

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ

ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Τίτλος θέματος : «Οίκοι αξιολόγησης. Παρουσίαση και κριτική ανάλυση»

ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΒΛΑΧΟΠΟΥΛΟΥ ΜΑΡΙΑ

A.M:14236

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΛΥΜΠΕΡΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2015

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της εργασίας μου θα ήθελα αρχικά να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, τον κύριο Λυμπέρη Γεώργιο, που αποτέλεσε το πνευματικό και ψυχολογικό στήριγμα κατά τη συγγραφή της πτυχιακής αυτής εργασίας. Η διαμόρφωση του θέματος, η πορεία της επίλυσης των ερευνητικών ζητημάτων και η αποτύπωση του επιστημονικού λόγου οφείλονται στις εύστοχες παρατηρήσεις και ανελλιπείς συμβουλές του καθηγητή μου κ. Λυμπέρη.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο δομικός μετασχηματισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος, διεθνώς, τις τελευταίες δεκαετίες οδήγησε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ τους, προσδίδοντας μεγάλη σημασία στις κινήσεις των αγορών και στην εξωτερική, σωστή και αντικειμενική αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Ενισχύθηκε έτσι σημαντικά ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης, που είναι όμως εκτεθειμένοι σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο.

Η παρούσα εργασία περιγράφει ποιοι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και πώς απέκτησαν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές. Συγκεκριμένα, εστιάζεται στο ρόλο που διαδραμάτισαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, στην κρίση χρέους της Ελλάδας και διεθνώς. Τέλος, εξετάζεται το πώς εξελίχθηκε το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει αυτούς τους οργανισμούς σε προσπάθειες των ρυθμιστικών αρχών να εξυγιάνουν την διαδικασία αξιολόγησης.

Ακόμη γίνεται προσπάθεια μελέτης των μοντέλων διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων των οποίων η ανάλυση και η διαχείριση βρίσκεται στο επίκεντρο των εργασιών όλων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Τον συντονισμό των εργασιών αυτών αναλαμβάνει η Επιτροπή της Βασιλείας, η οποία αρχικά με το Σύμφωνο της Βασιλείας I, στην συνέχεια με την Βασιλεία II και τέλος προς το παρόν με την Βασιλεία III θέτει κανόνες και πλαίσια που ρυθμίζουν την ομαλή και βιώσιμη πορεία των τραπεζών.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η προσοχή των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις για την τιμολόγηση των κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά μειούμενη στο διάστημα αυτό. Οι επενδυτές επέδειξαν αγελαία συμπεριφορά δίνοντας μικρότερη σημασία στον πιστωτικό κίνδυνο. Τέτοιες επενδυτικές συμπεριφορές, σε συνδυασμό με τις κακές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις ΗΠΑ συνετέλεσαν στην εμφάνιση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης.

Λέξεις Κλειδιά: Οίκοι Αξιολόγησης, χρηματοπιστωτικά προϊόντα, ασύμμετρη πληροφόρηση, ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, πιστοληπτική ικανότητα.

Summary

The structural transformation of the financial system internationally in recent decades has led financial institutions to increase competition between them, by giving a great importance to the movements of markets and external, correct and objective assessment of credit risk. Significantly strengthened the role of rating agencies as information intermediaries, which are nonetheless exposed to conflicts of interest and moral hazard.

This paper describes what the rating agencies are and how they acquired vital role in global securities and banking markets. Specifically, it focuses on the role played in the recent financial crisis, the debt crisis in Greece and internationally. Finally, looking at how developed the legal framework governing these organizations in efforts of regulators to consolidate the evaluation process.

Further study is effort of financial risk management models whose analysis and management is at the heart of the work of all financial institutions. The coordination of such work undertaken by the Basel Committee, which was initially the Basel I Accord, followed by Basel II and finally to the present with the Basel III sets out rules and frameworks that regulate smooth and sustainable path of banks.

The results show that the attention of investors on credit ratings for the pricing of government bonds was significantly decreasing during this time. Investors showed gregarious behavior by giving less importance to credit risk. Such investment behavior, coupled with the bad practices of rating agencies in the case of credit ratings of complex financial products in the US contributed to the onset of the recent economic crisis.

Keywords: Fashion Evaluation financial products, asymmetric information, mortgages, credit rating

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες.....	2
Summary.....	4
Περιεχόμενα	5
Κατάλογος Πινάκων.....	7
Κατάλογος Εικόνων	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
Συντομογραφίες.....	8
Εισαγωγή	9
Κεφάλαιο 1ο	11
Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	11
1.1 Οίκοι αξιολόγησης.....	11
1.2 Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι και η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.....	12
1.2.1 Moody's	12
2.1 Διεθνής παγκόσμια αναγνώριση.....	22
2.2 Πως Γεννήθηκε Η Βασιλεία	22
2.3 Λειτουργίες και στόχοι της Επιτροπής της Βασιλείας.....	24
2.4 Βασιλεία I	25
2.5 Βασιλεία II	26
2.6 Βασιλεία III.....	31
2.7 Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις χρηματαγορές.....	32
Κεφάλαιο 3 ^ο	37
Η χρηματοπιστωτική κρίση και η εμπλοκή των οίκων αξιολόγησης.....	37

3.1 Η εμπλοκή των Οίκων Αξιολόγησης.....	37
3.2 Οι οίκοι αξιολόγησης και το πρόβλημα τις ασύμμετρης πληροφόρησης.....	37
3.3 Οι αξιολογήσεις ενυπόθηκων δανείων	39
3.4 Οι ελληνικές τράπεζες πριν και μετά την κρίση.....	43
3.5 Περίοδος κρίσης	46
3.6 Άστοχες προβλέψεις και στο παρελθόν.....	49
3.7 Το σύστημα διαβάθμισης της Standard & Poors.....	53
Κεφάλαιο 4 ^ο	56
Κανονισμοί της ΕΕ για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής Ικανότητας .	56
4.1 Ιστορική αναδρομή στους κανόνες για τους οίκους αξιολόγησης	56
4.2 Ποιες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αφορά ο κανονισμός;	58
4.3 Πώς χρησιμοποιούνται οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας.....	58
4.4 Ποιες οι προϋποθέσεις έκδοσης αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας;	59
4.5 Ρυθμιστικό Πλαίσιο Λειτουργίας βάσει του 1060/2009 Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.	
4.6 Ο Κανονισμός 1060/2009 της ΕΕ για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	62
4.7 Η Ευρωπαϊκή αρχή κινητών αξιών και αγορών	64
Κεφάλαιο 5	66
Συμπεράσματα.....	66
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	68
Ξένη Βιβλιογραφία	68
Ελληνική Βιβλιογραφία.....	70
Δικτυογραφία - Πηγές	72
Παραρτήματα	78

Κατάλογος Πινάκων-Εικόνων

Πίνακας 1: Σύστημα αξιολόγησης Moody's	15
Πίνακας 2: Σύστημα αξιολόγησης Standard & Poor's και Fitch	17
Εικόνα 1: Ενεργητικό τραπεζών ΑΕΠ, Δεκέμβριος 2010.....	43
Εικόνα 2: Δείκτες Συγκέντρωσης.....	44
Εικόνα 3: Τραπεζικά δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα.....	45
Εικόνα 4: Περιγραφικά Στατιστικά –Αποδόσεις στη λήξη δεικτών ομολόγων.....	47
Εικόνα 5: Οι υποβαθμίσεις και τα spread των 10ετών ομολόγων	49

Συντομογραφίες

CR-5: Δείκτες συγκέντρωσης των πέντε μεγαλύτερων ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων

CR-3: Δείκτες συγκέντρωσης των τριών μεγαλύτερων ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων

CDS: Credit Default Swaps

CRA: Credit Rating Agency (Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας)

EFSF: Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

IOSCO: Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς

NRSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organization (Οργανισμός Εθνικής Στατιστικής Αξιολόγησης)

PD: Πιθανότητα αθέτησης

SEC: Securities and Exchanges Commission (Επιτροπή Ανταλλαγής Χρεογράφων)

ΕΑΚΑΑ: Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών

ΕΕΡΑΑΚΑ: Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών αξιών

ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΕΣΣΚ: Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου

ΟΟΣΑ: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης

ΟΑΠΙ : Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

ΟΣΕΚΑ: Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων επί Κινητών Αξιών

Εισαγωγή

Στην παρούσα εργασία στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι οίκοι αξιολόγησης καθώς γίνεται μία ιστορική αναδρομή από τη στιγμή της δημιουργίας τους μέχρι σήμερα.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται προσπάθεια μελέτης των μοντέλων διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων των οποίων η ανάλυση και η διαχείριση βρίσκεται στο επίκεντρο των εργασιών όλων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Παρουσιάζεται επίσης σε εκτενή ανάλυση ο ζωτικός ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η εμπλοκή τους στην χρηματοπιστωτική κρίση καθώς παρέχουν στοιχεία στους επενδυτές μέσω των εκτιμήσεών τους σε θέματα που σχετίζονται με την πιστωτική ποιότητα χρηματοπιστωτικών προϊόντων και των εκδοτών τους, έτσι ώστε αυτοί να αντιμετωπίσουν κατά το δυνατόν πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Οι ίδιοι έχουν τη δυνατότητα να κλονίζουν ολόκληρα κράτη μέσω των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής τους ικανότητας. Η ανάλυση γίνεται για τη χρονική περίοδο 1998 έως και σήμερα , έτσι ώστε να έχουμε εικόνα της συμπεριφοράς των οίκων αξιολόγησης ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης και των αντιδράσεων των επενδυτών στο διάστημα πριν και κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης.

Ειδικότερα στις ΗΠΑ, οικονομική κρίση οδήγησε σε αδιέξοδο το χρηματοπιστωτικό σύστημα καθώς τα προϊόντα των δανείων βρέθηκαν στο ενεργητικό εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών, χρηματοδοτούμενα κυρίως από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, καθώς και άλλων θεσμικών επενδυτών. Η ασύμμετρη πληροφόρηση, που υποβαθμίζεται κατά τον ανοδικό κύκλο της οικονομίας αλλά εντείνεται στη διάρκεια υφέσεων και κρίσεων, μετέτρεψε μέσω της διεθνούς αγοράς χρήματος την πιστωτική κρίση σε κρίση ρευστότητας και τελικά σε παγκόσμιας έκτασης χρηματοπιστωτική κρίση. Το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί η εκτίμηση των κινδύνων που υπέβασκαν δεν πραγματοποιήθηκε εγκαίρως. Έτσι, οι οίκοι αξιολόγησης, ως διαμεσολαβητές πληροφόρησης, που είναι όμως εκτεθειμένοι σε

συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο, αναδείχθηκαν σε ρυθμιστικούς παράγοντες της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στο τέταρτο κεφάλαιο περιγράφονται οι κανονισμοί του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16^{ης} Σεπτεμβρίου του 2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Τέλος παρατίθενται τα συμπεράσματα σχετικά με τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και τον ρόλο τους στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά.

Κεφάλαιο 1ο

Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

1.1 Οίκοι αξιολόγησης

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι ιδιωτικές εταιρίες οικονομικού ενδιαφέροντος που προσφέρουν κυρίως συμβουλευτικές ανεξάρτητες και έγκυρες υπηρεσίες στη δευτερογενή αγορά. Αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων (ιδιωτών, επιχειρήσεων, κρατών) καθώς επίσης και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι παρέχουν σχετικές πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερομένων ώστε να λαμβάνουν ασφαλέστερες χρηματοδοτικές αποφάσεις. Οι οργανισμοί αυτοί προσφέρουν έγκυρες και ανεξάρτητες υπηρεσίες αξιολόγησης. Τα αποτελέσματα αυτά (οι βαθμολογίες) χρησιμοποιούνται από όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά (π.χ. επενδυτές, εκδότες, επενδυτικές τράπεζες, εμπόρους, και κυβερνήσεις) για να λαμβάνουν επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις. Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιρειών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, δήμων και κρατών.

Οι οργανισμοί αυτοί έχουν την δυνατότητα να προσφέρουν δεδομένα και στοιχεία και στα δυο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης, δηλαδή είναι σε θέση να πληροφορούν και τον δανειστή και τον δανειζόμενο. Στον δανειστή προσφέρει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ στον δανειζόμενο προσφέρει την απαραίτητη πληροφορία για να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας. Ανάμεσα στις κορυφαίες διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στις πρώτες θέσεις κατατάσσονται οι: α) Moody's β) Standard & Poor's γ) Fitch Ratings .

1.2 Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι και η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας

Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's, Fitch και S&P, έγιναν ιδιαίτερα γνωστές στη χώρα μας για το ρόλο τους στην ελληνική κρίση. Πρόκειται για αμερικανικές εταιρείες, οι οποίες διαβαθμίζουν την πιστοληπτική ικανότητα κρατών και επιχειρήσεων που εκδίδουν χρεόγραφα (π.χ. ομολογιακά δάνεια), με στόχο την άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Οι εταιρείες αυτές διαθέτουν μοντέλα και μηχανισμούς αξιολόγησης ομολόγων με βάση κυρίως τις προοπτικές της κάθε χώρας. Οι τρεις αυτοί οίκοι κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Η αξιολόγηση (rating) που παρέχουν στις επιχειρήσεις και τα κράτη δείχνει, ότι όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία αυτή, τόσο και πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση. Οι οργανισμοί αξιολόγησης χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: (i) τους αναγνωρισμένους οίκους και (ii) τους μη αναγνωρισμένους. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι οίκοι που έχουν αναγνωριστεί από τις εποπτικές αρχές κάθε χώρας και κατέχουν τη προδιαγραφή NRSRO. Στις Ηνωμένες Πολιτείες οι πιο μεγάλοι οίκοι που έχουν αναγνωριστεί από την επιτροπή ασφάλειας κεφαλαιαγοράς (Security and Exchange Commission), οι ήδη γνωστοί οίκοι αξιολόγησης επιχειρήσεων και κρατών: Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings.

1.2.1 Moody's



Η Moody's έχει κάνει την εμφάνισή της στον χρηματοπιστωτικό χώρο για περισσότερο από εκατό χρόνια. Ιδρύθηκε το 1900 με την επωνυμία John Moody & Company από τον John Moody (1868-1958), με κύριο αντικείμενο την δημοσιοποίηση πιστωτικών εκτιμήσεων και την παροχή επενδυτικών συμβουλών. Έτσι, την ίδια χρονιά ο John Moody εξέδωσε το εγχειρίδιο "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities". Το εγχειρίδιο αυτό παρείχε πληροφορίες για μετοχές και ομόλογα οικονομικών

οργανισμών, κυβερνητικών υπηρεσιών, βιομηχανιών και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, προκειμένου να προσαρμόζονται στις ανάγκες τις αγορές.

Ο John Moody ξεκίνησε το 1909 με την αξιολόγηση αξιόγραφων που αφορούσαν τους αμερικανικούς σιδηροδρόμους. Η Moody's λοιπόν με την ανάλυση μετοχών και ομολόγων των Αμερικανικών Σιδηροδρόμων, έγινε η πρώτη εταιρεία αξιολόγησης χρεογράφων της αγοράς Συνιδιοκτήτης με 12,3% είναι και η εταιρεία επενδύσεων Berkshire Hathaway του διάσημου Warren Buffet, ο οποίος είναι ένας διάσημος δισεκατομυριούχος επενδυτής-φαινόμενο.

Η Moody's αποτελεί θυγατρική εταιρεία του οργανισμού Moody's Corporation, η οποία παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης, έρευνας και ανάλυσης κινδύνων για ένα εύρος σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ανάληψης χρέους.

Το 1913 διεύρυνε τη βάση των εταιρειών που αξιολογούσε, επεκτείνοντας την ανάλυσή της σε βιομηχανικές εταιρείες και εταιρείες κοινής ωφέλειας. Έτσι με το χρόνο οι αξιολογήσεις της έγιναν σημαντικός παράγοντας στην αγορά ομολόγων. Την πρώτη Ιουλίου 1914 δημιουργείται η Moody's Investors Service. Την ίδια χρονιά, η εταιρεία ξεκινά την αξιολόγηση ομολόγων που εκδίδουν αμερικανικές πόλεις και δημοτικές αρχές. Το 1924, οι αξιολογήσεις της Moody's καλύπτουν σχεδόν το 100% της αμερικανικής αγοράς ομολόγων, παρέχοντας στους επενδυτές αξιόπιστες αξιολογήσεις με σκοπό τη ορθότερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου.

Το 1962 η Dun & Bradstreet εξαγοράζει την Moody's Investors Service. Έτσι δύο στενά συνδεδεμένοι τομείς, αυτοί της ανάλυσης πληροφοριών και της αξιολόγησης ομολόγων βρίσκονται κάτω από την ίδια εταιρική στέγη, αν και μέχρι σήμερα λειτουργούν σαν ανεξάρτητοι οργανισμοί.¹ Την δεκαετία του '70, η εταιρία γίνεται επίσημα αναγνωρισμένος επενδυτικός σύμβουλος και αποκτά την προδιαγραφή NRSRO, από τις ΗΠΑ (Securities and Exchange Commission). Η εταιρεία επεκτάθηκε στις αγορές των βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών (commercial paper market) και στις τραπεζικές καταθέσεις. Την ίδια επίσης δεκαετία, οι κυριότεροι οίκοι αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένης και της Moody's, καθιέρωσαν την καταβολή αμοιβής για τις υπηρεσίες

¹ <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>

που παρείχαν τόσο στους εκδότες χρεογράφων όσο και στους επενδυτές. Η λογική αυτής της αλλαγής βασίστηκε στο γεγονός ότι η αξία μιας αντικειμενικής αξιολόγησης ήταν σημαντική για τους εκδότες χρεογράφων καθώς τους παρείχαν πρόσβαση στην αγορά. Η δεκαετία του 1980 και μετά είδε την παγκόσμια επέκταση της κεφαλαιοαγοράς. Η Moody άνοιξε γραφεία στην Ιαπωνία το 1985, ακολουθήσαν τα γραφεία στο Ηνωμένο Βασίλειο το 1986, στη Γαλλία το 1988, η Γερμανία το 1991, το Χονγκ Κονγκ το 1994, η Ινδία το 1998 και την Κίνα το 2001. Ο αριθμός των ομολόγων με αξιολόγηση από τον οίκο Moody αυξήθηκαν σημαντικά.

Αυτός ο οίκος αξιολόγησης ασχολείται με την δημοσιοποίηση πιστωτικών εκτιμήσεων και η παροχή επενδυτικών συμβουλών. Η εξέλιξη αυτή προέκυψε μέσα από την δραστηριότητα της εταιρίας Dun & Bradstreet να ξεχωρίσει τις υπηρεσίες που παρείχε σε δύο διαφορετικές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με το Investment Advisers Act του 1940, η συγκεκριμένη εταιρία είναι επίσημα αναγνωρισμένος επενδυτικός σύμβουλος και εκτός αυτού έχει την προδιαγραφή NRSRO. Η προδιαγραφή NRSRO αποφασίστηκε και πραγματοποιήθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) των ΗΠΑ το 1975. Η προδιαγραφή NRSRO αποδίδεται σε εκείνους τους οίκους αξιολόγησης που ανταποκρίνονται στους όρους και τις προϋποθέσεις που έχει θέση ως βάση η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) των ΗΠΑ. Όταν λοιπόν κάθε οίκος αξιολόγησης έχει την κρατική αναγνώριση αποτελεί αξιόπιστη πηγή που θα λάβει υπόψη του κάθε επενδυτής και όσοι παίρνουν μέρος στις χρηματαγορές. Η πιστοποίηση της NRSRO για κάθε οίκο αξιολόγησης προϋποθέτει την ύπαρξη και τη δραστηριοποίησή του για αρκετά χρόνια. Ακόμα θα ελεγχθούν όλες οι πηγές χρηματοδότησης ώστε να είναι σίγουρο πως ο οίκος εργάζεται αντικειμενικά και χωρίς άλλους παράγοντες. Οι δραστηριότητες της εταιρείας Moody's πραγματοποιούνται τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Ασία.

Διαθέτει 17 γραφεία σε όλο τον κόσμο, ενώ παρέχει αξιολογήσεις δημοσίου χρέους για περισσότερες από 130 χώρες.² Το 2010, η Moody's είχε κύκλο εργασιών περί τα 1,8 δισ. δολάρια από πωλήσεις προερχόμενες κυρίως από τις υπηρεσίες αξιολογήσεων της. Η εταιρεία κατέχει την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών που μετρά την αναμενόμενη ζημιά των επενδυτών σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων των επενδυτών. Στην

² <https://www.moodys.com/Pages/atc002.aspx>

Moody's Investors Service οι αξιολογήσεις των τίτλων του συστήματος αποδίδονται με βαθμολογία από AAA σε C, με AAA να είναι η υψηλότερη ποιότητα και C η χαμηλότερη.

Στις αξιολογήσεις του, ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:³ (α) οικονομική διάρθρωση και επίδοση (π.χ.: δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών, κλπ.), (β) δημοσιονομικούς δείκτες (δημόσια έσοδα, δαπάνες, έλλειμμα, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, κλπ.), (γ) εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές (συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους, κλπ.), (δ) νομισματική ισορροπία και ρευστότητα (βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία πιστωτικών ιδρυμάτων κ.λπ.)

Πίνακας 1: Σύστημα αξιολόγησης Moody's

Aaa	Οι υποχρεώσεις με αυτή τη βαθμολογία θεωρούνται ότι είναι με την καλύτερη ποιότητα όσο αφορά την πληρωμή, γιατί έχουν σχεδόν μηδαμινό ρίσκο.
Aa1, Aa2, Aa3:	Οι υποχρεώσεις αυτής της κατηγορίας έχουν υψηλή ποιότητα με πολύ μικρό ρίσκο.
A1, A2, A3	Αυτές οι υποχρεώσεις θεωρούνται ότι είναι πάνω από το μέσο όρο όσο αφορά την ποιότητα κι έχουν μικρό κίνδυνο.
Baal, Baa2, Baa3:	Αυτές οι υποχρεώσεις έχουν έναν μέτριο κίνδυνο. Θεωρούνται μεσαίου επιπέδου επενδύσεις με στίγματα κερδοσκοπικού χαρακτήρα.
Bal, Ba2, Ba3	Αυτές οι επενδύσεις έχουν κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά και διατρέχουν αρκετό πιστωτικό κίνδυνο.
B1, B2, B3	Είναι αρκετά κερδοσκοπικές επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο.
Caa1, Caa2, Caa3 :	Δεν είναι καλές επενδύσεις γιατί έχουν πολύ μεγάλο κίνδυνο
Ca	Είναι επενδύσεις έντονα κερδοσκοπικές και πολύ πιθανό να αθετηθούν πληρωμές με μικρή πιθανότητα ανάκαμψης

³ <https://www.moodys.com/Pages/atc003002.aspx>

C:	Είναι η κατώτερη τάξη όπου ανήκουν τα ομόλογα. θα υπάρξει αδυναμία πληρωμής με πολύ μικρή πιθανότητα ανάκαμψης.
D	Υπάρχει ήδη αθέτηση πληρωμών.
DS	Δεν έχει βαθμολογηθεί γιατί η βαθμολογία απευθύνεται σε χρεοκοπημένη επιχείρηση ή κράτος.

Η διαβάθμιση των χωρών από την Moody's μπορεί να γίνει, από Ca (χειρότερη) μέχρι Aaa (καλύτερη).

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's στις 30 Απριλίου 2015 υποβάθμισε το κρατικό αξιόχρεο της Ελλάδας σε Caa2 από Caa1, επικαλούμενος την αβεβαιότητα για το εάν η χώρα θα επιτύχει συμφωνία με τους επίσημους πιστωτές της έγκαιρα ώστε να μπορέσει να προχωρήσει στην αποπληρωμή των επικείμενων δόσεων βάσει της δανειακής σύμβασής της.⁴

1.2.2 Standard & Poor's

Η έδρα της εταιρείας είναι στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (ΗΠΑ). Το 1916 ιδρύθηκε η Standard Statistics η οποία συγχωνεύτηκε με την Poor's Publishing το 1941. Η ιστορία της ξεκινάει το 1860 όταν ο οικονομικός αναλυτής Henry Varnum Poor εξέδιδε την «Ιστορία των Σιδηροδρόμων των ΗΠΑ» ο οποίος περιείχε αναλυτικά οικονομικά στοιχεία για τις εταιρείες σιδηροδρόμων. Το 1906 δημιουργήθηκε το γραφείο στατιστικών δεδομένων Standard Statistics Bureau το οποίο παρείχε οικονομικές πληροφορίες για εκτός των σιδηροδρόμων εταιρείες. Το 1916 η Poor's Publishing Company άρχισε να αξιολογεί τα ομόλογα επιχειρήσεων. Το 1941 οι εταιρείες Poor's Publishing Company και Standard Statistics Bureau συγχωνεύθηκαν δημιουργώντας την εταιρεία Standard and Poor's και το 1966 εξαγοράστηκε από τον εκδοτικό οίκο McGraw-Hill που δραστηριοποιείται στους τομείς των



⁴ <http://www.newsbomb.gr/oikonomia/agores/story/582119/moody-s-ypovathmise-to-kratiko-axioxreo-tis-elladas-se-caa2>

χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, των εκδόσεων, της ενημέρωσης και της εκπαίδευσης. π.χ. Platts (βιομηχανία πετρελαίου, μετάλλου και ενέργειας), Dodge (οικοδομικές επιχειρήσεις), Appleton & Lange (ιατρική), Open University Press, J.D.Power (μάρκετινγκ, έρευνα καταναλωτών), Broadcasting (ειδήσεις, πολυάριθμοι τηλεοπτικοί σταθμοί).

Βασικοί ιδιοκτήτες είναι οι εξής εταιρείες: Capital World Investors, Rowe Price, Fidelity Investments, Vanguard Group, State Street, Oppenheimer Funds, Morgan Stanley, Washington Mutual Funds, Blackrock, Allianz Global Investors of America. Σήμερα ο συγκεκριμένος οίκος αξιολόγησης κατέχει το 40% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Η S&P σήμερα απασχολεί 6000 εργαζόμενους και έχει γραφεία σε 23 χώρες. Σύμφωνα με στοιχεία έχει πραγματοποιήσει αξιολογήσεις πάνω από ένα εκατομμύριο σε περισσότερες από 50 χώρες.⁵ Η S&P προσπαθεί ενημερώνει τους πελάτες της όσο το δυνατόν καλύτερα σχετικά τις χρηματοεπενδυτικές δραστηριότητες και τους κινδύνους που ενέχουν μέσα από έρευνα αλλά και να τους δίνει τις λύσεις.

Σήμερα με ισχυρή παρουσία στην παγκόσμια οικονομία παρέχει υπηρεσίες και στους τομείς επενδυτικής έρευνας, διαμορφώνει χρηματιστηριακούς δείκτες, παρέχει χρηματοοικονομικά στοιχεία και κάνει ανάλυση επενδύσεων. Επίσης αξιολογεί χρηματοοικονομικές εγγυήσεις, τραπεζικά δάνεια και αμοιβαία κεφάλαια κάνει την διαχείριση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων με βάση τα διεθνή οικονομικά δεδομένα, εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις αξίας εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις καθώς και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη

Πίνακας 2: Σύστημα αξιολόγησης Standard & Poor's και Fitch

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

⁵ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/login

A+ / A-	Ομόλογα υψηλής ικανότητας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου αλλά πιο ευάλωτα στις συνέπειες από αλλαγές στις οικονομικές συνθήκες ή συγκυρίες
BBB+ / BBB-	Ομόλογα με επαρκή πιστοληπτική ικανότητα
BB+ / BB-	Ομόλογα αξιόπιστα, ενέχουν όμως στοιχεία κερδοσκοπίας
B+ / B-	Ομόλογα πιο κερδοσκοπικά από την κατηγορία BB
CCC	Η πληρωμή των υποχρεώσεων του οφειλέτη είναι συνάρτηση των χρηματοοικονομικών συνθηκών. Αν η οικονομική κατάσταση δεν είναι ευνοϊκή, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να γίνει αθέτηση πληρωμών.
CC	Η αξιοπιστία του οφειλέτη είναι εξαιρετικά τρωτή.
C	Αυτή η βαθμολογία χρησιμοποιείται σε επιχειρήσεις όπου έχουν γίνει πτωχεύσεις, αλλά οι πληρωμές διενεργούνται.
SD	Ομόλογα που αθετούν τις συμβατικές υποχρεώσεις.
D	Ομόλογα που αθετούν οποιαδήποτε πληρωμή τόκων και αρχικού κεφαλαίου.

Βλέπουμε ότι η πρώτη κατηγορία επενδυτικού βαθμού AAA ισοδυναμεί με την εξαιρετικά μεγάλη ικανότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το δάνειο του και να εκπληρώσει την υποχρέωσή του. Επομένως, ο κίνδυνος κρίνεται χαμηλός και οι συνθήκες είναι ιδιαίτερα ευνοϊκές για την ανάληψη μιας επένδυσης.

Όσο προχωράμε προς τα κάτω ο κίνδυνος μεγαλώνει σταδιακά και μειώνεται η πιστοληπτική ικανότητα του οφειλέτη μέχρι να φτάσουμε στην δεύτερη κατηγορία, όπου παρατηρούμε ότι ο κίνδυνος έχει αυξηθεί σημαντικά και ταυτόχρονα αυξάνει και η πιθανότητα αθέτησης η πτώχευσης.⁶ Στην προκειμένη περίπτωση και ειδικότερα στην κατηγορία CCC διαπιστώνουμε ότι ή αποπληρωμή εξαρτάται μόνο από ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες και είναι πιθανή η αθέτηση αποπληρωμής. Ενώ στην περίπτωση C αντίστοιχα ο οφειλέτης έχει κάνει αίτηση για χρεοκοπία όμως συνεχίζει να ξεπληρώνει τα χρέη του. Στην τελευταία

⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/History_of_Abercrombie_%26_Fitch

κατηγορία ο κίνδυνος είναι ιδιαίτερα έντονος καθώς η πιθανότητα ασυνέπειας ή πτώχευσης είναι εμφανής.

1.2.3 Fitch

Ο τρίτος διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι ο Fitch Ratings, ο οποίος παρέχει αξιολογήσεις για περισσότερες από 100 χώρες. Ο οίκος Fitch Ratings προωθεί προϊόντα ομολόγων χρέους, που προσφέρονται σε διάφορους οργανισμούς και επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα, κρατικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές εταιρείες, δημόσια ασφαλιστικά ταμεία κ.λ.π.⁷. Ξεκίνησε ως εκδοτική επιχείρηση τον Δεκέμβριο του 1913 από τον John Knowles Fitch στην Νέα Υόρκη με εκδόσεις χρηματοπιστωτικών στατιστικών στοιχείων για τους επενδυτές. Το 1924 εισήγαγε τη σημερινή κλίμακα από το AAA μέχρι το D, με στόχο ν' αντιμετωπίσει την αυξανόμενη ζήτηση για ανεξάρτητη ανάλυση των χρηματοπιστωτικών τίτλων. Το 1975, η εταιρεία Fitch Ratings αναγνωρίζεται από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός αξιολόγησης, κερδίζοντας την προδιαγραφή (NRSRO) και καταλαμβάνοντας έτσι την τρίτη θέση στην κατηγορία των μεγάλων οίκων αξιολόγησης.



Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η Fitch Ratings σημείωσε τεράστια επιτυχία στην παγκόσμια αγορά και επεκτάθηκε στην περιοχή των χρεογράφων (structured finance) παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα (original research), αυστηρές παρακολουθήσεις και συνεχείς ελέγχους καθώς και πολύπλοκες ερμηνείες στην ανάλυση πιστωτικού κινδύνου. Το 1997, η Fitch Ratings συγχωνεύτηκε με την IBCA Limited, εταιρεία αξιολόγησης με έδρα το Λονδίνο, αυξάνοντας σημαντικά την παγκόσμια παρουσία και κάλυψη της Fitch Ratings στον παγκόσμιο τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα οικονομικών οργανισμών και κρατών. Μέσα από τη συγχώνευση με την IBCA, η Fitch Ratings έγινε ιδιοκτησία της Fimalac A.E., μιας γαλλικής εταιρείας συμμετοχών η οποία εξαγόρασε την IBCA το 1992 που ελέγχεται μέχρι σήμερα από τον Γάλλο επιχειρηματία Mark Ladreit de Lacharriere. Ο ίδιος είναι

⁷ <https://www.fitchratings.com/about>

κάτοχος του 73,6% των μετοχών της Fimalac η οποία κατέχει το σύνολο των μετοχών της Fitch Group. Είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων, όπως η Casino, η L’Oreal και η Renault. Είναι επίσης σύμβουλος στην κεντρική τράπεζα της Γαλλίας.

Η Fimalac ή Financiere Marc de Lacharriere, όπως είναι η πλήρης επωνυμία της, ιδρύθηκε από τον σημερινό βασικό μέτοχο το 1991. Το 1992 εξαγόρασε τη λονδρέζικη IBCA και το 1997 κατάφερε να εξαγοράσει την αμερικανική Fitch. Η συγχώνευση αποτέλεσα το πρώτο βήμα για το σχέδιο της Fitch Ratings για να αντιμετωπίσει την ανάγκη των επενδυτών για ένα εναλλακτικό, παγκόσμιο, πλήρων υπηρεσιών πρακτορείο αξιολόγησης. Τον Απρίλιο του 2000, η Fimalac S.A. απέκτησε στη συνέχεια και την αμερικανική εταιρεία χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης Duff & Phelps. Από τότε ο οίκος Fitch Ratings διευρύνεται σταδιακά, ανοίγοντας νέα γραφεία στην Κεντρική Ευρώπη και αναπτύσσοντας συνεργασίες με ασιατικές εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Ο Fitch Ratings παράγαγε έσοδα το 2009 ύψους 614,6 εκατ. δολάρια σημειώνοντας πτώση κατά 15,9% σε σχέση με τη χρήση του 2008 (731,2 εκατ. δολάρια), συνεισφέροντας στην εταιρεία Fimalac S.A., με κέρδη ύψους 222,5 εκατ. δολαρίων.⁸ Υπήρξε ένας από τους τρεις οίκους αξιολόγησης (μαζί με την Standard and Poor’s και την Moody’s) που αναγνωρίστηκε το 1975 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchanges Commission SEC) ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής και αξιολόγησης (NRSRO – National Recognized Statistical Rating Organization).⁹

Ακολούθησε το ίδιο έτος η εξαγορά της εταιρείας αξιολογήσεων τραπεζών Thomson BankWatch. Αυτές οι εξαγορές ενίσχυσαν την κάλυψη της Fitch Ratings στον εταιρικό, χρηματοοικονομικό, ασφαλιστικό και δομημένο χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας, καθώς και την προσθήκη ενός σημαντικού αριθμού διεθνών γραφείων και θυγατρικών στην

⁸<http://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/>

Ανακτήθηκε 11-5-2015

⁹ https://en.wikipedia.org/wiki/History_of_Abercrombie_%26_Fitch

παγκόσμια αγορά. Η Fitch Ratings και η Fitch Solutions, γνωστές και ως Algorithmics, αποτελούν μέρος του ομίλου Fitch, ο οποίος ανήκει με τη σειρά του στον όμιλο Fimalac με έδρα το Παρίσι. Τον Σεπτέμβριο του 2011, η Fitch Group ανακοίνωσε την πώληση των Algorithmics στην IBM για 387 εκατομμύρια \$. Η συμφωνία έκλεισε στις 21 Οκτωβρίου 2011. Ο οίκος αυτός εκτός απ' τις αξιολογήσεις που κάνει, παρέχει επίσης υπηρεσίες συμβουλών σε μια πληθώρα δημόσιων επιχειρήσεων και σε τμήματα διοίκησης.

Σήμερα, η Fitch Ratings είναι ένας παγκόσμιος οργανισμός αξιολόγησης αφοσιωμένος στο να παρέχει στις πιστωτικές αγορές του κόσμου, ανεξάρτητες εκτιμήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Καθώς αναλύει τα οικονομικά δεδομένα, προσφέρει υπηρεσίες έρευνας, καθώς και μετρήσεις για τον κίνδυνο και την απόδοση της εταιρείας που διανέμονται μέσω ενιαίων και ολοκληρωμένων δεδομένων. Η εταιρεία, παρέχει λοιπόν υπηρεσίες τιμολόγησης, ποσοτική ανάλυση και κατάρτιση των υπηρεσιών για τους τραπεζίτες, σταθερούς επαγγελματίες εισοδήματος και τις ρυθμιστικές αρχές. Σήμερα, ο οίκος Fitch Ratings έχει πάνω από 2.000 επαγγελματίες σε περισσότερα από 50 γραφεία σε όλο τον κόσμο. Η Fitch Ratings καλύπτει πιο περιορισμένο μερίδιο αγοράς σε σχέση με τη Moody's και τη Standard & Poor's, το οποίο υπολογίζεται γύρω στο 20% της παγκόσμιας αγοράς ομολόγων και μετοχών.

Κεφάλαιο 2ο

2.1 Διεθνής παγκόσμια αναγνώριση

Οι έντονες διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές αγορές καθώς και η ανάγκη για προστασία των επενδυτών από τους κινδύνους οδήγησαν πολλούς θεσμικούς οργανισμούς αλλά και κράτη να πάρουν προληπτικά μέτρα. Παρατηρώντας τις τακτικές που ακολουθήθηκαν, βλέπουμε ότι δόθηκε πολύ εξουσία στους οίκους αξιολόγησης αφού έδωσαν αρκετή βαρύτητα στις εκτιμήσεις τους και τις κατέστησαν αναγκαίο συστατικό για μια συναλλαγή. Οι εκτιμήσεις είναι παράγοντας για πολλές συναλλαγές στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία ώστε να θεωρούνται νόμιμες.

Για παράδειγμα το Ομοσπονδιακό Συμβούλιο των αποθεμάτων (Federal Reserve Board) επιτρέπει την επένδυση μόνο σε χρεόγραφα που ανήκουν στις τέσσερις πιο υψηλές βαθμολογίες των οίκων. Επίσης, το Υπουργείο Εργασίας των ΗΠΑ επιτρέπει την επένδυση των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων μόνο σε αξιόγραφα που ανήκουν στις τρεις πιο υψηλές βαθμολογίες. Η ίδια τακτική ακολουθείται και σε άλλες χώρες της Ευρώπης και της Αυστραλίας. Επιπλέον, στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και της Φιλαδέλφειας των ΗΠΑ τα κεφαλαιακά αποθέματα των εισηγμένων εταιριών καθορίζονται από τις αξιολογήσεις που παίρνουν από τους οργανισμούς αξιολόγησης. Η πιο τρανταχτή αναγνώριση έγινε από την Επιτροπή της Βασιλείας, η οποία στήριξε τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας στις εκτιμήσεις γνωστών οίκων.

2.2 Πως Γεννήθηκε Η Βασιλεία

Η Τράπεζα διεθνών διακανονισμών (Bank for International Settlements – BIS) ιδρύθηκε την 17 Μαΐου του 1930 και έχει την έδρα της στη Βασιλεία της Ελβετίας. Είναι ο

παλαιότερος διεθνής οικονομικός οργανισμός. Τα κράτη που συμμετέχουν στον οργανισμό είναι τα εξής: Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ολλανδία, Ιαπωνία, Ισπανία, Ελβετία, Λουξεμβούργο, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Κεντρικός άξονας είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος.

Η Επιτροπή της Βασιλείας ξεκίνησε το 1973 σε μια περίοδο στην οποία η κατάργηση του διεθνούς νομισματικού συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods σηματοδότησε μια περίοδο σταθερών έντονων διακυμάνσεων και μεταβλητότητας των ισοτιμιών και των επιτοκίων.¹⁰ Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να καταστούν ευάλωτες στον μέχρι τότε άγνωστο κίνδυνο των συναλλαγματικών και επιτοκιακών μεταβολών. Αυτή η κατάσταση επέφερε τις πρώτες καταστροφές στο τραπεζικό κλάδο.

Το 1974 η γερμανική τράπεζα Bankhaus ID Herstatt χρεοκόπησε εξαιτίας άστοχων θέσεων σε προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος και προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις στο σύστημα. Το περιστατικό αυτό, κατέδειξε την ανάγκη διεθνούς συνεργασίας στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας. Προτεραιότητα δόθηκε στη θεσμοθέτηση συνεργασίας ανάμεσα στις νομισματικές και τραπεζικές εποπτείες με στόχο την πρόληψη συστημικών κρίσεων και τη

διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος και οδήγησαν στη σύσταση της περίφημης Επιτροπής της Βασιλείας.¹¹

Το 1988, η Επιτροπή κατέληξε σε μια συλλογή προτάσεων για θέματα που αφορούν τις τραπεζικές εργασίες η οποία ονομάστηκε «Συμφωνία της Βασιλείας». Από τότε, όμως, οι συνθήκες άλλαξαν και απαιτείται πλέον ένα πιο αναλυτικό και περιοριστικό πλαίσιο ώστε να καλυφθούν όλες οι περιπτώσεις. Έτσι, μετά από νέα συνεδρία η Επιτροπή επεξεργάστηκε το αρχικό πλαίσιο, το συμπλήρωσε και κατέληξε στη «Συμφωνία της Βασιλείας II». Με τη

¹⁰ https://en.wikipedia.org/wiki/Reign_of_Terror

¹¹ <http://www.kathimerini.gr/241238/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/pws-gennh8hke-h-vasileia>
Ανακτήθηκε 11-5-2015

συμφωνία αυτή, οριοθετείται η λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Μεταξύ άλλων, τίθενται τα κατώτατα όρια κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες ανάλογα με τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν. Έτσι, ορίζεται ένα minimum ύψος κεφαλαίων που η τράπεζα θα πρέπει να παρακρατά υπό μορφή ρευστών διαθεσίμων για διασφάλιση.

2.3 Λειτουργίες και στόχοι της Επιτροπής της Βασιλείας

Βασικός στόχος της Βασιλείας είναι να κάνει απρόσβλητο το συστήματος καθώς επίσης η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Τα κύρια μέσα για την υλοποίηση του σκοπού της είναι τα ακόλουθα:¹²

- ❖ Ανταπόδοση πληροφοριών για τις ρυθμίσεις θεμάτων εποπτείας σε εθνικό επίπεδο.
- ❖ Βελτίωση της αποτελεσματικότητας των κανόνων και τεχνικών εποπτείας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος.
- ❖ Θέσπιση ελάχιστων προτύπων και κανόνων εποπτείας σε δραστηριότητες και θέματα κάθε φορά που υπάρχει ανάγκη να γίνει αυτό

Η Επιτροπή της Βασιλείας ενημερώνει τους διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών της Ομάδας των δέκα, οι οποίοι συναντιούνται στη Τράπεζα διεθνών διακανονισμών και ζητά από αυτούς την προσυπογραφή, τη στήριξη και τη δέσμευση για αποδοχή βασικών πρωτοβουλιών για τη προώθηση των προτάσεών της.

Ένα από τους βασικούς στόχους της Επιτροπής είναι η σμίκρυνση του χάσματος στην εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων σε διάφορες χώρες. Η επίτευξη του στόχου αυτού επιτυχαίνεται με την εφαρμογή δύο βασικών αρχών:

- ❖ Όλα τα τραπεζικά ιδρύματα στον κόσμο χρειάζεται να έχουν σύστημα εποπτείας.
- ❖ Τα εποπτικά συστήματα πρέπει να είναι επαρκή.

¹² Πτυχιακή εργασία με θέμα: Ο Πιστωτικός κίνδυνος και η διαχείριση της Βασιλείας II http://nefeli.lib.teicrete.gr/browse/sdo/fi/2009/MpougkaAnna,Sfingaloanna/attached-document/MpougkaAnna_Sfingaloanna2009.pdf σελίδα 15-35

2.4 Βασιλεία Ι

Η ώθηση για την πρώτη Συμφωνία της Βασιλείας του 1988 πάρθηκε από τη σκέψη των G-10 χωρών ότι το κεφάλαιο των σπουδαιότερων παγκόσμιων τραπεζών έχει σημειωθεί μεγάλη πτώση σε επικίνδυνα χαμηλά επίπεδα, λόγω της φθοράς που είχε μέσω του ανταγωνισμού. Ως γνωστό το κεφάλαιο καθορίζει και το σχέδιο στρατηγικής δράσης των πιστωτικών ιδρυμάτων, περνώντας για παράδειγμα τη δυνατότητα για μόχλευση, μεγέθυνση κ.α. Από τα παραπάνω είναι σαφή πόσο ουσιώδης είναι η ανάγκη συνετής και αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου.¹³

Η Επιτροπή με τη υποστήριξη των κυβερνήσεων των χωρών των G-10, καθόρισε απαραίτητο να αναλάβει πρωτοβουλίες ώστε να κοπεί η επιδείνωση των αποδεκτών μεγεθών της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, έστω στις χώρες της ομάδας, και να προωθηθεί μεγαλύτερη σύγκλιση στη μέτρησή της. Ο κίνδυνος που τότε αναπτυσσόταν με ταχύ ρυθμό ήταν ο πιστωτικός κίνδυνος. Έχοντας σαν αποτέλεσμα την ανάπτυξη κοινής πεποίθησης για την ανάγκη ομοειδούς προσέγγισης της μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου με τον προσδιορισμό συντελεστών στάθμισης ανάλογα με τον αναλαμβανόμενο με κάθε τοποθέτηση ή χρηματοδότηση κίνδυνο, τόσο για τα εντός όσο για τα εκτός ισολογισμού στοιχείων των τραπεζών.

Έχοντας υπόψη ότι θέλουν να ενισχύσουν την σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος διεθνώς και την διαγράφη κάθε πιθανότητας ανταγωνισμού όποιος θα προέρχονταν από τις από τις διαφορές στις ανάγκες και στη μέτρηση της κεφαλαιακής επάρκειας Για τον παραπάνω λόγο διαμόρφωσαν μια κοινή λογική μεταξύ των μελών της Επιτροπής για το πόσο είναι αναγκαίο να παρθεί μια διεθνώς Συνθήκη. Σύμφωνα λοιπόν με τη συγκεκριμένη συμφωνία οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που δραστηριοποιούνται παγκοσμίως οφείλουν να διατηρούν κεφάλαιο πάνω από 8% των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων του Ενεργητικού τους. Τα στοιχεία του ενεργητικού ταξινομούνται σε τέσσερις κατηγορίες κινδύνου 0%, 20%, 50%, 100% ανάλογα με την κατηγορία των

¹³ Πτυχιακή εργασία με θέμα: Ο Πιστωτικός κίνδυνος και η διαχείριση της Βασιλείας II http://nefeli.lib.teicrete.gr/browse/sdo/fi/2009/MpougkaAnna,Sfingaloanna/attached-document/MpougkaAnna_Sfingaloanna2009.pdf σελίδες 36- 37

οφειλετών. Αυτό σημαίνει ότι για ορισμένα στοιχεία δεν προβλέπεται κεφαλαιακή απαίτηση, όπως για τα κυβερνητικά ομόλογα χωρών- μελών του ΟΟΣΑ, ενώ οι αξιώσεις σε άλλες εμπορικές τράπεζες έχουν βάρος 20%.

Οι δύο κύριοι στόχοι, λοιπόν, της Βασιλείας I ήταν πρώτων η δημιουργία ενός πεδίου δραστηριοτήτων ίσων ευκαιριών σε ανταγωνιστικούς όρους και δεύτερον η εξασφάλιση ενός επαρκούς επιπέδου κεφαλαίου στο διεθνές τραπεζικό σύστημα ,έτσι ώστε να αποφυγή η εδραίωση των τραπεζών χωρίς κεφαλαιακή υποστήριξη . Με την πάροδο του χρόνου έγινε αντιληπτό ότι έπρεπε να γίνουν κάποιες τροποποιήσεις πάνω στην Συνθήκη. συνοδεύτηκε από αρκετές επικρίσεις το θεσμικό πλαίσιο της Βασιλείας I, παρά το γεγονός ότι οι στόχοι επιτεύχθηκαν. Πιο συγκεκριμένα , ο ενιαίος συντελεστής του 8% κρίθηκε μη αποδοτικός αφού δημιουργούσε κωλύματα στη διαδικασία παροχής δανείων ακόμα και για αρκετά αξιόπιστες εταιρίες, Πιο συγκεκριμένα , ο ενιαίος συντελεστής του 8% κρίθηκε μη αποδοτικός αφού δημιουργούσε προβλήματα στη διαδικασία παροχής δανείων ακόμα και για αρκετά αξιόπιστες εταιρίες, οι όποιες δεν πληρούσαν τις προϋποθέσεις δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου δανείου , σύμφωνα με τις ικανότητες τους. Επίσης, η Συμφωνία του 1988 δεν περιλαμβάνει τεχνικές μετριάσμου του πιστωτικού κινδύνου, για παράδειγμα τις εγγυήσεις. Για την κάλυψη των παραπόνων κενών η Επιτροπή της Βασιλείας θεώρησε αναγκαίο να κάνει αλλαγές του αρχικού πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας .¹⁴

2.5 Βασιλεία II

Η Επιτροπή της Βασιλείας λόγω των νέων προκλήσεων που δημιουργήθηκαν στο χρηματοπιστωτικό χώρο διεθνώς αντιλήφτηκε ότι η «Βασιλεία I» δεν μπορούσε πλέον να ανταπεξέλθει στα καινούργια δεδομένα και θα έπρεπε λοιπόν να προχωρήσει σε νέες διαβουλεύσεις. Έχοντας σαν αποτέλεσμα από τις διαβούλευση την σύνταξη τριών Συμβουλευτικών Κειμένων τον Ιούνιο του 1999, τον Ιανουάριο του 2001 και τον Απρίλιο του

¹⁴ Πτυχιακή εργασία με θέμα: Ο Πιστωτικός κίνδυνος και η διαχείριση της Βασιλείας II http://nefeli.lib.teicrete.gr/browse/sdo/fi/2009/MpougkaAnna,Sfingaloanna/attached-document/MpougkaAnna_Sfingaloanna2009.pdf σελίδες 35-36

2003. Τα τρία συμβουλευτικά κείμενα αποτελούσαν την νέα συμφωνία για την Βασιλείας ΙΙ. Που είχε δυο στόχους , πρώτων την διευκόλυνση των τραπεζών ως προς την μέθοδο επιλογής για την σωστή κεφαλαιακή επάρκεια σύμφωνα με την επιχειρησιακή στρατηγική τους, και δεύτερον την αντιμετώπιση του πιστωτικού και του λειτουργικού κίνδυνου.

Ένας από τους βασικότερους στόχους της Βασιλείας Ι, ήταν να δημιουργηθούν ίσες συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων λόγω των διαφορετικών εποπτικών καθεστώτων τα όποια ίσχυαν διεθνώς¹⁵. Στη Βασιλεία ΙΙ αντίθετα , επικρατεί ένα διαφορετικό σκεπτικό ότι δεν είναι αναγκαίο οι εποπτικοί κανόνες να είναι ίδιοι για όλους αλλά σύμφωνα με το πόσο αποτελεσματικό και κερδοφόρο είναι η ανάπτυξη ενός πιστωτικού ιδρύματος λόγω της σωστής μέτρησης και διαχείρισης των αναλαμβανόμενων κινδύνων τότε τόσο αντίστοιχα λιγότερο κεφάλαιο θα πρέπει να προορίζει για μια συγκεκριμένη δραστηριότητα :

- ✓ Την περιεκτικότερη προσέγγιση αντιμετώπισης των αναλαμβανομένων κινδύνων
- ✓ Την καλύτερη εναρμόνιση των κεφαλαιακών απαιτήσεων με τους τραπεζικούς κινδύνους και
- ✓ Την εξάλειψη των κινήτρων αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα

Το νέο πλαίσιο της Βασιλείας ΙΙ χωρίζεται σε τρεις πυλώνες που θα επιτρέψουν τόσο στις τράπεζες όσο και στα Ελληνικά όργανα την σωστή και έγκαιρη πρόβλεψη των κινδύνων που οι Τράπεζες αντιμετωπίζουν. Έτσι λοιπόν οι τρεις πυλώνες είναι οι εξής :

- **Πυλώνας Ι:**

Επιβολή ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη των αναλαμβανομένων κινδύνων και εισαγωγή μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου. Σύμφωνα με την καινούρια

¹⁵ http://nefeli.lib.teicrete.gr/browse2/sdo/log/2012/BgontzaMaria.KalligerouEufrosyni/attached-document-1332402880-479054-10059/Bgontza_kalligerou2012.pdf Ανακτήθηκε 11-5-2015 σελίδες 38-39

συμφωνία διατηρείται η ελάχιστη κεφαλαιακή επάρκεια με συντελεστή 8% ως προς τον κίνδυνο των στοιχείων του Ενεργητικού όμως ο υπολογισμός θα γίνεται για έναν τραπεζικό όμιλο ως ενιαίο σύνολο.

Ο τρόπος υπολογισμού του πιστωτικού κινδύνου μπορεί να γίνεται :

1. Με την τυποποιημένη μέθοδο (Standardized Approach), στην οποία έχουμε συσχέτιση συντελεστών με διαβαθμίσεις rating agencies.
2. Την μέθοδο των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης (Internal Ratings Based Approach), στην οποία έχουμε συσχέτιση συντελεστών με διαβαθμίσεις εσωτερικών συστημάτων rating των τραπεζών, η οποία διακρίνεται σε δύο επιμέρους κατηγορίες που είναι οι :
 - i. Η Θεμελιώδης Προσέγγιση (Foundation Approach)
 - ii. Η Εξελιγμένη Προσέγγιση (Advanced Approach)

Επίσης δίνονται οδηγίες για τη μέτρηση του λειτουργικού κινδύνου. Η Επιτροπή της Βασιλείας προτείνει τρεις εξελικτικές προσεγγίσεις.

1. Προσέγγιση του Βασικού Δείκτη (Basic Indicator Approach)
2. Τυποποιημένη Προσέγγιση (Standardized Approach)
3. Προσέγγιση των Εξελιγμένων Μεθόδων Μέτρησης (Advanced Measurement Approach).

• **Πυλώνας II:**

Εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης και αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Το περιεχόμενο του δεύτερου πυλώνα ασχολείται με την ανάπτυξη μιας συνεπούς διαδικασίας εποπτικής αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Η εποπτική διαδικασία αξιολόγησης έχει δύο βασικούς στόχους. Πρώτων την εξασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων έπειτα την παροχή των κινήτρων έτσι ώστε να βελτιώσουν την ποιότητα διαχείρισης των κινδύνων, καθώς σε καμία περίπτωση δεν πρέπει και δεν μπορεί το κεφάλαιο να υποκατάστατο της συνεπούς και σωστής διαχείρισης κινδύνων. Οι τέσσερις βασικές αρχές

του Πυλώνα II που παρουσιάζονται παρακάτω θα πρέπει να αναφέρονται στις εποπτικές αρχές.¹⁶

Συγκεκριμένα:

- a) Τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αναπτύξουν διαδικασίες με τις οποίες θα εκτιμούν την συνολική κεφαλαιακή επάρκεια ανάλογα με τους αναλαμβανόμενους κινδύνους και το περιβάλλον λειτουργίας τους καθώς και στρατηγική για την διατήρηση του επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας.
- b) Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να εξετάζουν και να αξιολογούν τις εσωτερικές εκτιμήσεις και στρατηγικές κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων επιπλέον και την ικανότητα τους να παρακολουθούν και να συμμορφώνονται με τις διατάξεις οι οποίες αφορούν τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας καθώς και ότι πρέπει να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα εφόσον δεν είναι ικανοποιημένες με το αποτέλεσμα της σχετικής διαδικασίας.
- c) Ακόμα οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να μπορούν να απαιτούν από τα πιστωτικά ιδρύματα να διατηρούν τους κεφαλαιακούς δείκτες επαρκείς σε υψηλότερα από τα ελάχιστα επιτρεπόμενα όρια.
- d) Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να παρεμβαίνουν σε περίπτωση που εντοπίζεται κίνδυνος πτώσης των επιπέδων κεφαλαίου.

- **Πυλώνας III:**

Τον τελευταίο πυλώνα απασχολεί η πειθαρχία της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης στοιχείων με άμεσο αποτέλεσμα την ενίσχυση της διαφάνειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στην συγκεκριμένη περίπτωση η Επιτροπή της Βασιλείας καταλαβαίνει την ανάγκη και την σημασία στα πιστωτικά ιδρύματα να δημοσιοποιούν περισσότερες πληροφορίες προκειμένου και οι επενδυτές με την σειρά τους μπορούν να έχουν πρόσβαση στις πληροφορίες και να

¹⁶ http://nefeli.lib.teicrete.gr/browse2/sdo/log/2012/BgontzaMaria,KalligerouEufrosyni/attached-document-1332402880-479054-10059/Bgontza_kalligerou2012.pdf Ανακτήθηκε 11-5-2015 σελίδες 44-45

αξιολογούν καλύτερα τις επενδύσεις τους καθώς επίσης και τους κινδύνους που ορίζουν τις συναλλαγές αυτές.

Η ανάγκη της δημοσιοποίησης των πληροφοριών αυτών οδήγησε στο να μετατοπιστούν από την λογιστική και χρηματοοικονομική ανάλυση στη ανάλυση των κινδύνων και της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ως κύριο μέλημα της επιτροπής είναι να βρεθεί ένα πλαίσιο δημοσιοποίησης των στοιχείων υπό των Πυλώνων ΙΙΙ το οποίο συγχρόνως να μην έρχεται σε σύγκρουση με τα λογιστικά πρότυπα. Ωστόσο η δημοσιοποίηση των στοιχείων αυτών είναι αναγκαία προκειμένου να επιτραπεί σε ένα πιστωτικό ίδρυμα να εφαρμόσει μια συγκεκριμένη μεθοδολογία υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων του Πυλώνα Ι.

Επομένως τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να σχεδιάσουν και να γνωστοποιήσουν την πολιτική δημοπρασίας στοιχείων η οποία θα έχει την έγκριση από το διοικητικό τους Συμβούλιο. Η πολιτική κάθε πιστωτικού ιδρύματος θα πρέπει να αναφέρουν την στρατηγική και τους στόχους του. Η δημοσιοποίηση ποσοτικών και ποιοτικών στοιχείων θα πρέπει να αναφέρει τους έξι : α) γενικές αρχές της πολιτικής δημοσιοποίησης των στοιχείων, β) το πεδίο εφαρμογής του εποπτικού πλαισίου, γ) την κεφαλαιακή διάρθρωση και επαρκεί δ) τέλος το ύψος των ανοιγμάτων και την αξιολόγηση των αναλαμβανόμενων κινδύνων.

Έχουν δημιουργηθεί σημαντικές διαφορές από την αναγκαιότητα της δημοσιοποίησης που ακολουθούν τα πιστωτικά ιδρύματα. Συγκεκριμένα το μέγεθος των προς δημοσιοποίηση στοιχείων είναι σημαντικός και οι πληροφορίες σύνθετες. Αν τα στοιχεία μεταβάλλονται συνεχώς θα πρέπει να γίνεται τουλάχιστον μια με δυο φορές τον χρόνο ή συχνότερα η δημοσιοποίηση τους. Τέλος η Επιτροπή πρότεινε την καθιέρωση του ελέγχου της σημαντικότητας, ορίζοντας ότι μια πληροφορία κρίνεται σημαντική ή όχι στην περίπτωση που εάν αλλάξει η διατύπωση της ή παραληφθεί ή δοθεί εσφαλμένη διατύπωση με αυτόν τον τρόπο θα μπορούσε να αλλάξει εντελώς ή να επηρεάσει την εκτίμηση ή την απόφαση του αποδέκτη έτσι ώστε να μετριάσει το βάρος που συνεπάγεται η δημοσιοποίηση. Σημειωτέον είναι το γεγονός ότι ο παραπάνω ορισμός είναι συνεπής με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα (ΔΛΠ).

2.6 Βασιλεία III

Βασιλεία III (ή η Τρίτη Συμφωνία της Βασιλείας) η οποία έχει προγραμματιστεί να εφαρμοστεί από το 2013 μέχρι το 2018, συμφωνήθηκε από τα μέλη της επιτροπής της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία το 2010- 2011 , είναι ένα παγκόσμιο κανονιστικό πρότυπο για την τραπεζική κεφαλαιακή επάρκεια, προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων και ρευστότητας για την αγορά των κινδύνων.¹⁷ Λόγο της οικονομικής κρίσης στα τέλη του 2000 που είχε ως αποτέλεσμα την έλλειψη σε δημοσιονομικό κανονισμό, δημιουργήθηκε η τρίτη δόση της Βασιλείας για την αντιμετώπιση τους. Η Βασιλεία III ενισχύει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις καθώς επίσης την εισαγωγή των νέων ρυθμιστικών απαιτήσεων για τη ρευστότητα των τραπεζών και τη μόχλευση τους.¹⁸ Εκτιμάτε από τον ΟΟΣΑ (οργανισμός οικονομικής συνεργασίας και ανάπτυξης) ότι με την εφαρμογή της Βασιλείας III θα υπάρξει μείωση του ΑΕΠ από 0,05 έως 0,15%. Οι κριτικοί πιστεύουν ότι θα επηρεαστεί αρνητικά η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τις απαιτήσεις της Βασιλείας III και θα αυξήσουν τα κίνητρα των τραπεζών για το παιχνίδι του κανονιστικού πλαισίου που επηρεάζει αρνητικά τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Επιπρόσθετα , η Βασιλεία III προσθέτει ένα ελάχιστο δείκτη μόχλευσης και δύο απαιτούμενους δείκτες ρευστότητας. Διαιρώντας το κεφάλαιο , με το μέσο συνολικό ενοποιημένο ενεργητικό της τράπεζας βρίσκουμε τον δείκτη μόχλευσης. Μεγάλη πιθανότητα η διατήρηση του συντελεστή μόχλευσης στο άνω του 3% από τις τράπεζες.

Επαρκή υψηλή ποιότητα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού για την κάλυψη των συνολικών καθαρών εκροών της τράπεζας , με μετρητά για περισσότερες από 30 μέρες , ζήτη ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας από μια τράπεζα. Ο δείκτης καθαρής σταθερής χρηματοδότησης από την άλλη απαιτεί τη διαθέσιμη ποσότητα σταθερής χρηματοδότησης να

¹⁷ Πτυχιακή εργασία: <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/5688/1/Arvaniti,%20S..pdf>
Ανακτήθηκε 11-5-2015 σελίδα 40

¹⁸ h Πτυχιακή εργασία
http://oceanis.lib.teipir.gr/xmlui/bitstream/handle/123456789/1566/log_00171.pdf?sequence=1
Ανακτήθηκε 11-5-2015 σελίδες 18-19

είναι μεγαλύτερη σε ποσοστό από το απαιτούμενο ποσό των σταθερών χρηματοδοτήσεων για περιόδους κρίσης. Η Βασιλεία III περιλαμβάνει:

- Υψηλότερους δείκτες κεφαλαίων, όπου τα ελάχιστα αποδεκτά επίπεδα κατηγοριών κεφαλαίων θα αυξηθούν.
- Η χρήση ενός δείκτη μόχλευσης ως δείκτης ασφαλείας, ως πρόσθετη δοκιμή της κεφαλαιακής επάρκειας ο οποίος θα χρησιμεύσει ως ένα δίκτυο ασφαλείας που προστατεύει από τα προβλήματα που σχετίζονται με τις σταθμίσεις κινδύνου.
- Πιο αυστηρές σταθμίσεις κινδύνου για τα εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία, αφού υπήρχε σοβαρό πρόβλημα όπου απεικονιζόταν μια υπερβολική εμπιστοσύνη στην ευνοϊκή πρόσφατη ιστορία.
- Εξαίρεση κάποιων κατηγοριών κεφαλαίου από τα κεφάλαια, αυτό με την έννοια ότι μερικά στοιχεία του ισολογισμού θα έπρεπε να εξαιρεθούν από τα κεφάλαια διότι μπορεί να μην είναι πραγματικά διαθέσιμα έτσι ώστε να απορροφήσουν τις ζημιές σε περίπτωση κρίσης.
- Υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις για τον κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου και του πιστωτικού κινδύνου με αποτέλεσμα η επιτροπή να θέσει αυστηρότερους κανόνες σχετικά με το πότε χρειάζεται να παρακρατηθεί κεφάλαιο για αυτές τις περιπτώσεις και σε τι βαθμό.
- Νέες απαιτήσεις σχετικά με την ρευστότητα, όπου μέχρι σήμερα ίσχυε πως κάθε χώρα μπορούσε να θέσει αυτή τους κανόνες έτσι όπως ταίριαζε στα χαρακτηριστικά του τραπεζικού κλάδου της.¹⁹

2.7 Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις χρηματαγορές

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν διαδραματίσει ηγετικό ρόλο στις παγκόσμιες αγορές χρέους για πάνω από τριάντα χρόνια. Στο μεγαλύτερο μέρος της ιστορίας τους, οι οίκοι αξιολόγησης παρακολουθούν τις εξελίξεις ενώ παράλληλα αξιολογούν και διαβαθμίζουν την πιστοληπτική ικανότητα ενός Δημοσίου ή ενός Ιδιωτικού φορέα που προχωρά στην έκδοση

¹⁹ <http://www.ine.otoe.gr/UplPages/documentation/baselIII.asp>

χρεογράφων (Κρατικά ή Εταιρικά Ομόλογα). Ανάλογα με τις εξελίξεις, ένας οίκος αξιολόγησης αναβαθμίζει ή υποβαθμίζει την πιστοληπτική αξιοπιστία ενός εκδότη ομολόγων, γεγονός που έχει άμεση επίπτωση στο διαμορφούμενο ύψος των επιτοκίων δανεισμού που χρεώνεται.

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

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης, είναι να βοηθούν τις αγορές να γίνονται πιο αποδοτικές, βελτιώνοντας τη διαφάνεια και προσφέροντας πληροφορίες προς τους επενδυτές, μειώνοντας με τον τρόπο αυτό τις δανειοληπτικές δαπάνες²⁰. Πρόσφατα με την εφαρμογή της συνθήκης της Βασιλείας II, οι οίκοι αξιολόγησης αύξησαν την ισχύ τους και αποτελούν πλέον το 90% των χρηματοπιστωτικών αξιολογήσεων. Οι αξιολογήσεις αποδεικνύονται χρήσιμες γι' αυτούς που αξιολογούνται, γιατί πιστοποιούν το επίπεδο της πιστοληπτικής τους ικανότητας.

Οι αξιολογήσεις είναι αναγκαίες για τις ρυθμιστικές αρχές και για όσους συμμετέχουν στις χρηματαγορές, οι οποίοι χρειάζονται μια αξιόπιστη ένδειξη για την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών και την ποιότητα ορισμένων περιουσιακών στοιχείων. Θα ήταν αδύνατο για κάθε επενδυτή να κάνει μόνος του σε βάθος διερεύνηση της πιστοληπτικής ικανότητας του κάθε δυνητικού δανειολήπτη ή οποιασδήποτε είδους επένδυσης. Οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν αυτές τις πληροφορίες και έτσι υπάρχει τεράστια εξοικονόμηση σε συναλλακτικά κόστη.

²⁰ <http://www.sigmalive.com/archive/inbusiness/opinions/external/454618>
Ανακτήθηκε 11-5-2015

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

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν την πρόσβαση των εκδοτών σε χρηματοδότηση και το κόστος του κεφαλαίου. Επηρεάζουν τη διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών μέσων και τις αποφάσεις των επενδυτών. Δεδομένης της δραματικής αύξησης στις χρηματοδοτικές αγορές κατά τις τελευταίες δεκαετίες, οι πολλαπλοί ρόλοι των οίκων αξιολόγησης είναι εξαιρετικά σημαντικοί:²¹

- Πρώτον, οι επιχειρήσεις ή οι κυβερνήσεις που θέλουν να εκδώσουν κινητές αξίες επιδιώκουν αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για να μπορέσουν να τις πουλήσουν. Η απόκτηση βαθμολογίας από έναν CRA καθιστά πολύ ευκολότερο να πωληθεί το προϊόν, εν μέρει επειδή πολλοί θεσμικοί επενδυτές μπορούν να αγοράσουν μόνο προϊόντα που χαρακτηρίζονται ποιοτικά βάσει της διαβάθμισης τους για λόγους ασφάλειας.
- Δεύτερον, σύμφωνα με τον κανονισμό της SEC που ισχύει για τους οίκους αξιολόγησης οι εν δυνάμει αγοραστές (π.χ., θεσμικοί επενδυτές) χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας ως μέρος της δικής τους εσωτερικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για τις αναλύσεις των επενδύσεων. Επιπλέον, μπορούν να χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για να συμμορφωθούν

²¹ Πτυχιακή εργασία :

https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/14058/1/ARVANITIDOU_VIRGINIA_MBA.pdf σελ34

με τους εσωτερικούς τους κανονισμούς, τους περιορισμούς ή τις πολιτικές επενδύσεων όπου απαιτούν ορισμένες ελάχιστες πιστωτικές διαβαθμίσεις για τις επενδύσεις.²²

Ο κύριος ρόλος των οίκων αξιολόγησης είναι να προσφέρουν τη δυνατότητα σε κυβερνήσεις και επιχειρήσεις, σε νεοσύστατες εταιρείες, αλλά και σε άλλες σχετικά άγνωστες επιχειρηματικές οντότητες, να αντλήσουν κεφάλαια με την αξιολόγηση του χρέους τους από τους οίκους αξιολόγησης. Οι αξιολογήσεις αποδεικνύονται χρήσιμες για αυτούς που αξιολογούνται, γιατί αποτελούν ανεξάρτητη πηγή πιστοποίησης του επιπέδου της πιστοληπτικής τους ικανότητας, καθώς και για τις κυβερνητικές ρυθμιστικές αρχές, όπως είναι η Κεντρική Τράπεζα και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η βελτίωση της διαφάνειας στην αγορά και η διάδοση πληροφοριών θεωρείται ότι αποτελούν το ρόλο του παραδοσιακού μοντέλου οίκου αξιολόγησης.²³

Μια διαφορετική ερμηνεία για την ύπαρξη των οίκων αξιολόγησης και του έργου που προσφέρουν είναι η θεωρία του συντονισμού, σύμφωνα με την οποία οι οίκοι αυτοί συντονίζουν τους έκδοτες ομολόγων/δανείων μεταξύ με τους επενδυτών. Δηλαδή, οι επενδυτές δέχονται τεράστιες ποσότητες πληροφοριών και οι οίκοι αξιολόγησης τους προσφέρουν μια βοηθητική καθοδήγηση για να λάβουν τις σωστές αποφάσεις. Μια τρίτη εξήγηση όσο αφορά στο ρόλο των οίκων αξιολόγησης είναι η μετατροπή εμπιστευτικών πληροφοριών, που μπορεί να κατέχουν λόγω της στενής τους σχέσης με τους εκδότες, σε δημόσιες, και οι οποίες είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν από επενδυτές, ρυθμιστικές αρχές, κ.λπ.

Εύκολα θα μπορούσαμε να πούμε ότι λόγω των τεχνολογικών εξελίξεων και της βελτίωσης της ποιότητας των πληροφοριών που φθάνουν στους επενδυτές από πολλές πηγές, θα είχε ως αποτέλεσμα στον ρόλο των οίκων αξιολόγησης οποίος θα μειωνόταν δραματικά. Αντίθετα όμως, έχουν κριθεί όλο και περισσότερο σημαντικοί. Ένας από τους πιο σημαντικούς λόγους είναι και η παγκοσμιοποίηση. Στις μέρες μας οι εταιρείες και τα άτομα

²² Πτυχιακή εργασία:

https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/14058/1/ARVANITIDOU_VIRGINIA_MBA.pdf σελίδα 36-37

²³ <http://www.sigmalive.com/archive/inbusiness/opinions/external/454618>

δεν έχουν κανένα περιορισμό σχετικά με μια πιθανή επένδυση ακόμα και αν αυτή δεν είναι στην πατρίδα τους με κύριο λόγο τη διαφοροποίηση των επενδυτικών τους χαρτοφυλακίων. Έτσι οι οίκοι αξιολογήσεις προσφέρουν πληροφορίες που θα ήταν δύσκολο να εξασφαλίζουν. Ένας δεύτερος λόγος είναι η διάθεση στην αγορά εξαιρετικά σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, καθώς ένας επενδυτής δεν έχει τον κατάλληλο χρόνο ή την γνώση για να αξιολόγησει κινδύνους που αυτές οι κινητές αξίες εμπερικλείουν. Η τρίτη επεξήγηση που δικαιολογεί τον μεγάλο και σημαντικό ρόλο που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης είναι τα οικονομικά σκάνδαλα τα οποία παρατηρήθηκαν και είχαν σαν αποτέλεσμα κυρίως για τους επενδυτές την απώλεια δισεκατομμυρίων. Παρόλο τις αδυναμίες που έχουν οι οίκοι αξιολογήσεις, θεωρούνται από τους επενδυτές βασικός μηχανισμός άμυνας για την αντιμετώπιση καταχρήσεων από ανώτερα διαθετικά στελέχη τα οποία διαχειρίζονται τα λεφτά τους.²⁴

Από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα που ξεκίνησε η ανάμειξη των οίκων αξιολογήσεις με τις επιχειρήσεις, έχει σημειωθεί συνεχής αύξηση της επικούς την οποία ασκούν στους οφειλέτες. Επίσης, η χρήση των μεγάλων οίκων αξιολόγησης έχει κριθεί υποχρεωτική, επειδή έχουν μονοπωλιακή θέση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Για την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, οι οφειλέτες εξαρτώνται άμεσα από τις υπηρεσίες αξιολόγησης της φερεγγυότητας των εταιρειών. Κατά γενική βάση, δεν υπάρχει κάποιος κανόνας στον όπιο να ανακράζει την υποχρεωτική αξιολόγηση από τους οίκους ωστόσο είναι πολύ δύσκολο να αποφύγει την επίτροπου ασκούν οι οίκοι αξιολόγησης. Επίσης, ο πιστωτικός κίνδυνος περιλαμβάνεται σε οικονομικές συναλλαγές που κρίνεται η παρουσία των οίκων αξιολογήσεις απαραίτητη. Τέλος, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι περιορισμένες επιλογές που έχουν οι εταιρίες. Για την πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων απαιτούνται δυο εκτιμήσεις τουλάχιστον. Επιπρόσθετα, η Moody's και η Standard & Poor's είναι κυρίαρχες στο χώρο, αφού ο οίκος Fitch, δραστηριοποιείται σε εξειδικευμένες αγορές, κυρίως στην εκτίμηση των εταιρειών παροχής οικονομικών υπηρεσιών. Την μονοπωλιακή θέση την οποία διακατέχουν οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί να εξηγηθεί από τις δυσκολίες τις οποίες θα αντιμετωπίσει κάποιος

²⁴ <http://www.sigmalive.com/archive/inbusiness/opinions/external/454618> Ανακτήθηκε 11-05-2015

πιθανός ανταγωνιστής πάνω στην προσπάθεια του για να εισέρθει στην αγορά με κριτήριο την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας.²⁵

Κεφάλαιο 3^ο

Η χρηματοπιστωτική κρίση και η εμπλοκή των οίκων αξιολόγησης

3.1 Η εμπλοκή των Οίκων Αξιολόγησης

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ δεν άφησε ανέπαφες τις χώρες του ευρώ. Η αλληλεξάρτηση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών, αλλά και οι υψηλές επενδύσεις, οι κοινές επιχειρηματικές αλυσίδες, η ψυχολογική αλληλεπίδραση κ.ά. μεταδόθηκαν και τις ευρωπαϊκές χώρες με αποτέλεσμα την πρόσφατη οικονομική κρίση. Μία κρίση η οποία ταρακούνησε αρχικά το χρηματοπιστωτικό σύστημα κάθε χώρας. Μεγαλύτερο πρόβλημα αντιμετώπισαν εκείνες οι χώρες που είχαν πιο έντονη δραστηριότητα με το αμερικανικό τραπεζικό σύστημα, τις η Ιρλανδία και η Γερμανία από την Ευρωζώνη, και οι τράπεζες του Ηνωμένου Βασιλείου (ΗΒ) από τις χώρες εκτός Ευρωζώνης.

Προτεραιότητα στην οικονομική κρίση δόθηκε στη διάσωση των εθνικών τραπεζικών συστημάτων με μέτρα τις μέσω τις ενίσχυσης τις κεφαλαιουχικής βάσης των τραπεζών με δημόσια κεφάλαια και εγγυήσεις καταθέσεων.

3.2 Οι οίκοι αξιολόγησης και το πρόβλημα τις ασύμμετρης πληροφόρησης

Με τον όρο «ασύμμετρη πληροφόρηση» αναφερόμαστε στο γεγονός ότι στην αγορά χρήματος ο τις εκ των δύο συμβαλλομένων έχει καλύτερη πληροφόρηση .Μια τυπική περίπτωση είναι όταν ο δανειολήπτης έχει καλύτερη πληροφόρηση από το δανειστή για τις πιθανές μελλοντικές αποδόσεις και τον κίνδυνο που συνεπάγεται η σχεδιαζόμενη επένδυση για την οποία συνάπτεται το δάνειο. Αυτό σημαίνει ότι μία τράπεζα παρέχει τη πιθανότητα στους δανειστές να χορηγούν δάνεια περνώντας το μικρότερο δυνατό κόστος απόκτησης της πληροφόρησης, αντίθετα αν διαπραγματευόντουσαν κατευθείαν με τους δανειολήπτες το

²⁵ <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/5954/1/Thalassinou.pdf> Ανακτήθηκε 25-4-2015 σελίδα 46

κόστος θα ήταν μεγαλύτερο. Αυτός είναι και ένας πολύ σημαντικός λόγος ύπαρξης των τραπεζών. Αποτέλεσμα τις ασύμμετρης πληροφόρησης στη λειτουργία τις κάθε τράπεζας αποτελούν το «πρόβλημα τις δυσμενούς επιλογής» και το «πρόβλημα του ηθικού κινδύνου»²⁶.

Η λύση στο πρόβλημα τις «δυσμενούς επιλογής» τις χρηματαγορές είναι ο περιορισμός τις ασύμμετρης πληροφόρησης, παρέχοντας σ' τις που προσφέρουν τα χρηματικά τις κεφάλια λεπτομέρειες για τις ιδιώτες ή τις επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τις. Και ακριβώς τις είναι ο ρόλος μιας τράπεζας. Μια τράπεζα, αποκτά εξειδίκευση στην παραγωγή πληροφόρησης για την ποιότητα των επιχειρήσεων. Εν συνεχεία συγκεντρώνει τα χρήματα των καταθετών και τα δανείζει τις αξιόπιστες επιχειρήσεις.

Μια τράπεζα, αντιμετωπίζει το θέμα του «ηθικού κινδύνου» ελέγχοντας τις επενδύσεις ώστε να γίνονται με το μικρότερο δυνατό κόστος. Καθώς οι τράπεζες συνάπτουν εξατομικευμένα δάνεια κανείς δεν μπορεί να παρακολουθήσει και να ελέγξει τις ρήτρες που οι τις θέτουν στα συμβόλαια με σκοπό να αποθαρρύνουν ανεπιθύμητες συμπεριφορές και ενέργειες. Επομένως με τη σύναψη του δανείου ο διαμεσολαβητής επωφελείται του ελέγχου που ασκεί και περιορίζει τον «ηθικό κίνδυνο». Στο θέμα αυτό οι οίκοι αξιολόγησης αποτελούν τις διαμεσολαβητές που καλούνται να επιλύσουν το πρόβλημα τις ασύμμετρης πληροφόρησης, λαμβάνοντας σοβαρά υπόψη όλους τις κινδύνους έναντι των δανειοληπτών. Τις συγκρούσεις συμφερόντων, ο ηθικός κίνδυνος, η μεροληψία και τα συστηματικά σφάλματα θέτουν ερωτήματα ως τις την αντικειμενικότητα των εκτιμήσεων αυτών.

Ο ρόλος της τα τελευταία χρόνια έγινε πιο σημαντικός καθώς οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, εκτός από την πληροφορία που περιέχουν, σχετίζονται άμεσα τόσο με την προληπτική εποπτεία των τραπεζών για τον καθορισμό των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων τις, όσο και με την επενδυτική συμπεριφορά ασφαλιστικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών. Δηλαδή είναι δυνατόν ο οίκος αξιολόγησης να αποτρέψει την αντικειμενικότητα τις

²⁶ <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/5688/1/Arvaniti,%20S..pdf> Ανακτήθηκε 14-6-2015 σελίδα 10

https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%A0%CF%81%CF%8C%CE%B2%CE%BB%CE%B7%CE%BC%CE%B1_%CE%B5%CE%BD%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%AD%CE%B1-%CE%B5%CE%BD%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B4%CF%8C%CF%87%CE%BF%CF%85 Ανακτήθηκε 14-6-2015

αξιολόγησής του προκειμένου να προσφέρει στην επιχείρηση από την οποία πληρώνεται την ευνοϊκότερη αξιολόγηση που εκείνη επιθυμεί. Οι Blume et al. (1998) αποδεικνύουν αυτή τη συμπεριφορά των οίκων αξιολόγησης ως φαινόμενο, γνωστό ήδη από τα μέσα τις δεκαετίας του 1990, σαν πληθωρισμός αξιολογήσεων (ratings inflation) σύμφωνα με όλους τις μελετητές, ένα από τα προβλήματα που οδήγησαν στην πρόσφατη κρίση.

Πέρα από τον πληθωρισμό των αξιολογήσεων ένα ακόμη θέμα που μπορεί να δημιουργήσει η μη αντικειμενικότητα των Οίκων Αξιολόγησης είναι η χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων. Σύμφωνα με τις Calomiris and Mason (2009) οφείλεται στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των πελατών τις. Η αιτία της μείωσης της ποιότητας των αξιολογήσεων σύμφωνα με τις Becker and Milbourn (2008) αποτελεί ο έντονος και συνεχής ανταγωνισμός μεταξύ των οίκων αξιολόγησης για τη διατήρηση ή αύξηση των μεριδίων αγοράς τις για ένα προϊόν την πιστοληπτική αξιολόγηση η ποιότητα του οποίου κρίνεται μετά την αγορά του και κυρίως σε βάθος χρόνου. Έχουν έτσι κίνητρο να μειώσουν την ποιότητα του προϊόντος, δηλαδή να παρέχουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις ευχαριστώντας τον πελάτη αξιολογούμενο²⁷.

Στην περίπτωση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας χωρών οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν αυτόκλητα τις υπηρεσίες τις. Το πρόβλημα του πληθωρισμού αξιολογήσεων δεν παρατηρείται σε αυτές καθώς είναι χαμηλότερες έναντι των αξιολογήσεων επ' αμοιβή. Σχετικά με τις αυτόκλητες αξιολογήσεις τις, οι Cantor and Packer (1996) βρίσκουν, μεταξύ άλλων, ότι οι επενδυτές τιμολογούν τα κρατικά ομόλογα με τρόπο ανάλογο των σχετικών κατατάξεών τις στην κλίμακα πιστοληπτικής αξιολόγησης των οίκων αξιολόγησης Standard & Poor's (S&P) και Moody's.

3.3 Οι αξιολογήσεις ενυπόθηκων δανείων

Οι αξιολογήσεις που πραγματοποιούνται για τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, εταιρείες, κράτη και δήμους είναι για τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) αλλά και για τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές). Προκειμένου η αξιολόγηση να

²⁷ Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές, Κατερίνα Πανοπούλου, Χρήστος Τσούμας

είναι αντικειμενική και πραγματική είναι απαραίτητες κάποιες αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται, αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Επομένως η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας θεωρείται τόσο αξιόπιστη όσο και ο βαθμολογητής και οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί. Χρησιμοποιούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων ,τις όποιες την ερμηνεία αυτών εμπεριέχετε η γνώμη εκείνου που τα αξιολογεί .²⁸

Η διαδικασία αξιολόγησης ενυπόθηκων δανείων έχει ως εξής: Στην αρχή ο αγοραστής παίρνει ένα ενυπόθηκο δάνειο. Η τράπεζα η οποία του χορηγεί το δάνειο δεν κρατάει στο χαρτοφυλάκιο της το ενυπόθηκο δάνειο αλλά την πουλάει σε έναν επενδυτικό οργανισμό. Ο επενδυτικός οργανισμός με την σειρά του δημιουργεί μια καινούρια κινητή αξία τις οποίας ένα μέρος αποτελείται από την αρχική υποθήκη. Έπειτα , το επενδυτικό προϊόν μεγάλης απόδοσης και υψηλού ρίσκου αγοράζεται από επενδυτές, οι οποίοι είναι κυρίως θεσμικοί επενδυτές ,όπως γίνεται για τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Προτού τις γίνει η εν λόγω επένδυση ένα πρακτορείο πιστοληπτικής ικανότητας αξιολογεί την κινητή αξία βασιζόμενο στην πιθανότητα να αποπληρωθεί το αρχικό ενυπόθηκο δάνειο. Η αξιολόγηση από ένα πρακτορείο πιστοληπτικής ικανότητας βασίζεται στο κατά πόσο είναι πιθανόν να γίνει η αποπληρώσει του αρχικού δανείου και ανάλογα με τα αποτελέσματα προχέανε ή όχι προς την επένδυση .

Όσο πιο ψηλή είναι η διαβάθμιση στην οποία κατατάσσεται η επιχείρηση, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα εμφάνισης ασυνέπειας ή και πτώχευσης. Αντίθετα, όσο χαμηλότερη είναι η διαβάθμιση στην οποία κατατάσσεται η επιχείρηση τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα εμφάνισης.

Έτσι τις διαβαθμίσεις AA έως και B κατατάσσονται επιχειρήσεις χαμηλού πιστωτικού κινδύνου, ενώ τις διαβαθμίσεις F έως και H οι επιχειρήσεις υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Στο μέσο τις κλίμακας διαβάθμισης, δηλαδή τις κατηγορίες C, D και E, κατατάσσονται οι επιχειρήσεις μέσου πιστωτικού κινδύνου.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ) φέρουν μέρος τις ευθύνης για την οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2007 και παραμένει σε εξέλιξη. Αυτό αναγνωρίζεται από φορείς χάραξης πολιτικής, τις συμμετέχοντες στην αγορά, και από τις τις

²⁸ Πτυχιακή εργασία <https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/14591/3/TzikasAnastasiosMsc2011.pdf>
Ανακτήθηκε 13-04-2015 σελίδα 48

τις οργανισμούς. Αρχικά, οι απαιτήσεις αυτές περιορίζονται σε μια πιο δεσμευτική μορφή τις αυτορρύθμισης. Αλλά καθώς η κρίση προχωρούσε, οι εκκλήσεις για την κρατική ρύθμιση μεγάλωσε πιο πολύ. Έγινε σαφές μετά τον Νοέμβριο του 2008 στην Ουάσινγκτον ότι η κρατική ρύθμιση δεν θα μπορούσε πλέον να αποφευχθεί από τις κανονισμούς. Στην Ευρώπη, η πορεία είχε τεθεί τις αυτή την κατεύθυνση, ακόμη και πριν από τότε. Από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο είδαν την κρίση καθώς οι αγορές απέτυχαν και πίστευαν ότι ήταν τώρα σε θέση να ασκήσουν αποφασιστική επιρροή για τη διαμόρφωση μιας τις διεθνούς χρηματοπιστωτικής τάξης. Είναι αξιοσημείωτο ότι η αλλαγή τις ευρωπαϊκής πολιτικής από μια προσέγγιση αυτορρύθμισης, η οποία ήταν σχετικά φιλελεύθερη σε διεθνές επίπεδο, έγινε αρκετά αυστηρή κρατική ρύθμιση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Τόσο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο συνεργάστηκαν ώστε να δημιουργήσουν μία νέα συνεκτική ρύθμιση, κατάλληλη για μια νέα παγκόσμια οικονομική τάξη, προσανατολισμένη περισσότερο τις αυτόνομο ευρωπαϊκό κανονισμό. Ενώ η τελική έκδοση του κανονισμού τις Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις Οίκους Πιστοληπτικής Αξιολόγησης επικεντρώνεται αποφασιστικά στην ευρωπαϊκή αρένα, το σημείο-κλειδί για όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά είναι ότι αυτό είναι απίθανο να έχει δυσμενή επίδραση στην παγκόσμια αγορά αξιολογήσεων. Πρέπει, ωστόσο, να αναγνωρισθεί ότι το πεδίο εφαρμογής τις επιλεγμένης ρυθμιστικής προσέγγισης είναι εξαιρετικά στενό.²⁹

Στις 7 Απριλίου 2008 εμφανίστηκε η πρώτη ολοκληρωμένη ανάλυση , όταν το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας Forum (FSF) δημοσίευσε την έκθεσή του για την ενίσχυση τις αγοράς και τη θεσμική ανθεκτικότητα (Χρηματοοικονομικά Φόρουμ Σταθερότητας το 2008). Οι ΟΑΠΙ δεν έλαβαν επαρκώς υπόψη την επιδείνωση τις κατάστασης που ακολουθούσε στα πρότυπα δανεισμού. Η έκθεση έκρινε θετικά τα μέτρα που είχαν ήδη εισηγηθεί από τις ΟΑΠΙ. Παρ 'όλα αυτά αναγνωρίστηκε , η ανάγκη για περισσότερα βήματα για τη βελτίωση τις εσωτερικής διακυβέρνησης, τη διαφάνεια των διαδικασιών αξιολόγησης, και τη συμμόρφωση με τους διεθνείς κώδικες δεοντολογίας. Από την αποτυχία των ΟΑΠΙ να δημοσιεύσουν επαληθεύσιμα στοιχεία σχετικά με τη διαβάθμιση τις απόδοσής αυτών των προτύπων δανεισμού, είχε σαν αποτέλεσμα την έντονη κριτική προς τον ΟΑΠΙ . Η έκθεση ζήτησε να γίνει διάκριση ανάμεσα τις αξιολογήσεις των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων προϊόντα και άλλα εταιρικά ομόλογα, προκειμένου να τονίσει

²⁹ www.hba.gr/Xrimatopistotiko/UplFiles/xr-sistimata/pliromon/DirectiveEU2015_849_AMLCFTEL.pdf

τις διαφορές τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται και τις σημαντικά διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου. Το ΓΧΣ αισθάνθηκε, ωστόσο, ότι περισσότερο σε βάθος ανάλυση ήταν αναγκαία για τις συνέπειες τις τέτοιου βήματος για τη λειτουργία τις η αγορά και η ρύθμιση του κλάδου. Οι επενδυτές και οι επόπτες καλέστηκαν να μελετήσουν κατά πόσο είναι δυνατό η ύπαρξη εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις. Περαιτέρω εκθέσεις από εξειδικευμένους φορείς και ρυθμιστικές αρχές έχουν δημοσιευθεί κατά τη διάρκεια της κρίσης μετά από δώδεκα μήνες. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής José Manuel Barroso τον Οκτώβριο του 2009, ανέθεσε στον Jacques de Larosière να προεδρεύσει μιας επιτροπής για να δώσει συμβουλές σχετικά με το μέλλον της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής ρύθμισης και εποπτείας. Τον Φεβρουάριο του 2009, η επιτροπή δημοσίευσε μια έκθεση που ανέφερε μερικά κενά (ομάδα de Larosière 2009).³⁰

Ας πάρουμε για παράδειγμα ότι μια τράπεζα χορηγεί, χωρίς καμία εξασφάλιση, 100 δάνεια, συνολικού ύψους 2 εκατ. Ευρώ. Τότε ο συντελεστής PD (πιθανότητα αθέτησης) σε κάθε δάνειο υπολογίζεται στο 1%. Στην συγκεκριμένη περίπτωση, σε περίπτωση αθέτησης των συμβατικών υποχρεώσεων του αντισυμβαλλομένου η αναμενόμενη ζημία για κάθε δάνειο, θα πρέπει να ισούται με το γινόμενο της πιθανότητας αθέτησης εκάστου δανείου, Δηλαδή, η αναμενόμενη ζημία για κάθε δάνειο σε περίπτωση αθέτησής του είναι €20.000 (= 0,01×€2.000.000). Τα παραπάνω ισχύουν εφ' όσον, για

$R_i = 0$, για $i = 1 \dots 100$.³¹

Επίσης θα πρέπει να επισημανθεί ότι μονό ένα μέρος από τον πιστωτικό κίνδυνο αντιμετωπίζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς η διαχείριση του ο εν λόγω κινδύνου

επιμερίζεται σε περισσότερα από ένα μέρη. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες προκειμένου να κάνουν πιο εύκολες τις δραστηριότητες τους, συγκεντρώνουν όλες τις δανειοδοτήσεις και τις πουλούν σε εταιρείες που έχουν σκοπό την αγορά ενυπόθηκων ή μη δανείων. Αγοραστές αυτών των δανείων μπορεί να είναι επενδυτές που θέλουν να έχουν έκθεση στην

30

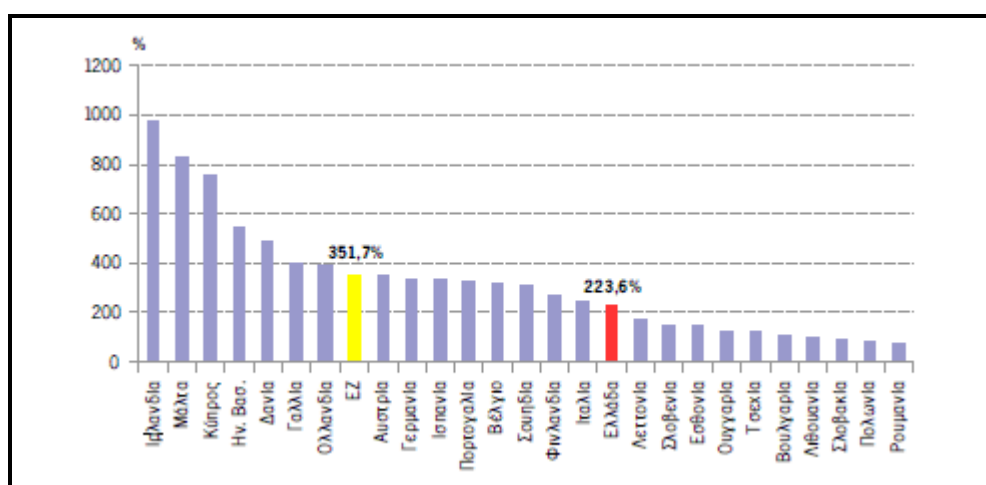
<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/%CE%A4%CE%BF%20X%CF%81%CE%BF%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CF%8C%20%CF%84%CE%B7%CF%82%20M%CE%B5%CE%B3%CE%AC%CE%BB%CE%B7%CF%82%20K%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7%CF%82.pdf>

³¹ <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/4695/1/Kanioros.pdf> Ανακτήθηκε 13-06-2015. Σελίδα 7

συγκεκριμένη αγορά ,αλλά λόγω έλλειψης στην υποδομή ή λόγω διαφορετικής δραστηριότητας που έχουν πχ ασφαλιστικά ταμεία .

3.4 Οι ελληνικές τράπεζες πριν και μετά την κρίση

Η διεθνής οικονομική κρίση που ξέσπασε το 2007-2008 δεν επηρέασε άμεσα την Ελλάδα το 2007 και το 2008, επειδή οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν στηριχτεί σε επενδύσεις προϊόντων στον υπερβολικό βαθμό που συνέβη σε άλλες χώρες. Έτσι, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας παραμένει, σύμφωνα με τα στοιχεία τις ΕΚΤ, ο μικρότερος σε σχέση με το ΑΕΠ στην παλαιά ΕΕ .



Εικόνα 1: Ενεργητικό τραπεζών ΑΕΠ, Δεκέμβριος 2010

Πηγή: ΕΚΤ, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Στοιχεία Ευρετηρίου HEBIC

Οι ελληνικές τράπεζες αντιμετώπισαν αυτή την ύφεση το 2009 και αύξησαν τα επιτόκια δανεισμού του ελληνικού δημόσιου τομέα. Οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού κράτους και έπειτα υποβάθμισαν και την πιστοληπτική ικανότητα τόσο των ελληνικών τραπεζών όσο και όσων ελληνικών επιχειρήσεων είχαν εκδώσει ιδιωτικά ομόλογα. Αποτέλεσμα της πάγιας τακτικής των Οίκων αξιολόγησης ήταν να σταματήσει η διατραπεζική αγορά να ενισχύει τις ελληνικές τράπεζες, αφού το ενέχυρο των ελληνικών ομολόγων, που στο παρελθόν χρησιμοποιούσαν για να δανείζονται, έπαψε να είναι αξιόπιστο και αποδεκτό από τις τράπεζες του εξωτερικού, οι οποίες αναγκάστηκαν να προσφύγουν στην ΕΚΤ. Επίσης, τα ελληνικά ομόλογα, τα οποία φυλάσσονταν από τις τράπεζες στα χαρτοφυλάκιά τους, μετατράπηκαν σε τοξικές επενδύσεις. Η ύφεση αύξησε και το ποσοστό των προβληματικών δανείων και των φιλικών αναδιαρθρώσεών τους, ενώ το κράτος υπό την πίεση εξεύρεσης εσόδων έφτασε σε μεγάλη

αύξησης την φορολογία των επιχειρήσεων. Η χαμηλών διακυμάνσεων, για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, εικόνα αλλάζει όταν κατασκευάζουμε τους δείκτες συγκέντρωσης των πέντε (CR-5) και των τριών (CR-3) μεγαλύτερων ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, χρησιμοποιώντας αυτή τη φορά δύο στοιχεία πέρα του ενεργητικού και συγκεκριμένα τις συνολικές καταθέσεις και τα συνολικά δάνεια των τραπεζικών ιδρυμάτων. Το μερίδιο αγοράς των πέντε μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών βάσει των χορηγηθέντων δανείων αυξήθηκε σε 73,7% το 2008, έναντι 50,2% το 2001, με τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζες να καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης αυτής³². Ταυτόχρονα, ο δείκτης συγκέντρωσης CR-5 βάσει των καταθέσεων αυξήθηκε σε 80,1% το 2008, από 67,9% το 2001, αντανακλώντας κυρίως την εμπιστοσύνη των καταθετών προς τις μεγαλύτερες τράπεζες.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Δείκτης Herfindahl-Hirschmann (HH)									
Ελλάδα	1113	1.164	1.130	1.070	1.096	1.101	1.096	1.172	1.184
Ευρωζώνη	543	552	580	600	640	634	659	687	663
Ευρωπαϊκή Ένωση	504	520	547	567	614	592	596	665	632
Δείκτης Συγκέντρωσης (CR5) βάσει μεριδίου αγοράς (Ενεργητικό, %)									
Ελλάδα	67,0	67,4	66,9	65,0	65,6	66,3	67,7	69,5	69,2
Ευρωζώνη	39,1	39,3	40,5	41,7	42,8	43,1	44,4	44,7	44,6
Ευρωπαϊκή Ένωση	37,8	38,3	39,7	40,9	42,6	41,5	41,5	45,2	44,3
Δείκτης Συγκέντρωσης βάσει μεριδίου αγοράς (Δάνεια, %)									
Ελλάδα									
CR5	50,2	54,0	56,6	56,5	57,2	60,5	67,2	73,7	-
CR3	34,5	38,2	39,9	40,3	41,6	44,2	48,9	53,9	-
Δείκτης Συγκέντρωσης βάσει μεριδίου αγοράς (Καταθέσεις, %)									
CR5	67,9	74,5	76,2	73,2	73,0	71,3	68,7	80,1	-
CR3	50,6	55,8	56,3	53,3	55,4	53,5	48,1	57,1	-

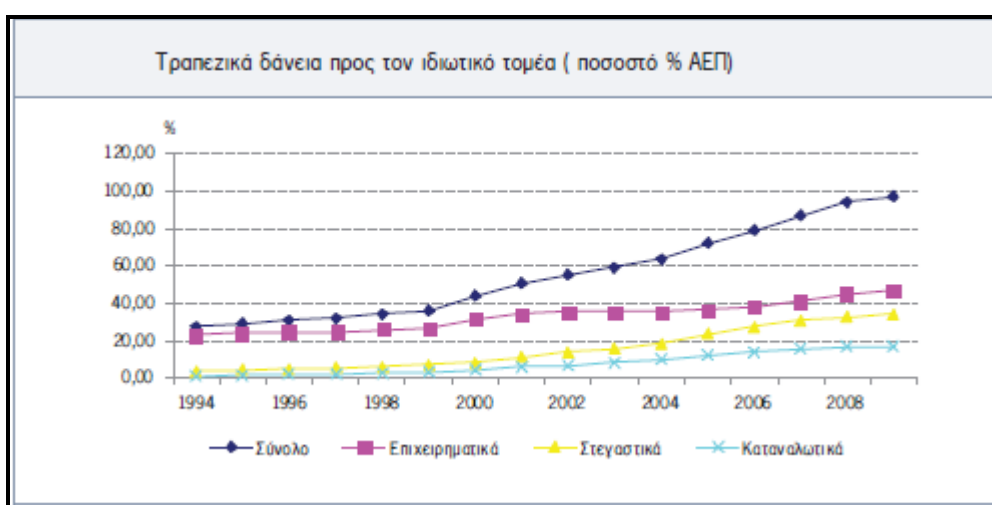
Εικόνα 2: Δείκτες Συγκέντρωσης

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Στοιχεία Ευρετηρίου HEBIC

³² Ο δείκτης CR-3 αυξήθηκε κατά περίπου 20%, σε 53,9% το 2008, από 34,5% το 2001.

Το νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, που δημιουργείται λόγω της διεθνούς κρίσης, δεν επιβάλλει ιδιαίτερους περιορισμούς για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο άλλωστε δεν είχε επηρεαστεί ιδιαίτερα από τη διεθνή κρίση του 2008- 2009. Ούτε και σήμερα το πρόβλημα στην Ελλάδα βρίσκεται στη λειτουργία και τη συμπεριφορά των τραπεζών.

Η συμμετοχή του τραπεζικού τομέα στην αναπτυξιακή αυτή διαδικασία ήταν σημαντική. Η πολιτική της σταδιακής και κατά φάσεις απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος που απέβλεπε στην κατάργηση υφιστάμενων διοικητικών ρυθμίσεων επέδρασε σημαντικά στην αποτελεσματική λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Το 1987 και στη μεγαλύτερη της έκταση υλοποιήθηκε μέχρι και το 1994 (Garganas and Tavlas, 2001) ουσιαστικά άρχισε η συγκεκριμένη πολιτική . Με αποτέλεσμα που είχε η απελευθέρωση των τραπεζικών υπηρεσιών και η ένταξη του εγχώριου τραπεζικού τομέα στο χρηματοοικονομικό σύστημα της ζώνης του ευρώ, η διαμεσολαβητική δραστηριότητα των τραπεζών εμφάνισε μεγάλη και γρήγορη ανάπτυξη.³³



Εικόνα 3: Τραπεζικά δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων ΕΛ.ΣΤ και τράπεζα της Ελλάδας

Στον τομέα της επιχειρηματικής πίστης δόθηκε έμφαση στη συνολική εξυπηρέτηση των επιχειρήσεων και στη διεύρυνση των δυνατοτήτων για κάλυψη των αναγκών τους. Για να

³³ <http://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs/sylogikostomos/2-a%20Moschos-Xortareas53-66.pdf>

επιτρέπουν στις επιχειρήσεις την άμεση εξυπηρέτηση των αναγκών τους στις συναλλαγές με τις τράπεζες χωρίς ωστόσο κάποια ακραία επιβάρυνση της ρευστότητας τους σημειώθηκε η απλοποίηση των διαδικασιών στις συγκεκριμένες συναλλαγές.

3.5 Περίοδος κρίσης

Το κυρίως πρόβλημα με τους Οίκους Αξιολόγησης έγινε ιδιαίτερα αντιληπτό στην κρίση του 2008-2010. Τρεις ήταν οι κύριες κατηγορίες που τους πρόσαψαν .Η πρώτη κατηγορία ήταν σχετικά με την μυθολογία αξιολόγηση που χρησιμοποιούσαν (η οποία δεν δημοσιοποιείται και δεν προσφέρονται αρκετές πληροφορίες) .Η δεύτερη ήταν για ότι έχουν αντικρουόμενους δείκτες παρουσίασης . Και η τρίτη κατηγορία είναι ότι πίσω από τις αξιολογήσεις υπάρχουν συμφέροντα (π.χ. το 2006 το 46% των εσόδων της Moody's προερχόταν από τις αξιολογήσεις τοξικών προϊόντων οι οποίες λίγο αργότερα κατέρρευσαν μέσα σε ελάχιστο χρονικό διάστημα). Σήμερα είναι αποδεκτό ότι οι οίκοι με τη λειτουργία τους επηρεάζουν τις οικονομικές εξελίξεις (IMF) και έχουν ομοκυκλική συμπεριφορά, δηλαδή επιτείνουν τις εξελίξεις (δηλαδή εάν έχουμε κάθοδο επιτείνουν την κάθοδο και αντίστοιχα εάν έχουμε άνοδο επιτείνουν την άνοδο).³⁴

Για όλους τους παραπάνω λόγους οι ΗΠΑ κάνουν ισχυρή παρέμβαση στη λειτουργία τους (Dodd – Frank Financial Law) που βρίσκεται τώρα υπό συζήτηση στα νομοθετικά σώματα των ΗΠΑ.

Ωστόσο η Ευρωπαϊκή ένωση έχει αποδεχτεί ότι οι οίκοι έχουν υψηλό κυρός ,η οποία όμως δεν έχει κάνει καμία κίνηση ώστε να μειωθεί η επιρροή που έχουν . Μόνο η Καγκελάριος της Γερμανίας Αγκ. Μερκελ ,δήλωσε σε συνέντευξη τύπου ότι κάποια στιγμή η Ευρώπη πρέπει να πάψει να είναι αιχμάλωτος από τους οίκους, διότι μας στερούν την ελευθερία να αποφασίζουμε .

Το γεγονός ότι ο ιδιωτικός τραπεζικός τομέας δεν ήθελε να υποστεί το κόστος από το δεύτερο πακέτο διάσωσης (όπως οι Γερμανοί κατέφεραν και επέβαλαν) ,επιθυμούσε να γίνει εξολοκλήρου η μεταφορά στους ευρωπαϊούς φορολογουμένους ,είχε σαν αποτέλεσμα να γίνει ποιο ουσιαστική η εμπλοκή τους .Αύτη η μετάκληση θα γίνει όταν ο EFSF ή γενικότερα οι

³⁴ <http://blogs.in.gr/blogger/post/?aid=1231116967> Ανακτήθηκε 14-6-2015

Ευρωπαίοι (ακόμα και οι Ευρωπαϊκοί ηγέτες) χορηγήσουν δάνεια ως κράτη ή άμα ξεκινήσουν την αγορά Ελληνικών ομολόγων ή αν εκδοθεί Ευρωπαϊκό ομόλογο.³⁵

Επειδή όμως τα ποσά είναι μεγάλα όπως και τα συμφέροντα ,και το γεγονός ότι αυτή η κατάσταση δεν αφορά μόνο την Ελλάδα αλλά και την Πορτογαλία ενδεχομένως, την Ιρλανδία, το Βέλγιο, την Ισπανία και την Ιταλία, αυτό περιπλέκει ακόμα την κατάσταση .

Πίνακας 2 Περιγραφικά Στατιστικά -Αποδόσεις στη Λήξη Δεικτών Ομολόγων JP Morgan και Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας										
	Τμήμα Α. Ανεπτυγμένες Χώρες						Τμήμα Β. Αναπτυσσόμενες Χώρες			
	ΥTM (%)			CR			ΥTM (%)		CR	
	Μέσος	Τριμηνιαία (%)	Ελλάδα	Μέσος	Τριμηνιαία	Ελλάδα	Μέσος	Τριμηνιαία (%)	Μέσος	Τριμηνιαία
1998	5,16	1,74	7,01	2,57	1,55	6,50	12,83	3,20	10,03	2,02
1999	6,18	1,59	6,53	2,39	1,51	6,67	12,64	2,85	10,54	2,02
2000	5,92	1,61	5,47	2,87	1,56	6,67	11,02	1,94	10,50	1,93
2001	5,47	1,38	5,14	2,81	1,54	6,00	10,96	2,73	10,79	2,05
2002	4,50	1,30	4,26	2,71	1,52	5,67	9,81	2,88	11,04	2,05
2003	4,65	1,27	4,20	2,63	1,49	5,00	8,19	2,69	11,07	2,00
2004	4,09	1,21	3,56	2,66	1,52	5,67	7,51	2,40	10,95	1,93
2005	3,96	1,15	3,47	2,63	1,49	5,67	6,44	1,19	10,68	1,89
2006	4,43	1,12	4,20	2,67	1,51	5,67	6,59	1,28	10,76	1,90
2007	4,82	1,27	4,64	2,79	1,53	5,67	6,68	1,25	10,72	1,85
2008	3,93	1,35	5,27	2,78	1,54	5,67	11,11	2,49	10,72	1,89
2009	4,24	1,33	5,55	2,99	1,60	7,33	6,90	1,74	11,09	1,91

Εικόνα 4: Περιγραφικά Στατιστικά –Αποδόσεις στη λήξη δεικτών ομολόγων

Πηγή δεδομένων: Bloomberg, Datastream και υπολογισμοί των συγγραφέων. Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές, Κατερίνα Πανοπούλου, Χρήστος Τσούμας

Με σκληρά μέτρα τα οποία είναι ο περιορισμός των ελλειμμάτων της Ελλάδος, οι χώρες της ευρωζώνης προσπαθούν να αντιμετωπίσουν την ελληνική κρίση η οποία έχει δημιουργήσει μια κρίση εμπιστοσύνης και διχασμού σε σχέση με το αν η Ευρώπη χειρίζεται σωστά την κρίση .Δυστυχώς κανένας οικονομολόγος ή κάποιος διεθνής αναλυτής μπορεί με

³⁵ <http://www.indepanalysis.gr/?q=node/755> Οι οίκοι αξιολόγησης και η ελληνική κρίση Ανακτήθηκε 25-04-2015

σιγουριά να προβλέψει την διάρκεια της ελληνικής κρίσης ,το μονό σίγουρο είναι ότι η κρίση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος οφείλεται με την στρατηγική του ευρώ για την ενδυνάμωση του συστήματος. Αν και στην αρχή υπήρξε αισιοδοξία πως η κρίση θα ξεπερασθεί ανώδυνα ,οι οικονομικές εξελίξεις στις διεθνές χρηματαγορές είχε σαν αποτέλεσμα να οδηγήσουν σε κρίση πλήττοντας τον πυρήνα του ευρώ. Ήταν δύσκολο να συμβιώσουν και να συμβαδίσουν πολλές χώρες , με διαφορετικό επίπεδος ανάπτυξης μέσα στο ευρώ. Οι χώρες στην περιφέρεια και η απότομη ανάπτυξη που είχαν σε σχέση με την σχετική στασιμότητα του κέντρου μείωσε την αναπτυξιακή ψαλίδα μεταξύ τους. Επιπλέον , οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης στις πρώτες συμπεριλήφθηκε από μεγάλη μείωση στο κόστος του εγχώριου δανεισμού όπως και επίσης από εισροή ξένων αποταμιεύσεων, με αποτέλεσμα την δημιουργία των προϋποθέσεων για την εμφάνιση σταθερών πλεονασμάτων στο ισοζύγιο των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών.³⁶

Αρκετοί χαρακτήρισαν την στάση των οίκων αξιολόγησης προφητική για το μέλλον για την κατάσταση της Ελλάδος, αφού είχαν κάνει 33 ανακοινώσεις για πιθανή υποβάθμιση. Επειδή τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας ήταν τόσο εμφανή δικαιολογούσαν και τη συγκεκριμένη στάση, κάποιος θα περίμενε από τους ειδικούς να τα είχαν προβλέψει νωρίτερα από το 2009.

Οι αποφάσεις των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση της Ελλάδος υποδεικνύονταν από την ύπαρξη του GR-EXIT παρά από τα αποτελέσματα από μοντέλα που εφαρμόζουν για την ελληνική οικονομία .³⁷

Την 1η Αυγούστου 2014, η Moody's αποφάσισε να προχωρήσει σε αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας και στο σκεπτικό της περιλαμβανόταν και η πρόβλεψη ανάπτυξης φέτος της τάξης του 0,4%. Η αμέσως προηγούμενη πρόβλεψή της ήταν στις 29 Νοεμβρίου του 2013 και αφορούσε ύφεση 0,5% για φέτος, όταν μάλιστα όλοι οι επίσημοι φορείς προέβλεπαν ανάπτυξη. Οι παραπάνω προβλέψεις αποδεικνύουν ότι οι αποφάσεις των οίκων

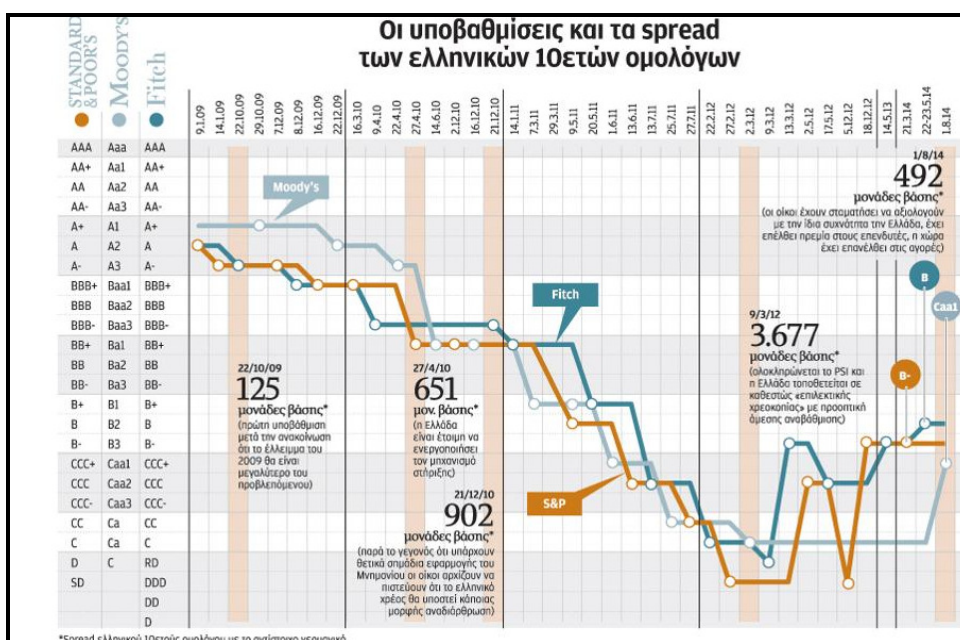
³⁶ Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές, Κατερίνα Πανοπούλου, Χρήστος Τσούμας

³⁷<http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxyinan-th-xreokopia> Ανακτήθηκε 13-06-2015

δεν βασίζονται καθαρά στα οικονομικά δεδομένα και στις προγνώσεις για την πορεία της οικονομίας.³⁸

Αντίθετα φοβισμένους μια πιθανή έκθεση στους επενδυτές, οι οίκοι συνέχιζαν τις διαδοχικές υποβαθμίσεις της Ελλάδας κατά την περίοδο της κρίση, αφήνοντας στην άκρη τις διαχρονικές δεσμεύσεις των Ευρωπαίων για στήριξη της χώρας.

Στις 9 Ιανουάριου του 2009 έγινε η πρώτη ουσιαστική αξιολόγηση για την Ελλάδα . Ήταν μια έκθεση από την S&P που αναφερόταν στην οικονομία της Ελλάδος ..³⁹



Εικόνα 5: Οι υποβαθμίσεις και τα spread των 10ετών ομολόγων

Πηγή: www.kathimerini.gr

3.6 Άστοχες προβλέψεις και στο παρελθόν

Πολλές είναι οι αστοχίες των οίκων αξιολόγησης. Από όσες χώρες είχαν βαθμολογήσει με τη χαμηλότερη αξιολόγηση (CCC-) μόνο μία χώρα πτώχευσε (1975 - 2009). Αντίθετα όμως , τέσσερις χώρες με βαθμολογία B- και χώρες με BB- πτώχευσαν. Οι

³⁸ <http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxyntan-th-xreokopia> Ανακτήθηκε 1-5-2015

³⁹ <http://s.kathimerini.gr/resources/2014-08/20s3axiologhseis-thumb-large.jpg> Ανακτήθηκε 1-5-2015

βαθμολογίες κάτω του BB- είναι γνωστές ως non investment grade, δηλαδή ενέχουν κινδύνους ,είναι επίσης γνωστές και ως βαθμολογίες για ομόλογα σκουπίδια. ⁴⁰

Στην Ασιατική κρίση (1997-1998) η Ινδονησία ξεκίνησε με αξιολόγηση BBB- και υποβαθμίστηκε μέχρι B-. Η Κορέα κατά την διάρκεια της κρίση βαθμολογήθηκε με AA από τη Fitch, ενώ η Ρωσία, είχε βαθμολογία BB+ από τη Fitch, Ba2 από τη Moody's και BB- από την S&P, πριν χρεοκόπησε το 1998 . Επιπλέον την περίοδο εκείνη , η πιστοληπτική ικανότητα της Βενεζουέλας ήταν Ba2.

Και στις αξιολογήσεις επιχειρήσεων που κλήθηκαν να κάνουν οι οίκοι αξιολόγησης ,έγιναν άστοχες και λανθασμένες εκτιμήσεις . Πληροφοριακά αναφέρεται ότι οι οίκοι αξιολόγησης:

- Δεν εκτίμησαν το σκάσιμο της φούσκας στις αρχές της δεκαετίας του 2000, των εταιρειών νέας τεχνολογίας και Ιντερνετ (Dotcom)
- Η Moody's αξιολογούσε με Baa1 τον ενεργειακό κολοσσό Enron, όποιος το 2001 κατέρρευσε , όταν αποκαλύφθηκε λογιστικό μαγείρεμα των ισολογισμών του που γινόταν επί χρόνια .⁴¹
- Αξιολογούσαν με υψηλές βαθμολογίες τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, τα όποια είναι ο κυρίως παράγοντας για την παγκόσμια πιστωτική κρίση το 2008, με αφετηρία την κατάρρευση της αμερικανικής αγοράς ακινήτων.
- Έδιναν άριστες βαθμολογίες στις τράπεζες καθώς επίσης και στις ασφαλιστικές εταιρείες οι οποίες κατέρρευσαν το 2008, λόγω της πιστωτικής κρίσης, ή λογού του ότι δέχτηκαν κρατικά κεφάλαια για να επιβιώσουν. Συγκεκριμένα , αναφέρεται η Lehman Brothers, η οποία είχε βαθμό «A» τρεις μέρες προτού χρεοκοπήσει. Με βαθμό «A-» κατέρρευσε ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG το 2008 και με τον ίδιο βαθμό διασώθηκε επίσης με κρατικά κεφάλαια η βρετανική NotherRock.

Σε μια έκθεση του ΔΝΤ που έκανε το 2010 με αφορμή την κρίση στην Ευρώπη ,κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν την πλήρη ευθύνη για την αύξηση του κόστους δανεισμού των κρατών. Καθώς επίσης, με τις βαθμολογίες τους παρατείνουν το

⁴⁰ Πτυχιακή εργασία <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/5954/1/Thalassinou.pdf> Σελίδα 49

⁴¹ <http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxyntan-th-xreokopia> Ανακτήθηκε 1-5-2015

κλίμα της αστάθειας .Το πιο σημαντικό από αυτήν την έκθεση είναι το γεγονός ότι χαρακτηρίζουν σε μεγάλο βαθμό τις αξιολογήσεις αποτυχημένες και αδιαφανείς .

. Οι ερευνητές του ΔΝΤ παρατήρησαν τις διαφορές στις αποδόσεις των ομολόγων (spread) και των ασφαλιστρών κινδύνων έναντι χρεοκοπίας μιας χώρας (CDS) , έχοντας μελετήσει και ερευνήσει αξιολογήσεις για 72 κράτη από τον Ιανουάριο 2005 μέχρι και τον Ιούλιο 2010 ,επίσης παρατήρησαν και την πορεία των τα spreads και των CDS των ομολόγων, πριν από και μετά τις προειδοποιήσεις και τις τελικές αξιολογήσεις των οίκων . Τα συμπεράσματα είναι τα παρακάτω:

1. Μια προειδοποίηση ενός οίκου για αρνητικές προοπτικές, κοστίζει στο κράτος που απευθύνεται με αύξηση των spreads. Αν το κράτος ανήκει στις ανεπτυγμένες οικονομίες, τα CDS αυξάνονται κατά μέσο όρο 100 μονάδες βάσης, ενώ αν ανήκει στις αναπτυσσόμενες, κατά 160 μονάδες βάσης.
2. Η τελική ανακοίνωση της υποβάθμισης κοστίζει λιγότερο στο κράτος που απευθύνεται, καθώς τα CDS αυξάνονται κατά 38 μονάδες βάσης.
3. Οι αγορές αντιδρούν περισσότερο όταν ο οίκος εκδώσει μια προειδοποίηση για υποβάθμιση ή αναβάθμιση για ένα κράτος , παρά όταν ανακοινώσει στην τελική του αξιολόγηση.
4. Η επίπτωση στο κόστος δανεισμού είναι μεγαλύτερη στην υποβάθμιση και μικρότερη στην αναβάθμιση.
5. Στις υποβαθμίσεις προηγούνται οι S&P και Fitch και ακολουθεί η Moody's, συνήθως με μία προειδοποίηση προς υποβάθμιση. Έπειτα ακολουθεί η υποβάθμιση. Ίσως είναι και ένας βασικός λόγος που η τελική αξιολόγηση της Moody's μπορεί να έχει μικρότερο αντίτιμο στην αγορά, αλλά οι επενδυτές την ερμηνεύουν ως ο προάγγελος προειδοποιήσεων και νέων υποβαθμίσεων από S&P και Fitch στις επόμενες αξιολογήσεις. Μεταξύ 2005-2010, η S&P υποβάθμιση ομόλογα 59 κρατών, η Fitch 28 κρατών και η Moody's σε 13 κράτη .
6. Οι οίκοι αξιολόγησης τελικά βαθμολογούν κίνδυνο πτώχευσης, ωστόσο οι εκτιμήσεις τους πέτυχαν μόνο σε χώρες που είχαν ήδη πολύ χαμηλή βαθμολογία.
7. Οι οίκοι αξιολόγησης δεν αναθεωρούν τακτικά τις υψηλές βαθμολογίες.

8. Κατά περιόδους κρίσεων, οι υποβαθμίσεις είναι ποιο πολλές και γίνονται σε ποιο τακτικό διάστημα . Αυτό παρατηρήθηκε περισσότερο τα τελευταία χρόνια.

Οι συστημικές τράπεζες είναι σε καθεστώς παρακολούθησης ήδη από τις 30 Ιανουαρίου 2015 και θα συνεχίσουν. Ταυτόχρονα ο οίκος δήλωσε ότι διατηρεί αμετάβλητη τη βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση C για τις ελληνικές τράπεζες.⁴²

Η απόφαση της S&P να διατηρήσει σε CreditWatch Negative τις αξιολογήσεις για τις ελληνικές τράπεζες αντανακλά την πιθανότητα υποβάθμισής τους στην περίπτωση που η ΕΚΤ και οι ευρωπαϊκές αρχές διακόψουν τη στήριξή τους.

Η απόφαση της ΕΚΤ στις 4/2/2015 ,ότι από 11/2/2015 παύει να δεχτεί ως εγγυήσεις τα ελληνικά ομόλογα ,είχε σαν αντίκτυπο την ανακοίνωση της S&P ότι οι ελληνικές τράπεζες παραμένουν υπό καθεστώς αξιολόγησης. Μόνο από τον εκτατό μηχανισμό του ELA μπορούν πλέον να αντλούν οι ελληνικές τράπεζες ρευστότητα. Επιπλέον ο οίκος αξιολόγησης επισημαίνει ότι οι εκροές στις καταθέσεις θα συνεχιστούν όσο δεν σταθεροποιείται το πολιτικό κλίμα της Ελλάδος .

Ο οίκος Fitch υπογραμμίζει ότι εκτροχιάζεται η οικονομική ανάκαμψη της Ελλάδας, και μειώνει στο 0,5% την πρόβλεψη για την ανάπτυξη το 2015, ενώ επίσης δεν προβλέπει αθέτηση των διεθνών υποχρεώσεων.⁴³

Υπερβολικές και σκληρές πιέσεις ασκούν στην χρηματοδότηση η αποχή από τις αγορές, καθώς επίσης και οι αβέβαιες προοπτικές για έγκαιρη εκταμίευση κεφαλαίων από τους επίσημους πιστωτές και οι σφιχτές συνθήκες ρευστότητας στον εγχώριο τραπεζικό τομέα ασκούν, σύμφωνα με τον οίκο αξιολόγησης .

Παρόλο που ο ίδιος Οίκος αξιολόγησης χαρακτηρίζει ικανοποιητικά τα επιχειρηματικά μοντέλα τα οποία έχουν υιοθετήσει οι ελληνικές τράπεζες, επισημαίνει ότι τα κεφάλαιά τους είναι πολύ αδύναμα. Την ίδια στιγμή κάνει λόγο για επαρκή χρηματοδότηση, αλλά και για πολύ μικρή ρευστότητα , προειδοποιώντας ότι πρέπει οι διαπραγματεύσεις της Αθήνας με τους δανειστές να ολοκληρωθούν σύντομα πριν αυξηθούν οι εκροές. Το χειρότερο σενάριο

⁴² <http://www.crashonline.gr> Ανακτήθηκε 13-06-2015

⁴³ <http://www.euro2day.gr/news/economy/article/1318227/ypovathmise-thn-ellada-o-oikos-fitch.html>
Ανακτήθηκε 13-4-2015

του οίκου αξιολόγησης ήταν εάν η κατάσταση επιδεινωθεί δραματικά, τότε θα επιβληθούν περιοριστικά μέτρα στην κίνηση κεφαλαίων στις ελληνικές τράπεζες.⁴⁴

Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης σχεδόν πάντα συμφωνούν με τις αξιολογήσεις τους γεγονός που παρουσιάζεται σαν ένα είδος μονοπωλίου όσον αφορά την αξιολόγηση των πληροφοριών και των επενδύσεων. Απαραίτητο λοιπόν θεωρείται και η ύπαρξη οίκων αξιολόγησης και στην ΕΕ αλλά και στην Ασιατική Ήπειρο καθώς υπάρχει μεγάλη ανάπτυξη στην οικονομία της

Τα τελευταία χρόνια οι οίκοι αξιολόγησης κατηγορούνται ότι αξιολογούν υπερβολικά σκληρά τις προσπάθειες υπερχρεωμένων χωρών να ανακάμψουν. Πρόσφατα και με αφορμή

το σχέδιο διάσωσης της Ελλάδας, το μέλος του διοικητικού συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Εβαλντ Νοβότνι, υποστήριξε ότι οι οίκοι αξιολόγησης είναι πολύ πιο αυστηροί και επιθετικοί όσον αφορά τις αξιολογήσεις τους στον χώρο της Ευρωζώνης, από ότι σε ίδιες περιπτώσεις στη Νότια Αμερική. Οι οίκοι αξιολόγησης απάντησαν ότι κατηγορούνται άδικα και ότι δεν απορρίπτουν το Γαλλικό σχέδιο (για την περίπτωση της Ελλάδας) απλά οι αξιολόγηση στο σχέδιο βασίζετε στις διαθέσιμες πληροφορίες και στα σημερινά δεδομένα .

3.7 Το σύστημα διαβάθμισης της Standard & Poors

Κάθε οίκος αξιολόγησης έχει και χρησιμοποιεί ξεχωριστό σύστημα διαβάθμισης για τα δανειζόμενα κράτη καθώς και για τις επιχειρήσεις. Το σύστημα διαβάθμισης της Fitch Ratings έχει υιοθετηθεί και από την Standard & Poor's. Το σύστημα αξιολόγησης της Moody's διαφοροποιείται αφού δεν ενσωματώνει απλώς την πιθανότητα χρεοκοπίας ενός Δημοσίου αλλά και το μέγεθος της ζημίας σε πιθανή χρεοκοπία. Η Standard & Poor's έχει

44

<http://www.crashonline.gr/%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%AF%CF%82-%CE%BF%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CE%B9-%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82-%CE%B2%CE%BB%CE%AD%CF%80%CE%BF%CF%85%CE%BD-%CF%83>

Ανακτήθηκε 13-4-2015

ένα σύστημα γραμμάτων για τη διαβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας, από το «AAA» (για τους ποιοτικότερες εκδόσεις ομολόγων με τον μικρότερο βαθμό ρίσκου) κα μέχρι το «C» που είναι και η χαμηλότερη διαβάθμιση που προβλέπει ο οίκος (υψηλότερου βαθμού ρίσκου). Η διαβάθμιση κατά «D» συνιστά περίπτωση πιστωτικού γεγονότος και αδυναμία

Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα ενός Δημοσίου, είναι:

- Το μέγεθος των υποχρεώσεων Δημοσίου Τομέα.
- Η ανεργία , το δημοσιονομικό έλλειμμα καθώς και το ΑΕΠ.
- Τι περιουσιακά στοιχεία που διαθέτει το κράτος και πως μπορούν να βοηθήσουν τον Δημόσιο Τομέα.
- Το μέγεθος των υποχρεώσεων Ιδιωτικού Τομέα.
- Η ρευστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Η Διεθνής Κατάσταση Ανταγωνιστικότητας της οικονομίας
- Πόσο αξιόπιστο είναι ένα κράτος σχετικά με τις αποπληρωμές των δανείων του.
- Προβλέψεις για την μελλοντική Καταναλωτική και Αποταμιευτική συμπεριφορά μιας οικονομίας
- Πολιτικές εξελίξεις (political risk)

Η πιστοληπτική διαβάθμιση αντιστοιχεί στην πιστοληπτική αξιοπιστία ενός Δημοσίου ενώ επηρεάζει άμεσα το επιτόκιο δανεισμού.⁴⁵ Καθώς τα επιτόκια εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το ρίσκο που συνεπάγεται η συγκεκριμένη επένδυση. Έτσι, ένα ομόλογο χαμηλής διαβάθμισης έχει υψηλό επιτόκιο (απόδοση), προκειμένου να προσελκύσει αγοραστές καθώς αποτελεί επισφαλή επένδυση. Αντίθετα, ένα ομόλογο υψηλής διαβάθμισης προσφέρει μικρότερο επιτόκιο, καθώς η επένδυση θεωρείται πολύ χαμηλού ρίσκου και οι αγοραστές είναι εύκολο να βρεθούν.

Τον Ιούνιο του 2015 , ο οίκος S&P υποβάθμισε την ελληνικής οικονομία από CCC+ σε CCC+ και με αρνητική προοπτική , δεδομένου του ρίσκου περαιτέρω επιδείνωσης της

⁴⁵ http://www.capitalinvest.gr/info.php?product_id=227 Ανακτήθηκε 25-04-2015

ρευστότητας , τόσο για τις ελληνικές τράπεζες όσο και για την ίδια την χώρα , όπως αναφέρθηκε στην ανακοίνωσή του οίκου .⁴⁶

Σύμφωνα με τον οίκο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) παρέχει αυτή τη στιγμή χρηματοδότηση στην Ελλάδα σε επίπεδο που υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ. Παράλληλα, η συνεχή εκροή καταθέσεων από τις ελληνικές τράπεζες αυξάνει την πιθανότητα επιβολής ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων.

Επίσης, η αβεβαιότητα γύρω από τις σχέσεις της χώρας με τους πιστωτές της και την ευρύτερη πολιτική αστάθεια επιβαρύνει την οικονομική δραστηριότητα. Την ίδια ώρα, οι καθυστερήσεις φορολογικών πληρωμών αυξήθηκαν σημαντικά το Μάιο, ενώ η κυβέρνηση φαίνεται να προστατεύει τη ρευστότητά της λόγω καθυστερήσεων των πληρωμών στους προμηθευτές.

Επειδή ο κίνδυνος για περαιτέρω επιδείνωσης της ρευστότητας τόσο για το κράτος όσο και για τις τράπεζες παραμένει, οι προοπτικές είναι αρνητικές,.

Η αρνητική προοπτική επίσης σημαίνει ότι υπάρχει η πιθανότητα για νέα μείωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης. Αντίθετα, η αξιολόγηση θα είχε την δυνατότητα να σταθεροποιηθεί στα σημερινά επίπεδα, αν υπάρξει ένα νέο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης με όρους πολιτικής που ικανοποιούν τόσο τις πολιτικές προτεραιότητες της Ελλάδας όσο και των πιστωτριών χωρών, αυτή είναι και η τελευταία παρατήρηση από τον οίκο αξιολόγησης.⁴⁷

⁴⁶ <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/964244/ypobathmisi-tis-elladas-apo-skaip> Ανακτήθηκε 15-6-2015

⁴⁷ <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/964244/ypobathmisi-tis-elladas-apo-skaip>

Κεφάλαιο 4^ο

Κανονισμοί της ΕΕ για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής Ικανότητας

4.1 Ιστορική αναδρομή στους κανόνες για τους οίκους αξιολόγησης

Το 2010 ο Dodd-Frank μεταρρυθμιστής της Wall Street και Προστασίας των Καταναλωτών νόμου βελτίωσε τις ρυθμίσεις των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και διαπραγματεύτηκε διάφορα ζητήματα που αφορούν την ακρίβεια των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Σύμφωνα με τους κανόνες του Dodd-Frank, οι υπηρεσίες οφείλουν να δημοσιοποιούν το πώς οι αξιολογήσεις τους έχουν πραγματοποιηθεί στην πάροδο του χρόνου και πρέπει να παρέχουν πρόσθετες πληροφορίες στις αναλύσεις τους, ώστε οι επενδυτές να λαμβάνουν καλύτερες αποφάσεις. Η τροποποίηση του νόμου ορίζει επίσης ότι οι αξιολογήσεις δεν προστατεύονται από την Πρώτη Τροπολογία όπως η ελευθερία του λόγου αλλά είναι «θεμελιωδώς εμπορικού χαρακτήρα και θα πρέπει να υπόκεινται στους ίδιους κανόνες περί ευθύνης και της εποπτείας που ισχύουν για ορκωτούς ελεγκτές, αναλυτές και οι επενδυτικοί τραπεζίτες. Η εφαρμογή της τροποποίησης αυτής έχει

αποδειχθεί δύσκολη, λόγω των συγκρούσεων μεταξύ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, δεν υπάρχει συγκεκριμένη νομοθεσία που διέπει τις συμβάσεις μεταξύ των εκδοτών και των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ισχύουν οι γενικοί κανόνες του δικαίου των συμβάσεων στο σύνολό τους, αν και είναι δύσκολο να κρατήσει φορείς υπεύθυνοι για την παραβίαση της σύμβασης. Το 2012, ένας Αυστραλός στο ομοσπονδιακό δικαστήριο έκρινε Standard & Poors ευθύνεται για ανακριβείς αξιολογήσεις.

Η ΕΕ προσπάθησε επί σειρά ετών να συγκροτήσει ένα ισχυρό νομικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠ), συμπεριλαμβανομένων των εποπτικών εξουσιών που παραχωρήθηκαν πέρυσι στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο.⁴⁸

Τον Νοέμβριο 2008 η Επιτροπή πρότεινε κανονισμό της ΕΕ για τους ΟΑΠ, ο οποίος πραγματεύεται μεταξύ άλλων την έλλειψη διαφάνειας και τις περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων. Το κείμενο εγκρίθηκε τον Σεπτέμβριο 2009 και τέθηκε σε ισχύ τον Δεκέμβριο 2009⁴⁹

Τον Ιούνιο 2009 η Επιτροπή υπέβαλε δεύτερη πρόταση για την ΕΑΚΑΑ, ώστε να επιφορτισθεί με αποκλειστικές εποπτικές εξουσίες επί των ΟΑΠ που είναι εγγεγραμμένοι στην ΕΕ. Το κείμενο εγκρίθηκε τον Μάιο 2011 και τέθηκε σε ισχύ τον Ιούνιο 2011.»⁵⁰

Η ΕΑΚΑΑ αποτελεί τον κεντρικό επόπτη των ΟΑΠ που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ. Η ΕΑΚΑΑ έχει την εξουσία να διερευνά και να επιβάλλει πρόστιμα εάν ένας ΟΑΠ παραβιάζει τις υποχρεώσεις που υπέχει βάσει του ενωσιακού δικαίου. Τον Μάρτιο 2012 η ΕΑΚΑΑ εξέδωσε την πρώτη έκθεσή της σχετικά με την εποπτεία των ΟΑΠ.⁵¹ Η Επιτροπή καταλαβαίνει τον κίνδυνο σχετικά με τις αξιολογήσεις του δημόσιου χρέους, τις μεθοδολογίες για τις αξιολογήσεις, την ευθύνη των ΟΑΠ και την υπερβολική εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις. Για το λόγο αυτό και τον Νοέμβριο του 2011 η Επιτροπή προτείνει μία

⁴⁸ www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//...

⁴⁹ Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Σεπτεμβρίου 2009, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

⁵⁰ 2) Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Μαΐου 2011, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

⁵¹ (3) <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-207.pdf>

ακόμη τροπολογία του υπάρχοντος κανονιστικού πλαισίου, ώστε να αντιμετωπιστεί κάθε τέτοιος κίνδυνος. Αυτή τελικά η πρόταση υιοθετήθηκε από το Κοινοβούλιο και εγκρίθηκε στα τέλη του 2012.

4.2 Ποιες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αφορά ο κανονισμός;

Ο παρών κανονισμός έχει ισχύ για κάθε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εγγεγραμμένους στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και κοινοποιούνται δημοσίως ή διανέμονται με την καταβολή συνδρομής.

4.3 Πώς χρησιμοποιούνται οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εγκατεστημένους στην ΕΕ γίνονται αποδεκτοί από επενδυτές, δανειολήπτες, εκδότες και κυβερνήσεις για να τους βοηθούν στη λήψη επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων. Οι αξιολογήσεις αυτές μπορούν να αποτελέσουν σημαντικό οδηγό σχετικά με κινήσεις και επενδύσεις των τραπεζών αλλά και να βοηθήσουν τους επενδυτές να έχουν μία καλύτερη εκτίμηση των κινδύνων που ενέχει πιθανόν μία επενδυτική τους δραστηριότητα.

Υπάρχουν δύο διαδικασίες για τη χρήση, εντός ΕΕ, των αξιολογήσεων που εκδίδονται από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εγκατεστημένους σε τρίτες χώρες. Αφενός οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν τη δυνατότητα να προσυπογράφουν αξιολογήσεις που εκδόθηκαν εκτός ΕΕ, υπό τις εξής προϋποθέσεις:

Πρώτα ο κάθε οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχει ήδη επαληθεύσει και είναι σε θέση να αποδεικνύει συνεχώς στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) ότι η διενέργεια δραστηριοτήτων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πληροί νομοθετικές απαιτήσεις τουλάχιστον εξίσου αυστηρές με τις ισχύουσες εντός ΕΕ. Στη συνέχεια η ΕΑΚΑΑ δεν είναι περιορισμένη όταν αποτιμά και παρακολουθεί την εκπλήρωση των απαιτήσεων και για αυτό ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας παρέχει στην ΕΑΚΑΑ κάθε πληροφορία που της χρειάζεται. Κάθε οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που είναι εγκατεστημένος σε τρίτη χώρα πρέπει να έχει σχετική

άδεια λειτουργίας ή να έχει εγγραφεί και να βρίσκεται σε εποπτεία στην συγκεκριμένη τρίτη χώρα.⁵²

Είναι απαραίτητο να υπάρχει μία συνεργασία ανάμεσα στην ΕΑΚΑΑ και στον αρμόδιο οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που είναι εγκατεστημένος σε τρίτη χώρα. Κάθε είδους αξιολόγησης που εκδίδεται από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και οι δραστηριότητές του στον τομέα της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν έχουν συστημική σπουδαιότητα για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα ή την ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών ενός ή περισσότερων κρατών μελών. Σίγουρα ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι πιστοποιημένος εντός Ένωσης αλλά μπορεί και κάθε οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να ζητήσει πιστοποίηση από την ΕΑΚΑΑ.

4.4 Ποιες οι προϋποθέσεις έκδοσης αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας;

Επειδή υπάρχουν πολλές συγκρούσεις συμφερόντων ή επαγγελματικών σχέσεων κάθε οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να υπόκειται σε ορισμένες οργανωτικές και επιχειρησιακές απαιτήσεις. Το διοικητικό ή εποπτικό συμβούλιο του οργανισμού εξασφαλίζει την ανεξαρτησία της διαδικασίας αξιολόγησης. Φροντίζει για τη σωστή διαχείριση και την κοινοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων με τον δέοντα τρόπο και, τέλος, για τη συμμόρφωση του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προς τις απαιτήσεις του κανονισμού. Η ΕΑΚΑΑ μπορεί ωστόσο να εξαιρέσει έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας από την εκπλήρωση ορισμένων απαιτήσεων, δεδομένης της φύσης, της κλίμακας και της πολυπλοκότητας των δραστηριοτήτων του. Για αυτό και οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας παρακολουθούν τακτικά τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και τις επανεξετάζουν τουλάχιστον μία φορά το χρόνο. Προβαίνουν σε γενικές και περιοδικές κοινοποιήσεις, καθώς και σε μία έκθεση διαφάνειας. Οι οργανισμοί κοινοποιούν στην ΕΑΚΑΑ τα δεδομένα των προηγούμενων επιδόσεών τους ώστε να καθίστανται προσβάσιμα στο κοινό⁵³.

⁵² <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX:52011PC0747>

⁵³ <http://www.europedia.moussis.eu>

Ο κανονισμός 1060/2009 του Ευρωκοινοβουλίου, αποτελεί μία αρχή ώστε η ΕΕ να θέσει ένα όσο το δυνατόν σαφές πλαίσιο λειτουργίας των Οίκων Αξιολόγησης εντός των συνόρων της.

Όμως υπάρχει και η άποψη πως οι Οίκοι Αξιολόγησης πρέπει αν δρουν αυτό-ρυθμιζόμενοι, κάτω από την αμερόληπτη παρακολούθηση του SEC (Securities and Exchanges Commission), και να υιοθετούν σαφώς τον Κώδικα Συμπεριφοράς των Οίκων Αξιολόγησης της IOSCO έχοντας βέβαια υπόψη και τους κινδύνους να χάσουν τη φήμη τους εξαιτίας της μη σοβαρής δουλειάς και καλής αξιολόγησης.⁵⁴

Σήμερα οι τρεις μεγαλύτεροι Οίκοι καλύπτουν το 95% της αγοράς. Οι Standard & Poor's Ratings Services και Moody's Investors Service – με έδρα τις ΗΠΑ – μοιράζονται το 80% της αγοράς, ενώ ο οίκος Fitch Ratings με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο το 15%. Η αξιολόγηση λαμβάνει υπόψη την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη του ομολόγου (κυβέρνησης ή επιχείρησης) και επηρεάζει πολύ το επιτόκιο δανεισμού για το αξιολογούμενο ομόλογο.⁵⁵

Έχει παρατηρηθεί όμως ότι πάρα την έντονη παρουσία τους στο χώρο και τη διαρκή κοινοποίηση των δηλώσεών τους σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των οργανισμών πολλά κράτη μέλη της ΕΕ δεν ρυθμίζουν τις δραστηριότητες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή τις προϋποθέσεις για την έκδοση των αξιολογήσεων. Μέχρι πρόσφατα, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διέπονταν σε περιορισμένους μόνο τομείς από την κοινοτική νομοθεσία, κυρίως την οδηγία 2003/6 για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, την οδηγία 2006/48 σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων και την οδηγία 2006/49 για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων.⁵⁶

Ο Ευρωπαϊκός Κανονισμός 1060/2009 αναφέρεται στις ίδιες αρχές που περιέχονται στον Κώδικα της IOSCO. Για την Ευρώπη όμως η αυτοπειθαρχία των Οίκων δεν αρκεί. Μάλιστα ειδικά για την Αυτό-ρύθμιση των Οίκων η άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν η

⁵⁴ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf

⁵⁵ www.europedia.moussis.eu/.../discus-1275385251-786252-7321.tkl?lan.

⁵⁶ <http://www.europedia.moussis.eu>

ακόλουθη: Ο κώδικας της IOSCO αδυνατεί να εκπληρώσει τους στόχους πολιτικής: η διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων από τους ΟΑΠΙ (Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας) θα παρέμενε στα σημερινά επίπεδα και, ως εκ τούτου, θα ήταν ανεπαρκής. Οι ΟΑΠΙ δεν θα ήταν υποχρεωμένοι να βελτιώσουν τη μεθοδολογία της αξιολόγησης και την ποιότητα των αξιολογήσεων, η διαφάνεια των ΟΑΠΙ δεν θα βελτιωνόταν και, τέλος, οι αρμόδιες αρχές δεν θα διέθεταν κάποιο μηχανισμό εποπτείας και επιβολής. Η Λευκή Βίβλος του τομέα και άλλες πρωτοβουλίες παρέχουν μεγάλη ευελιξία στους ΟΑΠΙ, καθώς τους αφήνουν ελεύθερους να προσαρμοστούν σε νέες εθελοντικές απαιτήσεις. Ωστόσο, δεν θα ήταν αποτελεσματικές καθώς δεν προβλέπουν έναν ισχυρό μηχανισμό για την παρακολούθηση της συμμόρφωσης προς τα καθορισμένα πρότυπα.

Επιπλέον, δεν εγγυώνται κανένα κοινό πλαίσιο. Η αυτορρύθμιση έχει δοκιμαστεί από το 2006 και τα αποτελέσματα απέχουν πολύ από το να είναι ικανοποιητικά. Έτσι, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προχώρησε στη έκδοση του Κανονισμού 1060/2009 με «κύριο στόχο να προστατεύσει τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και τους επενδυτές».⁵⁷

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές, δεδομένου ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν χρησιμοποιούνται από επενδυτές, δανειολήπτες, εκδότες και κυβερνήσεις, για να λαμβάνουν επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις μετά λόγου γνώσεως. Πιστωτικά ιδρύματα, επενδυτικές εταιρείες, ασφαλιστικές ή αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών ενδέχεται να χρησιμοποιούν αυτές τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ως αναφορά για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεών τους, για λόγους φερεγγυότητας ή για τον υπολογισμό των κινδύνων που ενέχει η επενδυτική τους δραστηριότητα. Ως εκ τούτου, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία των αγορών και την πίστη και την εμπιστοσύνη των επενδυτών και των καταναλωτών. Επομένως, είναι σημαντικό οι δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να διεξάγονται σύμφωνα με τις αρχές της ακεραιότητας, της διαφάνειας, της υπευθυνότητας και της χρηστής

⁵⁷ <http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>

διακυβέρνησης προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι απορρέουσες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που χρησιμοποιούνται στην Κοινότητα είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και με επαρκή ποιότητα.⁵⁸

4.6 Ο Κανονισμός 1060/2009 της ΕΕ για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Ο κανονισμός 1060/2009 εισάγει κοινή ρυθμιστική προσέγγιση σχετικά με την ακεραιότητα, τη διαφάνεια και την υπευθυνότητα σχετικά με την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, συμβάλλοντας έτσι στην ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται στην Κοινότητα και στην ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, να εμφανίζεται υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών.

Δημιουργεί τους κανόνες για την έκδοση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και τους κανόνες για την οργάνωση και συμπεριφορά των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ώστε να προωθείται η ανεξαρτησία τους και να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων.

Ο κανονισμός αυτός ορίζει κανόνες που έχουν δεσμευτικό νομικό χαρακτήρα και είναι κατά ένα μεγάλο μέρος βασισμένοι στα πρότυπα που καθορίζονται στον κώδικα της Διεθνούς Οργάνωσης Επιτροπών Εποπτείας Χρηματιστηρίων (IOSCO). Καταρχήν, κάθε οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που θέλει να χρησιμοποιούνται στην ΕΕ οι αξιολογήσεις του θα πρέπει να υποβάλει αίτηση για την εγγραφή του ώστε να αναγνωριστεί ως «Εξωτερικός Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας» (ECAI). Οι αιτήσεις εγγραφής πρέπει να υποβάλλονται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών αξιών (ΕΡΑΑΚΑ) και να εγκρίνονται κατά τρόπο συναινετικό από τους αρμόδιους ρυθμιστές τίτλων οργανωμένους σε σώμα.

⁵⁸ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/resume_impact_assesment_el.pdf

Το σώμα των ρυθμιστών πρέπει επίσης να συμμετέχει στην καθημερινή επίβλεψη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.⁵⁹ Για να εγγραφούν στην ΕΕ, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να συμμορφώνονται με αυστηρούς κανόνες για να εξασφαλίζεται (α) ότι οι αξιολογήσεις δεν επηρεάζονται από συγκρούσεις συμφερόντων, (β) ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης είναι άτεγκτοι ως προς την ποιότητα της μεθοδολογίας εκτίμησης και των αξιολογήσεων, και (γ) ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης ενεργούν κατά τρόπο διαφανή. Οι νέοι κανόνες περιλαμβάνουν τα εξής χαρακτηριστικά:

1. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν μπορούν να παρέχουν γνωμοδοτικές υπηρεσίες.
2. Δεν επιτρέπεται να εκτιμούν χρηματοοικονομικά προϊόντα εάν δεν έχουν αρκετές ποιοτικές πληροφορίες πάνω στις οποίες να βασίσουν Ε.Ε.,(2011), Ευρωπαϊκά Θεσμοθετημένα Όργανα, από τις αξιολογήσεις τους.⁶⁰
3. Πρέπει να εμφανίζουν τα πρότυπα, τις μεθοδολογίες και τις βασικές υποθέσεις στις οποίες βασίζουν τις εκτιμήσεις τους.
4. Κάθε οργανισμός θα πρέπει να είναι ικανός να μπορεί να κάνει μία αναθεώρηση της ποιότητας των αξιολογήσεών τους από μία κατάλληλη υπηρεσία.
5. Πρέπει να έχουν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητους διευθυντές στα διοικητικά συμβούλια τους, η αμοιβή των οποίων δεν εξαρτάται από την επιχειρηματική δραστηριότητα του οργανισμού αξιολόγησης.

Προκειμένου να αποφεύγονται οι συγκρούσεις μεταξύ των συμφερόντων των οργανισμών οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες ή γνωμοδοτήσεις, ιδίως ως προς το σχεδιασμό διαρθρωμένου χρηματοπιστωτικού μέσου. Έτσι δεν θα παρέχεται η δυνατότητα στους εκδότες των προϊόντων αυτών να επιλέξουν τον οργανισμό που προσφέρει την καλύτερη

⁵⁹ <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:t-1WbF7D8FgJ:www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl%3Flang%3Dgr+&cd=1&hl=el&ct=clnk&gl=gr> Ανακτήθηκε 31-5- 2015

⁶⁰ <http://europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr> Ανακτήθηκε 31 - 5-2015

αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας για το προτεινόμενο προϊόν. Ειδικότερα για την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων, η πρώτη παράγραφος του Άρθρου 6 αναφέρει:

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας λαμβάνει όλα τα αναγκαία μέτρα ώστε να διασφαλίζει ότι η έκδοση αξιολόγησης δεν επηρεάζεται από υπάρχουσες ή ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων ή επαγγελματικές σχέσεις στις οποίες συμμετέχει ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδει την αξιολόγηση, τα στελέχη του, οι αναλυτές αξιολογήσεων, οι εργαζόμενοι ή οποιοδήποτε άλλο φυσικό πρόσωπο οι υπηρεσίες του οποίου τίθενται στη διάθεση ή υπό τον έλεγχο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή κάθε πρόσωπο που συνδέεται μαζί του μέσω ελέγχου, άμεσα ή έμμεσα.⁶¹

4.7 Η Ευρωπαϊκή αρχή κινητών αξιών και αγορών

Η Επιτροπή προτείνει σήμερα την εποπτεία των οίκων αξιολόγησης από μία κεντρική ευρωπαϊκή αρχή. Πρόκειται για την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority), στην οποία θα πρέπει να καταχωρηθούν όλοι οι οίκοι αξιολόγησης οι οποίοι επιθυμούν να δραστηριοποιούνται στην ΕΕ, καθώς και οι θυγατρικές των γνωστών οίκων που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ. Έτσι σε πρόταση για την τροποποίηση του Κανονισμού 1060/2009. Τα βασικά στοιχεία της μεταρρύθμισης που πρότεινε η Επιτροπή είναι:

1. Η δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ), αποτελούμενου από δίκτυο εθνικών χρηματοπιστωτικών εποπτικών αρχών οι οποίες θα συνεργάζονται με τις νέες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές (ΕΕΑ), που προέκυψαν με τη μετατροπή των υφιστάμενων ευρωπαϊκών εποπτικών επιτροπών σε μια Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΑΤ), σε μια Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ) και σε μια Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), συνδυάζοντας έτσι τα πλεονεκτήματα ενός πανευρωπαϊκού πλαισίου χρηματοπιστωτικής εποπτείας με την

⁶¹ <http://europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr> Ανακτήθηκε 31-5-2015

πείρα των τοπικών μικροπρωληπτικών εποπτικών φορέων που βρίσκονται εγγύτατα στα ιδρύματα τα οποία λειτουργούν στην περιοχή της αρμοδιότητάς τους.

2. Η συγκρότηση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ), το οποίο θα παρακολουθεί και θα αξιολογεί πιθανές απειλές για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, οι οποίες ενδέχεται να προκύψουν από μακροοικονομικές εξελίξεις και από εξελίξεις στο πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου. Για τον σκοπό αυτό, το ΕΣΣΚ θα προβαίνει σε έγκαιρη προειδοποίηση για κινδύνους που μπορεί να λάβουν διαστάσεις σε επίπεδο συστήματος και, αν κρίνει σκόπιμο, θα προβαίνει σε συστάσεις για δράση με σκοπό την αντιμετώπιση των κινδύνων αυτών.

Σύμφωνα με την Επιτροπή οι οίκοι αξιολόγησης θα πρέπει να λειτουργούν, βάσει συγκεκριμένων κανόνων και προϋποθέσεων. Βασική προϋπόθεση θα είναι η υποχρεωτική δημοσιοποίηση της μεθοδολογίας και των μοντέλων, βάσει των οποίων οι οίκοι αυτοί κάνουν τις αξιολογήσεις τους.

Επιπλέον, η Επιτροπή δίνει στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών σημαντικές εξουσίες, όπως π.χ. τη δυνατότητα διεξαγωγής έρευνας για τους οίκους αξιολόγησης που δεν λειτουργούν με διαφάνεια, καθώς και τη δυνατότητα να προτείνει την επιβολή κυρώσεων για τους οίκους οι οποίοι παραβιάζουν τους κανόνες.⁶²

Οι κυρώσεις, αυτές, μπορούν να φτάσουν μέχρι και την ανάκληση της άδειας λειτουργίας ενός οίκου αξιολόγησης. Ωστόσο, την επιβολή κυρώσεων θα την αποφασίζει, βάσει της κοινοτικής νομοθεσίας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Βασικός σκοπός αυτής της δραστηριότητας αποτελεί ο εκσυγχρονισμός της εποπτείας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ τα πλεονεκτήματα αυτής της δραστηριότητας μπορούμε να τα δούμε μέσα από τις συνέπειες που έχει η χρηματοπιστωτική κρίση, στην οποία οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διαδραμάτισαν καθόλου αμελητέο ρόλο. Ακόμη και αν καταλογισθούν στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μόνο ένα κλάσμα των άμεσων και έμμεσων ζημιών που προκάλεσε η κρίση, είναι τεράστια τα οφέλη ενός αποτελεσματικού και αποδοτικού εποπτικού συστήματος.

⁶² http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602_proposal_el.pdf

Η πρόταση της Επιτροπής, η οποία ουσιαστικά αποτελεί τροποποίηση του κανονισμού 1060/2009, εγκρίθηκε από το Συμβούλιο Υπουργών της ΕΕ και από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τέθηκε σε ισχύ στις αρχές του 2011.»⁶³

Παράλληλα, η Επιτροπή πρότεινε τη μεταρρύθμιση της διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και κυρίως σε ότι αφορά τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών. Ειδικότερα, η Επιτροπή τονίζει ότι, τους επόμενους μήνες θα παρουσιάσει προτάσεις σχετικά με τη λειτουργία της αγοράς παραγώγων, αλλά και σχετικά με τις ανοιχτές πωλήσεις κερδοσκοπικών προϊόντων.

Κεφάλαιο 5

Συμπεράσματα

Είναι αδιαμφισβήτητο ότι οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της αλυσίδας των αγορών κεφαλαίου. Οι πιστωτικές εκτιμήσεις χρησιμοποιούνται από επενδυτές, εκδότες, επενδυτικές τράπεζες, κυβερνήσεις. Η χρησιμοποίηση των αξιολογήσεων δίνει τη δυνατότητα στους συμμετέχοντες στις αγορές να έχουν πολλές εναλλακτικές για τις επενδυτικές τους κινήσεις. Με αυτό τον τρόπο αν οι εκτιμήσεις αντικατοπτρίζουν επακριβώς την κατάσταση μιας χώρας, μιας εταιρίας, ενός χρεογράφου, αυξάνει η αποτελεσματικότητα της αγοράς και μειώνονται τα κόστη πληροφόρησης.

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

⁶³ <http://www.ant1online.gr/Economy/General/Pages/20106/2b523f43-bd1a-462f-9d38-c5cc69c5ee78.aspx>

Τα γεγονότα που προέκυψαν όμως τις τελευταίες δεκαετίες έσπειραν την ανησυχία στους επενδυτές, στις κανονιστικές αρχές, στις κυβερνήσεις. Από τη μία μεριά εκδηλώθηκαν σκάνδαλα που σε αυτά είχαν εν μέρει ενεργό μέρος οι οίκοι, αφού δεν κατάφεραν να προστατέψουν τους επενδυτές. Ωστόσο όμως το χτύπημα που δέχτηκαν, δεν κατάφερε να κλονίσει την αξιοπιστία τους στην αγορά. Από την άλλη πλευρά, η πρόσφατη και μοναδική στην ιστορία υποβάθμιση της αμερικανικής πιστοληπτικής ικανότητας έδωσε νέες λαβές κριτικής για τις μεθόδους που χρησιμοποιούν και που οδηγούν σε λανθασμένες εκτιμήσεις. Κατά πόσο μπορούν να ερμηνευτούν, όμως, λάθη και αβλεψίες από εταιρείες με τέτοια παράδοση και εμπειρία στον τομέα των οικονομικών μελετών και με ικανότατο και εξειδικευμένο προσωπικό. Αξιοποιώντας τις μαρτυρίες παλαιών υπάλληλων των τριών σημαντικότερων οίκων αξιολόγησης –Standart and Poor’s, Moody’s, Fitch– που δημοσιεύτηκαν στη γαλλική «Μοντ» φαίνεται ότι τα τελευταία χρόνια οι οίκοι αξιολόγησης αδυνατούν να αντεπεξέλθουν οικονομικά στις υποχρεώσεις έναντι των Ως γενικό συμπέρασμα μπορεί να λεχθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης θεωρούνται ακόμα πελατών τους. Ή σωστότερα, προκειμένου να παράξουν και να πουλήσουν το προϊόν τους με το ελάχιστο κόστος, υιοθετούν προγράμματα εξυγίανσης προκειμένου να μειώσουν τα έξοδα. Και ειδικά το εργασιακό κόστος.

Οι επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία είναι εμφανείς. Η αξιοπιστία των οίκων έχει υποστεί μεγάλο πλήγμα που δύσκολα θα ξεπεραστεί. Έγιναν κάποιες ενέργειες για πιο μεγάλο και αυστηρό έλεγχο αυτών των οίκων, αλλά οι αρμόδιες δημόσιες επιτροπές πρέπει να αναλάβουν το δικό τους μερίδιο ευθύνης σαν «διαιτητές» των πιστωτικών αγορών. Φαίνεται ότι το σύστημα όπως λειτουργεί σήμερα μάλλον δημιουργεί παρά αξιολογεί τον επενδυτικό κίνδυνο. Πλέον έχουν τεθεί σε εφαρμογή κάποιες διασφαλίσεις ώστε οι οίκοι αξιολόγησης να διορθώσουν τις περισσότερες από τις αδυναμίες τους. Μένει να διαπιστωθεί αν θα το επιτύχουν.

Συνεπώς, είναι εξαιρετικά σημαντικό για τους επενδυτές, τις ρυθμιστικές αρχές, αλλά και για τους εκδότες ομολόγων/δανείων να έχουν σαφή αντίληψη του τι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και ποιος είναι ο ρόλος τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία

- 1) Ammer J. & Clinton N., (2004), «Good News Is No News? The Impact of Credit Rating Changes on the Pricing of Asset-Backed Securities», International Finance Discussion Paper No. 809
- 2) Bannier, Christina E., Patrick Behr and Andre Gùttler (2010), «Rating Opaque Borrowers: Why are Unsolicited Ratings Lower», *Review of Finance* 14, pp. 263-294.
- 3) Basel Committee of Banking Supervision (2001), «The New Basel Capital Accord: An Explanatory note», Basel, January
- 4) Becker, Bo and Todd Milbourn, (2009), «Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry», Harvard Business School Working Paper pp. 09-051.
- 5) Becker and Milbourn, (2010) «How did increased competition affect credit ratings»

- 6) Blume, Marshall E., Felix Lim and A. Craig MacKinlay, (1998), «The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality», *Journal of Finance* 4, pp. 1389-1413.
- 7) Calomiris, Charles W. and Joseph R. Mason, (2009), «Conflicts of Interest, Low-Quality Ratings, and Meaningful Reform of Credit and Corporate Governance Ratings», unpublished manuscript
- 8) Calomiris, Charles W., (2009), «A Recipe for Ratings Reform», *The Economists' Voice*, Vol. 6, No. 11
- 9) Cantor and Packer, (1996). «Determinants and impact of sovereign credit ratings Economic Policy Review», Federal Reserve Bank of New York, Vol 2, October
- 10) De Meijer Carlo R. W. and Saaf Michelle H. W., (2008), «The credit crunch and credit rating agencies: Are they really striving towards more transparency», *Journal of Securities Compliance*, Volume 1, Number 4, pp. 322 – 336
- 11) De Meijer C.R.W. & Saaf M., (2008), «The credit crunch and credit rating agencies: Are they really striving towards more transparency», *Journal of Securities Compliance*
- 12) Duffie, D., (2007). «Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability», Stanford University GSB Working Paper, διαθέσιμο σε <http://www.stanford.edu/~duffie/BIS.pdf>.
- 13) Garganas and Tavlas, (2001), «Greece's economic performance and prospects», Bank of Greece the Brookings institution.
- 14) Gibson, M.S., (2004), «Understanding the risk of synthetic CDOs», Finance and - 42 - Economics Discussion Series 2004-36, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- 15) Hill C., (2004), «Regulating the Rating Agencies», Business, Economics and Regulatory Policy - Working Paper No. 452022
- 16) Poon, Winnie P. H, (2003), «Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward», *Journal of Banking and Finance* 27, pp. 593-614.

- 17) Rom Mark Carl, (2009), «The Credit Rating Agencies and the Subprime Mess: Greedy, Ignorant, and Stressed», *Public Administration Review*, Volume 69, Issue 4, pp 640–650
- 18) Ross, S., Wethersfield, R., (2002). «Corporate Finance». 5th ed. Irwin/McGraw-Hill
- 19) Elton, E. and Gruber, M., (2006). «Modern Portfolio Theory and Investment Analysis». John Wiley & Sons.
- 20) Quaglia, L., Eastwood R. and Holmes, P. (2009), «The Financial Turmoil and EU Policy Cooperation in 2008», in *Journal of Common Market Studies*, Vol. 47, pp. 63-87.
- 21) Standard and Poor's, Corporate Ratings Criteria (2001).
- 22) White L., (2010), «The Credit Rating Agencies», *Journal of Economic Perspectives*

Ελληνική Βιβλιογραφία

- 1) Αρβανίτη Σπυριδούλα, (2013), «Το μακροοικονομικό κόστος των νέων κανονισμών κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών», Μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών στην χρηματοοικονομική ανάλυση για στελέχη επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Πτυχιακή εργασία
<http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/5688/1/Arvaniti,%20S..pdf>
 Ανακτήθηκε 14-6-2015
- 2) Αρβανιτίδου Βιργινία, (2010), «Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση», Μεταπτυχιακό πρόγραμμα στην Διοίκηση Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/14058/1/ARVANITIDOU_VIRGINIA_MB_A.pdf
- 3) Βγόντζα Μαρία - Καλλίγερου Ευφροσύνη, (2012), «Πιστωτικός Κίνδυνος και Βασιλεία II», Τμήμα Διοίκηση Επιχειρήσεων, ΑΤΕΙ Ηρακλείου, Πτυχιακή εργασία
http://nefeli.lib.teicrete.gr/browse2/sdo/log/2012/BgontzaMaria,KalligerouEufrosyni/attached-document-1332402880-479054-10059/Bgontza_kalligerou2012.pdf
 Ανακτήθηκε 11-5-2015

- 4) Ζοπουνίδης Κ., (2010). «Λειτουργικός κίνδυνος πιστωτικών ιδρυμάτων και αποτελεσματική διαχείριση», εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.
- 5) Θαλασσινού Ειρήνη, (2014), «Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση» Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στην Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη. Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Πτυχιακή εργασία
<http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/5954/1/Thalassinou.pdf> Ανακτήθηκε 25-4-2015
- 6) Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Σεπτεμβρίου 2009, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας
- 7) Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11ης Μαΐου 2011, για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας
- 8) Κόλμερ Κ. (2008), «Ο Πανικός της απληστίας» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, Αθήνα.
- 9) Μπίρμπα Κωνσταντίνα, (2010), «Μοντέλα Διαχείρισης Πιστωτικού Κινδύνου» Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στην Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη». Πανεπιστήμιο Πειραιώς. Πτυχιακή εργασία
<http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/3655/1/Mpirmpa.pdf> Ανακτήθηκε 14-6-2015
- 10) Ντραπε-Σταθογλου Ευαγγελος. (2013), «Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης. Ο Ρόλος τους και κατά πόσο επηρεάζουν την παγκόσμια οικονομία.. Η περίπτωση της Ελλάδος όσο και διεθνώς». Τμήμα Διοίκηση Επιχειρήσεων, ΑΤΕΙ Κρήτης Πτυχιακή Εργασία
<http://nefeli.lib.teicrete.gr/browse/sdo/ba/2013/NtrapeStathoglouEuaggelos/attached-document-1374660343-35921-8385/Ntrape-stathoglou2013.pdf> Ανακτήθηκε 11-5-2015
- 11) Πανοπούλου Κ., Τσούμας Χρ., (2011), «Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές», Συλλογικός Τόμος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών με θέμα: «Η διεθνής

κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα", Ελληνική Ένωση Τραπεζών»

- 12) Πέτρου Ουρανία, (2011), «Διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων στα Ελληνικά Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα», Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Πτυχιακή Εργασία

<https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/14610/3/PetrouOuraniaMsc2011.pdf>

- 13) Τζηκας Αναστάσιο, (2011), « Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην διαμόρφωση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας: Η περίπτωση της Ελλάδας», Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών σπουδών στην Λογιστική και Χρηματοοικονομική, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Πτυχιακή Εργασία

<https://dspace.lib.uom.gr/bitstream/2159/14591/3/TzikasAnastasiosMsc2011.pdf>

Ανακτήθηκε 13-04-2015

- 14) Χαρίσκοι Γώργιος – Κουτζιαπαυλίδης Πέτρος, (2014), «Ανάλυση ισολογισμών ελληνικών επιχειρήσεων έτους 2012- 2013», Τμήμα Λογιστικής, ΑΤΕΙ Καβάλας, Πτυχιακή Εργασία

<http://83.212.168.57/jspui/bitstream/123456789/584/1/022014081.pdf> Ανακτήθηκε

11-5-2015

Δικτυογραφία – Πηγές

<http://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/>
Ανακτήθηκε 11-5-2015

<http://www.ant1online.gr/Economy/General/Pages/20106/2b523f43-bd1a-462f-9d38-c5cc69c5ee78.aspx>

<http://www.capital.gr/story/2002123> Ανακτήθηκε 14-8-2015

<http://www.euretirio.com/pistoliptiki-ikanotita> Ανακτήθηκε 14-8-2015

<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/%CE%A4%CE%BF%20X%CF%81%CE%BF%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CF%8C%20%CF%84%CE%B7%CF%82%20M%CE%B5%CE%B3%CE%AC%CE%BB%CE%B7%CF%82%20K%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7%CF%82.pdf>

<http://blogs.in.gr/blogger/post/?aid=1231116967> Ανακτήθηκε 14-6-2015

http://www.capitalinvest.gr/info.php?product_id=227 Ανακτήθηκε 25-04-2015

<http://www.crashonline.gr> Ανακτήθηκε 13-06-2015

<http://www.crashonline.gr/%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%AF%CF%82-%CE%BF%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CE%B9-%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82-%CE%B2%CE%BB%CE%AD%CF%80%CE%BF%CF%85%CE%BD-%CF%83/> Ανακτήθηκε 13-4-2015

<http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/4695/1/Kanioros.pdf> Ανακτήθηκε 13-06-2015.

<http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-207.pdf>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX:52011PC0747>

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/resume_impact_assesment_el.pdf

www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//...

<http://www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl?lang=gr>

<http://www.euro2day.gr/news/economy/article/1318227/ypovathmise-thn-ellada-o-oikos-fitch.html>
Ανακτήθηκε 13-4-2015

<http://www.haniotika-nea.gr/73079-diethneis-oikoi-aksiologisis-rolos-kai-xarakteristika/>
Ανακτήθηκε 11-5-2015

<http://www.hba.gr/5Ekdosis/UplPDFs//syllogikostomos/2-a%20Moschos-Xortareas53-66.pdf>

http://www.hba.gr/Xrimatopistotiko/UplFiles/xr-sistimata_pliromon/DirectiveEU2015_849_AMLCFTEL.pdf

<http://www.indeepanalysis.gr/?q=node/755> Οι οίκοι αξιολόγησης και η ελληνική κρίση Ανακτήθηκε 25-04-2015

www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf

<http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxynan-th-xreokopia> Ανακτήθηκε 13-06-2015

<http://s.kathimerini.gr/resources/2014-08/20s3axiologhseis-thumb-large.jpg> Ανακτήθηκε 1-5-2015

<http://www.kathimerini.gr/241238/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/pws-gennh8hke-h-vasileia>
Ανακτήθηκε 11-5-2015

<http://www.naftemporiki.gr/finance/story/964244/ypobathmisi-tis-elladas-apo-skaip> Ανακτήθηκε 15-6-2015

<http://www.newsbomb.gr/oikonomia/agores/story/582119/moody-s-ypovathmise-to-kratiko-axioxreotis-elladas-se-caa2>

<http://www.sigmalive.com/archive/inbusiness/opinions/external/454618> Ανακτήθηκε 11-05-2015

http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency

<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:t-1WbF7D8FgJ:www.europedia.moussis.eu/discus/discus-1275385251-786252-7321.tkl%3Flang%3Dgr+&cd=1&hl=el&ct=clnk&gl=gr> Ανακτήθηκε 31-5- 2015

Παραρτήματα

ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΕ) αριθ. 513/2011 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

της 11ης Μαΐου 2011

για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ,

Έχοντας υπόψη τη συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και ιδίως το άρθρο 114,

Έχοντας υπόψη την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,

Κατόπιν διαβίβασης του σχεδίου νομοθετικής πράξης στα εθνικά κοινοβούλια,

Έχοντας υπόψη τη γνώμη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (*),

Έχοντας υπόψη τη γνώμη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής (**),

Αποφασίζοντας σύμφωνα με τη συνήθη νομοθετική διαδικασία (**),

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

- (1) Η τελική έκθεση, που δημοσιεύθηκε στις 25 Φεβρουαρίου 2009, από ομάδα εμπειρογνομώνων υψηλού επιπέδου υπό την προεδρία του Jacques de Larosière, κατόπιν εντολής της Επιτροπής, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, προκειμένου να μειωθούν ο κίνδυνος και η σοβαρότητα μελλοντικών χρηματοοικονομικών κρίσεων, χρειάζεται να ενισχυθεί το εποπτικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Συνιστούσε μεγάλη κλίμακα μεταρρυθμίσεων στη δομή της εποπτείας. Η ομάδα εμπειρογνομώνων συμπέρανε επίσης ότι θα πρέπει να δημιουργηθεί Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ), το οποίο θα περιλαμβάνει τρεις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές —μία για τον τραπεζικό τομέα, μία για τον τομέα των ασφαλίσεων και των επαγγελματικών συντάξεων και μία για τον τομέα των κινητών αξιών— και συνέστησε τη συγκρότηση ενός Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου.
- (2) Η Επιτροπή, στην ανακοίνωσή της 4ης Μαρτίου 2009 με τίτλο «Η υλοποίηση της ευρωπαϊκής ανάκαμψης», πρότεινε την υποβολή σχεδίου νομοθετικής πράξης για τη δημιουργία του ΕΣΧΕ, ενώ στην ανακοίνωσή της 27ης Μαΐου 2009 με τίτλο «Ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική εποπτεία» παρέχσε περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την πιθανή δομή αυτού του νέου εποπτικού πλαισίου, επισημαίνοντας την ιδιαιτερότητα της εποπτείας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

- (3) Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στα συμπεράσματά του της 19ης Ιουνίου 2009, συνέστησε τη δημιουργία του ΕΣΧΕ, αποτελούμενου από δίκτυο εθνικών χρηματοοικονομικών εποπτικών αρχών, οι οποίες θα συνεργάζονται με τις τρεις νέες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές. Στόχος του ΕΣΧΕ θα πρέπει να είναι η αναβάθμιση της ποιότητας και της συνέπειας της εθνικής εποπτείας, η ενίσχυση της επιβλεπής διαισθησιακών ομίλων μέσω της σύστασης εποπτικών ομάτων και η σύνταξη ενιαίου ευρωπαϊκού κανονιστικού πλαισίου, το οποίο θα ισχύει για όλους τους συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές της εσωτερικής αγοράς. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τόνισε ότι η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών θα πρέπει να διαθέτει εποπτικές αρμοδιότητες όσον αφορά τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Επιπλέον, η Επιτροπή θα πρέπει να διατηρήσει την αρμοδιότητά της για την επιβολή της εφαρμογής των Συνθηκών, ιδίως του κεφαλαίου 1 του τίτλου VII της συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ), όσον αφορά τους κοινούς κανόνες ανταγωνισμού, σύμφωνα με τις διατάξεις που εκδόθηκαν για την εφαρμογή των εν λόγω κανόνων.

- (4) Με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (*) συστάθηκε η Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών) (-ΕΑΚΑΑ-).

- (5) Θα πρέπει να καθοριστεί με σαφήνεια το πεδίο αρμοδιότητας της ΕΑΚΑΑ, όπως ώστε οι συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές να μπορούν να εντοπίζουν την αρμόδια αρχή στον τομέα της δραστηριότητας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Στην ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να δοθεί γενική αρμοδιότητα δυνάμει του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (**) όσον αφορά θέματα που σχετίζονται με την εγγραφή και τη διαρκή εποπτεία των εγγεγραμμένων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

- (6) Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να είναι αποκλειστικά υπεύνητη για την εγγραφή και την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην Ένωση. Όταν η ΕΑΚΑΑ αναθέτει συγκεκριμένα καθήκοντα στις αρμόδιες αρχές, η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να εξασφαλίζει να είναι κατά νόμον υπεύνητη. Οι προϊστάμενοι και το λοιπό προσωπικό των αρμόδιων αρχών θα πρέπει να ενέχονται στη διεργασία λήψης αποφάσεων εντός της ΕΑΚΑΑ σύμφωνα με τη διαδικασία του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010, ενεργώντας ως μέλη των οργάνων της ΕΑΚΑΑ, όπως είναι το συμβούλιο εποπτιών της ή οι εσωτερικές ομάδες της. Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να έχει την αποκλειστική εξουσία να συνάπτει συμφωνίες συνεργασίας για την ανταλλαγή πληροφοριών με τις εποπτικές αρχές τρίτων χωρών. Στο βαθμό όπου οι εθνικές αρμόδιες αρχές συμμετέχουν στη διεργασία λήψης αποφάσεων εντός της ΕΑΚΑΑ ή κατά την εκτέλεση καθηκόντων για λογαριασμό της ΕΑΚΑΑ, θα πρέπει να καλύπτονται από αυτές τις συμφωνίες συνεργασίας.

(*) ΕΕ C 337 της 14.12.2010, α. 1.

(**) ΕΕ C 54 της 19.2.2011, α. 37.

(**) Θέση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 15ης Δεκεμβρίου 2010 (δεν έχει ακόμη δημοσιευθεί στην Επίσημη Εφημερίδα) και απόφαση του Συμβουλίου της 11ης Απριλίου 2011.

(*) ΕΕ L 331 της 15.12.2010, α. 84.

(**) ΕΕ L 302 της 17.11.2009, α. 1.

8(Ι)/2015

**ΝΟΜΟΣ ΠΟΥ ΤΡΟΠΟΠΟΙΕΙ ΤΟΝ ΠΕΡΙ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ
ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΝΟΜΟ ΤΟΥ 2013**

Προοίμιο. Για σκοπούς -

- Επίσημη
Εφημερίδα της
ΕΕ: L 145,
31.5.2013,
σ. 1.
- (α) εναρμόνισης με τα Άρθρα 3 και 4 της πράξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης με τίτλο «Οδηγία 2013/14/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Μαΐου 2013 για την τροποποίηση της Οδηγίας 2003/41/ΕΚ για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων όσον αφορά την υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας», και
- Επίσημη
Εφημερίδα της
ΕΕ: L 174,
1.7.2011,
σ. 1.
- (β) ορθότερης εναρμόνισης με τα Άρθρα 6(2), 13(1), 21(4)(β) και (13), 24(1), 29(1) και (2)(γ), 30(3)(γ) και 66(4) της πράξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης με τίτλο «Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 8ης Ιουνίου 2011 σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των Οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των Κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010», όπως τροποποιήθηκε τελευταία από την προαναφερόμενη Οδηγία 2013/14/ΕΕ, και
- (γ) άσκησης της διακριτικής ευχέρειας την οποία χορηγεί το Άρθρο 28(1), δεύτερο εδάφιο, της προαναφερόμενης Οδηγίας 2011/61/ΕΕ, και
- (δ) αποτελεσματικότερης εφαρμογής του βάσιμου νόμου,

Παραρτήματα

ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

της 28ης Απριλίου 2014

για την αναγνώριση του νομοθετικού και εποπτικού πλαισίου της Αργεντινής ως ισοδύναμου προς τις απαιτήσεις του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

(2014/246/ΕΕ)

Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ,

Έχοντας υπόψη τη Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης,

Έχοντας υπόψη τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Σεπτεμβρίου 2009, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (*), και ιδίως το άρθρο 5 παράγραφος 6,

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

- (1) Στις 22 Οκτωβρίου 2012, η Επιτροπή ανέθεσε στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) εντολή, ζητώντας τη γνώμη της όσον αφορά την τεχνική αξιολόγηση του νομοθετικού και εποπτικού πλαισίου της Αργεντινής για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠ).
- (2) Στην τεχνική γνώμη την οποία διατύπωσε στις 31 Μαΐου 2013 και στην επικαιροποίησή της στις 18 Δεκεμβρίου 2013, η ΕΑΚΑΑ ανέφερε ότι, ως προς τα αποτελέσματά του, το νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο της Αργεντινής για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι συγκρίσιμο με εκείνο που προβλέπεται στον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009.
- (3) Σύμφωνα με το άρθρο 5 παράγραφος 6 δεύτερο εδάφιο του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009, χρειάζεται να πληρούνται τρεις προϋποθέσεις προκειμένου το νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο τρίτης χώρας να θεωρηθεί ισοδύναμο με τις απαιτήσεις του εν λόγω κανονισμού.
- (4) Σύμφωνα με την πρώτη προϋπόθεση, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε τρίτες χώρες πρέπει να υπόκεινται σε έγκριση ή εγγραφή και υπόκεινται επίσης σε αποτελεσματική εποπτεία και επιβολή του νόμου σε συνεχή βάση. Το νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο της Αργεντινής έχει καθιερωθεί από το 1992. Αναθεωρήθηκε και ενισχύθηκε πρόσφατα, και περιλαμβάνει επί του παρόντος τον νόμο αριθ. 26.831 (ο νόμος περί κεφαλαιαγορών), που εκδόθηκε στις 29 Νοεμβρίου 2012, ο οποίος συμπληρώνεται από το διάταγμα 1023/13, της 29ης Ιουλίου 2013, που θεσπίζει γενικές αρχές περί κεφαλαιαγορών της Αργεντινής, μεταξύ των οποίων αρχές υψηλού επιπέδου που πρέπει να εφαρμόζονται για τους ΟΑΠ, καθώς και τους νέους εκτελεστικούς κανονισμούς της Εθνικής Επιτροπής Κινητών Αξιών (Comisión Nacional de Valores — CNV), οι οποίοι εγκρίθηκαν με το γενικό ψήφισμα αριθ. 622/2013 — πράξεις που είναι όλες σε ισχύ. Οι ΟΑΠ πρέπει επίσης να συμμορφώνονται προς όλες τις διατάξεις του κώδικα δεοντολογίας της Διεθνούς Οργάνωσης Επιτροπών Εποπτείας Χρηματοπιστηνών (IOSCO). Σύμφωνα με το εν λόγω ρυθμιστικό πλαίσιο, οι ΟΑΠ πρέπει να είναι εγγεγραμμένοι και εποπτεύονται σε συνεχή βάση από τη CNV. Ο νόμος αριθ. 26.831 καθορίζει τις αρμοδιότητες εποπτείας και επιβολής κυρώσεων της CNV. Η CNV είναι εξουσιοδοτημένη να διενεργεί επιθεωρήσεις και έρευνες όσον αφορά φυσικά ή νομικά πρόσωπα που εμπίζονται στην εποπτική της αρμοδιότητα, να ζητά τη συνδρομή των αρχών επιβολής του νόμου, να κινεί νομικές διαδικασίες και να αναφέρει αδικήματα. Η CNV διενεργεί επιτόπιες επιθεωρήσεις και ελέγχους βάσει εγγράφων για κάθε εγγεγραμμένο ΟΑΠ ανά διετία. Η CNV δύναται, σε περίπτωση παραβίασης των εφαρμοστέων διατάξεων, να επιβάλλει κυρώσεις, όπως είναι η επιβολή προστίμων και η απαγόρευση, για ελάχιστο χρονικό διάστημα πέντε ετών, της άσκησης των δραστηριοτήτων διοικητικού στελέχους, διευθυντή, ελεγκτή ή μέλους της επιτροπής αξιολόγησης. Η CNV μπορεί επίσης να θέτει τους υπαίτιους σε διαθεσιμότητα, προσωρινά ή μόνιμα, καθώς και να ανακαλέσει την εγγραφή ή την άδεια των ΟΑΠ. Η CNV τηρεί στον δικτυακό της τόπο δημόσιο μητρώο για τις υποθέσεις ελέγχου της τήρησης της νομοθεσίας, όπου αναφέρεται πότε κινήθηκαν οι διαδικασίες, η τελική απόφαση και οι κυρώσεις που επιβλήθηκαν. Στη συμφωνία συνεργασίας που έχει συναφθεί μεταξύ της ΕΑΚΑΑ και της CNV προβλέπεται ανταλλαγή πληροφοριών σχετικά με τα μέτρα επιβολής και εποπτείας που λαμβάνονται κατά των ΟΑΠ οι οποίοι αναπτύσσουν δραστηριότητες σε διαιουνοριακή βάση. Με βάση τα ανωτέρω, θα πρέπει να θεωρηθεί ότι οι ΟΑΠ στην Αργεντινή υπόκεινται σε απαιτήσεις έγκρισης ή εγγραφής που είναι ισοδύναμες με εκείνες που προβλέπονται στον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και ότι οι εποπτικές και εκτελεστικές ρυθμίσεις που ισχύουν στην Αργεντινή για τους ΟΑΠ εφαρμόζονται έμπρακτα και αποτελεσματικά.

(*) ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 1.

