

ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ
ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

ΦΑΙΔΩΝ ΚΑΛΦΑΟΓΛΟΥ

26/5/2014

1. Εισαγωγή

Το κεντρικό μέλημα κάθε επενδυτή σε αξιόγραφα (ομόλογα, μετοχές κλπ.) είναι η εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη των τίτλων. Είναι υποχρεωμένος να καταβάλει σημαντικό χρόνο και προσπάθεια για συλλογή πληροφοριών σχετικά με την ικανότητα του εκδότη για αποπληρωμή των υποχρεώσεων που απορρέουν από τους συμβατικούς όρους των τίτλων. Καθώς η χρηματοοικονομική αγορά γίνεται όλο και πιο μεγάλη και πολύπλοκη, υπάρχει ζήτηση από την πλευρά των επενδυτών, αλλά και από τη πλευρά των εκδοτών, για ανάπτυξη του τομέα της αξιολόγησης των προϊόντων. Οι Οίκοι αξιολόγησης έρχονται να καλύψουν αυτή την ανάγκη και παρέχουν μια γνωμοδότηση (opinion) σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα μιας οικονομικής οντότητας, αμβλύνοντας προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης που μπορεί να οδηγήσουν σε αποτυχία της αγοράς. Είναι ιδιωτικές εταιρίες που προσφέρουν συμβουλευτικές υπηρεσίες στους συμμετέχοντες στη δευτερογενή αγορά ομολόγων εταιριών, κυβερνήσεων και μη κυβερνητικών οργανώσεων. Ο ρόλος τους είναι τόσο βοηθητικός για την λήψη αποφάσεων και χάραξη χρηματοοικονομικού σχεδιασμού, όσο και ρυθμιστικός για τις διάφορες εξελίξεις στην διεθνή αγορά κεφαλαίου. 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. Βεβαίως η επίδραση είναι αμφίδρομη, δηλαδή και στο δανειστή και στο δανειζόμενο, καθώς στον δανειστή κάνουν γνωστούς τους κινδύνους που ελλοχεύουν στην μελλοντική επένδυση του καθώς και τις εναλλακτικές που υπάρχουν, ενώ στο δανειζόμενο προσφέρουν πληροφορίες ώστε να μπορεί να παρουσιάσει ένα προϊόν ελκυστικό προς τους επενδυτές.

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε το ρόλο των οίκων αξιολόγησης, τη μεθοδολογία που ακολουθούν καθώς και την κριτική που υφίστανται. Τέλος θα εξετάσουμε τις νέες νομοθετικές πρωτοβουλίες σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης.

2. Μικρή ιστορική αναδρομή

Ο κλάδος της «ανάλυσης της πιστοληπτικής ικανότητας» στις Ηνωμένες Πολιτείες άρχισε στις αρχές του 20ου αιώνα και παρουσίασε σημαντική επέκταση ως αποτέλεσμα πολλών και μεγάλων απρόβλεπτων χρεοκοπιών που προκλήθηκαν από τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο, τη Μεγάλη Ύφεση και Δεύτερο Παγκόσμιο πόλεμο. Σήμερα υπάρχουν τρεις σημαντικοί οργανισμοί αξιολόγησης: η Moody's Investors' Service (θυγατρική της Dunn &

Bradstreet), η Standard & Poors (S&P) (θυγατρική της McGrawHill), και Fitch (αποτέλεσμα της συγχώνευσης της Fitch IBCA και η Duff & Phelps Credit Rating Co. τον Απρίλιο του 2000). Οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης έχουν μερίδιο αγοράς ύψους 95% με την Standard & Poor's να κατέχει το 40%, την Moody's το 40% και την Fitch Ratings το 15%. Είναι μια ολιγοπωλιακή αγορά, λόγω των οικονομιών κλίμακας στο κόστος συλλογής και ανάλυσης δεδομένων, γεγονός που αποτελεί δυνητικό εμπόδιο για τον ανταγωνισμό στην αγορά. Αυτοί οι τρεις οργανισμοί λειτουργούν σε παγκόσμιο επίπεδο σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Βεβαίως σε κάθε χώρα έχουν ιδρυθεί οίκοι αξιολόγησης με τοπική συνήθως εμβέλεια.

Η Standard & Poor's είναι ο πρώτος οίκος παγκοσμίως σε τζίρο και απασχολεί περί τους 8.500 εργαζόμενους. Με τη σημερινή μορφή του υφίσταται από το 1941, ύστερα από τη συγχώνευση του οικονομικού εκδοτικού οίκου Poor's με τη Standard Statistics Bureau, που εξέδιδε ημερήσιους δείκτες για ενενήντα μετοχές. Το όνομα της Standard & Poor's φέρουν μερικοί από τους σημαντικότερους χρηματιστηριακούς δείκτες ανά τον πλανήτη, όπως ο S&P500 της Νέας Υόρκης, ο Αυστραλιανός S&P/ASX 200 κλπ. καθώς και ο διεθνής δείκτης S&P Global 1200 που καλύπτει 30 αγορές και το 70% της παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης. Υπολογίζεται ότι με τους δείκτες της Standard & Poor's συνδέονται στοιχεία ενεργητικού ύψους μεγαλύτερων των 1 τρισ. δολ.

Ο οίκος Moody's ουσιαστικά ξεκίνησε όταν ο Τζον Μούντι (1868-1958) ξεκίνησε να εκδίδει το 1900 το πρώτο στα χρονικά «Εγχειρίδιο Χρηματοπιστωτικών Τίτλων», το οποίο εξαντλήθηκε σε δύο μήνες από την έκδοση. Σταδιακά άρχισε την αξιολόγηση ομολόγων και από το 1924 καλύπτει το 100% των αξιολογήσεων της αμερικανικής αγοράς ομολόγων. Η εταιρία απασχολεί περίπου 7.200 άτομα σε ολόκληρο τον κόσμο με παρουσία σε 29 χώρες. Η Moody's Corporation είναι η μητρική εταιρεία της Moody's Investors Service, που παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης, και της Moody's Analytics, που παρέχει λογισμικό risk management, ποσοτικά εργαλεία ανάλυσης, ερευνητικές υπηρεσίες κ.λπ. Τέλος, ο οίκος Fitch είναι ο πιο μικρός και πιο «ευρωπαϊκός» από τους «τρεις μεγάλους» οίκους αξιολόγησης αποτελεί συχνά το «διαιτητή» του κλάδου, σε περιπτώσεις που αποκλίνουν οι αξιολογήσεις των άλλων δύο.

