

# Ευχαριστίες

**A**υτό το βιβλίο δεν θα είχε γραφτεί χωρίς την υποστήριξη πολλών ατόμων που με συνόδευαν στην πορεία αυτή. Θέλω να ευχαριστήσω τους συναδέλφους στο Τμήμα Πολιτικών Επιστημών του Εθνικού Πανεπιστημίου της Σιγκαπούρης (NUS), που μου πρόσφεραν ένα ακαδημαϊκό σπίτι στο οποίο θα μπορούσα να γράψω και να διδάξω. Θέλω να ευχαριστήσω τους λαμπρούς μαθητές μου που παρακολούθησαν τα μαθήματα παγκόσμιας πολιτικής οικονομίας και το σεμινάριό μου για την πολιτική της παγκόσμιας οικονομίας. Το ενδιαφέρον και η περιέργειά τους με προκάλεσαν και με ενθάρρυναν να γράψω αυτό το βιβλίο. Αισθάνομαι ταπεινή και ευγνώμων που μπόρεσα να μοιραστώ μαζί τους τη γοητεία που μου ασκεί ο κοινωνικός και πολιτικός χαρακτήρας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ευχαριστώ επίσης για την ερευνητική τους βοήθεια τον πρώην φοιτητή μου Martin Indrawata στο NUS και τη Sophie Behrendt που έκανε πρακτική άσκηση στην Akademie für Politische Bildung στο Tutzing (Γερμανία), τον νέο μου εργοδότη στη γηραιά ήπειρο.

Χρωστώ ευγνωμοσύνη στην Soo Yeon Kim, που στάθηκε ένας πάντα προσεκτικός μέντορας κατά τη διάρκεια της θητείας μου στο NUS. Επιπλέον, είμαι απίστευτα ευγνώμων στους επιμελητές της σειράς Finance Matters, Kathryn Lavelle και Timothy J. Μου έδωσαν μια μοναδική ευκαιρία να δημοσιεύσω μέρος της δουλειάς μου για τους οργανισμούς πιστοληπτικής διαβάθμισης σε ένα βιβλίο. Θέλω επίσης να ευχαριστήσω την Alison Howson από την Agenda Publishing για την υπομονή της και τις προσπάθειες επιμέλειας των (μερικές φορές γερμανικών) αγγλικών μου και τον Mike Richardson για την αιχμηρή επεξεργασία του.

Ευχαριστώ επίσης τη Mary Rose Blanco, για την παροχή αμέριστης υποστήριξης και βοήθειας στο σπίτι. Πολλές ευχαριστίες επίσης στη

Sabina Glaser, για τις πολλές εμπνευσμένες συζητήσεις. Ευχαριστώ το Chatsworth Preschool, για την παροχή ενός διεγερτικού περιβάλλοντος μάθησης και παιχνιδιού για τον γιο μου. Οφείλω ακόμη τεράστιες ευχαριστίες στη Mara Victoria, η οποία είναι μια πραγματική πηγή χαράς και μια σπουδαία συνεργάτιδα. Τελευταίο αλλά εξίσου σημαντικό, θέλω να απευθύνω βαθύτατες ευχαριστίες στον Björn, τον σύζυγό μου, που με στήριξε με την αγάπη του, ενώ άντεξε τις αδυναμίες και τα τρωτά μου σημεία.

*Giulia Mennillo*

# Συντομογραφίες

BCA	Baseline Credit Assessment – Αξιολόγηση Βασικής Πίστωσης
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision – Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας
CEBS	Committee of European Banking Supervisors – Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας
CESR	Committee of European Securities Regulators – Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς
CQS	Credit Quality Step – Βαθμίδα Πιστωτικής Ποιότητας
CRA	Credit Rating Agency – Οργανισμός Πιστοληπτικής Διαβάθμισης
CRD	Capital Requirements Directive – Οδηγία Κεφαλαιακών Απαιτήσεων
CSRC	China Securities Regulatory Commission – Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Κίνας
ECAF	Eurosystem credit assessment framework – Πλαίσιο Ευρωσυστήματος για την Αξιολόγηση του Πιστωτικού Κινδύνου
ECAI	External Credit Assessment Institutions – Οργανισμοί Εξωτερικών Πιστωτικών Αξιολογήσεων
ESG	Environmental, Social, and Governance – Περιβαλλοντική, Κοινωνική και Εταιρική Διακυβέρνηση
ESMA	European Securities and Markets Authority – Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
ESME	European Securities Markets Expert Group – Ομάδα Εμπειρογνομόνων για τις Ευρωπαϊκές Αγορές Κινητών Αξιών
ETF	Exchange Traded Fund – Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια

---

FC	Foreign Currency – Ξένο Νόμισμα
FSB	Financial Stability Board – Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
IDR	Issuer Default Rating – Αξιολόγηση Αθέτησης Εκδότη
IOSCO	International Organization of Securities Commissions – Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς
LC	Local Currency – Τοπικό Νόμισμα
LT	Long Term – Μακροπρόθεσμο
NDRC	National Development and Reform Commission – Επιτροπή Εθνικής Ανάπτυξης και Μεταρρύθμισης
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization – Εθνικά Αναγνωρισμένος Οργανισμός Στατιστικής Αξιολόγησης
OCR	Office of Credit Ratings – Γραφείο Πιστωτικών Αξιολογήσεων
PBOC	People’s Bank of China – Λαϊκή Τράπεζα της Κίνας
RLG	Regional and Local Governments – Περιφερειακές και Τοπικές Κυβερνήσεις
SEC	US Securities and Exchange Commission – Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ
SOE	State-owned Enterprise – Κρατική Επιχείρηση
S&P	– S&P Global Ratings
TTC	Through the Cycle – Μέσω του Κύκλου

# Εισαγωγή

Οι οργανισμοί πιστοληπτικής διαβάθμισης (ΟΠΔ) έχουν συνέπειες που ξεπερνούν κατά πολύ τον κόσμο των οικονομικών. Πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (GFC) ελάχιστα άτομα εκτός του ακαδημαϊκού χώρου και του χρηματοπιστωτικού κλάδου είχαν ακούσει γι' αυτούς, αλλά ο ρόλος τους στην πιστωτική κρίση του 2008 τους τοποθέτησε στα πρωτοσέλιδα των εφημερίδων, όπου οι πρακτικές τους μετατράπηκαν σε αντικείμενο ελέγχου. Με την πάροδο του χρόνου και την καταστροφή της συστημικής παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 να έχει υποχωρήσει πια στο παρελθόν, τα διδάγματα σχετικά με τη μεγάλη σημασία των βασικών παραγόντων των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως οι οργανισμοί πιστοληπτικής διαβάθμισης, έχουν ξεθωριάσει. Μόλις οι τραπεζίτες επενδύσεων, οι λογιστικές εταιρείες, οι εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, τα hedge funds και άλλες οντότητες που σχετίζονται με τη Wall Street και τον «καπιταλισμό του καζίνο» (Strange 1986) εξαφανίζονται από τις σελίδες των μεγάλων μέσων ενημέρωσης, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής, το ευρύ κοινό και μεγάλα τμήματα της ακαδημαϊκής κοινότητας υποβιβάζουν τα ζητήματα που σχετίζονται με τη χρηματοδότηση σε μια τεχνική λεπτομέρεια, αφήνοντας τη βαθύτερη αναλυτική εργασία στους ειδικούς ή τους εμπειρογνώμονες. Φιλοδοξία αυτού του βιβλίου είναι να επαναφέρει τους οργανισμούς πιστοληπτικής διαβάθμισης και τον ρόλο τους στην οικονομία, προσφέροντας μια πιο ολιστική κατανόηση των οργανισμών και των αξιολογήσεών τους. Εκτός από την εισαγωγή των βασικών και σημαντικών όρων και εννοιών, το βιβλίο αυτό αποτρέπει φόρο τιμής στη συχνά παραμελημένη πολιτική και κοινωνική διάσταση του έργου των οργανισμών και στην εξουσία που το συνοδεύει.

Οι οργανισμοί πιστοληπτικής διαβάθμισης είναι ιδιωτικές επι-

χειρήσεις, των οποίων η κύρια δραστηριότητα είναι η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών χρεωστικών τίτλων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι διάσημοι αλφαριθμητικοί κωδικοί, όπως AAA, BB+ και Baa3, μπορούν να αποφασίσουν τη μοίρα μιας εταιρείας ή μιας ολόκληρης χώρας. Το μακροχρόνιο ολιγοπώλιο των τριών μεγάλων οργανισμών πιστοληπτικής διαβάθμισης ή αλλιώς Big Three –δηλαδή η Standard & Poor's Global Ratings, η Moody's Investors Service και η Fitch Ratings– κυριαρχεί στην παγκόσμια αγορά αξιολόγησης.

Τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που φέρουν αξιολογήσεις, στις περισσότερες περιπτώσεις, περιλαμβάνουν κάποιο είδος έκδοσης χρέους από οντότητες που αναζητούν χρηματοδότηση. Τα «ομόλογα» αντιπροσωπεύουν την πιο κοινή μορφή τέτοιων προϊόντων.<sup>1</sup> Το σχετικό χρέος μπορεί να εκδοθεί από διάφορες οντότητες: ιδιωτικές εταιρείες (εταιρείες), χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες), κυβερνήσεις (κράτη), υπερεθνικούς (π.χ. τον Όμιλο της Παγκόσμιας Τράπεζας) και υποεθνικούς οργανισμούς (π.χ. δήμους). Όταν αυτές οι οντότητες επιδιώκουν πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές προκειμένου να ικανοποιήσουν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες, η αποδιδόμενη αξιολόγηση σηματοδοτεί στους επενδυτές τον βαθμό στον οποίο ο εκδότης του χρέους είναι «φερέγγυος» – κυριολεκτικά, «άξιος» να λάβει κεφάλαιο. Επιπλέον, οι οργανισμοί πιστοληπτικής διαβάθμισης αξιολογούν δομημένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια, που γενικά αναφέρονται ως «τίτλοι εξασφαλισμένοι με περιουσιακά στοιχεία».

Παρά την κριτική που αντιμετώπισαν οι ΟΠΔ στο πλαίσιο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 όσον αφορά τις συγκρούσεις συμφερόντων, την αποτυχία αξιολόγησης και την έγκαιρη εμφάνισή τους, οι συμμετέχοντες στην αγορά εξακολουθούν να βασίζονται στις αξιολογήσεις τους. Οι επενδυτές, οι εκδότες χρεογράφων και οι δημόσιες και ρυθμιστικές αρχές, όπως οι κεντρικές τράπεζες και οι χρηματοπιστωτικές εποπτικές αρχές, συνεχίζουν να χρησιμοποιούν

---

1. Στην χρηματοπιστωτική αργκό, τα ομόλογα ανήκουν στην κατηγορία των προϊόντων «σταθερού εισοδήματος».

αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για την ανάθεση της αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου.<sup>2</sup> Οι οργανισμοί πιστοληπτικής διαβάθμισης κάθε άλλο παρά αναξιόπιστοι παίκτες στις σημερινές χρηματοπιστωτικές αγορές είναι και παραμένουν σημαντικοί όσο ποτέ. Οι αξιολογήσεις τους είναι ζωτικής σημασίας για τη λειτουργία του συστήματος. Η ανθεκτικότητα των οργανισμών στην κρίση και η αναγκαιότητα των αξιολογήσεών τους στις πρακτικές των χρηματοπιστωτικών αγορών αποδεικνύουν ότι αυτοί οι θεσμοί είναι συστατικοί παράγοντες στον παγκόσμιο χρηματιστικοποιημένο καπιταλισμό.<sup>3</sup> Οι περισσότερες συμβατικές αναγνώσεις του ρόλου των ΟΠΔ υποβαθμίζουν αυτή την πτυχή και έτσι χάνουν το ήμισυ της ιστορίας. Ο σκοπός αυτού του βιβλίου είναι να παρουσιάσει ολόκληρη την ιστορία. Η εστίαση σε μια καθαρά λειτουργική κατανόηση, στην οποία οι αξιολογήσεις υπάρχουν μόνο για τη μείωση των ασυμμετριών πληροφόρησης στην αγορά, έχει τα μειονεκτήματά της. Παραμελεί την ενσωμάτωση των ΟΠΔ «σε δίκτυα εκπροσώπησης κοινωνικών συμφερόντων» (Sinclair 1999: 158): «[Αν και οι ΟΠΔ] δεν εκπροσωπούν τα συμφέροντα των παγκοσμιοποιημένων ελίτ με συνειδητό, συνωμοτικό τρόπο, πολεμώντας τις κακές ορδές του κράτους πρόνοιας και του σοσιαλισμού, ... η αξιολόγηση αποτελεί μια ιδεολογία, εφόσον οι υποθέσεις της ευνοούν ένα σύστημα αξιών και γνώσης που συνδέεται με συγκεκριμένες κοινωνικές δυνάμεις. Ο περιορισμός του ρόλου της αξιολόγησης στη μείωση των ασυμμετριών πληροφόρησης υποβαθμίζει την πολιτική δυναμική και τη δυναμική εξουσίας που βρίσκονται σε λειτουργία. Οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ της αξιολόγησης, της αξιολογούμενης οντότητας και του κοινού αξιολόγησης, το οποίο περιλαμβάνει όχι μόνο επενδυτές και αναλυτές, αλλά και δημοσιογράφους, υπεύθυνους χάραξης πολιτι-

---

2. Οι επενδυτές μπορούν επίσης να αναφερθούν ως δανειστές, ενώ οι εκδότες χρέους ως οφειλέτες.

3. Ο «χρηματιστικοποιημένος καπιταλισμός» αναφέρεται στον διεισδυτικό ρόλο των χρηματοπιστωτικών αγορών, συμπεριλαμβανομένων των κινήτρων, δρώντων και θεσμών του, στη λειτουργία της παγκόσμιας οικονομίας (Epstein 2005:3). Η διαδικασία της χρηματιστικοποίησης προωθεί την κυριαρχηση του χρηματοπιστωτικού τομέα στην πραγματική, παραγωγική οικονομία (Krippner 2011· Nolke & Perry 2007), υποδηλώνοντας την υπερεθνοποίηση των δομών ελέγχου και ισχύος – τη διάχυση και αποκέντρωση της εξουσίας (Strange 1998).

κής, ρυθμιστικές αρχές και το ευρύ κοινό, περνούν από το διοικητικό συμβούλιο. Οι αξιολογήσεις διαμορφώνουν τις αντιλήψεις των επενδυτών για την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών ομολόγων και, ως εκ τούτου, επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και τις άμεσες ροές κεφαλαίων. Επιπλέον, υπάρχει κανονιστικός αντίκτυπος των αξιολογήσεων στις αξιολογούμενες οντότητες –είτε πρόκειται για κράτη είτε για εταιρείες– οι οποίες ωθούνται να προσαρμοστούν σύμφωνα με τα κριτήρια αξιολόγησης προκειμένου να κατατάσσονται υψηλότερα και να απολαμβάνουν ευνοϊκή πρόσβαση σε πιστώσεις. Η επιστημονική βιβλιογραφία αναφέρεται σε αυτή την επιταγή της προληπτικής υπακοής ως τη «διαρθρωτική δύναμη» των οργανισμών πιστοληπτικής διαβάθμισης (βλ. Κεφάλαιο 1).

Οι αξιολογήσεις δεν είναι απλώς αντανάκλασεις ή «κάμερες» που λαμβάνουν στιγμιότυπα της πιστοληπτικής ικανότητας ενός προϊόντος, μιας επιχείρησης ή μιας χώρας. Λειτουργούν σαν «κινητήρας» και είναι επιτελεστικές (MacKenzie 2006). Στην περίπτωση των εθνικών κρατών, οι αξιολογήσεις μπορούν να καθορίσουν το δημοσιονομικό περιθώριο ελιγμών, να διαμορφώσουν την ατζέντα οικονομικής πολιτικής και να διευκολύνουν ή να περιορίσουν τον ρόλο του κράτους στην οικονομία. Αν μη τι άλλο, μπορούν να έχουν αποτελέσματα διακυβέρνησης με διανεμητικές συνέπειες, καθώς οι ΟΠΔ προωθούν κανόνες πολιτικής που ακολουθούν παρόμοια εσωτερική λογική στον εταιρικό και κυβερνητικό κόσμο. Εξετάστε τα παραδείγματα των γεφυρών με διόδους και της ιδιωτικοποίησης των σιδηροδρόμων. Τα διόδους και οι υψηλότερες τιμές των εισιτηρίων τρένου μπορεί να πληρώσουν τα έξοδά τους. Από οικονομική άποψη, μπορεί να φαίνεται λιγότερο επικίνδυνη η χρηματοδότηση αυτών των υπηρεσιών μέσω της τιμολόγησης των καταναλωτών και όχι μέσω της γενικής φορολογίας. Για τον λόγο αυτό, οι εν λόγω ρυθμίσεις υποδομών δημόσιου αγαθού συμβάλλουν σε μία ευνοϊκότερη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας από τους ΟΠΔ. Εκ πρώτης όψεως, μια τέτοια εκτίμηση μπορεί να φαίνεται αντικειμενική και απολιτική. Αλλά, με μια πιο προσεκτική εξέταση, τα διόδους και τα ακριβά εισιτήρια τρένων βλάπτουν αναλογικά περισσότερο τα χαμηλότερα εισοδηματικά στρώματα σε μια κοινωνία. Ακριβώς όπως ο ΦΠΑ, αποτελούν μια έμμεση και ανα-



δρομική μορφή φορολογίας. Παρόλο που οι κανόνες που προωθούν οι ΟΠΔ μπορεί να εμφανίζονται ως νόμιμη και αμερόληπτη εκπροσώπηση των συμφερόντων των επενδυτών, η αξιολόγηση δημιουργεί νικητές και ηττημένους στην κοινωνία. Τα αποτελέσματα της διακυβέρνησής της είναι αναμφισβήτητα πολιτικά εμφανή.

Για παράδειγμα, οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των ανεπτυγμένων χωρών στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης μεταξύ 2007 και 2010 προκάλεσαν μια εστιασμένη προβληματική της πιστοληπτικής ικανότητας του κράτους. Οι κύριοι παράγοντες αξιολόγησης των υποβαθμίσεων ήταν τα δημόσια οικονομικά, ιδίως τα ελλείμματα, το ακαθάριστο δημόσιο χρέος και η γενική μακροοικονομική κατάσταση και ανάπτυξη (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο [ΔΝΤ] 2010: 103).<sup>4</sup> Αυτό μας έκανε να ξεχάσουμε την ίδια την αιτία των μαζικών αυξήσεων του δημόσιου χρέους: τη διάσωση των τραπεζών και τα απαραίτητα πακέτα ανάκαμψης που είχαν ως σκοπό να επαναφέρουν τις οικονομίες σε τροχιά (Mennillo 2016). Με τις αξιολογικές τους ενέργειες, οι ΟΠΔ συνέβαλαν αποφασιστικά στη μετατόπιση του διαλόγου της αγοράς και οδήγησαν στον επαναπροσδιορισμό της κρίσης: από χρηματοπιστωτική κρίση σε κρίση δημόσιου χρέους στην Ευρώπη. Κατά συνέπεια, η επιτακτική ανάγκη λιτότητας έγινε η νέα ημερήσια διάταξη εξόδου από την κρίση και οι προθέσεις των G20 του 2008 για ριζική μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως μάθημα της κρίσης παραγκωνίστηκαν.

Στην περίπτωση των εταιρικών αξιολογήσεων, οι ΟΠΔ μπορούν να ανταμείψουν ή να τιμωρήσουν επιχειρηματικές πρακτικές που θεωρούν ότι ευνοούν την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας. Αυτός ο επιχειρηματικός τομέας εμφανίζεται ως μια πιο απλή, λιγότερο αμφιλεγόμενη ή απολιτική άσκηση από την περίπτωση της αξιολόγησης των κρατών, στην πραγματικότητα όμως αυτό δεν ισχύει. Σκεφτείτε μια εταιρεία που θέλει να επενδύσει σε πράσινες τεχνολογίες. Αυτό απαιτεί την ανάληψη τεράστιου κόστους εισόδου και θα επιδεινώσει

---

4. Τον Απρίλιο του 2010, η Standard and Poor's υποβάθμισε την Ελλάδα σε BB+, την Πορτογαλία σε A- και την Ισπανία σε AA μέσα σε διάστημα δύο ημερών. Έναν μήνα αργότερα η Fitch υποβάθμισε την Ισπανία σε AA+. Για ένα χρονοδιάγραμμα των βασικών γεγονότων κρατικού χρέους, βλέπε BIS (2011:46, Παράρτημα 3).

την κατάσταση του εταιρικού χρέους βραχυπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα, αλλά θα καταστήσει τους θεσμούς πιο ανθεκτικούς και βιώσιμους μακροπρόθεσμα, λαμβάνοντας υπόψη τις μελλοντικές περιβαλλοντικές προκλήσεις. Ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο οι ΟΠΔ λαμβάνουν υπόψη τους το παραπάνω γεγονός, δηλαδή τους κινδύνους κλιματικής αλλαγής και οικολογικής κατάρρευσης στις μεθοδολογίες κινδύνου τους, οι αξιολογήσεις θα τιμωρούν ή θα ανταμείβουν τα ιδρύματα που λαμβάνουν προληπτικά μέτρα. Με άλλα λόγια, η αξιολόγηση μπορεί είτε να επιβάλει το status quo είτε να επιτρέψει την αλλαγή. Σε αυτό το πλαίσιο, θα πρέπει να είμαστε επιφυλακτικοί όσον αφορά την υποβάθμιση των ΟΠΔ σε τεχνική συνιστώσα της υποδομής των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών. Οι ΟΠΔ ήταν, και εξακολουθούν να είναι, οι κύριοι παράγοντες πίσω από τις διαδικασίες χρηματιστικοποίησης και οι βασικοί παράγοντες που διέπουν τις διακρατικές ροές κεφαλαίων. Αν μη τι άλλο, ο αντίκτυπος των έγκυρων κρίσεων σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο υπήρξε καθοριστικός για την αναπτυξιακή πορεία των αναδυόμενων οικονομιών και, ως εκ τούτου, εδραίωσε τις υφιστάμενες παγκόσμιες ανισότητες.

## Γιατί έχουν γίνει σημαντικοί οι ΟΠΔ

Ο τρόπος με τον οποίο η εξουσία των ΟΠΔ έχει εξελιχθεί στην τρέχουσα μορφή της αποτελεί θέμα αντιπαράθεσης στους ακαδημαϊκούς κύκλους. Παραμένει μια συνεχής συζήτηση το πού βρίσκονται οι πραγματικές πηγές της εξουσίας των ΟΠΔ: εάν αυτή δημιουργείται από το κράτος (κρατικό *διάταγμα*), αν πρόκειται για ανεπάρκεια της αγοράς που οφείλεται στο ολιγοπώλιο ή αν είναι συνέπεια των εξωτερικότητων δικτύου (που συνιστά από μόνη της μια αποτυχία της αγοράς).<sup>5</sup>

Ως αποτέλεσμα της εξουσίας που έχουν συσσωρεύσει οι ΟΠΔ τον τελευταίο αιώνα, μερικές φορές χαρακτηρίζονται επίσης ως οι

---

5. Σύμφωνα με τους Katz and Shapiro (1985:424), μία εξωτερικότητα δικτύου υφίσταται όταν «η χρησιμότητα που αντλεί ένας χρήστης από την κατανάλωση του αγαθού αυξάνεται με τον αριθμό των άλλων δρώντων που καταναλώνουν το αγαθό».

φύλακες των διεθνών αγορών ομολόγων. Με άλλα λόγια, εάν είστε οντότητα που αναζητά χρηματοδότηση, δεν υπάρχει τρόπος να τους παρακάμψετε για να αποκτήσετε πρόσβαση σε κεφάλαια. Η προϋπόθεση αυτή επιβεβαιώνεται από τη συγκέντρωση της αγοράς, το ολιγοπώλιο: οι εκδότες ομολόγων δεν μπορούν να επιλέξουν μεταξύ μιας μεγάλης ποικιλίας οργανισμών για να λάβουν αξιολόγηση, αλλά πρέπει να καταφύγουν στο ολιγοπώλιο των Big Three για να σηματοδοτήσουν την πιστοληπτική τους ικανότητα στους επενδυτές.

Και οι τρεις οίκοι έχουν την έδρα τους στις Ηνωμένες Πολιτείες (με εξαίρεση τη Fitch, η οποία διατηρεί διπλή έδρα στη Νέα Υόρκη και το Λονδίνο).<sup>6</sup> Παρόλο που η παγκόσμια αγορά αξιολόγησης αποτελείται από περισσότερους από 80 οίκους που δραστηριοποιούνται είτε σε συγκεκριμένους τομείς και εξειδικευμένες αγορές είτε τοπικά, μόνο οι Big Three έχουν παγκόσμια σημασία. Οι συμμετέχοντες στην αγορά, οι δανειολήπτες και οι δανειστές αναγνωρίζουν όλες τις αξιολογήσεις τους ως έγκυρες απόψεις σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα. Οι βαθμολογίες των Big Three έχουν σημασία. Το μερίδιο αγοράς τους που υπερβαίνει το 90% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης μαρτυρεί τη σημασία των κρίσεων τους. Επιπλέον, υπάρχουν επίσης θεσμικοί μηχανισμοί που έχουν στηρίξει την εξάρτηση της αγοράς από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Οι ρυθμιστικές αρχές χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις ως εργαλείο για τη ρύθμιση του πιστωτικού κινδύνου. Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις ως επενδυτικά πρότυπα για να καταναείμουν τις αποταμιεύσεις των πελατών τους. Αυτά είναι μόνο μερικά παραδείγματα του κατά πόσο η αξιολόγηση έχει αποκλίνει από την αρχική της σύλληψη ως τεκμηριωμένη γνώμη σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα, την οποία οι επενδυτές μπορούν εθελοντικά να λάβουν υπόψη για την επενδυτική τους απόφαση – ή όχι.

Είναι δελεαστικό να περιοριστεί ο λόγος για το ολιγοπώλιο και την εξουσία των ΟΠΔ στη θεσμική εξάρτηση και τη ρυθμιστική χρή-

---

6. Εφόσον οι αμερικανικές χρηματοπιστωτικές αγορές εκπροσωπούν το επίκεντρο του τρέχοντος παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, με τον κυρίαρχο ρόλο του δολαρίου ΗΠΑ ως του ηγετικού νομίσματος του κόσμου, αυτό δεν προκαλεί έκπληξη.

ση των αξιολογήσεων. Πρέπει να αναφερθεί ότι, σε σύγκριση με την περίοδο κατά την οποία σχεδιάστηκε η αρχική επιχειρηματική ιδέα των αξιολογήσεων, η πραγματικότητα των σημερινών χρηματοπιστωτικών αγορών είναι πολύ διαφορετική. Οι χρηματοπιστωτικές εξελίξεις μετά την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods έχουν αυξήσει την ανάγκη για αξιολογήσεις πιστωτικού κινδύνου. Τα τελευταία 40 χρόνια, μια διαδικασία που συχνά αναφέρεται ως «χρηματοπιστωτική αποδιαμεσολάβηση» περιλαμβάνει τη μετάβαση από ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα που βασίζεται σε τράπεζες σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα που βασίζεται στην αγορά. Το επιχειρηματικό μοντέλο «αγοράς και διακράτησης» των τραπεζών έχει αντικατασταθεί σταθερά από το «δημιουργία και διανομή». Αυτό συνεπαγόταν μείωση του παραδοσιακού ρόλου των τραπεζών στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση και αύξηση φαινομένων όπως η τιτλοποίηση, η οποία επιτρέπει στους πιστωτικούς κινδύνους να ταξιδεύουν.<sup>7</sup> Όντας οι ίδιες ενεργοί συμμετέχοντες στην αγορά, οι τράπεζες ανέθεσαν σταδιακά το παραδοσιακό καθήκον δέουσας επιμέλειας σε ανεξάρτητα τρίτα μέρη. Ως εκ τούτου, οι ΟΠΔ έχουν γίνει οι νέοι ενδιάμεσοι φορείς μεταξύ εκείνων που έχουν και εκείνων που αναζητούν κεφάλαια. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτός ο τύπος διαμεσολάβησης διαφέρει ποιοτικά από τη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση με την οποία ασχολούνται παραδοσιακά οι τράπεζες. Ως οι νέοι διαμεσολαβητές σε αγορές χωρίς διαμεσολάβηση, οι ΟΠΔ κρίνουν τους δανειολήπτες χωρίς να προβαίνουν σε μετασχηματισμό ληκτότητας.<sup>8</sup>

Οι ΟΠΔ που παρέχουν κεντρικές κρίσεις σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα σε χρηματοπιστωτικές αγορές χωρίς διαμεσολάβηση μπορεί να συντονίζονται με την ιδέα των ΟΠΔ που μειώνουν τις ασυμμετρίες πληροφόρησης, όπως συζητήθηκε παραπάνω. Για

---

7. Η «τιτλοποίηση» αναφέρεται σε τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία. Τέτοιοι τίτλοι συχνά περιλαμβάνουν περιουσιακά στοιχεία διαφορετικής ποιότητας πιστωτικού κινδύνου. Οι αξιολογήσεις διευκολύνουν τη δυνατότητα εμπορίας αυτού του πιστωτικού κινδύνου, προσφέροντας μία βάση για την τιμολόγησή του.

8. Ο «μετασχηματισμός της ληκτότητας» αναφέρεται στην αναχρηματοδότηση των μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων με βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Είναι μία τυπική πρόκληση που αντιμετωπίζουν οι κλασικοί χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές, όπως οι τράπεζες.

να αποφευχθούν παρεξηγήσεις, υπάρχει μια διαφορά μεταξύ αυτών των δύο τρόπων αντίληψης της λειτουργίας της αξιολόγησης. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι αξιολογήσεις δεν μεταφέρουν πληροφορίες που εξαιρούνται από την ερμηνεία. Οι ΟΠΔ παρέχουν την κυρίαρχη ερμηνεία σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη χρεωστικού τίτλου, στην οποία βασίζεται η πλειονότητα του μεριδίου αγοράς για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η εξουσία είναι κεντρική. Οι ΟΠΔ δεν ανακαλύπτουν αξιολογήσεις σαν αυτές να ήταν ένας αντικειμενικός αριθμός που περιμένει να υπολογιστεί. Οι αξιολογήσεις δεν είναι εναλλάξιμα και τεχνικά προϊόντα που μπορούν να αναπαραχθούν με έναν τύπο, αλγόριθμο ή από οποιονδήποτε. Είναι κοινωνικές κατασκευές συγκεκριμένων αξιόπιστων εταιρειών.

Για τους επενδυτές, η διαδικασία κατάργησης της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης έχει αυξήσει σημαντικά το κόστος συλλογής σχετικών πληροφοριών για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου, καθώς δεν μπορούν πλέον να βασίζονται στις τράπεζες για τον έλεγχο των δανειοληπτών. Δεδομένου ότι η υπερφόρτωση πληροφοριών μπορεί να είναι συντριπτική και παραλυτική, οι αξιολογήσεις αντιπροσωπεύουν μια εξαιρετική λύση σε αυτό το πρόβλημα. Παρέχοντας κεντρικές κρίσεις, οι ΟΠΔ βοηθούν τους επενδυτές να πληγηθούν στην πολυπλοκότητα των σημερινών χρηματοπιστωτικών αγορών. Προσφέρουν μια αίσθηση προσανατολισμού και μειώνουν την αντιληπτή αβεβαιότητα δημιουργώντας δυνατότητα πρόβλεψης. Οι ΟΠΔ συμβάλλουν στη σταθερότητα του συστήματος «που καθιστά δυνατές τις πολιτικές και οικονομικές συναλλαγές» (Abdelal 2009: 73). Αυτό που συχνά ξεχνάμε είναι ότι οι ΟΠΔ μπορούν να εκτελέσουν αυτή τη λειτουργία επειδή υπάρχουν μόνο λίγοι από αυτούς. Εάν υπήρχε πληθώρα προμηθευτών αξιολόγησης που εκδίδουν διαφορετικές κρίσεις για τους δανειολήπτες, οι επενδυτές θα έπρεπε να κολυμπήσουν μέσα από έναν ωκεανό απόψεων αξιολόγησης πριν λάβουν μια απόφαση. Από τον προηγούμενο έλεγχο των δανειοληπτών, θα έπρεπε να αξιολογήσουν μια πληθώρα απόψεων αξιολόγησης, αυξάνοντας ενδεχομένως τον αποπροσανατολισμό για τους επενδυτές και ανεβάζοντας ακόμη περισσότερο το κόστος. Εάν η αξιολόγηση αφορούσε τη μείωση των ασυμμετρικών πληροφορήσεων, τότε

περισσότερες αξιολογήσεις θα σήμαιναν λιγότερες ασυμμετρίες πληροφόρησης. Ωστόσο, στην πραγματικότητα συμβαίνει το αντίθετο.<sup>9</sup>

Όσον αφορά την πτυχή της εξουσίας, η αξιολόγηση δεν αποτελεί μια οποιαδήποτε γνώμη, αλλά μια γνώμη που έχει σημασία. Επιτελώντας μια λειτουργία σηματοδότησης προς τους επενδυτές, για τους δανειολήπτες είναι ζωτικής σημασίας η αξιολόγηση που λαμβάνουν να αναγνωρίζεται ως έγκυρη στην αγορά. Με την αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και τον αυξανόμενο όγκο δεδομένων προς επεξεργασία, η προστιθέμενη αξία των αξιολογήσεων που εκδίδονται από έναν έγκυρο οργανισμό αυξάνεται ακόμη περισσότερο. Οι συμμετέχοντες στην αγορά, κυρίως οι μικρότερες χρηματοπιστωτικές οντότητες, μπορούν να εξοικονομήσουν τεράστιο κόστος πληροφόρησης βασιζόμενοι στην κρίση που κωδικοποιείται στο αλφαριθμητικό σύμβολο. Η αξιολόγηση αφορά την επεξεργασία πληροφοριών, την αφαίρεση και τη συμπύκνωση. Η ίδια η επιχειρηματική ιδέα της αξιολόγησης αναπτύχθηκε από την ταξινόμηση μεγάλων όγκων πληροφοριών και κατέληξε σε «μια εύπεπτη μορφή για τους επενδυτές» (Sinclair 1999: 156). Οι αξιολογήσεις μπορούν έτσι να θεωρηθούν σωτήρες στη ζούγκλα των δεδομένων, προσδίδοντας μια αίσθηση αυξημένης βεβαιότητας – όχι επειδή αποκαλύπτουν περισσότερες πληροφορίες, αλλά επειδή παρέχουν μια αξιολόγηση, ένα ερμηνευτικό πλαίσιο των υφιστάμενων πληροφοριών.

## **Ο ρόλος των ΟΠΔ στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008**

Οι ΟΠΔ απέκτησαν γενική σημασία πέρα από τον χρηματοπιστωτικό τομέα στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Κυρίως αναφορικά με την υπερβολικά θετική μεροληψία των αξιολογήσεων που πραγματοποίησαν κατά την πορεία προς την

---

9. Πράγματι, σύμφωνα με τη θετικιστική αρχή, στην οποία ισχύει η υπόθεση ότι η πληροφορία καταναλώνεται όπως είναι χωρίς ερμηνευτικά πλαίσια που μοιράζονται διυποκειμενικά, ένας αυξημένος αριθμός αξιολογήσεων θα οδηγήσει σε αύξηση της «γνωσιακής» ασυμμετρίας της πληροφορίας.

κρίση, οι ΟΠΔ έχουν έρθει στο προσκήνιο με τρόπο πρωτοφανή για την ιστορία τους. Στο αποκορύφωμα της κρίσης, τα δομημένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα με συντομογραφίες όπως ABS και CDO<sup>10</sup> με κορυφαίες αξιολογήσεις τριπλού A αποδείχθηκαν «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία. Οι ΟΠΔ κατηγορήθηκαν ότι δημιούργησαν πολύπλοκα μοντέλα κατά τη διάρκεια της ανόδου στη στεγαστική αγορά που οδήγησαν σε εσφαλμένες εκτιμήσεις του κινδύνου αθέτησης μεμονωμένων ενυπόθηκων δανείων και των τιτλοποιημένων προϊόντων που περιείχαν αυτά τα ενυπόθηκα δάνεια (Council on Foreign Relations 2015). Τα δομημένα προϊόντα υψηλής αξιολόγησης χρησιμοποιήθηκαν ως εξασφαλίσεις στη διατραπεζική αγορά – πιο συγκεκριμένα, σε βραχυπρόθεσμες δραστηριότητες χρηματοδότησης χονδρικής. Οι υπερβολικά αισιόδοξες αξιολογήσεις συνέβαλαν σε μια ψευδαίσθηση ασφάλειας στην πορεία προς τη χρηματοπιστωτική κρίση, επιτρέποντας στο σύστημα να «αναλάβει πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο από ό,τι θα μπορούσε να χειριστεί με ασφάλεια» (Krugman 2010).

Η μεταδοτική δυσπιστία στην ευρωστία των τιτλοποιημένων εξασφαλίσεων και στη φερεγγυότητα των δανειοληπτικών οντοτήτων οδήγησε σε «δραματικές βραχυπρόθεσμες μαζικές χρηματοδοτήσεις» «κλιμακούμενης, αυτοτροφοδοτούμενης ποιότητας» (Tarullo 2013: 2).<sup>11</sup> Αυτή η απώλεια εμπιστοσύνης αντανακλάται επίσης σε απότομες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας. Όταν οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να καταρρέουν το 2007, η Moody's υποβάθμισε το 83% των «869 δισ. δολαρίων σε ενυπόθηκα χρεόγραφα» που είχαν αξιολογηθεί με τριπλό A το 2006 (Council on Foreign Relations 2015). Το 2010, το 93% των τίτλων που είχαν εκδοθεί το 2006 είχαν χαρακτηριστεί ως «σκουπίδια», με τον επίσημο τίτλο του «μη επενδυτικού βαθμού» (Krugman 2010).<sup>12</sup>

---

10. Δηλαδή, τα χρεόγραφα με υποστήριξη περιουσιακών στοιχείων και οι εξασφαλισμένες υποχρεώσεις χρέους, αντίστοιχα.

11. Η ίδια η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση μπορεί να θεωρηθεί ως μια «επίθεση στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα», που ξεκίνησε το 2007 με την αμφισβήτηση των τιτλοποιημένων εξασφαλίσεων (Tarullo 2013· Bluth 2013· Pozsar et al. 2010· Mehrling 2010).

12. Ο διαχωρισμός μεταξύ επενδυτικού βαθμού και μη επενδυτικού βαθμού βασίζεται στη δομή της κλίμακας αξιολόγησης, όπου ο πρώτος αναφέρεται σε κιντές

Έχει γίνει κοινή πρακτική να προσδιορίζεται η αποτυχία αξιολόγησης δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ως μία από τις κύριες αιτίες της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι ΟΠΔ κατηγορούνται ότι απέτυχαν να προβλέψουν το τέλος της ανόδου της στεγαστικής αγοράς στις Ηνωμένες Πολιτείες, που αντικατοπτρίζεται στην πτώση των τιμών των κατοικιών και την επίδρασή της στις αθετήσεις δανείων. Οι συμβατικοί λογαριασμοί εκλογικεύουν την αιτία της εσφαλμένης κρίσης των οργανισμών όχι αμφισβητώντας την αναλυτική εμπειρογνωμοσύνη των οργανισμών, αλλά επισημαίνοντας συγκρούσεις συμφερόντων που σχετίζονται με το επιχειρηματικό μοντέλο των οργανισμών «ο εκδότης πληρώνει». Οι πελάτες των πρακτορείων ήταν ταυτόχρονα οι εκδότες των σύνθετων δομημένων προϊόντων, γεγονός που δημιούργησε τεράστιες συγκρούσεις συμφερόντων. Για λόγους κερδοφορίας, οι οργανισμοί είχαν κίνητρο να είναι πιο επιεικείς στις εκτιμήσεις τους, προκειμένου να ευχαριστήσουν τους πελάτες «λόγω της συνεχιζόμενης απειλής απώλειας συμφωνιών», όπως αναφέρεται σε ένα μήνυμα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου ενός υπαλλήλου της Standard & Poor's (S&P) που κατασχέθηκε κατά τη διάρκεια ερευνών από υποεπιτροπή της Γερουσίας (Krugman 2010). Επιπλέον, ο επιχειρηματικός τομέας των δομημένων προϊόντων άνηψε στην πορεία προς την κρίση, προσφέροντας τεράστιες δυνατότητες ανάπτυξης για τον κλάδο αξιολόγησης, καθώς οι παραδοσιακές αγορές εταιρικών αξιολογήσεων και κρατικών αξιολογήσεων ήταν κορεσμένες και ώριμες εκείνη την εποχή. Σε μια προσπάθεια προσέλκυσης νέου μεριδίου αγοράς στον πρόσφατα αναπτυσσόμενο τομέα, η ποιότητα αξιολόγησης είχε αναγκαστικά πληγεί. Η αξιολόγηση των αγορών επιδείνωσε επίσης το πρόβλημα. Με τον αριθμό των ανταγωνιστικών οργανισμών αξιολόγησης να αυξάνεται, οι εκδότες μπορούσαν να επιλέξουν μεταξύ ποικίλων αξιολογήσεων. Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι οι οργανισμοί που εξέδιδαν ευνοϊκότερες ετυμηγορίες διατήρησαν το μερίδιο αγοράς και προσέλκυσαν περισσότερους πελάτες από εκείνους που προσπαθούσαν να κάνουν αμερόληπτο έργο. Έτσι, οι συ-

---

αξίες που αξιολογούνται στο άνω μισό της κλίμακας αξιολόγησης, ενώ ο δεύτερος σε κινητές αξίες που αξιολογούνται στο κάτω μισό. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. Κεφάλαιο 2.



στημικές συγκρούσεις συμφερόντων που σχετίζονται με το επιχειρηματικό μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει», με τη διαπραγματευτική ισχύ από την πλευρά των εκδοτών χρεωστικών τίτλων, «κατέστρεψαν» τη διαδικασία αξιολόγησης (Krugman 2010). Πράγματι, η Moody's συγκέντρωσε περισσότερα έσοδα από τη δομημένη χρηματοδότηση το 2006 –δηλαδή 881 εκατομμύρια δολάρια– από όλα τα έσοδα μαζί για το 2001 (*ibid.*). Κατά συνέπεια, προέκυψε ευρεία συναίνεση ότι το κυρίαρχο επιχειρηματικό μοντέλο στον κλάδο της αξιολόγησης, «πληρώνει ο εκδότης», και οι συγκρούσεις συμφερόντων που αυτό δημιούργησε βρισκόταν στο επίκεντρο της καταστροφικής αποτυχίας της αξιολόγησης και, ως εκ τούτου, αποτελούσαν έναν από τους κύριους ενόχους της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Οι οργανισμοί πιστοληπτικής διαβάθμισης δεν κατηγορήθηκαν μόνο για τις υπερβολικά αισιόδοξες αξιολογήσεις των τιτλοποιημένων προϊόντων, αλλά και για τη συνενοχή στη δημιουργία τους. Οι ΟΠΔ συμβούλευαν τους πελάτες τους πώς να διαρθρώνουν και να τιτλοποιούν χρηματοοικονομικές απαιτήσεις στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ. Επιπλέον, η υπηρεσία επικουρικού συμβούλου περιλάμβανε άμεσες *εκ των προτέρων* προτάσεις σχετικά με την τροποποίηση σύνθετων δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων προκειμένου να επιτευχθεί καλύτερη αξιολόγηση. Αυτή η «διασταυρούμενη πώληση» συμβουλευτικών υπηρεσιών έχει σίγουρα επιδεινώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων και την ανοδική μεροληψία αξιολόγησης «ο εκδότης πληρώνει», οδηγώντας σε πληθωρισμό αξιολόγησης (Amtenbrink & Heine 2013· de Haan & Amtenbrink 2011). Έτσι, οι ΟΠΔ ήταν αρχικά συνένοχοι στην ενίσχυση της πολυπλοκότητας των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και στη συνέχεια στην υπερτίμησή τους (Marandola & Sinclair 2014). Αυτές οι δύο πτυχές μετέτρεψαν τους ΟΠΔ σε κύριους στόχους της κριτικής.

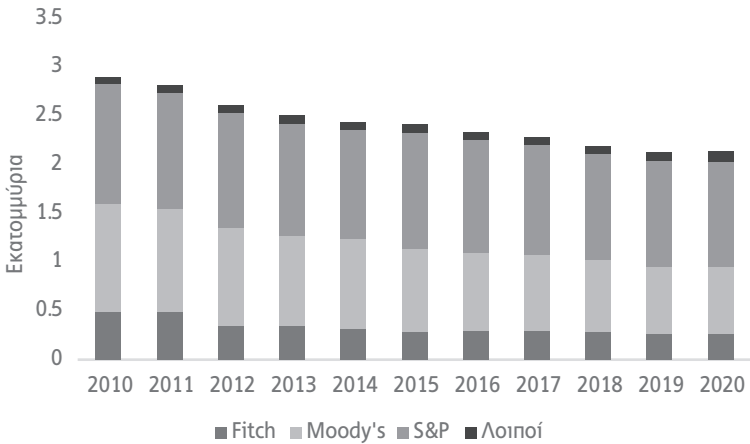
Αναμφίβολα, το επιχειρηματικό μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει» παράγει συγκρούσεις συμφερόντων που συνεπάγονται δυνητικό αντίκτυπο στην ποιότητα της αξιολόγησης. Προκειμένου να αποκομίσουν κέρδη, οι ΟΠΔ βρίσκονται υπό πίεση να διατηρήσουν τους υπάρχοντες πελάτες τους και να αποκτήσουν νέους. Κατά συνέπεια, θεωρούνται λιγότερο αυστηροί στην αξιολόγηση των εκδοτών προκειμένου

να ικανοποιήσουν τους πελάτες. Όσο τετριμμένοι κι αν ακούγεται ένας τέτοιος συλλογισμός, φέρει τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της εργαλειοθήκης των νεοκλασικών οικονομικών, η οποία δίνει έμφαση στα παραδοσιακά μικροοικονομικά προβλήματα των δομών κινήτρων ως κινητήριων δυνάμεων της επιχειρηματικής συμπεριφοράς (Dullien 2013). Δεδομένης της υπόθεσης της επιδίωξης του κέρδους, η κύρια αιτία της αποτυχίας αξιολόγησης εντοπίζεται στο πρόβλημα των «κακών κινήτρων» (Bartels & Weder di Mauro 2013).

Οι μελετητές που μελετούν την πολιτική της αξιολόγησης έχουν επισημάνει ότι η υποτιθέμενη αποτυχία αξιολόγησης και οι στρεβλές δομές κινήτρων έλαβαν υπερβολική προσοχή στον απόηχο της κρίσης, ευνοώντας μια αφήγηση απόδοσης ευθυνών στους συνήθεις υπόπτους (Sinclair 2010). Αυτό οδήγησε σε μια απλοϊκή κατανόηση του ρόλου των οργανισμών, υποτιμώντας τη συστατική τους λειτουργία. Λαμβάνοντας υπόψη τον τρόπο με τον οποίο η συμβατική σοφία υποστήριζε ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων οδήγησαν στην αποτυχία της αξιολόγησης πριν από την κρίση, φαίνεται ακόμη πιο αινιγματικό το γεγονός ότι το κυρίαρχο επιχειρηματικό μοντέλο στον κλάδο αξιολόγησης παρέμεινε μέχρι στιγμής αμετάβλητο.

## **Τρέχουσα κατάσταση των οργανισμών αξιολόγησης: «Κάθε άλλο παρά αναξιόπιστοι παίκτες»;**

«Οι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης εξακολουθούν να έχουν σημασία – και αυτό είναι ασυγχώρητο», έγραψε ο διάσημος οικονομολόγος Nouriel Roubini λίγο καιρό μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση (Roubini 2015). Παρά τη σκληρή κριτική και τον δημόσιο έλεγχο που βίωσαν οι ΟΠΔ κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας κρίσης, το κύρος τους δεν έχει αμφισβητηθεί σημαντικά. Ο τρόπος με τον οποίο οι οργανισμοί διεξάγουν τις δραστηριότητές τους, το κυρίαρχο επιχειρηματικό μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει» και τα αναλυτικά στοιχεία



**Σχήμα Ι.1** Συνολικός αριθμός εκκρεμών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας μεταξύ των κατηγοριών αξιολόγησης που αναφέρονται από τους NRSRO, 2010-20

Πηγή: SEC.

πίσω από τις αξιολογήσεις δεν έχουν αλλάξει σχεδόν καθόλου. Εμπειρικά στοιχεία τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση δείχνουν ότι οι ΟΠΔ όχι μόνο έχουν επιβιώσει από την κρίση, αλλά στην πραγματικότητα ευδοκιμούν. Το Σχήμα Ι.1 δείχνει τον συνολικό αριθμό εκκρεμών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που αναφέρθηκαν από τους εθνικά αναγνωρισμένους οργανισμούς στατιστικής αξιολόγησης (NRSRO) από το 2010 έως το 2020 στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η κυριαρχία των Big Three αποδείχθηκε επίμονη κατά τη διάρκεια των ετών που ακολούθησαν την κρίση. Οι δυνητικοί ανταγωνιστές δεν κατάφεραν να ξεπεράσουν το ολιγοπώλιο.

## ΠΛΑΙΣΙΟ 1: NRSRO

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η διαπίστωση των κορυφαίων ΟΠΔ ως «Εθνικά Αναγνωρισμένοι Οργανισμοί Στατιστικής Αξιολόγησης» (NRSRO) από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) χρονολογείται

από το 1975, με την εισαγωγή του κανόνα 15c3-1, γνωστού και ως «κανόνα καθαρού κεφαλαίου». Ο κανόνας έδινε προτεραιότητα στα ομόλογα που αξιολογήθηκαν σε επενδυτική βαθμίδα –δηλαδή στο άνω μισό της κλίμακας αξιολόγησης– από τουλάχιστον δύο NRSRO. Εάν ένα ομόλογο πληρούσε αυτό το κριτήριο, τότε οι επενδυτές έπρεπε να κατέχουν λιγότερα σε όρους αποθεματικών έναντι αυτού, απολαμβάνοντας μικρότερο «κούρεμα» ή έκπτωση. Η ιδιαιτερότητα του κανόνα καθαρού κεφαλαίου ήταν ότι η SEC δεν προσδιόρισε επίσημα τα κριτήρια επιλογής για το καθεστώς NRSRO. Το ασαφές καθεστώς χαρακτηρισμού ως NRSRO προκάλεσε μια αινιγματική αντίφαση: παρόλο που οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιήθηκαν για κανονιστικούς σκοπούς, οι ίδιοι οι ΟΠΔ ουσιαστικά δεν ρυθμίστηκαν (Hiss & Nagel 2014: 132). Ο νόμος περί μεταρρύθμισης του οργανισμού πιστοληπτικής διαβάθμισης του 2006 θέσπισε κριτήρια για την αναγνώριση των NRSRO, θέτοντας ουσιαστικά ένα τέλος στο παλιό και ασαφές σύστημα των NRSRO. Από τη στιγμή που γράφεται αυτό το κείμενο, υπάρχουν εννέα NRSRO εγγεγραμμένοι στην SEC (παρατίθενται με αλφαβητική σειρά):

- A.M. Best Rating Services, Inc.
- DBRS, Inc.
- Egan–Jones Ratings Co. [EJR]
- Fitch Ratings, Inc.
- HR Ratings de México, S.A. de C.V.
- Japan Credit Rating Agency, Ltd [JCR]
- Kroll Bond Rating Agency, Inc. [KBRA]
- Moody’s Investors Service, Inc.
- S&P Global Ratings

*Πηγή:* Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ: [www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html](http://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html).

Εξετάζοντας την κατανομή του μεριδίου αγοράς από το 2018 έως το 2020 στο Σχήμα Ι.2, μπορεί να δυσκολευτείτε να εντοπίσετε τη δια-