολουθήθηκε και από άλλες ρυθμιστικές αρχές, όπως τις συνταξιοδοτικές, με σκοπό την αποτροπή διαφόρων κινδύνων<sup>25</sup>.

Ωστόσο, γρήγορα εκδηλώθηκε ανησυχία περί της γνησιότητας των «αναγνωρισμένων εγχειριδίων αξιολόγησης», καθώς η έννοιά τους δεν ήταν προσδιορισμένη σαφώς και έτσι ελλόχευε ο κίνδυνος της δημιουργίας ενός ψεύτικου εγχειριδίου αξιολόγησης από κάποιον νέο οργανισμό αξιολόγησης που θα εξασφάλιζε υψηλές αξιολογήσεις σε εταιρείες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα και αντιστρόφως, δηλαδή χαμηλές αξιολογήσεις σε εταιρείες με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Ο φόβος αυτός προέκυψε εξαιτίας της αλλαγής του εισπρακτικού επιχειρηματικού μοντέλου των οίκων αξιολόγησης. Αυτό σημαίνει ότι το μοντέλο που καθιερώθηκε από τον John Moody το 1909 γνωστό ως «ο επενδυτής πληρώνει» μετατράπηκε στο μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει» σύμφωνα με το οποίο και η οντότητα που εκδίδει τα ομόλογα πληρώνει τον Οίκο Αξιολόγησης για να αξιολογήσει τα ομόλογα. Έτσι, εταιρείες οι οποίες είχαν πληρώσει παραπάνω κάποιον Οίκο Αξιολόγησης θα μπορούσαν να απολάβουν ευνοϊκότερης αξιολόγησης έναντι κάποιας άλλης εταιρείας, η οποία δεν αντάμειψε τον ίδιο Οίκο αναλόγως.

<sup>24</sup> Lawrence J. White "Markets: The Credit Rating Agencies", Journal of Economic Perspectives, Spring 2010, Pages 212-214

<sup>25</sup> Lawrence J. White "Markets: The Credit Rating Agencies", Journal of Economic Perspectives, Spring 2010, Page 213

Παράλληλα την ίδια δεκαετία οι ευνοϊκές συνθήκες στην αγορά ομολόγων μεταβλήθηκαν, καθώς η εποχή έκδοσης ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας και ελάχιστων χρεοκοπιών παρήλθε. Για την αντιμετώπιση όλων των παραπάνω προβλημάτων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δημιούργησε μία νέα κατηγορία Οίκων Αξιολόγησης, τους «Εθνικά Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής Αξιολόγησης», Nationally Recognized Statistical Rating Organisations (NRSRO) δηλώνοντας ότι μόνο οι αξιολογήσεις των Οίκων που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία ήταν έγκυρες. Η κατηγορία αυτή διαμορφώθηκε προς εξυπηρέτηση του κανόνα καθαρού κεφαλαίου (κανόνας 15c3-1) που θεσπίστηκε από την SEC, ώστε να διασφαλιστεί ότι οι χρηματιστές θα διατηρούν επαρκή ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία σε περίπτωση ανάγκης θα μπορέσουν να αξιοποιηθούν άμεσα για την ικανοποίηση των υποχρεώσεών τους. Ο κανόνας αυτός επέβαλε ουσιαστικά ένας είδος κουρέματος (haircut) της ονομαστικής αξίας ορισμένων κατηγοριών περιουσιακών τους στοιχείων, το οποίο θα λειτουργούσε ως δικλείδα ασφαλείας σε περίπτωση κινδύνου<sup>26</sup>.

Αν και ο κανόνας καθαρού κεφαλαίου (κανόνας 15c3-1) είχε επιβληθεί ήδη από το 1942 κατά τα πρώτα τριάντα χρόνια λειτουργίας του δεν υποχρέωνε κανέναν χρηματιστή να λαμβάνει υπόψη του αξιολογήσεις που δημοσίευαν οι Οίκοι Αξιολόγησης. Ακόμη όμως και η δημοσίευση του σχεδίου της SEC το 1972 περί τροποποίησης του κανόνα 15c3-1 για το καθαρό κεφάλαιο δεν συνοδεύταν από κάποια αναφορά στους οίκους αξιολόγησης. Αυτή η αναφορά έγινε στις 26 Ιουνίου 1975, όταν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δημοσίευσε το τελικό κείμενο του νέου κανόνα για το καθαρό κεφάλαιο δηλώνοντας ότι για τον προσδιορισμό του «κουρέματος» που θα εφαρμοστεί θα πρέπει ο χρηματιστής να συμβουλευέται τις αξιολογήσεις που προέρχονται από τουλάχιστον δύο Οίκους Αξιολόγησης, οι οποίοι ανήκουν στην κατηγορία των NRSROs. Έτσι, το 1975 το προσωπικό της SEC άρχισε να χρησιμοποιεί τις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης χωρίς ωστόσο να ορίζεται ρητώς κατά την δημοσίευση του κανόνα ποιοι από τους ήδη υπάρχοντες ανήκουν στην κατηγορία αυτή. Η εξειδίκευση της κατηγορίας αυτής έγινε στις 18 Μαρτίου 1976, όταν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δημοσίευσε μία επιστολή προς την επενδυτική τράπεζα, Lehman Brothers, στην οποία καθιστούσε σαφές ότι στην κατηγορία των NRSROs ανήκουν οι γνωστοί ως «Big Three» οίκοι αξιολόγησης, δηλαδή οι Moody's, Standard and Poor's, Fitch. Στα επόμενα 25 χρόνια η SEC πρόσθεσε μόνο 4 επιπλέον Οργανισμούς στην κατηγορία αυτή, οι οποίοι στην πορεία συγχωνεύθηκαν μεταξύ τους και με την Fitch, με αποτέλεσμα μέχρι και το τέλος τους 2000 να παραμένουν συνολικά 3. Μέσω της περιοριστικής αυτής αναφοράς η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε ρυθμιστικά εμπόδια εισόδου σε άλλους Οίκους Αξιολόγησης, ενισχύοντας έτσι ακόμα περισσότερο την φήμη των προαναφερθέντων<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> Securities and Exchange Commission «Nationally Recognized Statistical Rating Organization»

<sup>27</sup> Lawrence J. White “Roundtable to Examine Oversight of Credit Rating Agencies”, U.S. Securities and Exchange Commission, April 15, 2009

#### **1.4. Συμφωνία Κεφαλαιακής Επάρκειας της Βασιλείας του 1988 (Βασιλεία I)**

Η άνοδος των Οίκων Αξιολόγησης συνεχίστηκε και τις επόμενες δεκαετίες, καθώς η αξιολόγησή τους κατοχυρώθηκε σύντομα μέσω κανονισμών και σε διεθνές επίπεδο. Η κατοχύρωση αυτή πραγματοποιήθηκε μέσω της Συμφωνίας Κεφαλαιακής Επάρκειας γνωστής ως Βασιλείας II, η οποία θεσπίστηκε από την Επιτροπή της Βασιλείας και η οποία αποτελεί εξέλιξη της Βασιλείας I.

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία δημιουργήθηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1974 ως απάντηση στην πτώχευση της Herstatt Bank, της γερμανικής τράπεζας με έδρα την Κολωνία που κατέρρευσε στις 26 Ιουνίου του 1974. Η Επιτροπή απαρτιζόταν από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών της Ομάδας των G-10, δηλαδή των δέκα μεγαλύτερων βιομηχανικών χωρών στον κόσμο (Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ολλανδία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής) κι επιπροσθέτως από τους αντίστοιχους διοικητές του Λουξεμβούργου και της Ελβετίας, με σκοπό την εύρεση μιας κοινής προσέγγισης μεταξύ των μελών της αναφορικά με την μέθοδο υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας και τη διαμόρφωση προτύπων ελάχιστων αποθεματικών κεφαλαίου, υπό την αιγίδα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank for International Settlements). Αρχικά, η ως άνω Επιτροπή παρουσίασε τον Ιούλιο του 1988 την Κεφαλαιακή Συμφωνία του 1988, γνωστή ως Συμφωνία της Βασιλείας I, η οποία εφαρμόστηκε από την πλειοψηφία των ηγετικών κεντρικών τραπεζών έως την λήξη του 1992, ενώ μέχρι το ίδιο χρονικό διάστημα εισήγαγε και η Ευρωπαϊκή Ένωση με νόμο που εφαρμόστηκε σε όλα τα κράτη μέλη όλα σχεδόν τα χαρακτηριστικά της Συμφωνίας της Βασιλείας.

Η Συμφωνία αυτή αντιπροσώπευε το αποκορύφωμα των εργασιών της επιτροπής για τη διεθνή σύγκλιση της κεφαλαιακής επάρκειας και βασιζόταν στην προσέγγιση του λόγου κινδύνου-περιουσιακών στοιχείων (risk-asset ratio, R A R). Όπως δήλωσε η Επιτροπή «ένας λόγος σταθμισμένος ως προς τον κίνδυνο, στον οποίο το κεφάλαιο συσχετίζεται με τις διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και με την έκθεση εκτός ισολογισμού, σταθμισμένων σύμφωνα με τις γενικές κατηγορίες του σχετικού κινδύνου είναι η προτιμώμενη μέθοδος για την εκτίμηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών».

Η Συμφωνία του 1988 για το κεφάλαιο θέσπισε ένα διεθνές πρότυπο ενός λόγου κεφαλαιακής επάρκειας περίπου 8% και εστίασε σε κινδύνους που συνδέονται με τον δανεισμό (πιστωτικοί κίνδυνοι), αγνοώντας συνεπώς άλλου είδους κινδύνους. Αυτό σήμαινε ότι αν ο δείκτης κινδύνου-περιουσιακών στοιχείων (RAR) που υπολογίζεται από την τράπεζα είναι μικρότερος από τον ελάχιστο λόγο που ορίζεται από τις ρυθμιστικές αρχές, τότε το ίδρυμα δεν διαθέτει επαρκές κεφάλαιο. Αυτή η μέθοδος διευκόλυνε την διάκριση μεταξύ κεφαλαιοποιημένων και υποκεφαλαιοποιημένων τραπεζών.

Σε γενικές γραμμές η Συμφωνία της Βασιλείας θεωρήθηκε μία προοδευτική εξέλιξη στη ρύθμιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, καθώς περιελάμβανε

μία διεθνή συμφωνία και αποτέλεσε τη βάση για τη ρύθμιση του κεφαλαίου των τραπεζών για τις περισσότερες χώρες. Ωστόσο, σύντομα τέθηκαν αμφισβητήσεις σχετικά με την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητά της και δημιουργήθηκαν ερωτήματα σχετικά με το αν οι λόγοι κεφαλαιακής επάρκειας στηρίζονταν σε κάποια οικονομική βάση, αν οι συντελεστές κινδύνου αντικατόπτριζαν με ακρίβεια τους κινδύνους που συνδέονταν με τα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. η επικινδυνότητα των δανείων) και σχετικά με την έλλειψη αναγνώρισης της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων. Επίσης, αρκετές χώρες προτίμησαν να θεσπίσουν λόγους κεφαλαιακής επάρκειας υψηλότερους από τους ελάχιστους που έθεσε η Συμφωνία αντανακλώντας με αυτόν τον τρόπο την δική τους εκτίμηση για τον κίνδυνο που συνδέεται με τις δραστηριότητες των μεμονωμένων τραπεζών<sup>28</sup>.

### **1. 5. Η δεύτερη Συμφωνία Κεφαλαιακής Επάρκειας (Βασιλεία II)**

Όπως αναφέρθηκε ήδη, η αρχική συμφωνία για την κεφαλαιακή επάρκεια επικεντρώθηκε αποκλειστικά στους κινδύνους της δανειοδοτικής δραστηριότητας, παραβλέποντας άλλους σημαντικούς κινδύνους. Έτσι, τον Απρίλιο του 1995 κατατέθηκε από την Επιτροπή της Βασιλείας πρόταση τροποποίησης της αρχικής Συμφωνίας, ώστε να ληφθούν υπόψη κεφαλαιακές χρεώσεις και για άλλους κινδύνους της αγοράς που υφίστανται οι τράπεζες. Σκοπός της πρότασης ήταν να παράσχει «ένα σαφές αποθεματικό κεφαλαίου για τους κινδύνους τιμών στους οποίους εκτίθενται οι τράπεζες και ιδιαίτερα αυτών που προέρχονται από εμπορικές δραστηριότητες». Οι ρυθμιστικές αυτές αλλαγές στο ελάχιστο αποθεματικό κεφάλαιο που απαιτείται για τον κίνδυνο της αγοράς τέθηκαν σε ισχύ το 1996 και αποτελούσαν για την Επιτροπή μία σημαντική πρόοδο στην ενίσχυση τόσο της αρτιότητας όσο και της σταθερότητας των διεθνών τραπεζικών και χρηματοοικονομικών συστημάτων.

Σε απάντηση των επικρίσεων της αρχικής Συμφωνίας, πραγματοποιήθηκε μία σειρά αλλαγών. Στις 3 Ιουνίου 1999, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία ξεκίνησε επισήμως την υποβολή προτάσεων για ένα νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας, γνωστό ως Συμφωνία της Βασιλείας II. Τον Μάιο του 2004 οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών και οι επικεφαλής των τραπεζικών εποπτικών αρχών της Ομάδας των Δέκα (G-10) επικύρωσαν την δημοσίευση της «Διεθνούς Σύγκλισης Μέτρησης Κεφαλαίων και Κεφαλαιακών Προτύπων: Αναθεωρημένο Πλαίσιο».

Τον Ιούνιο του 2006, η Επιτροπή έθεσε σε κυκλοφορία μία ολοκληρωμένη έκδοση της Συμφωνίας, ενσωματώνοντας το Πλαίσιο της Βασιλείας II του 2004, τα στοιχεία της Συμφωνίας του 1988 που δεν αναθεωρήθηκαν κατά τη διάρκεια της διαδικασίας της Βασιλείας II, την τροποποίηση του 1996 στη Συμφωνία Κεφαλαιακής Επάρκειας για την ενσωμάτωση των Κινδύνων της Αγοράς και τις τροποποιήσεις του 2005. Αυτή η έκδοση ήταν αποτέλεσμα των εργασιών της Επιτροπής της Βασιλείας κατά τη διάρκεια των ετών για την εξασφάλιση της διεθνούς σύγκλισης στην αναθεώρηση των εποπτικών κανονισμών που διέπουν την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών με δραστηριοποίηση σε διεθνές επίπεδο.

---

<sup>28</sup> *Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneux*, «Εισαγωγή στην Τραπεζική», 2<sup>η</sup> έκδοση (Σελ. 195-197)

Βασικός στόχος της Συμφωνίας ήταν η εισαγωγή μιας πιο ολοκληρωμένης και πιο ευαίσθητης στον κίνδυνο επεξεργασίας των τραπεζικών κινδύνων.

Το περιεχόμενο της Βασιλείας II βασίζεται σε τρεις πυλώνες:

- Πυλώνας 1: Αφορά την ποσοτικοποίηση των νέων κεφαλαιακών χρεώσεων και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό τόσο από τα εσωτερικά υποδείγματα στάθμισης κινδύνου της τράπεζας όσο και από τους εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης.
- Πυλώνας 2: Ορίζει τη διαδικασία εποπτικού ελέγχου
- Πυλώνας 3: Επιβάλλει στα πιστωτικά ιδρύματα υψηλά πρότυπα κοινοποίησης, ώστε να αυξηθεί η διαφάνεια και να εξασφαλισθεί η πειθαρχία στην αγορά

Ο Πυλώνας 1 αποτελεί το πεδίο ανάλυσης της ενότητας αυτής, καθώς βάσει αυτού ανατέθηκε νέος ρόλος στους Οίκους Αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, ο πυλώνας αυτός εισάγει σταθμίσεις κινδύνου που αφορούν κυρίως την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη. Αυτό το επιτυγχάνει εισάγοντας νέες, βελτιωμένες ρυθμίσεις σχετικά με την μεθοδολογία του υπολογισμού του κεφαλαίου, ώστε να αντικατοπτρίζονται με μεγαλύτερη ακρίβεια οι διάφοροι υποκείμενοι κίνδυνοι, έναντι των οποίων τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να διατηρούν επαρκή αποθεματικά. Η Συμφωνία αυτή δηλαδή, επηρέασε τον τρόπο μέτρησης των τραπεζικών κινδύνων, μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνονται ο πιστωτικός κίνδυνος, ο οποίος αφορά τον κίνδυνο αθέτησης του δανειολήπτη, ο λειτουργικός κίνδυνος, ο οποίος αφορά το ενδεχόμενο βλάβης των συστημάτων και τέλος ο κίνδυνος της αγοράς, ο οποίος αφορά την μείωση της αξίας των επενδύσεων λόγω μεταβολών των παραγόντων της αγοράς. Οι σημαντικότερες όμως αλλαγές αφορούν τον υπολογισμό του απαιτούμενου κεφαλαίου έναντι του πιστωτικού κινδύνου, καθώς στο πλαίσιο της Συμφωνίας της Βασιλείας II τα πιστωτικά ιδρύματα δύνανται να επιλέγουν για τον υπολογισμό του κεφαλαίου μεταξύ της προσέγγισης βάσει εσωτερικής αξιολόγησης και της τυποποιημένης προσέγγισης. Στην προσέγγιση βάσει της εσωτερικής αξιολόγησης οι τράπεζες δύνανται να χρησιμοποιήσουν δικά τους συστήματα αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου στα οποία εφαρμόζεται μία αυστηρή μεθοδολογία και κοινοποίηση. Αντιθέτως, στην τυποποιημένη προσέγγιση η μέτρηση του κινδύνου βασίζεται στις αξιολογήσεις των Οίκων Πιστοληπτικής Αξιολόγησης. Η Επιτροπή της Βασιλείας αποφάσισε λοιπόν να χρησιμοποιήσει την τεχνογνωσία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας χωρίς, ωστόσο να ορίζει λεπτομερώς την μεθοδολογία με την οποία πρέπει να αξιολογούνται τα περιουσιακά στοιχεία. Το γεγονός αυτό παρείχε μεγάλη διακριτική ευχέρεια στους παραπάνω Οργανισμούς ως προς την εφαρμογή των συστημάτων αξιολόγησής τους κι ενίσχυσε ακόμα περισσότερο τον ρόλο τους στην αγορά<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> *Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneux, «Εισαγωγή στην Τραπεζική», 2<sup>η</sup> έκδοση (Σελ. 197-202)*

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>**

### **2.1. Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης σήμερα**

Παρά την ύπαρξη μεγάλου αριθμού Οίκων Αξιολόγησης στην αγορά σήμερα, οι τρεις μεγαλύτεροι που καλύπτουν και το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς σε ποσοστό 95% είναι οι: Standard and Poor's, Moody's, Fitch Ratings<sup>30</sup>.

#### **I. Standard and Poor's Global Ratings**

Μπορεί η εταιρεία Standard and Poor's Global Ratings, γνωστή και ως Standard and Poor's να ιδρύθηκε επισήμως το 1941, οι ρίζες της ωστόσο τοποθετούνται αρκετά χρόνια νωρίτερα. Αρχικά, το 1860 ο ένας εκ των ιδρυτών της, ο Henry Varnum Poor εξέδωσε έναν οδηγό για την βιομηχανία των σιδηροδρόμων των ΗΠΑ, ενώ στη συνέχεια το 1868 η Poor's Publishing εξέδωσε το εγχειρίδιο «Manual of the Railroads of the United States», το οποίο παρείχε ομοίως στους επενδυτές τρέχουσες πληροφορίες αναφορικά με τον ίδιο κλάδο. Το 1906 ο Luther Lee Blake ίδρυσε την «Standard Statistics Bureau», μία εταιρεία που παρείχε πληροφορίες στους επενδυτές για διαφορετικές θεματικές από αυτές των σιδηροδρόμων<sup>31</sup>.

Το 1916 η Poor's Publishing εξέδωσε την πρώτη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ το 1922 ακολούθησε η πρώτη έκδοση της «Standard Statistics». Το 1941 οι δύο εταιρείες συγχωνεύθηκαν για να δημιουργήσουν την «Standard and Poor's», η οποία παρείχε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και επιχειρηματικές πληροφορίες σε ένα διεθνές δίκτυο πελατών.

Το 1957 η Standard and Poor's δημιούργησε τον χρηματιστηριακό δίκτυ S&P 500, ο οποίος θεωρείται κορυφαίος μέχρι και σήμερα, καθώς παρακολουθεί την απόδοση των 500 μεγαλύτερων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο των ΗΠΑ εταιρειών.