Στην Ελλάδα, η ICAP Group είναι η μοναδική εταιρεία που έχει αναγνωριστεί από την Τράπεζα της Ελλάδος (Ιούλιος 2008) ως Εξωτερικός Οργανισμός Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων (ΕΟΠΑ) στα πλαίσια εφαρμογής των Οδηγιών της Βασιλείας II και της Ε.Ε. Επίσης, είναι η μοναδική εταιρεία στη Νοτιοανατολική Ευρώπη που αναγνωρίζεται (Ιούλιος

2009) από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως Αποδεκτή Πηγή Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων για Ελληνικές Επιχειρήσεις στα πλαίσια εφαρμογής του ευρωσυστήματος.

3. Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Η ποιότητα των χρηματοοικονομικών υποδομών μιας οικονομίας είναι σημαντική παράμετρος της ποιότητας της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης καθώς επηρεάζει τον τρόπο λήψης αποφάσεων. Η πιστωτική πληροφόρηση είναι μια από τις συνιστώσες των χρηματοοικονομικών υποδομών και έχει στόχο να επιλύσει το βασικό πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης στην αγορά δανείων ή τίτλων. Η ασύμμετρη πληροφόρηση εμφανίζεται ως (α) δυσμενής επιλογή (adverse selection), που αναφέρεται στην διαφορετική πληροφόρηση των αντισυμβαλλομένων πριν από την επένδυση σε ένα αξιόγραφο, και (β) ηθικός κίνδυνος (moral hazard), που αναφέρεται στην διαφορετική πληροφόρηση των αντισυμβαλλομένων μετά την επένδυση σε ένα αξιόγραφο. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχει επαρκώς τεκμηριωθεί ότι ένα διαφανές σύστημα πιστωτικών πληροφοριών έχει τα χαρακτηριστικά δημόσιου αγαθού που μπορεί να συμβάλει στη χρηματοοικονομική σταθερότητα καθώς οι συμμετέχοντες μπορούν να λάβουν αποφάσεις με βάση τον κίνδυνο και την απόδοση (informed decisions).

Συνεπώς οι αξιολογήσεις διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς οι επενδυτές τις χρησιμοποιούν για την αξιολόγηση των πιστωτικών κινδύνων των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η αξιολόγηση αυτών των μέσων απαιτεί εξειδικευμένες γνώσεις και είναι εξαιρετικά χρονοβόρα, γεγονός που κάνει τις αξιολογήσεις των Οίκων ελκυστικές για τους μεμονωμένους επενδυτές. Οι αξιολογήσεις έχουν σημαντική επιρροή επί του επιτοκίου που οι δανειολήπτες πρέπει να πληρώσουν. Μια μείωση στην πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη κατά κανόνα οδηγεί γρήγορα σε ένα υψηλότερο επιτόκιο των δανείων.

4. Συστήματα Αξιολόγησης

Ο κάθε Οίκος αξιολόγησης χρησιμοποιεί μια κλιμακωτή διαβάθμιση αξιολόγησης στην οποία κατατάσσει κάποιον εκδότη ενός χρεογράφου, μιας επιχείρησης ή ένα κράτος. Η φιλοσοφία της κλίμακας είναι περίπου ίδια σε όλους τους οίκους αξιολόγησης με σημαντικότερη διαφοροποίηση στα σύμβολα τα οποία χρησιμοποιούν. Η κλίμακα Μακροπρόθεσμων Εκδόσεων της S&P είναι :

Κατηγορία	Περιγραφή
AAA	Μια υποχρέωση με αξιολόγηση «AAA» έχει την υψηλότερη βαθμολογία από την Standard & Poor's. Η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην οικονομική του δέσμευση είναι εξαιρετικά ισχυρή.
AA	Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «AA» διαφέρει από την προηγούμενη σε πολύ μικρό βαθμό. Η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην οικονομική του υποχρέωση είναι πολύ ισχυρή.
A	Η αξιολόγηση με «A» προμηνύει μια υποχρέωση που είναι κάπως πιο ευαίσθητη στις αρνητικές επιπτώσεις των μεταβολών από τις περιστασιακές και τις οικονομικές συνθήκες σε σχέση με τις ανώτερες κατηγορίες. Ωστόσο, η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην οικονομική του δέσμευση από την υποχρέωση παραμένει ισχυρή.
BBB	Μια υποχρέωση που αξιολογείται με «BBB» παρουσιάζει επαρκείς παραμέτρους προστασίας. Ωστόσο, οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες είναι πιθανό να οδηγήσουν σε αποδυναμωμένη ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις.
BB	Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «BB» είναι λιγότερο κερδοσκοπική σε σχέση με αυτές που ακολουθούν. Ωστόσο, υπάρχει σημαντική αβεβαιότητα σε δυσμενείς επιχειρηματικές ή οικονομικές συνθήκες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ανεπαρκή ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί.
B	Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «B» είναι πιο ευάλωτη στην μη πληρωμή των υποχρεώσεων που έχουν αξιολογηθεί ως «BB», αλλά ο οφειλέτης έχει σήμερα την ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις. Δυσμενείς επιχειρηματικές, οικονομικές ή οικονομικές συνθήκες θα επηρεάσουν πιθανόν την ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην οικονομική του υποχρέωση.
CCC	Μια υποχρέωση που αξιολογείται με «CCC» είναι σήμερα ευάλωτη σε αθέτηση και απαιτεί ευνοϊκό επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον για τον οφειλέτη ώστε να ανταποκριθεί στην οικονομική του υποχρέωση. Σε περίπτωση δυσμενών συνθηκών ο οφειλέτης είναι πιθανόν ότι δεν θα

