

Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου

Σχολή Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών

Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης και Διεθνών Σχέσεων

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

«Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία»

**Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής
ικανότητας κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής
κρίσης**

Γκέρλοβας Κωνσταντίνος

Κόρινθος, Ιανουάριος 2016

University of Peloponnese

Faculty of Social and International Sciences

**Department of Political Science and International
Relations**

Master Program in «Global Political Economy»

**The role of the credit rating agencies during the
financial crisis**

Gkerlovas Konstantinos

Corinth, Greece, January 2016

Ευχαριστίες

Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την κατανόηση και την υποστήριξή τους καθ' όλη τη διάρκεια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή της Διπλωματικής μου Εργασίας κύριο Παντελή Σκλιά, ο οποίος μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα. Οι συμβουλές του, οι υποδείξεις του και η αμέριστη ευγένεια με την οποία με αντιμετώπισε, με βοήθησαν στην ολοκλήρωσή της παρά το ήδη βεβαρημένο μου πρόγραμμα. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος για τις συμβουλές και τις γνώσεις που μου παρείχαν.

Γκέρλοβας Χ. Κωνσταντίνος

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης

Σημαντικοί όροι: Οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας, Ευρωζώνη, Οικονομική Κρίση, 2008, Κρίση συστήματος Ευρωζώνης, Έλεγχος οργανισμών αξιολόγησης, Σύγκρουση συμφερόντων

Περίληψη

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι να εμπλουτίσει την ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία σχετικά με το ρόλο των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, πριν και κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης του 2008. Κατά πόσο ευθύνονται οι οίκοι αξιολόγησης για την κρίση; Μήπως είναι υπερβολική η κριτική που τους ασκείται; Θα δούμε τι συνέβαινε πριν από την κρίση και το ποσοστό επιτυχίας των οίκων αξιολόγησης στην πρόβλεψη οικονομικών καταστροφών. Επίσης, θα εξετάσουμε την κρίση στο τρόπο διακυβέρνησης της ευρωζώνης και πώς αυτή επηρέασε και την ελληνική οικονομία. Υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις που οι οργανισμοί αξιολόγησης μπορεί να έδρασαν με ύποπτο τρόπο λόγω σύγκρουσης συμφερόντων. Ποιά μέτρα έχουν παρθεί ώστε να υπάρχει καλύτερος έλεγχος; Θα εξεταστεί επίσης ο τρόπος που το κράτος προσπάθησε και προσπαθεί να τους ελέγξει και κατά πόσο τα έχει καταφέρει. Τέλος, θα δούμε τι άλλο μπορεί να γίνει ώστε να λειτουργούν καλύτερα οι οίκοι αξιολόγησης και να μπορούν να βαθμολογούν αντικειμενικά κράτη και επιχειρήσεις, έτσι ώστε να μην επαναληφθεί η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Η εργασία είναι χωρισμένη σε κεφάλαια έτσι ώστε ο αναγνώστης να αποκτήσει μια σφαιρική γνώση για τη λειτουργία των οίκων αξιολόγησης. Το περισσότερο υλικό αποτελείται από ξενόγλωσση βιβλιογραφία αλλά και από κάποιες ελληνικές βιβλιογραφικές εργασίες που έχουν αναλύσει διεξοδικά το θέμα. Η εργασία μπορεί να συνεισφέρει έτσι ώστε να μπορέσει ο αναγνώστης να καταλάβει σε βάθος το σύγχρονο τρόπο λειτουργίας της οικονομίας, πώς συνδέονται οι οικονομίες όλου του κόσμου και ποιος είναι ακριβώς ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης σε αυτόν. Τα αποτελέσματα της χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι ακόμα υπαρκτά σε πολλές χώρες και ειδικά στην Ευρώπη και την Ελλάδα. Είναι σημαντικό να δούμε γιατί προκλήθηκε αυτή η κρίση και κυρίως γιατί οι οίκοι αξιολόγησης δεν μπόρεσαν να την προβλέψουν.

The role of the credit rating agencies during the financial crisis

Keywords: Credit Rating Agencies, Eurozone, Financial Crisis, 2008, Eurozone Crisis system, Control of Rating Agencies, Conflicts of Interest

Abstract

The purpose of this paper is to enrich the existing literature on the role of credit rating agencies before and during the financial crisis of 2008. Are the rating agencies responsible for the crisis? Is the criticism that is being directed towards them excessive? We will see what happened before the crisis and the success rate of the agencies in financial disaster prediction. We will also examine the crisis in the Eurozone governance and how it affected the Greek economy. There are several cases where the rating agencies may have acted in a suspicious manner due to a conflict of interest. What measures have been taken in order to gain better control? It will also be examined how the state has tried and tries to control them and how it's done. Finally, we will see what else can be done so that the rating agencies could work better and to be able to evaluate objectively states and businesses, so as not to repeat the 2008 financial crisis.

The paper is divided into chapters so that readers gain a comprehensive knowledge of the operation of rating agencies. Most of the material consists of foreign language literature and from some Greek literature works that have thoroughly analyzed the topic. This work could contribute so that the reader could understand in depth the modern mode of how the economy works and how the economies of the world are interconnected and what is the exact role of the rating agencies connected to it. The effects of the financial crisis are still existent in many countries and especially in Europe and Greece. It is important to see why the crisis was caused and mainly why the rating agencies were not able to predict it.

Περιεχόμενα

Περίληψη

Abstract

Κατάλογος Πινάκων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 **1**

1. ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ – Ο ΡΟΛΟΣ ΚΑΙ Η ΙΣΧΥΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΚΗΝΗ 1

1.1. Εισαγωγή 1

1.2. Ο ρόλος και η λειτουργία των οίκων αξιολόγησης 2

1.3. Ανάλυση των κυβερνητικών οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας 4

1.4. Τα αίτια της διεθνούς επέκτασης και λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης 6

1.5. Επιχειρησιακά αξιολόγηση των οργανισμών αξιολόγησης 8

1.5.1. Μέθοδοι αξιολόγησης και η αξιοπιστία τους 8

1.5.2. Σύγκρουση συμφερόντων και μεροληψίες 9

1.5.3. Η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς και οι επιπτώσεις της 10

1.6. Ο ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις 12

1.7. Ανακεφαλαίωση 13

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 **20**

2. Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ 20

2.1. Εισαγωγή 20

2.2. Η αρχική δομή του συστήματος διακυβέρνησης της ευρωζώνης	
21	
2.2.1. Δομή και αρμοδιότητες	21
2.2.2. Δομικές και λειτουργικές αδυναμίες	22
2.2.3. Η επίδραση του συστήματος διακυβέρνησης της Ευρωζώνης στην πρόκληση της Ελληνικής κρίσης	25
2.2.4. Η κρίση του συστήματος διακυβέρνησης της Ευρωζώνης	27
2.2.4.1. Η ελληνική κρίση ως διαδικασία αποκάλυψης των αδυναμιών του συστήματος διακυβέρνησης	27
2.2.5. Συμπεράσματα και προοπτικές της Ευρωζώνης	31
2.2.6. Αστοχίες και παραλείψεις πριν από την κρίση	33
2.2.7. Ανεξαρτησία και αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων	39
2.2.7.1. Συμμετοχή ανωτέρων σε δραστηριότητες διαχείρισης της βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας	39
2.2.7.2. Επισκόπηση της λειτουργίας συμμετοχής στις δραστηριότητες πιστοληπτικής αξιολόγησης	41
2.2.7.3. Η έρευνα και η δημοσίευση των δραστηριοτήτων που πραγματοποιούνται από τους οργανισμούς αξιολόγησης	42
2.2.7.4. Συμμετοχή από άλλους φορείς στη διαδικασία αξιολόγησης	43
2.2.7.5. Εφαρμογή της διαδικασίας προσφυγής	44
2.2.8. Η εμπιστευτικότητα των πληροφοριών πιστοληπτικής ικανότητας	44
2.2.9. Ημερομηνία δημοσίευσης των δράσεων αξιολόγησης	46
2.2.9.1. Έγκαιρη δημοσίευση των αποφάσεων βαθμολόγησης	46

2.2.9.2. Χρονοδιάγραμμα της κοινοποίησης προς τον αξιολογούμενο φορέα	47
2.2.9.3. Ο χρόνος που διατίθεται για την προετοιμασία της επιτροπής αξιολόγησης	48
2.2.10. Πόροι που διατίθενται για τις αξιολογήσεις δημόσιου χρέους	49
2.2.10.1. Αξιολόγηση της επάρκειας των πόρων	49
2.2.10.2. Η γνώση και η εμπειρία των πόρων	49
2.2.10.3. Ορισμός των αρμοδιοτήτων και των ευθυνών	50
2.2.11. Καλές πρακτικές	50
2.2.11.1. Επάρκεια των πόρων	51
2.2.11.2. Προγράμματα αναλυτικής κατάρτισης	51
2.2.11.3. Περισσότερη πρόκληση στις συζητήσεις της επιτροπής αξιολόγησης	51
2.2.11.4. Συνέπεια και συνέχεια σε κρατικά χαρτοφυλάκια	51
2.2.11.5. Ανάλυση των βαθύτερων αιτιών	52
2.2.12. Ανακεφαλαίωση	52
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	54
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	57

Κατάλογος Πινάκων

1.5.3 Πίνακας 1 – Κυριαρχία των τριών μεγάλων οίκων αξιολόγησης	12
2.2.6.1 Πίνακας 2 – Λίστα με παραδείγματα χωρών που αξιολογήθηκαν από τον οίκο Moody's τρία χρόνια πριν πτωχεύσουν στο διάστημα 1931 μέχρι 2013	34

2.2.6.2 Πίνακας 3 – Οι υποβαθμίσεις και τα spread των ελληνικών
10ετών ομολόγων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1. ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ – Ο ΡΟΛΟΣ ΚΑΙ Η ΙΣΧΥΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΚΗΝΗ

1.1. Εισαγωγή

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, σταμάτησε απότομα την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών, οι οποίες για την περίοδο 1995-2005 σημείωσαν αύξηση στη ροή κεφαλαίων κατά 166,67% και από 6% έως 16% του παγκόσμιου ΑΕΠ (Deeg και O'Sullivan 2009). Μέσα σε λίγους μήνες 14 τρισεκατομμύρια δολάρια ομόλογα, με υψηλό ποσοστό αξιολόγησης, θεωρήθηκαν σκουπίδια. Ως αποτέλεσμα, το χάος που δημιουργήθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές υπογράμμισε το φαινόμενο της παγκόσμιας δυσπιστίας εναντίον του παγκόσμιου συστήματος αξιολόγησης (Scalet και Kelly, 2012). Ταυτόχρονα έγινε φανερό ότι στην πράξη η παγκοσμιοποίηση συνοδευόταν από μια παράλληλη έκρηξη των οικονομικών, των χρηματοοικονομικών και πιστωτικών υπηρεσιών ως ποσοστό της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης, η επιρροή τους επεκτάθηκε και στο υπόλοιπο της πολιτικής οικονομίας, γεγονός που πιστοποιείται από την ημερήσια διάταξη της νεοσυσταθείσας ομάδας του Γκρουπ των 20 (G20), όπου για πρώτη φορά εκφράστηκε τόσο έντονα η ανάγκη διαμόρφωσης των πολιτικών και των κανόνων λειτουργίας αυτών των υπηρεσιών.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν κυρίαρχο ρόλο τόσο στη χρηματοπιστωτική αγορά όσο και στη συζήτηση σχετικά με τις αιτίες της παγκόσμιας κρίσης (Παπαοικονόμου 2010). Η δημοσίευση του Friedman στους New York Times είναι χαρακτηριστική με τον ισχυρισμό

«Υπάρχουν δύο υπερδυνάμεις στον κόσμο σήμερα κατά τη γνώμη μου. Υπάρχουν οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και υπάρχει και η εταιρεία αξιολόγησης ομολόγων Moody's. Οι ΗΠΑ μπορούν να σε καταστρέψουν με τη ρίψη βομβών, και η Moody's υποβαθμίζοντας τα ομόλογά σου. Και πιστέψτε με, δεν είναι σαφές μερικές φορές ποια είναι η πιο ισχυρή».

Ειδικά μετά το ξέσπασμα της κρίσης έχουν γίνει πολλές μελέτες και επιστημονικές αναλύσεις που αποδοκιμάζουν το ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (Calomiris και Mason 2009, Pagano και Volpin 2010, Becker και Milbourn 2008, Hunt 2009). Δίνουν ιδιαίτερη προσοχή σε δύο περιπτώσεις; στη χρεοκοπία της Enron, όπου και οι τρεις κύριοι οίκοι αξιολόγησης είχαν προτείνει στους πελάτες τους να επενδύσουν στα ομόλογα της Enron, μόλις πέντε μέρες πριν από τη χρεοκοπία της; και στην περίπτωση της Lehman Brothers όπου αναβαθμίστηκε λίγο προτού καταρρεύσει.

Το κεφάλαιο αυτό έχει ως στόχο τον προσδιορισμό του ρόλου των οίκων χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης και τη συνολική ισχύ τους πάνω στη διεθνή πολιτική και οικονομία, αξιοποιώντας μια πολυεπίπεδη προσέγγιση, χρησιμοποιώντας την εργαλειοθήκη της διεθνούς πολιτικής οικονομίας, ιδίως μέσω της ανάλυσης των αποτελεσμάτων και των εμπειρικών ερευνών. Πιο συγκεκριμένα, η ανάλυση επικεντρώνεται στη διερεύνηση του ρόλου και της λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης στην οργάνωση της αγοράς αλλά και στα μοντέλα αξιολόγησης και στις μεθόδους που εφαρμόζονται. Επίσης, θα διερευνήσει όλους τους παράγοντες που μεταμόρφωσαν τους οίκους αξιολόγησης σε διεθνείς οικονομικούς πρωταγωνιστές και τον τρόπο με τον οποίο εφαρμόζεται η επιρροή στην οικονομική πολιτική και στην πολιτική γενικότερα. Τέλος, θα προσπαθήσουμε να καταδείξουμε το ρόλο των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής πιστωτικής κρίσης.

1.2. Ο ρόλος και η λειτουργία των οίκων αξιολόγησης

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεωρούνται βασικοί παράγοντες στη σύγχρονη διεθνή κεφαλαιαγορά. Ενεργούν ως ιδιότυποι μεσάζοντες ανάμεσα στους δανειστές και στους δανειζόμενους. Αυτοί οι μεσάζοντες παρέχουν πληροφορίες και εκτιμήσεις που επικεντρώνονται κυρίως στο μέλλον παρά στο παρελθόν. Έχοντας ως βασική λειτουργία να αυξηθεί η διαφάνεια στις αγορές κεφαλαίων και να μετριαστεί η ασυμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ των δανειοληπτών και δανειστών παράγουν κοινό καλό, αν και είναι ιδιωτικοί φορείς. Η προστιθέμενη αξία των πληροφοριών που παρέχεται εξαρτάται από το επίπεδο της πρόσβασής τους σε πληροφορίες, το ανθρώπινο δυναμικό τους και από τα κίνητρά τους για ποιότητα. Οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν καθιερωθεί για να παρέχουν στους επενδυτές μια τεκμηριωμένη ανάλυση των κινδύνων που συνδέονται με ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών προϊόντων, όπως είναι τα ομόλογα και άλλοι τίτλοι, αλλά

και για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της κυβέρνησης και των ομολόγων των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Συνήθως, οι οίκοι αξιολόγησης δεν αποτελούν μέρος της αγοράς ή της πώλησης της διαδικασίας τίτλων, αλλά μάλλον εκτιμούν την πιθανότητα του επενδυτή να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του δανείου (επιστροφές και πληρωμές τόκων). Ως εκ τούτου, οι αξιολογήσεις τους έχουν ευρείες επιπτώσεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η ανάπτυξη του σιδηροδρομικού δικτύου καθώς και των εταιρειών στις Ηνωμένες Πολιτείες στα μέσα του 19^{ου} αιώνα, η επιθυμία τους για την άντληση κεφαλαίων από το κοινό και η ανάγκη για την ενημέρωσή του πυροδότησαν τις πρώτες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Στη συνέχεια και συγκεκριμένα στην παγκόσμια κρίση του 1929, αυξήθηκε σημαντικά η επίδρασή τους. Σήμερα, έχει μεγάλη σημασία η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών (Αξιολόγηση δημόσιου χρέους). Οι εθνικές κυβερνήσεις είναι ο μεγαλύτερος πελάτης των διεθνών κεφαλαιαγορών με πάνω από το 60% των δανείων που έχουν εκδοθεί. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας καθιερώθηκαν με σκοπό να προστατέψουν τους δανειστές, αλλά γενικότερα κυρίως τις τράπεζες για τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας των αγορών κεφαλαίων.

Ωστόσο, οι επιπτώσεις από τη λειτουργία των οίκων αξιολόγησης έχουν ενισχυθεί δραματικά τα τελευταία 20 χρόνια. Οι σημερινές εκτιμήσεις συνδέονται με τις χρηματοοικονομικές συμβάσεις και τις διαδικασίες για επενδύσεις, έτσι δηλαδή με ολόκληρο το κανονιστικό πλαίσιο. Οι ανακοινώσεις από αυτές τις εταιρείες έχουν συστημικές συνέπειες (Τράπεζα της Αγγλίας 2011). Οι επιχειρήσεις πρέπει να ισορροπήσουν ανάμεσα στη σταθερότητα της αξιολόγησης και τη βραχυπρόθεσμη ακρίβεια. Η αξιολόγηση θα πρέπει να τροποποιηθεί όταν επίσης και η τελική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας τροποποιηθεί (Löffler 2005) και η παρατήρηση και η διερεύνηση του ποσοστού της πίστωσης θα πρέπει να είναι συνεχής. Για την άμβλυνση των αντιθέσεων ανάμεσα στη σταθερότητα και την ακρίβεια, οι οίκοι αξιολόγησης δημοσιεύουν δηλώσεις προθέσεων, χωρίς ωστόσο να αλλάζουν τα ποσοστά. Είναι μια κοινή παρερμηνεία για να υποτιμήσουν τη σημασία των δηλώσεων σε σύγκριση με την αξιολόγηση, αν και στην πράξη έχουν τον ίδιο αντίκτυπο στις αγορές (Afonso και άλλοι 2011, Alsakka και άλλοι 2011, ΔΝΤ 2011).

1.3. Ανάλυση των κυβερνητικών οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Και οι τρεις κύριοι οίκοι αξιολόγησης μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007/8 θεωρούνται ως βασικοί παράγοντες στη διεθνή οικονομία και την πολιτική (Sinclair 2008). Αρχικά υπέστησαν επιθετική κριτική για τις εξαιρετικά ευνοϊκές βαθμολογίες σε πολλά υπερχρεωμένα πιστωτικά ιδρύματα, όπως η Lehman Brothers, και πολλά παράγωγα και σύνθετα χρηματοοικονομικά μέσα που συνδέονται με ενυπόθηκα δάνεια. Μερικά άτομα της αγοράς θεωρούν τους οίκους αξιολόγησης των ομολόγων σαν έναν από τους κύριους παράγοντες στη φούσκα της στέγασης των ΗΠΑ που όταν έσκασε προκάλεσε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Μετά το έτος 2010, οι οργανισμοί αξιολόγησης ήταν συνδεδεμένοι με την κρίση χρέους της ΕΕ, τη συστημική κρίση της Ευρωζώνης, αλλά και την αποτελεσματική διαχείριση του κρατικού χρέους των ΗΠΑ. Η συνεχής και έντονη υποβάθμιση των περισσότερων Ευρωπαϊκών χωρών, αλλά και η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ, για πρώτη φορά στην ιστορία τους από την S&P, προκάλεσε ισχυρές ενστάσεις, κυρίως από την πολιτική αρένα. Σε μερικές περιπτώσεις, κατηγορήθηκαν για επιθετική ή ακόμα και σκόπιμη κατάσταση υποβάθμισης, και συνωμοτικής στάσης απέναντι στο νόμισμα του ευρώ και στα μέλη της ευρωζώνης. Για παράδειγμα, ο Gysi, του γερμανικού κόμματος Die Linke, μίλησε "για πόλεμο εναντίον των Ευρωπαϊκών λαών". Ένας άλλος βουλευτής τους Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και μέλος του Γερμανικού Χριστιανοδημοκρατικού Κόμματος έκανε λόγο για «πόλεμο νομισμάτων» και για την προώθηση από τους οίκους αξιολόγησης των «Αγγλο-Αμερικανικών πολιτικών συμφερόντων». Ένας πρώην χρηματιστής, ο Dirk Müller είπε

«Είμαι βέβαιος ότι οι Αμερικανικοί οργανισμοί αξιολόγησης βρίσκονται σε στενή συνεργασία με την Αμερικανική κυβέρνηση, η οποία με τη σειρά της ελέγχεται για πολλά χρόνια από τη Wall Street» (<http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,809696,00.html>).

Οι εξελίξεις αυτές έχουν δώσει μεγάλη ώθηση στις σχετικές επιστημονικές έρευνες με μεγάλο αριθμό δημοσιεύσεων σχετικά με το ρόλο τους και τις λειτουργίες της οργάνωσης της αγοράς κεφαλαίων, τις σχέσεις τους με τις μεγάλες επιχειρήσεις και την οικονομική πολιτική, την επίδραση των αξιολογήσεών τους, την ανάγκη για έλεγχο ή την αντικατάστασή τους, την επιρροή τους στις κυβερνήσεις και τις οικονομικές πολιτικές κτλ. Πέρα από την επιστημονική έρευνα οι , εδώ και δεκαετίες

άγνωστοι, οίκοι αξιολόγησης έγιναν ξαφνικά πολύ γνωστοί στο ευρύ κοινό μέσα από τα δημόσια μέσα ενημέρωσης. Επιπλέον, φαίνεται ότι δύο κύριες τάσεις ή έννοιες διαμορφώνονται: Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τους περισσότερους πολιτικούς και ένα μέρος των ερευνητών και αναλυτών που θεωρούν τους οργανισμούς αξιολόγησης ως παράγοντες που προκάλεσαν την κρίση, εξαιτίας της αφοσίωσής τους στην εξυπηρέτηση συγκεκριμένων συμφερόντων και/ή λόγω ορισμένων μεθοδολογικών και επιχειρησιακών μειονεκτημάτων. Κατά συνέπεια, μια σειρά από σαφείς, αν και αποκλίνουσες, παρεμβάσεις για διαρθρωτικές αλλαγές στα συστήματα αξιολόγησης προτείνονται. Αλλά υπάρχει και μια άλλη άποψη που υποστηρίζει ότι οι οίκοι αξιολόγησης εκτελούν ένα σημαντικό έργο για τη λειτουργία των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, παρά τα αναμφισβήτητα μειονεκτήματα και τις παραλείψεις των εφαρμοζόμενων μεθοδολογιών τους, και ως εκ τούτου έχουν κατηγορηθεί άδικα για την πρόκληση της κρίσης. Επίσης, απορρίπτοντας οποιαδήποτε θεωρία συνομοσίας, η δήλωση του Stefan Kaiser από τη Spiegel online είναι ένα ενδεικτικό κείμενο για την άποψη αυτή:

«Ακόμα και αν κάποιος αγνοεί την έλλειψη αποδεικτικών στοιχείων, τα επιχειρήματα που προβάλλονται από αυτούς που πιστεύουν στις θεωρίες συνομοσίας είναι εξαιρετικά αδύναμα. Τι συμφέρον θα μπορούσε να έχει η οικονομία των ΗΠΑ από το βύθισμα σε αξία του ευρώ; Πως η κατάρρευση της νομισματικής ένωσης θα βοηθούσε; Αντιθέτως: Η Ουάσιγκτον χρειάζεται το ευρώ. Ένα ισχυρό Ευρωπαϊκό νόμισμα καθιστά τις Αμερικανικές εξαγωγές φθηνότερες στη ζώνη του ευρώ, βοηθώντας τις ΗΠΑ να μειώσουν το τεράστιο εμπορικό τους έλλειμμα. Επιπλέον, οι ΗΠΑ δύσκολα θα μπορούσαν να μείνουν ανεπηρέαστες από μια βαθιά ύφεση στην Ευρώπη και την πιθανή διάλυση της νομισματικής ένωσης. Για αυτό ο πρόεδρος των ΗΠΑ Μπάρακ Ομπάμα έχει επανειλημμένα προτρέψει τους Ευρωπαίους ηγέτες να δράσουν αποφασιστικά. Οι αμερικανικές τράπεζες θα υποστούν μεγάλη ζημιά σε περίπτωση κατάρρευσης της ευρωζώνης. Κάποιες από αυτές είναι βαθιά εκτεθειμένες στο ευρώ. Οι ισολογισμοί τους, είτε περιέχουν κρατικά ομόλογα που εκδόθηκαν από προβληματικά κράτη της ευρωζώνης ή έχουν εκδώσει συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης, το οποίο πρέπει να καταβληθεί το συντομότερο δυνατό από τη στιγμή που ένα κράτος της ευρωζώνης χρεοκοπήσει. Σύμφωνα με τη Τράπεζα των Διεθνών Διακανονισμών, το μεγαλύτερο μέρος των τίτλων αυτών έχουν εκδοθεί από ιδρύματα των ΗΠΑ. Αυτό αφήνει τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου των ΗΠΑ, τα οποία υποτίθεται ότι στοιχηματίζουν εις βάρος του ευρώ και θέλουν να

κερδίσουν πάρα πολλά χρήματα με αυτό τον τρόπο. Μπορεί να είναι και έτσι τα πράγματα, αλλά είναι αρκετό λίγα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου να οργανώσουν μια μεγάλη αμερικάνικη συνομοσία; Μια εναλλακτική ερμηνεία είναι πολύ πιο πιθανή. Οι πολιτικοί, οι συγγραφείς και οι τραπεζικοί αναλυτές προτιμούν να παρουσιάσουν τους οργανισμούς αξιολόγησης ως μεγαλύτερους και πιο ισχυρούς από ό,τι πραγματικά είναι. Οι όμορφες θεωρίες συνομοσίας που προκύπτουν είναι χρήσιμες στο να διασπούν την προσοχή κάποιου από τα λάθη του» (<http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,809696,00.html>).

1.4. Τα αίτια της διεθνούς επέκτασης και λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είχαν για δεκαετίες μόνο μια εθνική διάσταση, και λειτουργούσαν μόνο μέσα στις ΗΠΑ. Η εμφάνισή τους στη διεθνή σκηνή και η ανάπτυξη της διεθνούς επιρροής και δύναμης συνέβη κατά τη διάρκεια των τελευταίων 20 χρόνων. Το ερώτημα που ανακύπτει σχετίζεται με τους παράγοντες που συνέβαλαν σε αυτή τη διεθνή εμφάνιση. Εν ολίγοις, οι βασικοί παράγοντες της διεθνοποίησης και της ενίσχυσης των οργανισμών αξιολόγησης ήταν:

- Η κρίση χρέους στη Λατινική Αμερική και οι τραπεζικές-νομισματικές-οικονομικές κρίσεις στην Νοτιοανατολική Ασία το 1997/8.
- Η διεθνοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών. Η αλληλεξάρτηση των εθνικών αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η ανάπτυξη των σχέσεων μεταξύ των ιδρυμάτων όλων των χωρών, η διεθνής επέκταση των εμπορικών τραπεζών, οι επενδυτικές τράπεζες, και τα δίκτυα και οι δραστηριότητες των αντισταθμιστικών κεφαλαίων, η διεθνής κατανομή των εθνικών χρηματοπιστωτικών προϊόντων κτλ. προκάλεσαν τη δημιουργία ενός διεθνούς καθεστώτος διαφάνειας και ενημέρωσης των συμμετεχόντων στην αγορά. Αυτός ο ρόλος ανατέθηκε στους έμπειρους και ενσωματώθηκε στην αγορά των οίκων αξιολόγησης των ΗΠΑ.
- Η ανάγκη για δημόσιο και ιδιωτικό δανεισμό στις αγορές των ΗΠΑ. Η διεθνής τάση του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα για την έκδοση ομολόγων και άλλων χρεογράφων σε δολάρια των ΗΠΑ, σε συνδυασμό με την επιθυμία τους να χρηματοδοτούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ λόγω της μεγαλύτερης και βαθύτερης αγοράς κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο, που

απαιτείται για θεσμικούς και πρακτικούς λόγους ενίσχυσε την αρχική αξιολόγηση των πιστοποιημένων φορέων των ΗΠΑ.

- Η ανάπτυξη της τιτλοποίησης και η χρηματιστικοποίηση των διεθνών κεφαλαιαγορών. Η στροφή από την παραδοσιακή χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων προς τη χρηματοδότηση νέων πολύπλοκων δομημένων τίτλων αύξησε την ανάγκη για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επενδυτών και των τίτλων τους. Η δημιουργία των δομημένων προϊόντων και των παραγώγων τους όπως τα CDS, τα CDOs και η επέκταση της καλυμμένης χρηματοδότησης (τιτλοποιημένη χρηματοδότηση, 40% της αγοράς των 30 δισεκατομμυρίων δολαρίων) μέσω των κινητών αξιών (εξασφαλίσεων) προκάλεσε μια δραματική αύξηση των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών και επέκταση των δραστηριοτήτων των οίκων αξιολόγησης.
- Οι θεσμικές ρυθμίσεις. Για δεκαετίες μόνο οι αρχές των ΗΠΑ απαιτούσαν προηγούμενη αξιολόγηση και των επενδυτών και των κινητών αξιών από πιστοποιημένους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ομολόγων προκειμένου να εγκρίνουν ορισμένες μεθόδους χρηματοδότησης. Στη συνέχεια, παρόμοιες θεσμικές ρυθμίσεις εισήχθησαν σε άλλες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της ΕΕ. Παράλληλα σε διεθνές επίπεδο, λαμβάνοντας ως παράδειγμα την «Βασιλεία II», η υποχρέωση για την αξιολόγηση του προσδιορισμού των αναγκαίων αποθεματικών και των κινδύνων των τραπεζών καθιερώθηκε. Ως εκ τούτου, ήταν οι ίδιες οι πολιτείες και οι διεθνείς οργανισμοί που συνέβαλαν στην επέκταση της διεθνούς παρουσίας και των δραστηριοτήτων των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Μετά τη διεθνή οικονομική κρίση και την κρίση χρέους της Ευρωζώνης μια σημαντική προσπάθεια έχει εφαρμοστεί για τη μείωση της σημασίας της εξωτερικής αξιολόγησης και την προώθηση των εσωτερικών διαδικασιών αξιολόγησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- Ο πολιτικός παράγοντας. Είναι πολύ έντονη η κριτική που ασκείται συχνά από τους κορυφαίους πολιτικούς στους οργανισμούς αξιολόγησης που έχει ως αποτέλεσμα την αυξημένη ισχύ της άποψής τους στην κοινή γνώμη. Αυτές οι πρακτικές αποκαλύπτουν τη σημασία που οι πολιτικοί δίνουν στους οργανισμούς αξιολόγησης (καλώς ή κακώς) για τα οικονομικά προβλήματα που βιώνουν οι χώρες τους. Για αυτό το λόγο, υπάρχει η υποψία ότι οι οίκοι αξιολόγησης παίζουν συχνά το ρόλο του αποδιοπομπαίου τράγου. Από την

άλλη μεριά, παρά την έντονη κριτική, στην πράξη, οι υπεύθυνοι χάραξης της πολιτικής φαίνεται ότι επηρεάζονται καθοριστικά από τις αξιολογήσεις. Είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα της ιδίομορφης οικονομικής διπλωματίας που έχει αναπτυχθεί στην Ευρωζώνη, όπου μια ομάδα τεσσάρων χωρών με αξιολόγηση AAA, συναντώνται και συνεδριάζουν ως ομάδα έξω από τις καθιερωμένες διαδικασίες του Euro group.

1.5. Επιχειρησιακή αξιολόγηση των οργανισμών αξιολόγησης

1.5.1. Μέθοδοι αξιολόγησης και η αξιοπιστία τους

Η επιστημονική έρευνα έχει ως στόχο την εκτίμηση της αξιοπιστίας και της πληρότητας της αξιολόγησης, της μεθοδολογίας των πιστοποιημένων οργανισμών. Ωστόσο, οι οργανισμοί αρνούνται συνεχώς τη δημοσιοποίηση λεπτομερειών σχετικά με τις μεθοδολογίες που εφαρμόστηκαν και τα κριτήρια αξιολόγησής τους. Μόνο πρόσφατα υπήρξαν ορισμένες αλλαγές στη νομοθεσία, προκειμένου να εξασφαλιστεί μεγαλύτερη διαφάνεια των μεθόδων αξιολόγησης. Για παράδειγμα, η S&P δημοσίευσε σχετική αναφορά στην έκθεση του Ιουνίου το 2011 (Standard & Poor's, 2011).

Ορισμένες μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι πιο βαριά σταθμισμένες μεταβλητές για αυτούς τους οργανισμούς για να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα των χωρών είναι το κατά κεφαλή ΑΕΠ, ο ρυθμός ανάπτυξης, το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα (Afonso / Gomes / Rother 2011, Pagano / Volpin 2009). Φαίνεται ωστόσο, να δίνουν λιγότερο βάρος, σε παράγοντες μεγάλης σημασίας, όπως είναι η ρευστότητα, η σύνθεση του χρέους, οι ανισορροπίες στο νόμισμα, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων κτλ. που όμως είναι χρήσιμα για την εκτίμηση και την πρόβλεψη των κρίσεων χρέους (Detragiache / Spilimbergo 2001). Επίσης, δεν μετρούν σημαντικούς δείκτες όπως είναι η ανταγωνιστικότητα και οι πραγματικοί μισθοί. Ο Reinhart μελέτησε 62 περιπτώσεις χωρών και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι δείκτες μακροοικονομίας ήταν πιο ακριβείς για την πρόβλεψη της κρίσης του χρέους, από τις εκτιμήσεις της S&Ps (Reinhart 2002, Goldstein κ.α 2000). Όσον αφορά την ακρίβεια στις αξιολογήσεις, σημειώνεται ότι όλες αυτές οι αξιολογήσεις οδηγούν στις πιθανότητες. Για παράδειγμα, δεδομένου ότι μπορεί να αποδειχθεί σαφώς από μια εμπειρική παρατήρηση, ένας επενδυτής με κακό σκορ μπορεί να αποφύγει την πτώχευση, ενώ ένας με υψηλό μπορεί να χρεοκοπήσει. Μια βαθμολογία AA σημαίνει μια μικρή πιθανότητα για πτώχευση, ενώ η BBB δείχνει μια

μεγαλύτερη. Οι αξιολογητές δεν δημοσιεύουν ακριβείς αναλογίες. Κατά συνέπεια, η αξιοπιστία τους δεν μπορεί να μετρηθεί σε μεμονωμένες περιπτώσεις, αλλά μάλλον σε σύγκριση μεταξύ της κάθε περίπτωσης. Έτσι η έρευνα πρέπει να εκτελεστεί για τη σύνδεση των πιθανοτήτων και των χρονικών ελέγχων, κάτι που δεν έχει γίνει μέχρι στιγμής.

Ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα για την αξιολόγηση των χωρών της Ευρωζώνης αναφέρεται στην έλλειψη εμπειρίας και μιας σαφώς καθορισμένης μεθοδολογίας για την αξιολόγηση μιας μόνο χώρας μέσα στην νομισματική ένωση. Αυτή η διαπίστωση ισχύει πολύ περισσότερο για την αξιολόγηση του κινδύνου μετάδοσης της κρίσης χρέους (φαινόμενο ντόμινο) σε άλλες χώρες εντός της νομισματικής ένωσης. Όσον αφορά τη συσχέτιση των αξιολογήσεων όλων των φορέων, ο Cantor και ο Parker (1996), διαπίστωσαν ότι πρώην μονοπωλιακές επιχειρήσεις αξιολογούν σε ένα κοινό βηματισμό. Ισχυρή συσχέτιση μπορεί να παρατηρηθεί στην S&P's και στην Fitch στις αξιολογήσεις τους για την υποβάθμιση της Ελλάδας (0.98) και στην S&P's και Moody's για την Ιρλανδία και την Πορτογαλία. Επίσης, διαπιστώθηκε ότι οι αξιολογήσεις δείχνουν ισχυρή συσχέτιση, όταν η οικονομία βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης ενώ αποκλίνουν όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση (Croce / Lugo / Faff 2011, Cantor / Mann 2007, Wang 2011).

1.5.2. Σύγκρουση συμφερόντων και μεροληψίες

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, σαν κερδοσκοπικές εταιρείες πληρώνονται από τους επενδυτές (αρχή «ο επενδυτής πληρώνει»). Ο επενδυτής παραγγέλλει από έναν οίκο αξιολόγησης την αξιολόγηση των τίτλων που εκδίδει ή απλά μια προσωρινή ή διαρκή αξιολόγηση. Αυτή η πρακτική εδραιώθηκε στη δεκαετία του εβδομήντα. Προηγουμένως οι οίκοι αξιολόγησης πληρώνονταν από τους επενδυτές μέσω συνδρομών (αρχή «ο συνδρομητής πληρώνει»). Η διαρροή των πληροφοριών και η αδυναμία να γίνουν σε βάθος αναλύσεις οδήγησαν σε αυτή την αλλαγή μοντέλου τελών, έτσι ώστε πληρωμή για τον επενδυτή να γίνει με εκδότη (οφειλέτη). Επίσης, σύμφωνα με την Υπηρεσία Ερευνών του Κογκρέσου, αυτή η αλλαγή στην πληρωμή από τον συνδρομητή στον εκδότη υποστηρίχθηκε από την παρατήρηση ότι οι εκδότες των δανείων ήταν πιο πρόθυμοι να πληρώσουν για την αποτίμηση των τίτλων τους. Οι πληροφορίες προσφέρονται στο επενδυτικό κοινό δωρεάν. Το γεγονός ότι ο επενδυτής πληρώνει, προσθέτει ένα σημαντικό σημείο κριτικής για τους οργανισμούς αξιολόγησης για τη σύγκρουση συμφερόντων, υπό την έννοια ότι για τη σχετική αξιολόγηση μπορεί να απαιτήσει μια πιο ευνοϊκή

αξιολόγηση, με αποτέλεσμα την εξαπάτηση των επενδυτών (Wighton 2009). Οι πληθωριστικές εκτιμήσεις για τον αριθμό των ιδρυμάτων και των κινητών αξιών στις ΗΠΑ χρησιμοποιούνται για να τεκμηριώσουν αυτή την κριτική. Η ευνοϊκή μεταχείριση των εκδοτών έχει επισημανθεί από μια άλλη εταιρεία που εξακολουθεί να βρίσκεται στην αρχή «ο συνδρομητής πληρώνει» (Popkin-Jones Ratings Company). Η εταιρεία American Enterprise είναι επίσης ευνοϊκότερη προς την αρχή αυτή. Στην υπεράσπιση της πρακτικής που εφαρμόζεται ωστόσο είναι η άποψη ότι η μακροχρόνια φήμη και αξιοπιστία των οργανισμών αξιολόγησης είναι πολύ πιο σημαντικές σε σχέση με τα υποθετικά οικονομικά οφέλη που ευνοούν έναν εκδότη δανείου.

1.5.3. Η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς και οι επιπτώσεις της

Η αγορά αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας ομολόγων κυριαρχείται από τρεις μεγάλες εταιρείες, το λεγόμενο Μεγάλο Τρία. Το μερίδιό τους στη σχετική αγορά είναι περίπου 95% (2010). Τα τρία μεγάλα πρακτορεία φαίνεται να προσανατολίζονται στις ΗΠΑ. Για παράδειγμα, το 54% του κύκλου εργασιών της Moody's προέρχεται από την αγορά των ΗΠΑ, όπου βρίσκεται το 52% του συνολικού εργατικού δυναμικού της. Τα ίδια στοιχεία για τον οίκο Fitch είναι 42% και 25% αντιστοίχως. Λόγω της ολιγοπωλιακής διάρθρωσης της αγοράς, το περιθώριο κέρδους τους φαίνεται να είναι εξαιρετικά υψηλό (45% για S&P, 38% για Moody's και 30% για Fitch για το χρόνο 2010). Λόγω της δεσπόζουσας θέσης τους για περισσότερο από 100 χρόνια, οι καινούριοι δεν έχουν λάβει σημαντικά μερίδια της αγοράς. Σημειώνεται ότι οι επιχειρήσεις αξιολογούν διαφορετικούς τύπους ιδρυμάτων, όχι μόνο χωρών. Για παράδειγμα, η Fitch ανακοίνωσε ότι κατά τη διάρκεια του 2009-10 έχει αξιολογήσει 6000 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, 2000 μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, 100 πολιτείες και 200 κοινότητες, 300 εκδόσεις ομολογιακών δανείων για την κατασκευή έργων υποδομής, 46000 Αμερικάνικα θέματα δημοτικών ομολόγων και 8500 εκδόσεις των δομημένων προϊόντων (ετήσια έκθεση της Fimalac 2009/10). Υπάρχουν σοβαρές υποψίες ότι τα χαμηλότερα τέλη που χρεώνονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης συγκλίνουν, γεγονός που δείχνει μια εναρμονισμένη πρακτική. Από την άλλη πλευρά ωστόσο, οι τακτικοί πελάτες διαπραγματεύονται τις πληρωμές τους, η οποία μειώνει τη σημασία των εναρμονισμένων φόρων (Bolton κ.α. 2009). Η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι ένα ακόμα σημείο κριτικής για την υπερβολική της δύναμη, την ύπαρξη τεχνικών εμποδίων εισόδου στην αγορά, τη

χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων λόγω της έλλειψης επαρκούς ανταγωνισμού, κτλ. Η συζήτηση σχετικά με την ολιγοπωλιακή διάρθρωση ωστόσο, δεν έχει κατά κύριο λόγο να ασχοληθεί με την παρουσία μόνο τριών εταιρειών, ή με τις ενδείξεις καταχρηστικής τιμολογιακής πολιτικής, αλλά μάλλον με την ποιότητα των εφαρμοσμένων μεθόδων αξιολόγησης και της ακρίβειας των βαθμολογήσεων. Σύμφωνα με μια έρευνα, ο ανταγωνισμός μείωσε την ποιότητα αξιολογήσεων και συχνά υπάρχουν κοινές αξιολογήσεις (Becker / Milbourn 2010). Σε περίπτωση απουσίας των ανταγωνιστών μπορεί να υπάρχει λίγος φόβος από το χάσιμο της αξιοπιστίας στην περίπτωση ενδεχόμενων σφαλμάτων. Για παράδειγμα, παρά την ανακριβή κατάταξή τους κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008, και οι τρεις οίκοι διατήρησαν τα μερίδιά τους στην αγορά.

Υψηλή συγκέντρωση μεριδίων αγοράς δεν σημαίνει αναγκαστικά έλλειψη ανταγωνισμού. Άλλες αγορές, που έχουν υψηλό βαθμό συγκέντρωσης (π.χ. Coca Cola και Pepsi Co., Financial Times και Wall Street Journal, Thomson Reuters και Bloomberg, Boeing και Airbus) έχουν έντονο ανταγωνισμό. Είναι πιθανό, ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές δεν επιθυμούν διαφορετικές μεθοδολογίες βαθμολόγησης που είναι δύσκολο να συγκριθούν μεταξύ τους. Σύμφωνα με το σχετικό δημοσίευμα της Παγκόσμιας Τράπεζας « μπορεί να υπάρχει ένα πλεονέκτημα στη διατήρηση ενός περιορισμένου αριθμού οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» (Katz, Salinas, και Stephanou 2009). Σύμφωνα με μια άλλη άποψη, οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν εμποδίζουν άλλα ιδρύματα να εισέλθουν στην αγορά. Είναι το μεγάλο διάστημα από την ίδρυσή τους, η ανάγκη από στόμα σε στόμα και η απαιτούμενη ποσότητα επενδύσεων σε κεφάλαια που πραγματικά βάζει τα σημαντικότερα εμπόδια για την είσοδο στην εν λόγω αγορά (White 2002). Επίσης, το γεγονός ότι οι δύο μεγαλύτερες εταιρείες (S&Ps, Moody's) έχουν την έδρα τους στις Ηνωμένες Πολιτείες και είναι θυγατρικές των μεγάλων επενδυτικών τραπεζών ή άλλων εμπορικών επιχειρήσεων εγείρει ενστάσεις για την αμεροληψία τους, αλλά τρέφει κιόλας θεωρίες συνωμοσίας για τις επιθετικές πρακτικές εναντίον του ευρώ και υπέρ του δολαρίου. Ενάντια σε αυτές τις θεωρίες συνωμοσίας, υπάρχει, για παράδειγμα, το γεγονός ότι η S&Ps υποβάθμισε τις ΗΠΑ στις αξιολογήσεις κατά τη διάρκεια μιας κρίσιμης χρονικής περιόδου, το γεγονός ότι έχουν θυγατρικές εκτός των ΗΠΑ ή ότι η Fitch είναι θυγατρική της Fimalac, μια γαλλικής εταιρεία. Μετά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ από την S&Ps στις 7

Αυγούστου 2001, ο υπουργός οικονομικών των ΗΠΑ Timothy Geithner δήλωσε ότι η S&Ps:

«Δείχνουν πραγματικά πολύ κακή κρίση και δεν μπορούν να χειριστούν τα δικά τους τα ιδρύματα με επιτυχία.....»

1.5.3 Πίνακας 1 – Κυριαρχία των τριών μεγάλων οίκων αξιολόγησης

Table 1 Dominance of the “big three” credit rating agencies

	S&P	Moody's	Fitch	Others ^a
Revenue (US\$m)	1,696	2,032	657	n.a.
Share of “big three” total	39%	46%	15%	—
Operating earnings (US\$m)	762	773	200	35
Share of total	43%	44%	11%	2%
Outstanding credit ratings	1,190,500	1,039,187	505,024	81,888
Share of total	42%	37%	18%	3%
Credit analysts and supervisors	1,345	1,204	1,049	392
Share of total	34%	30%	26%	10%

Source: annual reports and the SEC (2011a and 2011b), author's calculations.

a. AM Best, Egan Jones, Kroll Bond Rating Agency, Morningstar, Dominion Bond Rating Service, Japan Credit Rating Agency, and Rating and Investment Information.

1.6. Ο ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις

Πολλοί ακαδημαϊκοί, ερευνητές, πολιτικοί, δημοσιογράφοι κτλ, πιστεύουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν τεράστια ευθύνη στην πρόκληση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Σύμφωνα με το Κογκρέσο των ΗΠΑ, οι οίκοι αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένων των επενδυτικών τραπεζών, έχουν την πρωταρχική ευθύνη για τη φούσκα των ακινήτων και την ακόλουθη κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών προκαλώντας μια εκτεταμένη παγκόσμια ύφεση.

Συγκεκριμένα, οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν κατηγορήθηκαν τόσο πολύ για την αδυναμία τους να προβλέψουν την επερχόμενη κρίση, αλλά μάλλον για τις εξαιρετικά ευνοϊκές αξιολογήσεις τους σε πολλές επενδυτικές τράπεζες, σε παράγωγα και σε τοξικά προϊόντα. Αν και S&Ps και η Moody's προειδοποίησαν το κοινό το 2003 για τις δυσλειτουργίες στην αγορά ακινήτων, συνέχισαν να δίνουν υψηλές βαθμολογίες στις εμπλεκόμενες εταιρείες και κινητές αξίες, συμβάλλοντας έτσι στη συνέχιση και

την επέκταση της κερδοσκοπικής φούσκας και ως εκ τούτου συνέβαλαν στην απάτη των τελικών επενδυτών. Οι Benmelech και Dlugosh (2009) εξέτασαν 4000 τίτλους εγγυημένων δανειακών υποχρεώσεων – CLOs και βρήκαν τα 4/5 από αυτά που αξιολογήθηκαν με AAA, παρά το γεγονός ότι η μέση εκτίμηση των εξασφαλίσεων ήταν B+. Δεν αποτελεί έκπληξη, ότι η αξία τους μειώθηκε κατά 70% μεταξύ του 2007-8 (Pagano / Volpin 2010).

Ένας αριθμός ερευνητών εκτιμά ότι αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι εκθέσεις αξιολόγησης έχουν καταβληθεί από επενδυτικές τράπεζες και άλλους εκδότες κινητών αξιών (http://hsgac.senate.gov/public/files/Οικονομική_Κρίση/Αναφορά_Οικονομικής_Κρίσης.pdf, Partnoy, 2009). Επίσης, οι οργανισμοί αξιολόγησης απέτυχαν στο να βαθμολογήσουν κατάλληλα θέματα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων, δεδομένου ότι οι αξιολογήσεις τους δεν συνέδεσαν τις μεμονωμένες επενδυτικές τράπεζες με τη δυνατότητα γενικής μείωσης στη χρηματοπιστωτική αγορά των ΗΠΑ. Με άλλα λόγια, οι αξιολογήσεις αυτές αφορούσαν μόνο τα μικροοικονομικά δεδομένα, χωρίς να μελετήσουν τις αλληλεπιδράσεις τους με τις μακροοικονομίες αυτές. Για παράδειγμα η περίπτωση της Lehman Brothers, της AIG κτλ.

1.7. Ανακεφαλαίωση

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών η επιρροή των αγορών ενισχύθηκε πάνω από την πολιτική. Η ελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η απορρύθμιση και η μείωση του ελέγχου εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η δημιουργία νέων σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, η εκθετική ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων, η διεθνής διασύνδεση των αγορών, η αυξημένη ταχύτητα της διάδοσης των πληροφοριών και των διεθνών συναλλαγών κεφαλαίου, η μείωση της κρατικής επιρροής στις σύγχρονες μικτές οικονομίες υπέρ των αγορών και η αποδοχή των αγορών σαν τον κύριο μηχανισμό για την άσκηση πειθαρχίας εναντίον της πολιτικής (πειθαρχία αγοράς), περιόρισαν τον παρεμβατικό ρόλο του κράτους και σε μεγάλο βαθμό υπονόμισαν την οικονομική πολιτική και μέχρι ένα ορισμένο σημείο τη δημοκρατία, λειτουργώντας σύμφωνα με τις επιθυμίες των αγορών (Rodrik 2011). Επιπλέον, υπήρξε αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των εθνικών συστημάτων π.χ. εθνικών δημοσιονομικών, κοινωνικών, περιβαλλοντικών, ρυθμιστικών κτλ με βάση το κριτήριο ποιο σύστημα είναι πιο ευνοϊκό για τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ως εκ τούτου, παραβλέπεται το γεγονός ότι για τις περισσότερες χώρες οι αγορές ήταν πρώτα επιλεγμένες σαν μέσο για την πιο αποτελεσματική κατανομή των πόρων και

την αύξηση των οικονομικών επιδόσεων του οικονομικού τους συστήματος, και όχι σαν αυτοσκοπός ή σαν γενικό και απόλυτο συστατικό της κοινωνικοπολιτικής οργάνωσης. Κατά συνέπεια, παρατηρούμε μια σταθερή ευθυγράμμιση της οικονομικής πολιτικής με τις προτεραιότητες των αγορών και την εγκατάλειψη των βασικών στόχων τους όπως η ανάπτυξη, η απασχόληση, η κοινωνική και η περιβαλλοντική προστασία, η σταθερότητα και τα γενικά συμφέροντα της κοινωνίας σαν σύνολο. Έτσι, υποβιβάζομαστε σε έναν ψεύτικο πρωταρχικό στόχο της οικονομικής πολιτικής που είναι η ικανοποίηση των αγορών και η υποταγή όλων των άλλων παιχτών στις ανάγκες τους. Από την άλλη πλευρά, οι αδυναμίες της αγοράς, όπως εκφράζονται με τη μορφή των συνεχών επανειλημμένων κρίσεων, βάζουν σε δοκιμασία την οικονομική πολιτική, η οποία συχνά μοιράζεται την ευθύνη για τις κρίσεις αυτές, η οποία στην προσπάθειά της να αντιμετωπίσει αυτές τις καταστάσεις μεταθέτει το κόστος στην κοινωνία σαν σύνολο.

Η εμπειρία μας από τις χρηματοπιστωτικές φούσκες δείχνει ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν λειτουργούν ορθολογικά. Η συνεχής καλλιέργεια μιας αισιόδοξης στάσης οδηγεί τις χρηματιστηριακές φυσαλίδες της αγοράς στην έκρηξη, η οποία συνοδεύεται από πανικό και υπερβολική απαισιοδοξία και οδηγεί σε πλήρη κατάρρευση. Το φαινόμενο της συμπεριφοράς της αγέλης στις αγορές μπορεί να είναι το αποτέλεσμα των αξιολογήσεων των μεθοδολογιών. Το κανάλι των πληροφοριών μέσω του οποίου οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν αποκλειστικά, είναι σε θέση να συμμετάσχει στην ίδια κατεύθυνση με όλους τους επενδυτές και επομένως προκαλούν συμπεριφορές αγέλης (Berleman / Vöpel 2011). Οι αρχές εποπτείας των χρηματιστηριακών αγορών των ΗΠΑ διερευνούν αν οι οίκοι αξιολόγησης διέρρευσαν εμπιστευτικές πληροφορίες σε μεσίτες προκειμένου να κερδοσκοπήσουν. Επιπλέον, όλοι οι κυρίαρχοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σχετίζονται με τις μεγάλες τράπεζες και τα αντισταθμιστικά κεφάλαια. Η S&Ps είναι θυγατρική της McGraw – Hill, της οποίας μέτοχος είναι η επενδυτική εταιρεία Capital Investors World. Η λίστα του καταλόγου των μετοχών της Moody's περιλαμβάνει την Berkshire Hathaway, τον Warren Buffett, ο οποίος συμμετέχει επίσης στην Goldman Sachs. Τέλος, η Fitch είναι θυγατρική της γαλλικής Fimalac, η οποία επίσης εμπλέκεται σε διάφορες μορφές δραστηριοτήτων τυχερών παιχνιδιών.

Ένα τυπικό παράδειγμα της κυριαρχίας της αγοράς πάνω στην πολιτική είναι η περίπτωση της Ευρωζώνης. Οι χώρες μέλη της έχουν καθιερωθεί σε ένα σύστημα όπου οι κεντρικές τράπεζες απαγορεύεται να παρέχουν ρευστότητα στο δημόσιο

τομέα, και, ως εκ τούτου, οι χώρες της ευρωζώνης μπορούν να χρηματοδοτούνται αποκλειστικά από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Δεδομένης της διεθνούς κινητικότητας των κεφαλαίων, οι χώρες που δεν ακολουθούν τις επιθυμίες των αγορών, έχουν την επιλογή να δανείζονται ακριβότερα ή να μην βρίσκουν κάποια διαθέσιμη χρηματοδότηση. Κατά συνέπεια, τα Κράτη Μέλη της ζώνης του ευρώ αποδέχθηκαν οικειοθελώς την απόλυτη εξάρτησή τους στις αγορές. Όπως έγινε φανερό μετά την κρίση του 2009, όλες οι προσπάθειες διαχείρισης των κρίσεων στοχεύουν στο να «καθησυχάσουν τις αγορές» ή «να πείσουν τις αγορές» μέσω πακέτων διάσωσης, μέσω κυβερνήσεων των τεχνοκρατών, οι οποίοι «έχουν περισσότερη εμπιστοσύνη στις αγορές», με την απαγόρευση δηλώσεων που «διαταράζουν τις αγορές», με την εφαρμογή πολιτικών που θα «πείσει» τις αγορές σχετικά με τις προθέσεις τους και ούτω καθεξής. Καμιά πραγματική συζήτηση δεν γίνεται σχετικά με τη δημοκρατία και πολιτικές που είναι σύμφωνες με τα εθνικά και κοινωνικά συμφέροντα. Σε περιόδους κρίσης υπάρχει μια υπερβολική αντίδραση από τα χρήματα και τα κεφάλαια των αγορών. Το ίδιο συνέβη και κατά τη διάρκεια της πρόσφατης κρίσης στην ευρωζώνη. Μια σημαντική αύξηση των επιτοκίων προκλήθηκε από την πτώση των τιμών των ομολόγων στις δευτερογενείς αγορές και αυτή η επίδραση δεν περιορίστηκε μόνο στις χώρες που αντιμετωπίζουν πραγματικά προβλήματα χρέους. Επιπλέον, παρατηρήθηκε δραματική μείωση της διαθεσιμότητας της ιδιωτικής χρηματοδότησης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις, επιτείνοντας έτσι το πρόβλημα της ρευστότητας και ως εκ τούτου η ύφεση στις χώρες αυτές έγινε πιο σοβαρή. Η πίεση που προερχόταν από τις αγορές οδήγησε τις βόρειες χώρες της ΕΕ, να χρηματοδοτήσουν σε μεγάλο βαθμό τις χώρες της κρίσης και πραγματικά να σώσουν τις αγορές ή σε μερικές περιπτώσεις, όπως η περίπτωση της Ελλάδας, να περιορίσουν τις απώλειές τους. Σημαντικό ρόλο σε αυτή την κατάσταση διαδραματίζουν οι εκθέσεις και οι προβλέψεις των οργανισμών αξιολόγησης, οι οποίες επηρέασαν τη συμπεριφορά αγοράς ασφαλιστρών κινδύνου, χωρίς να έχουν κάποια δημοκρατική νομιμοποίηση. Το ερώτημα εδώ σχετίζεται με τον πραγματικό ρόλο των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Μήπως η πρακτική των αξιολογήσεων ενισχύει την κυριαρχία των αγορών επί της πολιτικής; Μήπως η μη προσαρμογή της στις προτεραιότητες των αγορών και στις επιθυμίες τους ή η εφαρμογή φιλικών προς τις αγορές πολιτικών οδηγεί σε υποβάθμιση που τελικά ενισχύει τη δύναμη των αγορών; Είναι οι οργανισμοί αξιολόγησης μέρος του συστήματος των χρηματοπιστωτικών αγορών ή απλά ενεργούν ως ενδιάμεσοι στόχοι ανάμεσα στην πολιτική και τις αγορές;

Κατά τη συζήτηση σχετικά με τη σημασία και τη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης, το κανονιστικό πλαίσιο διαδραματίζει ένα σημαντικό ρόλο (ΔΝΤ 2010, Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία 2010, Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας). Από τη μια πλευρά, η θεσμική ολοκλήρωση σε μια σειρά από οικονομικές συναλλαγές και ρυθμίσεις της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας αναβάθμισαν το ρόλο τους ως βασικούς παράγοντες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Από την άλλη πλευρά, τα τελευταία χρόνια οι πολιτικοί προσπαθούν να καθιερώσουν εθνικούς και διεθνείς κανόνες και το πλαίσιο της λειτουργίας και της εποπτείας. Ωστόσο, η συζήτηση σχετικά με τη ρύθμιση των οργανισμών αξιολόγησης είναι πολύ παλαιότερη. Μόλις έφτασε το τέλος της Ασιατικής κρίσης το 1997/8 έγινε έντονη κριτική σχετικά με τις λάθος πρακτικές των υπηρεσιών, αλλά οι προτεινόμενες βελτιώσεις για τον έλεγχο και την εποπτεία της λειτουργίας τους δεν προχώρησαν. Το ίδιο συνέβη και το 2001 μετά την κρίση dot.com. Η αναγκαιότητα της αξιολόγησης για τη διεξαγωγή ορισμένων χρηματοοικονομικών συναλλαγών εγκρίθηκε από τη SEC (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) στις ΗΠΑ το 1936. Το 1975 στις ΗΠΑ ιδρύθηκε επισήμως η Αναγνωρισμένη Στατιστική Βαθμολογία Οργανισμού (NRSRO), η οποία εγκρίνει αυτές τις επιχειρήσεις των οποίων οι αξιολογήσεις έχουν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι δράσεις των διεθνών οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, παρότι οι αξιολογήσεις τους είχαν αναγνωριστεί ως απαραίτητη προϋπόθεση για τη θεσμική έκδοση ομολόγων, για την έγκριση ή αποδοχή τίτλων από τις κεντρικές τράπεζες στην πολιτική της ανοιχτής αγοράς, για τον καθορισμό κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών κτλ παρέμειναν όμως ανεξέλεγκτες για δεκαετίες. Μετά την έναρξη της διεθνούς οικονομικής κρίσης, πολλές χώρες όπως η Ιαπωνία, η Αυστραλία, το Χονγκ Κονγκ και η ΕΕ ίδρυσαν εθνικά πλαίσια για τη ρύθμιση της λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι ρυθμίσεις αυτές, ωστόσο, έχουν περιορισμένα αποτελέσματα λόγω της εδαφικής εφαρμογής του νόμου, και δεδομένου ότι οι ισχυρότεροι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν την έδρα τους στις ΗΠΑ και ως εκ τούτου υπόκεινται σε αμερικανικό δίκαιο.

Το 2010, στο πλαίσιο της μεταρρύθμισης της Wall Street και Προστασίας των Καταναλωτών νόμου Dodd-Frank (<http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cra.pdf>) νέοι κανόνες θεσπίστηκαν με σκοπό τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου για την αξιολόγηση και τη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Αυτοί περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων:

- Ετήσιες εκθέσεις εσωτερικού ελέγχου των οργανισμών αξιολόγησης
- Ελέγχους για τη σύγκρουση συμφερόντων
- Δημοσίευση της αξιολόγησης και των στατιστικών μεθοδολογιών
- Κωδικοποίηση ποινών και κυρώσεων

Σε διεθνές επίπεδο, το 2008 η IOSCO (Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς) αναθεώρησε τον Κώδικα Καλής Συμπεριφοράς των οργανισμών αξιολόγησης, προκειμένου να επιλυθούν λειτουργικά θέματα των οργανισμών αξιολόγησης, όπως η ανεξαρτησία, η σύγκρουση συμφερόντων, η διαφάνεια και ο ανταγωνισμός. Η Επιτροπή της Βασιλείας απαιτεί από τις τράπεζες να εκτελούν τις δικές τους εκτιμήσεις και να υποβαθμίσουν τη σημασία της αξιολόγησης από εξωτερικές επιχειρήσεις. Το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (2011) δημοσίευσε ένα σύνολο αρχών για τον περιορισμό του βάρους των αξιολογήσεων από τους οργανισμούς αξιολόγησης σε κανόνες, νόμους και κανονισμούς.

Στην ΕΕ η προσπάθεια για τη δημιουργία ενός νέου ρυθμιστικού πλαισίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης ξεκίνησε από το Κοινοβούλιο της ΕΕ ακόμα και πριν από τη διεθνή κρίση του 2008 (Katiforis Report 2004). Αλλά μόνο το 2009 εκδόθηκε ο πρώτος κανονισμός που τροποποιήθηκε το 2011 (Κανονισμός 1060/2009 της 16^{ης} Σεπτεμβρίου 2009, ΕΕ 17.11.2009. Κανονισμός 513/2011 της 11^{ης} Μαΐου 2011 για την τροποποίηση του Κανονισμού (ΕΚ) αριθμ. 1060/2009 σχετικά με τους πιστωτικούς οργανισμούς αξιολόγησης, ΕΕ 31.05.2011). Ο κανονισμός του 2009 της ΕΕ απαιτεί από τους οίκους αξιολόγησης την εγγραφή τους και τη συνεχή εποπτεία τους, καθορίζει το πλαίσιο λειτουργίας τους, θέτει τους κανόνες για τη διαχείριση και τη λειτουργία τους, απαιτεί δήλωση για πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων και γνωστοποίηση των σημαντικών πελατών, σε συνδυασμό με την παροχή ζωτικών πληροφοριών σχετικά με την εφαρμοζόμενη μεθοδολογία, μοντέλα και παραδοχές αξιολόγησης. Με την τροποποίηση του 2011 η ESMA (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών) αναλαμβάνει την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης και θεσπίζει κανόνες ανάλογους με εκείνους της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Μέχρι τον Αύγουστο του 2011, 10 από τους 22 οργανισμούς αξιολόγησης είχαν υποβάλει αίτηση για εγγραφή στην ESMA. Ωστόσο, κανείς από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης δεν το έκανε.

Για την οικονομική πολιτική και ιδιαίτερα, για τον παρεμβατικό ρόλο και την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, μεγάλη σημασία έχει ο ρόλος που οι κεντρικές τράπεζες δίνουν αξιολογήσεις στα κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Δηλαδή, αν στο πλαίσιο του διατραπεζικού δανεισμού έχει ληφθεί υπόψη η ιδιοκτησία του ονομαστικού τίτλου. Για παράδειγμα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) δεν λαμβάνει υπόψη της τις αξιολογήσεις των ομολόγων, σε αντίθεση με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB) και την Επιτροπή Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία. Επίσης, η Ευρωπαϊκή Οδηγία UCITS III (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες), η οποία ρυθμίζει την κατανομή των ενεργών επενδυτικών κεφαλαίων, απαιτεί την αξιολόγηση των επενδύσεων από εξουσιοδοτημένους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ως αποτέλεσμα, οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν μια εξαιρετική θέση στην αγορά των ΕΕ, λόγω της νομοθεσίας, η οποία παρά τους νέους κανονισμούς δεν περιορίζει την επιρροή της. Για παράδειγμα, το δίκαιο της ΕΕ, δεν επηρεάζει το πιο σημαντικό στοιχείο της λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης, τη αρχή του «ο επενδυτής πληρώνει» (Lannoo 2010). Η διατήρηση αυτής της αρχής, είναι η δύναμη των 3 μεγάλων εδραιωμένων εταιρειών που υποστηρίζεται. Επιπλέον, με στόχο την αναβάθμιση της ποιότητας των αξιολογήσεων και για να μειωθεί ή ακόμα και να εξαλείψει τα φαινόμενα σύγκρουσης συμφερόντων, τα σημαντικά θέματα της ευθύνης των οργανισμών και οι αποζημιώσεις που πρέπει να υποβάλουν σε περίπτωση σημαντικών λαθών, πρέπει να προωθηθεί και να επιλυθεί. Η αστική ευθύνη καθιερώθηκε στις ΗΠΑ από το νόμο Dodd-Frank, αλλά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για μια σειρά από λόγους, δεν την έχει θέσει σε εφαρμογή. Θα πρέπει επίσης να έχουμε κατά νου ότι καμιά νομική δράση δεν έχει εγκριθεί από τους οργανισμούς αξιολόγησης σε απάντηση στις αγωγές εναντίον τους από τα θύματα της πτώχευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Από όλα αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω είναι προφανές ότι υπάρχει ένα κατακερματισμένο κανονιστικό πλαίσιο, με μικρή αποτελεσματικότητα. Επίσης, πολλοί κανονισμοί φαίνεται να έχουν τα αντίθετα αποτελέσματα. Επιπλέον, δεν υπάρχει μια ενιαία διεθνής προσέγγιση σε ένα παγκόσμιο φαινόμενο που επηρεάζει όλες τις χώρες. Ως εκ τούτου, αναγνωρίζεται η ανάγκη για μια ενδεδειγμένη αξιολόγηση της προηγούμενης νομοθεσίας. Τέλος, θα πρέπει να διερευνηθεί η δυνατότητα δημιουργίας ενός κοινού διεθνούς καθεστώτος που θα ρυθμίζει το θέμα της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και οι οργανισμοί και οι επιχειρήσεις που

τις εκτελούν θα πρέπει να ερευνηθούν. Επίσης, από τη νομική και ηθική άποψη, είναι πολύ σημαντικό το ερώτημα για τις ευρωπαϊκές υπηρεσίες αστικής ευθύνης και χρηματικής αποζημίωσης, σε περίπτωση παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2. Η ΚΡΙΣΗ ΣΤΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

2.1. Εισαγωγή

Μετά τη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008/9, το σύστημα διακυβέρνησης της ΟΝΕ τέθηκε σε δοκιμασία, αφού κλήθηκε να αντιμετωπίσει τις σοβαρές επιπτώσεις της στις χώρες της Ευρωζώνης. Παρόλα αυτά, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση δεν προκάλεσε ισχυρούς εσωτερικούς τριγμούς στο εν λόγω σύστημα. Η κρίση χρέους και ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας αρχικά και οι κρίσεις στις άλλες χώρες της Κοινοτικής περιφέρειας αποκάλυψαν τις δομικές και λειτουργικές αδυναμίες της διακυβέρνησης της ΟΝΕ και προκάλεσαν μία σειρά από θεσμικές και διαχειριστικές αλλαγές. Ως συνέπεια, το σύστημα διακυβέρνησης που έχει διαμορφωθεί και, λόγω της συνέχισης της κρίσης είναι σε εξέλιξη, βρίσκεται σε σχέση αλληλεξάρτησης και αλληλεπίδρασης με την κρίση στο εσωτερικό της Ευρωζώνης. Η κρίση της Ευρωζώνης αφενός μεταλλάσσεται δυναμικά και αφετέρου πρόκειται για πολλαπλές συνδεδεμένες κρίσεις. Έτσι, ξεκίνησε ως κρίση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος και ύφεσης λόγω της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, εξελίχθηκε σε κρίση ρευστότητας στις χώρες της περιφέρειας, μετεξελίχθηκε σε κρίση χρέους και φερεγγυότητας αυτών και σήμερα, εκφράζεται ως κρίση συνοχής και συνέχισης ύπαρξης της Ευρωζώνης, με διεθνείς διαστάσεις (Schambaugh 2012). Μπορεί η Ευρωζώνη να περιήλθε αρχικά σε κρίση, κυρίως λόγω της κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και της ύφεσης που ακολούθησε, μεγάλη όμως είναι και η ευθύνη των κρατών μελών και των θεσμών και διαδικασιών διακυβέρνησής της για τη μετάλλαξη, εξάπλωση και συνεχή επιδείνωση της κρίσης (Wolf 2012).

Τα κεντρικά ερωτήματα της ανάλυσης που ακολουθεί είναι τα εξής:

- Γιατί οι αρχικές δομές του συστήματος διακυβέρνησης της Ευρωζώνης δεν ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά την κρίση;

- Ποιες αλλαγές επέφερε η Ελληνική κρίση, καθώς και η κρίση άλλων χωρών της Ευρωζώνης στους θεσμούς και στις πολιτικές διακυβέρνησης της Ευρωζώνης;
- Ποια ήταν η αποτελεσματικότητα των νέων μηχανισμών διακυβέρνησης στην αντιμετώπιση της κρίσης;
- Ποιο είναι εκείνο το σύστημα διακυβέρνησης που μπορεί να εξασφαλίσει τη συνοχή και τη βιωσιμότητα της νομισματικής ένωσης;

2.2. Η αρχική δομή του συστήματος διακυβέρνησης της ευρωζώνης

2.2.1. Δομή και αρμοδιότητες

Το αρχικό σύστημα οικονομικής διακυβέρνησης της Ευρωζώνης, όπως αυτό αποτυπώθηκε στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση (Συνθήκη του Μάαστριχτ) και σε ορισμένες άλλες θεσμικές παρεμβάσεις πριν την εγκαθίδρυση της ΟΝΕ το 1999, χαρακτηρίζεται καταρχάς, από μια διαίρεση των αρμοδιοτήτων άσκησης πολιτικών και από διαφοροποίηση της ένταξης ολοκλήρωσης (Thygesen 2011). Έτσι, η νομισματική πολιτική υπερεθνικοποιείται και ασκείται από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), το οποίο δεν συνιστά ένα νέο όργανο της Ένωσης αλλά ένα σύστημα λήψης αποφάσεων μεταξύ του νέου θεσμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Στην ουσία, δεν πρόκειται για μία νέα κοινή κεντρική τράπεζα όπως είναι η Fed στις ΗΠΑ, αλλά για ένα διακυβερνητικού τύπου όργανο άσκησης νομισματικής πολιτικής. Η κοινή νομισματική πολιτική είναι ανεξάρτητη από πολιτικές παρεμβάσεις, έχει ως αποκλειστικό στόχο της τη σταθερότητα των τιμών, ενώ απαγορεύεται η άμεση χρηματοδότηση των οργάνων της Ένωσης και του δημόσιου τομέα των κρατών μελών της Ευρωζώνης. Τα κράτη μέλη διατηρούν τα εθνικά τους συστήματα λειτουργίας και εποπτείας των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών θεσμών, δηλαδή δεν δημιουργείται μια τραπεζική ένωση. Η αρμοδιότητα στην άσκηση της συναλλαγματικής πολιτικής ανήκει στο Συμβούλιο, με την Επιτροπή και την ΕΚΤ να συμμετέχουν έμμεσα στη λήψη αποφάσεων. Η δημοσιονομική πολιτική παραμένει στην αρμοδιότητα των κρατών μελών, υπόκειται όμως στις αρχές και διαδικασίες της δημοσιονομικής πειθαρχίας όπως αυτές αναφέρονται στη Συνθήκη και ενισχύονται από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης του 1997. Για την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας θεσμοθετήθηκαν οι αρχές της μη διάσωσης από άλλα κράτη μέλη σε περίπτωση υπερβολικών χρεών (No Bailout Clause) και η

αναφερθείσα απαγόρευση χρηματοδότησης από το ΕΣΚΤ. Η δημοσιονομική πειθαρχία και εποπτεία ασκείται από την Επιτροπή και το Συμβούλιο, το οποίο μέσω συστάσεων, προειδοποιήσεων και κυρώσεων επιδιώκει να επαναφέρει ένα κράτος με απόκλιση από τα δημοσιονομικά κριτήρια σε πορεία εξυγίανσης των οικονομικών του. Τα κράτη μέλη είναι αυτόνομα και στην άσκηση της γενικής οικονομικής πολιτικής τους. Δεν προβλέφθηκε καμία υπερεθνικοποίηση στο πεδίο αυτό, παρά μόνον η δέσμευση των κρατών να ακολουθούν τους γενικούς προσανατολισμούς της οικονομικής πολιτικής που συμφωνούνται από κοινού στο Συμβούλιο. Σε περίπτωση απόκλισης της εφαρμοζόμενης πολιτικής ενός κράτους μέλους από τους γενικούς προσανατολισμούς, το Συμβούλιο δύναται να απευθύνει συστάσεις. Η Επιτροπή συμμετέχει στη διαδικασία αυτή, αφού της αναγνωρίζεται το δικαίωμα της παρακολούθησης, αξιολόγησης, ενημέρωσης, προειδοποίησης και υποβολής συστάσεων στο Συμβούλιο. Όλες οι επί μέρους πολιτικές με οικονομικό περιεχόμενο, όπως η εισοδηματική πολιτική, η κοινωνική πολιτική, η περιφερειακή πολιτική, η διαρθρωτική πολιτική κ.α. παραμένουν στην αρμοδιότητα των κρατών μελών (Κότιος και Παυλίδης, 2011).

2.2.2. Δομικές και λειτουργικές αδυναμίες

Το σύστημα οικονομικής διακυβέρνησης της ΟΝΕ εμφάνιζε εξ αρχής πολλαπλές δομικές αδυναμίες, οι οποίες επισημάνθηκαν έγκαιρα από πολλούς αναλυτές. Ειδικότερα, οι εν λόγω δομικές αδυναμίες και τα συστημικά ελλείμματα περιλαμβάνουν (Papastamkos και Kotios 2011, Kotios και άλλοι 2011):

Πρώτον, τον περιορισμό της παρεμβατικής ικανότητας της κοινής νομισματικής πολιτικής. Σε αντίθεση με άλλες χώρες όπως οι ΗΠΑ (Schelkle 2012), η νομισματική πολιτική της Ευρωζώνης έχει ως αποκλειστικό στόχο τη διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας, με (αυθαίρετο) ανώτατο μέσο ετήσιο πληθωρισμό το 2%. Αυτό έχει ως συνέπεια να αποκλείονται άλλοι στόχοι όπως αυτός της οικονομικής μεγέθυνσης και της απασχόλησης, στερώντας έτσι από τα κράτη μέλη ένα σημαντικό εργαλείο της αντικυκλικής πολιτικής. Η συγκεκριμένη στόχευση της νομισματικής πολιτικής ήταν αποτέλεσμα της γερμανικής επιμονής προκειμένου να συμμετάσχει στην ΟΝΕ. Στην ουσία, πρόκειται για μεταφορά του μονεταριστικού μοντέλου της Bundesbank από το γερμανικό εθνικό επίπεδο στο υπερεθνικό.

Δεύτερον, την υπερεθνικοποίηση (και αποπολιτικοποίηση) της νομισματικής πολιτικής, η οποία δεν συνοδεύτηκε από αντίστοιχες υπερεθνικοποιήσεις άλλων

τομέων της οικονομικής πολιτικής. Παρά τους όποιους περιορισμούς, η δημοσιονομική, η εισοδηματική και η κοινωνική πολιτική παραμένουν στην αρμοδιότητα των κρατών μελών. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται όξυνση του εθνικού ανταγωνισμού στην άσκηση των πολιτικών αυτών και, συνεπώς, μείωση της δυνατότητας των κρατών μελών για μια απολύτως αυτοδύναμη εθνική πολιτική. Συνεπώς, η νομισματική ένωση δεν συνοδεύτηκε από μία αντίστοιχη οικονομική ένωση.

Τρίτον, τη μείωση της δυνατότητας των κρατών μελών να ασκήσουν αντικυκλικές μακροοικονομικές πολιτικές. Η υπερεθνικοποίηση της νομισματικής πολιτικής, οι θεσμικοί και πραγματικοί περιορισμοί στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής και η εξαφάνιση της εθνικής συναλλαγματικής πολιτικής εντός της Ευρωζώνης αποδυνάμωσαν την παρεμβατική ικανότητα των κρατών μελών. Συνεπώς, σε περιόδους αύξησης των εξωτερικών ελλειμμάτων ή σε περιόδους ύφεσης τα κράτη μέλη καλούνται να εφαρμόσουν μέτρα, κυρίως, της εισοδηματικής και της διαρθρωτικής πολιτικής, προκαλώντας κοινωνικές αντιδράσεις. Ο προϋπολογισμός της Ένωσης, λόγω του πολύ χαμηλού ύψους του, αλλά και λόγω της στόχευσης του δεν προσφέρεται για την άσκηση κοινής αντικυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής

Τέταρτον, την απουσία μηχανισμών πρόληψης και διαχείρισης κρίσεων. Το έλλειμμα αυτό μπορεί να αποδοθεί στην αφελή προσδοκία των τότε πολιτικών ηγεσιών των κρατών μελών, ότι η νομισματική σταθερότητα και η δημοσιονομική πειθαρχία, σε συνδυασμό με το χαλαρό συντονισμό της οικονομικής πολιτικής, θα απέτρεπαν την εμφάνιση διαταραχών ή κρίσεων στο εσωτερικό της Ευρωζώνης ή θα τις περιόριζαν στην επικράτεια μεμονωμένων κρατών, χωρίς κινδύνους μετάδοσης στα άλλα μέλη της νομισματικής ένωσης. Η προειδοποίηση για τη δυνατότητα εμφάνισης ασυμμετρικών διαταραχών στα κράτη μέλη αγνοήθηκε (Eichengreen 2009). Η ανυπαρξία θεσμοθετημένων μηχανισμών πρόληψης και διαχείρισης κρίσεων, ενδεχομένως να ήταν σκόπιμη, προκειμένου να μην υπάρξει ανασφάλεια στις αγορές.

Πέμπτον, την έλλειψη μηχανισμών αλληλεγγύης μέσω της μεταφοράς εισοδημάτων από τις χώρες που ωφελούνται περισσότερο από την νομισματική ένωση, προς τις χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα στον εσωτερικό ανταγωνισμό και εμφανίζουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους. Αντιθέτως, όλα τα ομόσπονδα κράτη όπως οι ΗΠΑ και η Γερμανία

έχουν θεσμοθετήσει τις εξισωτικές πληρωμές υπέρ των φτωχότερων ή δοκιμαζόμενων περιφερειών τους (Hallerberg και άλλοι 2009, Cottarelli 2012, Rogoff 2012). Προφανώς, αγνοήθηκε η σημασία της εξισορρόπησης του ισοζυγίου πληρωμών εντός της Ευρωζώνης και θεωρήθηκε ότι το βάρος της προσαρμογής οφείλουν να το φέρουν αποκλειστικά τα ελλειμματικά κράτη μέλη (Wolf 2012, Hörner και Rödl 2012). Η χρηματοδότηση των εμπορικών ελλειμμάτων των χωρών του Κοινοτικού νότου αφέθηκε στις αγορές.

Έκτον, την εξάρτηση των κρατών μελών από τις ιδιωτικές χρηματοπιστωτικές αγορές και την απουσία «έσχατου καταφύγιου» (last resort) σε περιόδους κρίσεων ρευστότητας ή φερεγγυότητας. Τα κράτη μέλη, σε αντίθεση με όλα σχεδόν τα άλλα κράτη του κόσμου, δεν έχουν καμία δυνατότητα προσφυγής στις κεντρικές τους τράπεζες σε περιόδους κρίσεων. Συνεπώς, ο δανεισμός τους σε ευρώ είναι ουσιαστικά ανάλογος του δανεισμού σε ξένο νόμισμα. Εάν οι αγορές σταματήσουν το δανεισμό τότε η μόνη λύση είναι ο εξωτερικός δημόσιος δανεισμός ή η χρεοκοπία (De Grauwe 2011 και 2012). Το σύστημα διακυβέρνησης της Ευρωζώνης, πέραν των δομικών αδυναμιών και ελλειμμάτων του, απέτυχε ως ένα βαθμό, να λειτουργήσει αποτελεσματικά (Papastamkos και Kotios 2011, Wolf 2012). Έτσι, για παράδειγμα, η περιβόητη δημοσιονομική πειθαρχία καταργήθηκε στην πράξη, κυρίως όταν η Γερμανία και η Γαλλία αρνήθηκαν το 2003/4 να μειώσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματά τους. Η «αλληλεγγύη» μεταξύ των υπουργών οικονομικών επέφερε μία άκρως ελαστική εφαρμογή των διαδικασιών και των κυρώσεων (Eichengreen 2012). Η αναθεώρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης το 2005 εισήγαγε ρήτρες εξαιρέσεων από τα κριτήρια δημοσιονομικής πειθαρχίας, με αποτέλεσμα οι περισσότερες χώρες να κάνουν χρήση αυτών, ειδικά μετά το 2008. Σήμερα, οι περισσότερες χώρες της Ένωσης δεν θα μπορούσαν να ενταχθούν στην ΟΝΕ. Επιπροσθέτως, τα αυξημένα ελλείμματα στο εξωτερικό εμπόριο των χωρών της Κοινοτικής περιφέρειας δεν αντιμετωπίστηκαν έγκαιρα με αποτέλεσμα τον υπερβολικό δημόσιο και ιδιωτικό δανεισμό τους από τις πλεονασματικές χώρες του Βορρά. Αποκλίσεις στις αμοιβές εργασίας, στις τιμές, στις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες και στις κοινωνικές δαπάνες, σε συνδυασμό με τις εξωτερικές ασυμμετρικές διαταραχές σε βάρος των χωρών του Νότου δεν ήταν δυνατό να αντιμετωπιστούν από το θεσμοθετημένο σύστημα διακυβέρνησης της ΟΝΕ και κατά συνέπεια, προετοίμαζαν το σκηνικό της κρίσης που βιώνει η Ευρωζώνη σήμερα (Papastamkos και Kotios 2011). Εδώ τίθεται το ερώτημα εάν και κατά πόσο

το ελλειμματικό σύστημα διακυβέρνησης της Ευρωζώνης ευνόησε ή προκάλεσε την ανάδυση της Ελληνικής κρίσης.

2.2.3. Η επίδραση του συστήματος διακυβέρνησης της Ευρωζώνης στην πρόκληση της Ελληνικής κρίσης

Η κρίση της ελληνικής οικονομίας, η οποία ξεκίνησε ως σοβαρή κρίση ρευστότητας, εξελίχθηκε σε κρίση δημόσιου χρέους και, ακολούθως, σε γενικευμένη οικονομική, κοινωνική και πολιτική κρίση, για να καταλήξει πλέον σε κρίση παραμονής στην Ευρωζώνη ή σε κρίση «δραχμοποίησης», αναμφισβήτητα, έχει πολλά εγχώρια αίτια (Kotios και άλλοι 2011).

Καταρχάς, η Ελλάδα εντάχθηκε στην Ευρωζώνη απολύτως απροετοίμαστη. Η επίτευξη των κριτηρίων σύγκλισης επιδιώχθηκε μέσω μιας μακροοικονομικής πολιτικής προσαρμογής που στηρίχθηκε, κυρίως, στα υψηλά εσωτερικά πραγματικά επιτόκια, στην αύξηση των φορολογικών εσόδων και στη σκληρή δραχμή (Kotios 1999). Η τελική ισοτιμία της δραχμής έναντι του Ευρώ υπήρξε υπερτιμημένη, με συνέπεια την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ με μόνιμο ανταγωνιστικό μειονέκτημα. Πέραν τούτου, υπάρχουν αμφιβολίες για την πραγματική επίτευξη των κριτηρίων σύγκλισης και ιδιαίτερα του κριτηρίου του ελλείμματος του δημοσίου (Pisani-Ferry 2010). Αναμφισβήτητο, όμως, γεγονός είναι ότι η χώρα εντάχθηκε με ένα υπερβολικά υψηλό δημόσιο χρέος. Επίσης, εντάχθηκε σ' ένα νέο ιδιαίτερα ανταγωνιστικό περιβάλλον χωρίς να προβεί έγκαιρα στις αναγκαίες θεσμικές και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, χωρίς εξυγίανση του κράτους, χωρίς τη διασφάλιση της ανταγωνιστικότητάς της. Λόγω των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής διοίκησης και οικονομίας ήταν σχεδόν βέβαιο ότι η Ελλάδα θα αντιμετώπιζε προβλήματα ανταγωνιστικότητας και, κατά συνέπεια, όξυνση των εμπορικών της ελλειμμάτων με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης. Η απουσία εσωτερικής συστημικής ευελιξίας και προσαρμοστικότητας, σε συνδυασμό με την επικυριαρχία των οργανωμένων ομάδων συμφερόντων επί της ασκούμενης πολιτικής και του κρατικοδίαιτου οικονομικού συστήματος, αναμένονταν ότι θα επιδείνωνε τις διαρθρωτικές αδυναμίες της Ελλάδας μετά την ένταξή της στην ΟΝΕ.

Η χώρα όμως, πορεύτηκε λανθασμένα και μετά την ένταξή της στην ΟΝΕ, αγνοώντας ή παραμελώντας τους θεσμικούς και πραγματικούς κανόνες λειτουργίας μιας νομισματικής ένωσης άνισα αναπτυγμένων χωρών, με έντονα αποκλίνουσες πολιτικές και οικονομικοπολιτικές κουλτούρες (Kotios και άλλοι 2011). Η ιδιότητα

του κράτους μέλους της ΟΝΕ μείωσε δραστικά το κόστος δανεισμού, με αποτέλεσμα να αυξηθεί το συνολικό εξωτερικό χρέος, τόσο του δημοσίου, όσο και του ιδιωτικού τομέα. Όμως, αυτή η αύξηση της εισροής κεφαλαίων, κυρίως από τις ισχυρότερες οικονομίες της Ένωσης (π.χ. Γερμανία, Γαλλία), δεν προκάλεσε βελτίωση των όρων ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας, παρά μια αύξηση της εσωτερικής ζήτησης και της οικονομικής μεγέθυνσης, καθώς και διόγκωση των εξωτερικών ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Παράλληλα, υπερβολικές αυξήσεις στο μοναδιαίο κόστος εργασίας και σταθερά υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης των τιμών προκάλεσαν μείωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας και, συγκριτικά, μεγαλύτερη πραγματική ανατίμηση του ευρώ έναντι άλλων νομισμάτων. Κατά συνέπεια, η χώρα βίωσε επί σειρά ετών έναν φαύλο κύκλο δίδυμων ελλειμμάτων: το έλλειμμα του δημοσίου και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όπου κυρίως το πρώτο τροφοδοτούσε το δεύτερο (Schraeder και Laaser 2010). Εν συνεχεία, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση προκάλεσε κρίση στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς και ύφεση. Για την αντιμετώπισή τους επεκτάθηκε υπερβολικά ο κρατικός δανεισμός το 2009, με αποτέλεσμα την αύξηση του ήδη υπερβολικού ποσοστού του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ. Η κρίση ήταν ήδη προ των πυλών.

Το ερώτημα που τέθηκε είναι εάν στην πρόκληση της Ελληνικής κρίσης συνέβαλε και το σύστημα διακυβέρνησης της ΟΝΕ. Η απάντηση είναι καταφατική δεδομένου ότι (Papastamkos και Kotios 2011):

Πρώτον, το σύστημα διακυβέρνησης της ΟΝΕ επέτρεψε την ένταξη χωρών με υπερβολικά υψηλό δημόσιο χρέος, πολύ πάνω από το όριο του 60% ως προς το ΑΕΠ και με δημοσιονομικά ελλείμματα πολύ κοντά (ή και πάνω λόγω της δημιουργικής λογιστικής) στο όριο του 3%. Έτσι, εντάχθηκαν χώρες πολύ ευάλωτες σε κρίσεις χρέους.

Δεύτερον, δεν εφαρμόστηκαν τα προβλεπόμενα από τη Συνθήκη για την ΕΕ κριτήρια πραγματικής σύγκλισης των υποψηφίων για ένταξη χωρών στην ΟΝΕ, παρά μόνον τα οικονομικίστικα μακροοικονομικά κριτήρια. Συνεπώς, επετράπη η ένταξη χωρών με συγκριτικά χαμηλή ανταγωνιστικότητα.

Τρίτον, μετά την ένταξή της η χώρα μας εμφάνιζε κάθε έτος δημοσιονομικό έλλειμμα υψηλότερο του 3% του ΑΕΠ, ενώ το χρέος παρέμεινε πολύ πιο πάνω από το όριο του 60% του ΑΕΠ. Η δημοσιονομική πειθαρχία, όπως και σε άλλες χώρες, δεν

εφαρμόστηκε αποτελεσματικά, επιτρέποντας τον εκτροχιασμό των δημόσιων οικονομικών της Ελλάδας.

Τέταρτον, παραμελήθηκε συστηματικά το ζήτημα της χρηματοδότησης των χρόνιων και αυξανόμενων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και, γενικά, το ζήτημα των εσωτερικών μακροοικονομικών ανισορροπιών της ΟΝΕ (de Gruwe 2011, Wolf 2012). Επίσης, δεν υπήρξε καμία πρόβλεψη στη Συνθήκη για την ΕΕ, για την αντιμετώπιση του ιδιωτικού εξωτερικού χρέους που προκαλούσαν τα συνεχώς αυξανόμενα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όπως και ο υπερβολικός δανεισμός των χωρών του νότου της ΕΕ από τις τράπεζες των χωρών με διαχρονικά εξωτερικά πλεονάσματα.

Πέμπτον, υπήρξε αναποτελεσματική εφαρμογή του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών και των εθνικών σχεδίων μεταρρύθμισης στο πλαίσιο της Στρατηγικής της Λισαβόνας.

Συμπερασματικά, το αρχικό σύστημα διακυβέρνησης της ΟΝΕ μπορεί να μην προκάλεσε άμεσα την Ελληνική κρίση, λόγω των κενών και αδυναμιών του, όμως, δεν κατόρθωσε να την αποτρέψει. Πέραν τούτου, η συμμετοχή της χώρας στην Ευρωζώνη επέτρεψε και ενθάρρυνε τον υπερβολικό δανεισμό της και την απρόσκοπτη χρηματοδότηση πρωτόγνωρα υψηλών ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

2.2.4. Η κρίση του συστήματος διακυβέρνησης της Ευρωζώνης

2.2.4.1. Η ελληνική κρίση ως διαδικασία αποκάλυψης των αδυναμιών του συστήματος διακυβέρνησης

Οι οικονομικές κρίσεις είναι το αιτιατό και όχι το αίτιο των προβλημάτων. Είναι το σύμπτωμα μιας βαριάς ασθένειας, η οποία προκαλείται κατά κανόνα από συμπεριφορές και πρακτικές της οικονομικής πολιτικής και των αγορών. Όπως όλες οι μεγάλες οικονομικές κρίσεις, έτσι και η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και πολύ περισσότερο η κρίση χρέους και ρευστότητας της Ελλάδας, αρχικά, και άλλων χωρών της Ευρωζώνης εν συνεχεία, λειτούργησαν ως μια διαδικασία αποκάλυψης μιας σειράς αρρυθμιών, προβλημάτων και κενών του συστήματος και της διακυβέρνησης της ΟΝΕ. Ειδικότερα, η κρίση της ευρωζώνης αποκάλυψε (Papastamkos και Kotios 2011):

- **Τις δομικές και λειτουργικές αδυναμίες του ευρωσυστήματος**

Διαπιστώθηκε ότι όλες οι αδυναμίες και τα κενά της αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ, που αναφέρθηκαν σε προηγούμενη ενότητα της παρούσας εργασίας, διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο τόσο στην πρόκληση της κρίσης, όσο και στην αναποτελεσματική διαχείρισή της. Για παράδειγμα, η Ελλάδα και άλλες χώρες της περιφέρειας της ΕΕ, οι οποίες εντάχθηκαν με αδύνατες οικονομικές διαρθρώσεις, με ανταγωνιστικά μειονεκτήματα, με αποκλίνουσα κουλτούρα σταθερότητας ή με υψηλό δημόσιο χρέος και λανθασμένες οικονομικές πολιτικές ήταν εκείνες που εμφάνισαν τα δίδυμα ελλείμματα (δημοσιονομικά και ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) και προκάλεσαν τη συνολική κρίση του συστήματος. Η κρίση αποκάλυψε επίσης τη σημασία της μη ενσωμάτωσης στο σύστημα διακυβέρνησης της ΟΝΕ μηχανισμών πρόληψης και διαχείρισης κρίσεων και αλληλεγγύης μεταξύ των κρατών μελών της. Επίσης, η κυριαρχία της πολιτικής έναντι της οικονομικής λογικής δεν διαπιστώθηκε μόνον στη φάση οικοδόμησης της ΟΝΕ, αλλά και στη φάση λειτουργίας της, όταν με πρωταγωνιστή τον άξονα Γερμανίας - Γαλλίας αχρηστεύθηκε, σε μεγάλο βαθμό, το οπλοστάσιο της δημοσιονομικής πειθαρχίας.

- **Τις αδυναμίες του ευρωπαϊκού μηχανισμού λήψης αποφάσεων**

Η Ελληνική κρίση κατέδειξε ότι το σύστημα της ΟΝΕ εμφανίζει τεράστια προβλήματα στη λήψη αποφάσεων (Hughes 2011). Δεν ανέπτυξε μία κοινή στρατηγική αντιμετώπισης των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης και αντέδρασε με σημαντική καθυστέρηση στην αντιμετώπιση της ελληνικής κρίσης χρέους και ρευστότητας των άλλων χωρών της περιφέρειας. Λόγω απουσίας ενός θεσμοθετημένου κεντρικού συστήματος διαχείρισης κρίσεων και κατανομής ρόλων, αναδείχθηκαν σε δρώντες όλα τα όργανα της ΕΕ, τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης καθώς και διεθνείς οργανισμοί και ισχυρές τρίτες χώρες. Όλοι οι παραπάνω δρώντες εξέφρασαν και εκφράζουν συχνά αποκλίνουσες απόψεις, χωρίς να υπάρχει ένα ενιαίο αποτελεσματικό φόρουμ συντονισμού αυτών, αποσταθεροποιώντας έτσι τις αγορές. Το Συμβούλιο Κορυφής της Ευρωζώνης αναδείχθηκε μεν σε κορυφαίο όργανο λήψης αποφάσεων, χωρίς όμως να περιορίζει αποκλίνουσες αποσταθεροποιητικές δράσεις άλλων δρώντων εντός ή εκτός της Ευρωζώνης. Η συνεχής δημοσιοποίηση διαφορετικών απόψεων και εκτιμήσεων και η ανοικτή οικονομική διπλωματία προκάλεσαν και προκαλούν ανασφάλεια στις κοινωνίες και στις αγορές και επιδεινώνουν την κατάσταση. Η εμπλοκή του ΔΝΤ στη διαχείριση της ευρωπαϊκής κρίσης και η υιοθέτηση των μεθόδων δανεισμού και εποπτείας του έδειξε την

αδυναμία των χωρών της ΟΝΕ να διαχειριστούν μόνες τους την κρίση (Matthes 2010, Kyriakopoulos 2011). Τέλος, ερωτήματα εγείρονται σχετικά με τη δημοκρατική υπόσταση των αποφάσεων διαχείρισης της κρίσης (Hughes 2011). Και αυτό επειδή οι αποφάσεις λαμβάνονται από τις εθνικές κυβερνήσεις και τα Κοινοτικά όργανα χωρίς την προηγούμενη συμμετοχή των εθνικών κοινοβουλίων και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

- **Το τεράστιο έλλειμμα ευρωπαϊκής ηγεσίας και την εμφάνιση του οικονομικού εθνικισμού και σοβινισμού σε ορισμένα κράτη μέλη**

Το έλλειμμα αποτελεσματικής ευρωπαϊκής ηγεσίας εκφράστηκε πολλαπλώς. Καταρχάς, δεν λειτούργησε αποτελεσματικά, όπως στο παρελθόν, ο παραδοσιακός γαλλογερμανικός άξονας. Αντιθέτως, η κρίση ανέδειξε τη Γερμανία σε κυρίαρχη δύναμη στην Ευρωζώνη, γεγονός που επέτρεψε την επιβολή των θέσεων της στις άλλες χώρες (Hughes 2011, Economist 2011, Bohn και de Jong 2011). Πολλές κυβερνήσεις στις χώρες της ΟΝΕ καθόρισαν την στάση τους έναντι της κρίσης με βάση την εσωτερική τους πολιτική και όχι το κοινό συμφέρον (Aslund 2011, Dullien και Guerot 2012).. Εξάλλου, όπως δείχνει η ιστορία της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, σε περιόδους κρίσεων, κάθε κυβέρνηση ενδιαφέρεται περισσότερο για τα του οίκου της και λιγότερο για την πορεία της ενοποίησης και την ευρωπαϊκή πολιτική. Οργανωμένες εθνικές ομάδες πίεσης και αντιευρωπαϊκά πολιτικά κόμματα ασκούν πιέσεις στις κυβερνήσεις τους για προστασία του εθνικού συμφέροντος και θεωρούν την Κοινοτική αλληλεγγύη ως βλαβερή αυτού. Προκειμένου να κερδίσουν τη εσωτερική δημόσια γνώμη, πολλές από αυτές τις ομάδες πίεσης δεν δίστασαν να χρησιμοποιήσουν σοβινιστικά επιχειρήματα και συνθήματα κατά της Ελλάδας και άλλων χωρών της περιφέρειας (Kotios 2011). Σε ένα περιβάλλον οικονομικού εθνικισμού και λαϊκισμού είναι συχνά δύσκολο οι κυβερνήσεις που καλούνται να χρηματοδοτήσουν τις χώρες της περιφέρειας να δράσουν αποτελεσματικά. Έτσι, εξηγούνται και ορισμένες στάσεις και αιτήματα όπως η εμμονή ορισμένων στην εφαρμογή από την Ελλάδα και από άλλες χώρες σε κρίση, αυστηρών και σχετικά βραχυπρόθεσμων προγραμμάτων προσαρμογής, η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (τραπεζών) στη διαχείριση του χρέους, οι ταχύτατες ιδιωτικοποιήσεις και η εμπράγματο ασφαλίση των δανείων.

- **Τις ασάφειες και ελλείμματα του θεσμικού πλαισίου της ΟΝΕ**

Η Συνθήκη της ΕΕ απαγορεύει την ανάληψη υποχρεώσεων χρεωμένων χωρών από άλλες (άρθρο 125 ΣΛΕΕ), καθώς και την άμεση χρηματοδότηση του δημόσιου τομέα

από την ΕΚΤ (άρθρο 123 ΣΛΕΕ). Και οι δύο θεσμικές ρυθμίσεις αποδείχθηκαν αδύναμες. Τα κράτη μέλη και η ΕΕ βασιζόμενα στη διάταξη περί «έκτακτης ανάγκης» (άρθρο 122 ΣΛΛΕ) χορήγησαν χρηματοδότηση στα δοκιμαζόμενα κράτη μέλη, ενώ η ΕΚΤ παρενέβη στη δευτερογενή αγορά και αγόρασε ομόλογα της Ελλάδας και άλλων χωρών βασιζόμενη στο άρθρο 18 (Πράξεις Ανοικτής Αγοράς και Πιστωτικές Εργασίας). Οι εν λόγω αγορές της ΕΚΤ χαρακτηρίζονται από μέγιστη αδιαφάνεια και για ορισμένους αντίκεινται στο πνεύμα της ανεξαρτησίας της ΕΚΤ και της μη χρηματοδότησης μέσω της εκτύπωσης χρήματος κρατικών ελλειμμάτων (Meyer 2010).

- **Τους κινδύνους μετάδοσης της κρίσης σ' ολόκληρη την ευρωζώνη**

Η Ελληνική κρίση, όπως και αυτή των άλλων χωρών απέδειξε ότι μια σοβαρή εθνική διαταραχή εμπεριέχει κινδύνους για όλες τις χώρες της ΟΝΕ και θέτει σε δοκιμασία το σύνολο της ευρωζώνης. Η κρίση χρέους σε μια χώρα μπορεί να μεταδοθεί και σε άλλες μέσω μιας σειράς καναλιών (Arghyrou και Kontonikas 2010, Darvas και άλλοι 2011). Για παράδειγμα, λόγω της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών μεγάλο μέρος του χρέους του δημοσίου και των τραπεζών της Ελλάδας, όπως και των άλλων χωρών της περιφέρειας, το κατείχαν τράπεζες άλλων χωρών όπως της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Αυστρίας, της Ολλανδίας, της Ισπανίας, της Πορτογαλίας κ.α. (BIS 2011). Από μια ξαφνική στάση πληρωμών ή από ένα κούρεμα των οφειλόμενων θα κινδύνευαν με κατάρρευση ή θα αντιμετώπιζαν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα άλλων χωρών, με αποτέλεσμα την εκ νέου παρέμβαση των κυβερνήσεών τους για διάσωση. Μετά το κούρεμα του ιδιωτικού ελληνικού χρέους κατά 50% και την αύξηση του εξωτερικού δημόσιου χρέους, σήμερα, ο μεγαλύτερος κίνδυνος μεταφέρθηκε σε κρατικούς προϋπολογισμούς των χωρών της Ευρωζώνης και στο ΔΝΤ, δηλαδή, ουσιαστικά στους φορολογουμένους άλλων χωρών. Κίνδυνοι από μια στάση πληρωμών ή από ένα κούρεμα των ομολόγων της Ελλάδας και των άλλων ευρωπαϊκών χωρών σε κρίση, προκύπτουν και για την ΕΚΤ, η οποία κατέχει σημαντικό χαρτοφυλάκιο υποβαθμισμένων ομολόγων. Επίσης, η χορήγηση δημόσιων δανείων για στήριξη της Ελλάδας και των άλλων χωρών της περιφέρειας, η οποία γίνεται με νέα δάνεια από τις αγορές, ανεβάζει το συνολικό χρέος και τα ελλείμματα και των χωρών του Βορρά, με κινδύνους και για τη δική τους μακροχρόνια πιστοληπτική ικανότητα. Τέλος, η κρίση επηρεάζει την εικόνα και τη συνοχή της ευρωζώνης και προκαλεί φυγή κεφαλαίων όχι μόνον από χώρες σε κρίση προς τις χώρες της βόρειας Ευρωζώνης,

αλλά και από την Ευρωζώνη προς τρίτες χώρες. Λόγω της έντονης αλληλεξάρτησης και της λειτουργίας των μηχανισμών διάδοσης, οι χώρες της Ευρωζώνης έχουν άμεσο ενδιαφέρον για τις εξελίξεις στις δοκιμαζόμενες χώρες. Από την κρίση σε ένα τμήμα της ΟΝΕ, κόστη προκύπτουν για όλους. Όσο πιο βαθιά η κρίση αυτή, τόσο μεγαλύτερα και τα εν λόγω κόστη για όλους. Συνεπώς, οι χώρες της ΟΝΕ είναι καταδικασμένες σ' ένα συνεργατικό παίγνιο, ώστε να υπάρξουν οφέλη για όλους (win-win game). Σε περίπτωση που μια χώρα σε κρίση δεν υποστηριχτεί από τις άλλες και αφεθεί να χρεοκοπήσει ή αποφασίσει μονομερώς να κηρύξει στάση πληρωμών, τότε υπάρχουν ζημίες για όλους (lose-lose game) (Schilirò και Carfi 2012).

- **Τις υπερβολικές αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών και των οίκων αξιολόγησης**

Σε περιόδους κρίσεων υπάρχει κατά κανόνα μια υπεραντίδραση των αγορών χρήματος και κεφαλαίων. Το ίδιο συνέβη και στην περίπτωση της Ελληνικής κρίσης, όπως και των άλλων χωρών της περιφέρειας (De Grauwe 2011). Υπήρξε μια μεγάλη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού και όχι μόνον στις χώρες που βρίσκονται λόγω της κρίσης στο προσκήνιο, καθώς και πτώση των τιμών των ομολόγων τους στις δευτερογενείς αγορές. Επίσης, μειώθηκε δραστικά και η ιδιωτική χρηματοδότηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεών τους, επιτείνοντας έτσι το πρόβλημα ρευστότητας και κατ' επέκταση της ύφεσης στις χώρες της περιφέρειας. Η μεγάλη πίεση που προήλθε από τις αγορές οδήγησε τις χώρες του Βορά να αναλάβουν, σε μεγάλο βαθμό, τη χρηματοδότηση των χωρών σε κρίση. Ιδιαίτερα αρνητικός αποδείχθηκε ο ρόλος των «οίκων αξιολόγησης», οι βαθμολογίες και προβλέψεις των οποίων επηρεάζουν τη συμπεριφορά των αγορών, καθώς και τις αγορές ασφαλιστρών κινδύνου. Οι επί πολλά έτη υπερβολικά θετικές αξιολογήσεις των χωρών της κρίσης, μετατράπηκαν σε υπερβολικά αρνητικές, επιθετικές και άκαιρες, εγείροντας ζητήματα διαφάνειας και νομιμοποίησης των εν λόγω οίκων (Papastamkos και Kotios 2011).

2.2.5. Συμπεράσματα και προοπτικές της Ευρωζώνης

Από την παραπάνω ανάλυση συμπεραίνεται ότι στην περίπτωση της Ελληνικής κρίσης, όπως και στις περιπτώσεις των άλλων χωρών, το σύστημα διακυβέρνησης της Ευρωζώνης, τόσο το αρχικό όσο και αυτό που προέκυψε από τις πραγματικές εξελίξεις, είναι συνυπεύθυνο για την πρόκληση, αλλά και για την όξυνση της αρχικής κρίσης. Το εν λόγω σύστημα απέτυχε να διαχειριστεί αποτελεσματικά (προληπτικά

και κατασταλτικά) την κρίση. Απεναντίας, με τα λάθη και τις παραλείψεις του επέτεινε τη συστημική κρίση της Ευρωζώνης, ούτως ώστε να είναι πλέον αμφίβολη η βιωσιμότητά της. Όταν σε μια νομισματική ένωση γίνεται λόγος για διάσωση του κοινού νομίσματος, τότε έχει ναυαγήσει το όλο εγχείρημα. Το κοινό νόμισμα είναι ένα μέσο της πολιτικής και της οικονομίας, για την παραγωγή δημόσιων αγαθών και για την προώθηση υπέρτερων στόχων της ευρωπαϊκής ενοποιητικής διαδικασίας. Όταν το κοινό νόμισμα εκφυλίζεται σε στόχο της πολιτικής, όταν η διατήρησή του τίθεται σε αμφισβήτηση, τότε το κοινό νόμισμα δεν μπορεί να παράξει τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Η κρίση μιας νομισματικής ένωσης, που απέχει πολύ από το να αποτελεί έναν βέλτιστο οικονομικό χώρο (*optimum currency area*), είναι εγγενής του συστήματος (Rogoff 2012). Θα μπορούσε να αποφευχθεί μόνον εάν δημιουργούντο ή δημιουργηθούν μηχανισμοί όμοιοι μ' αυτούς που ισχύουν σε ομόσπονδα κράτη, δηλαδή με την διακρατική μεταφορά εισοδημάτων, με κεντρικές, εκτός της νομισματικής, και τις άλλες οικονομικές πολιτικές, με εναρμόνιση του πολιτικού κύκλου, με δημοκρατική νομιμοποίηση οργάνων που θα έχουν στα χέρια τους τη διαχείριση των κοινών υποθέσεων. Η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι η νομισματική ένωση προϋποθέτει και την πολιτική. Τα νέα εργαλεία διακυβέρνησης της ΟΝΕ, αυτά που ήδη δημιουργήθηκαν, αυτά που είναι σε εξέλιξη (π.χ. δημοσιονομικό σύμφωνο) και αυτά που προτείνονται (π.χ. Ευρωομόλογα, ευρωπαϊός υπουργός οικονομικών) είναι δύσκολο να λειτουργήσουν μόνιμα και αποτελεσματικά σε διακρατικό επίπεδο, χωρίς να προκαλέσουν νέες πολιτικές εντάσεις. Συνεπώς, η κρίση θα μπορούσε να ξεπεραστεί οριστικά και αμετάκλητα μόνον σε δύο ακραίες περιπτώσεις: στην περίπτωση που οι χώρες της Ευρωζώνης αποφάσιζαν να σχηματίσουν μια πλήρη πολιτική ένωση (Welfens 2012), πράγμα πολύ δύσκολο στο ορατό μέλλον ή στην περίπτωση που αποφάσιζαν να επιστρέψουν όλες μαζί στα εθνικά τους νομίσματα. Οι συνθήκες λειτουργίας της Ευρωζώνης θα μπορούσαν όμως να βελτιωθούν και στο πλαίσιο ενός μεσαίου σεναρίου που θα περιλάμβανε: τη θεσμοθέτηση ενός αυτόματου μηχανισμού μεταφοράς εισοδημάτων από τις ανταγωνιστικές οικονομίες στις λιγότερο ανταγωνιστικές, τη δημιουργία ενός και μόνον οργάνου για την πρόληψη και διαχείριση κρίσεων (π.χ. ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού, Αναπτυξιακού και Κοινωνικού Ταμείου) με ισότιμη συμμετοχή των κρατών μελών, την αύξηση της δυνατότητας της ΕΚΤ να παρέχει ρευστότητα στα κράτη μέλη σε κρίση και ύφεση μέσω π.χ. της μετατροπής του ESM σε τράπεζα (De Grauwe 2012, Buiters και Rahbari 2011, Daianu 2012). Επίσης, σημαντικές βελτιώσεις θα μπορούσε να επιφέρει και η δημιουργία μιας ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης

(Fuest 2012, Financial Times 2012). Όμως, μια υπερεθνικοποίηση όλων των οικονομικών πολιτικών δεν πρόκειται να αποδώσει, λόγω των διαφορετικών δομών που επικρατούν σε κάθε χώρα, καθώς και λόγω των ασυμμετρικών διαταραχών, η αντιμετώπιση των οποίων απαιτεί διαφοροποιημένες παρεμβάσεις. Το ζητούμενο είναι περισσότερη ευελιξία και αποκέντρωση στη βάση της αρχής της επικουρικότητας και όχι περισσότερος συγκεντρωτισμός (Ahrens 2012).

2.2.6. Αστοχίες και παραλείψεις πριν από την κρίση

Εκτός από την αδυναμία πρόβλεψης της οικονομικής κρίσης που ζούμε σήμερα, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης είχαν αποτύχει και στο παρελθόν να προβλέψουν επερχόμενες κρίσεις. Από το 1975 μέχρι το 2009 μόνο μία χώρα πτώχευσε από όσες είχαν βαθμολογήσει με τη χαμηλότερη αξιολόγηση (CCC-).

2.2.6.1 Πίνακας 2 – Λίστα με παραδείγματα χωρών που αξιολογήθηκαν από τον οίκο Moody's τρία χρόνια πριν πτωχεύσουν στο διάστημα 1931 μέχρι 2013

Table 1. Chronological listing of FC debt defaults by rich countries, 1918-2013

Year of default	Country	Moody's rating three years prior to default
1931	Chile	A
1933	Uruguay	A
1934	Germany	Aa
1938	Austria	Ba
1940	Italy	Baa
1959	Czechoslovakia	Not rated
1978	Iran	Not rated
1982	Argentina	Not rated
1983	Uruguay	Not rated
1983	Venezuela	Aaa
2012	Greece	A1
2013	Cyprus	Aa3

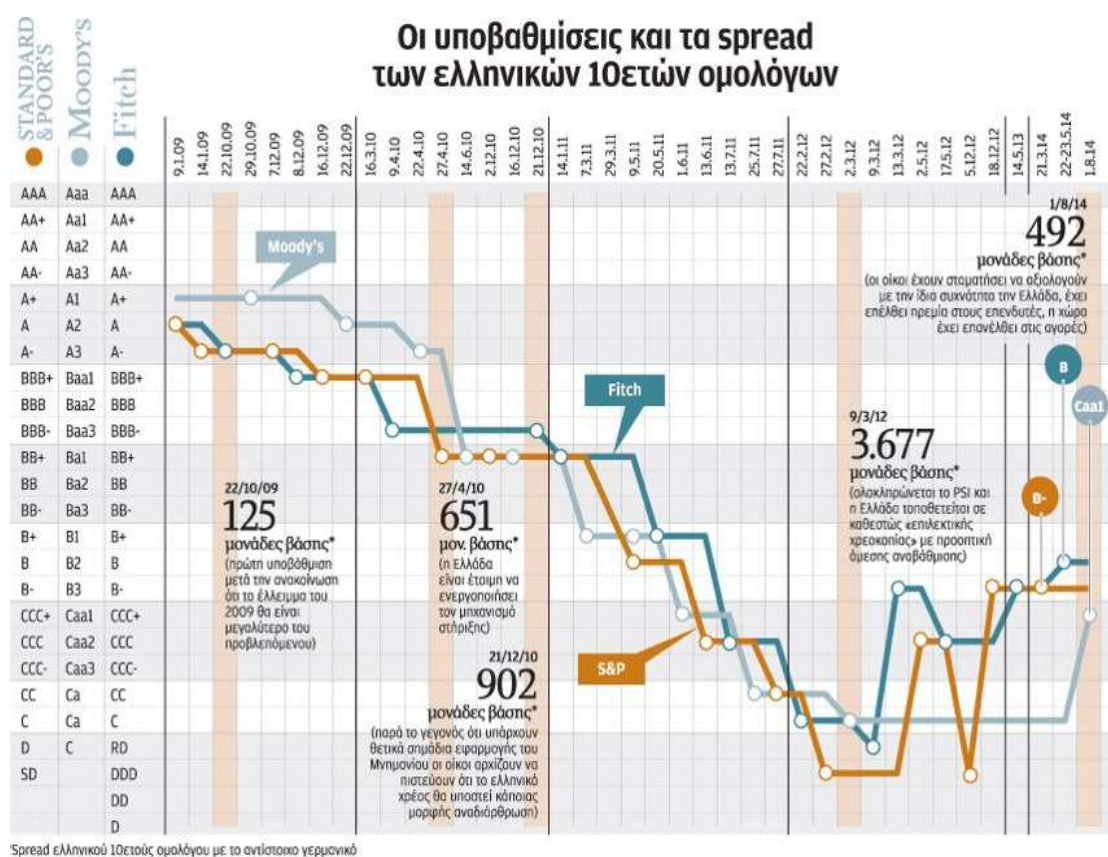
Notes: A country is "rich" if: (i) for the period 1918-1987, its GDP per capita is greater than 50% of the UK value; or (ii) for the period 1988-2013, it is ranked in the high-income category by the World Bank analytical classifications. Here "rich" status during default year y depends on the country's classification during the period $y - 3$ through $y - 1$.

Πηγή: <http://www.ggdcc.net/MADDISON/oriindex.htm> για το κατά κεφαλήν ΑΕΠ; Η Παγκόσμια Τράπεζα (2013) για τις αναλυτικές ταξινομήσεις; www.moody.com για πτωχεύσεις και αξιολογήσεις δημοσίου χρέους.

Αντίθετα, πτώχευσαν τέσσερις χώρες με βαθμολογία B- και χώρες με BB-. Διευκρινίζεται ότι οι βαθμολογίες κάτω του BB- είναι γνωστές ως non-investment grade, δηλαδή ενέχουν κινδύνους. Είναι επίσης γνωστές και ως βαθμολογίες για «ομόλογα σκουπίδια». Την περίοδο της ασιατικής κρίσης (1997-1998) η Ινδονησία ξεκίνησε με αξιολόγηση BBB- και υποβαθμίστηκε μέχρι και το B-. Η Κορέα εισήλθε στην κρίση με AA από τη Fitch, ενώ η Ρωσία λίγο προτού χρεοκοπήσει, είχε βαθμολογία BB+ από τη Fitch, Ba2 από τη Moody's και BB- από την S&P. Την ίδια περίοδο η πιστοληπτική ικανότητα της Βενεζουέλας ήταν Ba2. Εκτός από τις παραπάνω χώρες, οι εκτιμήσεις τους ήταν συνήθως εσφαλμένες και για επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, δεν προέβλεψαν το σκάσιμο της φούσκας των εταιριών νέας τεχνολογίας και Ιντερνέτ (Dotcom) στις αρχές της δεκαετίας του 2000. Αξιολογούσαν με Baa1 (Moody's) τον ενεργειακό κολοσσό Enron που κατέρρευσε εν μια νυκτί το 2001, όταν αποκαλύφθηκε το επί ετών λογιστικό μαγείρεμα των ισολογισμών του. Επίσης, έδιναν υψηλές βαθμολογίες («επενδυτικού βαθμού») στα «τοξικά» ή αλλιώς ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου που προκάλεσε την παγκόσμια

πιστωτική κρίση το 2008, με αφετηρία την κατάρρευση της αμερικανικής αγοράς ακινήτων. Τέλος, έδιναν σχεδόν άριστες βαθμολογίες στις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρίες που κατέρρευσαν το 2008, λόγω της πιστωτικής κρίσης. Ενδεικτικά, αναφέρεται η Lehman Brothers, η οποία είχε βαθμό «Α» τρεις μέρες προτού χρεοκοπήσει. Με βαθμό «Α-» κατέρρευσε και ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG το 2008 και με τον ίδιο βαθμό διασώθηκε επίσης με κρατικά κεφάλαια η βρετανική NotherRock. Αλλά και την περίοδο της σημερινής οικονομικής κρίσης, οι εκτιμήσεις τους πάλι δεν ήταν σωστές.

2.2.6.2 Πίνακας 3 – Οι υποβαθμίσεις και τα spread των ελληνικών 10ετών ομολόγων



Πηγή: Διαδικτυακή έκδοση της εφημερίδας «Καθημερινή», Σωτήρης Νίκας, 20/08/2014, τμήμα Πολιτικής

Η κρίση χρέους στην Ευρώπη βρήκε την Ελλάδα το 2008 με βαθμολογία A από τη Fitch, με A1 από τη Moody's και με A+ από την S&P. Η Ισλανδία πριν από την χρεοκοπία είχε βαθμό A+ από τη Fitch, Aaa από τη Moody's και A+ από την S&P. Αντίστοιχα, η Ιρλανδία εισήλθε στην κρίση (καταλήγοντας τελικά στον Μηχανισμό στήριξης της τρόικας) με βαθμολογία AAA από τη Fitch. Ο ίδιος οίκος μέχρι το 2010 υποβάθμισε την Ιρλανδία κατά τρεις μονάδες, σε AA-.

Η συζήτηση για τη δύναμη των τριών βασικών εξουσιών, της νομοθετικής, της εκτελεστικής και της δικαστικής, όπως και για τη δύναμη των ΜΜΕ, είναι αέναη, ενώ τα σκάνδαλα κατάχρησης εξουσίας που κατά καιρούς έχουν ξεσπάσει αναρίθμητα. Παρόλα αυτά, η δημοκρατία έχει αναπτύξει αυτοελεγκτικούς μηχανισμούς, μέσω των οποίων προσπαθεί να εντοπίζει τυχόν καταχρηστικές ή παράνομες συμπεριφορές κατά την άσκηση των παραπάνω βασικών εξουσιών και επιχειρεί να τιμωρεί τους παραβάτες, έστω και με έμμεσους τρόπους. Η δημιουργία της χρηματιστηριακής οικονομίας, ωστόσο, με το ολοένα αυξανόμενο μέγεθός της και τη σταθερά σημαντική επιρροή της στην πραγματική οικονομία, έχει αναδείξει νέες μορφές και όργανα παγκόσμιας επιρροής, των οποίων η δύναμη δεν γίνεται εύκολα κατανοητή, με αποτέλεσμα να περνούν «απαράτηρητα» μέχρι να είναι πολύ αργά για να προστατευτεί κανείς από αυτά, ενώ το βασικό χαρακτηριστικό τους είναι πως δεν υπάρχει κανένας απολύτως μηχανισμός ελέγχου και αξιολόγησής τους. Τα όργανα αυτά κρίνουν χωρίς να κρίνονται και οποιαδήποτε απόπειρα αμφισβήτησης των συμπερασμάτων τους αντιμετωπίζεται με καχυποψία και τελικά, πέφτει στο κενό. Στο σύγχρονο οικονομικό σύστημα οι χώρες και οι εταιρείες βασίζονται σε τεράστιο βαθμό την επιβίωση και το μέλλον τους στη δυνατότητα χρηματοδότησης των αναγκών τους με δανεικά κεφάλαια. Αυτό γίνεται μέσω της έκδοσης ομολόγων, τα οποία αποτελούν ομολογία χρέους του δανειζόμενου προς το δανειστή του. Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν δημιουργήσει ένα σύστημα βαθμολογίας των ομολόγων που εκδίδουν τα κράτη και οι εταιρείες, το οποίο συνδέεται άμεσα και αποφασιστικά με τη χρηματιστηριακή αγορά εμπορίας χρέους και παροχής δανεικών κεφαλαίων, με μια σχέση πολύ απλή: όσο καλύτερη η βαθμολογία, τόσο χαμηλότερο το κόστος δανεισμού, και όσο χειρότερη, τόσο υψηλότερο.

Αν για οποιονδήποτε λόγο, οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης αποφασίσουν να βαθμολογήσουν με άριστα τα ομόλογα ενός κράτους, μιας εταιρείας κλπ, τότε, ανεξάρτητα από την πραγματική οικονομική τους κατάσταση, θα μπορούν να έχουν πρόσβαση σε δανεικά κεφάλαια με πολύ χαμηλό κόστος και έτσι θα έχουν πάντα τη δυνατότητα να επιβιώσουν, αλλά και την ευκαιρία και το χρόνο να προβούν σε όποιες διαρθρωτικές κινήσεις κριθεί απαραίτητο προκειμένου να εξυγιάνουν προβληματικούς τομείς τους. Αντίθετα, αν η βαθμολογία γίνει έντονα αρνητική, τότε η στρόφιγγα της χρηματοδότησης κλείνει, προκαλώντας οικονομική ασφυξία ακόμα και στο ισχυρότερο κράτος ή την πιο δυνατή εταιρεία. Έτσι, οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης κρατούν στα χέρια τους τις μοίρες ολόκληρων χωρών και

η δύναμη αυτή από μόνη της είναι τρομακτική. Πολύ περισσότερο, αν αναλογιστούμε ότι έχουν εμπλακεί, παλαιότερα και πρόσφατα, σε μια σειρά σκανδάλων, τα οποία αποκαλύπτουν αυτό που λογικά ισχύει σε κάθε άλλη εταιρεία, αλλά που δεν θα έπρεπε να ισχύει στη δική τους περίπτωση, ότι δηλαδή έχουν ως πρωταρχικό σκοπό την εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων και όχι του κοινού καλού. Για παράδειγμα, η Moody's έχει κατηγορηθεί για εκβιασμό εταιρειών προκειμένου να ενταχτούν στο σύστημα αξιολόγησής της. Σε μια περίπτωση, η Moody's πλησίασε το γερμανικό ασφαλιστικό κολοσσό Hannover Re, προσφέροντάς του «δωρεάν αξιολόγηση», αλλά έλαβε αρνητική απάντηση. Η Moody's συνέχισε να δημοσιεύει δωρεάν αξιολογήσεις της εταιρείας με όλο και χαμηλότερη βαθμολογία, επικοινωνώντας μαζί της κατά διαστήματα για να αγοράσει τις υπηρεσίες της. Μετά από ένα διάστημα παρατεταμένης άρνησης της Hannover Re να πληρώνει τη Moody's για να αξιολογείται από αυτή, ο οίκος υποβάθμισε τα ομόλογά της σε «junk» (σκουπίδια), προκαλώντας πανικό στην αγορά, ο οποίος κόστισε στη Hannover Re 175 εκατομμύρια δολάρια τις πρώτες μόνο ώρες της υποβάθμισης. Κατά τη διάρκεια του 2007 και όσο η αγορά κατοικίας των ΗΠΑ κατέρρεε, η Moody's συνεργάστηκε με εταιρείες της Γουόλ Στριτ όπως η Goldman Sachs, προκειμένου να τις βοηθήσει να κερδίσουν δισεκατομμύρια από το εμπόριο τοξικών ομολόγων, βαθμολογώντας τα με «άριστα» εν μέσω της κρίσης και εξαπατώντας έτσι τους επενδυτές και τις εταιρείες που εμπιστεύονταν τις γνωματεύσεις της. Η Moody's μάλιστα τιμωρούσε τα ανώτερα στελέχη και τους υπαλλήλους της που προέβαιναν σε κριτική των πράξεών της και αντάμειβε όσους συμφωνούσαν μαζί της και συνέβαλλαν με θετικές εκθέσεις για τα τοξικά ομόλογα. Η εταιρεία μετέθεσε σε άλλα τμήματά της όσους θεωρούσαν τα ενυπόθηκα δάνεια επισφαλή και συγκέντρωσε στο τμήμα αξιολόγησης όσους τα θεωρούσαν ασφαλή.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ εξέδωσε μια έκθεση-καταπέλτη για το ρόλο της Moody's και των ανταγωνιστών της Fitch και S&P στην κρίση της αγοράς κατοικίας και στη μετέπειτα τραπεζική κρίση των ΗΠΑ, η οποία αποτέλεσε τον προθάλαμο της παγκόσμιας κρίσης του 2008. Στην έκθεση αυτή αναδεικνυόταν ο τρόπος με τον οποίο, με κίνητρο το προσωπικό τους κέρδος, οι εταιρείες αλλοίωσαν τα πραγματικά συμπεράσματα των αξιολογήσεών τους. Σύμφωνα με συνέντευξη του πρώην μεγαλοστέλεχους της Moody's Μαρκ Φρόμπα (Mark Froeba), ο οποίος είχε προσληφθεί σε αυτή το 1997, η εταιρεία λειτουργεί με γνώμονα το δικό της συμφέρον και όχι το γενικό, πρακτική που, όταν έγινε αντικείμενο κριτικής από τον

ίδιο και άλλα εννέα στελέχη το 2007, οδήγησε στην περιθωριοποίησή τους εντός της εταιρείας. Ο Λόρενς Μακ Ντόναλντ (Lawrence McDonald), αντιπρόεδρος της Lehman Brothers μέχρι την κατάρρευσή της, αναρωτιέται σε βιβλίο του σχετικά με τις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης: «Πώς είναι δυνατόν μια κατηγορία ομολόγων να βαθμολογείται με AAA τη μια ημέρα και την άλλη να υποβαθμίζεται σε “junk”, εκτός και αν έχει συμβεί κάτι εξαιρετικά βλακώδες ή εξαιρετικά ανέντιμο;» (Παναγιώτου Π., Το τανγκό των αγορών & το μεγάλο κόλπο, 2012, εκδόσεις Λιβάνη, σελ.23). Στην πραγματικότητα, οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης υπερδιπλασίασαν τα κέρδη τους κατά τη διάρκεια της κρίσης, βαθμολογώντας με AAA επισφαλή ομόλογα από πιστωτικές κάρτες, στεγαστικά δάνεια, δάνεια για την αγορά αυτοκινήτων, τα οποία είχαν τιτλοποιηθεί από εταιρείες όπως η Goldman και πωλούνταν σε επενδυτικά και ασφαλιστικά ταμεία και σε εταιρείες και ιδιώτες σε ολόκληρο τον κόσμο, μεταφέροντας το ρίσκο από την επερχόμενη κατάρρευση της αξίας τους σε ανυποψίαστους επενδυτές. Τη δική του σημασία επίσης έχει το γεγονός πως κύριοι μέτοχοι στους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι εταιρείες του κεφαλαιακού δικτύου που είδαμε νωρίτερα. Αυτό δημιουργεί μια ισχυρή χρηματιστηριακή «φιλία», η οποία φαίνεται πως είναι ιδιαίτερα προσοδοφόρα τόσο για τους οίκους, όσο και για την τραπεζική ελίτ.

Υπάρχει πλέον ευρεία συναίνεση ότι οι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας συνέβαλαν σημαντικά στη δημιουργία της παρούσας οικονομικής κρίσης, η οποία ξεκίνησε στις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007 με προβλήματα στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου και από τότε έχει πάρει παγκόσμιες διαστάσεις. Οι οργανισμοί υποτίμησαν τον πιστωτικό κίνδυνο που συνδέεται με τα δομημένα πιστωτικά προϊόντα και δεν κατάφεραν να προσαρμόσουν τις αξιολογήσεις τους αρκετά γρήγορα στην επιδείνωση των συνθηκών της αγοράς. Οι οργανισμοί αξιολόγησης είχαν κατηγορηθεί τόσο για μεθοδολογικά σφάλματα όσο και για ανεπίλυτες συγκρούσεις συμφερόντων, με αποτέλεσμα η εμπιστοσύνη των επενδυτών στην αξιοπιστία των αξιολογήσεων να κλονιστεί σοβαρά. Δεν αποτελεί έκπληξη ότι σε αυτό το πλαίσιο, μια έντονη αντιπαράθεση προέκυψε σχετικά με τη διαδικασία της αξιολόγησης, τους οίκους αξιολόγησης, τον ανταγωνισμό και τους κανόνες ευθύνης, προτρέποντας τους πολιτικούς για μεγαλύτερη ρύθμιση και έλεγχο των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, αυτές οι φωνές δεν ήταν αποκλειστικά προϊόν της παρούσας οικονομικής κρίσης. Έχουν εμφανιστεί στην ατζέντα της διεθνούς πολιτικής της χρηματοπιστωτικής αγοράς, αν όχι από πριν από

την κριτική που ασκήθηκε στους οργανισμούς αξιολόγησης για την κρίση χρέους που είχε συμβεί το 1997. Ωστόσο, δεν υπήρξε βιασύνη να λάβουν νομοθετική δράση. Αντίθετα, ο Κώδικας Συμπεριφοράς των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, που δημοσιεύθηκε από τη Διεθνή Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) το 2004, έστειλε ένα σαφές μήνυμα ότι αυτοί που διαμορφώνουν την πολιτική προτίμησαν μια προσέγγιση αυτορρύθμισης. Και αυτή η προσέγγιση φάνηκε να είναι επιτυχής, καθόσον όλοι οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης προσχώρησαν στον Κώδικα. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), η προσέγγιση υποστηρίχθηκε από μια συναίνεση μεταξύ της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR) και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι οποίες συμφώνησαν να τεθεί για λίγο καιρό σε αναμονή. Η φάση της αυτορρύθμισης έχει πλέον λήξει με την έγκριση από την ΕΕ του Κανονισμού για τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Από τότε που ξεκίνησε η χρηματοπιστωτική κρίση, οι πολιτικοί στην Ευρώπη, τόσο σε εθνικό όσο και ευρωπαϊκό επίπεδο έχουν την αυτοπεποίθηση σταθερά στο να καλούν την Ευρώπη να δείξει το δρόμο στη διεθνή ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Παρακάτω θα αναφερθούν κάποια από τα θετικά και αρνητικά στοιχεία, τα οποία έδωσε στη δημοσιότητα η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), όσον αφορά τις αξιολογήσεις δημόσιου χρέους. Τα ζητήματα που περιγράφονται είναι παρατηρήσεις που ισχύουν σε διαφορετικό βαθμό, σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που υπόκεινται στην έρευνα.

2.2.7. Ανεξαρτησία και αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών έχει ανησυχίες ότι σε ορισμένους τομείς που σχετίζονται με τις συγκρούσεις συμφερόντων και την ανεξαρτησία των δραστηριοτήτων αξιολόγησης, οι πραγματικές αδυναμίες ή οι κίνδυνοι που έχουν εντοπιστεί κατά την έρευνα μπορεί να θέσουν σε κίνδυνο την ανεξαρτησία της διαδικασίας αξιολόγησης και την ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

2.2.7.1. Συμμετοχή ανωτέρων σε δραστηριότητες διαχείρισης της βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας

Στην περίπτωση ενός ή περισσότερων οίκων αξιολόγησης, η ESMA παρατήρησε ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου των οίκων αξιολόγησης, συμμετείχαν στη διαδικασία αξιολόγησης. Η συμμετοχή αυτή ήταν υπό τη μορφή συζήτησης με ανώτερους διαχειριστές της κυρίαρχης ομάδας σχετικά με τις κατάλληλες ενέργειες

αξιολόγησης που πρέπει να διενεργηθούν με τη μορφή της άμεσης συμμετοχής τους στη διαδικασία αξιολόγησης με τη ψηφοφορία στις επιτροπές αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA θεωρεί ότι ειδικές δράσεις αξιολόγησης είχαν οδηγηθεί από την ανώτερη διοίκηση, με περιορισμένη ή σε τελικό στάδιο συμμετοχή από τους επικεφαλείς αναλυτές. Σε τουλάχιστον μία περίπτωση, οι επικεφαλείς της ανάλυσης έλαβαν σαφείς οδηγίες και γνώμες από τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη ως προς τις χώρες και τις προτάσεις τους για να τις φέρουν στις επιτροπές αξιολόγησης. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα μέλη του Διοικητικού συμβουλίου με τις ευθύνες της ανάλυσης πρέπει να παρέχουν καθοδήγηση ως προς τη διαδικασία βαθμολόγησης και τη συνέπεια στις αξιολογήσεις μέσα στην ομάδα. Για έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA επίσης παρατήρησε αρκετές περιπτώσεις συμμετοχής του μελών του Διοικητικού συμβουλίου με δικαίωμα ψήφου στις επιτροπές αξιολόγησης.

Ο Κανονισμός θεσπίζει μια ειδική απαγόρευση για τους ανεξάρτητους διευθυντές των οργανισμών αξιολόγησης από το να συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης, οι οποίες δεν προβλέπονται για τα άλλα μέλη του Διοικητικού συμβουλίου. Παράλληλα, απαιτεί συγκεκριμένα οι οργανισμοί αξιολόγησης να διασφαλίσουν την ανεξαρτησία των ατόμων που εμπλέκονται στην ανάθεση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας από τις άλλες δραστηριότητες που διεξάγονται σε εμπορική βάση και με αυτό τον τρόπο οι διαδικασίες αξιολόγησης να μην επηρεάζονται από υπάρχουσες ή ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων ή επιχειρηματικές σχέσεις. Ακόμα και όταν ορισμένα από τα μέλη του Διοικητικού συμβουλίου δεν συμμετέχουν άμεσα στις εμπορικές δραστηριότητες ενός οργανισμού αξιολόγησης, εμπλέκονται, ωστόσο, στις επιχειρηματικές και διοικητικές αποφάσεις σε υψηλότερα επίπεδα, συμπεριλαμβανομένων και συζητήσεων σχετικά με τους επιχειρηματικούς στόχους και τα έσοδα της εταιρείας. Αυτό θα μπορούσε να επηρεάσει την ανεξαρτησία τους κατά τη ψηφοφορία για τις αξιολογήσεις ή κατά την παροχή καθοδήγησης σχετικά με τις αποφάσεις βαθμολόγησης. Επιπλέον, τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη μπορεί να μην έχουν μια πλήρη εικόνα όλων των διαθέσιμων πληροφοριών για έναν συγκεκριμένο φορέα στον οποίο κάποιο οργανισμός αξιολόγησης θα πρέπει να βασίσει την απόφαση για την βαθμολόγηση. Ενώ η ESMA μπορεί να κατανοήσει την ανάγκη για τα ανώτερα στελέχη να συμμετέχουν στην εξασφάλιση της ποιότητας και τη συνέπεια στις αξιολογήσεις που παράγονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης, υπό το φως των παρατηρήσεων που έγιναν παραπάνω, είναι ζωτικής σημασίας οι

οργανισμοί αξιολόγησης να καθορίσουν με σαφήνεια, και όπου χρειάζεται, να αναθεωρήσουν το ρόλο που διαδραματίζει η ανωτέρα διοίκηση στις δραστηριότητες αξιολόγησης, έτσι ώστε να σιγουρευτεί ότι οι αξιολογήσεις εκδίδονται με τρόπο ανεξάρτητο.

2.2.7.2. Επισκόπηση της λειτουργίας συμμετοχής στις δραστηριότητες πιστοληπτικής αξιολόγησης

Ο Κανονισμός απαιτεί από τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας να δημιουργήσουν μια επισκόπηση της λειτουργίας για να εξετάζουν περιοδικά και να αξιολογούν την καταλληλότητα των μεθόδων αξιολόγησης, τα μοντέλα και τις βασικές παραδοχές αξιολόγησης. Η διαδικασία της επανεξέτασης των μεθοδολογιών αξιολόγησης περιλαμβάνει την εξέταση των επιδόσεων της αξιολόγησης, την ιστορική επικύρωση ή τις δοκιμές. Για να διατηρηθεί η αντικειμενικότητα της εποπτείας και να επιτευχθούν οι στόχοι του Κανονισμού, είναι σημαντικό η επανεξέταση των μεθοδολογιών αξιολόγησης να διεξαχθεί από έναν φορέα που είναι ανεξάρτητος από τις καθημερινές δραστηριότητες των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Ο Κανονισμός ρητά απαιτεί η λειτουργία ελέγχου να είναι ανεξάρτητη από την ομάδα που είναι υπεύθυνη για τις δραστηριότητες αξιολόγησης. Η ESMA παρατήρησε ότι σε περισσότερους από έναν οργανισμούς αξιολόγησης, η λειτουργία ελέγχου είχε εμπλακεί σε δραστηριότητες αξιολόγησης με έναν τέτοιο τρόπο που θα μπορούσε να θέσει την ανεξαρτησία της υπό αμφισβήτηση. Συγκεκριμένα, η ESMA παρατήρησε καταστάσεις για έναν ή περισσότερους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, όπου η λειτουργία ελέγχου είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις διαδικασίες αξιολόγησης, συμμετέχοντας ενεργά σε όλα τα στάδια της διαδικασίας λήψης αποφάσεων για αξιολογήσεις δημόσιου χρέους. Σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, σε ένα μέλος της εξέτασης της επίδοσης είχαν δοθεί συγκεκριμένες αναλυτικές ευθύνες για την πιστοληπτική αξιολόγηση για περισσότερο από ένα χρόνο, αλλά η πρακτική αυτή δεν είχε εντοπιστεί από κάποια άλλη λειτουργία εσωτερικού ελέγχου. Η ESMA πιστεύει ότι αυτές οι ελλείψεις θα μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο την ανεξαρτησία της λειτουργίας της εξέτασης, όπως απαιτείται από τον Κανονισμό, και κατά συνέπεια, οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να εξετάσουν προσεκτικά και να αναθεωρήσουν τις πρακτικές τους στον τομέα αυτό.

2.2.7.3. Η έρευνα και η δημοσίευση των δραστηριοτήτων που πραγματοποιούνται από τους οργανισμούς αξιολόγησης

Για έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA παρατήρησε ότι οι κυρίαρχοι αναλυτές ασχολούνται με τις δημοσιεύσεις της έρευνας, όπως είναι τα ειδικά σχόλια, οι τακτικές και οι ad hoc εκθέσεις ή οποιεσδήποτε άλλες τακτικές δημοσιεύσεις σχετικά με έναν ενιαία αξιολογούμενο φορέα είτε σε περιφερειακό είτε σε κεντρικό επίπεδο. Αυτά είναι συμπληρωματικά ως προς τις ρυθμιζόμενες δραστηριότητες αξιολόγησης.

Η ESMA παρατήρησε ότι για έναν ή περισσότερους οίκους αξιολόγησης, η ερευνητική δραστηριότητα αποτελεί σημαντικό μέρος των στόχων που έχουν τεθεί για μεμονωμένους αναλυτές και για την κυρίαρχη ομάδα στο σύνολό της. Πληροφορίες για τη χρήση των στατιστικών προϊόντων της έρευνας συζητούνται τακτικά στις συνεδριάσεις της ομάδας και της διαχείρισης, και τακτικά αναφέρονται σε επίπεδο Διοικητικού Συμβουλίου. Οι εκθέσεις για την έρευνα μπορεί να δημοσιεύονται σαν απάντηση στα αιτήματα των επενδυτών και άλλων χρηστών των οίκων αξιολόγησης για τις απόψεις τους για συγκεκριμένες τάσεις. Οι ερευνητικές δημοσιεύσεις γράφονται από τους αναλυτές των αξιολογήσεων, σε μερικές περιπτώσεις και με την βοήθεια από την εξειδικευμένη έρευνα των αξιωματικών. Οι οίκοι αξιολόγησης τις κάνουν διαθέσιμες ως μέρος της αμειβόμενης συνδρομής τους που παρέχεται από τους άλλους φορείς της ομάδας των οίκων αξιολόγησης. Στην περίπτωση ενός ή περισσότερων οίκων αξιολόγησης, η διαχείριση της κυρίαρχης ομάδας λαμβάνει τακτική ενημέρωση σχετικά με τα έσοδα που παράγονται από τις ερευνητικές δραστηριότητες. Η ESMA κατανοεί ότι η ερευνητική δραστηριότητα συμβάλει στη συνεχιζόμενη παρακολούθηση της βαθμολόγησης των φορέων. Οι σχετικοί οίκοι αξιολόγησης που υποδεικνύονται από την ESMA δείχνουν ότι οι δραστηριότητες αξιολόγησης είναι πάντα προτεραιότητα έναντι της δημοσίευσης της έρευνας.

Ωστόσο, η ESMA έχει διαπιστώσει περιορισμένο ή ακόμα και ανύπαρκτο έλεγχο γύρω από τις ερευνητικές δραστηριότητες. Η ESMA εκφράζει την ανησυχία ότι, αν δεν ελέγχονται επαρκώς, μπορούν να επηρεάσουν την ποιότητα, την ανεξαρτησία και τη διαφάνεια των αξιολογήσεων του δημοσίου χρέους. Συγκεκριμένα, η ESMA βλέπει τον δυνητικό κίνδυνο ότι οι δραστηριότητες της έρευνας και η χρονοβόρα εργασία που απαιτείται για τη σύνταξη και την έγκριση αυτών των εκθέσεων:

- Θα αποσπούσε τους αναλυτές από τον πυρήνα των αναλυτικών καθηκόντων τους (για παράδειγμα, μπορεί να δαπανήσουν περισσότερο χρόνο για να εργάζονται και να σχολιάζουν τους αγοραστές που έχουν περισσότερο ενδιαφέρον για τους συμμετέχοντες στην αγορά και λιγότερο χρόνο για άλλους αγοραστές που έχουν λιγότερο ενδιαφέρον για την αγορά).
- Θα μπορούσε να επηρεάσει τον τρόπο με τον οποίο οι πληροφορίες για τις αξιολογήσεις και για τις μελλοντικές δραστηριότητες αξιολογήσεων αποκαλύπτονται στο κοινό (π.χ. σχετικές πληροφορίες θα μπορούσαν να δίνονται μόνο σε συνδρομητές της έρευνας και όχι σε όλους τους χρήστες των αξιολογήσεων μέσω δραστηριοτήτων αξιολόγησης, όπως είναι οι προβλέψεις βαθμολόγησης).

Η ESMA έχει ζητήσει από έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης να θεσπίσουν τα κατάλληλα μέτρα ελέγχου σε σχέση με τις πραγματικές ή ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων, έτσι ώστε να διασφαλιστεί ότι η ποιότητα των αξιολογήσεων δεν έχει περιοριστεί

2.2.7.4. Συμμετοχή από άλλους φορείς στη διαδικασία αξιολόγησης

Σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA παρατήρησε περιπτώσεις συμμετοχής στη διαδικασία αξιολόγησης από τα μέλη της ομάδας επικοινωνίας ή τα ερευνητικά τμήματα μέσα στους οίκους αξιολόγησης. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα μέλη της ομάδας επικοινωνίας ή οι συντονιστές της έρευνας συμμετείχαν άμεσα στην επιτροπή αξιολόγησης, έστω και χωρίς τη δυνατότητα να ψηφίζουν. Σε άλλες περιπτώσεις, η συμβολή της ομάδας επικοινωνίας παρέκκλινε σε αναλυτικό επίπεδο, στη σύνταξη αναλυτικών πληροφοριών σε πιθανές μελλοντικές αλλαγές των αξιολογήσεων για τους επικεφαλείς αναλυτές. Τέτοια συμμετοχή μπορεί να οδηγήσει σε πραγματική ή δυνητική σύγκρουση συμφερόντων. Για παράδειγμα, οι επικοινωνίες μπορεί να θέλουν να επηρεάσουν το χρονοδιάγραμμα μιας συγκεκριμένης δράσης αξιολόγησης ή μπορεί να έχουν διαφορετικούς στόχους από εκείνους των ομάδων αξιολόγησης, όπως είναι η εκπλήρωση στρατηγικών επικοινωνιακών στόχων ή η προσφορά εξωτερικής έρευνας σε εμπορική βάση. Η ESMA για αυτό το λόγο ζήτησε από έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης να θέσουν ελέγχους προκειμένου να διαχειριστούν κατάλληλα οποιαδήποτε πιθανή σύγκρουση συμφερόντων.

2.2.7.5. Εφαρμογή της διαδικασίας προσφυγής

Για έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA έχει ανησυχίες σχετικά με τον τρόπο που εφαρμόζεται η διαδικασία προσφυγής. Οι εξωτερικές προσφυγές, που ασκούνται από έναν αξιολογούμενο φορέα και ζητούν από έναν οίκο αξιολόγησης να επανεξετάσει την απόφαση για την αξιολόγηση πριν από τη δημοσίευση, είναι ένα σημαντικό μέρος της διαδικασίας αξιολόγησης. Ειδικότερα, ο αξιολογούμενος φορέας μπορεί να δείχνει τεκμηριωμένα λάθη ή να παρέχει στον οίκο αξιολόγησης νέες πληροφορίες, τις οποίες μπορεί να μην είχε λάβει υπόψη και που μπορεί να είναι σχετικές με την απόφαση για την αξιολόγηση. Για αυτό το λόγο είναι σημαντικό οι οργανισμοί αξιολόγησης να εξετάσουν προσεχτικά τέτοιες περιπτώσεις, προκειμένου να εκτιμηθεί κατά πόσο πρέπει να αναθεωρηθεί μια αξιολόγηση πριν από τη δημοσίευσή της.

Η ESMA παρατήρησε περιπτώσεις σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, ότι η δυνατότητα να μην χορηγήσει την προσφυγή είχε συζητηθεί εκ των προτέρων από την ομάδα αξιολόγησης. Επιπλέον, δεν φαίνεται να υπάρχει κάποια επαρκή καθοδήγηση για να εξασφαλιστεί ότι οι αναλυτές αντιμετωπίζουν τις προσφυγές με τέτοιο τρόπο. Με την αφορμή αυτή, προσφυγές μπορεί να αντιμετωπίζονται σαν παράπονα και οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν θα ξανακαλούσαν μια επιτροπή αξιολόγησης για να αποτιμήσει τις νέες πληροφορίες που παρέχονται από τον αξιολογούμενο φορέα και τον αντίκτυπό τους στην απόφαση της αξιολόγησης. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που δεν βασίζονται σε όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, όπως απαιτείται από τον Κανονισμό. Αυτές οι πρακτικές θα πρέπει να αναθεωρηθούν για να διασφαλίσουν ότι κάθε φορά που λαμβάνουν νέο υλικό πληροφοριών, η επίδρασή του στην απόφαση για τη βαθμολόγηση λαμβάνεται επαρκώς υπόψη.

2.2.8. Η εμπιστευτικότητα των πληροφοριών πιστοληπτικής ικανότητας

Σε έναν ή περισσότερους οίκους αξιολόγησης, η ESMA παρατήρησε σημαντικές ελλείψεις και αδυναμίες όσον αφορά τη διαχείριση εμπιστευτικών πληροφοριών. Οι παρατηρήσεις της ESMA με βάση την παρούσα έρευνα αναφέρονται συγκεκριμένα στην πρόσβαση σε πληροφορίες που αφορούν ενέργειες για επερχόμενες αξιολογήσεις, οι οποίες έχουν σαφώς εμπιστευτικό χαρακτήρα. Ο Κανονισμός απαιτεί συγκεκριμένα οι οργανισμοί αξιολόγησης να μην αποκαλύπτουν

οποιοσδήποτε πληροφορίες σχετικά με τις πιστωτικές αξιολογήσεις, επερχόμενες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ή μελλοντικές προβλέψεις αξιολόγησης, εκτός από το βαθμολογούμενο φορέα ή κάποιο οργανισμό που σχετίζεται μέσω ενός άλλου. Για το σκοπό αυτό, οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να διασφαλίσουν ότι οι εργαζόμενοί τους σέβονται το απόρρητο των πληροφοριών για τις αξιολογήσεις και ότι υπάρχουν αρκετοί εσωτερικοί έλεγχοι, οι οποίοι είναι σε θέση να εμποδίσουν την πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες για τις αξιολογήσεις.

Σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA παρατήρησε αρκετές περιπτώσεις αποκάλυψης των επικείμενων δράσεων αξιολόγησης σε μη εξουσιοδοτημένους τρίτους φορείς, πριν από τη δημοσίευση και, σε ορισμένες περιπτώσεις, πριν λάβει μέρος η επιτροπή της αξιολόγησης. Αυτό συνέβη κυρίως πριν από την ημερομηνία καταχώρησης του οίκου ή των οίκων αξιολόγησης, αν και η πρακτική συνεχίστηκε σε ορισμένες περιπτώσεις μετά την εγγραφή. Η ESMA εξέφρασε την ανησυχία της ότι εμπιστευτικές πληροφορίες έχουν περάσει στα χέρια τρίτων, οι οποίοι κανονικά δεν θα έπρεπε να έχουν πρόσβαση σε αυτές. Επιπλέον, οι λειτουργίες εσωτερικού ελέγχου δεν εντόπισαν αυτές τις πρακτικές. Ενώ η ESMA πληροφορήθηκε ότι από τότε αυτή η πρακτική έχει σταματήσει, έχει ζητήσει μια σειρά από διορθωτικά μέτρα για να εξασφαλίσει την πλήρη εμπιστευτικότητα. Ένας ή περισσότεροι οίκοι αξιολόγησης είχαν, μέχρι πρόσφατα, ανεπαρκείς ελέγχους που διεξάγονταν για την κυκλοφορία του υλικού της επιτροπής αξιολόγησης και πληροφορίες για επικείμενες δράσεις αξιολόγησης για τις λειτουργίες εκτός της κυρίαρχης ομάδας. Σε κάποιες περιπτώσεις, εμπιστευτικές πληροφορίες δόθηκαν πριν από μια επιτροπή αξιολόγησης, ή πριν η πράξη αξιολόγησης ανακοινωθεί δημόσια, σε υπόλοιπα μέλη των οίκων αξιολόγησης που δεν ήταν απαραίτητο να τις ξέρουν.

Η ESMA παρατήρησε επίσης περιπτώσεις όπου εξωτερικοί σύμβουλοι επικοινωνίας υποστήριζαν έναν ή περισσότερους οίκους αξιολόγησης όσον αφορά την αποκάλυψη των δράσεων αξιολόγησης, με τη συμφωνία εξωτερικής ανάθεσης που επιτρέπει σε εμπιστευτικές πληροφορίες για τις αξιολογήσεις να μοιραστούν με τους συμβούλους πριν η πράξη της αξιολόγησης δημοσιευτεί. Η ESMA εξέφρασε την ανησυχία της ότι οι πρακτικές αυτές μπορεί να επηρεάσουν την ικανότητα των οίκων αξιολόγησης να ελέγχουν άμεσα τις εμπιστευτικές πληροφορίες στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από το να είναι: 1) αποκαλυπτικές; και 2) χρήσιμες ή να μοιράζονται για το σκοπό των συναλλαγών στα χρηματοπιστωτικά μέσα, ή για οποιονδήποτε άλλο σκοπό εκτός από τη δραστηριότητα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι

οργανισμοί αξιολόγησης πρέπει να διασφαλίσουν ότι οποιαδήποτε συμφωνία εμπιστευτικότητας προστατεύει επαρκώς την εμπιστευτικότητα των πληροφοριών για τις αξιολογήσεις και ότι δημιουργεί τους κατάλληλους ελέγχους για να παρακολουθεί ενεργά και να βεβαιωθεί ότι δεν υπάρχει ακατάλληλη χρήση των πληροφοριών.

Τέλος, όσον αφορά έναν ή περισσότερους οίκους αξιολόγησης, η ESMA ανησυχεί για την επάρκεια των ελέγχων που γίνονται προκειμένου να εξασφαλίσουν την πρόσβαση σε πληροφορίες αξιολόγησης. Με τις πληροφορίες για τις αξιολογήσεις, η ESMA αναφέρεται σε εμπιστευτικά έγγραφα και πληροφορίες σχετικά με τις επερχόμενες δράσεις αξιολόγησης πριν από τη γνωστοποίηση, τα οποία παράγονται, αποθηκεύονται και υποβάλλονται σε επεξεργασία στα συστήματα και στις εφαρμογές των οίκων αξιολόγησης που χρησιμοποιούνται στις διαδικασίες βαθμολόγησης. Συγκεκριμένα, για έναν ή περισσότερους οίκους αξιολόγησης, η ESMA εντόπισε ορισμένες ανεπάρκειες και αδυναμίες στην εξουσιοδότηση για τις πληροφορίες του συστήματος και στην πρόσβαση στα πληροφοριακά συστήματα, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων προνομιακής εξουσιοδότησης και στην ανάρμοστη πρόσβαση σε επίπεδα που δόθηκε στους χρήστες των συστημάτων χωρίς τη σχετική επιχειρηματική ανάγκη.

Οι οίκοι αξιολόγησης θα πρέπει να επανεξετάσουν τους ελέγχους ασφαλείας των πληροφοριών τους και ειδικά εκείνους που αφορούν τους ελέγχους πρόσβασης και τις εξουσιοδοτήσεις και να βεβαιωθούν ότι είναι κατάλληλοι για αυτό το σκοπό και ότι είναι συμβατοί με τις κανονιστικές απαιτήσεις.

2.2.9. Ημερομηνία δημοσίευσης των δράσεων αξιολόγησης

Η ESMA έχει επιφυλάξεις όσον αφορά ορισμένες πτυχές που σχετίζονται με το χρονοδιάγραμμα της διασποράς των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και με το χρόνο που αφιερώνεται για την προετοιμασία των συζητήσεων της επιτροπής αξιολόγησης.

2.2.9.1. Έγκαιρη δημοσίευση των αποφάσεων βαθμολόγησης

Ο Κανονισμός ορίζει σαφώς ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να αποκαλύπτουν οποιαδήποτε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας ή προοπτικής αξιολόγησης σε μια μη επιλεκτική βάση και εγκαίρως. Η σημασία της συμμόρφωσης με την εν λόγω απαίτηση είναι διττή. Από τη μία πλευρά, η έγκαιρη δημοσιοποίηση

των πληροφοριών για τις αξιολογήσεις πρέπει να εξασφαλίζει ότι οι αξιολογήσεις και οι προβλέψεις που παρέχονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης είναι ενημερωμένες και ότι οι χρήστες των αξιολογήσεων ενημερώθηκαν εγκαίρως για οποιαδήποτε αλλαγή στην αξιολόγηση. Από την άλλη πλευρά, συμβάλλει στην προστασία της εμπιστευτικότητας των πληροφοριών. Σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA παρατήρησε σημαντικές και συχνές καθυστερήσεις μεταξύ της απόφασης που έλαβε η επιτροπή αξιολόγησης και τη δημοσίευση του δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα, υπήρξαν περιπτώσεις δημοσίευσης των αξιολογήσεων περισσότερο από πέντε μέρες μετά αφότου η απόφαση για την αξιολόγηση είχε εγκριθεί από την επιτροπή αξιολόγησης και, τουλάχιστον σε μία περίπτωση ακόμα και δύο εβδομάδες μετά την ημερομηνία της επιτροπής.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης εξήγησαν ότι η ανάγκη για την πρόληψη εσφαλμένων πληροφοριών που παρουσιάζονται στο κοινό μπορεί να απαιτούν κάποιο επιπλέον χρόνο, μετά την απόφαση για την αξιολόγηση, πριν η δραστηριότητα της βαθμολόγησης να μπορεί να δημοσιευθεί. Παρά την ανάγκη να εξασφαλίζεται ότι οι σωστές πληροφορίες δημοσιεύονται, η ESMA θεωρεί ότι η παράταση του χρόνου μεταξύ των αποφάσεων αξιολόγησης και τη δημοσιοποίηση των δραστηριοτήτων της βαθμολόγησης στο κοινό δημιουργεί σοβαρό κίνδυνο οι χρήστες των αξιολογήσεων να μην λαμβάνουν πληροφορίες σχετικά με τις αλλαγές στην πιστοληπτική ικανότητα ενός αξιολογούμενου φορέα σε εύθετο χρόνο. Επιπλέον, η καθυστέρηση μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη διατήρηση της εμπιστευτικότητας των πληροφοριών αξιολόγησης.

2.2.9.2. Χρονοδιάγραμμα της κοινοποίησης προς τον αξιολογούμενο φορέα

Εκτός από την απαίτηση της επικαιρότητας, ο Κανονισμός θεσπίζει την υποχρέωση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να κοινοποιούν πλήρως 6 μέρες πριν από τη δημοσίευση ενός αξιολογούμενου φορέα σχετικά με τις δραστηριότητες της αξιολόγησης και τους λόγους που γίνεται αυτή. Ο μηχανισμός αυτός προορίζεται να δώσει στον επενδυτή την ευκαιρία να επισημάνει στους οργανισμούς αξιολόγησης τυχόν ανακρίβειες. Επίσης, είναι ένας μηχανισμός που χρησιμοποιείται για να παρέχει κάθε νέα πληροφορία που μπορεί να είναι ουσιαστική για την απόφαση της αξιολόγησης. Αυτό είναι ένα σημαντικό βήμα για να διασφαλιστεί ότι οι αξιολογήσεις βασίζονται σε διεξοδική ανάλυση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών σχετικά με την αξιολόγηση. Σε έναν ή περισσότερους

οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA παρατήρησε ελλείψεις στην εφαρμογή του κανόνα αυτού, όπως ορίζεται στον Κανονισμό.

Επίσης, μέχρι τις αρχές του 2012, υπήρχε έλλειψη σαφήνειας σχετικά με το ρόλο των επικεφαλών αναλυτών, συμπεριλαμβανομένων των ανώτερων μελών της κυρίαρχης ομάδας, όσον αφορά την ακριβή κανονιστική απαίτηση. Αυτό οδήγησε σε ένα περιστατικό κατά την εφαρμογή του κανόνα κοινοποίησης βάσει του οποίου μια αξιολόγηση δόθηκε στη δημοσιότητα πριν ο κυρίαρχος φορέας να έχει επαρκή χρόνο για να εξετάσει τη δράση της αξιολόγησης.

Τέλος, η ESMA παρατήρησε ελλείψεις στους εσωτερικούς ελέγχους τους διεθνούς εμπορίου γύρω από την εφαρμογή του κανόνα αυτού. Η ESMA έχει εγείρει ανησυχίες σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σχετικά με την έλλειψη των κατάλληλων ελέγχων ή την επάρκεια και την αποτελεσματικότητα των ελέγχων προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι πληροφορίες αξιολόγησης δεν δημοσιεύονται κατά τη διάρκεια της περιόδου 24 ωρών. Συγκεκριμένα, σε έναν ή περισσότερους οίκους αξιολόγησης, οι έλεγχοι δεν ήταν αυτόματοι. Τουλάχιστον σε δύο περιπτώσεις, αυτό έχει οδηγήσει σε αξιολογήσεις που δημοσιεύθηκαν πριν να έχει λήξει η προθεσμία κοινοποίησης. Η ESMA έχει ζητήσει διορθωτικές ενέργειες για την αντιμετώπιση των ελλείψεων που παρατηρήθηκαν.

2.2.9.3. Ο χρόνος που διατίθεται για την προετοιμασία της επιτροπής αξιολόγησης

Για έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA σημείωσε περιπτώσεις όπου κατά την αξιολόγηση του υλικού από την επιτροπή αξιολόγησης, αυτό διανεμήθηκε στα μέλη σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα – σε αρκετές περιπτώσεις σε λιγότερο από 24 ώρες πιο πριν, και σε ορισμένες, μόνο μία ή δύο ώρες πριν από την έναρξη της συζήτησης της επιτροπής. Η ESMA ανησυχεί γιατί η μη έγκαιρη κυκλοφορία του υλικού της επιτροπής αξιολόγησης δεν μπορεί να δώσει επαρκή χρόνο στους συμμετέχοντες να προετοιμαστούν για τη συνάντηση, ιδίως σε περιόδους υψηλής μεταβλητότητας αξιολόγησης, όταν οι αναλυτές ξοδεύουν σημαντικά ποσά του χρόνου τους σε επιτροπές αξιολόγησης. Ενώ η ESMA κατανοεί την ανάγκη για τους οργανισμούς αξιολόγησης να ανταποκρίνονται σε απρόβλεπτα γεγονότα, θα πρέπει επίσης να λάβουν μέτρα για να διασφαλίσουν ότι οι υπεύθυνοι για τη λήψη δράσης της αξιολόγησης είχαν τον απαραίτητο χρόνο για να προετοιμαστούν για την απόφαση αξιολόγησης.

2.2.10. Πόροι που διατίθενται για τις αξιολογήσεις δημόσιου χρέους

Η διερεύνηση της ESMA εξέτασε επίσης την οργάνωση των κυρίαρχων ομάδων και τους πόρους που διατίθενται σε αυτές, για να ελέγξει αν οι ομάδες των αναλυτών είναι επαρκώς επανδρωμένες και ότι οι αναλυτές έχουν επαρκείς γνώσεις και εμπειρία για να κάνουν τη δουλειά τους αποτελεσματικά. Η ESMA εξέτασε επίσης την κατανομή των αρμοδιοτήτων και ευθυνών στις ομάδες βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.

2.2.10.1. Αξιολόγηση της επάρκειας των πόρων

Σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA έχει ανησυχίες σχετικά με τους μηχανισμούς για την αξιολόγηση της επάρκειας των πόρων. Τέτοιες εκτιμήσεις έχουν αφευθεί ως επί το πλείστον στην κρίση των ανώτερων διευθυντικών στελεχών των ομάδων. Ωστόσο, υπό το πρίσμα της σημαντικής μεταβλητότητας που οι αξιολογήσεις του δημόσιου χρέους έχουν βιώσει τα τελευταία χρόνια και τις αλλαγές στην πολυπλοκότητά τους, τους παράγοντες και τις παραδοχές κινδύνου, η ESMA θεωρεί ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν πρέπει να βασίζονται αποκλειστικά σε υψηλού επιπέδου ποιοτικές παραμέτρους αλλά να βελτιώσουν περαιτέρω τον τρόπο που αξιολογούν την επάρκεια της στελέχωσης. Είναι εξαιρετικά σημαντικό οι οίκοι αξιολόγησης να παρακολουθούν προσεκτικά σε συνεχή βάση την επάρκεια του προσωπικού που διατίθεται για τις δραστηριότητες αξιολόγησης, και αυτές οι πληροφορίες να γνωστοποιούνται τακτικά στην ανώτερη διαχείριση και στις λειτουργίες του ελέγχου.

2.2.10.2. Η γνώση και η εμπειρία των πόρων

Σε ένα ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης η ESMA διαπίστωσε ότι οι κυρίαρχες αναλυτικές ευθύνες σε ορισμένες περιπτώσεις κατανέμονταν σε χαμηλόβαθμα ή νέα μέλη του προσωπικού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι οργανισμοί αξιολόγησης τοποθετούσαν μέτρα ελέγχου (όπως η υποστήριξη των πολύ ανώτερων αναλυτών), για να διασφαλίσουν ότι οι πόροι αυτοί εκτελούν επαρκώς τα καθήκοντά τους. Ωστόσο, η ESMA θεωρεί ότι αυτή η πρακτική θέτει την ποιότητα των αξιολογήσεων σε κίνδυνο. Σε περιόδους έντονου φόρτου εργασίας, οι έλεγχοι που θεσπίζονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης μπορεί να μην λειτουργήσουν αποτελεσματικά. Οι ανώτεροι αναλυτές έχουν την ευθύνη για την εκπόνηση των αξιολογήσεων που έχουν ανατεθεί. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πρέπει να

εξασφαλίσουν ότι χρησιμοποιούν τους πόρους με την κατάλληλη γνώση και εμπειρία για την εκτέλεση αυτών των καθηκόντων.

Σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης, η ESMA επίσης παρατήρησε την αυξανόμενη εμπιστοσύνη που οδηγεί τους αναλυτές να τοποθετούν πολύ νέο προσωπικό σε θέσεις υποστήριξης. Η ESMA εξέφρασε την ανησυχία της ότι η αυξανόμενη χρήση του προσωπικού υποστήριξης δεν μπορεί να συνοδεύεται από έναν επαρκή ορισμό των καθηκόντων που μπορούν να ανατεθούν σε νεότερα μέλη και πως οι αναλυτές θα πρέπει να ελέγχουν την καταλληλότητα των εργασιών τους. Στο τέλος, αυτό θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο την ποιότητα των αξιολογήσεων. Ως εκ τούτου, επαρκείς έλεγχοι πρέπει να γίνουν για τον καθορισμό του πεδίου εφαρμογής του υποστηρικτικού προσωπικού.

2.2.10.3. Ορισμός των αρμοδιοτήτων και των ευθυνών

Ο Κανονισμός απαιτεί επίσης από τους οργανισμούς αξιολόγησης να εφαρμόζουν και να διατηρούν τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων και τις οργανωτικές δομές που προσδιορίζουν σαφώς και με τεκμηριωμένο τρόπο τις ιεραρχικές σχέσεις και την κατανομή καθηκόντων και αρμοδιοτήτων. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία για τη διασφάλιση της ακεραιότητας και της ανεξαρτησίας της διαδικασίας αξιολόγησης, καθώς και για την αποφυγή σφαλμάτων που έχουν ανατεθεί και αποκαλυφθεί στο κοινό. Η ESMA διαπίστωσε ότι μέχρι πρόσφατα, ένας ή περισσότεροι οίκοι αξιολόγησης δεν είχαν σε ορισμένες περιοχές έναν σαφή ορισμό των αρμοδιοτήτων και των ευθυνών εντός της κυρίαρχης ομάδας και μεταξύ της κυρίαρχης ομάδας και άλλων αναλυτικών λειτουργιών, όπως απαιτείται από τον Κανονισμό. Ως αποτέλεσμα, η ESMA θεωρεί ότι υπήρχε σημαντικός κίνδυνος να επικαλυφθούν οι δραστηριότητες ανάμεσα στην κυρίαρχη ομάδα και άλλες ομάδες, ιδίως για ορισμένους τύπους αξιολόγησης που εξαρτώνται τόσο σε πιστοληπτική ικανότητα όσο και σε μια άλλη αξιολόγηση που αποδίδεται από τον οίκο αξιολόγησης. Αυτό οδήγησε σε περιπτώσεις όπου η έλλειψη σαφήνειας ως προς το ποιος αναλυτής ήταν υπεύθυνος για την αλλαγή της αξιολόγησης, οδήγησε σε σφάλματα στις εκτιμήσεις που δίνονταν ή στις τροποποιήσεις που επέρχονταν σε μεταγενέστερο στάδιο.

2.2.11. Καλές πρακτικές

Κατά τη διάρκεια της έρευνας, η ESMA παρατήρησε επίσης ορισμένες ορθές πρακτικές.

2.2.11.1. Επάρκεια των πόρων

Σε έναν οργανισμό αξιολόγησης, ένα λεπτομερές εργαλείο είχε αναπτυχθεί για τη συνεχή αξιολόγηση της επάρκειας των πόρων, η οποία περιλαμβάνει μακρόπνοα σχέδια για την αυξανόμενη χρήση των πόρων, και διακρίνει μεταξύ προαιρετικού και μη προαιρετικού προσωπικού. Το εργαλείο αυτό χρησιμοποιείται από την κυρίαρχη ομάδα για να βεβαιωθεί ότι διαθέτει επαρκείς πόρους σε κάθε επίπεδο του προσωπικού για την εκτέλεση των καθηκόντων που τους ανατίθενται.

2.2.11.2. Προγράμματα αναλυτικής κατάρτισης

Σε ορισμένες περιπτώσεις, προηγμένα προγράμματα κατάρτισης είχαν αναπτυχθεί για την ενίσχυση των αρμοδιοτήτων του αναλυτικού προσωπικού. Τα προγράμματα κατάρτισης καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα θεμάτων τόσο αναλυτικής όσο και μη αναλυτικής φύσης. Σε ορισμένες περιπτώσεις, περιλαμβάνουν διαφορετικό επίπεδο της πιστοποίησης, η οποία είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τα μέλη του προσωπικού να πάρουν πριν αναλάβουν συγκεκριμένους ρόλους (π.χ. ο ρόλος του επικεφαλής αναλυτή) ή ασκήσουν ορισμένες δραστηριότητες (π.χ. αλληλεπίδραση με τον Τύπο).

2.2.11.3. Περισσότερη πρόκληση στις συζητήσεις της επιτροπής αξιολόγησης

Οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν διαφορετικούς εσωτερικούς κανόνες για τη λειτουργία των επιτροπών αξιολόγησης. Η ESMA παρατήρησε ένα παράδειγμα όπου οι πρακτικές που εισήχθησαν από τους οργανισμούς αξιολόγησης στόχευαν να ενισχύσουν την πρόκληση της σύστασης που έγινε από τον επικεφαλής αναλυτή και την ανεξάρτητη έκφραση των ψήφων των μελών της επιτροπής.

2.2.11.4. Συνέπεια και συνέχεια σε κρατικά χαρτοφυλάκια

Οργανωτικοί κανόνες είχαν εισαχθεί σε έναν ή περισσότερους οργανισμούς αξιολόγησης για να εξασφαλιστεί η συνέχεια και η συνέπεια στην αναλυτική δραστηριότητα σε περίπτωση αλλαγής των επικεφαλών αναλυτών που είναι υπεύθυνοι για την πιστοληπτική αξιολόγηση. Συγκεκριμένα, όταν ένας αναλυτής αναλαμβάνει ένα καινούριο χαρτοφυλάκιο, επικουρείται από τον προηγούμενο αναλυτή για μέχρι και ένα χρόνο για να ενισχύσει την κατανόησή του για τη συγκεκριμένη αρμοδιότητα.

2.2.11.5. Ανάλυση των βαθύτερων αιτιών

Μετά από το περιστατικό κατά την εφαρμογή του κανόνα των 12 ωρών που αναφέρθηκε λίγο παραπάνω, μια εσωτερική έρευνα πραγματοποιήθηκε με σκοπό την εξακρίβωση των αιτιών που προκάλεσαν το γεγονός, και αυτό οδήγησε στην αναθεώρηση των εσωτερικών πολιτικών και διαδικασιών, καθώς και την κατάρτιση του ανώτερου προσωπικού για να προσφέρουν σαφήνεια σχετικά με τις ακριβείς κανονιστικές απαιτήσεις. Σε μια άλλη περίπτωση, ένας οργανισμός αξιολόγησης είχε αναθεωρήσει τις διαδικασίες του για τη διανομή των εμπιστευτικών πληροφοριών αξιολόγησης πριν από τη δημοσίευση και φρόντισε νωρίτερα ώστε οι κακές πρακτικές να εξαλειφθούν.

2.2.12. Ανακεφαλαίωση

Η ESMA έκανε παρατηρήσεις σε όλους τους τομείς που αξιολογούνται κατά τη διάρκεια της έρευνάς της και έχει παρακολουθήσει μέσω διορθωτικών σχεδίων δράσης τους μεμονωμένους οργανισμούς αξιολόγησης πάνω στα αντίστοιχα ζητήματά τους. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι οργανισμοί αξιολόγησης είχαν προτείνει διορθωτικά μέτρα και σε μερικές περιπτώσεις είχαν πάρει ήδη αυτά τα μέτρα για να αντιμετωπίσουν τα ζητήματα που επισημάνθηκαν. Τα πορίσματα και τα συμπεράσματα που περιέχονται στην παρούσα έκθεση έχουν ενδιαφέρον όχι μόνο για τους οίκους αξιολόγησης που συμμετείχαν στην έρευνα, αλλά και για οποιοδήποτε άλλο οργανισμό αξιολόγησης που είναι εγγεγραμμένος στην ESMA και υπόκειται στην εποπτεία της. Είναι επίσης πιθανό να είναι εφαρμόσιμα και σε άλλους τύπους αξιολογήσεων που εκδίδονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Συγκεκριμένα, η εμπιστευτικότητα των πληροφοριών για τη βαθμολόγηση είναι ένα κρίσιμο ζήτημα και όλοι οι εγγεγραμμένοι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα για να διασφαλίσουν ότι τέτοιες πληροφορίες προστατεύονται επαρκώς και ότι πληροφορίες δεν αποκαλύπτονται ή καταχρούνται εκ των προτέρων από μη εξουσιοδοτημένους τρίτους. Η εφαρμογή των κατάλληλων εσωτερικών ελέγχων των πληροφορικών συστημάτων, συμπεριλαμβανομένων των ελέγχων της ασφάλειας των πληροφοριών, αποτελεί ουσιώδες στοιχείο για την αποτελεσματική διανομή της συμμόρφωσης με τον Κανονισμό. Οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να καθορίσουν με σαφήνεια το ρόλο που παίζουν τα διάφορα μέρη που συμμετέχουν στη διαδικασία της αξιολόγησης, έτσι ώστε να διασφαλιστεί η ανεξαρτησία, η ποιότητα και η ακεραιότητά τους ανά πάσα στιγμή. Οι εγγεγραμμένοι

οργανισμοί αξιολόγησης πρέπει να εντοπίσουν και να μετριάσουν όλες τις πραγματικές ή δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων που ενδέχεται να επηρεάσουν τις βαθμολογίες. Με τον τρόπο αυτό, θα πρέπει να διασφαλίσουν ότι δεν θα επικεντρωθούν μόνο στις πιο εμφανείς περιοχές των συγκρούσεων συμφερόντων, όπως αυτές απορρέουν από τις υπάρχουσες επιχειρήσεις ή τις συμβατικές σχέσεις.

Τέλος, όλοι οι εγγεγραμμένοι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν καθιερώσει πολιτικές και διαδικασίες που εξασφαλίζουν τη συνεχή συμμόρφωση με τον Κανονισμό. Είναι ζωτικής σημασίας οι οργανισμοί αξιολόγησης να λειτουργούν χωρίς διαφορές μεταξύ αυτών των τυπικών διαδικασιών και τον τρόπο με τον οποίο τίθενται σε εφαρμογή από το προσωπικό τους. Η ESMA αντιλαμβάνεται τον κίνδυνο ότι αυτές οι διαφορές εξασθενούν την ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και τη συμμόρφωση των οργανισμών αξιολόγησης με τον Κανονισμό. Όλοι οι οργανισμοί αξιολόγησης θα πρέπει να λάβουν σοβαρά υπόψη τα θέματα που επισημαίνονται, προκειμένου να ενσωματωθεί ορθά η εφαρμογή του Κανονισμού για τους οίκους αξιολόγησης και τους στόχους της στις πρακτικές της εργασίας τους και για να εξαλείψει τυχόν υφιστάμενες πρακτικές και διαδικασίες, οι οποίες έρχονται σε σύγκρουση με αυτά. Η ESMA παρακολουθεί ατομικά τους οργανισμούς αξιολόγησης για να εξασφαλιστεί ότι τα προβλήματα που εντοπίστηκαν στην έκθεσή της έχουν επαρκώς αποκατασταθεί. Ομοίως, η ESMA θα εξετάσει όλους τους άλλους εγγεγραμμένους οργανισμούς αξιολόγησης ως μέρος της εν εξελίξει εποπτείας που ασκεί.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ευθύνη που βαρύνει τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για τη χρηματοπιστωτική κρίση έχει αναλυθεί σε βάθος από αυτούς που χαράσσουν την πολιτική και από διάφορες ομάδες εμπειρογνομόνων κατά τους τελευταίους δεκαοχτώ μήνες. Ορισμένες από τις προτεινόμενες ρυθμίσεις προχώρησαν πολύ περισσότερο από τις αλλαγές που προβλέπονται στον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τους οίκους πιστοληπτικής ικανότητας. Οι προσδοκίες επομένως από τον αντίκτυπο του Κανονισμού δεν θα πρέπει να είναι υπερβολικά υψηλές. Οι πολιτικοί το γνωρίζουν πολύ καλά αυτό και βλέπουν σαν πρωταρχικό σκοπό του Κανονισμού την αντιμετώπιση του προβλήματος της σύγκρουσης των συμφερόντων. Όπως έχουν τα πράγματα, υπάρχει μια καλή πιθανότητα ότι αυτό μπορεί να επιτευχθεί. Λόγω του περιορισμένου πεδίου εφαρμογής της επιλεγμένης προσέγγισης ωστόσο, είναι ξεκάθαρο ότι μπορεί να κάνει μόνο μια ειδική συμβολή στη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, κυρίως σε περιοχές όπου η αστάθεια έχει προκληθεί από συγκρούσεις συμφερόντων ή γενικά προβλήματα της εταιρικής διακυβέρνησης. Καίρια ζητήματα, όπως η έλλειψη ανταγωνισμού στην αγορά αξιολογήσεων, η αξιοπιστία, και πάνω από όλα το προκυκλικό αντίκτυπο των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας παραμένουν άλυτα. Θα πάει πολύ πέρα από το πεδίο εφαρμογής της παρούσας εργασίας να υποβάλλει λεπτομερείς προτάσεις για την επίλυσή τους. Αντ' αυτού, αυτές οι τελικές παρατηρήσεις θα περιοριστούν στο να περιγράψουν ποιες προσεγγίσεις φαίνεται να είναι οι πιο ελπιδοφόρες από την οπτική των τραπεζών στη Γερμανία.

Παρόλο που δεν είναι πολύ πιθανό να δούμε κάποια σημαντική πρόταση σχετικά με την οικονομική ευθύνη πέρα από την έμφαση στη σημασία της διασφάλισης ότι κάθε αξιολόγηση που έχει εκδοθεί είναι της υψηλότερης δυνατής ποιότητας, αυτό δεν ισχύει για τα άλλα δύο θέματα που αναφέρθηκαν. Είναι αλήθεια ότι δεν υπάρχει μια απλή λύση για κανένα από αυτά τα προβλήματα. Ο ανταγωνισμός ανάμεσα στους οργανισμούς αξιολόγησης είναι θεμιτός καθώς ενθαρρύνει αξιολογήσεις υψηλής ποιότητας και τη συνεχή βελτίωσή τους. Η προώθηση όμως μεγαλύτερου ανταγωνισμού δεν θα είναι καθόλου εύκολη. Τα εμπόδια για την είσοδο στην αγορά είναι εξαιρετικά υψηλά. Αλλά η διευκόλυνση της εισόδου στην αγορά προσφέροντας πολιτική υποστήριξη για έναν ευρωπαϊκό οίκο αξιολόγησης, για παράδειγμα, θα βελτιώσει ελάχιστα την ποιότητα μέσω του ανταγωνισμού. Το ίδιο ισχύει και για την πολιτική παρέμβαση με τη μορφή κανόνων που απαιτούν ένα ορισμένο ποσοστό των

αξιολογήσεων που πρέπει να εκδίδονται από τους εθνικούς ή περιφερειακούς οργανισμούς αξιολόγησης. Ένα εμπόδιο για την αύξηση του ανταγωνισμού είναι το ζήτημα ποιος θα πρέπει να πληρώσει για μια βαθμολογία. Η τρέχουσα πολιτική των ολιγοπωλίων είναι απίθανο να σπάσει κάτω από το υπάρχον «ο εκδότης πληρώνει» σύστημα επειδή ούτε οι εκδότες ούτε οι οίκοι αξιολόγησης έχουν συμφέρον για περισσότερες αξιολογήσεις. Ωστόσο, η στροφή στο «ο επενδυτής πληρώνει» μοντέλο δεν αναμένεται από μόνη της να παράγει μια γρήγορη λύση. Ενώ στο «ο εκδότης πληρώνει» μοντέλο, ο ανταγωνισμός μπορεί να οδηγήσει σε φουσκωμένες αξιολογήσεις επειδή η εταιρεία επιλέγει ποιος θα πρέπει να την αξιολογεί, στο «ο επενδυτής πληρώνει» μοντέλο υπάρχει το πρόβλημα του «τζαμπατζή» και δεν είναι σαφές πως μπορεί η ελεύθερη αγορά να το λύσει. Αυτό το δίλημμα θα μπορούσε, ωστόσο, να λυθεί με την αποσύνδεση του προβλήματος του ανταγωνισμού από την αγορά των αξιολογήσεων. Η υπηρεσία που απαιτείται είναι η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ή το ρίσκο αθέτησης. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι μόνο ένα από τα μέσα που είναι σε θέση να εκτελέσουν αυτό το έργο. Οι συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης, για παράδειγμα, εκπληρώνουν μια παρόμοια λειτουργία από ένα εναλλακτικό σημείο εκκίνησης. Εάν η σχετική αγορά ορίζεται με αυτόν τον τρόπο, η ίδια η ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών θα έχει αυτόματα παίξει άμεσο ρόλο στην ενίσχυση του ανταγωνισμού επειδή με τη χρήση των αξιολογήσεων για τη ρύθμιση των αγορών συμβάλει άμεσα στη μείωση του ανταγωνισμού.

Η καταχώριση ως εθνικά αναγνωρισμένοι οργανισμοί στατιστικής αξιολόγησης ή εξωτερικοί οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης τοποθετεί τους οίκους αξιολόγησης σε μια θέση ανειδίκευτης αρχής ως κεντρική πηγή πληροφοριών σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των ομολόγων και δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αυτό καθιστά σαφές ότι το πρόβλημα του ανταγωνισμού συνδέεται άμεσα με το βαθμό στον οποίο η χρήση ελέγχου των αξιολογήσεων έχει επιδεινώσει την προκυκλικότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Το πρόβλημα δεν μπορεί να επιλυθεί, ως εκ τούτου, με την αύξηση του ανταγωνισμού αποκλειστικά μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης αλλά, πάνω από όλα, με την αναζήτηση εναλλακτικών προσεγγίσεων για την εκτίμηση του κινδύνου για κανονιστικούς σκοπούς και επομένως για τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Μια τέτοια ρύθμιση έχει τη δυνατότητα να μειώσει σταδιακά το ρόλο που διαδραματίζουν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας όσον αφορά τη ρύθμιση των

χρηματοπιστωτικών αγορών. Η ανάγκη να μειωθεί η εξάρτηση των κανονισμών και των εποπτικών πρακτικών από τις αξιολογήσεις εξετάζεται και από το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ (2009).

Μια διαφορετική προσέγγιση σε τρία στάδια για τη μείωση της προκυκλικότητας έχει προταθεί από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Ως πρώτο βήμα, οι πολιτικοί θα πρέπει να έχουν μια καλή αντίληψη του κινδύνου που ενυπάρχει σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. «Χάρτες βαθμολόγησης» μπορούν να προσφέρουν ένα πρότυπο για τη χάραξη πολιτικής που θα εντοπίζει τους διάφορους διαύλους μέσω των οποίων οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να οδηγήσουν σε συστημικό κίνδυνο. Δεύτερον, οι πολιτικοί θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους κινδύνους που ενυπάρχουν στις αξιολογήσεις από τη στιγμή που εντοπίζονται. Μια χρήσιμη μέθοδος για τη μέτρηση της συστημικής έκθεσης σε κίνδυνο υποβάθμισης κατά τη διάρκεια αναπτυξιακών περιόδων θα ήταν για τις ρυθμιστικές αρχές και τους φορείς ο αυστηρός έλεγχος του ισολογισμού τους και των θέσεων εκτός ισολογισμού. Και τέλος, τα συστημικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία είναι ευάλωτα σε απότομες υποβαθμίσεις των αξιολογήσεων μπορεί να κατέχουν περισσότερα κεφαλαιακά αποθέματα ή ρευστότητα (Sy 2009).

Φυσικά, αυτή η κλήση για αναζήτηση εναλλακτικών προσεγγίσεων για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας απευθύνεται επίσης και στους επενδυτές. Θα πρέπει να μειώσουν την εξάρτησή τους από τις αξιολογήσεις, στηρίζοντας τις επενδυτικές αποφάσεις τους σε ένα ευρύτερο φάσμα δεικτών. Αυτό θα μπορούσε να μειώσει τον κίνδυνο της υποβάθμισης των αξιολογήσεων που ακολουθείται από τις μαζικές πωλήσεις, υποτιμήσεις και πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Οι πιο ελπιδοφόροι δείκτες για να εξετάσει κανείς θα είναι εκείνοι που αντικατοπτρίζουν μια επιδείνωση στην πιστωτική ποιότητα πιο γρήγορα από ότι συμβαίνει με τις πιστωτικές αξιολογήσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση

1. Ahrens, J. (2012). *Bessere Governance durch mehr Flexibilisierung*. Wirtschaftsdienst, 4/2012, pp. 225-230
2. Afonso A., P. Gomes, P. Rother (2011), *Short- and long-run determinants of sovereign debt credit ratings*, in: International Journal of Finance and Economics, Vol. 16, No. 1, pp. 1-15
3. Afonso, A., D. Furceri, P. Gomes (2011), *Sovereign credit ratings and financial markets linkages – Application to European data*, European Central Bank, working paper, No. 1347
4. Alsakka, R., O. ap Gwilym (2011), *Rating agencies' signals during the European sovereign debt crisis: Market impact and spillovers*, Bangor Business School, working paper
5. Arghyrou, M. G. and Kondonikas, A. (2010). *The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion*. Seminar at the Hellenic Observatory, The European Institute, LSE
6. Aslund, A. (2011). *The Failed Political Economy of the Euro Crisis*. http://www.caserearch.eu/sites/default/files/publications/Ebrief_2011_10_Aslund.pdf
7. Becker, Bo and Milbourn T. 2009, *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, Harvard Business School Working Paper pp. 09-051.
8. Bis-Bank for international settlement (2011). *Preliminary international banking statistics, fourth quarter 2010*, April 2011, <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>
9. Becker, B. T. Milbourn (2010), *How did increased competition affect credit ratings*, NBER Working Paper 16404
10. Benmelech, E., J. Dlugosz (2009), *The alchemy of CDO credit ratings*, NBER Working Paper 14878
11. Berleman, M. and H. Vöpel (2011), *On the Dynamics of a Communication-induced Speculative Bubble*, Working Paper, Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg

12. BOHN, F. and DE JONG E. (2011). *The 2010 euro crisis stand-off between France and Germany: leadership styles and political culture*. International and Economic Policy (2011) 8:7–14
13. Bolton, P. et al. (2009), *The credit ratings game*, NBER Working Paper 14712, 2009
14. BUITER, W. and RAHBARI E. (2011). *The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe'*, <http://www.willembuiter.com/3scenarios.pdf>
15. Calomiris C. and Mason J. 2009, *Conflicts of Interest, Low-Quality Ratings, and Meaningful Reform of Credit and Corporate Governance Ratings*, unpublished manuscript.
16. Cantor R. and F. Packer (1996), *Determinants and impact of sovereign credit ratings*, in: FRBNY Economic Policy Review, Vol. 2, No. 2, pp. 37-53
17. Cantor, P. and C. Mann (2007), *Analyzing the Trade Off between Ratings Accuracy and Stability*, in: Journal of Fixed Income, Vol. 16, No. 4, pp. 60-68
18. Croce , A., S. Lugo, R. Faff (2011), *Rating Alignment, Rating Shopping and Reputation of Credit Rating Agencies: Evidence from the Sub- Prime Crisis*
19. Daianu, D. (2012). *Euro Zone Crisis and EU Governance: Tackling a Flawed Design and Inadequate Policy Arrangements*, Warsaw, Center for Social and Economic Research.
20. Darvas, Z., Pisany-Ferry J. and Sapir, A. (2011). *A Comprehensive Approach to the Euro Area Debt Crisis*. Bruegel Policy Brief I, Issue 02, Brussels
21. De Grauwe, P. (2012). *A self-inflicted crisis*. CEPS Commentary, 31 May 2012.
22. Deeg R. and O'Sullivan M., 2009. *The political Economy of Global Finance Capital*. World Politics, Vol 61, No. 4 pp731-763
23. Detragiache, E., A. Spilimbergo (2001), *Crises and Liquidity – Evidence and Interpretation*, IMF Working Paper 01/2
24. DULLIEN, S. and U. GUEROT (2012). *The Long Shadow of Ordoliberalism: Germany's Approach to the Euro Crisis*. ECFR/49. http://www.ecfr.eu/page/-/ECFR49_GERMANY_BRIEF_AW.pdf
25. Economist (2011). Europe's big two – *The Nico and Angela show*. <http://www.economist.com/node/21536868>
26. Eichengreen, B. (2009). *Was the euro a mistake?*, <http://voxeu.org/index.php?q=node/2815>

27. Eichengreen, B. (2012). European Monetary Integration with Benefit of Hindsight. *Journal of Common Market Studies*, 50 (1), p. 123-136.
 28. Financial Times (2012). *Banking union and the euro's future*. <http://www.ft.com/cms/s/0/f7485428-ac0e-11e1-923a-00144feabdc0.html#axzz1xI68JceD>
 29. Fuest, C. (2012). *Wir brauchen eine Bankenunion*. <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/schuldenkrise-wir-brauchen-einebankenunion-11776758.html>
 30. Goldstein, M. et al. (2000), *Assessing financial vulnerability: An early warning system for emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC
 31. Gwilym O. and R. Alsakka (2011), *Sovereign Rating Actions: Is the Criticism Justified?* *Intereconomics*, 5/2011
 32. Hallerberg, M., Strauch, R. and Hagen, J. VON (2009). *Fiscal Governance in Europe* (Cambridge: Cambridge University Press).
 33. Hill, C. A. 2004. *Regulating the Rating Agencies*. Washington, DC: Georgetown University Law Center. <http://ssrn.com/abstract=452022> (accessed 25 June 2009).
 34. Höpner, M. and Rödl F. (2012). *Illegitim und rechtswidrig: Das neue makroökonomische Regime im Euroraum*. *Wirtschaftsdienst*, 4/2012, pp. 219-2012
 35. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Technical Committee. 2004. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating*, IOSCO Public Document 173 (October 2004). Madrid: IOSCO. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD173.pdf> (accessed 25 June 2009).
- . 2008a. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, revised May 2008. Madrid: IOSCO.
- . 2008b. *IOSCO Announces Next Steps on Credit Rating Agencies*. Press release 28 July 2008. Madrid: IOSCO. <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS124.pdf> (accessed 25 June 2009).

- . 2008c. *IOSCO Urges Greater International Coordination in the Oversight of Credit Rating Agencies*. Press release 17 September 2008. Madrid: IOSCO. <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS126.pdf> (accessed 25 June 2009).
36. Kotios, A. (1999). *Konvergenzkriterien und makroökonomische Anpassung in Griechenland: Visionäres und Realisierbares*.
37. Kyriakopoulos, I (2011). *Economic and Monetary Governance: A Post-Crisis Assessment*, *World Economics*, 12 (4), p. 93-108.
38. Matthes, (2010). *Why the IMF should be involved in solving imminent fiscal debt crises in Euro zone countries*. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4683>
39. Meyer, D. (2010). *Stabilitätsgefahren für die EWU*. Wirtschaftsdienst, Heft 12, pp. 805-813
40. Papastamkos, G. and Kotios, A. (2011). *Krise der Euro zone – Krise des Systems oder der Politik?* Institut für Europäische Politik, On Line Paper, http://www.iepberlin.de/fileadmin/website/09_Publikationen/Sonstige/2011-11-15_Eurozone__Papastamkos_Kotios.pdf
41. Partnoy, F. 2009. *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, White Paper for the Council of Institutional Investors. Washington, DC. <http://www.cii.org/UserFiles/file/CRAWhitePaper04-14-09.pdf> (accessed 25 June 2009).
- Securities and Exchange Commission (SEC). 2008a. *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. Washington, DC: SEC.
- . 2008b. *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. Washington, DC: SEC. <http://sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf> (accessed 25 June 2009).
- . 2008c. *Re-proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. Washington, DC: SEC. <http://sec.gov/rules/proposed/2009/34-59343.pdf> (accessed 25 June 2009).
42. Pisani-Ferry, J (2010). *Euro-Area Governance: What Went Wrong? How to Repair It?*, Bruegel Policy Contribution, Brussels

43. Rogoff, K. (2012). A Centerless Euro Cannot Hold. <http://www.projectsyndicate.org/commentary/a-centerless-euro-cannot-hold>
44. Schelkle, W (2012). *Good Governance in crisis or a good crisis for governance? A comparison of the EU and the US*. Review of International Political Economy, 19 (1), p. 34-58.
45. Schiliro, D. and Carfi D. (2012). *A framework of competitive games: applications to the Greek crisis*. <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/37855/>
46. Schrader, K. and Laaser, C.-F. (2010), *Den Anschluss nie gefunden: Die Ursachen der griechischen Tragödie*, Wirtschaftsdienst, pp. 540-547
47. Sy, A. N. R. 2009. *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*. IMF Working Paper 09/129. Washington, DC: IMF.
48. Thygesen, N. (2011). *Governance in the Euro Area – Approaching an Optimum Currency Area?* <http://ineteconomics.org/bretton-woods/paper-presented-bretton-woods-conference-nielsthygesen>
49. Wolf, M (2012). *Why the Eurozone Crisis is Not Over*. http://www.iie.com/events/event_detail.cfm?EventID=225

Ελληνική

1. Παναγιώτου Π. (2012) *Το τανγκό των αγορών και το ΜΕΓΑΛΟ ΚΟΛΠΟ*, Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, Αθήνα, (σελ.20-23).
2. Παναγιώτου Π. (2011) *Η Υπόθεση «Ελληνική Κρίση»-Περίεργες Συμπτώσεις*, Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, Αθήνα

Διαδικτυακοί Τόποι / Ιστοσελίδες

1. Νίκας Σ. (2015). *Οι οίκοι αξιολόγησης επιτάχυναν τη χρεοκοπία*. Ανακτήθηκε στις 20 Νοεμβρίου, 2015 από <http://www.kathimerini.gr/780351/article/epikairothta/politikh/oi-oikoi-a3iologhshs-epitaxynan-th-xreokopia>