Το 1964 ίδρυσε την Compustat, μία βάση δεδομένων που παρείχε χρηματοοικονομικά δεδομένα για χιλιάδες ενεργές και ανενεργές εταιρείες σε όλον τον κόσμο. Το 1966 προσχώρησε στην ιδιοκτησία της εκδοτικής εταιρείας McGraw-Hill αυξάνοντας έτσι ακόμα περισσότερο τις δυνατότητές της ως παγκόσμιος προμηθευτής οικονομικών πληροφοριών, ενώ στην πορεία αναγνωρίστηκε και εντάχθηκε από την SEC στην κατηγορία των NRSROs. Από το 1969 διαχειρίζεται το σύστημα CUSIP (Committee on Uniform Securities Identification Procedures) σύμφωνα με το οποίο αποδίδεται ένας μοναδικός αναγνωριστικός αριθμός σε όλες τις μετοχές και τα ομόλογα των Ηνωμένων Πολιτειών και του Καναδά προκειμένου να διευκολυνθεί η διάκριση μεταξύ των τίτλων που διαπραγματεύονται στην αγορά.

Σήμερα η εταιρεία εξακολουθεί να διεξάγει χρηματοοικονομική έρευνα και να δημοσιεύει αναλύσεις. Συγκεκριμένα, εκδίδει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας σχετικά με το χρέος δημοσίων και ιδιωτικών εταιρειών αλλά και άλλων δημοσίων δανειοληπτών, όπως κυβερνήσεις και κρατικές οντότητες. Δραστηριοποιείται ως

<sup>30</sup> Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης «Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά»

<sup>31</sup> Wikipedia "S&P Global Ratings" διαθέσιμο στο [https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P\\_Global\\_Ratings](https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_Global_Ratings)

θυγατρική εταιρεία της S&Global με υπηρεσιακή έδρα τη Νέα Υόρκη και απασχολεί περισσότερους από 10.000 εργαζομένους. Τα έσοδά της ανήλθαν το 2009 σε 2,6 δισεκατομμύρια δολάρια<sup>32</sup>.

## **II. Moody's Investors Service**

Η Moody's Investors Service γνωστή και ως Moody's είναι ένας από τους σημαντικότερους Οίκους Αξιολόγησης και θυγατρική εταιρεία της Moody's Corporation. Η ιστορία της εταιρείας αρχίζει το 1900, όταν η εταιρεία με την επωνυμία «John Moody and Company» που ιδρύθηκε από τον John Moody δημοσίευσε για πρώτη φορά το «Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous», ένα εγχειρίδιο που παρείχε στους επενδυτές βασικά στατιστικά στοιχεία για τις μετοχές και τα ομόλογα των αμερικανικών εταιρειών. Στο εγχειρίδιο αυτό, το οποίο μέχρι το 1903 αποτέλεσε απαραίτητο εργαλείο για τραπεζίτες και επενδυτές προστέθηκαν σύντομα ιστορικά δεδομένα αλλά και οικονομικές καταστάσεις οργανισμών, υπηρεσιών και βιομηχανιών. Οι χρηματιστηριακές και τραπεζικές καταρρεύσεις όμως που ξεκίνησαν το 1907 και ακολούθησαν σωρηδόν ανάγκασαν τον John Moody να πουλήσει τα περιουσιακά του στοιχεία συμπεριλαμβανομένου και του προαναφερόμενου εγχειριδίου.

Ωστόσο, η περίοδος αποχής του διήρκησε μόλις δύο χρόνια, αφού το 1909 επανήλθε στην αγορά μέσω της αξιολόγησης σιδηροδρομικών εταιρειών, οι οποίες συμπεριλήφθηκαν στο εγχειρίδιο «Moody's Analyzes of Railroad Investments». Ο John Moody δηλαδή επέστρεψε με μία νέα προσέγγιση, καθώς πλέον δεν παρείχε απλές πληροφορίες σχετικά με τις εταιρείες αλλά αξιολογούσε την απόδοση και τα περιουσιακά τους στοιχεία.

Αργότερα το εγχειρίδιο αυτό αντικαταστάθηκε από το «Moody's Manual of Railroads and Corporation Securities», το οποίο όμως με την εξασθένιση της βιομηχανίας των σιδηροδρόμων και την άνθιση νέων βιομηχανιών και εταιρειών διασπάστηκε σε διάφορες θεματικές που κάλυπταν νέους τομείς κι έτσι μεταξύ άλλων προέκυψαν το Transportation Manual, Industrial Manual, Bank&Finance Manual, Municipal and Government Manual.

Τον Ιούλιο του 1914 δημιουργήθηκε η Moody's Investor Services, η οποία άρχισε να αξιολογεί μετοχές και ομόλογα. Μέσα σε έναν χρόνο από την ίδρυσή της κατάφερε να καλύψει σε επίπεδο αξιολογήσεων ολόκληρη την αγορά ομολόγων των Ηνωμένων Πολιτειών, ενώ κατάφερε να επιβιώσει ενάντια της χρηματιστηριακής κρίσης του 1929.

Μέσα σε τέσσερα χρόνια από τον θάνατο του John Moody, το 1962, η Moody's εξαγοράστηκε από την Dun&Bradstreet Corporation. Το 1975 η εταιρεία εντάχθηκε από την SEC στην κατηγορία των NRSROs, γεγονός που προσέδωσε ακόμα μεγαλύτερο κύρος στις αξιολογήσεις της. Την ίδια δεκαετία επέκτεινε τις υπηρεσίες της στα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα εμπορικών συναλλαγών και στις τραπεζικές καταθέσεις ενώ καθιέρωσε το σύστημα της διπλής αμοιβής, αφού πλέον αμειβόταν για τις υπηρεσίες της τόσο από τους εκδότες χρεογράφων όσο και από τους επενδυτές. Το 2000 αποσχίστηκε από την Dun&Bradstreet Corporation και

---

<sup>32</sup> S&P Global Ratings διαθέσιμο στο <https://www.spglobal.com/ratings/en/>

άρχισε να λειτουργεί ως εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία πετυχαίνοντας σημαντικές πωλήσεις. Μάλιστα, διατήρησε για πέντε συναπτά έτη τη διάκριση της κορυφαίας εταιρείας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σύμφωνα με το περιοδικό Institutional Investor, παρ' όλο που κατείχε το δεύτερο μεγαλύτερο μερίδιο αξιολόγησης στην αγορά ομολόγων μετά την Standard and Poor's.

Σήμερα, η Moody's ελέγχει περίπου το 40% της παγκόσμιας αγοράς. Με έδρα τη Νέα Υόρκη διαθέτει περισσότερα από 40 γραφεία και απασχολεί περισσότερους από 13.000 εργαζομένους παγκοσμίως<sup>33</sup>.

### **III. Fitch Ratings**

Ιδρυτής της εταιρείας θεωρείται ο John Knowles Fitch, ο οποίος το 1913 ίδρυσε την Fitch Publishing Company. Κύριο αντικείμενο της εταιρείας αποτελούσε η συλλογή οικονομικών δεδομένων σχετικών πάντα με τον επενδυτικό κλάδο και η διοχέτευσή τους στους επενδυτές πραγματοποιούταν μέσω του *Fitch Bond Book* και του *Fitch Stock and Bond Manual*.

Το 1923 η εταιρεία εισήγαγε το πιο διαδεδομένο σύστημα αξιολόγησης (AAA, AA, A κλπ), το οποίο αποτέλεσε τη βάση αξιολόγησης σε όλον τον κλάδο, ενώ το 1975 συμπεριλήφθηκε στην κατηγορία των Εθνικά Αναγνωρισμένων Οργανισμών Στατιστικής Αξιολόγησης (NRSRO) μαζί με την Moody's και την Standard&Poor's.

Το 1997 η Fitch συγχωνεύθηκε με την Bank Credit Analysis Ltd (γνωστή ως IBCA Ltd), μία εταιρεία παροχής πιστοληπτικών αξιολογήσεων σε τραπεζικά ιδρύματα με έδρα το Λονδίνο. Μέσω της συγχώνευσης αυτής η Fitch περιήλθε στην ιδιοκτησία της γαλλικής εταιρείας χαρτοφυλακίου Fimalac S.A., η οποία είχε εξαγοράσει την IBCA Ltd το 1992 κι έτσι αύξησε την παρουσία της στον τραπεζικό τομέα υλοποιώντας σταδιακά τις προσδοκίες της για την εξέλιξή της σε παγκόσμιο Οίκο Αξιολόγησης, αντάξιο των Moody's και Standard and Poor's.

Το 2000 η Fitch IBCA συγχωνεύθηκε με την ανταγωνίστριά της Duff & Phelps Credit Rating Co. από την οποία προέκυψε η σημερινή Fitch. Η εξαγορά αυτή ενίσχυσε την παρουσία της Fitch στον τομέα των επιχειρήσεων και των ασφαλίσεων ενώ συνέβαλε και στη δημιουργία νέων γραφείων και θυγατρικών εταιρειών σε διεθνές επίπεδο. Το ίδιο έτος η Fitch εξαγόρασε την επίσης ανταγωνίστριά της Thomson Bankwatch, η οποία προσέθεσε στο χαρτοφυλάκιο της έρευνα και ανάλυση για περισσότερα από 1.000 πιστωτικά ιδρύματα σε περισσότερα από 95 κράτη.

Το 2006 ο αμερικανικός όμιλος Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης της Hearst Communication επένδυσε στην Fitch εξαγοράζοντας ένα ποσοστό αυτής

Το 2008 η εταιρεία διαφοροποίησε τις δραστηριότητές της στον τομέα των αξιολογήσεων μέσω της Fitch Solutions, μίας θυγατρικής που παρέχει ενημερωμένες αποφάσεις πιστωτικού κινδύνου κατόπιν ενδεδειγμένης έρευνας οικονομικών στοιχείων σε παγκόσμιες αγορές και μακροοικονομικά περιβάλλοντα.

Το 2013 ο Όμιλος Fitch επέκτεινε την υφιστάμενη δραστηριότητά του στον τομέα της κατάρτισης με την εξαγορά της 7city Learning, μίας εταιρείας που

---

<sup>33</sup> «Moody's» διαθέσιμο στο <https://www.moodys.com/>



εξειδικεύεται στην ηλεκτρονική εκμάθηση. Έτσι το νεοσύστατο τμήμα, η Fitch Learning εξελίχθηκε σε κορυφαία παγκόσμια εταιρεία χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης παρέχοντας ένα πλήρες πρόγραμμα ηλεκτρονικής εκμάθησης και εκπαιδύοντας περισσότερους από 25.000 επαγγελματίες του χρηματοοικονομικού τομέα ετησίως.

Σήμερα η Fitch ανήκει εξ ολοκλήρου στον αμερικανικό εκδοτικό όμιλο της Hearst. Με έδρα το Λονδίνο αλλά και τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής αποτελεί τον τρίτο μεγαλύτερο οίκο αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μετά την Standard&Poor's και την Moody's. Με 36 γραφεία παγκοσμίως και περισσότερους από 1.550 αναλυτές έχει κατορθώσει να αναλύσει σχεδόν 21.000 οντότητες<sup>34</sup>.

## **2.2. Ερμηνεία συμβολισμού βαθμολόγησης**

Κατά τη διαδικασία βαθμολόγησης χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια, καθοριστικά για τη διαμόρφωση της τελικής βαθμολογίας. Αν και οι Οίκοι Αξιολόγησης δεν δημοσιοποιούν την ακριβή μεθοδολογία που ακολουθούν για ανταγωνιστικούς λόγους, είναι γνωστό πως τα κριτήρια τους συνήθως είναι ποσοτικά ή ποιοτικά<sup>35</sup>.

Μόλις ολοκληρωθεί η διαδικασία αξιολόγησης χορηγείται μία αξιολόγηση είτε στον εκδότη είτε στο εκδοθέν ομόλογο. Αυτή η διάκριση ακολουθείται από την πλειοψηφία των Οίκων Αξιολόγησης, οι οποίοι διακρίνουν τις αξιολογήσεις τους σε αξιολογήσεις εκδοτών και αξιολογήσεις χρεογράφων. Στις αξιολογήσεις εκδοτών βαθμολογείται ο εκδότης στο σύνολό του και όχι κάποιο συγκεκριμένο χρεόγραφο. Για παράδειγμα, μία αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη δεν λαμβάνει υπόψη καμία συγκεκριμένη υποχρέωση, αλλά παρέχει μία συνολική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μίας εταιρείας, γνωστής ως «αξιολόγηση κινδύνου αντισυμβαλλομένου». Ο κίνδυνος του αντισυμβαλλομένου αφορά τον κίνδυνο που διατρέχει ο αντισυμβαλλόμενος να αθετήσει τους συμβατικούς όρους μίας χρηματοοικονομικής σύμβασης.

Αντιθέτως, στην αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών μέσων αξιολογείται η ικανότητα του εκδότη να ανταποκριθεί στους όρους του συγκεκριμένου χρεογράφου που έχει εκδώσει. Αυτές οι αξιολογήσεις εκτιμούν τον κίνδυνο αθέτησης αλλά και την αναμενόμενη επερχόμενη ζημία σε περίπτωση αθέτησης. Για παράδειγμα, ένα εξασφαλισμένο ομόλογο θα φέρει ευλόγως υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση σε σχέση με ένα ακάλυπτο ομόλογο, καθώς ο επενδυτής του εξασφαλισμένου ομολόγου είναι πιθανότερο να λάβει σε περίπτωση πτώχευσης όλες τις προγραμματισμένες πληρωμές των τόκων και του κεφαλαίου. Αντιθέτως, ο κάτοχος του ακάλυπτου ομολόγου θα ικανοποιηθεί μόνο εφόσον υπάρξει διαθέσιμο υπόλοιπο μετά την ικανοποίηση των εξασφαλισμένων ομολόγων.

Η πλειοψηφία των Οίκων Αξιολόγησης εκφράζει τις απόψεις της για τους οφειλέτες μέσω της χρήσης συμβόλων διαβάθμισης, όπως AA, BBB, Caa κλπ. Συγκεκριμένα, κάθε σύμβολο αντιπροσωπεύει μία ομάδα εντός της οποίας τα χαρακτηριστικά του πιστωτικού κινδύνου είναι σε γενικές γραμμές τα ίδια. Αυτή η

<sup>34</sup> «Fitch Ratings» διαθέσιμο στο <https://www.fitchratings.com/>

<sup>35</sup> Marwan Elkhoury «Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries», No 186, January 2008, Page 4

μέθοδος διαβάθμισης μέσω συμβόλων επινοήθηκε για πρώτη φορά από την Moody's το 1909.

Οι δύο κύριοι τύποι αξιολόγησης αφορούν τις μακροπρόθεσμες και τις βραχυπρόθεσμες αξιολογήσεις. Η διάκριση αυτή γίνεται με βάση την υποκείμενη διάρκεια του ομολόγου, η οποία μπορεί να είναι είτε μεγαλύτερη είτε μικρότερη του ενός έτους αντίστοιχα. Η πιο γνωστή κλίμακα για τα ομόλογα μακροπρόθεσμης διάρκειας είναι αυτή που χρησιμοποιείται σήμερα από τους Οίκους Αξιολόγησης Standard and Poor's και Fitch. Η καλύτερη δυνατή αξιολόγηση αποδίδεται σύμφωνα με τη δική τους κλίμακα με τον συμβολισμό AAA, ενώ σύμφωνα με την κλίμακα της Moody's αποδίδεται με τον συμβολισμό Aaa.

### 2.3. Συμβολισμοί μακροπρόθεσμων ομολόγων:

#### I. Standard and Poor's

<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΣ</b>	
AAA	Εξαιρετικά ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων – Υψηλότερη βαθμολογία
AA	Πολύ ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων
A	Ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων, αλλά πιο ευάλωτη σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες και περιστασιακές αλλαγές
BBB	Επαρκής ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων, αλλά περισσότερο ευάλωτο σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες
<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΣ</b>	
BB	Λιγότερο ευάλωτο βραχυπρόθεσμα, ωστόσο υπόκειται σε αβεβαιότητα όσον αφορά τις δυσμενείς επιχειρηματικές, χρηματοπιστωτικές και οικονομικές συνθήκες.
B	Περισσότερο ευάλωτο σε δυσμενείς επιχειρηματικές, χρηματοπιστωτικές και οικονομικές συνθήκες με ικανότητα όμως επί του παρόντος να ανταποκρίνεται σε οικονομικές υποχρεώσεις
CCC	Ευάλωτο επί του παρόντος. Η εκπλήρωση των οικονομικών υποχρεώσεων εξαρτάται από την ύπαρξη ευνοϊκών επιχειρηματικών, χρηματοπιστωτικών και οικονομικών συνθηκών.
CC	Εξαιρετικά ευάλωτο. Η αθέτηση δεν έχει συμβεί ακόμη, ωστόσο είναι σχεδόν βέβαιη
C	Επί του παρόντος εξαιρετικά ευάλωτο σε μη πληρωμή.
D	Αδυναμία πληρωμής των οικονομικών

	υποχρεώσεων
--	-------------

Πίνακας 1: Ερμηνεία συμβολισμών της Standard and Poor's

Μεταξύ των κατηγοριών AA και CCC συχνά προστίθενται τα σύμβολα συν (+) ή μείον (-), ώστε να προκύπτουν υποκατηγορίες εντός της ίδιας κατηγορίας διαβάθμισης<sup>36</sup>.

## II. Moody's

<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΣ</b>	
Aaa	Υποχρεώσεις υψηλότερης ποιότητας που υπόκεινται σε ελάχιστο πιστωτικό κίνδυνο
Aa	Υποχρεώσεις υψηλής ποιότητας που υπόκεινται σε πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
A	Υποχρεώσεις που υπόκεινται σε χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
Baa	Εμφανίζουν κερδοσκοπικά στοιχεία και υπόκεινται σε μέτριο πιστωτικό κίνδυνο
<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΣ</b>	
Ba	Κρίνονται ως κερδοσκοπικές και υπόκεινται σε σημαντικό πιστωτικό κίνδυνο
B	Κρίνονται ως κερδοσκοπικές και υπόκεινται σε υψηλό πιστωτικό κίνδυνο
Caa	Κρίνονται ως κερδοσκοπικές και υπόκεινται σε πολύ υψηλό πιστωτικό κίνδυνο
Ca	Κρίνονται ως άκρως κερδοσκοπικές και βρίσκονται πολύ κοντά στην αθέτηση υποχρεώσεων με κάποια προοπτική ανάκτησης κεφαλαίων και τόκων
C	Αδυναμία πληρωμής των οικονομικών υποχρεώσεων, δηλαδή η αθέτηση έχει συμβεί. Μικρή προοπτική ανάκτησης κεφαλαίου ή τόκων

Πίνακας 1: Ερμηνεία συμβολισμών της Moody's

Το 1996 η Moody's εισήγαγε επιπλέον αριθμητικές μονάδες σε κάθε γενική κατηγορία αξιολόγησης από Aa έως B. Συγκεκριμένα, εισήχθησαν οι μονάδες 1, 2 και 3, οι οποίοι χωρίζουν την κάθε κατηγορία σε περαιτέρω υποκατηγορίες που

<sup>36</sup> S&P Global Ratings "Our Rating Scale", διαθέσιμο στο <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>

συμβολίζουν το άκρο, το μέσο και το κατώτερο άκρο της εκάστοτε υποκατηγορίας αντίστοιχα<sup>37</sup>.

### III. Fitch

<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΣ</b>	
AAA	Εξαιρετικά ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων – Υψηλότερη βαθμολογία
AA	Πολύ ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων
A	Ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων, αλλά πιο ευάλωτη σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες και περιστασιακές αλλαγές
BBB	Επαρκής ικανότητα εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεων προς το παρόν, αλλά περισσότερο ευάλωτο σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες στο μέλλον
<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΣ</b>	
BB	Αύξηση κινδύνου αθέτησης των υποχρεώσεων, ιδιαίτερα σε περίπτωση δυσμενών αλλαγών στις επιχειρηματικές ή οικονομικές συνθήκες με την πάροδο του χρόνου
B	Σημαντικός κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων σε περίπτωση επιδείνωσης του επιχειρηματικού και οικονομικού περιβάλλοντος
CCC	Η χρεοκοπία είναι πολύ πιθανή
CC	Η αθέτηση κάποιας υποχρέωσης είναι πιθανή
C	Η αθέτηση έχει ήδη επέλθει.
RD	Αθέτηση πληρωμών, ωστόσο ο εκδότης δεν έχει ξεκινήσει τη διαδικασία πτώχευσης ή εκκαθάρισης και δεν έχει παύσει με άλλον τρόπο τη λειτουργία του
D	Ο εκδότης έχει παύσει την επιχειρηματική δραστηριότητα και έχει υπαχθεί σε διαδικασία

<sup>37</sup> Moody's "Rating Scale and Definitions" διαθέσιμο στο [https://www.moodys.com/sites/products/productattachments/ap075378\\_1\\_1408\\_ki.pdf](https://www.moodys.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf)

Πίνακας 3: Ερμηνεία συμβολισμών της Fitch

Ομοίως, μεταξύ των κατηγοριών AA και CCC προστίθενται τα σύμβολα συν (+) ή μείον (-), ώστε να προκύπτουν υποκατηγορίες εντός της ίδιας κατηγορίας διαβάθμισης<sup>38</sup>.