	έχει την ικανότητα να ανταποκριθεί στην οικονομική του δέσμευση.
CC	Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «CC» είναι προς το παρόν ιδιαίτερα ευάλωτη στο να μην πληρωθεί.
C	Μια «C» βαθμολογία αποδίδεται στις υποχρεώσεις που είναι σήμερα ιδιαίτερα ευάλωτες στην αθέτηση της πληρωμής. Μεταξύ άλλων, το «C» μπορεί να σημαίνει χρέος μειωμένης εξασφάλισης, προνομιούχες μετοχές ή άλλες υποχρεώσεις επί των οποίων οι πληρωμές σε μετρητά έχουν ανασταλεί.
D	Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «D» πιστοποιεί αδυναμία πληρωμής.
NR	Η κατηγορία αυτή δείχνει αδυναμία εξαγωγής αξιολόγησης λόγω ελλιπών στοιχείων και πληροφοριών.

Οι βαθμολογίες από «AA» έως «CCC» μπορεί να τροποποιηθούν με την προσθήκη ενός σημείου συν (+) ή πλην (-) για να δείξουν μια επιπρόσθετη θέση στις κύριες κατηγορίες αξιολόγησης.

Ειδική σημασία έχει ο διαχωρισμός στην πιστοληπτική αξιολόγηση μεταξύ investment grade (επενδύσιμο) και non-investment grade (μη επενδύσιμο), καθώς πολλοί επενδυτές (π.χ. ασφαλιστικά ταμεία) δεν επιτρέπεται να επενδύουν παρά μικρό μόνο μέρος του ενεργητικού τους σε επικίνδυνα στοιχεία. Έχει ενδιαφέρον πως τις μεγαλύτερες επιπτώσεις στις σχετικές αποτιμήσεις επιφέρουν οι προειδοποιήσεις (αλλαγές στο outlook, positive ή negative review, watch) για μελλοντικές αλλαγές στην αξιολόγηση, παρά οι αλλαγές καθαυτές. Θα μπορούσαμε να πούμε πως οι Οίκοι λειτουργούν αναγγέλλοντας αυτοεκπληρούμενες προφητείες.

Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης αφορούν το μελλοντικές προβλέψεις και τις απόψεις των αναλυτών τους σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις επιχειρήσεων, αξιογράφων και κρατών. Σε πολλές περιπτώσεις οι προβλέψεις αυτές βασίζονται α) σε μη ανακοινώσιμα στοιχεία β) στις τάσεις κάποιου συγκεκριμένου κλάδου σε σχέση με το οικονομικό κλίμα και γ) στις ιστορικές επιδόσεις του κλάδου.

Για να μπορέσουν να εξαχθούν αξιόπιστες κρίσεις συλλέγονται πληροφορίες τόσο από τον εκδότη του χρέους όσο και από οποιαδήποτε άλλη πηγή η όποια θεωρείται ουδέτερη και αντικειμενική. Οι Οίκοι θέλοντας να μην θεωρούνται υπεύθυνοι για την τυχόν αποτυχία των

προβλέψεων τους τονίζουν ότι ο κάθε επενδυτής θα πρέπει να λαμβάνει ο ίδιος τις πληροφορίες που παρέχει ο εκδότης καθώς επίσης επισημαίνουν το γεγονός ότι υπάρχουν μελλοντικά γεγονότα τα οποία είναι δύσκολο να προβλεφθούν την στιγμή που γίνεται μια αξιολόγηση καθώς και το ότι μια αξιολόγηση δεν αποτελεί εγγύηση ασφάλειας και ακρίβειας για την τοποθέτηση οποιουδήποτε επενδυτή.

Οι Οίκοι παρέχουν μη αυτόκλητες ή αυτόκλητες αξιολογήσεις, δηλαδή με πρωτοβουλία του εκδότη ή με δική τους πρωτοβουλία. Οι τελευταίες βασίζονται σε δημόσια διαθέσιμα στοιχεία μόνο και θεωρείται ότι είναι λιγότερο αξιόπιστες και λιγότερο ακριβείς σε σχέση με αυτές που έχουν παραγγελθεί. Όμως οι μη αυτόκλητες αξιολογήσεις δημιουργούν συγκρούσεις συμφερόντων, καθώς οι Οίκοι πληρώνονται από τους εκδότες των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και όχι από τους επενδυτές, οι οργανισμοί αντιμετωπίζουν ένα κίνητρο για να υπερεκτιμούν την πιστοληπτική ικανότητα ενός συγκεκριμένου προϊόντος, προκειμένου να δημιουργηθεί μια καλή σχέση με τον εκδότη. Ταυτόχρονα, μια εκτίμηση δεν θα είχε καμία αξία στην αγορά, εάν οι επενδυτές έχαναν εμπιστοσύνη τους στον Οίκο που την εξέδωσε. Ο κάθε Οίκος λοιπόν θα πρέπει να εξισορροπήσει ως εκ τούτου κάθε βραχυπρόθεσμο κέρδος από την ικανοποίηση του εκδότη με την μακροχρόνια φήμη του στην αγορά. Δεδομένου ότι οι επενδυτές ελάμβαναν και λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους τις αξιολογήσεις, η μακροχρόνια φήμη των οργανισμών παραμένει προφανώς άθικτη. Οι επενδυτές αποδέχονται το σφάλμα αλλά όχι την μεροληψία.

Όσον αφορά την αξιολόγηση των κρατών, λαμβάνονται υπόψη πολλοί παράγοντες με κυριότερους από αυτούς τα μακροοικονομικά μεγέθη, όπως η μεταβολή του ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, ο λόγος του ισοζυγίου πληρωμών ως προς το ΑΕΠ, το μέγεθος των συναλλαγματικών αποθεμάτων, η αποτελεσματικότητα της Δημόσιας Διοίκησης κ.α. Όπως είναι προφανές η πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας σχετίζεται από την εξάρτησή της από τρίτους, το μέγεθος της εξάρτησής της από αυτούς, τις προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας της, την αξιοπιστία της, το ύψος του χρέους της, την δυνατότητα αποπληρωμής του χρέους της αλλά και πολλούς άλλους παράγοντες γεωπολιτικούς (σταθερότητα της περιοχής, πλουτοπαραγωγικά αποθέματα κ.α.) οι οποίοι είναι δυνατόν να μετριάσουν ή και να απαλείψουν τους οικονομικούς.

5. Μεθοδολογία διαβαθμίσεων

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι υποκειμενική και αντικατοπτρίζει την επαγγελματική κρίση. Απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που

χρησιμοποιούνται, αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Συνεπώς, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι τόσο αξιόπιστη όσο ο βαθμολογητής και οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί.

Ο Οίκος αξιολόγησης χρησιμοποιούν ένα συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών για την αξιολόγηση επιχειρήσεων και χωρών. Τα ποσοτικά στοιχεία χρησιμοποιούνται για να υπολογίζονται ιστορικά στοιχεία της απόδοσης και των τάσεων των αγορών. Οι συντελεστές κάθε μεταβλητής (weights, βάρη) που λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας εξαρτώνται από το αν η χώρα διαθέτει υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα με μακρά ιστορία θεσμικής και πολιτικής σταθερότητας, είτε από το αν αυτή βρίσκεται ακόμη υπό ανάπτυξη. Επίσης, η δημοσιονομική πολιτική λαμβάνεται υπόψη ως ο σημαντικότερος παράγοντας προσδιορισμού της πιστοληπτικής ικανότητας για τις προηγμένες χώρες, ενώ οι τάσεις του ισοζυγίου πληρωμών αποτελούν το ισχυρότερο εργαλείο για την αξιολόγηση των αναπτυσσόμενων χωρών.

Ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

- i. Οικονομική διάρθρωση και επίδοση χώρας (π.χ. δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών κ.λπ.).
- ii. Δημοσιονομικούς δείκτες (π.χ. δημόσια έσοδα, δαπάνες, ισορροπία εσόδων – δαπανών, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κ.λπ.).
- iii. Εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές χώρας (π.χ. συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους κ.λπ.).
- iv. Νομισματική ισορροπία και παράγοντες ρευστότητας χώρας (π.χ. βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία πιστωτικών ιδρυμάτων κ.λπ.).

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα στοιχεία που λαμβάνει υπόψη η S&P για τη διαβάθμιση των κρατών.

Sovereign Ratings Methodology Profile

Political risk

- Stability and legitimacy of political institutions
- Popular participation in political processes
- Orderliness of leadership succession
- Transparency in economic policy decisions and objectives
- Public security
- Geopolitical risk

Economic structure

- Prosperity, diversity, and degree to which economy is market oriented
- Income disparities
- Effectiveness of financial sector in intermediating funds; availability of credit
- Competitiveness and profitability of nonfinancial private sector
- Efficiency of public sector
- Protectionism and other nonmarket influences
- Labor flexibility

Economic growth prospects

- Size and composition of savings and investment
- Rate and pattern of economic growth

Fiscal flexibility

- General government revenue, expenditure, and surplus/deficit trends
- Compatibility of fiscal stance with monetary and external factors
- Revenue-raising flexibility and efficiency
- Expenditure effectiveness and pressures
- Timeliness, coverage, and transparency in reporting
- Pension obligations

General government debt burden

- General government gross and net (of liquid assets) debt
- Share of revenue devoted to interest
- Currency composition and maturity profile
- Depth and breadth of local capital markets

Offshore and contingent liabilities

- Size and health of NFPEs
- Robustness of financial sector

Monetary flexibility

- Price behavior in economic cycles
- Money and credit expansion
- Compatibility of exchange-rate regime and monetary goals
- Institutional factors, such as central bank independence
- Range and efficiency of monetary policy tools, particularly in light of the fiscal stance and capital market characteristics
- Indexation and dollarization

External liquidity

- Impact of fiscal and monetary policies on external accounts
- Structure of the current account
- Composition of capital flows
- Reserve adequacy

External debt burden

- Gross and net external debt, including nonresident deposits and structured debt
- Maturity profile, currency composition, and sensitivity to interest rate changes
- Access to concessional funding
- Debt service burden

NFPEs—Nonfinancial public sector enterprises.

© Standard & Poor's 2008.

Πηγή: S&P (2008): “Sovereign Credit Ratings : A primer”.

Για την αξιολόγηση των επιχειρήσεων η ICAP περιγράφει (βλ. ICAP GROUP A.E. (2013), “Μεθοδολογία απόδοσης αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας”) μια διαδικασία τριών σταδίων:

- Εκτέλεση στατιστικού αλγορίθμου, ο οποίος βαθμολογεί τα Οικονομικά Στοιχεία, τα Στοιχεία Συναλλακτικής Συμπεριφοράς και τα Εμπορικά Στοιχεία της επιχείρησης.

- Ποιοτική Αξιολόγηση της εξεταζόμενης οικονομικής μονάδας από τον Αναλυτή.
- Διαμόρφωση τελικού αποτελέσματος. Η αξιολόγηση της εξεταζόμενης επιχείρησης μπορεί να προκύψει είτε από τον Αναλυτή σε συνεργασία με τον Επικεφαλλή Αναλυτή ο οποίος δίνει την τελική έγκριση είτε σε ειδικές περιπτώσεις / συνθήκες από την Επιτροπή Αξιολογήσεων.

Η στατιστική μέθοδος που χρησιμοποιείται για την ανάπτυξη των υποδειγμάτων πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι η λογιστική παλινδρόμηση. Οι μεταβλητές που πρόκειται να κριθούν σημαντικές για να ερμηνεύσουν την πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων εισέρχονται σε δύο στάδια εξέτασης. Το πρώτο στάδιο αφορά τη μονο-μεταβλητή ανάλυση (αρχική επιλογή μεταβλητών) και το δεύτερο την πολύ-μεταβλητή ανάλυση (τελική επιλογή μεταβλητών).

1.ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	
1	Γενική Ρευστότητα
2	Άμεση Ρευστότητα
3	Ταμειακή Ρευστότητα
4	Κεφάλαιο Κίνησης
5	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις Προς Κεφάλαιο Κίνησης
6	LOG (Κεφάλαιο Κίνησης)
2.ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ	
1	Μέσος Όρος Προθεσμίας Είσπραξης Απατήσεων
2	Μέσος Όρος Προθεσμίας Εξόφλησης Προμηθευτών
3	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων
4	Διάρκεια Λειτουργικού Κύκλου
5	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίου Κεφαλαίου
6	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολούμενου Κεφαλαίου
3.ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ/ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ	
1	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων(1) (ROE 1)
2	Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων (1) (ROCE 1)
3	Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων (2) (ROCE 2)
4	Περιθώριο Μικτού Κέρδους
5	Περιθώριο Καθαρού Κέρδους (1)
4.ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ	
1	Οικονομική Μόχλευση
2	Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια
3	Ίδια Κεφάλαια προς Πάγια
5.ΚΟΝΔΥΛΙΑ	
1	%Μεταβολή των παραπάνω δεικτών
2	%Μεταβολή Κυκλοφορούν Ενεργητικό/Σύνολο Κύκλου Εργασιών
3	% Μεταβολή (Πάγιο Ενεργητικό)
4	% Μεταβολή (Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως προ Φόρων)
5	% Μεταβολή (Απατήσεις Πελατών / Γραμμάτια και Επιταγές Εισπρακτέες)
6	% Μεταβολή (Σύνολο Κύκλου Εργασιών + Προμήθειες_Λοιπά Λειτουργικά Έσοδα)
7	% Μεταβολή (Απασχολούμενο Κεφάλαιο /Σύνολο κύκλου Εργασιών)
8	LOG (Κύκλος Εργασιών)
9	LOG (EBITDA)
10	LOG (Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως προ Φόρων)
11	LOG (Ίδια Κεφάλαια)
12	Κυκλοφορούν Ενεργητικό
13	Κάλυψη Χρηματοοικονομικών Εξόδων (Net Sales)
14	Τζίρος
15	Ίδια Κεφάλαια προς Μετοχικό Κεφάλαιο

6. Κριτική

Οι οίκοι αξιολόγησης έγιναν αντικείμενο πολλών επικρίσεων την τελευταία 10ετία. Πρώτα από όλα επικρίθηκαν ότι δεν υποβαθμίζουν καίρια και στο βαθμό που χρειάζεται κάποιες εταιρείες. Μία τέτοια περίπτωση ήταν και αυτή της Enron, όπου η βαθμολογία της παρέμεινε σε “investment grade” τέσσερις ημέρες πριν από την πτώχευση της εταιρείας, παρά το γεγονός ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας είχαν γνώση των προβλημάτων της εταιρείας για μήνες.

Γενικότερα, η παγκόσμια οικονομική κρίση και ιδιαίτερα η κρίση στην Ευρωζώνη αποκάλυψε σοβαρές ελλείψεις και κενά σχετικά με την λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης καθώς απέτυχαν να προβλέψουν και να αξιολογήσουν σωστά τους κινδύνους από τα σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα με αποτέλεσμα να δημοσιοποιήσουν λανθασμένες. Έχασαν μεγάλο μέρος της αξιοπιστίας τους καθώς δεν κατάφεραν να προειδοποιήσουν επαρκώς τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους που είχαν αναλάβει με την ανάληψη των σύνθετων πιστωτικών προϊόντων, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης. Τα κυριότερα προβλήματα που εντοπίστηκαν είναι:

α) Ο οίκος αξιολόγησης κατηγορήθηκαν ότι χρησιμοποίησαν ακατάλληλα μοντέλα αξιολόγησης, όταν παρουσιάστηκαν προβλήματα κατά την αξιολόγηση ομολόγων συνδεδεμένων με ενυπόθηκα δάνεια (ABS) και άλλα πιστωτικά παράγωγα. Τα μοντέλα αξιολόγησης για τα δομημένα αυτά προϊόντα αποδείχθηκε ότι είναι λανθασμένα, γιατί όχι μόνο υποτίμησαν τις πιθανότητες υπερημερίας, αλλά επίσης απέτυχαν να εντοπίσουν άλλους θεμελιώδεις κινδύνους που συνδέονται με αυτού του είδους τα ομόλογα. Βασικά, το πρόβλημα είναι ότι μοντέλα αξιολόγησης στηρίζονται υπερβολικά σε ιστορικά δεδομένα, κατά την κατάρτιση των εκτιμήσεων για νέα προϊόντα, όπως τα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα, λαμβάνοντας υπόψη ότι δεν υπάρχουν δεδομένα για πολλά από αυτά τα προϊόντα. Σύμφωνα με τους επικριτές τους, οι Οίκοι αξιολόγησης δεν έχουν διαμορφώσει τις αξιολογήσεις τους έτσι ώστε να γίνεται διάκριση μεταξύ των διαφόρων χρεογράφων.

β) Ολιγοπωλιακή δομή. Στην αγορά πληροφοριών των ομολόγων τα ενδεχόμενα εμπόδια εισόδου, όπως οι οικονομίες κλίμακας, τα πλεονεκτήματα της εμπειρίας, και η φήμη του εμπορικού σήματος είναι πολύ σημαντικά χαρακτηριστικά. Όπως αναφέρθηκε οι τρεις μεγάλοι Οίκοι κατέχουν το 95% της αγοράς ενώ οι υπόλοιποι Οίκοι είναι τοπικής εμβέλειας.

β) Υπήρξε υπερβολική εξάρτηση των επενδυτών από τις κρίσεις των Οίκων αξιολόγησης καθώς η ευρωπαϊκή και εθνική νομοθεσία έδινε οιοσδήποτε ρόλο στις αξιολογήσεις. Για

παράδειγμα, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών με βάση τη Βασιλεία II προσδιορίζονταν από τις εξωτερικές αξιολογήσεις. Επίσης οι εξασφαλίσεις που απαιτούνται για χρηματοδότηση από το ευρωσύστημα εξαρτώνται από τις εξωτερικές εξασφαλίσεις.

γ) Η σύγκρουση συμφερόντων, που απειλεί την ανεξαρτησία και αξιοπιστία των Οίκων αξιολόγησης. Οίκων κυριαρχούν στην αγορά. Η βαθμολογία των μεγάλων επιχειρήσεων και των σύνθετων δομημένων προϊόντων χρηματοδότησης διεξάγεται από λίγους οργανισμούς, όπου κάποιες φορές συμπίπτει να έχουν μετόχους και στις δύο πλευρές (δηλαδή του αξιολογούμενου και του αξιολογητή). Επίσης, και το πιο σημαντικό, το πρότυπο «ο επενδυτής πληρώνει» που ήταν καθιερωμένο από τον John Moody το 1909, αντικαταστάθηκε από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει», με το οποίο ο οργανισμός που εκδίδει τα ομόλογα πληρώνει τον οίκο αξιολόγησης για να εκτιμήσει τα ομόλογα αυτά. Περεταίρω, οι Οίκοι Αξιολόγησης συνήθως παρέχουν και επιπλέον υπηρεσίες π.χ. συμβουλευτικές υπηρεσίες για έκδοση ομολόγων, γεγονός που έρχεται σε σύγκρουση με την υπηρεσία αξιολογήσεων.

δ) Υπάρχει πρόβλημα στην ευθύνη των Οίκων αξιολόγησης. Οι Οίκοι Αξιολόγησης εκδίδουν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χωρίς να είναι πάντα υπεύθυνοι έναντι των επενδυτών που υπέστησαν ζημιές.

ε) Οι Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν κάνει λάθη στις αξιολογήσεις δομημένων προϊόντων, ιδίως για την απόδοση AAA βαθμολογίας σε δομημένα ομόλογα, τα οποία στη συνέχεια σε πολλές περιπτώσεις έχουν υποβαθμιστεί ή έχουν αθετηθεί, όπως είναι και το πρόσφατο παράδειγμα της Lehman Brothers. Εξαιτίας της μοναδικότητας των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, οι οίκοι αξιολόγησης πρέπει να τροποποιήσουν τις εκτιμήσεις τους για τα προϊόντα αυτά, έτσι ώστε η ορολογία αξιολόγησης να είναι πραγματικά διαφορετική από εκείνη που χρησιμοποιείται για τα ομόλογα, αλλά και να υπάρχει καλύτερη ποιότητα γνωστοποίησης. Ενώ τα παραδοσιακά ομόλογα επηρεάζονται από τον σχετικό εταιρικό κίνδυνο που προκύπτει από τον εκδότη, οι τιτλοποιήσεις και τα δομημένα προϊόντα είναι πιο ευάλωτα σε συστημικούς κινδύνους. Παρά τις διαφορές αυτές μεταξύ των παραδοσιακών ομολόγων και των δομημένων προϊόντων, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν εφαρμόσει σε μεγάλο βαθμό τις ίδιες κατηγορίες αξιολόγησης και στους δύο τύπους χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Στ) Σύμφωνα με μελέτη από ομάδα ερευνητών της ΕΚΤ που δημοσιεύεται στο περιοδικό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας με τον τίτλο “Bank ratings: What determines their quality”, οι τρεις μεγάλοι οίκοι Standard & Poor’s, Moody’s και Fitch βαθμολογούν με υψηλή

αξιολόγηση κατά κύριο λόγο τις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες οι οποίες είναι οι πρωταγωνιστές της αγοράς παραγώγων. Για την περίοδο μάλιστα 1990 – 2012 βρίσκουν με βάση τα στοιχεία που έχουν συγκεντρώσει ότι οι τρεις Οίκοι αξιολόγησης έχουν δώσει τις καλύτερες αξιολογήσεις στις τράπεζες που έχουν εκδώσει περί τα 6 τρισ. δολ. ονομαστικής αξίας παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Δηλαδή οι καλύτερες αξιολογήσεις έχουν δοθεί σ' εκείνους που κατά βάση έχουν κατηγορηθεί ως οι πρωταγωνιστές της κρίσης χρέους. Ειδικότερα, η έρευνα καταλήγει στις παρακάτω διαπιστώσεις:

- Οι τραπεζικές αξιολογήσεις στα ανώτερα επίπεδα των αξιολογήσεων δεν έχουν ουσιαστική σχέση με τις εκτιμώμενες πιθανότητες χρεοκοπίας δυο χρόνια αργότερα.
- Η δομική ανάλυση αποκαλύπτει συστηματικές σχέσεις μεταξύ της κατεύθυνσης του λάθους αξιολόγησης και του μεγέθους της τράπεζας. Αυτό σημαίνει ότι οι μεγάλες τράπεζες συστηματικά λαμβάνουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις, σε σχέση με το εκτιμώμενο ρίσκο χρεοκοπίας τους. Σύμφωνα με την ΕΚΤ, αυτή η μεροληψία αντανακλά κυρίως τα αντικρουόμενα κίνητρα των οίκων αξιολόγησης, σε ότι αφορά τις μεγάλες τράπεζες, αντί για την αντικειμενική αποτίμηση των κρατικών εγγυήσεων που παρέχονται στις μεγάλες τράπεζες.
- Οι οίκοι αξιολόγησης συστηματικά δίνουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις σε τράπεζες που τους παρέχουν μεγάλες τιτλοποιήσεις.

ζ) Μετά την έκδοση των αξιολογήσεων, η εστίαση των Οίκων αξιολόγησης επαναπροσδιορίζεται στην παρακολούθηση, στον έλεγχο και στην επιτήρηση αυτών. Γενικά, σε μία συνεχιζόμενη βάση, είναι λιγότεροι οι πόροι που διατίθενται για την παρακολούθηση των αξιολογήσεων από ότι για την έκδοση αρχικής αξιολόγησης, αφού οι εργασίες ανάλυσης σχετικά με τη δομή και το νομικό πλαίσιο του εκάστοτε προϊόντος έχει ήδη πραγματοποιηθεί, έτσι ώστε η παρακολούθηση και η επιτήρηση γενικά να χρειάζεται λιγότερο χρόνο ανάλυσης. Ακόμη, οι ρυθμιστικές αρχές υποστηρίζουν την ιδέα για τη δημιουργία διακριτών μεμονωμένων ομάδων παρακολούθησης εντός των πλαισίων των οίκων αξιολόγησης για δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

7. Το πλαίσιο λειτουργίας των Οίκων αξιολόγησης

Τα παραπάνω φαινόμενα οδήγησαν την Ευρωπαϊκή Ένωση και τις Η.Π.Α. να λάβουν μέτρα, θέτοντας αυστηρότερα πλαίσια λειτουργίας των Οίκων Αξιολόγησης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση προσπαθώντας να θέσει ένα κανονιστικό πλαίσιο στην λειτουργία τους έθεσε σε ισχύ από τον Δεκέμβριο του 2012 τον πρώτο κανονισμό, τον 1060/2009 κανονισμό του Ευρωπαϊκού

Κοινοβουλίου της 16ης Σεπτεμβρίου του 2009, γνωστό και ως CRA I, ο οποίος τροποποιήθηκε και βελτιώθηκε από δεύτερο κανονισμό τον 503/2011 κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 11ης Μάιου του 2011, γνωστό και ως CRA II.

Οι κανονισμοί αυτοί επικεντρώθηκαν σε τρία βασικά σημεία:

α) Στην καταχώρηση των Οίκων Αξιολόγησης. Προκειμένου να καταχωρηθεί στα μητρώα της Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς ένας Οίκος Αξιολόγησης, πρέπει να πληροί μια σειρά υποχρεώσεων και προϋποθέσεων που θα διασφαλίσουν την ανεξαρτησία του, την ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και την ενίσχυση της ποιότητας των εκδιδόμενων αξιολογήσεις.

β) Στην διαφάνεια των Οίκων Αξιολόγησης. Με τους κανόνες που τίθενται γίνεται προσπάθεια να αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων όπως για παράδειγμα, ένας αναλυτής αξιολογήσεων που απασχολείται από έναν Οίκο Αξιολόγησης να μην συσχετίζεται επιχειρηματικά ή με οποιοδήποτε τρόπο με την αξιολογούμενη εταιρία ή οργανισμό. Για τον λόγο αυτό οι Οίκοι Αξιολόγησης οφείλουν κάθε χρόνο να συντάσσουν έκθεση διαφάνειας.

γ) Εποπτεία των Οίκων Αξιολόγησης. Στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) έχουν δοθεί μεγάλες ελεγκτικές εξουσίες, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας να ζητήσει οποιοδήποτε έγγραφο ή δεδομένα, να καλεί σε ακρόαση πρόσωπα, να διενεργεί επιτόπιους ελέγχους και να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις, πρόστιμα και χρηματικές ποινές.

Για να λάβουν άδεια λειτουργίας οι Οίκοι Αξιολόγησης και να εγγραφούν ως νόμιμοι λειτουργούντες στην Ευρωπαϊκή Ένωση εκτός από τα παραπάνω βασικά θα έπρεπε να εξασφαλίσουν και το ότι:

- Δεν θα παρέχουν γνωμοδοτικές υπηρεσίες.
- Θα αποκαλύπτουν τα πρότυπα και τις μεθοδολογίες τους
- Θα διαθέτουν εσωτερική υπηρεσία αρμόδια για την αναθεώρηση της ποιότητας των αξιολογήσεων τους.
- Θα πρέπει να έχουν τουλάχιστον δυο ανεξάρτητους διευθυντές στα διοικητικά συμβούλια τους, η αμοιβή των οποίων δεν εξαρτάται από την επιχειρηματική δραστηριότητα του οίκου αξιολόγησης.

Παρόλα τα προληπτικά μέτρα που ελήφθησαν για την εύρυθμη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης δεν έγινε κατορθωτό να υπάρξει διαφοροποίηση στην εξάρτηση της

πιστοληπτικής ικανότητας των οργανισμών από τις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης. Για τον λόγο αυτό λαμβάνονται νέα επικαιροποιημένα μέτρα τα οποία αποτελούνται από τον 462/2013 κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 21ης Μάιου του 2013 και από την Κοινοτική Οδηγία 2013/14/EC.

Οι νέοι κανόνες περιλαμβάνουν τα εξής εμπλουτισμένα ή καινοτόμα μέτρα:

α) Την μείωση της εξάρτησης από τις αξιολογήσεις, ώστε οι αξιολογούμενοι και ιδιαίτερα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να μειώσουν τον βαθμό εξάρτησης από τις «εξωτερικές» αξιολογήσεις και να δημιουργήσουν συστήματα εσωτερικής διαβάθμισης. Επίσης θα πρέπει οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές να αποφεύγουν την χρήση των αξιολογήσεων ως «μέτρο» και αν υπάρχει η δυνατότητα να φτάνουν μέχρι και την ακύρωσή τους (τυπικά ή ουσιαστικά).

β) Την βελτίωση του τρόπου αξιολόγησης του αξιόχρεου των κρατών. Για να μην δημιουργείται ταραχή στις αγορές οι οίκοι θα πρέπει να έχουν συγκεκριμένο δημοσιευμένο προγραμματισμό τον οποίο θα διενεργούν αξιολογήσεις του αξιόχρεου των ευρωπαϊκών κρατών. Θα μπορούν να αξιολογούν έως τρεις φορές ετησίως οποιοδήποτε κράτος μέλος ενώ για οποιαδήποτε άλλα αξιολόγηση λόγω έκτακτης περίπτωσης θα πρέπει να γίνεται η αξιολόγηση κατόπιν συμφωνίας. Επιπλέον, οι αξιολογήσεις αυτές θα μπορούν να δημοσιεύονται μόνο μετά το κλείσιμο των ευρωπαϊκών αγορών ή τουλάχιστον μία ώρα προτού αυτές ανοίξουν εκ νέου.

γ) Οι Οίκοι θα πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους έτσι ώστε αν κάποιος οίκος από τις αξιολογήσεις του προκαλέσει ζημιά σε κάποιον αξιολογούμενο, θα καλείτε να αναλάβει και το ανάλογο τίμημα για την ζημία που προκάλεσε. Έτσι δεν θα βρίσκονται πλέον οι οίκοι στο απυρόβλητο και δεν θα εκδίδουν εκθέσεις «ελαφρά τη καρδία». Οι επενδυτές πλέον θα είναι σε θέση να μηνύουν έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που εκ προθέσεως ή εκ βαρείας αμελείας θα παραβαίνει τις υποχρεώσεις που ορίζονται στον κανονισμό των Οίκων αξιολόγησης προκαλώντας έτσι ζημία για τους επενδυτές. Αυτό το νέο καθεστώς θα εξασφαλίσει ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης θα ενεργούν πιο υπεύθυνα, δεδομένου ότι μπορούν να θεωρούνται υπεύθυνοι από τους επενδυτές και τους εκδότες.

δ) Απαλοιφή των αλληλοσυγκρουόμενων συμφερόντων. Θα πρέπει πλέον οι οίκοι αξιολόγησης να θέτουν στην δημοσιότητα τα στοιχεία οποιουδήποτε κατέχει πάνω από το 5% του μετοχικού τους κεφαλαίου ώστε να αποφευχθούν φαινόμενα του παρελθόντος όπου αξιολογητής και αξιολογούμενος ήταν κοινό πρόσωπο και στις δύο πλευρές και θα απαγορεύεται από τους Οίκους Αξιολόγησης να διενεργούν αξιολόγηση όταν ένας μέτοχος

τους με 10% ή περισσότερο του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου κατέχει επίσης το 10% ή και περισσότερο μιας αξιολογούμενης οντότητας. Ακόμη λόγω της πολυπλοκότητας των δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων, ο κανονισμός απαιτεί οι εκδότες οι οποίοι πληρώνουν τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για τις αξιολογήσεις τους, να αξιολογούνται από δύο τουλάχιστον διαφορετικούς οργανισμούς αξιολόγησης για την αξιολόγηση διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων. Επίσης οι εκδότες θα υποχρεούνται μετά από μια τετραετία να προσφεύγουν σε διαφορετικό οίκο αξιολόγησης ώστε να υπάρχει εναλλαγή και να μην αξιολογείται συνεχώς από τον ίδιο οίκο. Η συγκεκριμένη ρύθμιση δεν ισχύει για τους αξιολογούμενους από τις μικρούς οίκους αξιολόγησης που κατέχουν λιγότερο από 10% του μεριδίου της παγκόσμιας αγοράς, ευνοώντας τις αξιολογήσεις από μικρότερους οίκους αξιολόγησης με σκοπό να χτυπηθεί το ολιγοπώλιο των «τριών μεγάλων».

ε) Οι οίκοι αξιολόγησης υποχρεούνται πλέον να θέτουν σε δημοσιότητα σε μια πλατφόρμα αξιολογήσεων τις αξιολογήσεις τους από τον Ιούνιο του 2015 και μετά. Σκοπός της πλατφόρμας αυτής είναι να βελτιώσει την διαφάνεια και τη συγκρισιμότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Η πλατφόρμα θα συμβάλει επίσης στην προβολή των μικρών και μεσαίου μεγέθους οίκων αξιολόγησης που δραστηριοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Όσον αφορά τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται σε χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά χρησιμοποιούνται εντός αυτής για κανονιστικούς σκοπούς, θα πρέπει να πληρούν το ίδιο αυστηρές απαιτήσεις με τις απαιτήσεις του ευρωπαϊκού κανονισμού. Από την άλλη ο κανονισμός αυτός δίνει την δυνατότητα σε αδειοδοτημένους από την Ευρωπαϊκή Ένωση Οργανισμούς να προσυπογράφουν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που έχουν εκδοθεί σε τρίτες χώρες από μη αδειοδοτημένους στην Ευρωπαϊκή Ένωση οργανισμούς, με την προϋπόθεση όταν προσυπογράφουν αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί σε τρίτη χώρα, να καθορίζουν και να παρακολουθούν συνεχώς εάν οι δραστηριότητες που οδηγούν στην έκδοση αυτής της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, πληρούν τις απαιτήσεις για την έκδοση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που είναι εξίσου αυστηρές με τις απαιτήσεις του ευρωπαϊκού κανονισμού και επιφέρουν τους ίδιους στόχους και αποτελέσματα.

Τέλος, από το 2020 η ευρωπαϊκή νομοθεσία θα δίνει την δυνατότητα να μην υπάρχει η υποχρέωση να λαμβάνονται υπόψη οι εξωτερικές αξιολογήσεις πριν τις επενδύσεις ή πριν την παροχή επενδυτικών συμβουλών. Έτσι για παράδειγμα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

δεν θα υποχρεούνται σε πωλήσεις των περιουσιακών τους στοιχείων σε περίπτωση υποβάθμισης από κάποιον οίκο αξιολόγησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Jonathan Katz, Emanuel Salinas, and Constantinos Stephanou (2009), , “Credit rating agencies”, World Bank Crisis Response.

Lawrence J. White, (2010), “The Credit Rating Agencies”, Journal of Economic Perspectives, Vol 24, No 2, pp 211–226.

Lawrence J. White (2013), “Credit Rating Agencies: An Overview”, Annual Review of Financial Economics, Vol. 5: 93-12.