Ακολουθεί συγκριτικός πίνακας των συμβολισμών των τριών Οίκων Αξιολόγησης:

MOODY'S	STANDARD & POOR'S	Fitch	Πιστοληπτική Ικανότητα
Aaa	AAA	AAA	<p>Υψηλή πιστοληπτική ικανότητα</p> <p>Χρεωκοπία</p>
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	
Caa2	CCC		
Caa3	CCC-		
Ca	CC		
C	C	DDD	
/	D	DD	
/		D	

Πίνακας 4: Συγκριτική Ερμηνεία συμβολισμών<sup>39</sup>

## 2.4. Συμβολισμοί βραχυπρόθεσμων ομολόγων

### I. Standard and Poor's

ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΑΣ	
A-1	Ισχυρή ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

<sup>38</sup> Fitch Ratings “Rating Definitions” διαθέσιμο στο <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions>

<sup>39</sup> <https://euretirio.com/pistoliptiki-ikanotita/>

A-2	Ικανοποιητική ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
A-3	Επαρκής ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΑΣ</b>	
B	Ικανότητα αποπληρωμής παρόντων υποχρεώσεων αλλά αβεβαιότητα για την αποπληρωμή των μελλοντικών
C	Επιρρέπεια στην αθέτηση υποχρεώσεων
D	Αθέτηση των υποχρεώσεων

Πίνακας 5: Ερμηνεία συμβολισμών της Standard and Poor's<sup>40</sup>

## II. Moody's

<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΑΣ</b>	
P-1	Πολύ Ισχυρή ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
P -2	Ισχυρή ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
P-3	Επαρκής ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΑΣ</b>	
NP (Not Prime)	Δεν εμπίπτει σε καμία από τις κύριες κατηγορίες

Πίνακας 6: Ερμηνεία συμβολισμών της Moody's <sup>41</sup>

## III. Fitch

<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΑΣ</b>	
F1+	Εξαιρετικά ισχυρή ικανότητα έγκαιρης αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
F1	Ισχυρή ικανότητα έγκαιρης αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
F2	Καλή ικανότητα έγκαιρης αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
F3	Επαρκής ικανότητα έγκαιρης αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

<sup>40</sup> <https://www.spglobal.com/ratings/en/>

<sup>41</sup> <https://www.moodys.com/>

<b>ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΒΑΘΜΙΑΔΑΣ</b>	
<b>B</b>	Μειωμένη ικανότητα έγκαιρης αποπληρωμής των υποχρεώσεων και επιρρέπεια σε βραχυπρόθεσμες δυσμενείς μεταβολές των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών
<b>C</b>	Πολύ πιθανή αθέτηση υποχρεώσεων
<b>RD/D</b>	Αθέτηση των υποχρεώσεων

Πίνακας 7: Ερμηνεία συμβολισμών της Fitch <sup>42</sup>

## **2.5. Στάδια Αξιολόγησης**

Κατά τη διαδικασία αξιολόγησης οι Οίκοι Αξιολόγησης αναλύουν τόσο τον επιχειρηματικό κίνδυνο, δηλαδή τον βαθμό κινδύνου της επιλεγμένης οικονομικής δραστηριότητας όσο και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που είναι συνυφασμένος με τις διακυμάνσεις των αγορών. Κάθε Οίκος Αξιολόγησης εφαρμόζει το δικό του σύστημα αξιολόγησης, το οποίο αποτελείται από διαφορετικά στάδια.

### **I. Standard and Poor's**

#### **1) ΣΥΜΒΑΣΗ**

Αρχικά ο εκδότης υποβάλλει αίτημα αξιολόγησης και υπογράφει μία επιστολή δέσμευσης.

#### **2) ΠΡΟ-ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ**

Η Standard and Poor's συγκεντρώνει μία ομάδα αναλυτών, ώστε να ελέγξει τις σχετικές πληροφορίες.

#### **3) ΣΥΝΑΝΤΗΣΗ**

Οι αναλυτές συναντώνται με μία ομάδα διαχείρισης για να εξετάσουν και να συζητήσουν τις πληροφορίες

#### **4) ΑΝΑΛΥΣΗ**

Οι αναλυτές αξιολογούν τις πληροφορίες και υποβάλλουν μία σύσταση αξιολόγησης προς την Επιτροπή Αξιολόγησης.

<sup>42</sup> <https://www.fitchratings.com/>

## **5) ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ**

Η Επιτροπή εξετάζει την προαναφερόμενη σύσταση και στη συνέχεια ψηφίζει για την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.

## **6) ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ**

Πριν από τη δημοσίευση της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ο εκδότης ενημερώνεται για το σκεπτικό που ακολουθήθηκε, ώστε να διασφαλιστεί η ακρίβεια των στοιχείων.

## **7) ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ**

Συνήθως δημοσιεύεται ένα δελτίο τύπου στο οποίο ανακοινώνεται δημοσίως η βαθμολογία και στη συνέχεια δημοσιεύεται στην επίσημη ιστοσελίδα [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)<sup>43</sup>

## **II. Moody's:**

### **1) ΠΡΟΔΙΚΑΣΙΑ**

Η σχέση αξιολόγησης μπορεί να ξεκινάει με μία φυσική συνάντηση ή ακόμα και με τηλεδιάσκεψη μεταξύ των μερών. Μέσα από αυτή την συνάντηση η Moody's αποσκοπεί σε ενδελεχή παρουσίαση και περιγραφή της διαδικασίας και των προϊόντων αξιολόγησης. Με τη λήξη της συνάντησης αυτής κι εφόσον ο εκδότης είναι έτοιμος να προχωρήσει, υπογράφει, ώστε να ξεκινήσει η διαδικασία αξιολόγησης από την Moody's.

### **2) ΟΜΑΔΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

Ο αναλυτής ή οι αναλυτές που έχουν αναλάβει έναν συγκεκριμένο εκδότη ή μία συγκεκριμένη υποχρέωση (επικεφαλής αναλυτής), αρχίζουν την πιστωτική ανάλυση με τη συλλογή σχετικών πληροφοριών, προερχόμενων από δημόσιες διαθέσιμες πηγές.

### **3) ΣΥΛΛΟΓΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ**

Ταυτόχρονα καλείται και ο εκδότης να παράσχει σχετικές χρηματοοικονομικές και μη πληροφορίες.

### **4) ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΜΕΡΩΝ**

Οι αναλυτές προβαίνουν σε ειλικρινείς συζητήσεις με τους εκδότες ή εκπροσώπους αυτών με θέμα τις αξιολογήσεις τους, τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα αλλά και τις τάσεις του τομέα δραστηριοποίησής τους.

### **5) ΑΝΑΛΥΣΗ**

---

<sup>43</sup> <https://www.spglobal.com/ratings/en/>



Μόλις συγκεντρωθούν οι απαραίτητες πληροφορίες, ο επικεφαλής αναλυτής διενεργεί την αρχική ανάλυση του εκδότη ή της υποχρέωσης εφαρμόζοντας τις σχετικές μεθοδολογίες πιστοληπτικής αξιολόγησης της Moody's Investor Service, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη συνήθως ποσοτικούς αλλά και ποιοτικούς παράγοντες.

## **6) ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ**

Αφού ο επικεφαλής αναλυτής διαμορφώσει τη σύστασή του, την υποβάλλει προς εξέταση στην Επιτροπή Αξιολόγησης. Η Επιτροπή Αξιολόγησης καθορίζει την τελική αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη μέσω της πλειοψηφίας των μελών της και όχι βάσει μεμονωμένων αναλυτών διασφαλίζοντας έτσι την ποιότητα, τη συνέπεια και την ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης.

## **7) ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΕΚΔΟΤΗ**

Μόλις η Επιτροπή Αξιολόγησης αποφασίσει σχετικά με την πιστοληπτική διαβάθμιση του εκδότη, επικοινωνεί με τον τελευταίο ή με τον εκπρόσωπό του, ώστε να του ανακοινώσει την απόφαση της Επιτροπής.

## **8) ΔΙΑΔΟΣΗ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑΣ**

Κατόπιν η κάθε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας κοινοποιείται στο ευρύ κοινό δωρεάν μέσω σχετικών ανακοινώσεων που δημοσιεύονται στην επίσημη ιστοσελίδα της Moody's, ενώ ταυτόχρονα διανέμονται και σε μεγάλα οικονομικά ειδησεογραφικά δίκτυα.

## **9) ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ**

Από τη στιγμή που δημοσιεύεται μία αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας η Moody's Investor Service συνεχίζει να παρακολουθεί την σχετική πιστοληπτική διαβάθμιση, ώστε να μπορεί να την τροποποιεί μόλις επέλθει κάποια αλλαγή. Όλες οι αξιολογήσεις επανεξετάζονται τουλάχιστον μία φορά κάθε δώδεκα μήνες, ενώ ειδικά οι αξιολογήσεις κρατικών ομολόγων επανεξετάζονται τουλάχιστον κάθε έξι μήνες<sup>44</sup>.

## **III. Fitch:**

### **1) ΕΝΑΡΞΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ**

Ο εκδότης (στην έννοια του εκδότη μπορεί να συμπεριλαμβάνεται κάθε οντότητα ή και συναλλαγή) ή κάποιος αντιπρόσωπός του επικοινωνεί με ένα μέλος της ομάδας «Fitch Business and Relationship Management» στο οποίο υποβάλλει αίτημα για παροχή πιστοληπτικής αξιολόγησης. Εναλλακτικά η Fitch μπορεί να ξεκινήσει οίκοθεν τη διαδικασία αξιολόγησης, εφόσον υπάρχουν επαρκείς δημόσιες πληροφορίες, ώστε να παράσχει πληροφορίες στους συμμετέχοντες στην αγορά.

### **2) ΑΝΑΘΕΣΗ ΣΤΗΝ ΟΜΑΔΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

---

<sup>44</sup> <https://www.moodys.com/>

- Ρόλος των διευθυντών: Οι διευθυντές που ηγούνται της ομάδας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αναθέτουν αρχικά την ηγεσία της ανάλυσης σε έναν κύριο και σε έναν δευτερεύοντα αναλυτή, ώστε οι τελευταίοι να διατυπώσουν μία σύσταση αξιολόγησης την οποία στη συνέχεια θα υποβάλλουν σε μία Επιτροπή Αξιολόγησης. Μετά την υποβολή αυτή, οι αναλυτές εξακολουθούν να είναι υπεύθυνοι για την εποπτεία και την παρακολούθηση της αξιολόγησης.
- Αξιολογήσεις δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων: Στις περιπτώσεις αυτές η εποπτεία μεταφέρεται συνήθως από τον κύριο αναλυτή σε έναν ειδικό αναλυτή, με τη δυνατότητα όμως οι καθημερινές δραστηριότητες εποπτείας ορισμένων τύπων περιουσιακών στοιχείων να μπορούν να παραμείνουν στον κύριο αναλυτή.
- Αξιολογήσεις δημοσίου χρέους και δημόσιων οικονομικών των Η.Π.Α:  
Στις περιπτώσεις αυτές η καθοδήγηση της ανάλυσης και σύστασης της αξιολόγησης συνιστούν αρμοδιότητα του κύριου αναλυτή.

### **3) ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ**

Οι αναλυτές της Fitch διεξάγουν τις αξιολογήσεις τους σύμφωνα με τα δημοσιευμένα κριτήρια και την κατηγορία των περιουσιακών στοιχείων του εκδότη. Οι αναλυτές αλλά και τα μέρη της Επιτροπής Αξιολόγησης οφείλουν να λαμβάνουν υπόψη τους ποιοτικούς και ποσοτικούς παράγοντες που προβλέπονται στα ισχύοντα κριτήρια και στις ισχύουσες μεθοδολογίες. Οι πληροφορίες στις οποίες βασίζονται οι αναλυτές προέρχονται από αξιόπιστες πηγές, όπως δηλαδή τον ίδιο τον εκδότη ή άλλο τρίτο μέρος και αφορούν ποικίλα δεδομένα, μεταξύ των οποίων μακροοικονομικά δεδομένα, δεδομένα της αγοράς, προβλέψεις της διοίκησης. Καθ' όλη τη διαδικασία της αξιολόγησης ο εκδότης συνήθως μπορεί να συμμετέχει σε αυτήν μέσω φυσικής ή και εξ αποστάσεως παρουσίας. Στις περιπτώσεις που η ομάδα ανάλυσης διαπιστώσει ότι οι ιδιωτικές και δημόσιες πληροφορίες δεν επαρκούν για τη διαμόρφωση άποψης ως προς την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη ή παύουν να είναι διαθέσιμες, τότε η πιστοληπτική αξιολόγηση δεν αποδίδεται και δεν διατηρείται αντιστοίχως.

### **4) ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΛΕΓΧΟΥ**

Στην περίπτωση που κάποιο ομόλογο ή άλλο χρηματοπιστωτικό προϊόν έχει μοναδικά ή πολύπλοκα χαρακτηριστικά, μπορεί να συγκληθεί μία Επιτροπή Ελέγχου, η οποία θα αποφασίσει αν θα πρέπει να προχωρήσει η πλήρης διαδικασία αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, καθορίζει σε πρώιμο στάδιο πως θα πρέπει να εξεταστούν ορισμένοι πιστωτικού κίνδυνου και ποια κριτήρια διαβάθμισης μπορούν να εφαρμοστούν, ώστε να ακολουθήσει η πλήρης διαδικασία.

### **5) ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ**

Αφού οι αναλυτές συλλέξουν κι επεξεργαστούν τις πληροφορίες σύμφωνα με τα κριτήρια και τις μεθοδολογίες που ορίζει η Fitch, διαμορφώνουν μία σύσταση αξιολόγησης την οποία υποβάλλουν στην επιτροπή τεκμηριώνοντας παράλληλα το σκεπτικό της ανάλυσής τους. Η επιτροπή απαρτίζεται τόσο από μέλη με δικαίωμα ψήφου όσο και από μέλη χωρίς δικαίωμα ψήφου. Εάν ένα μέλος δεν συναινεί με την αξιολόγηση ή αν δεν μπορεί να επιτευχθεί συναίνεση, τότε δύναται να ασκηθεί προσφυγή από το μέλος στην πρώτη περίπτωση και από τον πρόεδρο της επιτροπής στην δεύτερη. Η προσφυγή συνεπάγεται την πραγματοποίηση νέας συνεδρίασης εντός δύο εργάσιμων ημερών από την αρχική συνεδρίαση με απαραίτητη τη συμμετοχή δύο νέων μελών, ώστε να εξεταστούν περαιτέρω τα στοιχεία της ανάλυσης. Κατόπιν και αφού πρώτα ο πρόεδρος και τα μέλη της Επιτροπής βεβαιώσουν την ανεξαρτησία και την αντικειμενικότητα της διαδικασίας αξιολόγησης που ακολουθήθηκε προχωρούν στην ψηφοφορία.

## **6) ΔΙΑΔΟΣΗ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑΣ**

Μόλις η Επιτροπή αποφασίσει, κοινοποιεί εγγράφως την απόφαση περί πιστοληπτικής διαβάθμισης στον εκδότη ή στον οριζόμενο αντιπρόσωπό της. Κατά την κοινοποίηση αυτή, εξηγείται παράλληλα στους αποδέκτες η μέθοδος στην οποία βασίστηκε η διαβάθμιση, ώστε στην πορεία οι τελευταίοι να μπορέσουν να ελέγξουν την ακρίβεια των στοιχείων που οδήγησαν στην συγκεκριμένη πιστοληπτική διαβάθμιση. Στη συνέχεια, η πιστοληπτική διαβάθμιση δημοσιεύεται στο διαδικτυακό τόπο της Fitch καθώς και σε επίσημες σελίδες ειδησεογραφικών δικτύων.

## **7) ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ**

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας της Fitch παρακολουθούνται σε συνεχή βάση με στόχο τη διαρκή αναθεώρησή τους. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικές ικανότητας που παρακολουθούνται υπόκεινται επίσης σε επανεξέταση από την Επιτροπή Αξιολόγησης τουλάχιστον μία φορά ετησίως. Οι αξιολογήσεις επανεξετάζονται σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα ανάλογα με την κατηγορία στην οποία ανήκουν. Για παράδειγμα, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας εθνικών και διεθνών οικονομικών επανεξετάζονται τουλάχιστον ανά εξάμηνο. Σε ορισμένες κατηγορίες αξιολογήσεων, κυρίως ιδιωτικές οι αναλυτές μπορούν να διατάξουν τη σύγκληση μίας Επιτροπής για επανεξέταση της αξιολόγησης χωρίς να περιμένουν την επόμενη προγραμματισμένη επανεξέταση. Γεγονότα που μπορούν να προκαλέσουν αυτή την άμεση επανεξέταση της αξιολόγησης είναι η ενδεχόμενη λειτουργική ή δημοσιονομική επιδείνωση, η εξαγορά, η εκποίηση ή η ανακοίνωση μίας σημαντικής επαναγοράς μετοχών.

## **8) ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ**

Στόχος της επιτήρησης είναι να διατηρηθούν όλες οι αξιολογήσεις ενημερωμένες , ώστε να εντοπίζονται αμέσως ενδεχόμενα ζητήματα που μπορούν να οδηγήσουν μία υφιστάμενη αξιολόγηση είτε σε αναβάθμιση είτε σε υποβάθμιση<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> <https://www.fitchratings.com/>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **3.1 Αμφισβήτηση της αξιοπιστίας των Οίκων Αξιολόγησης**

Οι μεγάλοι Οίκοι Αξιολογήσεις έχουν δεχτεί κατά καιρούς έντονη κριτική για το γεγονός ότι δεν έκρουσαν τον κώδωνα του κινδύνου σε κρίσιμες περιόδους που σηματοδοτούσαν την επέλευση πιστωτικών κρίσεων. Συγκεκριμένα, η αμφισβήτηση ξεκίνησε με την αποτυχία πρόβλεψης της ασιατικής κρίσης που ξέσπασε στις 2 Ιουλίου 1997. Μέχρι τότε η Standard and Poor's αλλά και η Moody's έδιναν σε ασιατικές χώρες, όπως την Κορέα και την Ινδονησία υψηλές βαθμολογίες που αντιστοιχούσαν σε βαθμολογίες «επενδυτικής βαθμίδας».

Στη συνέχεια ακολούθησαν νέες επικρίσεις, αφού οι Οίκοι Αξιολόγησης απέτυχαν να προειδοποιήσουν τους επενδυτές για την κατάρρευση ισχυρών εταιρειών, όπως της Enron, της Worldcom και της Parmalat. Ειδικότερα, η Enron, η εταιρεία ενέργειας που πτώχευσε τον Δεκέμβριο του 2001 βαθμολογούταν μέχρι τέλη Νοεμβρίου του ίδιου έτους από την Moody's και την Standard and Poor's ως εταιρεία με χαμηλό κίνδυνο χρεοκοπίας. Ομοίως η Worldcom, μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες παροχής τηλεπικοινωνιών στις ΗΠΑ λάμβανε βαθμολογίες επενδυτικής βαθμίδας τόσο από την Moody's έως τις 8 Μαΐου 2002 όσο και από την Standard and Poor's έως τις 9 Μαΐου, δηλαδή μόλις δύο μήνες πριν κηρυχθεί σε πτώχευση. Ανάλογες αξιολογήσεις λάμβανε και η εταιρεία γαλακτοκομικών προϊόντων Parmalat μέχρι και 17 ημέρες πριν κηρύξει πτώχευση στις 27 Δεκεμβρίου 2003.

Το αποκορύφωμα της αμφισβήτησής τους όμως, επήλθε με αφορμή τη χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε την περίοδο μεταξύ 2007-2009. Συγκεκριμένα, η κρίση προήλθε από την κατάρρευση ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ. Τα αίτια της κρίσης του 2007 αφορούν τη φούσκα της αγοράς κατοικιών και την ανάπτυξη της αγοράς τιτλοποιήσεων. Από το 1990 έως το 2006 οι τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ παρουσίαζαν σταθερή αύξηση. Στο γεγονός αυτό συνέβαλαν τα χαμηλά επιτόκια, η αυξημένη διαθεσιμότητα στεγαστικών δανείων και το αυξανόμενο εισόδημα των νοικοκυριών. Επίσης, η χαλάρωση των κανονισμών δανεισμού λόγω της αύξησης της χορήγησης στεγαστικών δανείων αποτέλεσε μία ακόμα σημαντική αιτία της κρίσης.

Ο δανεισμός ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου σχετίζεται με δάνεια που χορηγήθηκαν σε δανειζόμενους με χαμηλή αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας για την αγορά ακινήτων. Η αγορά αυτή επεκτάθηκε γρήγορα από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 και χρηματοδοτήθηκε κυρίως από την τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων που αναδιαρθρώθηκαν και πουλήθηκαν σε επενδυτές. Στη συνέχεια, τα δάνεια αυτά χρησιμοποιούνταν ως εξασφάλιση για την έκδοση δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων μέσω τιτλοποίησης. Έτσι, η έκδοση προϊόντων εξασφαλισμένων με ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου αυξήθηκε από περίπου 150 δις δολάρια το 2000 σε περίπου 1,2 τρισεκατομμύρια δολάρια μέχρι το 2007. Αντίστοιχα μέχρι το πρώτο μισό του 2007 αυξήθηκε εκθετικά και η ζήτηση για τα δομημένα πιστωτικά προϊόντα, αφού η αγορά χρεογράφων εξασφαλισμένων με ενυπόθηκα δάνεια αυξήθηκε από περίπου 2,4 τρις δολάρια το 1995 σε 7,1 τρις δολάρια στα τέλη του 2006. Το 2006

μάλιστα περίπου το 20 τοις εκατό της προέλευσης των στεγαστικών δανείων ήταν υψηλού κινδύνου και το 75 τοις εκατό από αυτά ήταν τιτλοποιημένα. Όταν οι κατασχέσεις και οι αθετήσεις των ενυπόθηκων δανείων των ΗΠΑ άρχισαν να επιταχύνονται από το τέλος του 2006 και μετά, η αξία των χρεογράφων που εξασφαλιζόνταν με τέτοιου είδους περιουσιακά στοιχεία μειώθηκε επικίνδυνα. Επίσης, η κατάρρευση των τιμών των ακινήτων που ακολούθησε οδήγησε στην αθέτηση ενός μεγάλου ποσοστού αθετήσεων των στεγαστικών δανείων τόσο από δανειολήπτες με καλή πιστωτική θέση όσο και από δανειολήπτες υψηλού κινδύνου. Το γεγονός αυτό συνέβαλε στην επίταση της πτωτικής τάσης της αξίας των προϊόντων τιτλοποιημένων ενυπόθηκων δανείων και των βιβλίων δανείων των τραπεζών. Έτσι, σύντομα δημιουργήθηκε ένα αδιέξοδο ρευστότητας στις διατραπεζικές αγορές και η επακόλουθη *πιστωτική ασφυζία*<sup>46</sup>.

Η κατάσταση αυτή οδήγησε μεταξύ άλλων στην πτώχευση πολλών εταιρειών αλλά και στην υιοθέτηση νέων πρακτικών από την πλευρά της κυβέρνησης για την αντιμετώπισή της. Μερικά από τα βασικά γεγονότα που σχετίζονται με την πιστωτική κρίση των ΗΠΑ είναι τα εξής:

- **Εισαγωγή Προγράμματος Δημόσιας Δημοπρασίας:** Το πρόγραμμα αυτό, γνωστό ως Term Auction Facility εισήχθη το Δεκέμβριο του 2007 από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ με στόχο την αντιμετώπιση των αυξανόμενων πιέσεων στις αγορές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Σύμφωνα με το πρόγραμμα αυτό οι αρχές δημοπρατούσαν δάνεια για περιόδους 28 έως 84 ημερών σε καταθετικά ιδρύματα άρτιας οικονομικής κατάστασης, τα οποία ανεμενόταν να παραμείνουν έτσι κατά τη διάρκεια της εκτέλεσης του προγράμματος. Έτσι, υγιείς τράπεζες κατάφερναν να αντλήσουν πρόσθετα κεφάλαια, τα οποία στη συνέχεια θα μπορούσαν να δανείσουν σε επιχειρήσεις και καταναλωτές, ώστε η έλλειψη κεφαλαίων σε ένα πιστωτικό ίδρυμα να μην διαταράξει τη ροή της χρηματοδότησης σε ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα. Το πρόγραμμα ξεκινούσε με τον καθορισμό από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα του χρηματικού ποσού και του επιτοκίου που ήταν διατεθειμένη να δανείσει. Στη συνέχεια, η εκάστοτε ενδιαφερόμενη για δανεισμό τράπεζα δήλωνε το χρηματικό ποσό που επιθυμούσε να δανειστεί αλλά και το επιτόκιο, το οποίο ήταν πρόθυμη να πληρώσει. Έπειτα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ταξινομούσε τις προσφορές ξεκινώντας από την προσφορά με το υψηλότερο επιτόκιο και συνέχιζε, προσθέτοντας τα χρηματικά ποσά που ζητήθηκαν από τις τράπεζες μέχρι το σημείο όπου το άθροισμα των ποσών αυτών ισούταν με το ποσό που η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ήταν πρόθυμη να δανείσει. Ως επιτόκιο δανεισμού επικρατούσε το χαμηλότερο επιτόκιο που είχε προσφερθεί από τράπεζα, η πρόταση της οποίας είχε γίνει αποδεκτή από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Αν και το αρχικό πρόγραμμα προέβλεπε δάνεια 20 δις δολαρίων το ποσό που διατέθηκε για δάνεια προς τις τράπεζες μέχρι το Νοέμβριο του 2008 άγγιξε τα 1,6 τρις δολάρια.

---

<sup>46</sup> *Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneux «Εισαγωγή στην ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ», 2<sup>η</sup> έκδοση, Σελ. 462-465*

- **Πτώση της Bear Stearns:** Η αμερικανική επενδυτική τράπεζα Bear Stearns συμμετείχε στην τιτλοποίηση ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. Αν και τον Μάρτιο του 2008 η Federal Reserve Bank της χορήγησε δάνειο έκτακτης ανάγκης, η Bear Stearns υπέκυψε στην χρηματοπιστωτική κρίση και πουλήθηκε στην JPMorgan Chase τον ίδιο μήνα για 10 δολάρια ανά μετοχή. Το γεγονός της διάσωσης της έδωσε σε πολλούς την φρούδα ελπίδα ότι η κρίση είχε λάβει τέλος.
- **Πτώση της Indymac:** Η Indymac ήταν μεγάλος δανειστής στεγαστικών δανείων τύπου Alt-A. Τα δάνεια αυτά, τα οποία θεωρούνται υψηλότερου κινδύνου από τα δάνεια καλής αξιολόγησης αλλά χαμηλότερου κινδύνου από τα δάνεια υψηλού κινδύνου και συχνά δεν απαιτούν επιβεβαίωση εισοδήματος του δανειζομένου προκάλεσαν σημαντικές ζημίες στην εν λόγω τράπεζα. Την κατάρρευση της αγοράς των στεγαστικών δανείων ακολούθησαν μεγάλες αναλήψεις καταθέσεων ύψους 1,3 δις δολαρίων, ως συνέπεια μίας προειδοποίησης από τον γερουσιαστή Charles Schummer. Έτσι, η Indymac διέκοψε σταδιακά την λειτουργία διάφορων τμημάτων δανεισμού και τη χορήγηση νέων δανείων, ενώ προέβη και μαζικές απολύσεις εργαζομένων. Τον Ιούλιο του 2008 κήρυξε πτώχευση. Το γεγονός ότι τα περιουσιακά της στοιχεία ανέρχονταν σε 32 δις δολάρια, κατέστησαν την πτώχευσή της τη δεύτερη μεγαλύτερη πτώχευση τράπεζας στην ιστορία των ΗΠΑ.
- **Πτώση της Lehman Brothers:** Η Lehman Brothers ήταν η τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα στις ΗΠΑ. Ήταν από τις πρώτες εταιρείες της Wall Street που δραστηριοποιήθηκε στον τομέα των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Αρχικά, η εταιρεία αγόρασε δάνεια τύπου Alt-A, ενώ στη συνέχεια επεκτάθηκε και σε δάνεια υψηλού κινδύνου, αποκτώντας έτσι μία γρήγορα δυναμική στον τομέα των supreme δανείων. Τον Μάρτιο του 2008 η αξία της μετοχή της μειώθηκε κατά 48%, ενώ το δεύτερο τρίμηνο του ίδιου έτους ανακοίνωσε ζημίες ύψους 2,8 δις δολαρίων. Σε μία προσπάθεια περιορισμού των ζημιών της η τράπεζα προχώρησε σε μείωση του προσωπικού της κατά 1.500 εργαζομένους. Τον Σεπτέμβριο του 2008 όλες οι συζητήσεις περί σχεδίων διάσωσης ναυάγησαν, με αποτέλεσμα η επενδυτική τράπεζα να υποβάλει αίτηση πτώχευσης μέσα στον ίδιο μήνα<sup>47</sup>.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>**

### **4.1 Εποπτεία και κανονιστικό πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης**

Παρά το γεγονός ότι η λήψη υπόψη των αξιολογήσεων των Οίκων Αξιολόγησης επιβλήθηκε νομοθετικά στις περιπτώσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω, η λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης παρέμεινε εκτός ρυθμιστικού πλαισίου επί σειρά ετών. Για πολλά χρόνια δηλαδή, οι Οίκοι Αξιολόγησης λειτουργούσαν ως ανεξέλεγκτες δυνάμεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

### **4.2. Κανονιστικό πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης στην Ευρώπη**

<sup>47</sup> *Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneux* «Εισαγωγή στην ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ», 2<sup>η</sup> έκδοση, Σελ. 465-466

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο η πρώτη απόπειρα νομοθετικής ρύθμισης έγινε με την Οδηγία 2003/6<sup>48</sup>. Η συγκεκριμένη Οδηγία περιείχε ρυθμίσεις σχετικές με τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, χωρίς ωστόσο να γίνεται άμεση αναφορά στους Οίκους Αξιολόγησης. Η πρώτη επίσημη ρυθμιστική προσπάθεια συντελέστηκε με την θέσπιση του Κώδικα Δεοντολογίας του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commission-IOSCO)

## **I. Κώδικα Δεοντολογίας του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commission-IOSCO)**

Με την κυκλοφορία του τον Δεκέμβριο του 2004, ο Κώδικας αυτός έθεσε τις κατευθυντήριες γραμμές, τις οποίες οι Οίκοι Αξιολόγησης δύνανται προαιρετικά να ακολουθήσουν. Ειδικότερα, ο Κώδικας IOSCO περιλαμβάνει θεμελιώδεις αρχές, η τήρηση των οποίων εξασφαλίζει την ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και την δίκαιη αντιμετώπιση εκδοτών και επενδυτών. Οι Αρχές αυτές συνίστανται στο ότι<sup>49</sup>:

1) Οι Οίκοι Αξιολόγησης πρέπει να εκδίδουν γνώμες που συμβάλλουν στη **μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης** μεταξύ των δανειστών και των δανειοληπτών. Αυτό θα το επιτύχουν:

- Εφαρμόζοντας γραπτές διαδικασίες και μεθοδολογίες, οι οποίες θα αποδεικνύουν ότι όλες οι αναλύσεις των Οίκων Αξιολόγησης βασίζονται σε ενδελεχή ανάλυση όλων των διαθέσιμων σχετικών πληροφοριών. Η μεθοδολογία αξιολόγησης θα πρέπει να είναι αυστηρή, ενώ η τελική αξιολόγηση θα πρέπει να υπόκειται σε επικύρωση.
- Παρακολουθώντας σε διαρκή βάση τα δεδομένα και επικαιροποιώντας την αξιολόγηση μόλις καταστούν διαθέσιμες νέες πληροφορίες που επηρεάζουν την αρχική αξιολόγηση.
- Διαθέτοντας επαρκείς πόρους για τη διενέργεια ποιοτικών αξιολογήσεων
- Διαθέτοντας ικανούς αναλυτές με επαγγελματισμό και ακεραιότητα για τη διασφάλιση της τήρησης των προβλεπόμενων μεθοδολογιών.

2) Οι αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης πρέπει να είναι **αντικειμενικές** και απαλλαγμένες από πολιτικές πιέσεις και οικονομικά συμφέροντα. Αυτό θα το επιτύχουν:

- Υιοθετώντας εσωτερικές διαδικασίες και μηχανισμούς για τον εντοπισμό, τη γνωστοποίηση και κατόπιν την εξάλειψη πραγματικών ή δυνητικών

---

<sup>48</sup> Οδηγία 2003/6/EK <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=HU>

<sup>49</sup> International Organization of Securities Commissions “Code Of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD437.pdf>

συγκρούσεων συμφερόντων που ενδέχεται να επηρεάσουν τη διαδικασία ανάλυσης και την τελική κρίση των αναλυτών των Οίκων Αξιολόγησης .

- Παραμένοντας ανεπηρέαστοι από την τυχόν ύπαρξη επαγγελματικής σχέσης με τον εκδότη, η οποία βασίζεται στο μοντέλο «issuer pays».
- Εξαρτώντας την διαβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας αποκλειστικά από παράγοντες που σχετίζονται με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας.

3) Οι αξιολογήσεις πρέπει να διακρίνονται από **διαφάνεια** και να δημοσιοποιούνται εγκαίρως. Αυτό θα το επιτύχουν:

- Γνωστοποιώντας εγκαίρως και χωρίς διακρίσεις στο κοινό κάθε αξιολόγηση, καθώς και κάθε μεταγενέστερη κρίση που τροποποιεί ή παύει την ισχύ την απόφασης.
- Δημοσιεύοντας επαρκείς πληροφορίες σχετικά με τις χρησιμοποιούμενες μεθοδολογίες τους, ώστε να μπορούν οι αποδέκτες των πληροφοριών να κατανοήσουν πώς οι Οίκοι Αξιολόγησης κατέληξαν στην συγκεκριμένη κρίση.

4) Οι Οίκοι Αξιολόγησης θα πρέπει να διατηρούν **εμπιστευτικές** ορισμένες **πληροφορίες**. Αυτό θα το επιτύχουν:

- Μη κοινοποιώντας πληροφορίες που δεν έχουν δημόσιο χαρακτήρα και που τους κοινοποιούνται μέσω εκδοτών βάσει συμφωνιών εμπιστευτικότητας.

Ωστόσο, ο Κώδικας Δεοντολογίας του IOSCO δεν είχε δεσμευτικό χαρακτήρα. Αυτό επιβεβαιώθηκε και από τη δήλωση του Γενικού Γραμματέα του IOSCO, Phillipe Richard ο οποίος ανέφερε ότι «Οι βασικές αρχές του Κώδικα της IOSCO αποτελούν ένα σύνολο διατάξεων που η IOSCO αναμένει ότι όλοι οι Οίκοι Αξιολόγησης θα υιοθετήσουν **οικειοθελώς** και θα ενσωματώσουν στους Κώδικες Δεοντολογίες εσωτερικής λειτουργίας τους, χωρίς να αναμένεται από αυτούς να τον υπογράψουν<sup>50</sup>».

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αρμόδια για την επίβλεψη της συμμόρφωσης των Οίκων Αξιολόγησης σύμφωνα με τα πρότυπα IOSCO ήταν η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators-CESR), η οποία ιδρύθηκε το 2001<sup>51</sup>. Η Επιτροπή αυτή είχε αποφανθεί μάλιστα το 2005 ότι το χαλαρό κανονιστικό πλαίσιο που απέρρευε από τον Κώδικα IOSCO αρκούσε για την αντιμετώπιση των κυριότερων προβλημάτων των Οίκων Αξιολόγησης και είχε συμβουλευσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να μην ρυθμίσει ειδικά τον κλάδο των Οίκων Αξιολόγησης σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης<sup>52</sup>.

Τον Δεκέμβριο του 2005 η CESR δημοσίευσε ένα δελτίο τύπου σχετικά με την επανεξέταση της εφαρμογής του Κώδικα και εισήγαγε τρία νέα στοιχεία:

---

<sup>50</sup> Stéphane Destrax-Raphaël Lahaye “Are Credit Ratings Trustworthy?”, École Supérieure de Commerce et de Management de Tours-Poitiers, 2012, Page 13

<sup>51</sup> Decision 2001/527/EC

<sup>52</sup> Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο «Ειδική Έκθεση 22/2015: Εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την ΕΕ: εδραιωμένη αλλά όχι πλήρως αποτελεσματική», Σελ 9



1) Την αποστολή ετήσιας επιστολής κάθε Οίκου Αξιολόγησης, όπου θα περιγράφεται ο τρόπος συμμόρφωσης και απόκλισης με και από τον Κώδικα αντίστοιχα

2) Την ετήσια συνάντηση μεταξύ της CESR και των Οίκων Αξιολόγησης με σκοπό τη συζήτηση θεμάτων αναφορικά με την εφαρμογή του Κώδικα

3) Την παροχή εξηγήσεων των Οίκων Αξιολόγησης σε κάποιο εθνικό μέλος της CESR σε περίπτωση εμφάνισης κάποιου σοβαρού περιστατικού ανάμεσα στον Οίκο και τον εκδότη.

Στην τήρηση των παραπάνω στοιχείων συμφώνησαν οικειοθελώς οι Οίκοι με την μεγαλύτερη δραστηριότητα στην Ευρώπη, μεταξύ των οποίων οι Standard and Poor's, Moody's, Fitch, αφού η υιοθέτηση των αρχών του Κώδικα συνέχιζε να παραμένει στην διακριτική ευχέρεια του κάθε Οίκου Αξιολόγησης. Λίγο αργότερα όμως, και συγκεκριμένα μετά την αναταραχή που προκάλεσε η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 αναδείχθηκε η ανάγκη ύπαρξης μιας ειδικότερης ρύθμισης σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η ανάγκη αυτή επιβεβαιώθηκε μάλιστα με την παραδοχή της CESR πως η παραβίαση του κώδικα IOSCO δεν επιφέρει κυρώσεις και συνεπώς δεν υπάρχει πραγματικό κίνητρο για τη συμμόρφωση των Οίκων Αξιολόγησης με τις διατάξεις του Κώδικα<sup>53</sup>.

## II. Κανονισμός 1060/2009

Η ειδικότερη ρύθμιση επήλθε τον Σεπτέμβριο του 2009 με τον Κανονισμό 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Ο κανονισμός αυτός, όπως τροποποιήθηκε αργότερα από τον **Κανονισμό 513/2011** αφορά αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται από τους εγγεγραμμένους στην Κοινότητα Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, με σκοπό την ενίσχυση της προστασίας των χρηματοπιστωτικών αγορών και των επενδυτών. Η πρώτη τροποποίηση του Κανονισμού επέφερε και την αντικατάσταση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators-CESR) από την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αγορών και Αξιών (European Securities and Market Authority-ESMA), η οποία συστάθηκε με την Κανονισμό (ΕΕ) 1095/2010<sup>54</sup> και ορίστηκε ως η νέα Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή. Ο Κανονισμός υιοθέτησε μερικές κοινές αρχές με αυτές του Κώδικα IOSCO, όπως η ανεξαρτησία και αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων που προβλέπεται στο άρθρο 6, η κοινοποίηση των χρησιμοποιούμενων μεθοδολογιών και η δημοσίευση έκθεσης διαφάνειας που προβλέπονται στα άρθρα 8 και 12 αντίστοιχα, ενώ επέβαλε και ορισμένες νέες διατάξεις αναφορικά με τις εξουσίες της ESMA στο πλαίσιο επίβλεψης της συμμόρφωσης των Οίκων Αξιολόγησης με τον Κανονισμό και τις συνέπειες απόκλισης από αυτόν. Συγκεκριμένα, στο πλαίσιο εποπτείας των δραστηριοτήτων αξιολόγησης και σύμφωνα με το άρθρο 14 του Κώδικα όλοι οι εγκατεστημένοι στην Κοινότητα Οίκοι Αξιολόγησης οφείλουν να υποβάλλουν αίτηση

<sup>53</sup> The Committee of European Securities Regulators «CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance»

<sup>54</sup> ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΕ) 1095/2010

εγγραφής στην ESMA. Εφόσον η ESMA εξετάσει την αίτηση και διαπιστώσει ότι πληρούνται όλοι οι όροι που προβλέπονται από τον Κανονισμό, τότε προχωράει στην εγγραφή του Οίκου Αξιολόγησης. Αντίστοιχα, η ESMA οφείλει να διασφαλίζει την απαγόρευση έκδοσης αξιολόγησης από κάποια εταιρεία που δεν είναι εγγεγραμμένη ως Οίκος Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας<sup>55</sup>.

Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία της ESMA οι εγγεγραμμένοι και συνεπώς οι πιστοποιημένοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας βάσει του ευρωπαϊκού κανονισμού είναι κάτωθι:

Επωνυμία	Χώρα προέλευσης
Japan Credit Rating Agency Ltd	Ιαπωνία
BCRA- Credit Rating Agency AD	Βουλγαρία
Creditreform Rating AG	Γερμανία
Scope Ratings GmbH	Γερμανία
ICAP CRIF SA	Ελλάδα
GBB-Rating Gesellschaft fur Bonitätsbeurteilung GmbH	Γερμανία
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Γερμανία
ARC Ratings, SA	Πορτογαλία
Fitch Ratings Ireland Limited	Ιρλανδία
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Κύπρος
Moody's France S.A.S.	Γαλλία
Moody's Deutschland GmbH	Γερμανία
Moody's Italia S.r.l.	Ιταλία
Moody's Investors Service Espana S.A.	Ισπανία
S&P Global Ratings Europe Limited	Ιρλανδία
CRIF Ratings S.r.l.	Ιταλία
Capital Intelligence Ratings Ltd	Κύπρος
EthiFinance Ratings S.L.	Ισπανία
Cerved Rating Agency S.p.A.	Ιταλία
Eurorating Sp. z o.o	Πολωνία
HR Ratings de Mexico S.A. de C.V.	Μεξικό
Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	ΗΠΑ
modeFinance S.r.l.	Ιταλία
Kroll Bond Rating Agency Europe Limited	Ιρλανδία
Nordic Credit Rating A.S.	Νορβηγία
Moody's Investors Service (Nordics) AB	Σουηδία
A.M. Best (EU) Rating Services B.V.	Ολλανδία
DBRS Ratings GmbH	Γερμανία

<sup>55</sup> Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο «Ειδική Έκθεση 22/2015: Εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την ΕΕ: εδραιωμένη αλλά όχι πλήρως αποτελεσματική», Σελ 13

*Πίνακας 8: Πιστοποιημένοι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας*<sup>56</sup>

Επιπλέον, σύμφωνα με το άρθρο 23β του Κανονισμού η ESMA δύναται στο πλαίσιο άσκησης της εποπτείας της προς τους Οίκους Αξιολόγησης να ζητάει είτε από αυτούς είτε από σχετιζόμενα με αυτούς πρόσωπα, όπως πρόσωπα που συμμετείχαν στη διαδικασία αξιολόγησης αναγκαίες πληροφορίες για την εκτέλεση των καθηκόντων της. Για την λήψη των πληροφοριών η ESMA μπορεί να υποβάλλει είτε αίτηση είτε απόφαση. Και στις δύο περιπτώσεις θα αναφέρει μεταξύ άλλων τον σκοπό της αίτησης και θα προσδιορίζει τις ζητηθείσες πληροφορίες αλλά και το χρονικό πλαίσιο εντός του οποίου πρέπει να παρασχεθούν. Τέλος, η χορήγηση πληροφοριών από την πλευρά των Οίκων Αξιολόγησης δεν είναι υποχρεωτική, ωστόσο η απάντηση με παραπλανητικές και ανακριβείς πληροφορίες τιμωρείται με χρηματικό πρόστιμο, το ύψος του οποίου καθορίζεται βάσει του Κανονισμού. Χρηματικά πρόστιμα προβλέπονται και στην περίπτωση των γενικών ερευνών σύμφωνα με το άρθρο 23γ. Βάσει του άρθρου αυτού η ESMA μπορεί να εξετάζει αρχεία, να λαμβάνει αντίγραφα των αρχείων και να θέτουν απευθείας ερωτήματα σε εκπροσώπους των Οίκων αξιολόγησης για την διεξαγωγή της έρευνας της μέσω εξουσιοδοτημένων προσώπων. Και σε αυτή την περίπτωση ορίζεται ρητώς στην εξουσιοδότηση το αντικείμενο, ο σκοπός της έρευνας, καθώς και τα πρόστιμα που προβλέπονται για την περίπτωση χορήγησης ανακριβών και παραπλανητικών πληροφοριών. Έτσι, μέσω της θέσπισης χρηματικών ποινών ο Κανονισμός επιδιώκει την διασφάλιση της ορθότητας των συλλεχθέντων πληροφοριών σχετικά με τις διαδικασίες που ακολουθούν οι Οίκοι Αξιολόγησης.

Στο άρθρο 23ε προβλέπεται η διαδικασία σχετικά με τη λήψη εποπτικών μέτρων και την επιβολή προστίμων. Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι αν κατά την εκτέλεση των καθηκόντων της η ESMA διαπιστώσει σοβαρές ενδείξεις πιθανής ύπαρξης περιστατικών, ικανών να συνιστούν διάπραξη μίας ή περισσότερων από τις παραβάσεις που απαριθμούνται στο Παράρτημα ΙΙΙ του παρόντος Κανονισμού, τότε διορίζει ανεξάρτητο ελεγκτή, ώστε να ερευνήσει το θέμα. Τέτοιες παραβάσεις των Οίκων Αξιολόγησης συνιστούν μεταξύ άλλων η προσυπογραφή αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκε σε τρίτη χώρα, η μη σύσταση Εποπτικού ή Διοικητικού Συμβουλίου, ο διορισμός στην ανώτατη διοίκηση προσώπων που δεν διαθέτουν εχέγγυα ήθους, εμπειρία και επαρκείς ικανότητες και η μη θέσπιση κατάλληλων πολιτικών και διαδικασιών, η οποία θα διασφαλίσει την τήρηση των επιβαλλόμενων από τον εν λόγω Κανονισμό υποχρεώσεων. Στο πλαίσιο της έρευνάς του ο ελεγκτής έχει την εξουσία να αιτείται πληροφορίες και να διενεργεί επιτόπιες έρευνες. Αφού ολοκληρώσει την έρευνα και πριν υποβάλλει στο Συμβούλιο Εποπτών της ESMA τον φάκελο με το πόρισμα, ο ελεγκτής παρέχει στα υπό έρευνα πρόσωπα το **δικαίωμα ακροάσεως** αυστηρά και μόνο για τα ζητήματα που εξετάσε. Αφού τα εξεταζόμενα πρόσωπα ασκήσουν το δικαίωμα ακροάσεως και υποβάλλουν τις παρατηρήσεις τους, ο ελεγκτής υποβάλλει τον φάκελο στο αρμόδιο συμβούλιο κοινοποιώντας παράλληλα στα εξεταζόμενα πρόσωπα. Αμέσως μετά, το συμβούλιο

<sup>56</sup> European Securities and Markets Authority «List of registered or certified CRAs».

αποφαίνεται σχετικά με την ύπαρξη παράβασης και τη λήψη του αναγκαίου εποπτικού μέτρου.

Η επιβολή του αναγκαίου αυτού μέτρου συνιστά και την βασικότερη αλλαγή που επέφερε ο Κανονισμός. Συγκεκριμένα, το άρθρο 24 προβλέπει ότι εάν το συμβούλιο εποπτών της ESMA διαπιστώσει παράβαση έστω και μίας εκ των περιπτώσεων που αναφέρονται στο Παράρτημα ΙΙΙ του Κανονισμού, τότε έχει την εξουσία να εκδώσει μία ή περισσότερες από τις παρακάτω αποφάσεις:

- Απόσυρση της εγγραφής του Οργανισμού Αξιολόγησης
- Προσωρινή απαγόρευση έκδοσης αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας με ισχύ σε ολόκληρη την Ένωση μέχρι την παύση της παράβασης.
- Αναστολή της χρήσης των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας με ισχύ σε ολόκληρη την Ένωση μέχρι την παύση της παράβασης για κανονιστικούς σκοπούς
- Απαίτηση από τον Οργανισμό Αξιολόγησης για παύση της παράβασης
- Έκδοση δημοσίων ανακοινώσεων

Κατά την έκδοση των παραπάνω αποφάσεων το συμβούλιο λαμβάνει υπόψη τη φύση και τη βαρύτητα της παράβασης και συγκεκριμένα:

- Τη διάρκεια και τη συχνότητα της παράβασης
- Τον βαθμό που η παράβαση έχει αποκαλύψει σοβαρές ή συστημικές αδυναμίες στις διαδικασίες της επιχείρησης ή στα συστήματα διαχείρισης ή στους εσωτερικούς της ελέγχους.
- Τον βαθμό κατά τον οποίο το οικονομικό έγκλημα διευκολύνθηκε, προκλήθηκε από την παράβαση ή οφειλόταν άλλως σε αυτήν
- Το εάν η παράβαση διεπράχθη εκ προθέσεως ή εξ αμελείας,

Η απόφαση του συμβουλίου κοινοποιείται χωρίς αδικαιολόγητη καθυστέρηση στον σχετικό Οργανισμό Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, κοινοποιώντας επίσης το δικαίωμα άσκησης προσφυγής του εν λόγω Οίκου για άσκηση προσφυγής κατά της απόφασης αυτής<sup>57</sup>.

### **ΙΙΙ. Αστική ευθύνη των Οίκων Αξιολόγησης**

Το 2013 ο Κανονισμός 1060/2009 τροποποιήθηκε ξανά από τον Κανονισμό 462/2013 για να ενισχύσει την προστασία των επενδυτών ρυθμίζοντας το καθεστώς της αστικής ευθύνης των Οίκων Αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, το άρθρο 35α του Κανονισμού προβλέπει ότι όταν ένας Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας έχει διαπράξει εκ προθέσεως ή εκ βαριάς αμέλειας οποιαδήποτε από τις παραβάσεις του Παρατήματος ΙΙΙ που έχει επιπτώσεις στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, ο επενδυτής ή ο εκδότης μπορεί να αξιώσει αποζημίωση από τον εν λόγω Οργανισμό για την προκληθείσα σε αυτόν ζημία από την παράβαση.

Προϋπόθεση της αξίωσης αποζημίωσης του επενδυτή είναι η απόδειξη ότι η απόφασή του για επένδυση, διακράτηση, εκποίηση του χρηματοπιστωτικού προϊόντος βασίστηκε ευλόγως ή με την δέουσα επιμέλεια σε μία αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας. Προϋπόθεση της αξίωσης αποζημίωσης του εκδότη είναι η απόδειξη ότι

---

<sup>57</sup> ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 1060/2009

ο ίδιος ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα του καλύπτονται από την εν λόγω αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας και ότι η παράβαση δεν οφείλεται σε παραπλανητικές και ανακριβείς πληροφορίες που χορήγησε ο ίδιος ο εκδότης στον Οργανισμό Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας είτε άμεσα είτε έμμεσα μέσω της δημοσίευσης πληροφοριών. Επομένως, καθίσταται σαφές ότι το βάρος απόδειξης της ζημίας το έχει ο ενάγων, δηλαδή είτε ο επενδυτής είτε ο εκδότης. Η απόδειξη πραγματοποιείται μέσω της προσκόμισης από την πλευρά του επενδυτή και του εκδότη ακριβών και λεπτομερών στοιχείων που τεκμηριώνουν ότι ο Οίκος Αξιολόγησης έχει διαπράξει παράβαση του Κανονισμού, η οποία εν συνεχεία είχε επίπτωση στην εκδοθείσα αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, η διάταξη δεν ορίζει περαιτέρω τι συνιστά «ακριβή και λεπτομερή στοιχεία». Προβλέπει αντίθετα, ότι αυτό πρέπει να αξιολογείται από το αρμόδιο εθνικό δικαστήριο, το οποίο λαμβάνει υπόψη ότι ο επενδυτής και ο εκδότης ενδέχεται να μην έχει πρόσβαση σε πληροφορίες που εμπίπτουν αποκλειστικά στη σφαίρα των Οίκων Αξιολόγησης.

Σύμφωνα με την παράγραφο 3 του Κανονισμού η αστική ευθύνη των Οργανισμών Αξιολόγησης μπορεί μόνο να περιοριστεί εκ των προτέρων, εφόσον ο περιορισμός είναι εύλογος, αναλογικός και επιτρέπεται από το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο και σε καμία περίπτωση να αποκλειστεί.

Ο ευρωπαίος νομοθέτης απέχει επίσης, από την παροχή ολοκληρωμένων ορισμών άλλων συστατικών στοιχείων. Ειδικότερα, σύμφωνα με την παράγραφο 4, όροι όπως «ζημία», «πρόθεση», «βαριά αμέλεια», «εύλογη εμπιστοσύνη», «επίπτωση», «εύλογο» και «αναλογικά» αναφέρονται στον Κανονισμό αλλά δεν ορίζονται. Οι όροι αυτοί ερμηνεύονται και εφαρμόζονται σύμφωνα με το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο, όπως καθορίζεται από τους σχετικούς κανόνες του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου. Γενικά όλα τα θέματα που αφορούν την αστική ευθύνη Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και δεν καλύπτονται από τον Κανονισμό, διέπονται από το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο, όπως καθορίζεται από τους σχετικούς κανόνες του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου.

Επομένως, πρόκειται για έναν κανονισμό με εποπτικές και κυρωτικές αρμοδιότητες, χωρίς όμως να μπορεί να παρεμβαίνει στο περιεχόμενο των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Επίσης, καθίσταται σαφές, ότι ο ευρωπαίος νομοθέτης δεν δημιούργησε έναν πλήρη και περίπλοκο ευρωπαϊκό κανόνα αστικής ευθύνης. Αντιθέτως, προβλέπει μία υποτυπώδη έννοια ευθύνης, η οποία πρέπει να συμπληρωθεί από το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο<sup>58</sup>.

### **4.3. Κανονιστικό πλαίσιο των Οίκων Αξιολόγησης στην Αμερική**

Στην Αμερική η αρχή έγινε το 2002 με το νόμο Sarbanes-Oxley. Ο συγκεκριμένος νόμος ψηφίστηκε από το Κογκρέσο ως απάντηση στα οικονομικά σκάνδαλα διαφόρων εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, όπως η Enron με στόχο την προστασία των επενδυτών από δόλιες οικονομικές ενέργειες. Ο νόμος αυτός τροποποίησε ήδη υφιστάμενους νόμους όπως τον Νόμο περί ανταλλαγής

---

<sup>58</sup> Gudula Deipenbrock «The European Civil Liability Regime for Credit Rating Agencies from the Perspective of Private International Law-Opening Pandora's Box?», Research Paper Series No 2015-02

κινητών αξιών του 1934, θεσπίζοντας μεταξύ άλλων συλλογική ευθύνη και νέες ποινικές κυρώσεις σε περίπτωση παράνομων ενεργειών της Διοίκησης<sup>59</sup>.

Στο πλαίσιο αυτού του νόμου το Κογκρέσο των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής ανέθεσε στην SEC την έκδοση έκθεσης σχετικά με τον ρόλο και τη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στη λειτουργία αγοράς κινητών αξιών. Έτσι, η SEC επρόκειτο να εξετάσει διάφορα ζητήματα αναφορικά με το ρόλο και τη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης, όπως τη ροή των πληροφοριών σε αυτούς, τις συγκρούσεις συμφερόντων, τις καταχρηστικές πρακτικές και τα τεχνητώς δημιουργημένα εμπόδια εισόδου στις ΗΠΑ από τους Εθνικά Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής Αξιολόγησης (NRSOs), ξεκινώντας σταδιακά τη διαδικασία επανεξέτασης της έννοιας των NRSOs. Προς τον σκοπό αυτό η SEC εξέδωσε τον Ιούνιο του 2003 διερευνητικό έγγραφο ζητώντας την γνώμη του κοινού σχετικά με το κατά πόσο οι αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για ρυθμιστικούς σκοπούς, κατά πόσο η πιστοποίηση των NRSOs ήταν κατάλληλη διαδικασία και γενικότερα ποιο θα πρέπει να είναι το κατάλληλο επίπεδο εποπτείας των Οίκων Αξιολόγησης, ώστε να αξιολογηθεί καλύτερα η ανάγκη θέσπισης μελλοντικής νομοθεσίας<sup>60</sup>.

Τον Σεπτέμβριο του 2003 η τεχνική επιτροπή της IOSCO δημοσίευσε τρεις εκθέσεις, οι οποίες υπογράμμιζαν τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν οι Οίκοι Αξιολόγησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την ανάγκη εξασφάλισης μεγαλύτερης αξιοπιστίας στις αξιολογήσεις τους. Έτσι, δημοσιεύθηκε τον Δεκέμβριο του 2004 ο Κώδικας Δεοντολογίας IOSCO με βασικές αρχές την ποιότητα, την ανεξαρτησία και τη διαφάνεια των Οίκων Αξιολόγησης. Ο κώδικας αυτός, όπως προαναφέρθηκε δεν είχε δεσμευτικό χαρακτήρα για τους Οίκους Αξιολόγησης αλλά η υιοθέτησή του εναπόκειτο στη διακριτική τους ευχέρεια<sup>61</sup>.

Το Κογκρέσο των ΗΠΑ ψήφισε τελικά το 2006 το Νόμο περί Μεταρρύθμισης των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, γνωστό ως Credit Rating Agency Reform Act, ο οποίος επέτρεπε στην SEC να ρυθμίζει τις εσωτερικές διαδικασίες των Οίκων Αξιολόγησης που ανήκαν στους NRSOs και να επιβλέπει την τήρηση των κανονισμών και των διαδικασιών που οι τελευταίοι όφειλαν να τηρούν. Η SEC είχε πλέον την εξουσία να αναστείλει ή ακόμα και να καταργήσει την ιδιότητα ενός Οίκου Αξιολόγησης ως NRSRO σε περίπτωση παράβασης του Νόμου<sup>62</sup>.

Το 2010 ψηφίστηκε ο νόμος «Dodd- Frank Wall Street Reform and Consumer Protection» γνωστός ως Dodd- Frank. Ο νόμος που ψηφίστηκε μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση των ενυπόθηκων δανείων στις ΗΠΑ προέβλεπε την εκτεταμένη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ, ώστε να αποφευχθεί μία βαθύτερη οικονομική κρίση. Ο νόμος αυτός κατήργησε οργανισμούς, δημιούργησε νέους και αξιοποίησε ήδη υπάρχοντες αναθέτοντάς τους νέες αρμοδιότητες. Αναφορικά με τους Οίκους Αξιολόγησης ο νόμος αυστηροποίησε το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας τους και μεταξύ άλλων προέβλεπε:

<sup>59</sup> Will Kenton «Sarbanes- Oxley Act What it does to protect investors», Investopedia, 8 May 2022

<sup>60</sup> The SEC's Office of Credit Rating and NRSRO: Regulation Past, Present and Future

<sup>61</sup> Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies

<sup>62</sup> Marwan Elkhoury «Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries», No 186, January 2008, Pages 11-12

- Εφαρμογή και γνωστοποίηση μεθοδολογιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας
- Γνωστοποίηση δεδομένων στα οποία βασίζονται οι αξιολογήσεις
- Εκπαίδευση και δοκιμή αναλυτών
- Τροποποίηση κανονισμών που απαιτούν την εξάρτηση από αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας

Γενικότερα, ο νόμος Dodd-Frank έλαβε μέτρα για την προστασία των καταναλωτών μέσω της καταπολέμησης της απάτης των ενυπόθηκων δανείων, για την φερεγγυότητα των τραπεζών απαιτώντας από τις τράπεζες να διατηρούν περισσότερα χρήματα σε αποθεματικό και για την εποπτεία των συστημικά σημαντικών εταιρειών μέσω της καθιέρωσης διαδικασίας αναδιάρθρωσης/εκκαθάρισης των εταιρειών που αποτυγχάνουν και θα αποτελέσουν κίνδυνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ<sup>63</sup>.

Το 2018 η εμβέλεια του νόμου περιορίστηκε από την κυβέρνηση Donald Trump, καθώς κατηγορήθηκε ότι η μειωμένη πρόσβαση σε κεφάλαια και πιστώσεις εμπόδιζε την οικονομική ανάπτυξη<sup>64</sup>.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>**

### **5.1 Η επίδραση των αξιολογήσεων στην πιστοληπτική ικανότητα των χωρών**

Οι επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 δεν περιορίστηκαν μόνο στις ΗΠΑ. Η κρίση αυτή εξελίχθηκε σύντομα σε παγκόσμια οικονομική κρίση, με αποτέλεσμα πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες να εκτεθούν επίσης σε μεγάλο κίνδυνο. Παρόλο δηλαδή που τα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης χορηγούνταν κυρίως στις ΗΠΑ, οι ευρωπαϊκές τράπεζες εκτέθηκαν άμεσα στον κίνδυνο, αφού αγόραζαν μέσω της διαδικασίας τιτλοποίησης επενδυτικά προϊόντα βασισμένα στα δάνεια αυτά, με αποτέλεσμα να αντιμετωπίσουν πρόβλημα ρευστότητας όταν οι αμερικανικές τράπεζες αδυνατούσαν πλέον να καταβάλλουν τα τοκομερίδια στους ομολογιούχους επενδυτές. Προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα ρευστότητας των τραπεζών και συνεπώς ο κίνδυνος κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβη σε ενέσεις ρευστότητας των τραπεζών χορηγώντας τους μεγάλες ποσότητες δημοσίου χρήματος, ώστε να απαλλαγούν από τα τοξικά χρηματοπιστωτικά προϊόντα που κατείχαν στο χαρτοφυλάκιό τους. Ταυτόχρονα, οι οικονομίες της ευρωζώνης παρουσίασαν βαθιά ύφεση, καθώς όλες οι χώρες κατέγραψαν αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ<sup>65</sup>.

<sup>63</sup> Credit Rating Agencies Regulation, Research and Policy Center

<sup>64</sup> Adam Hayes «Dodd- Frank: What it does, Major Components and Criticisms, Investopedia, 02 Aug. 2023

<sup>65</sup>

<sup>65</sup> Γιάνης Βαρουφάκης, Τάσος Πατωκός, Λευτέρης Τσερκέζης, Χρήστος Κουτσοπέτρος «Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011», Παρατηρητήριο οικονομικών και κοινωνικών εξελίξεων, Δεκέμβριος 2011, Σελ. 17-18

Αφού οι ευρωπαϊκές τράπεζες διασώθηκαν, άρχισαν να υιοθετούν πρακτικές με γνώμονα το συμφέρον τους. Ειδικότερα, άρχισαν να χορηγούν δάνεια με υψηλά επιτόκια σε κράτη με μεγάλες δανειακές ανάγκες και να επενδύουν ένα μέρος του δημοσίου χρήματος που τους χορηγήθηκε σε στοιχήματα αναφορικά με την πιθανή χρεοκοπία ορισμένων κρατών-μελών<sup>66</sup>. Έτσι, επένδυσαν σε συμβόλαια παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων γνωστά ως Credit Default Swaps (CDS), δηλαδή σε ασφαλιστικά συμβόλαια που καταρτίζονται μεταξύ δύο συμβαλλομένων με σκοπό την ανταλλαγή του πιστωτικού κινδύνου που έφερε ο εκδότης ενός ομολόγου. Ουσιαστικά, τα δύο συμβαλλόμενα μέρη είναι ο αγοραστής προστασίας και ο πωλητής προστασίας, οι οποίοι αγοράζουν και πωλούν αντίστοιχα ασφάλιση για ένα ενδεχόμενο πιστωτικό γεγονός που θα επέλθει από την πλευρά της οντότητας αναφοράς που μπορεί να είναι ένα κράτος, μία εταιρεία κλπ. Αγοραστές των CDS μπορεί να είναι επενδυτές που κατέχουν κάποιο ομόλογο αλλά και επενδυτές χωρίς κανένα ομόλογο, οπότε σε αυτή την περίπτωση γίνεται λόγος για naked CDS. Ο κίνδυνος αυτού του είδους των CDS έγκειται στο ότι ο αγοραστής τους προστατεύεται από μία αθέτηση που δεν τον αφορά και από την επέλευση της οποίας θα αποκομίσει κέρδος, ενώ ο κίνδυνος όλης της αγοράς των CDS έγκειται στην έλλειψη εποπτείας και διαφάνειας αυτής<sup>67</sup>.

Ο αγοραστής των CDS καταβάλλει περιοδικά στον πωλητή το spread (περιθώριο), δηλαδή την τιμή του συμβολαίου η οποία αναφέρεται σε μονάδες βάσης (basis points). Για παράδειγμα για CDS με spread των 200 bps που αντιστοιχεί σε 2% και για ομόλογο των 15.000.000 δολαρίων με ετήσια καταβολή ο αγοραστής θα πληρώσει ετησίως 300.000 δολάρια. Αν επέλθει ένα γεγονός αθέτησης ο αγοραστής προστασίας δικαιούται αποζημίωση από τον πωλητή, ενώ αν δεν επέλθει ο αγοραστής χάνει τα ποσά που κατέβαλε (spread) και η ισχύς του συμβολαίου λήγει. Ο πωλητής από την άλλη πλευρά λαμβάνει κανονικά τις πληρωμές και επωφελείται, εφόσον η οντότητα αναφοράς συνεχίσει κανονικά την λειτουργία της. Ένα υψηλό spread σημαίνει περισσότερες πιθανότητες για επέλευση του πιστωτικού γεγονότος<sup>68</sup>.

Η τιμή των spreads των CDS επηρεάζεται άμεσα από τα πιστωτικά γεγονότα. Ως τέτοια πιστωτικά γεγονότα νοούνται μεταξύ άλλων η χρεοκοπία μίας οντότητας, η αναδιάρθρωση χρέους και φυσικά η υποβάθμιση των αξιολογήσεων από τους Οίκους Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Αρχικά, η επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών οδηγεί σε αύξηση των επιτοκίων δανεισμού, δηλαδή σε αύξηση των spreads. Με τον όρο spread νοείται η διαφορά του επιτοκίου μεταξύ των ομολόγων της Ελλάδας και της Γερμανίας. Ταυτόχρονα, η αύξηση αυτή οδηγεί σε αύξηση των spreads των CDS.

Αυτό ακριβώς συνέβη με πολλές χώρες της Ευρώπης η οικονομία των οποίων δεν βασιζόταν σε υγιή οικονομικά δεδομένα. Σε χώρες με μεγάλες μακροοικονομικές ανισοροπίες όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Ιταλία οι

---

<sup>66</sup> Γιάνης Βαρουφάκης, Τάσος Πατωκός, Λευτέρης Τσερκέζης, Χρήστος Κουτσοπέτρος «Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011», Παρατηρητήριο οικονομικών και κοινωνικών εξελίξεων, Δεκέμβριος 2011, Σελ. 32-34

<sup>67</sup> ΤΟ ΒΗΜΑ «Τι είναι τα περίφημα CDS, 14/03/2010

<sup>68</sup> Ευρετήριο οικονομικών όρων «Ασφάλιστρα κινδύνου Credit default swaps (CDS)) διαθέσιμο στο <https://euretirio.com/asfalistra-kindinou-credit-default-swaps-cds/>



χαμηλές αξιολογήσεις οδήγησαν σε άνοδο των spreads των ομολόγων και των CDS, δηλαδή σε αύξηση του κόστους δανεισμού. Παρακάτω αναλύεται η επίδραση των βαθμολογιών των Οίκων Αξιολόγησης στην πιστοληπτική ικανότητα των δύο πρώτων χωρών της Ευρωζώνης που αντιμετώπισαν οικονομική κρίση, της Ελλάδας και της Ιρλανδίας.

## **5.2 Η περίπτωση της Ελλάδας**

Η ελληνική χρηματοπιστωτική κρίση εκδηλώθηκε μέσω μίας σειράς συνεχόμενων κρίσεων χρέους, οι επιπτώσεις της οποίας έγιναν έντονα αισθητές τον Οκτώβριο του 2008. Αν και χρονικά φαίνεται να έπεται της χρηματοπιστωτικής κρίσης των ΗΠΑ, τα βαθύτερα αίτια της ελληνικής κρίσης δεν οφείλονται σε αυτήν μιας και οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν επενδύσει ιδιαίτερα σε τίτλους που βασίζονταν στα ενυπόθηκα δάνεια των ΗΠΑ. Αντιθέτως τα αίτια της εντοπίζονται σε ενδογενείς παράγοντες και μακροχρόνιες παθολογίες της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες συγκαλύπτονταν επί σειρά ετών μέσω τεχνικών της δημιουργικής λογιστικής. Ειδικότερα, με την ένταξή της στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) η Ελλάδα απόλαυσε τα οφέλη του ενιαίου νομίσματος παραβλέποντας όμως την τήρηση των όρων που συνεπαγόταν η ένταξή της σε αυτό, δηλαδή την μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω του 3% και την μείωση του δημοσίου χρέους σε βάθος δεκαετίας σε ποσοστό μικρότερο του 60% του ΑΕΠ. Αποτέλεσμα αυτής της ασυνέπειας ήταν η υπαγωγή της Ελλάδας στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος κατά τα έτη 2004 και 2009, χωρίς ωστόσο να επέλθουν τα επιθυμητά αποτελέσματα, δηλαδή μία σταθερή βελτίωση των οικονομικών δεδομένων της χώρας. Αντιθέτως, η συνεχής αύξηση του δημοσίου και ιδιωτικού δανεισμού τροφοδότησε την κατανάλωση, η οποία αυξανόταν κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου με ρυθμούς πολύ ταχύτερους σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης<sup>69</sup>. Παράλληλα, η παραγωγική βάση συρρικνώθηκε, η ανταγωνιστικότητα μειώθηκε και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών άγγιξε πρωτοφανή επίπεδα. Παρά τη συσσώρευση όλων αυτών των μακροοικονομικών ανισορροπιών, η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας παρέμενε σε επίπεδα επενδυτικής βαθμίδας, αφού τον Οκτώβριο του 2008 βαθμολογήθηκε από την Fitch με βαθμό A<sup>70</sup>.

Το 2009 το ΑΕΠ της Ελλάδας μειώθηκε κατά 3,2%, το δημοσιονομικό και το πρωτογενές έλλειμμα άγγιξαν το 15,7% και το 10,5% του ΑΕΠ αντίστοιχα, ενώ το δημόσιο χρέος αυξήθηκε στο 126,8% του ΑΕΠ, με αποτέλεσμα η οικονομία να περιέλθει επισήμως σε φάση ύφεσης.

Οι δυσμενείς αυτές οικονομικές εξελίξεις επηρέασαν τις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης, οι οποίοι προέβησαν σε υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Τον Ιανουάριο του 2009 η Standard and Poor's προέβη σε υποβάθμιση βαθμολογώντας την Ελλάδα με A- λόγω απώλειας ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας εξακολουθώντας ωστόσο να την διατηρεί σε επίπεδο επενδυτικής βαθμίδας. Μέχρι τον Μάρτιο του 2009 η υποβάθμιση αυτή οδήγησε σε

<sup>69</sup> Γεώργιος Προβόπουλος «Το χρονικό της μεγάλης κρίσης – Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013», 2014, Σελ. 20-23

<sup>70</sup> Trading Economics “Greece-Credit Rating”

αύξηση της διαφοράς των αποδόσεων μεταξύ του δεκαετούς ελληνικού και γερμανικού ομολόγου σε 314 μονάδες βάσης και συνεπώς σε αύξηση των spreads των CDS στις 300 μονάδες βάσης.<sup>71</sup>

Η κατάσταση επιδεινώθηκε τον Οκτώβριο του ίδιου έτους, όταν οι ελληνικές αρχές ανακοίνωσαν ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2009 ήταν υπερδιπλάσιο του προβλεπόμενου και ότι το έλλειμμα του 2008 ήταν επίσης αυξημένο συγκριτικά με τις προηγηθείσες εκτιμήσεις. Αυτή η εσφαλμένη δημοσίευση επίσημων στατιστικών στοιχείων και η σημαντική αναθεώρησή τους επηρέασαν αρνητικά την εμπιστοσύνη της αγοράς και οδήγησαν τους Οίκους Αξιολόγησης σε εκ νέου υποβάθμιση. Συγκεκριμένα, στις 22 Οκτωβρίου του 2009 η Ελλάδα βαθμολογήθηκε από την Fitch με A- και λίγες ημέρες αργότερα, στις 29 Οκτωβρίου βαθμολογήθηκε από την Moody's με A1. Οι υποβαθμίσεις συνεχίστηκαν με την Standard and Poor's να βαθμολογεί την Ελλάδα στις 7 Δεκεμβρίου του ίδιου έτους με A-, την Fitch να την βαθμολογεί στις 8 Δεκεμβρίου με BBB+, την Standard and Poor's να την υποβαθμίζει εκ νέου στις 16 Δεκεμβρίου σε BBB+, αυξάνοντας τη διαφορά απόδοσης μεταξύ των ελληνικών και των γερμανικών ομολόγων πενταετούς και δεκαετούς διάρκειας κατά 93 και 58 μονάδες βάσης αντίστοιχα. Στις 22 Δεκεμβρίου η πτώση της βαθμολογίας της Moody's σε A2, εκτόπισε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας από την επενδυτική βαθμίδα<sup>72</sup>.

Οι αγορές αντέδρασαν έντονα σε αυτήν την αρνητική εξέλιξη με το κόστος της χρηματοδότησης του ελληνικού χρέους να αγγίζει μη βιώσιμα επίπεδα. Στις 27 Ιανουαρίου 2010 το spread των δεκαετών ελληνικών ομολόγων ανήλθε στις 320 μονάδες βάσης, ενώ στις μία ημέρα αργότερα, στις 28 Ιανουαρίου το spread των πενταετών ελληνικών ομολόγων ανήλθε στις 369 μονάδες βάσης. Μέσα στο επόμενο διάστημα οι αποδόσεις άγγιζαν τις 400 μονάδες βάσης. Η αύξηση αυτή σηματοδότησε την έξοδο της χώρας από τις αγορές και η έξοδος αυτή με την σειρά της προμήνυε τον κίνδυνο χρεοκοπίας της χώρας, αφού το επιτόκιο του δεκαετούς ομολόγου κυμαινόταν στο 6%<sup>73</sup>.

Ως λύση για την αποφυγή της χρεοκοπίας και τη διάσωση της χώρας επιλέχθηκε η λήψη οικονομικής βοήθειας. Έτσι, στις 23 Απριλίου 2010 ο τότε πρωθυπουργός της Ελλάδος ανακοίνωσε ότι ζήτησε τη συνδρομή των εταίρων και του ΔΝΤ σηματοδοτώντας παράλληλα την απαρχή του μνημονίου για την χώρα<sup>74</sup>.

Στον ίδιο κιάλας μήνα η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας υποβαθμίστηκε ξανά. Ειδικότερα, η Ελλάδα βαθμολογήθηκε στις 9 Απριλίου με BBB- από την Fitch, στις 22 Απριλίου με A3 από την Moody's και στις 27 Απριλίου με BB+ από την Standard and Poor's εντάσσοντάς επισήμως τα ελληνικά ομόλογα στην κατηγορία «junk». Παράλληλα τα spreads των δεκαετών ομολόγων ξεπέρασαν τις 1000 μονάδες βάσης.

Στις αρχές Μαΐου 2010 ενεργοποιήθηκε ο μηχανισμός στήριξης της ελληνικής οικονομίας με την εκταμίευση ενός δανείου 110 δισεκατομμυρίων ευρώ, εκ των οποίων τα 80 δις προέρχονταν από την Ευρωπαϊκή Ένωση και τα 30 δις από το ΔΝΤ.

<sup>71</sup> Γεώργιος Προβόπουλος «Νομισματική Πολιτική 2009- 2010», Μάρτιος 2010, Σελ. 74

<sup>72</sup> Γεώργιος Προβόπουλος «Το χρονικό της μεγάλης κρίσης – Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013», 2014, Σελ. 40-42

<sup>73</sup> Γεώργιος Προβόπουλος «Νομισματική Πολιτική 2009- 2010», Μάρτιος 2010, Σελ. 75-76

<sup>74</sup> Internet Archive-Wayback machine «Προσφυγή της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης ανακοίνωσε ο πρωθυπουργός», 23/04/2010

Ως προϋπόθεση όμως της εκταμίευσης του δανείου τέθηκε η εφαρμογή εκ μέρους της Ελλάδας ενός προγράμματος διαθρωτικών μεταρρυθμίσεων, γνωστού ως Μνημόνιο με αυστηρούς δεσμευτικούς όρους που περιελάμβανε μειώσεις μισθών, περικοπές κοινωνικών παροχών κλπ. Αρμόδια για την επίβλεψη της τήρησης των μέτρων αυτών ορίστηκε η ΤΡΟΙΚΑ, η οποία απαρτιζόταν από εκπροσώπους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Τον Δεκέμβριο του 2010 οι αξιολογήσεις των Standard and Poor's και Fitch παρέμειναν ως είχαν, ενώ η Moody's υποβάθμισε την αξιολόγησή της σε Βα1.

Στις 14 Ιανουαρίου του 2011 η Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από BBB- σε BB+. Λίγο αργότερα, τον Μάρτιο του 2011 αποφασίστηκε η αλλαγή των όρων των δανείων της Ελλάδας με επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των δανείων σε 7,5 έτη και μείωση του επιτοκίου κατά 100 μονάδες βάσης. Την απόφαση αυτή ακολούθησαν νέες υποβαθμίσεις. Στις 29 Μαρτίου 2011 η μείωσε Standard and Poor's την βαθμολογία της σε BB- και στις 9 Μαΐου σε B. Επίσης, στις 9 Μαΐου η Ελλάδα έλαβε βαθμολογία B1 από την Moody's και B+ στις 20 Μαΐου από την Fitch. Η πτωτική πορεία των αξιολογήσεων συνεχίστηκε και τους επόμενους μήνες, με την Ελλάδα να λαμβάνει Caa1 στις 1 Ιουνίου από την Moody's, CCC στις 13 Ιουνίου από την Standard and Poor's και την Fitch, Ca στις 25 Ιουλίου από την Moody's και CC στις 27 Ιουλίου από την Standard and Poor's, αμέσως μετά δηλαδή την έναρξη των συζητήσεων για το δεύτερο πακέτο στήριξης προς την Ελλάδα<sup>75</sup>. Μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2011 τα δεκαετή ελληνικά ομόλογα είχαν εκτιναχθεί στις 1.878 μονάδες βάσεις έναντι των γερμανικών, ενώ τα πενταετή CDS είχαν διαμορφωθεί στις 4.851 μονάδες βάσεις<sup>76</sup>.

Οι συζητήσεις αυτές ξεκίνησαν εξαιτίας της οικονομικής συρρίκνωσης και του φόβου περί επέλευσης μίας συστημικής κρίσης που θα οδηγούσε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Έτσι, αν και το πρώτο Μνημόνιο σχεδιάστηκε για να διαρκέσει μέχρι τον Ιούνιο του 2013, τον Μάρτιο του 2012 συμφωνήθηκε με τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ το δεύτερο πακέτο οικονομικής βοήθειας που ανερχόταν συνολικά στα 172,6 δισ. ευρώ. Βασικό χαρακτηριστικό του δεύτερου αυτού προγράμματος ήταν η «συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα» (PSI) σε μία προσπάθεια «κουρέματος» των ελληνικών ομολόγων και μείωσης του ελληνικού χρέους, γεγονός που επέφερε όμως καταστροφικές συνέπειες στον τραπεζικό τομέα, αφού οι ελληνικές τράπεζες κατείχαν στο χαρτοφυλάκιό τους μεγάλο ποσοστό των κρατικών ομολόγων. Για τη διάσωση των τραπεζών κατέστη αναγκαία η ανακεφαλαιοποίησή τους για την υλοποίηση της οποίας το ελληνικό κράτος δαπάνησε υπέρογκα ποσά κι έτσι το ελληνικό κράτος αντιμετώπισε μία νέα κρίση, δηλαδή την τραπεζική κρίση του 2012.

Πριν την ψήφιση του δεύτερου Μνημονίου και συγκεκριμένα στις 22 Φεβρουαρίου 2012, η Fitch προέβη σε νέα υποβάθμιση της Ελλάδας αξιολογώντας την με C, ενώ στις 9 Μαρτίου την κατέταξε στην κατηγορία RD, δηλαδή ένα βήμα πριν την πτώχευση. Στην αντίστοιχη κατηγορία της, κατέταξε και από την Standard and Poor's στις 27 Φεβρουαρίου, ενώ στις 2 Μαρτίου υποβαθμίστηκε και από την Moody's λαμβάνοντας την βαθμολογία C. Μετά την ψήφιση του δεύτερου Μνημονίου η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας αναβαθμίστηκε για πολύ λίγο

<sup>75</sup> Trading economics “Greece-Credit Rating”

<sup>76</sup> «Εκτός ελέγχου τα spread- «δείχνουν 92% πιθανότητα χρεοκοπίας τα CDS», Capital.gr, 09/09/2011

χωρίς φυσικά να επιπίπτει σε επενδυτική βαθμίδα, με την Fitch να την κατατάσσει στις 13 Μαρτίου στην κατηγορία B-, δηλαδή πιθανής χρεοκοπίας και τα spreads των ελληνικών 10ετών ομολόγων να εκτινάσσονται στις 3.677 μονάδες βάσεις<sup>77</sup>. Η Standard and Poor's την κατέταξε στις 2 Μαΐου στην κατηγορία CCC για να επανέλθει στα προηγούμενα επίπεδα έναν μήνα αργότερα.

Διάγραμμα 1: Η απόδοση των ελληνικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας



Πηγή: <https://www.kathimerini.gr/politics/780351/oi-oikoi-axiologisis-epitachynan-ti-chreokopia/>

Τον Ιούλιο του 2015 και με την διαφορά απόδοσης του ελληνικού με το γερμανικό δεκαετές ομόλογο να διαμορφώνεται στις 1.865 μονάδες βάσης<sup>78</sup>, η τότε ελληνική κυβέρνηση συνήψε νέα δανειακή σύμβαση ύψους 86 δις. Ευρώ με τους δανειστές, υπογράφοντας παράλληλα το «Τρίτο Μνημόνιο». Οι βαθμολογίες των Moody's, Standard and Poor's, Fitch το καλοκαίρι του 2015 ήταν Caa3, CCC+, CCC αντίστοιχα.

<sup>77</sup> Νίκας Σωτήρης «Οι οίκοι αξιολόγησης επιτάχυναν τη χρεοκοπία», Η Καθημερινή, 20/08/2014

<sup>78</sup> Φιλιππίδης Νίκος «Μηδένισε το spread της αμφισβήτησης», Οικονομικός ταχυδρόμος, 15/05/2023

Διάγραμμα 2: Ιστορική αναδρομή των γεγονότων της ελληνικής κρίσης και η επίδρασή τους στην απόδοση των ελληνικών ομολόγων

### The chronology of the Greek crisis



Πηγή: <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/greek-crisis-17-2017/en/>

Τον Ιούλιο του 2017 η χώρα βγαίνει στις αγορές εκδίδοντας 5ετές ομόλογο με επιτόκιο δανεισμού 4,625%, ενώ τον Αύγουστο του 2018 ανακοινώνεται από τον τότε πρωθυπουργό η έξοδος της χώρας από τα Μνημόνια.

Τον Μάρτιο του 2019 αναβαθμίζει την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας κατά 2 μονάδες και την τοποθετεί στο B1. Είναι γεγονός πως έκτοτε η βαθμολογία της Ελλάδας βελτιώνεται. Αν και η πιστοληπτική της ικανότητα δεν έχει ενταχθεί ακόμα σε επενδυτική βαθμίδα, πολλοί πιστεύουν πως αυτό θα επιτευχθεί στο εγγύς μέλλον.

### 5.3. Η περίπτωση της Ιρλανδίας

Η Ιρλανδία ήταν επίσης μία από τις χώρες της Ευρωζώνης που βρέθηκε στο στόχαστρο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Μάλιστα, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η μεταστροφή της οικονομίας της Ιρλανδίας είναι ίσως η πιο δραματική από κάθε άλλη χώρα της ευρωζώνης. Και αυτό γιατί η Ιρλανδία μέχρι το 2007 διένυε μία περίοδο υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, χαμηλής ανεργίας και δημοσιονομικών πλεονασμάτων. Ειδικότερα, η οικονομική ανάπτυξη της Ιρλανδίας άρχισε να παρουσιάζεται στα τέλη του 20<sup>ου</sup> αιώνα, με τους δείκτες της ανεργίας στα μέσα της δεκαετίας του 1990 να αντιστρέφονται θετικά. Ένα μεγάλο ποσοστό

γυναικείου πληθυσμού ήταν πρόθυμο πλέον να εισέλθει στο εργατικό δυναμικό, ενώ Ιρλανδοί, οι οποίοι είχαν εγκαταλείψει την πατρίδα τους λόγω οικονομικών συνθηκών επέστρεφαν πλέον στην Ιρλανδία με νέες θέσεις εργασίας. Η απασχόληση αυξήθηκε σταθερά από 1,1 εκατομμύρια στα τέλη της δεκαετίας του 1980 σε 2,1 εκατομμύρια το 2007, ενώ η οικονομική ανάπτυξη ανερχόταν κατά μέσο όρο σε 6,3% ετησίως.

Αυτή η εξαιρετική οικονομική ανάπτυξη επέτρεψε στην ιρλανδική κυβέρνηση να μειώσει την φορολογία και να αυξήσει τις δημόσιες δαπάνες αυξάνοντας μεταξύ άλλων τους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων. Παράλληλα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χαλάρωσαν τον έλεγχο του δανεισμού και άρχισαν να χορηγούν δάνεια με ιστορικά χαμηλά επιτόκια. Συγκεκριμένα, τα επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων που παραδοσιακά ανέρχονταν σε 10%, κατά την περίοδο εκείνη κατέρρευσαν και ανέρχονταν πλέον σε ποσοστό μικρότερο του 5%. Αποτέλεσμα αυτού ήταν η αύξηση της ζήτησης των κατοικιών κι επομένως, η αύξηση της κατασκευαστικής δραστηριότητας στην Ιρλανδία. Ιδίως μετά το 2002 η κατασκευαστική δραστηριότητα αποτέλεσε τον κυρίαρχο τομέα απασχόλησης στην οικονομία της Ιρλανδίας.

Όμως, η αύξηση της ζήτησης προκάλεσε ως φυσικό επακόλουθο την αύξηση των τιμών των κατοικιών και συγκεκριμένα τον διπλασιασμό τους από το 2000 έως το 2006 δημιουργώντας έτσι μία μεγάλη φούσκα, η οποία έσκασε το καλοκαίρι του 2007. Καθώς, οι τιμές των ακινήτων μειώθηκαν η ζήτηση για νέες κατοικίες μειώθηκε επίσης, κι έτσι η οικονομία έχασε μία σημαντική πηγή κρατικών εισόδων, αυτήν της κατασκευαστικής δραστηριότητας. Αποτέλεσμα αυτού ήταν η αύξηση της ανεργίας, γεγονός που οδήγησε όλες τις τράπεζες που δάνειζαν ανεξέλεγκτα στεγαστικά δάνεια ένα βήμα πριν την χρεοκοπία, αφού οι δανειζόμενοι δεν είχαν πλέον επαρκή έσοδα από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία για την αποπληρωμή των δανειακών τους υποχρεώσεων.<sup>79</sup> Αρχικά, οι τράπεζες φάνηκε να ανταπεξέρχονται στην κατάρρευση αυτή. Η κατάσταση όμως, επιδεινώθηκε μόλις ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση το 2008, καθώς οι ζημιές των ιρλανδικών τραπεζών από την κατασκευαστική δραστηριότητα άρχισαν να τρομάζουν τους διεθνείς επενδυτές ομολόγων και του ξένους καταθέτες, γεγονός που θα ενέτεινε αφενός τον δισταγμό των τελευταίων για επένδυση σε ιρλανδικά ομόλογα, αφετέρου την εξάρτηση του δανεισμού των ιρλανδικών τραπεζών από το Ευρωσύστημα.

Μέχρι τότε οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ιρλανδίας δεν υπέκρυπταν κανέναν κίνδυνο της ιρλανδικής οικονομίας, καθώς οι τρεις μεγάλοι Οίκοι Αξιολόγησης την τοποθετούσαν στο υψηλότερο επίπεδο της επενδυτικής βαθμίδας. Ωστόσο, ο φόβος της ζημίας των ιρλανδικών τραπεζών άρχισε σταδιακά να αποτυπώνεται και στις αξιολογήσεις τους. Έτσι, η πρώτη υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ιρλανδίας σημειώθηκε στις 30 Μαρτίου 2009 από την Standard and Poor's, η οποία την βαθμολόγησε με AA+, ακολούθησε στις 8 Απριλίου η υποβάθμιση της Fitch στην ίδια βαθμολογία, ενώ στις 8 Ιουνίου ακολούθησε δεύτερη υποβάθμιση από την Standard and Poors σε AA. Στις 2 Ιουλίου υποβαθμίστηκε και από την Moody's σε Aa1, ενώ στις 4 Νοεμβρίου ξανά

---

<sup>79</sup> Μητσός Μιχάλης-Λιναρδάτου Οντίν «Ξένες επενδύσεις, Παιδεία και Εξωστρέφεια: Πώς σώθηκε η Ιρλανδία», διαNEOσις, Ιούνιος 2019

υποβαθμίστηκε από την Fitch σε AA.<sup>80</sup> Οι υποβαθμίσεις αυτές οδήγησαν σε αύξηση των spreads των ομολόγων και των CDS.

Τον Δεκέμβριο του 2009 η ιρλανδική κυβέρνηση, αποφάσισε να προβεί σε εγγύηση όλων των καταθέσεων των τραπεζών. Ειδικότερα, η εγγύηση αυτή έγινε μέσω της δημιουργίας μίας τράπεζας με την επωνυμία «Εθνική Υπηρεσία Διαχείρισης Περιουσιακών Στοιχείων» (National Asset Management Agency, NAMA), η οποία θα αγόραζε όλα τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια μετατρέποντας έτσι τα ιδιωτικά χρέη σε δημόσια. Ειδικότερα, η NAMA αγόραζε την αγοραία αξία κάθε οφειλέτη που δεν μπορούσε να αποπληρώσει τις δανειακές του υποχρεώσεις. Έτσι όμως, η αγοραία αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων που απέκτησε η NAMA ανήλθε σε 29 δις., ενώ η ονομαστική αξία αυτών ανερχόταν σε 74 δις. Παράλληλα, οι υποκείμενες ασφαλίσεις ήταν περίπου 35 δις. λιγότερα συγκριτικά με τα ποσά που είχαν δανείσει οι τράπεζες. Στη συνέχεια, η NAMA εξέδωσε κατόπιν άδειας της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως αντάλλαγμα για τα δάνεια που απέκτησε ομόλογα ποσού άνω των 31 δις., δηλαδή 2 δις. παραπάνω από την αγοραία αξία, διαφορά που θεωρήθηκε κρατική ενίσχυση. Έπειτα, οι ιρλανδικές τράπεζες από τις οποίες η NAMA αγόρασε τα δάνεια, εξαργύρωσαν τα ομόλογα στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα κι έτσι αυτές έλαβαν πάνω από 31 δις. σε μετρητά ρευστοποιώντας τα στεγαστικά δάνεια. Οι τράπεζες αυτές πούλησαν όμως περιουσιακά στοιχεία αξίας 74 δις. για 31 δις., γεγονός που προκάλεσε μεγάλες ελλείψεις κεφαλαίων. Λόγω των ελλείψεων αυτών οι τράπεζες δεν μπορούσαν να εκπληρώσουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις της Βασιλείας III με αποτέλεσμα η κυβέρνηση να αναγκαστεί να τους χορηγήσει πρόσθετα κεφάλαια. Τα ομόλογα που εξέδωσε η NAMA σε συνδυασμό με την χορήγηση των πρόσθετων κεφαλαίων κόστισαν συνολικά στο κράτος 64 δις. Η βοήθεια αυτή προκάλεσε τεράστιο δημοσιονομικό έλλειμμα που αντιστοιχούσε στο 55% του ΑΕΠ, γεγονός που κατέστησε επιτακτική την ανάγκη ελέγχου του ελλείμματος του προϋπολογισμού. Αυτό πρακτικά σήμαινε λήψη πακέτου μέτρων με στόχο τη μείωση του κόστους και την αύξηση των εσόδων του δημοσίου ταμείου<sup>81</sup>.

Στις 24 Αυγούστου 2010 η Standard and Poor's υποβίβασε περαιτέρω την πιστοληπτική ικανότητα της Ιρλανδίας σε AA-. Στις 6 Οκτωβρίου η Fitch προέβη επίσης σε υποβάθμιση και συγκεκριμένα σε A+. Τον Νοέμβριο του ίδιου έτους η ιρλανδική κυβέρνηση υπέβαλε αίτημα οικονομικής διάσωσης στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, καθώς τα επιτόκια δανεισμού είχαν εκτοξευθεί και η Ιρλανδία είχε αποκλειστεί από τις αγορές. Η αίτηση, η οποία προέβλεπε δανειοδότηση ύψους περίπου 90 δις ευρώ και τριετές πρόγραμμα εποπτείας εγκρίθηκε στις 21 Νοεμβρίου από τους υπουργούς Οικονομικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι, ο ιρλανδικός λαός επρόκειτο να βιώσει αυστηρά μέτρα λιτότητας που περιελάμβαναν μεταξύ άλλων περικοπές μισθών, συντάξεων και αύξηση της ανεργίας.

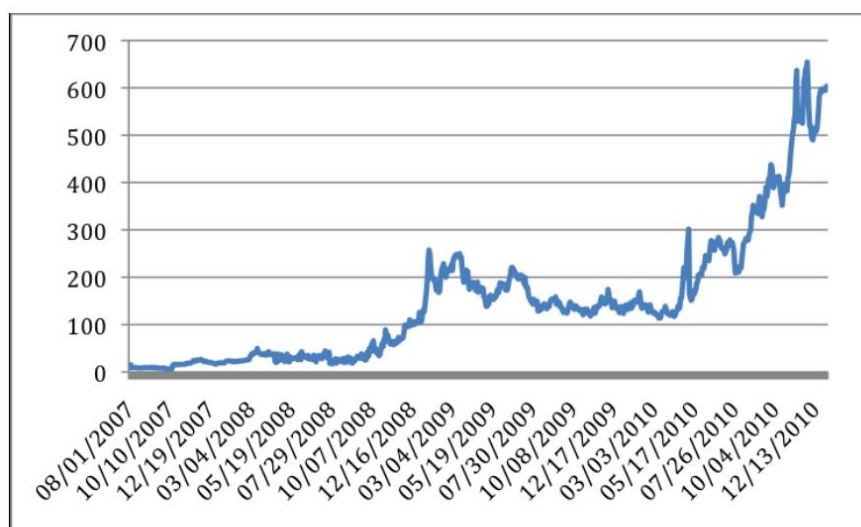
Οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας οδήγησαν σε αύξηση των αποδόσεων των ιρλανδικών ομολόγων. Όπως προκύπτει από το κάτωθι διάγραμμα η πρώτη αισθητή αύξηση της απόδοσης των ιρλανδικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας έναντι των γερμανικών σημειώθηκε το πρώτο μισό του 2009, μετά δηλαδή τις πρώτες

<sup>80</sup> *Trading economics* "Ireland- Credit Rating"

<sup>81</sup> *Bryan McEnery* «Η τραπεζική κρίση της Ιρλανδίας: NAMA, ένα όχημα αναδιάρθρωσης μη εξυπηρετούμενων δανείων», Accountancy Greece, Τεύχος 26°

υποβαθμίσεις από την Standard and Poor's και την Fitch. Μετά τις περαιτέρω υποβαθμίσεις που ακολούθησαν από τους Οίκους Αξιολόγησης το δεύτερο μισό του 2010, η απόδοση αυτή συνέχισε να αυξάνεται με αποκορύφωμα το Νοέμβριο του 2010, όποτε η ιρλανδική κυβέρνηση υπέβαλε αίτημα οικονομικής ενίσχυσης και η απόδοση διαμορφώθηκε σχεδόν στις 700 μονάδες βάσης. Η μεταβολή αυτή δεν αποτέλεσε έκπληξη δεδομένης της αποσταθεροποίησης της οικονομίας της Ιρλανδίας και της υποβάθμισης της πιστοληπτικής της ικανότητας.

Διάγραμμα 3: Πορεία απόδοσης ιρλανδικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας



Spread between Ten-Year Bonds: Ireland over Germany.

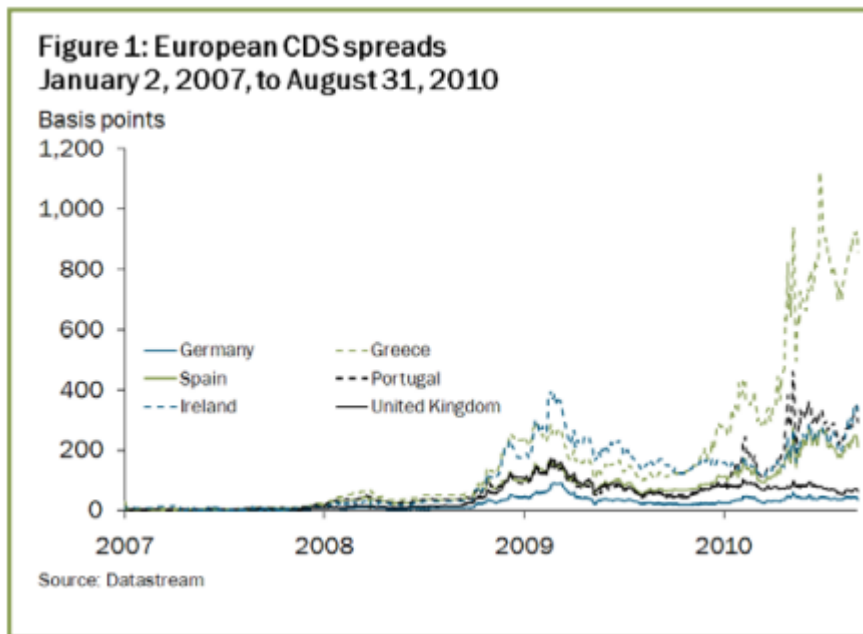
Πηγή: [https://www.researchgate.net/figure/Spread-between-Ten-Year-Bonds-Ireland-over-Germany\\_fig5\\_228222691](https://www.researchgate.net/figure/Spread-between-Ten-Year-Bonds-Ireland-over-Germany_fig5_228222691)

Αντίστοιχα εξέλιξη παρουσιάστηκε και στα CDS. Όπως προκύπτει από το κάτωθι διάγραμμα τα spreads των ιρλανδικών CDS αυξάνονται σημαντικά το πρώτο μισό του 2009, μετά δηλαδή τις πρώτες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ιρλανδίας και ανέρχονται περίπου στις 400 μονάδες βάσης. Προτού η ιρλανδική κυβέρνηση προβεί σε εγγύηση των υποχρεώσεων των ιρλανδικών CDS τραπεζών τα spreads των ιρλανδικών CDS παρουσίασαν πτώση. Μετά όμως την κρατική εγγύηση και έως τις 31 Αυγούστου 2010 η τιμή αυτή δεν διαμορφώθηκε ποτέ σε λιγότερες από 60 μονάδες βάσης, ενώ άγγιξε ως μέγιστη τιμή τις 396 μονάδες βάσης<sup>82</sup>.

<sup>82</sup>Gerald P. Dwyer and Thomas Flavin "Credit Default Swaps on Government Debt: Mindless Speculation?" Notes from the Vault, September 2010



Διάγραμμα 4: Πορεία απόδοσης ιρλανδικών CD



Πηγή: <https://mural.maynoothuniversity.ie/8451/1/nftv0910.pdf>

Δεδομένων των εξελίξεων, ακολούθησαν νέες υποβαθμίσεις της Ιρλανδίας. Συγκεκριμένα, την υποβάθμισε στις 2 Φεβρουαρίου 2011 η Standard and Poor's σε A-, στις 1 Απριλίου η Standard and Poor's ξανά και η Fitch σε BBB+ , στις 15 Απριλίου και στις 12 Ιουλίου η Moody's σε Baa3 και σε Ba1 αντίστοιχα.

Όταν η Moody's μείωσε την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε «κερδοσκοπικής βαθμίδας» οι αποδόσεις των κρατικών ιρλανδικών ομολόγων εκτινάχθηκαν σε υψηλά ρεκόρ. Τότε οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων εκτινάχθηκαν κατά 61 μονάδες βάσης ημερησίως, ποσοστό που αποτέλεσε ρεκόρ ημερήσιας ανόδου σε διάστημα μιας εβδομάδας. Παράλληλα, η διαφορά της απόδοσης των ιρλανδικών ομολόγων έναντι των γερμανικών διευρύνθηκε στις 1.144 μονάδες βάσης ενώ το κόστος ασφάλισης του ιρλανδικού χρέους έναντι χρεοκοπίας (CDS) διαμορφώθηκε επίσης στα υψηλότερα όλων των εποχών επίπεδα<sup>83</sup>.

Μέσα στην επόμενη τριετία οι αξιολογήσεις παρέμειναν από τους τρεις μεγάλους Οίκους Αξιολόγησης σχεδόν σταθερές. Μετά την πάροδο της τριετίας η οικονομία της Ιρλανδίας ανέκαμψε σημαντικά κυρίως χάρη στην σταθερή και χαμηλή φορολογία που επέβαλε αλλά και στην υψηλή προσέλκυση Άμεσων Ξένων Επενδύσεων. Ως αποτέλεσμα της βελτιωμένης οικονομικής κατάστασης το κόστος

<sup>83</sup> *Emelia Sithole-Matarise* "EURO GOVT-Irish yields hit record high after ratings cut", Reuters, July 13, 2011

των δεκαετών κρατικών ομολόγων μειώθηκε από το ιστορικά υψηλό ποσοστό του 12% τον Ιούλιο του 2011 σε λιγότερο από 4% το 2013. Στις 26 Ιουλίου 2012 και για πρώτη φορά μετά τον Σεπτέμβριο του 2010 η Ιρλανδία μπόρεσε να επιστρέψει στις αγορές εκδίδοντας πενταετή και οκταετή ομόλογα με επιτόκιο 5,9% και 6,1% αντίστοιχα. Τον Δεκέμβριο του 2013 η Ιρλανδία κατάφερε να αποδεσμευτεί από το πρόγραμμα διάσωσης, ενώ τον Μάρτιο του 2013 κατάφερε να αποκτήσει πλήρη δανειοδοτική πρόσβαση στις αγορές εκδίδοντας 10ετή ομόλογα με απόδοση 4,3%.<sup>84</sup> Οι θετικές αυτές εξελίξεις αποτυπώθηκαν στην συνέχεια και στις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης, καθώς το 2013 κατέταξαν την πιστοληπτική ικανότητα της Ιρλανδίας σε επίπεδο επενδυτικής βαθμίδας.

### **Συμπεράσματα**

Η επιρροή των Διεθνών Οίκων Αξιολόγησης στη διαμόρφωση της οικονομικής κατάστασης μίας οντότητας, είτε κρατικής είτε ιδιωτικής είναι αναντίρρητη. Η λήψη υπόψη της κρίσης τους αποτελούσε ανέκαθεν απαραίτητη ενέργεια για τους περισσότερους επενδυτές. Επί σειρά ετών η κρίση τους θεωρούνταν πλήρως αντικειμενική και το πλέον αποτελεσματικό μέσον μείωσης της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των μερών. Ωστόσο, με την εισαγωγή του μοντέλου «ο εκδότης πληρώνει» η αντικειμενικότητα της κρίσης τους αμφισβητήθηκε έντονα. Στο βωμό του κέρδους, οι τρεις Οίκοι Αξιολόγησης που καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς, η Standard and Poor's, η Fitch και η Moody's απέτυχαν συστηματικά να προβλέψουν πολλούς μεγάλους οικονομικούς κινδύνους που εξελίχθηκαν σε οικονομικές κρίσεις παγκόσμιας εμβέλειας.

Η επίδραση όμως των Οίκων Αξιολόγησης δεν περιορίζεται μόνο στο στάδιο της πρόβλεψης. Ναι μεν η αδυναμία πρόβλεψης, δηλαδή η απόδοση υψηλών βαθμολογιών σε οντότητες χωρίς υγιή δημοσιονομικά δεδομένα επιφέρει ολέθριες οικονομικές καταστροφές για τους επενδυτές, οι οποίοι συνεχίζουν να επενδύουν σε μη βιώσιμες επενδυτικές δραστηριότητες, ωστόσο δε και μετά την κατάρρευση μίας οντότητας οι βαθμολογίες τους συνεχίζουν να επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την εξέλιξη τους. Το μέγεθος αυτής της επίδρασης έγινε αντιληπτό μέσω της ανάλυσης των χαμηλών βαθμολογιών που δόθηκαν σε χώρες της ευρωζώνης που αντιμετώπισαν οικονομική κρίση. Κάθε πτώση της βαθμολογίας της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας συνεπάγεται αύξηση των spreads των ομολόγων και των CDS, με αποτέλεσμα τον αποκλεισμό της χώρας από τις αγορές και τον αναγκαστικό δανεισμό τους από την Ευρωπαϊκή Ένωση, ο οποίος συνοδεύεται από αυστηρά μέτρα λιτότητας για τους πολίτες με στόχο την οικονομική ανάκαμψη.

Τελικώς, το μέγεθος της δύναμής τους ίσως μπορεί να γίνει αντιληπτό μέσα από την δήλωση του αρθρογράφου των New York Times Thomas Friedman, η οποία έχει ως εξής: «Υπάρχουν δύο υπερδυνάμεις στον κόσμο σήμερα, οι ΗΠΑ και η Moody's. Οι ΗΠΑ μπορούν να καταστρέψουν μία χώρα ρίχνοντας βόμβες και η Moody's μπορεί να καταστρέψει μία χώρα υποβαθμίζοντας τα ομόλογά της. Και πιστέψτε με, δεν είναι ξεκάθαρο πολλές φορές ποια είναι πιο ισχυρή»<sup>85</sup>.

<sup>84</sup> *Irish Times Reporters* "Bond yields hit record high", Irish Times, Jul 14, 2011

<sup>85</sup> *Thomas L. Friedman* "Foreign Affairs: Don't Mess with Moody's", The New York Times, Feb. 22, 1995

## **Βιβλιογραφία**

Ελληνική:

- Barbara Casu, Claudia Girardone, Philip Molyneyx «Εισαγωγή στην Τραπεζική». 2<sup>η</sup> Έκδοση
- Μουρμούρας Ιωάννης «Η Διπλή Κρίση Δημοσίου Χρέους-Τραπεζών», Τόμος Α', 2015
- Προβόπουλος Γεώργιος «Το χρονικό της μεγάλης κρίσης – Η Τράπεζα της Ελλάδος 2008-2013», 2014

Ξενόγλωσση:

- Herwig Langohr, Patricia Langohr “The Rating Agencies and Their Credit Ratings: what they are, how they work and why they are relevant”, 2008

## **Διαδικτυακές Πηγές**

Ελληνικές:

- Banking News «Διαδικασία και συστήματα των Οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», 10/12/2016 διαθέσιμο στο <https://www.bankingnews.gr/bankingnews-questions-and-answers1/%CF%84%CE%B1-%CF%83%CF%84%CE%B1%CF%84%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AC-%CF%84%CE%B7%CF%82-%CE%B7%CE%BC%CE%AD%CF%81%CE%B1%CF%82/item/284242-%CE%B4%CE%B9%CE%B1%CE%B4%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CF%83%CE%AF%CE%B1-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-%CF%83%CF%85%CF%83%CF%84%CE%AE%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B1-%CF%84%CF%89%CE%BD-%CE%BF%CE%AF%CE%BA%CF%89%CE%BD-%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82-%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82-%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82-edit-this-post.html>
- Bryan McEnergy «Η τραπεζική κρίση της Ιρλανδίας: NAMA, ένα όχημα αναδιάρθρωσης μη εξυπηρετούμενων δανείων», Τεύχος 26<sup>ο</sup> <https://www.accountancygreece.gr/%CE%B7->

[%CF%84%CF%81%CE%B1%CF%80%CE%B5%CE%B6%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7-%CF%84%CE%B7%CF%82-%CE%B9%CF%81%CE%BB%CE%B1%CE%BD%CE%B4%CE%AF%CE%B1%CF%82-nama-%CE%AD%CE%BD%CE%B1-%CF%8C/](https://www.capital.gr/agores/1278204/ektos-elegxou-ta-spread-deixnoun-92-pithanotita-xreokopias-ta-cds/)

- Capital. gr. «Εκτός ελέγχου τα spread- “δείχνουν” 92% πιθανότητα χρεοκοπίας τα CDS», 09 Σεπτεμβρίου 2011 διαθέσιμο στο <https://www.capital.gr/agores/1278204/ektos-elegxou-ta-spread-deixnoun-92-pithanotita-xreokopias-ta-cds/>
- Internet Archive «Προσφυγή της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης ανακοίνωσε ο πρωθυπουργός», 23/04/2010 διαθέσιμο στο <https://web.archive.org/web/20100516143150/http://www.in.gr/news/article.asp?lngEntityID=1129265>
- Βαρουφάκης Γιάνης, Τάσος Πατωκός, Χρήστος Κουτσοπέτρος «Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011», Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Δεκέμβριος 2011 διαθέσιμο στο <https://www.inegsee.gr/wp-content/uploads/2014/04/files/study-17.pdf>
- Βικιπαίδεια «Οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» διαθέσιμο στο [https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CF%82\\_%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3\\_%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82\\_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82](https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CF%82_%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3_%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82)
- Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο: Ειδική Έκθεση «Εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την ΕΕ: εδραιωμένη αλλά όχι πλήρως αποτελεσματική», 2015 διαθέσιμο στο [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15\\_22/SR\\_ESMA\\_EL.pdf](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15_22/SR_ESMA_EL.pdf)
- Ευρετήριο οικονομικών όρων «Πιστοληπτική Ικανότητα/Διαβάθμιση (Credit Rating) διαθέσιμο στο <https://euretirio.com/pistoliptiki-ikanotita/>
- Ευρετήριο οικονομικών όρων «Ασφάλιστρα κινδύνου Credit default swaps (CDS)) διαθέσιμο στο <https://euretirio.com/asfalistra-kindinou-credit-default-swaps-cds/>

- Ευρετήριο οικονομικών όρων «Οίκοι Αξιολόγησης (Credit rating agencies) διαθέσιμο στο <https://euretirio.com/oikoi-axiologisis/>
- Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συνέδριο «Ειδική Έκθεση 18/2021: Εποπτεία της Επιτροπής επί των κρατών μελών που εξέρχονται από πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής: ένα κατάλληλο εργαλείο που χρήζει εξορθολογισμού», 2021 διαθέσιμο στο [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR21\\_18/SR\\_PPS\\_EL.pdf](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR21_18/SR_PPS_EL.pdf)
- ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΚ) Αριθ. 1060/2009 διαθέσιμο στο <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2009R1060:20110721:EL:PDF>
- ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΕ) 1095/2010 διαθέσιμο στο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095>
- Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος «Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά» διαθέσιμο στο <https://www.accountancygreece.gr/%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%B9%CF%83-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%B9-%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%83-%CF%81%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CF%83-%CE%BA%CE%B1%CE%B9/>
- Μητσός Μιχάλης, Οντίν Λιναρδάτου «Ξένες επενδύσεις, Παιδεία και Εξωστρέφεια: Πώς σώθηκε η Ιρλανδία» διαΝΕΟσις, Ιούνιος 2019 διαθέσιμο στο <https://www.dianeosis.org/2019/06/ireland-fdi/>
- Μπενόπουλος Μάνος «Οι Πρώτες Πολυεθνικές του Κόσμου: Βρετανική και Ολλανδική Εταιρεία Ανατολικών Ινδιών», Power Politics, Μαΐου 2018 διαθέσιμο στο <https://powerpolitics.eu/%CE%BC%CF%80%CE%B5%CE%BD%CF%8C%CF%80%CE%BF%CF%85%CE%BB%CE%BF%CF%82-14-3-%CE%BF%CE%B9-%CF%80%CF%81%CF%8E%CF%84%CE%B5%CF%82-%CF%80%CE%BF%CE%BB%CF%85%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AD%CF%82-%CF%84/>
- Νίκας Σωτήρης «Οι Οίκοι Αξιολόγησης επιταχύνουν τη χρεοκοπία» Η Καθημερινή, 20.08.2014 διαθέσιμο στο <https://www.kathimerini.gr/politics/780351/oi-oikoi-axiologisis-epitachynanti-chreokopia/>

- Οδηγία 2003/6/EK της 28<sup>ης</sup> Ιανουαρίου 2003 διαθέσιμο στο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=HU>
- Προβόπουλος Γεώργιος «Νομισματική πολιτική 2009-2010», Η Τράπεζα της Ελλάδος, Μάρτιος 2010 διαθέσιμο στο <https://www.bankofgreece.gr/Publications/NomPol20092010.pdf>
- ΤΟ ΒΗΜΑ «Τι είναι τα περίφημα CDS, 14/03/2010 διαθέσιμο στο <https://www.tovima.gr/2010/03/14/finance/ti-einai-ta-perifima-cds/>
- Φιλιππίδης Νίκος «Μηδένισε το spread της αμφισβήτησης» Οικονομικός Ταχυδρόμος, 12 Σεπτεμβρίου 2023 διαθέσιμο στο <https://www.ot.gr/2023/05/15/apopseis/opinion/midenise-to-spread-tis-amfisvitisis/>

#### Ξενόγλωσσες:

- Adam Hayes «Dodd- Frank: What it does, Major Components and Criticisms, Investopedia, 02 Aug. 2023 διαθέσιμο στο <https://www.investopedia.com/terms/d/dodd-frank-financial-regulatory-reform-bill.asp>
- Alan D. Morrison, William J. Wilhelm «Investment Banking: Past, Present and future» Journal of Applied Corporate Finance, Winter 2007 διαθέσιμο στο <https://cdn.gecacademy.cn/oa/upload/2021-06-25%2016-15-41-JACF%20Morrison%20Wilhelm%20Final%20version.pdf>
- Alessandra Fontana, Martin Scheicher «An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and Their Relation with Government Bonds», European Central Bank, No 1271- December 2010 διαθέσιμο στο <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1271.pdf>
- Ashok Vir Bhatia «Sovereign Credit Ratings Methology: An Evaluation» IMF Working Paper, Oktober 2002 διαθέσιμο στο <file:///C:/Users/User/Downloads/wp02170.pdf>
- Barbara Kiviat «A Brief History of : Ratings Agencies», 19 Mar. 2009 διαθέσιμο στο <https://content.time.com/time/subscriber/article/0,33009,1886559,00.html>

- «Code Of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies», International Organization of Securities Commissions February 2014 διαθέσιμο στο <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD437.pdf>
- Credit Rating Agencies Regulation, Research and Policy Center διαθέσιμο στο <https://rpc.cfainstitute.org/en/policy/positions/credit-rating-agencies>
- «CRA authorisation» διαθέσιμο στο <https://www.esma.europa.eu/credit-rating-agencies/cra-authorisation> (τελευταία επίσκεψη 24/05/2023)
- Decision 2001/527/EC διαθέσιμο στο <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0007:EN:HTML>
- Emelia Sithole-Matarise «EURO GOVT-Irish yields hit record high after ratings cut», Reuters, July 13, 2011 διαθέσιμο στο <https://www.reuters.com/article/markets-bonds-euro/euro-govt-irish-yields-hit-record-high-after-ratings-cut-idUSL6E7ID0DN20110713>
- «Fitch Ratings» διαθέσιμο στο <https://www.fitchratings.com/> (τελευταία επίσκεψη 25/06/2023)
- George A. Akerlof « The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism», The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug. 1970) διαθέσιμο στο <https://viterbi-web.usc.edu/~shaddin/cs590fa13/papers/AkerlofMarketforLemons.pdf>
- Gerald P. Dawyer and Thomas Flavin «Credit Default Swaps on Government Debt: Mindless Speculation?», Notes from the Vault, September 2010 διαθέσιμο στο <https://mural.maynoothuniversity.ie/8451/1/nftv0910.pdf>
- «Greece-Credit Rating», Trading Economics διαθέσιμο στο <https://tradingeconomics.com/greece/rating> (τελευταία επίσκεψη 10/07/2023)
- Gudula Deipenbrock «The European Civil Liability Regime for Credit Rating Agencies from the Perspective of Private International Law-Opening Pandora’s Box?», Research Paper Series No 2015-02 διαθέσιμο στο [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2546756%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2546756%20(1).pdf)

- IOSCO RELEASES CODE OF CONDUCT FUNDAMENTALS FOR CREDIT RATING AGENCIES, December 2004 διαθέσιμο στο <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS79.pdf>
- «Ireland-Credit Rating», Trading Economics διαθέσιμο στο <https://tradingeconomics.com/ireland/rating> (τελευταία επίσκεψη 24/07/2023)
- James Chen «Securities and Exchange Commission (SEC) Defined, How it works», Investopedia, 27 April 2022 διαθέσιμο στο <https://www.investopedia.com/terms/s/sec.asp>
- Karl Whelan «Ireland’s Economic Crisis: The Good, the Bad and the Ugly», Bank of Greece, July 2013 διαθέσιμο στο <https://www.bankofgreece.gr/Publications/SCP201319.pdf>
- «Key. SEC Financial Responsibility Rules» διαθέσιμο στο [https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_market/key\\_rules.pdf](https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_market/key_rules.pdf)
- K.S. Venkateswara Kumar- S. Hanumantha Rao «Credit Rating- Role in Modern Financial System», International Journal of Marketing, Financial
- Library of Congress «Alexander Hamilton, First Secretary of the Treasury Bond» διαθέσιμο στο <https://guides.loc.gov/this-month-in-business-history/january/alexander-hamilton>
- Services & Management Research, Vol. 1 Issue 8. August 2012 διαθέσιμο στο [file:///C:/Users/User/Downloads/CREDIT\\_RATING\\_ROLE\\_IN\\_MODERN\\_FINANCIAL\\_S.pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/CREDIT_RATING_ROLE_IN_MODERN_FINANCIAL_S.pdf)
- Marwan Elkhoury «Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries» , No. 186, January 2008 διαθέσιμο στο [https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/osgdp20081_en.pdf)
- «Moody’s» διαθέσιμο στο <https://www.moody.com/> ( τελευταία επίσκεψη 15/05/2023)
- Vandana Gupta, Raj Kumar Mittal «Role of the credit rating agencies in the financial market crisis», Journal of Development and Agricultural Economics, August 2010 διαθέσιμο στο [file:///C:/Users/User/Downloads/Role\\_of\\_the\\_credit\\_rating\\_agencies\\_in\\_the\\_financia.pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/Role_of_the_credit_rating_agencies_in_the_financia.pdf)



- John Rayan «The negative impact of Credit Rating Agencies and the proposals for better regulation», Working Paper FG 1, January 2012 διαθέσιμο στο [https://www.swp-berlin.org/publications/products/arbeitspapiere/The\\_Negative\\_Impact\\_of\\_Credit\\_Rating\\_Agencies\\_KS.pdf](https://www.swp-berlin.org/publications/products/arbeitspapiere/The_Negative_Impact_of_Credit_Rating_Agencies_KS.pdf)
- Lawrence J. White «Markets: The Credit Rating Agencies», Journal of Economic Perspectives, Spring 2010 διαθέσιμο στο <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.24.2.211>
- Lawrence J. White «Roundtable to Examine Oversight of Credit Rating Agencies», U.S. Securities and Exchange Commission, April 15 2009 διαθέσιμο στο <https://www.sec.gov/comments/4-579/4579-21.pdf>
- Michele Sabatino «The Business Model of Rating Agencies between Asymmetric Information and Financial Crises» Journal of Economics and Development Studies, December 2014 διαθέσιμο στο [http://jedsnet.com/journals/jeds/Vol\\_2\\_No\\_4\\_December\\_2014/12.pdf](http://jedsnet.com/journals/jeds/Vol_2_No_4_December_2014/12.pdf)
- «Moody's Corporation History» διαθέσιμο στο <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/moody-s-corporation-history/> (τελευταία επίσκεψη 15/05/2023)
- Philip Lane «The Irish Crisis», ResearchGate, March 2011 [https://www.researchgate.net/figure/Spread-between-Ten-Year-Bonds-Ireland-over-Germany\\_fig5\\_228222691](https://www.researchgate.net/figure/Spread-between-Ten-Year-Bonds-Ireland-over-Germany_fig5_228222691)
- Preservation Maryland «This day in History: Chartering of the B&O Railroad», 28/02/2022 διαθέσιμο στο <https://www.preservationmaryland.org/this-day-in-history-chartering-of-the-bo-railroad/>
- Richard Cantor-Frank Packer «The Credit Rating Industry», The Journal of Fixed Income, February 1994 διαθέσιμο στο [https://www.researchgate.net/profile/Richard-Cantor/publication/227438603\\_The\\_Credit\\_Rating\\_Industry/links/553a66b50cf29b5ee4b62f6d/The-Credit-Rating-Industry.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Richard-Cantor/publication/227438603_The_Credit_Rating_Industry/links/553a66b50cf29b5ee4b62f6d/The-Credit-Rating-Industry.pdf)
- Richard Sylla «A Historical Primer on the Business of Credit Ratings», Department of Economics-Stern School of Business, February 24, 2001 διαθέσιμο στο <https://www.etcases.com/media/clnews/1422509293717634043.pdf>

- Robert J. Rhee «Why Credit Rating Agencies Exist», Economic Notes, 14 April 2015 διαθέσιμο στο [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/ecno.12034?saml\\_referrer](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/ecno.12034?saml_referrer)
- Roberto A. de Santis «The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal», Working Paper Series No 1419, February 2012 διαθέσιμο στο <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>
- Salvador Barrios, Per Iversen, Magdalena Lewandowska, Ralph Setzer «Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis», Economic Papers 388, November 2009 διαθέσιμο στο [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication16255\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication16255_en.pdf)
- Securities and Exchange Commission «Nationally Recognized Statistical Rating Organization» διαθέσιμο στο <https://www.sec.gov/files/rules/concept/34-34616.pdf>
- Stephen Quinn, William Roberts «An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange and the Emergence of the First Central Bank» Working Paper 2006-13, September 2006 διαθέσιμο στο <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70660/1/572283245.pdf>
- Stéphane Destraz-Raphaël Lahaye «Are Credit Ratings Trustworthy?», École Supérieure de Commerce et de Management de Tours-Poitiers, 2012 διαθέσιμο στο [file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2056849%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/SSRN-id2056849%20(1).pdf)
- «S&P Global Ratings» διαθέσιμο στο <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings> (τελευταία επίσκεψη 10/05/2023)
- The Committee of European Securities Regulators «CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance» διαθέσιμο στο [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/cesr\\_08\\_277.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/cesr_08_277.pdf)
- «The Commission's intervention in the Greek financial crisis» European Court of auditors, 2017 διαθέσιμο στο <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/greek-crisis-17-2017/en/>

- The Guardian «Reuters A brief history», 4 May 2007 διαθέσιμο στο <https://www.theguardian.com/media/2007/may/04/reuters.pressandpublishing>
- The Irish Times «Bond yields hit record high» Sep. 28, 2010 διαθέσιμο στο <https://www.irishtimes.com/news/bond-yields-hit-record-high-1.864765?fbclid=IwAR0AD8V32sGwYdCgMdQkdlyuhsqOzG-LhObuncvGi-9gSCKDDd4qols7PZw>
- The online Books Page «American Railroad Journal» διαθέσιμο στο <https://onlinebooks.library.upenn.edu/webbin/serial?id=amrailj>
- The SEC’s Office of Credit Rating and NRSRO: Regulation Past, Present and Future διαθέσιμο στο <https://www.sec.gov/news/speech/speech-jessica-kane-2020-02-24>
- Thomas L. Friedman «Foreign Affairs; Don’t mess with Moody’s», The New York Times, Feb. 22, 1995 διαθέσιμο στο <https://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html>
- Who made America?//Innovatoros//Lewis Tappan διαθέσιμο στο [http://www.pbs.org/wgbh/theymadeamerica/whomade/tappan\\_hi.html](http://www.pbs.org/wgbh/theymadeamerica/whomade/tappan_hi.html)
- Will Kenton «Sarbanes- Oxley Act What it does to protect investors», Investopedia, 8 May 2022 διαθέσιμο στο <https://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp>