



## **ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ**

### **ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ**

**Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας  
(Credit Rating Agencies),  
η επίδρασή τους στην Ευρωπαϊκή οικονομία και οι απόπειρες  
κανονιστικής τους ρύθμισης  
από την Ευρωπαϊκή Ένωση**

**ΟΝΟΜΑ ΦΟΙΤΗΤΗ**

**ΜΙΧΑΗΛ Γ. ΜΕΡΣΙΝΗΣ**

**ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑ ΚΑΘΗΓΗΤΗ**

**ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΑΙΝΟΥΡΓΙΟΣ**

**ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ, 2012**





**ΑΝΟΙΚΤΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΥΠΡΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ  
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

## **ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ**

**ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ**

**Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Credit Rating Agencies), η επίδρασή τους στην Ευρωπαϊκή οικονομία και οι απόπειρες κανονιστικής τους ρύθμισης από την Ευρωπαϊκή Ένωση**

**ΟΝΟΜΑ ΦΟΙΤΗΤΗ**

**ΜΙΧΑΗΛ Γ. ΜΕΡΣΙΝΗΣ**

**ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑ ΚΑΘΗΓΗΤΗ**

**ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΑΙΝΟΥΡΓΙΟΣ**

**ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ, 2012**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

|   | <i>Σελίδα</i> |
|---|---------------|
| Περίληψη (στην Ελληνική)  | 5             |
| Περίληψη (στην Αγγλική)   | 6             |
| <br>  |               |
| Εισαγωγή  | 7             |
| <br>  |               |
| Κεφάλαιο Α  |               |
| Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας              | 9             |
| <br>  |               |
| 1. Η πρόσφατη Αμερικανική Εμπειρία                              | 11            |
| 2. Η Ευρωπαϊκή Εμπειρία   | 15            |
| 3. Ο ρόλος τους στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση           | 19            |
| <br>  |               |
| Κεφάλαιο Β  |               |
| Κανονιστικές μεταρρυθμιστικές προσπάθειες της Ευρωπαϊκής Ένωσης | 24            |
| <br>  |               |
| 1. Το νεότερο ρυθμιστικό πλαίσιο της εποπτείας                  | 24            |
| 2. Περαιτέρω εποπτική αρμοδιότητα της ESMA                      | 35            |
| 3. Η πρόταση για το νέο κανονιστικό πλαίσιο                     | 39            |
| 4. Το ζήτημα της Αστικής Ευθύνης                                | 43            |
| 5. Το ζήτημα του Ευρωπαϊκού Οργανισμού Αξιολόγησης              | 45            |
| 6. Συμπεράσματα   | 46            |
| <br>  |               |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ  | 50            |

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΓΛΩΣΣΑ

### **Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (Credit Rating Agencies), η επίδρασή τους στην Ευρωπαϊκή οικονομία και οι απόπειρες κανονιστικής τους ρύθμισης από την Ευρωπαϊκή Ένωση**

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διαδραματίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές και τραπεζικές αγορές αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν χρησιμοποιούνται από τους ενδιαφερόμενους ώστε να λαμβάνουν τις τελικές επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις τους. Ως εκ τούτου, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία των αγορών.

Παράλληλα με τις πρώτες απόπειρες κανονιστικής ρύθμισης, οι δραστηριότητες των CRA στις Η.Π.Α. (αλλά και διεθνώς) προκάλεσαν ακόμα εντονότερη κριτική εξαιτίας συγκεκριμένων προβλημάτων, που δημιούργησαν ειδικότερα σε περιπτώσεις που είδαν το φως της δημοσιότητας.

Στις πρώτες νομοθετικές προσπάθειες της Ευρωπαϊκής Ένωσης συγκαταλέγεται ο Κανονισμός 1060/2009, ο οποίος στην Ελληνική έννομη τάξη μεταφέρθηκε από το νόμο 3867/2010. Επικεντρώνεται σε θέματα εγγραφής, δεοντολογίας στην άσκηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και εποπτείας.

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε την ανεπάρκεια του κανονιστικού πλαισίου. Οι περαιτέρω προσπάθειες βελτίωσής του επικεντρώθηκαν στο στόχο της αντιμετώπισης της υπέρμετρης εξάρτησης από αξιολογήσεις, της επίτευξης μεγαλύτερης διαφάνειας και της αντιμετώπισης της σύγκρουσης συμφερόντων.

Η δεύτερη προσπάθεια εκφράστηκε με τον Κανονισμό 513/2011, ο οποίος τροποποίησε σημαντικά τον πρώτο και έδωσε στην ESMA σημαντικές κυρωτικές αρμοδιότητες.

Παρόλα αυτά η προσπάθεια βελτίωσης των ρυθμίσεων συνεχίζεται με στόχο μεταξύ άλλων τη θέσπιση και Αστικής Ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης έναντι αυτών που ζημιώθηκαν από τις αξιολογήσεις τους και την ίδρυση ενός Ευρωπαϊκού Οργανισμού Αξιολόγησης.

Τέλος θα πρέπει να βελτιωθεί η διαδικασία εποπτείας της μεθοδολογίας των οργανισμών, της τήρησης των κανόνων και των προϋποθέσεων διαφάνειας και ακεραιότητας.

Το υπάρχον νομοθετικό/κανονιστικό πλαίσιο αποτελεί ένα πολύ σημαντικό υπάρχον όμως και πολύ σημαντικά περιθώρια βελτίωσης.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΣΤΗΝ ΑΓΓΛΙΚΗ ΓΛΩΣΣΑ

### **Credit Rating Agencies - their influence on European economy and the attempts of the European Union to regulate them.**

Credit rating agencies play a particularly important role in world securities and banking markets because their ratings are used by potential investors in their final investment and financing decisions. For that reason, credit ratings significantly influence the functioning of these markets.

Along with the first attempts to regulate them, the activities of CRAs in the U.S. (and internationally) drew even more criticism. This was due to the greatly publicized problems they created.

Among its first legislative efforts, the European Union adopted Regulation 1060/2009, which in the Greek legal system was transposed by Law 3867/2010. Regulation 1060/2009 focuses on registration issues, business conduct and supervision.

The recent financial crisis witnessed the failure of the regulatory framework. The main efforts to improve the existing framework were concentrated on the problem of overreliance, the need of greater transparency and the potential conflicts of interest.

The second legislative attempt took the form of Regulation 513/2011, which substantially amended Regulation 1060/2009 and vested ESMA with important sanctioning powers.

The efforts, however, to improve the regulation continue and comprise, inter alia, adoption of civil liability for credit rating agencies against those harmed by their ratings and the creation of a European Credit Rating Agency.

Finally, measures must be taken to improve the monitoring process of the methodology used by CRAs and, even more importantly, their compliance with the rules and conditions of transparency and integrity.

The existing legislative / regulatory framework is a very important step forward but there is still very significant room for improvement.

## Εισαγωγή

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή οίκοι αξιολόγησης (στο εξής και «CRA», ακρωνύμιο του *Credit Rating Agencies*) διαδραματίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές, δεδομένου ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν χρησιμοποιούνται από επενδυτές, δανειολήπτες, εκδότες και κυβερνήσεις, για να λαμβάνουν επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις μετά λόγου γνώσεως. Ο ρόλος τους είναι να προσφέρουν ανεξάρτητες και έγκυρες υπηρεσίες αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων (ιδιώτες, επιχειρήσεις, κράτος) καθώς επίσης και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι με σκοπό να αντιμετωπίσουν οι δανειστές το μειονέκτημα της ασύμμετρης πληροφόρησης που είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με το δανεισμό. Πρόκειται για ιδιωτικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν χρησιμοποιούνται από τους ενδιαφερόμενους (επενδυτές, δανειολήπτες, εκδότες, κυβερνήσεις) ώστε να λαμβάνουν τις τελικές επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις τους.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης (δηλαδή και στο δανειστή και στο δανειζόμενο). Όσον αφορά το δανειστή, η αξιολόγηση προσφέρει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες ενώ στο δανειζόμενο προσφέρει την απαραίτητη πληροφορία για να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται τόσο στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) όσο και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιρειών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, δήμων και κρατών. Η αξιολόγηση του αξιόγραφου βασίζεται στη δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού.

Ως εκ τούτου, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία των αγορών, την πίστη και την εμπιστοσύνη των επενδυτών και των καταναλωτών. Επομένως, είναι σημαντικό οι δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να διεξάγονται σύμφωνα με τις αρχές της ακεραιότητας, της διαφάνειας, της υπευθυνότητας και της χρηστής διακυβέρνησης προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι

απορρέουσες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που χρησιμοποιούνται είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και με επαρκή ποιότητα.

Καθώς οι ίδιες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούνται σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση (και συχνά και στις Ηνωμένες Πολιτείες), η παραδοσιακή διάκριση μεταξύ της αρμόδιας αρχής της χώρας καταγωγής και των άλλων αρμόδιων αρχών και η χρήση συντονισμού από εποπτικά σώματα δεν αποτελούν την πλέον κατάλληλη δομή για την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.<sup>1</sup>

Η διατριβή αυτή αποτελεί μια προσπάθεια αξιολόγησης της υπάρχουσας κανονιστικής ρύθμισης των Οργανισμών Πιστοληπτικής Αξιολόγησης και περαιτέρω διερεύνησης της αναγκαιότητας βελτίωσής της ούτως ώστε να εκτιμηθεί εάν υπάρχουν τα προαπαιτούμενα για μια «πλήρη αλλαγή» ειδικά στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Θα γίνει μια προσπάθεια να αξιοποιηθεί και η Αμερικανική εμπειρία, η οποία προηγήθηκε και οδήγησε στη λήψη των πρώτων ρυθμιστικών μέτρων. Οι ρυθμιστικές κατευθύνσεις και οι πιθανές μεταρρυθμιστικές προσπάθειες της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα αξιολογηθούν αφού ληφθεί υπόψη και η πιθανή συμβολή των Οργανισμών Πιστοληπτικής Αξιολόγησης στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση.

Προκειμένου να μην επαναληφθούν παραβάσεις της Κοινοτικής νομοθεσίας στο μέλλον, εκτός από το πρόσφατα τροποποιημένο κανονιστικό πλαίσιο της αδειοδότησης των CRA υιοθετήθηκαν και κυρωτικές διατάξεις με ρητή πρόβλεψη επιβολής διοικητικών μέτρων και κυρώσεων. Το νέο πλαίσιο περιλαμβάνει ακόμα και δικονομικές διατάξεις για την προσφυγή κατά των εν λόγω κυρώσεων.

Η πλέον πρόσφατη και πιθανότατα ριζοσπαστική προσπάθεια ρύθμισης των CRA έγκειται στο ζήτημα της πιθανής αστικής ευθύνης τους έναντι των ζημιωθέντων επενδυτών ή και κρατών. Αν και ακόμα δεν έχει υιοθετηθεί κάποιο οριστικό νομοθέτημα, η σπουδαιότητά του δύσκολα μπορεί να αμφισβητηθεί διότι δημιουργεί αυξημένη ευθύνη των CRA και δυνατότητα δικαστικής διεκδίκησης αποζημίωσης σε περιπτώσει που μπορεί να αποδειχθεί ζημία.

---

<sup>1</sup> Με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου συστάθηκε η Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή «Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών - «ΕΑΚΑΑ» ή European Securities and Markets Authority ή «ESMA»), δεν είναι πλέον αναγκαία η διατήρηση αυτής της δομής. Επομένως, η διαδικασία εγγραφής θα πρέπει να εκσυγχρονιστεί και τα χρονικά όρια να μειωθούν αναλόγως.



Οι δυνατότητες του νέου αυτού πλαισίου θα αξιολογηθούν. Θα εξετασθούν οι κατευθύνσεις που αποτυπώνονται από τις πρόσφατες τροποποιήσεις και, τέλος, θα γίνουν προτάσεις για πιθανές βελτιώσεις ή περαιτέρω τροποποιήσεις.

## **A. Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας**

Ο Οργανισμός Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (CRA) είναι μια εταιρία που καταρτίζει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για τους εκδότες ορισμένων τύπων υποχρεώσεων χρέους καθώς και των χρεωστικών τίτλων τους. Σε ορισμένες περιπτώσεις, συντάσσονται αξιολογήσεις και για τους οι διαχειριστές του υποκείμενου χρέους.<sup>2</sup>

Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι εκδότες κινητών αξιών είναι εταιρίες, εταιρίες ειδικού σκοπού, κρατικές και τοπικές κυβερνητικές αρχές, μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί ή εθνικές κυβερνήσεις που εκδίδουν χρεόγραφα (όπως για παράδειγμα ομόλογα) τα οποία είναι ενδεχομένως διαπραγματεύσιμα σε μια δευτερογενή αγορά.

Η Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας ενός εκδότη λαμβάνει υπόψη το αξιόχρεο του (δηλαδή την ικανότητα αποπληρωμής ενός δανείου) και επηρεάζει το επιτόκιο που ισχύει για την εκδιδόμενη κινητή αξία (χρεόγραφο).

Οι Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας χρησιμοποιούνται από επενδυτές, εκδότες, επενδυτικές τράπεζες, χρηματιστές και κυβερνήσεις. Για τους επενδυτές, τα CRA αυξάνουν τη δυνατότητα εύρεσης εναλλακτικών λύσεων σε επενδύσεις και παρέχουν μια ανεξάρτητη, εύκολη στη χρήση αξιολόγηση του σχετικού πιστωτικού κινδύνου. Αυτό σε γενικές γραμμές μπορεί να ενισχύσει την αποτελεσματικότητα της αγοράς και να μειώσει τα κόστη τόσο για τον δανειζόμενο όσο και για τον δανειστή. Κατ' αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η παροχή κεφαλαίων στην οικονομία και ενισχύεται η ανάπτυξη. Εξάλλου οι κεφαλαιαγορές ανοίγουν για κατηγορίες δανειζομένων που με άλλες συνθήκες θα ήταν αποκλεισμένες: κυβερνήσεις μικρότερων χωρών, εταιρίες στο ξεκίνημα των εργασιών τους, νοσοκομεία και πανεπιστήμια.

Θα πρέπει κατ' αρχάς να εντοπίσουμε τον λόγο που οι αξιολογήσεις αυτές κατέστησαν απαραίτητο στοιχείο της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας, εξετάζοντας συνοπτικά την

---

<sup>2</sup> Credit rating agency. (2012, June 7). In *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Retrieved 19:12, June 7, 2012, from [http://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Credit\\_rating\\_agency&oldid=496432717](http://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Credit_rating_agency&oldid=496432717)

ιστορία τους και την εξέλιξή τους μέχρι την πρόσφατη οικονομική κρίση (2007 έως και σήμερα). Με αυτό τον τρόπο θα γίνει ευκολότερα κατανοητή η δριμεία κριτική που έχει εκφραστεί κατά των εταιριών αυτών και η αναγκαιότητα ενός αποτελεσματικού ρυθμιστικού πλαισίου που θα δίνει τη δυνατότητα καλύτερης εποπτείας και ελέγχου.

Η σύγχρονη βιομηχανία πιστοληπτικής αξιολόγησης αναπτύχθηκε από διάφορες Αμερικανικές εταιρίες που άρχισαν να κατηγοριοποιούν ομόλογα, κατ' αρχάς σιδηροδρομικών εταιριών, στα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Ήδη το 1890, η εταιρία Poor's Publishing, πρόδρομος της σημερινής S&P, εξέδιδε το Poor's Manual, μία ανάλυση για ομόλογα.<sup>3</sup> Τις επόμενες δύο δεκαετίες πολλοί αναλυτές ακολούθησαν αυτή την πρακτική. Μεταξύ αυτών ο John Moody. Το 1924 η αγορά αξιολογήσεων χρεογράφων ήταν περισσότερο ανταγωνιστική απ' ό τι σήμερα. Υπήρχαν ήδη εκτός της εταιρίας John Moody η Poor's Standard Statistic Company Inc., η Fitch Publishing Company, και άλλες. Αξίζει να τονιστεί το γεγονός ότι οι εταιρίες αυτές κέρδιζαν χρήματα χρεώνοντας συνδρομή εγγραφής στους επενδυτές. Δεν χρέωναν τους εκδότες των κινητών αξιών.

Το «κραχ» του 1929 οδήγησε τις εταιρίες αυτές σε παρακμή. Δεν ενδιαφέρονταν πλέον οι επενδυτές να αγοράσουν αξιολογήσεις, δεδομένης της παταγώδους αποτυχίας αυτών των εταιριών να προβλέψουν την απότομη πτώση του 1929. Χαρακτηριστική περίπτωση η πτώχευση της Chicago, Rock Island & Pacific Railroad για τα χρεόγραφα της οποίας οι μεγαλύτερες εταιρίες αξιολόγησης έδιναν τις υψηλότερες αξιολογήσεις. Οι επενδυτές συνειδητοποίησαν ότι όλες αυτές οι αξιολογήσεις δεν είχαν ιδιαίτερα μεγάλη αξία και σε κάθε περίπτωση ήταν βασισμένες σε πληροφορίες που ήταν ήδη στη διάθεση του κοινού<sup>4</sup>. Η δραστηριότητες της πιστοληπτικής αξιολόγησης έμειναν στάσιμες για δεκαετίες. Παρόλες τις επιφυλάξεις για την αξιοπιστία των αξιολογήσεων των εταιριών αυτών, παρέμειναν αρρυθμιστες γιατί οι εποπτικές αρχές θεωρούσαν ότι δεν παίζουν σημαντικό ρόλο στο οικονομικό σύστημα. Τη δεκαετία του 70 η Αμερικανική αρμόδια εποπτική αρχή Securities and Exchange Commission (SEC στο εξής) αποφάσισε, αντί να εισαγάγει κανονιστικές ρυθμίσεις για τη βιομηχανία πιστοληπτικής αξιολόγησης, να βασίζεται πλέον συγκεκριμένες ρυθμιστικές αποφάσεις της στις αξιολογήσεις μερικών από τα μεγαλύτερα CRA. Η πολιτική αυτή ξεκίνησε με τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματιστηριακών εταιριών. Τότε ακριβώς, χωρίς να οριστεί επακριβώς, υιοθετήθηκε για πρώτη φορά η έννοια του Nationally Recognised Statistical Rating Organisation (NRSRO στο εξής), του «Εθνικώς ανεγνωρισμένου οργανισμού στατιστικής αξιολόγησης». Λίγο αργότερα με επιστολή της

---

<sup>3</sup> Partnoy Frank, 'How and why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers', Legal Studies Research paper Series, Research Paper No. 07-46, May 2006

<sup>4</sup> Partnoy, οπ. π.

διευκρίνισε ότι τα μεγαλύτερα CRA υπάγονταν σ' αυτή την κατηγορία, όχι όμως και τα μικρότερα, ανοίγοντας το δρόμο για το σοβαρό σημερινό πρόβλημα του *ολιγοπωλίου* των CRA και την κυριαρχία των τριών μεγάλων (*Big Three: Standard & Poor's, Moody's, Fitch*).

Με το πέρασμα του χρόνου η SEC, όπως επίσης και άλλες διοικητικές αρχές αλλά και το ίδιο το Κογκρέσο υιοθέτησαν νομικούς κανόνες που αναφέρονταν και βασίζονταν σε αξιολογήσεις των NRSRO. Η εξέλιξη αυτή συμπίπτει με μια ιδιαίτερης σπουδαιότητας αλλαγή στα οικονομικά των CRA: Έπαψαν να χρεώνουν συνδρομές τους επενδυτές και άρχισαν να χρεώνουν τους εκδότες και μάλιστα με βάση το μέγεθος της έκδοσης. Ακόμα περισσότερες κανονιστικές ρυθμίσεις υιοθετήθηκαν, οι οποίες όλο και περισσότερο βασίζονταν σε αξιολογήσεις των NRSRO. Παρόλα αυτά τη δεκαετία του 80 και του 90 η άνοδος τους δεν είναι ιδιαίτερα εντυπωσιακή. Πιθανώς προφητική (ήδη το 1996) ήταν η ρήση του Thomas Friedman<sup>5</sup> ότι «*υπήρχαν δύο μόνο υπερδυνάμεις στον κόσμο: οι Η.Π.Α. και η Moody's και ότι δεν ήταν ξεκάθαρο ποια ήταν η πιο ισχυρή*». Είναι αξιοπρόσεκτο ότι η πρόσφατη μετεωρική άνοδος των εσόδων και των κερδών των CRA ξεκίνησε αρκετά χρόνια μετά τη ρήση του Friedman.

## 1) Η πρόσφατη Αμερικανική εμπειρία

Στο νομοθετικό πλαίσιο της ιδιαίτερα σημαντικής Sarbanes-Oxley Act του 2002, το Κογκρέσο έδωσε εντολή στην SEC να συντάξει αναφορά με τίτλο: «*Αναφορά στον ρόλο και τη σημασία των οίκων αξιολόγησης στη λειτουργία των Αγορών Κινητών Αξιών*»<sup>6</sup>, όπου θα έπρεπε να εκθέσει πώς οι αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται στο ρυθμιστικό πλαίσιο των Η.Π.Α. και τί ζητήματα πολιτικής δημιουργούν. Εν μέρει ως απάντηση σε αυτή την εντολή, τον Ιούνιο του 2003 η SEC υπέβαλε αναφορά το Κογκρέσο, στην οποία εξέθετε αναλυτικά σχέδια ελέγχων στις πρακτικές που ακολουθούσαν τα CRA κατά παράβαση των αρχών του ανταγωνισμού και ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων.

Το Δεκέμβριο του 2004 ακολούθησε, σε διεθνές επίπεδο πλέον η International Organisation of Securities Commissions (IOSCO στο εξής), η οποία εξέδωσε έναν Κώδικα Συμπεριφοράς

---

<sup>5</sup> Thomas Friedman, interview, NewsHours with Jim Lehrer, PBS, February 13, 1996

<sup>6</sup> 'Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of Securities Markets'

για CRA, με κύριο γνώμονα την αντιμετώπιση τυχόν σύγκρουσης συμφερόντων. Αυτές ήταν πιθανώς οι πρώτες δειλές απόπειρες συνολικής ρύθμισης των CRA.<sup>7</sup>

Παράλληλα με τις πρώτες απόπειρες κανονιστικής ρύθμισης, οι δραστηριότητες των CRA στις Η.Π.Α. (αλλά και διεθνώς) προκάλεσαν ακόμα εντονότερη κριτική εξαιτίας συγκεκριμένων προβλημάτων που δημιούργησαν, ειδικότερα σε περιπτώσεις που είδαν το φως της δημοσιότητας.

Το πρώτο πρόβλημα που επισημάνθηκε ήταν ότι δεν υποβαθμίζουν εταιρίες με όση ταχύτητα είναι απαραίτητο. Το πιο «τρανταχτό» παράδειγμα αυτού του σοβαρότατου μειονεκτήματος είναι η υπόθεση Enron<sup>8</sup>. Η εν λόγω εταιρία παρέμενε σε βαθμολόγηση «*investment*» τέσσερις μέρες πριν από την πτώχευση της εταιρίας, παρόλο το γεγονός ότι τα CRA τελούσαν εν γνώσει των προβλημάτων της εταιρίας επί σειράν μηνών<sup>9</sup>. Παρόμοια περίπτωση ήταν η Freddie Mac που υποβαθμίστηκε μόνο όταν μίλησε γι αυτή ο Warren Buffet στο CNBC. Οι περιπτώσεις αυτές, αν συνδυαστούν με εμπειρικές μελέτες, αποδεικνύουν ότι τα *spreads* των ομολόγων ανεβαίνουν ενώ οι ποιότητα πίστωσης επιδεινώνεται, πριν όμως την υποβάθμιση της αξιολόγησης, πράγμα που πιθανότατα σημαίνει ότι η αγορά συχνά προηγείται μιας υποβάθμισης και θέτει εν αμφιβόλω την πληροφοριακή αξία των πιστοληπτικών αξιολογήσεων.<sup>10</sup> Η διαπίστωση αυτή οδήγησε στην πρόταση για τις εποπτικές αρχές να ζητούν από τις τράπεζες, τους χρηματιστές και τις ασφαλιστικές εταιρίες (μεταξύ άλλων) να χρησιμοποιούν τα *spreads* όταν υπολογίζουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους, αντί να βασίζονται στα CRA. Όπως θα εκτεθεί αργότερα, αυτή είναι η «υποκείμενη φιλοσοφία» και των πρόσφατων τροποποιήσεων στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το δεύτερο σημαντικό ζήτημα και ίσως η πρώτη προτεραιότητα κάθε ρυθμιστικής προσπάθειας είναι η σύγκρουση συμφερόντων. Τα μεγάλα CRA έχουν κατηγορηθεί για πολύ

---

<sup>7</sup> Vassiliki L. Papaikonomou, 'Credit rating agencies and global financial crisis Need for a paradigm shift in financial market regulation' Studies in Economics and Finance, Vol. 27 No. 2, 2010, pp. 161-174, Emerald Group Publishing Limited

<sup>8</sup> Borrus, Amy (8 April 2002). "The Credit-Raters: How They Work and How They Might Work Better" ([http://www.ba.metu.edu.tr/~adil/BA-web/bus press/ credit raters. pdf](http://www.ba.metu.edu.tr/~adil/BA-web/bus%20press/credit%20raters.pdf)). *BusinessWeek*.

<sup>9</sup> Wyatt, Edward (8 February 2002). "Credit Agencies Waited Months to Voice Doubt About Enron" ([http://bodurtha.georgetown.edu/enron/ Credit Agencies Waited Months to Voice Doubt About Enron.htm](http://bodurtha.georgetown.edu/enron/Credit%20Agencies%20Waited%20Months%20to%20Voice%20Doubt%20About%20Enron.htm)) (– Scholar search ([http://scholar.google.co.uk/scholar?hl=en&lr=&q=author:Wyatt+intitle:Credit+Agencies+Waited+Months+to+Voice+Doubt+About+Enron&as\\_publication=&as\\_ylo=2002&as\\_yhi=2002&btnG=Search](http://scholar.google.co.uk/scholar?hl=en&lr=&q=author:Wyatt+intitle:Credit+Agencies+Waited+Months+to+Voice+Doubt+About+Enron&as_publication=&as_ylo=2002&as_yhi=2002&btnG=Search)))

<sup>10</sup> Galil, Koresh (2003). *The quality of corporate credit rating: An empirical investigation*. EFMA 2003 Helsinki Meetings. European Financial Management Association.

στενές σχέσεις με τη διοίκηση των εταιριών ή νομικών οντοτήτων που αξιολογούν.<sup>11</sup> Τα εν λόγω CRA συναντιούνται συχνά αυτοπροσώπως με τη διοίκηση των αξιολογουμένων εταιριών και παρέχουν συμβουλές για τον τρόπο με τον οποίο η εταιρία μπορεί να διατηρήσει το βαθμό της αξιολόγησής της. Επιπλέον έχει κατηγορηθεί η πελατειακή σχέση που υπάρχει πλέον μεταξύ του εκδότη και του οργανισμού αξιολόγησης. Αμφισβητείται έντονα η ικανότητα του τελευταίου να παράσχει μια ακριβή και έντιμη αξιολόγηση. Όμως η κριτική της μεροληπτικής μεταχείρισης δεν έχει πάντα συνοχή με την έννοια ότι άλλοτε η αξιολόγηση θεωρείται ιδιαίτερα επεικής ενώ άλλοτε κατηγορείται ως ιδιαίτερα αυστηρή, ότι ακολουθεί το χειρότερο δυνατό σενάριο και είναι απρόθυμη να λάβει υπόψη τυχόν εξηγήσεις των υπευθύνων της εταιρίας.

Τα CRA έχουν κυρίως κατηγορηθεί, και αυτή είναι μάλλον η πλέον βαριά μομφή, ότι ακολουθούν εκβιαστικές τακτικές ούτως ώστε να τους ανατεθούν εργασίες από τους αξιολογούμενους. Σε συγκεκριμένη περίπτωση ένα από τα Big Three δημοσίευσε μια μη αιτηθείσα (*unsolicited*) αξιολόγηση για μία ασφαλιστική εταιρία ακολουθώντας την από μία επιστολή προς την εταιρία με την οποία δήλωνε ότι *‘περίμενε την ημέρα που η εταιρία θα ήταν πρόθυμη να πληρώσει’*.<sup>12</sup> Η πολιτική αυτή του εκβιασμού οδήγησε εν τέλει σε σημαντικές οικονομικές απώλειες για την αρνητικά αξιολογούμενη ασφαλιστική εταιρία.

Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας εταιρίας μπορεί να δημιουργήσει έναν φαύλο κύκλο, γιατί δεν έχει μόνον ως αποτέλεσμα την άνοδο των επιτοκίων για την εταιρία. Και άλλες συμβάσεις με χρηματοοικονομικούς οργανισμούς μπορούν να θιγούν αρνητικά, προκαλώντας άνοδο στα έξοδα και μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας (*credit worthiness*). Δεν είναι σπάνιες οι περιπτώσεις που οι δανειακές συμβάσεις περιλαμβάνουν μια ρήτρα που κάνει το δάνειο πλήρως απαιτητό αν η πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρίας πέφτει κάτω από ένα συγκεκριμένο σημείο (συνήθως κάτω από την αξιολόγηση του κερδοσκοπικού – *speculative* – ή του σκουπιδιού – *junk*). Σκοπός τέτοιων ρητρών είναι να μπορούν οι τράπεζες να ασκήσουν τις απαιτήσεις τους σε βάρος μιας αδύναμης εταιρίας πριν την επίσημη πτώχευση και τον ορισμό εκκαθαριστή. Αυτού του είδους οι ρήτρες (ή *rating triggers*) ήταν κεφαλαιώδους σημασίας στην κατάρρευση της Enron. Έκτοτε τα σημαντικότερα CRA καταβάλλουν σημαντικές προσπάθειες να διερευνήσουν αν υπάρχουν τέτοιες ρήτρες,

---

<sup>11</sup> Partnoy Frank, *‘How and why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers’*, Legal Studies Research paper Series, Research Paper No. 07-46, May 2006, σελ. 13

<sup>12</sup> Credit rating agency. (2012, June 7). In *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Retrieved 19:12, June 7, 2012, from [http://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Credit\\_rating\\_agency&oldid=496432717](http://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Credit_rating_agency&oldid=496432717)

συμβουλευόντας κατά της χρήσης τους ενώ η ίδια η SEC απαιτεί οι ανώνυμες εταιρίες να αποκαλύπτουν την ύπαρξή τους.

Ο εκβιασμός προς την αξιολογούμενη εταιρία μπορεί να έχει και τη μορφή της έμμεσης προώθησης ενός επενδυτικού προϊόντος το οποίο μπορεί να αγοραστεί από μια άλλη εταιρία του ίδιου ομίλου. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό το γεγονός ότι, πλην ελαχίστων εξαιρέσεων, οι περισσότεροι οργανισμοί αξιολόγησης δεν ανακοινώνουν οικονομικά αποτελέσματα *αμιγώς* των υπηρεσιών αξιολόγησης που παρέχουν. Και οι υπηρεσίες τους εκτείνονται σε συμβουλευτικές υπηρεσίες, πιθανώς δημιουργώντας συγκρούσεις συμφερόντων με τις υπηρεσίες αξιολόγησης που παρέχουν.<sup>13</sup>

Ένα από τα βασικότερα προβλήματα της ρύθμισης των CRA και κατά κύριο λόγο των «μεγάλων τριών» έγκειται στο γεγονός ότι τους έχει έμμεσα επιτραπεί από τις κυβερνήσεις να παίζουν έναν οιονεί-ρυθμιστικό ρόλο, καλύπτοντας ένα σχετικό κενό. Όμως λόγω του ότι είναι κερδοσκοπικοί οργανισμοί, τα κίνητρά τους πολλές φορές μπορεί να είναι αμφιλεγόμενα. Το γεγονός ότι πληρώνονται από τους ίδιους τους εκδότες μπορεί να λειτουργήσει ως αντικίνητρο στο να επαγρυπνούν για τα συμφέροντα των επενδυτών.

Στην περίπτωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων κρατών έχει διατυπωθεί η άποψη οι οργανισμοί αξιολόγησης βρίσκονται σε σύγκρουση συμφερόντων. Επιδεικνύουν υπερβάλλουσα αυστηρότητα στις αξιολογήσεις τους λόγω του πολιτικού τους κινήτρου να αποδείξουν ότι δεν υπάρχει ανάγκη αυστηρότερης ρυθμίσεως των δραστηριοτήτων τους.<sup>14</sup> Εξάλλου έχουν κατακριθεί για την περιορισμένη αντίληψή τους, όσον αφορά την περίπτωση παύσης πληρωμών ενός κράτους κυρίως ως προς τους επενδυτές. Για τις ΗΠΑ υπήρχε πάντα η αντίληψη ότι ήταν απίθανο να παύσουν τις πληρωμές τους εφόσον διέθεταν την εξουσία εκτύπωσης του δολαρίου ενώ για την Ελλάδα υπήρχε η σαφώς αντίθετη αντίληψη λόγω του Ευρώ. Παρόλα αυτά το Ευρώ ενώ όταν δημιουργήθηκε το 1999 είχε ίση ανταλλακτική σχέση με το δολάριο, είχε τιμή κατά 50% υψηλότερη δέκα χρόνια μετά την εισαγωγή του. Την εποχή εκείνη εξαιτίας του φόβου των επενδυτών για παύση πληρωμών των περιφερειακών κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα ομόλογα της Ελλάδας είχαν υποβαθμιστεί σε κατηγορία junk ενώ η πιστοληπτική ικανότητα των ΗΠΑ ήταν ακόμα στην ανώτατη κατηγορία. Το

<sup>13</sup> "Measuring the measurers" ([http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story\\_id=9267952](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9267952)). *The Economist*. 31 May 2007.

<sup>14</sup> "Will Financial Reform Negatively Bias U.S. Sovereign Credit Ratings?" (<http://www.thoughtsworththinking.net/2010/05/will-financial-reform-negatively-bias-us-sovereign-credit-ratings/>). *Thoughtsworththinking.net*. May 21, 2010.

καλοκαίρι του 2011 ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Jose Manuel Barroso άσκησε κριτική στην Moody's για την υποβάθμιση των Πορτογαλικών ομολόγων.<sup>15</sup> Αντίστοιχη κριτική ασκήθηκε και στην αναφορά της Moody's – το καλοκαίρι του 2011 - για την Κίνα, όσον αφορά τα «τοξικά» δημοτικά χρέη, ποσά που όφειλαν στις τράπεζες οι δημοτικές αρχές της χώρας.<sup>16</sup>

Ο καθηγητής Partnoy διατύπωσε την άποψη ότι οι ρυθμίσεις της SEC και της FED έχουν εξαλείψει τον ανταγωνισμό μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης και πρακτικά έχουν εξαναγκάσει τους συμμετέχοντες στις αγορές να χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες των τριών μεγάλων *Standard & Poor's, Moody's, Fitch*.<sup>17</sup> Η Επίτροπος της SEC Kathleen Casey επισήμανε ότι οι τρεις μεγάλοι συμπεριφέρονται σαν τις εταιρίες Fannie Mae, Freddie Mac και άλλες που κυριαρχούν στην αγορά λόγω κυβερνητικών πράξεων. «Όταν τα CRA έδιναν αξιολογήσεις καταστροφικά παραπλανητικές, οι μεγάλοι αυτοί οργανισμοί αξιολόγησης απολάμβαναν τα πιο κερδοφόρα τους χρόνια την τελευταία δεκαετία.»<sup>18</sup> Η πρόταση της Επιτροπής ήταν να καταργηθούν εντελώς οι κανόνες για τα NRSRO. Με την ίδια άποψη συντάχθηκαν και οι καθηγητές Partnoy και Lawrence White<sup>19</sup>. Αντίθετα, οι ίδιοι οι οργανισμοί αξιολόγησης έκαναν ανταγωνιστικές υποδείξεις που θα προσέθεταν περαιτέρω ρυθμίσεις και θα έκαναν την είσοδο στην αγορά των εταιριών αξιολογήσεων, ακόμα πιο ακριβή.<sup>20</sup>

## 2) Η Ευρωπαϊκή εμπειρία

Τα προβλήματα που συνδέονται με την λειτουργία των CRA δεν φαίνεται να είχαν απασχολήσει ιδιαίτερα το νομοθέτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τουλάχιστον πριν την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Οι πρώτες νομοθετικές προσπάθειες μπορούν να ανιχνευτούν σε νομοθετικά κείμενα που δεν έχουν ως κύριο αντικείμενο τα CRA ή στην

---

<sup>15</sup> Dalton, Matthew, "EU's Barroso: Ratings agencies may be biased" (<http://www.marketwatch.com/story/eus-barroso-ratings-agencies-may-be-biased-2011-07-06>), *MarketWatch*.

<sup>16</sup> Oliver, Chris, "Moody's figures miss on China loans: Merrill" ([http://www.marketwatch.com/story/moodys-figures-miss-on-china-loans-merrill-2011-0708?link=MW\\_home\\_latest\\_news](http://www.marketwatch.com/story/moodys-figures-miss-on-china-loans-merrill-2011-0708?link=MW_home_latest_news)), *MarketWatch*.

<sup>17</sup> A Triple-A Idea - Ending the rating oligopoly (<http://online.wsj.com/article/SB123976320479019717.html>), Wall Street Journal, April 15, 2009

<sup>18</sup> idem

<sup>19</sup> idem

<sup>20</sup> AAA Oligopoly (<http://online.wsj.com/article/SB120398754592392261.html>), The Wall Street Journal, FEBRUARY 26, 2008

European Capital Requirements Directive (CRD 2006/48/EC) που υιοθετεί ένα καθεστώς παρόμοιο με αυτό των NRSRO των ΗΠΑ.<sup>21</sup>

Από τα ίδια τα κείμενα της Ευρωπαϊκής Ένωσης<sup>22</sup> προκύπτει ότι οι αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής των G20 έδωσαν το έναυσμα για την υιοθέτηση του πρώτου κανονισμού (regulation) για τους οργανισμούς αξιολόγησης, ο οποίος τέθηκε σε ισχύ το Δεκέμβριο του 2010 (για συντομία αναφέρεται ως CRA I). Είναι χαρακτηριστικό ότι δεν προτιμήθηκε η νομοθετική λύση της Οδηγίας (Directive). Θα πρέπει κατ' αρχάς να σημειωθεί η σημαντική διαφορά στις έννομες συνέπειες: Η Οδηγία σημαίνει ότι θα εφαρμοσθεί όταν ο εθνικός νομοθέτης αποφασίσει να την ενσωματώσει στην εσωτερική έννομη τάξη με όποιον τρόπο αυτός κρίνει πρόσφορο. Βέβαια έχει υποχρέωση να το πράξει, όπως επίσης και να τηρήσει έναν κοινό κατώτερο παρονομαστή (lowest common denominator) όντας ελεύθερος να υιοθετήσει και αυστηρότερες από τις προτεινόμενες διατάξεις. Η δημιουργία κοινών ρυθμιστικών σταθερών μέσω των Κοινοτικών Οδηγιών μάλλον οδήγησε σε άμεσα αποτελέσματα για αυτό τα τελευταία χρόνια προτιμάται η μορφή του Κανονισμού, που είναι ένα μάλλον σοβαρότερο όπλο στο οπλοστάσιο της νομοθετικής διαδικασίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο Κανονισμός έχει ευθεία ισχύ ούτως ή άλλως. Ακόμα και αν απαιτείται να μεταφερθεί στην εσωτερική έννομη τάξη η υιοθέτηση νόμου.

Η νομική βάση της επιλογής του εργαλείου του Κανονισμού έγκειται στην θεμελιώδη για τα δεδομένα το Κοινοτικού Δικαίου αρχή της Επικουρικότητας (Subsidiarity), όπως αυτή διατυπώνεται στο άρθρο 5(3) της Συνθήκης της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με την εν λόγω αρχή η ίδια η Ευρωπαϊκή Ένωση αναλαμβάνει δράση μόνον όταν οι σκοποί που έχουν τεθεί δεν μπορούν να επιτευχθούν επαρκώς από μόνα τα Κράτη Μέλη. Αφού ληφθεί υπόψη και η έκταση της επίδρασης της προτεινόμενης δράσης, γίνεται αντιληπτό ότι οι στόχοι μπορούν καλύτερα να επιτευχθούν από την ίδια την Ευρωπαϊκή Ένωση. Παρά το γεγονός ότι όλα τα προβλήματα που έχει ως στόχο να αντιμετωπίσει το ρυθμιστικό πλαίσιο για τα CRA έχουν σημαντικές συνέπειες για μεμονωμένα κράτη μέλη, η συνολική επίπτωση μπορεί να γίνει πλήρως αντιληπτή σε διασυνοριακό πλαίσιο. Αυτό συμβαίνει επειδή αξιολογήσεις μπορεί να εκδοθούν σε μία χώρα για χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται στην άλλη. Έτσι αν ληφθούν μέτρα σε εθνικό επίπεδο μπορεί να μην έχει κανένα αποτέλεσμα, καθώς οι αξιολογήσεις θα μπορούσαν να εξακολουθούν να εκδίδονται και να χρησιμοποιούνται, εφόσον έχουν συνταχθεί σε διαφορετικές χώρες της ΕΕ ή ακόμη και σε δικαιοδοσίες τρίτων χωρών. Συνεπώς τα μέτρα σε εθνικό επίπεδο καθίστανται αναποτελεσματικά. Αντίθετα, τυχόν περαιτέρω ενέργειες στον τομέα των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής μπορούν

<sup>21</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες ιδέ Vassiliki L. Papaikononou όπου προηγ.

<sup>22</sup> MEMO/11/788 Brussels 16 November 2011 – Frequently Asked Questions on CRAs



να είναι πιο αποτελεσματικές με μια κοινή προσπάθεια. Την φιλοσοφία αυτή εκφράζει η αρχή της επικουρικότητας.

Ο πρώτος λοιπόν Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι ο 1060/2009, ο οποίος στην Ελληνική έννομη τάξη μεταφέρθηκε από το νόμο 3867/2010.

Ο CRA I (κανονισμός 1060/2009) επικεντρώνεται στα εξής<sup>23</sup>:

- Εγγραφή: για να καταχωρηθεί, ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να πληροί μια σειρά από υποχρεώσεις σχετικά με τη διεξαγωγή της επιχειρηματικής του δραστηριότητας, ούτως ώστε να εξασφαλίζεται η ανεξαρτησία και η ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και να βελτιωθεί η ποιότητα των αξιολογήσεων που εκδίδονται. Η ευθύνη για την καταγραφή και την άμεση εποπτεία των CRA στην ΕΕ έχει ανατεθεί, από τον Ιούλιο του 2011, στην ESMA,

- Δεοντολογία άσκηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων: ο κανονισμός απαιτεί από τα CRA να αποφεύγουν τις συγκρούσεις συμφερόντων (*για παράδειγμα, ένας αναλυτής αξιολογήσεων που απασχολείται από έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει αξιολογήσει ένα φορέα στον οποίο έχει δικαίωμα ιδιοκτησίας*), ούτως ώστε να εξασφαλιστεί η ποιότητα των αξιολογήσεων (*για παράδειγμα, απαιτείται η συνεχής παρακολούθηση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας*), των μεθόδων αξιολόγησης (οι οποίες πρέπει να είναι, μεταξύ άλλων, αυστηρές και συστηματικές) και του υψηλού επιπέδου διαφάνειας (*για παράδειγμα, κάθε χρόνο ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να δημοσιεύσει μια έκθεση διαφάνειας*) και

- Εποπτεία: Η ESMA έχει πλήρεις εξουσίες έρευνας, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας να ζητήσει κάθε είδους έγγραφα ή δεδομένα, να ζητήσει ακροάσεις προσώπων, να προβαίνει σε επιτόπιους ελέγχους και να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις, πρόστιμα και περιοδικές χρηματικές ποινές. Αυτό συγκεντρώνει και απλοποιεί την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η συγκεντρωμένη εποπτεία εξασφαλίζει ένα ενιαίο σημείο επαφής για τους εγγεγραμμένους οργανισμούς αξιολόγησης, σημαντικά κέρδη ως προς την αποτελεσματικότητα λόγω μιας συντομότερης και λιγότερο περίπλοκης διαδικασίας εγγραφής και εποπτικής διαδικασίας. Τέλος εξασφαλίζει μεγαλύτερη συνοχή στην εφαρμογή των κανόνων για τα CRA. Προς το παρόν μόνο τα CRA είναι τα μόνα

---

<sup>23</sup> MEMO/11/788 Brussels 16 November 2011 – Frequently Asked Questions on CRAs

χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που εποπτεύονται άμεσα από μια ευρωπαϊκή εποπτική αρχή. Το γεγονός αυτό είναι σαφώς ενδεικτικό της σπουδαιότητας που αποδίδει στην ορθή εποπτεία τους η Ε.Ε. Δημιουργεί όμως και σημαντικά δικονομικά ζητήματα σχετικά με τη δυνατότητα προσφυγής κατά των συγκεκριμένων κυρωτικών αποφάσεων.

Ο κανονισμός αυτός για τους οργανισμούς αξιολόγησης, ωστόσο, δεν ρυθμίζει τη χρήση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και τις επιπτώσεις τους στην αγορά. Η χρήση εξωτερικών αξιολογήσεων από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ρυθμίζεται σε τομεακή χρηματοπιστωτική νομοθεσία (π.χ. στην οδηγία περί κεφαλαιακών απαιτήσεων).

Στην αιτιολογική έκθεση του νόμου 3867/2010 -όπου δεν παρεμβάλλεται καμιά απολύτως παρατήρηση για τους λόγους που επιβάλλουν την υιοθέτηση του συγκεκριμένου νομοσχεδίου- διαβάζουμε:

*«Με το κεφάλαιο Γ' (άρθρα 14-19) ορίζεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αρμόδια αρχή για την επίβλεψη της τήρησης των διατάξεων του Κανονισμού 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 16ης Σεπτεμβρίου 2009 ως προς τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (εφεξής «Ο.Α.Π.Ι.»). Επίσης, ρυθμίζονται ζητήματα εγγραφής των ως άνω Οργανισμών στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Ε.Ρ.Α.Α.Κ.Α.), η οποία τους εποπτεύει και, εφόσον κριθεί σκόπιμο, τους επιβάλλει κυρώσεις, στους πόρους δε της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προστίθενται και τα τέλη από την αρχική εγγραφή των Ο.Α.Π.Ι. Επισημαίνεται, πάντως, ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε στις 2.6.2010 πρόταση τροποποίησης του Κανονισμού 1060/2009 για τους Ο.Α.Π.Ι. [COM (2010) 289 τελικό], με σκοπό τη δημιουργία ενός αποδοτικότερου, πληρέστερου και βιώσιμου ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας. Η πρόταση τροποποίησης περιλαμβάνει τα άρθρα 21, 22, 23 και 24, η επίβλεψη της τήρησης των οποίων ανατίθεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθώς και τα άρθρα 11, ως προς τις κοινοποιήσεις πληροφοριών εκ μέρους των Ο.Α.Π.Ι., και 15, ως προς τη διαδικασία εγγραφής τους. Δεν αποτελεί αντικείμενο τροποποίησης κατά την ως άνω πρόταση το άρθρο 3 του ανωτέρω Κανονισμού ως προς τον ορισμό των Ο.Α.Π.Ι., το οποίο αναφέρεται στο άρθρο 14 παράγραφος 1 του Νοσχ.»*

Ήδη από την υιοθέτηση του CRA I έχει προκύψει η ανάγκη ενός CRA II *«με σκοπό τη δημιουργία ενός αποδοτικότερου, πληρέστερου και βιώσιμου ευρωπαϊκού συστήματος εποπτείας».*

Ειδικοί στο Ευρωπαϊκό Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο και την εποπτεία είχαν ήδη διατυπώσει την άποψη ότι ο Κανονισμός CRA I, βιαστικά σχεδιασμένος, άνισα ενσωματωμένος από τις Χώρες Μέλη και ελάχιστα εφαρμοζόμενος, είχε πολύ ασήμαντη επίδραση στον τρόπο που οι οικονομικοί αναλυτές και οι οικονομολόγοι ερμηνεύουν τα δεδομένα ή την πιθανή

σύγκρουση συμφερόντων από τις πολύπλοκες συμβατικές σχέσεις μεταξύ των CRA και των πελατών τους.<sup>24</sup>

Οι λόγοι που ώθησαν τον κοινοτικό νομοθέτη σε μια προσπάθεια βελτίωσης του πλαισίου που μόλις είχε δημιουργηθεί πιθανώς εξηγούνται από την ακόλουθη δήλωση του αρμόδιου για την Εσωτερική Αγορά Επιτρόπου Michel Barnier: *«Οι αξιολογήσεις έχουν άμεσο αντίκτυπο στις αγορές και στην ευρύτερη οικονομία και επομένως στην ευημερία των ευρωπαϊών πολιτών. Δεν είναι απλώς γνώμες. Και οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν κάνει σοβαρά λάθη στο παρελθόν. Επίσης, με εξέπληξε ο χρόνος εμφάνισης ορισμένων αξιολογήσεων κρατικής πιστοληπτικής ικανότητας – για παράδειγμα, αξιολογήσεων που ανακοινώθηκαν κατά τη διάρκεια διαπραγματεύσεων για ένα διεθνές πρόγραμμα βοήθειας για μία χώρα. Δεν μπορούμε να αφήσουμε τις αξιολογήσεις να αυξάνουν περαιτέρω την αστάθεια των αγορών. Πρώτος στόχος μου είναι να μειωθεί η υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις, βελτιώνοντας ταυτόχρονα την ποιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να ακολουθούν αυστηρότερους κανόνες, να έχουν περισσότερη διαφάνεια όσον αφορά τις αξιολογήσεις τους και να λογοδοτούν για τα λάθη τους. Επιθυμώ επίσης να υπάρξει αύξηση του ανταγωνισμού στον τομέα αυτό.»*

Στην παρέμβαση αυτή του Michel Barnier γίνονται δύο πολύ σημαντικές επισημάνσεις και διευκρινίζονται οι δύο από τους βασικούς στόχους των νέων τροποποιήσεων της νομοθεσίας: Η υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις ή *overreliance* στα κοινοτικά κείμενα και η βελτίωση του ανταγωνισμού στον τομέα, με άλλα λόγια η κατάργηση του ολιγοπωλίου. Γίνεται επίσης λόγος για ‘αυστηρότερους κανόνες’ που θα πρέπει να ακολουθούν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, για ‘περισσότερη διαφάνεια’ στις αξιολογήσεις και, πάνω απ’ όλα, για την αναγκαιότητα να λογοδοτούν για τα λάθη τους, ανοίγοντας έτσι το δρόμο για την υιοθέτηση αυστηρότερων διοικητικών κυρώσεων αλλά και αστικής ευθύνης.

### **3) Ο ρόλος τους στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση**

Παρόλο που και ο πρώτος Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης (CRA I) υπαγορεύτηκε από την χρηματοοικονομική κρίση, οι εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση τον ξεπέρασαν πολύ

---

<sup>24</sup> Firzli and Bazi, M.N. (2011). "Infrastructure Investments in an Age of Austerity : The Pension and Sovereign Funds Perspective" (<http://www.turkishweekly.net/op-ed/2852infrastructure-investments-in-an-age-of-austerity-the-pension-and-sovereign-funds-perspective.html>).  
*Revue Analyse Financière* 41 (4): 19–22

σύντομα. Η διαβούλευση που οργάνωσε η Επιτροπή τον Ιούνιο του 2011 επιβεβαίωσε την ανάγκη να αντιμετωπιστούν μερικά ακόμα προβλήματα.<sup>25</sup> Σ' αυτά συγκαταλέγονται ο κίνδυνος υπερ-εξάρτησης από ή υπέρμετρης στήριξης (*overreliance*) στις αξιολογήσεις από τους συμμετέχοντες στην αγορά, ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης στην αγορά αξιολογήσεων και, σε ένα βαθμό, ο τρόπος ανταμοιβής των οργανισμών αξιολόγησης.

Αν και υπάρχει ένα αριθμός μικρότερων CRA, η αγορά αξιολογήσεων κυριαρχείται και σε Ευρωπαϊκό επίπεδο από τα «big three», με συνολικό μερίδιο αγοράς να ανέρχεται στο 95%. Οι ισχυρές οικονομίες κλίμακας στον τομέα όπως επίσης και η φήμη των CRA, η οποία αποτελεί κρίσιμο πλεονέκτημα, περιορίζουν την είσοδο μικρότερων στην αγορά.

Η πρωτόλεια ρύθμιση στο πλαίσιο της Ε.Ε. δεν ασχολήθηκε με συγκεκριμένες κατηγορίες αξιολογήσεων και κυρίως αυτές των κρατικών χρεογράφων. Διατυπώθηκαν επικρίσεις κατά την πρόσφατη κρίση του Ευρώ ως προς τη διαφάνεια και την ποιότητα των αξιολογήσεων κρατικών χρεών. Τέλος, τέθηκαν ζητήματα που αφορούν συγκρούσεις συμφερόντων συνδεδεμένων με τη μετοχική σύνθεση των οργανισμών αξιολόγησης και ζητήματα σχετικά με την πιθανή αστική τους ευθύνη.

Τα προβλήματα λοιπόν που χρήζουν περαιτέρω ανάλυσης στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής εμπειρίας μπορούν χωριστούν σε έξι κατηγορίες:

- υπέρμετρης στήριξης (*overreliance*) στις αξιολογήσεις που μπορεί να οδηγήσει σε αποτέλεσμα κατακρήμνισης (*cliff effect*), τις κεφαλαιαγορές. Με τον όρο *cliff effects* γίνονται αντιληπτές οι απότομες κινήσεις που πυροδοτούνται από μια υποβάθμιση κάτω από ένα συγκεκριμένο όριο, όπου η υποβάθμιση μια μόνης κινητής αξίας μπορεί να έχει ένα δυσανάλογο αποτέλεσμα συνολικής κατάρρευσης..
- Αποτέλεσμα κατακρήμνισης (*cliff effect*) και μετάδοσης σε αλλαγές αξιολόγησης κρατικού χρέους,
- περιορισμένες επιλογές και ανταγωνισμός στη αγορά αξιολογήσεων,
- ανεπαρκή δικαιώματα αποζημίωσης/αναγωγής των χρηστών των αξιολογήσεων, οι οποίοι έχουν υποστεί ζημίες εξαιτίας μιας ανακριβούς αξιολόγησης που εκδόθηκε από έναν οργανισμό αξιολόγησης κατά παράβαση του κανονισμού,

---

<sup>25</sup> EC SEC(20122)1355/2 Executive Summary of the Impact Assessment – Proposal for a Regulation on credit rating agencies.

- δυννητικά προβληματική ανεξαρτησία των οργανισμών αξιολόγησης εξαιτίας σύγκρουσης συμφερόντων από το μοντέλο «πληρωμής από τον εκδότη» («issuer-pays»), της διάρθρωση της μετοχικής του σύνθεσης ιδιοκτησίας και της μακράς θητείας του ίδιου CRA,
- ανεπαρκείς διαδικασίες και μέθοδοι πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Οι προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής κινούνται σε τέσσερεις βασικούς άξονες<sup>26</sup>.

1) Διασφάλιση ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν στηρίζονται τυφλά μόνο στις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για τις επενδύσεις τους. Οι οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να κοινοποιούν περισσότερες πληροφορίες στις οποίες θα βασίζονται οι αξιολογήσεις του ούτως ώστε οι επαγγελματίες επενδυτές να είναι καλύτερα ενημερωμένοι για να κάνουν και τις ανάλογες τους κινήσεις στις αγορές. Η συγκεκριμένη πρόταση επιδιώκει τη συχνότερη αξιολόγηση των κρατών μελών και τόσο οι επενδυτές όσο και τα κράτη μέλη θα ενημερώνονται εις βάθος για τις αξιολογήσεις.

Στο σχετικό δελτίο τύπου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής διατυπώνεται η παραδοχή ότι οι αξιολογήσεις σήμερα έχουν «οιονεί θεσμικό ρόλο»<sup>27</sup>. Η στήριξη σ' αυτές πρέπει να μειωθεί. Ήδη στις προτάσεις, τον Ιούλιο του 2011, σχετικά με την οδηγία IV για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις μειώνεται ο αριθμός των αναφορών σε εξωτερικές αξιολογήσεις και επιβάλλεται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να επιδεικνύουν τα ίδια τη δέουσα επιμέλεια. Παρόμοιες αλλαγές προτάθηκαν όσον αφορά τους κανόνες για τους διαχειριστές κεφαλαίων, σε συμπληρωματικό σχέδιο οδηγίας. Στη τελευταία πρόταση περιλαμβάνεται επίσης γενική υποχρέωση των επενδυτών να διενεργούν οι ίδιοι τη δική τους αξιολόγηση.

Επιπλέον, τα CRA και οι ίδιες οι αξιολογούμενες οντότητες θα πρέπει να κοινοποιούν περισσότερες και καλύτερες πληροφορίες στις οποίες θα βασίζονται οι αξιολογήσεις, έτσι ώστε οι επαγγελματίες επενδυτές να είναι καλύτερα ενημερωμένοι προκειμένου να προβαίνουν σε δικές τους κρίσεις. Για παράδειγμα: τα CRA θα πρέπει να κοινοποιούν τις αξιολογήσεις τους στην ESMA, η οποία θα διασφαλίζει ότι όλες οι διαθέσιμες αξιολογήσεις που κυκλοφορούν στην αγορά σχετικά με έναν χρεωστικό τίτλο θα δημοσιεύονται στο πλαίσιο ενός Ευρωπαϊκού Δείκτη Αξιολόγησης (EURIX), που θα είναι απολύτως διαθέσιμος στους επενδυτές.

<sup>26</sup> Ενεργός Πολίτης <http://www.politis-europe.com/cgi-bin/hweb?-A=1359&-V=news>

<sup>27</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή – Δελτίο Τύπου - Βρυξέλλες 15 Νοεμβρίου 2011 - [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm)

Παράλληλα, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να συμβουλευόνται τους εκδότες και τους επενδυτές σχετικά με κάθε προβλεπόμενη αλλαγή στις μεθοδολογίες αξιολόγησης που εφαρμόζουν. Οι εν λόγω αλλαγές θα πρέπει να κοινοποιούνται στην ESMA, η οποία θα ελέγχει κατά πόσον έχουν τηρηθεί οι εφαρμοστέοι κανόνες όσον αφορά τους τύπους και τη δέουσα διαδικασία.<sup>28</sup>

2) Διαφανέστερες και συχνότερες αξιολογήσεις της κρατικής πιστοληπτικής ικανότητας.

Τα κράτη μέλη θα αξιολογούνται πιο συχνά (κάθε έξι μήνες αντί για κάθε δώδεκα μήνες) και οι επενδυτές και τα κράτη μέλη θα ενημερώνονται για τα βασικά γεγονότα και τις βασικές παραδοχές για κάθε αξιολόγηση. Για να αποφευχθεί η διαταραχή των αγορών, οι αξιολογήσεις της κρατικής πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να δημοσιεύονται *μόνο μετά το πέρας των εργασιών* και τουλάχιστον μία ώρα πριν την έναρξη των τόπων διαπραγμάτευσης στην ΕΕ. Η δυνατότητα αναστολής των αξιολογήσεων της κρατικής πιστοληπτικής ικανότητας αποτελεί πολύπλοκο ζήτημα που πρέπει να εξετασθεί περαιτέρω.<sup>29</sup>

3) Περισσότερη ποικιλομορφία και αυστηρότερη διασφάλιση της ανεξαρτησίας των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας προκειμένου να *«εξλειφθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων»*.

Κάθε τρία χρόνια θα πρέπει να εναλλάσσονται οι εκδότες μεταξύ των οργανισμών που τους αξιολογούν. Επιπλέον, θα απαιτούνται δύο αξιολογήσεις από δύο διαφορετικούς οργανισμούς αξιολόγησης για πολυσύνθετα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα και, επίσης, ένας μεγαλομέτοχος οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει ταυτόχρονα να είναι μεγαλομέτοχος σε άλλον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

4) Μεγαλύτερη λογοδοσία των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας για τις αξιολογήσεις στις οποίες προβαίνουν.

---

<sup>28</sup> Impact Analysis - EC SEC(2012)1355/2 Executive Summary of the Impact Assessment – Proposal for a Regulation on credit rating agencies.

<sup>29</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή – Δελτίο Τύπου - Βρυξέλλες 15 Νοεμβρίου 2011 - [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm)

Ένας οργανισμός αξιολόγησης θα πρέπει να είναι υπόλογος σε περίπτωση παραβίασεως, εκ προθέσεως ή λόγω βαρείας αμελείας, του κανονισμού, προκαλώντας έτσι ζημιά σε έναν επενδυτή ο οποίος βασίστηκε στην αξιολόγηση που εκδόθηκε μετά την εν λόγω παράβαση. Οι εν λόγω επενδυτές θα πρέπει να καταθέτουν αγωγές για αστική ευθύνη στα εθνικά δικαστήρια. Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα φέρει το βάρος της απόδειξης.

Είναι ξεκάθαρο από τις κινήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ότι γίνεται μια προσπάθεια για να περιοριστεί ο ρόλος που διαδραματίζουν σήμερα οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας οι οποίοι έχουν συμβάλει πολλές φορές με τις ακολουθούμενες πολιτικές τους στην περαιτέρω επιδείνωση της πιστοληπτικής ικανότητας χωρών όπως η Ελλάδα. Με τις πιο πάνω κινήσεις η ΕΕ ευελπιστεί ό τ θα δώσει ένα τέρμα στις άδικες πολλές φορές υποβαθμίσεις που υφίστανται οι ευρωπαϊκές οικονομίες για να αποφευχθούν στο μέλλον οικονομικές αναταραχές που θα θέτουν σε κίνδυνο την οικονομική βιωσιμότητα ενός κράτους μέλους της ευρωζώνης.

Στην πρόσφατη αναφορά της ESMA για τις πρώτες εξετάσεις που διενήργησε όσον αφορά την λειτουργία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας υπάρχουν κάποιες πολύ προσεκτικές και σημαντικές επισημάνσεις.<sup>30</sup> Η ESMA λοιπόν δημοσιεύει έκθεση για την εποπτεία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που είναι εγγεγραμμένοι στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η έκθεση περιέχει μία επισκόπηση της εποπτικής δραστηριότητας της ESMA και συνοψίζει τα αποτελέσματα των πρώτων ελέγχων της που διενεργήθηκαν τον Δεκέμβριο του 2011. Αυτοί οι έλεγχοι όπως αναφέρει η ESMA είναι το πρώτο βήμα σε μία διαρκή διαδικασία εποπτείας που διενεργείται από την ESMA. Η ESMA λοιπόν διαπίστωσε αρκετές αδυναμίες και θέματα που χρήζουν βελτίωσης και που ισχύουν σε ποικίλη έκταση σε όλους του Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Τι αφορούν τα θέματα αυτά:

- Διαφάνεια των μεθοδολογιών αξιολόγησης, δημοσίευση και παρουσίαση των αξιολογήσεων,
- Επάρκεια στους ελέγχους στα συστήματα πληροφόρησης,
- Καταγραφή των κυρίων εσωτερικών διαδικασιών και αποφάσεων,
- Επάρκεια των πόρων που είναι κατανομημένοι στις λειτουργίες του εσωτερικού ελέγχου και στους τομείς ανάλυσης.

---

<sup>30</sup> Ειρήνης Σακελλάρη <http://www.forologoumenos.gr/permalink/16609.html>

Όλα τα παραπάνω είναι φανερό πως αφήνουν ένα πιθανό ανοιχτό ενδεχόμενο σχολιασμού τουλάχιστον των αξιολογήσεων που διενήργησαν στο διάστημα του ελέγχου οι διεθνείς οίκοι. Υπενθυμίζεται πως ορισμένες από τις αξιολογήσεις τους έθεσαν χώρες και πιστωτικά ιδρύματα στο απόλυτο περιθώριο. Όπως αναφέρει στην έκθεσή της η ESMA, με δεδομένο το ρυθμιστικό σκοπό της να προστατεύει του επενδυτές και την χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η ESMA αποφάσισε να εστιάσει τους πρώτους επιτόπιους ελέγχους στους μεγαλύτερους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Η εξέταση της ESMA αποσκοπούσε να παρακολουθήσει τη συμμόρφωση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας με τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εστίασε ιδίως σε τρεις συγκεκριμένες κατηγορίες αξιολόγησης δηλαδή κρατικά χρέη, στις αξιολογήσεις τραπεζών και στις αξιολογήσεις καλυμμένων ομολόγων, τις οποίες θεώρησε πως είναι σημαντικές δεδομένων των πρόσφατων τάσεων της αγοράς, το βαθμό της πιστωτικής σχετικότητας και της αλληλεξάρτησης τέτοιων προϊόντων. Η ESMA όμως δεν κατέληξε αν κάποια από τις παρατηρήσεις της έκθεσης αποτελεί παράβαση του κανονισμού για τους Οργανισμούς αυτούς και θα επανέλθει στη συνέχεια στις παρατηρήσεις της μέσω σχεδίων μείωσης του κινδύνου για κάθε έναν από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας εντός του 2012.

## **B. Κανονιστικές μεταρρυθμιστικές προσπάθειες της Ευρωπαϊκής Ένωσης**

### **1) Το νεότερο ρυθμιστικό πλαίσιο της εποπτείας.**

Με στόχο την ενίσχυση της διαφάνειας, οι όμιλοι εταιρειών DBRS, Fitch, Moody's και S&P εγγράφονται πλέον ως οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την ουσία βρίσκονται κάτω και από την Ευρωπαϊκή εποπτεία.<sup>31</sup>

Ο κ. Steven Majoor, πρόεδρος της ESMA, ανέφερε σχετικά: *"Φέρνοντας αυτούς τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που δραστηριοποιούνται σε ένα παγκόσμιο περιβάλλον κάτω από Ευρωπαϊκή εποπτεία, η Ευρώπη κάνει ένα μεγάλο βήμα για μια περισσότερο ασφαλή αγορά για αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας με ενισχυμένη*

<sup>31</sup> Υπό ευρωπαϊκή εποπτεία οι οίκοι αξιολόγησης 31/10/2011, ΤΟ ΒΗΜΑ <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=427745>



*διαφάνεια και εμπιστοσύνη. Με την εποπτεία αυτών των οργανισμών, η ESMA θα διασφαλίσει την υψηλή ποιότητα των αξιολογήσεων που είναι σημαντική για την καλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και την προστασία των επενδυτών. Η εγγραφή τους επιτρέπει στην ESMA να ξεκινήσει επιτόπιους ελέγχους και να αξιολογήσει πώς οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πληρούν τις προϋποθέσεις σε θέματα, όπως η διακυβέρνησή τους, οι συγκρούσεις συμφερόντων και η διαφάνεια."*

Αναλυτικά η ESMA ανακοίνωσε τις εγγραφές των DBRS, Fitch Ratings, Moody's Investor Services και Standard & Poor's (S&P) ως οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και την δυνατότητα δραστηριοποίησής τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι εγγραφές, ήταν το αποτέλεσμα προσεκτικής και συντονισμένης εξέτασης των αιτήσεων από τα συμβούλια των εθνικών εποπτικών αρχών των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Οι αξιολογήσεις εγγραφής κάλυψαν, μεταξύ άλλων, θέματα όπως η ανεξαρτησία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η διακυβέρνηση και η διαφάνεια. Τα ίδια θέματα είναι αντικείμενο της συνεχούς εποπτείας της ESMA. Εν γένει, οι νέες νομικές προϋποθέσεις και η εποπτεία της ESMA θα συνεισφέρουν στην ποιότητα των αξιολογήσεων.

Δεδομένου του παγκόσμιου εύρους των δραστηριοτήτων των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η χρήση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδεται σε μια τρίτη χώρα είναι απαραίτητο να είναι σύμφωνη με το ρυθμιστικό της πλαίσιο, το οποίο πάντως περιγράφεται με λεπτομέρεια στις Κατευθυντήριες Οδηγίες της ESMA. Αυτή η μεταβατική περίοδος θα επιτρέψει στους μετέχοντες στην αγορά να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν στην ΕΕ τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται σε τρίτες χώρες, ενώ η αξιολόγηση της σύγκλισης με τις προϋποθέσεις του Κανονισμού CRAs θα συνεχιστεί.

Τον Μάιο του 2011 η Ευρωπαϊκή Ένωση υιοθέτησε τον Κανονισμό 513/2011 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Από το προοίμιο αντιλαμβανόμαστε ότι κατ' αρχάς έλαβε υπόψη την αναφορά της επιτροπής σοφών υπό την προεδρία του Jacques de Larosière, εκτιμώντας ότι, προκειμένου να μειωθούν ο κίνδυνος και η σοβαρότητα μελλοντικών χρηματοοικονομικών κρίσεων, χρειάζεται να ενισχυθεί το εποπτικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Συνιστούσε μεγάλης κλίμακας μεταρρυθμίσεις στη δομή της εποπτείας. Στο πλαίσιο αυτό εντάσσεται και η πρόταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου να διαθέτει εποπτικές αρμοδιότητες η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών όσον αφορά τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ανάμεσα στους στόχους της τροποποίησης είναι να «καθοριστεί με σαφήνεια το πεδίο αρμοδιότητας» της ESMA, ούτως ώστε οι συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές να μπορούν να εντοπίζουν την αρμόδια αρχή στον τομέα της δραστηριότητας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Στην ESMA θα πρέπει να δοθεί γενική αρμοδιότητα δυνάμει του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά θέματα που σχετίζονται με την εγγραφή και τη διαρκή εποπτεία των εγγεγραμμένων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Θα πρέπει να είναι αποκλειστικά υπεύθυνη για την εγγραφή και την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην Ένωση. Όταν η ESMA αναθέτει συγκεκριμένα καθήκοντα στις αρμόδιες αρχές, θα πρέπει να εξακολουθεί να είναι κατά νόμον υπεύθυνη. Οι προϊστάμενοι και το λοιπό προσωπικό των αρμόδιων αρχών θα πρέπει να ενέχονται στη διεργασία λήψης αποφάσεων εντός της ESMA σύμφωνα με τη διαδικασία του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010, ενεργώντας ως μέλη των οργάνων της ESMA, όπως είναι το συμβούλιο εποπτών της ή οι εσωτερικές ομάδες της. Η ESMA θα πρέπει να έχει την αποκλειστική εξουσία να συνάπτει συμφωνίες συνεργασίας για την ανταλλαγή πληροφοριών με τις εποπτικές αρχές τρίτων χωρών. Στο βαθμό όπου οι εθνικές αρμόδιες αρχές συμμετέχουν στη διεργασία λήψης αποφάσεων εντός της ESMA ή κατά την εκτέλεση καθηκόντων για λογαριασμό της ESMA, θα πρέπει να καλύπτονται από αυτές τις συμφωνίες συνεργασίας.

Τα περισσότερα προβλήματα που είχαν επισημανθεί από την μέχρι τη στιγμή της έκδοσης του τροποποιητικού κανονισμού εμπειρία, έχουν ληφθεί υπόψη, όπως προκύπτει με σαφήνεια από τη διατύπωση του προοιμίου. Η βασικότερη παρατήρηση του προοιμίου έγκειται στο ζήτημα της διαφάνειας: *«Η διαφάνεια πληροφοριών που δίδονται από τον εκδότη αξιολογούμενου χρηματοπιστωτικού μέσου στον ορισθέντα οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα μπορούσε να έχει μεγάλη δυνάμει προστιθέμενη αξία για τη λειτουργία της αγοράς και την προστασία των επενδυτών»*. Θα πρέπει συνεπώς να εξετασθεί ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος για να αυξηθεί η διαφάνεια των πληροφοριών στις οποίες ερείδονται οι αξιολογήσεις όλων των χρηματοοικονομικών μέσων. Εν πρώτοις, η κοινοποίηση αυτών των πληροφοριών σε άλλους εγγεγραμμένους ή πιστοποιημένους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πιθανότατα θα ενισχύσει τον ανταγωνισμό μεταξύ οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, διότι τούτο θα μπορούσε να οδηγήσει συγκεκριμένα σε αύξηση του αριθμού μη ζητηθεισών αξιολογήσεων.

Η έκδοση αυτών των μη ζητηθεισών αξιολογήσεων θα πρέπει να προάγει τη χρήση περισσότερων από μία αξιολογήσεων ανά χρηματοπιστωτικό μέσο. Τούτο επίσης πιθανώς θα βοηθήσει στην αποφυγή δυνατών συγκρούσεων συμφέροντος, ειδικότερα δυνάμει του προτύπου "ο εκδότης πληρώνει", και κατά πάσα πιθανότητα θα βελτιώσει την ποιότητα των αξιολογήσεων. Δεύτερον, η κοινοποίηση αυτών των πληροφοριών σε ολόκληρη την αγορά θα μπορούσε επίσης να αυξήσει τη δυνατότητα των επενδυτών να αναπτύξουν τις δικές τους αναλύσεις κινδύνου βασίζοντας τη δέουσα επιμέλειά τους σε αυτές τις πρόσθετες πληροφορίες. Αυτή η κοινοποίηση θα μπορούσε επίσης να οδηγήσει σε φθίνουσα εξάρτηση από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδουν οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Προς επίτευξη αυτών των θεμελιωδών στόχων, η Επιτροπή θα πρέπει να εκτιμήσει αυτά τα θέματα εις βάθος εξετάζοντας περαιτέρω το αρμόζον πεδίο της υποχρέωσης κοινοποίησης, έχοντας υπόψη τον αντίκτυπο στις τοπικές αγορές τιτλοποίησης, τον περαιτέρω διάλογο με τα ενδιαφερόμενα μέρη, την παρακολούθηση των εξελίξεων στην αγορά και στις κανονιστικές διατάξεις, καθώς και την πείρα που έχουν αποκομίσει άλλες δικαιοδοσίες. Με γνώμονα την εκτίμηση αυτή, η Επιτροπή θα πρέπει να υποβάλει κατάλληλες νομοθετικές προτάσεις. Η εκτίμηση και οι προτάσεις της Επιτροπής θα πρέπει να καταστήσουν δυνατό τον ορισμό νέων υποχρεώσεων διαφάνειας κατά τον πλέον αρμόζοντα τρόπο τήρησης του δημοσίου συμφέροντος και τον πλέον συνεπή τρόπο προστασίας των επενδυτών.

*Τα όρια της χώρα καταγωγής θεωρούνται πλέον ξεπερασμένα και επισημαίνεται: «Καθώς οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούνται σε ολόκληρη την Ένωση, η παραδοσιακή διάκριση μεταξύ της αρμόδιας αρχής της χώρας καταγωγής και των άλλων αρμόδιων αρχών και η χρήση συντονισμού από εποπτικά σώματα δεν αποτελούν την πλέον κατάλληλη δομή για την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Μετά τη σύσταση της ESMA, δεν είναι πλέον αναγκαία η διατήρηση αυτής της δομής. Επομένως, η διαδικασία εγγραφής θα πρέπει να εκσυγχρονιστεί και τα χρονικά όρια να μειωθούν αναλόγως.»*

Η ESMA θα πρέπει να είναι υπεύθυνη για την εγγραφή και τη διαρκή εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά όχι για την επίβλεψη των χρηστών των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Οι αρμόδιες αρχές που διορίζονται στο πλαίσιο της σχετικής τομεακής νομοθεσίας για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, των επενδυτικών εταιρειών, των ασφαλιστικών ή αντασφαλιστικών επιχειρήσεων, των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), των ιδρυμάτων επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών και των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων

θα πρέπει επομένως να παραμείνουν υπεύθυνες για την εποπτεία της χρήσης των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας από αυτούς τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και οντότητες που εποπτεύονται σε εθνικό επίπεδο στο πλαίσιο και για τους σκοπούς της εφαρμογής άλλων οδηγιών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, καθώς και της χρήσης αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας σε ενημερωτικά δελτία.

*Η εποπτεία ενισχύεται για πρώτη φορά με τη θέσπιση τεχνικών προτύπων: «Είναι αναγκαία η υιοθέτηση ενός αποτελεσματικού τρόπου θέσπισης εναρμονισμένων κανονιστικών τεχνικών προτύπων, ώστε να διευκολυνθεί η εφαρμογή του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 στην καθημερινή πρακτική και να εξασφαλισθούν ισότιμοι όροι ανταγωνισμού και κατάλληλη προστασία των επενδυτών και των καταναλωτών σε ολόκληρη την Ένωση. Είναι αποτελεσματικό και ενδεδειγμένο να ανατεθεί στην ESMA η ανάπτυξη σχεδίων κανονιστικών τεχνικών προτύπων, καθώς αποτελεί σώμα εμπειρογνομόνων υψηλής εξειδίκευσης».*

Στον τομέα των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η ESMA θα πρέπει να υποβάλει στην Επιτροπή σχέδια κανονιστικών τεχνικών προτύπων σχετικά με τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχει ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην αίτηση εγγραφής του, τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχει ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για την αίτηση πιστοποίησης και για την εκτίμηση της συστημικής του σημασίας για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα ή την ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών, την παρουσίαση των πληροφοριών, συμπεριλαμβανομένων της δομής, της μορφής, της μεθόδου και της περιόδου αναφοράς τους, τις οποίες πρέπει να γνωστοποιούν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, σχετικά με την αξιολόγηση της συμμόρφωσης των μεθοδολογιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προς τις απαιτήσεις που καθορίζονται στον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009, καθώς και το περιεχόμενο και τη μορφή των περιοδικών αναφορών των δεδομένων των αξιολογήσεων που πρέπει να ζητούνται από έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για τον σκοπό της διαρκούς εποπτείας από την ESMA. Σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1095/2010, αυτά τα σχέδια κανονιστικών τεχνικών προτύπων θα πρέπει να εγκρίνονται από την Επιτροπή, για να τους προσδίδεται δεσμευτική νομική ισχύς. Κατά την εκπόνηση σχεδίων κανονιστικών τεχνικών προτύπων, η ESMA θα πρέπει να εξετάζει και, εάν είναι αρμόζον και αναγκαίο, να επικαιροποιεί τις κατευθυντήριες γραμμές που έχουν ήδη εκδοθεί από την ευρωπαϊκή επιτροπή ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών όσον αφορά το περιεχόμενο του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009.

Σε τομείς που δεν καλύπτονται από κανονιστικά τεχνικά πρότυπα, η ESMA θα πρέπει να έχει την εξουσία να εκδίδει και να επικαιροποιεί μη δεσμευτικές κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με θέματα που αφορούν την εφαρμογή του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009.

Προκειμένου να ασκεί αποτελεσματικά τα καθήκοντά της, η ESMA θα πρέπει να μπορεί να απαιτεί, με απλό αίτημα ή με απόφαση, όλες τις απαραίτητες πληροφορίες από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, από πρόσωπα που συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, από αξιολογούμενες οντότητες και τους σχετιζόμενους με αυτές τρίτους, από τρίτους στους οποίους ανέθεσαν επιχειρησιακά καθήκοντα οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και από πρόσωπα που έχουν άλλη στενή και ουσιαστική σχέση ή σύνδεση με οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή με δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η τελευταία ομάδα προσώπων θα πρέπει να καλύπτει, παραδείγματος χάριν, το προσωπικό οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που δεν συμμετέχει άμεσα στις δραστηριότητες αξιολόγησης, αλλά, λόγω της λειτουργίας του στο πλαίσιο του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, μπορεί να κατέχει σημαντικές πληροφορίες σχετικά με συγκεκριμένη περίπτωση. Επίσης, στην εν λόγω κατηγορία είναι δυνατόν να εμπίπτουν και εταιρείες που έχουν παράσχει υπηρεσίες στον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Επιχειρήσεις που κάνουν χρήση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει να εμπίπτω σε αυτήν την κατηγορία. Εάν η ESMA απαιτεί τις εν λόγω πληροφορίες με απλό αίτημα, το πρόσωπο από το οποίο αιτούνται αυτές οι πληροφορίες δεν είναι υποχρεωμένο να παράσχει τις πληροφορίες, αλλά, σε περίπτωση που το κάνει εκούσια, οι παρεχόμενες πληροφορίες δεν θα πρέπει να είναι ανακριβείς ή παραπλανητικές. Αυτές οι πληροφορίες θα πρέπει να παρέχονται χωρίς καθυστέρηση.

Είναι χαρακτηριστικό ότι η πρόθεση του Κοινοτικού νομοθέτη είναι να εξοπλίσει την ESMA με υπερεξουσίες ως προς την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης: «Προκειμένου να ασκεί αποτελεσματικά τις εποπτικές της αρμοδιότητες, η ESMA θα πρέπει να μπορεί να διενεργεί έρευνες και επιτόπιες επιθεωρήσεις».

Οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να γνωστοποιούν οποιοσδήποτε πληροφορίες απαιτούνται σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και να επικουρούν και να συνεργάζονται με την ESMA. Η ESMA και οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει επίσης να συνεργάζονται στενά με τις τομεακές αρμόδιες αρχές που είναι υπεύθυνες για την εποπτεία των οντοτήτων οι οποίες αναφέρονται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009. Η ESMA θα πρέπει να μπορεί να αναθέτει συγκεκριμένα εποπτικά καθήκοντα στην αρμόδια αρχή ενός κράτους μέλους, παραδείγματος χάριν, οσάκις εποπτικό καθήκον απαιτεί γνώση και εμπειρία

όσον αφορά τις τοπικές συνθήκες, οι οποίες είναι ευκολότερα διαθέσιμες σε εθνικό επίπεδο. Τα είδη των καθηκόντων που θα πρέπει να μπορούν να ανατίθενται περιλαμβάνουν την εκτέλεση συγκεκριμένων ερευνητικών καθηκόντων και την πραγματοποίηση επιτόπιων επιθεωρήσεων. Πριν από τη μεταβίβαση των καθηκόντων, η ESMA θα πρέπει να συμβουλευτεί τη σχετική αρμόδια αρχή για τους λεπτομερείς όρους της ανάθεσης σε αυτήν καθηκόντων, μεταξύ άλλων για το πεδίο εφαρμογής του ανατιθέμενου καθήκοντος, το χρονοδιάγραμμα εκτέλεσης του καθήκοντος και τη διαβίβαση των απαραίτητων πληροφοριών από και προς την ESMA. Η ESMA θα πρέπει να αποζημιώνει τις αρμόδιες αρχές για την εκτέλεση ανατεθειμένου καθήκοντος σύμφωνα με κανονισμό για τα τέλη που πρέπει να θεσπίσει η Επιτροπή με κατ' εξουσιοδότηση πράξη. Η ESMA δεν θα πρέπει να μπορεί να αναθέτει την εξουσία έκδοσης αποφάσεων για την εγγραφή.

Είναι αναγκαίο να διασφαλίζεται ότι οι αρμόδιες αρχές μπορούν να ζητούν από την ESMA να εξετάζει κατά πόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις για απόσυρση εγγραφής οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και να ζητούν από την ESMA να αναστέλλει τη χρήση αξιολογήσεων, οσάκις οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεωρείται ότι διαπράττει σοβαρή και διαρκή παραβίαση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009. Η ESMA θα πρέπει να αξιολογεί τα αιτήματα αυτά και να λαμβάνει κάθε κατάλληλο μέτρο.

Η ESMA θα πρέπει να μπορεί να επιβάλλει περιοδικές χρηματικές ποινές για να υποχρεώνει τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να θέτουν τέλος σε παράβαση που διαπιστώνεται από την ίδια την ESMA, να παρέχουν πλήρεις πληροφορίες τις οποίες απαιτεί η ESMA ή να υποβάλλονται σε έρευνα ή επιτόπια επιθεώρηση.

Η ESMA θα πρέπει επίσης να μπορεί να επιβάλλει πρόστιμα σε οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, όταν βρίσκει ότι έχουν διαπράξει, εκ προθέσεως ή εξ αμελείας, παράβαση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009. Τα πρόστιμα θα πρέπει να επιβάλλονται ανάλογα με το επίπεδο σοβαρότητας των παραβάσεων. Οι παραβάσεις θα πρέπει να διαιρούνται σε διάφορες ομάδες για τις οποίες θα πρέπει να ισχύουν συγκεκριμένα πρόστιμα. Για να ορίζει το πρόστιμο που σχετίζεται με συγκεκριμένη παράβαση, η ESMA θα πρέπει να χρησιμοποιεί μεθοδολογία με δύο στάδια που να συνίσταται στον ορισμό βασικού ποσού και την προσαρμογή του εν λόγω βασικού ποσού, εάν κρίνεται απαραίτητη, βάσει ορισμένων συντελεστών. Το βασικό ποσό θα πρέπει να καθορίζεται λαμβάνοντας υπόψη τον ετήσιο κύκλο εργασιών του σχετικού οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, και οι προσαρμογές θα πρέπει να πραγματοποιούνται με αύξηση ή μείωση του βασικού ποσού μέσω της εφαρμογής των σχετικών συντελεστών σύμφωνα με τον παρόντα κανονισμό.

Το πλαίσιο των κυρώσεων έχει συνταχθεί με λεπτομέρειες. Το κυριότερο όμως είναι πως ο κανονισμός θεσπίζει συντελεστές που συνδέονται με επιβαρυντικές και ελαφρυντικές περιστάσεις για να έχει η ESMA τα αναγκαία εργαλεία προκειμένου να λαμβάνει απόφαση για την επιβολή προστίμου αναλογικού προς τη σοβαρότητα παράβασης που έχει διαπράξει οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, λαμβάνοντας υπόψη τις περιστάσεις υπό τις οποίες έχει διαπραχθεί η εν λόγω παράβαση. Ακολουθείται η πρακτική διοικητικών κυρώσεων που είναι διαδεδομένη στην ηπειρωτική Ευρώπη και κυρίως το Γαλλικό σύστημα (απολύτως όμοιο με το αντίστοιχο Ελληνικό).

Πριν να λάβει απόφαση περί επιβολής προστίμων ή περιοδικών χρηματικών ποινών, η ESMA θα πρέπει να παρέχει τη δυνατότητα ακρόασης στα πρόσωπα που υπόκεινται σε πειθαρχικές διαδικασίες, ώστε να γίνονται σεβαστά τα δικαιώματα υπεράσπισής τους. Στις περισσότερες χώρες μέλη το *δικαίωμα προηγούμενης ακρόασης* είναι εξασφαλισμένο από το ίδιο το Σύνταγμα.

Τα κράτη μέλη θα πρέπει να παραμείνουν αρμόδια για τον καθορισμό και την εφαρμογή των κανόνων σχετικά με τις κυρώσεις που ισχύουν για την παράβαση της υποχρέωσης των χρηματοοικονομικών οργανισμών και άλλων οντοτήτων να χρησιμοποιούν, για εποπτικούς σκοπούς, μόνο αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδονται από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που έχουν εγγραφεί σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009.

Η ESMA θα πρέπει σέβεται κάθε μορφή δεδικασμένου και να αποφεύγει να επιβάλλει πρόστιμα ή περιοδικές χρηματικές ποινές, εάν μια προγενέστερη αθώωση ή καταδίκη βάσει πανομοιότυπων γεγονότων ή γεγονότων που είναι κατ' ουσίαν όμοια έχει αποκτήσει ισχύ δεδικασμένου κατόπιν ποινικής διαδικασίας βάσει του εθνικού δικαίου.

Οι αποφάσεις της ESMA που επιβάλλουν πρόστιμα και περιοδικές χρηματικές ποινές θα πρέπει να είναι εκτελεστές και η εκτέλεσή τους να διέπεται από τους κανόνες της πολιτικής δικονομίας που ισχύουν στο κράτος στην επικράτεια του οποίου πραγματοποιούνται. Οι κανόνες πολιτικής δικονομίας δεν θα πρέπει να περιλαμβάνουν κανόνες ποινικής δικονομίας, θα πρέπει όμως να μπορούν να περιλαμβάνουν κανόνες διοικητικής δικονομίας.

Σε περίπτωση παράβασης που διαπράττεται από οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η ESMA θα πρέπει να έχει την εξουσία να λαμβάνει διάφορα εποπτικά μέτρα, συμπεριλαμβανομένων, ενδεικτικά, της απαίτησης από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να τερματίζει την παράβαση, της αναστολής της χρήσης

αξιολογήσεων για εποπτικούς σκοπούς, της προσωρινής απαγόρευσης στον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να εκδίδει αξιολογήσεις και, ως έσχατη λύση, της απόσυρσης της εγγραφής, όταν ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχει προβεί σε σοβαρή ή επανειλημμένη παράβαση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009. Η ESMA θα πρέπει να εφαρμόζει τα εποπτικά μέτρα λαμβάνοντας υπόψη τη φύση και τη βαρύτητα της παράβασης και να τηρεί την αρχή της αναλογικότητας. Πριν να λάβει απόφαση σχετικά με εποπτικά μέτρα, η ESMA θα πρέπει να παρέχει τη δυνατότητα ακρόασης στα πρόσωπα που υπόκεινται σε πειθαρχικές διαδικασίες, ώστε να γίνονται σεβαστά τα δικαιώματα υπεράσπισής τους.

Ο κανονισμός σέβεται τα θεμελιώδη δικαιώματα και τηρεί τις αρχές που αναγνωρίζονται ιδίως από τον Χάρτη των Θεμελιωδών Δικαιωμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και από τις συνταγματικές παραδόσεις των κρατών μελών. Συνεπώς, θα πρέπει να ερμηνεύεται και να εφαρμόζεται με τήρηση αυτών των δικαιωμάτων και αρχών, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που σχετίζονται με την ελευθερία του Τύπου και την ελευθερία της έκφρασης στα ΜΜΕ, και του δικαιώματος στη διερμηνεία και μετάφραση για όσους δεν μιλούν ή δεν καταλαβαίνουν τη γλώσσα της διαδικασίας ως μέρος του γενικού δικαιώματος σε δίκαιη δίκη.

Από τα ίδια τα άρθρα του κανονισμού αξίζουν να σημειωθούν τα εξής:

Σύμφωνα με το άρθρο 23δ, όταν ζητείται άδεια επιτόπιας επιθεώρησης η εθνική δικαστική αρχή ελέγχει τη γνησιότητα της απόφασης της ESMA, καθώς και κατά πόσον τα σχεδιαζόμενα αναγκαστικά μέτρα δεν είναι ούτε αυθαίρετα ούτε υπερβολικά σε σχέση με το αντικείμενο της επιθεώρησης. Κατά τον έλεγχο της αναλογικότητας των εν λόγω αναγκαστικών μέτρων, η εθνική δικαστική αρχή μπορεί να ζητήσει από την ESMA λεπτομερείς εξηγήσεις, ιδίως τους λόγους που έχει η ESMA να υποπτεύεται ότι έχει διαπραχθεί παράβαση του παρόντος κανονισμού, και τη σοβαρότητα της εικαζόμενης παράβασης και τη φύση της συμμετοχής του προσώπου στο οποίο επιβάλλονται τα αναγκαστικά μέτρα. Ωστόσο, η εθνική δικαστική αρχή του κράτους μέλους δεν μπορεί να επανεξετάσει την αναγκαιότητα διεξαγωγής της επιθεώρησης, ούτε να ζητήσει να της παρασχεθούν οι πληροφορίες του φακέλου της ESMA. Η νομιμότητα της απόφασης της ESMA υπόκειται αποκλειστικά σε επανεξέταση από το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σύμφωνα με τη διαδικασία που καθορίζει ο κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1095/2010. Συνεπώς η εθνική δικαστική αρχή έχει σχεδόν μηδενικές αρμοδιότητες.

Σύμφωνα με το άρθρο 36<sup>α</sup>, η ESMA επιβάλλει πρόστιμα εάν θεωρεί ότι έχει διαπραχθεί εκ προθέσεως παράβαση από οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Επίσης εάν η



ESMA διαπιστώσει αντικειμενικούς παράγοντες που αποδεικνύουν ότι ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή η ανώτερη διοίκησή του ενήργησαν εσκεμμένως προς διάπραξη της παράβασης. Και εν προκειμένω η αποκλειστική αρμοδιότητα για την εξέταση του στοιχείου της προθέσεως ανήκει στην ESMA.

Σύμφωνα με το άρθρο 36γ, ως προς την ακρόαση των προσώπων τα οποία αφορά η διαδικασία κατά τη διεξαγωγή της, διασφαλίζονται πλήρως τα δικαιώματα υπεράσπισης των προσώπων τα οποία αφορά. Αυτά έχουν το δικαίωμα να αποκτήσουν γνώση του φακέλου της ESMA, με την επιφύλαξη του έννομου συμφέροντος άλλων προσώπων για την προστασία του επιχειρηματικού απορρήτου τους. Το δικαίωμα πρόσβασης στον φάκελο δεν καλύπτει τις εμπιστευτικές πληροφορίες ή τα εσωτερικής χρήσης προπαρασκευαστικά έγγραφα της ESMA.

Σύμφωνα με το άρθρο 36δ, η ESMA δημοσιοποιεί κάθε πρόστιμο και περιοδική χρηματική ποινή που έχει επιβληθεί εκτός εάν η δημοσιοποίηση αυτή θα έθετε σε σοβαρό κίνδυνο τις χρηματοοικονομικές αγορές ή θα προκαλούσε δυσανάλογη ζημία στα εμπλεκόμενα μέρη.

Και οι δύο προηγούμενες διατάξεις είναι μια προσπάθεια συμβιβασμού και διατήρησης των ισορροπιών μεταξύ των ατομικών (προσωπικών και επιχειρηματικών) δικαιωμάτων και των λόγων δημοσίου συμφέροντος που υπαγορεύουν τις εν λόγω διατάξεις.

Σύμφωνα με το άρθρο 36<sup>ε</sup>, το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης διαθέτει απεριόριστη δικαιοδοσία για την επανεξέταση των αποφάσεων με τις οποίες η ESMA επιβάλλει πρόστιμο ή περιοδική χρηματική ποινή. Δύναται να ακυρώσει, να μειώσει ή να αυξήσει το πρόστιμο ή την περιοδική χρηματική ποινή που επιβάλλεται.

Η διατύπωση της διάταξης αυτής είναι ιδιαίτερα εντυπωσιακή από νομοτεχνική άποψη. Δίνει αποκλειστική και απεριόριστη δικαιοδοσία επανεξέτασης των αποφάσεων της ESMA στο Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το τελευταίο δεν έχει απλά το δικαίωμα να ακυρώσει ή να μειώσει την χρηματική ποινή αλλά μπορεί και να την αυξήσει! Προφανώς η κύρωση δεν λογίζεται ως ποινικής φύσεως αλλά αμιγώς διοικητικής, αλλιώς δεν θα μπορούσε να την αυξήσει γιατί θα προσέκρουε σε βασική αρχή του ποινικού δικαίου. Η συγκεκριμένη διάταξη εκτός από την μοναδική πρωτοτυπία της θα πρέπει να γίνει και αντικείμενο εξέτασης τόσο από το Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης όσο και από το Διεθνές Δικαστήριο Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων γιατί μπορεί να κριθεί όχι απόλυτα ορθή νομοτεχνικά.

Θα πρέπει επίσης να εύλογα να αμφισβητηθεί η εμπειρία και η καταλληλότητα του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο να κρίνει επί διοικητικών κυρώσεων και μάλιστα προστίμων, ύλη που προσιδιάζει σε μικρότερα εθνικά δικαστήρια είτε διοικητικά είτε και φορολογικά. Εξάλλου, παρά την φαινομενική εξουδετέρωση των εθνικών δικαστηρίων των χωρών μελών, είναι πιθανόν κάποια από τα μέτρα διοικητικής φύσεως να εξουδετερώνονται με την παρέμβαση τοπικών δικαστηρίων με τη διαδικασία της «αναστολής».

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει εκδώσει και τον κατ' εξουσιοδότηση (του 1060/2009) κανονισμό αριθ. 447/2012 της 21ης Μαρτίου 2012 «που συμπληρώνει τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας με τη θέσπιση κανονιστικών τεχνικών προτύπων για την αξιολόγηση της συμμόρφωσης των μεθοδολογιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας».

Είναι μια νομοθετική προσπάθεια να αντιμετωπιστεί η ανάγκη να χρησιμοποιεί ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μεθοδολογίες αξιολόγησης που είναι αυστηρές, συστηματικές και συνεχείς και οι οποίες υπόκεινται σε επικύρωση με βάση την ιστορική εμπειρία, περιλαμβανομένου του δοκιμαστικού εκ των υστέρων ελέγχου. Ο κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός είναι αναγκαίος προκειμένου να εξασφαλιστούν η διαφάνεια κατά την αξιολόγηση από την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), η οποία οφείλει να αξιολογεί τη συμμόρφωση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με τις διατάξεις του άρθρου 8 παράγραφος 3 του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 κατά την εξέταση των αιτήσεων εγγραφής σύμφωνα με το άρθρο 15 του εν λόγω κανονισμού. Μετά την εγγραφή, η ESMA θα πρέπει να αξιολογεί, στο πλαίσιο της διαρκούς εποπτείας της, τη συνεχή συμμόρφωση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με τις διατάξεις του άρθρου 8 παράγραφος 3 κάθε φορά που κρίνει ότι είναι αναγκαία η εν λόγω αξιολόγηση.

Κυρίως εστιάζει στην αξιολόγηση των μεθόδων χωρίς να επιτρέπει στην ESMA, να αποφασίζει σχετικά με την ακρίβεια μιας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που έχει παραχθεί με τις εν λόγω μεθοδολογίες. Επίσης ορίζεται ότι ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να θεσπίζει υπηρεσία επανεξέτασης που θα είναι αρμόδια να διεξάγει περιοδική επανεξέταση των μεθοδολογιών του, των μοντέλων και βασικών παραδοχών αξιολόγησης, όπως μαθηματικές παραδοχές ή παραδοχές συσχετίσεως, και οιασδήποτε σημαντικών αλλαγών ή τροποποιήσεών τους καθώς και της καταλληλότητας των

εν λόγω μεθοδολογιών, μοντέλων και βασικών παραδοχών αξιολόγησης στην περίπτωση χρήσης τους ή προτεινόμενης χρήσης τους για την αξιολόγηση νέων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Πριν οριστικοποιηθεί ο εν λόγω κανονισμός η ESMA διεξήγαγε ανοικτές δημόσιες διαβουλεύσεις σχετικά με τα σχέδια κανονιστικών τεχνικών προτύπων στα οποία βασίζεται, προέβη σε ανάλυση του δυνητικού σχετικού κόστους/οφέλους και ζήτησε τη γνώμη της ομάδας συμφεροντούχων Κινητών Αξιών και Αγορών που συστάθηκε σύμφωνα με το άρθρο 37 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010. Επιπλέον, η ESMA εξέδωσε πρόσκληση υποβολής στοιχείων τον Μάιο του 2011, προκειμένου να συγκεντρωθούν πληροφορίες από τους φορείς της αγοράς.

## **2) Περαιτέρω εποπτική αρμοδιότητα της ESMA.**

Μεταξύ των αρμοδιοτήτων της ESMA είναι η σύνταξη αναφορών για τις εξετάσεις των οίκων αξιολόγησης. Η ESMA δημοσίευσε την έκθεση (ESMA/2012/207) για την εποπτεία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που είναι εγγεγραμμένοι στη Ευρωπαϊκή Ένωση. Η έκθεση παρέχει μια επισκόπηση της εποπτικής δραστηριότητας της ESMA και συνοψίζει τα αποτελέσματα των πρώτων ελέγχων της ESMA, που διενεργήθηκαν τον Δεκέμβριο του 2011, στους τρεις ομίλους - Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, δηλαδή τους Fitch Ratings (Fitch), Moody's Investor Services (Moody's) και Standard and Poor's (S&P).

Αυτοί οι έλεγχοι είναι το πρώτο βήμα σε μια διαρκή διαδικασία εποπτείας που διενεργείται από την ESMA. Η ESMA διαπίστωσε αρκετές αδυναμίες και θέματα που χρήζουν βελτίωσης και που ισχύουν σε ποικίλη έκταση σε όλους τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και αφορούν τα ακόλουθα:

- Διαφάνεια των μεθοδολογιών αξιολόγησης, δημοσίευση και παρουσίαση των αξιολογήσεων,
- Επάρκεια στους ελέγχους στα συστήματα πληροφόρησης
- Καταγραφή των κυρίων εσωτερικών διαδικασιών και αποφάσεων, και
- Επάρκεια των πόρων που είναι κατανεμημένοι στις λειτουργίες του εσωτερικού ελέγχου και στους τομείς της ανάλυσης

Με δεδομένο το ρυθμιστικό σκοπό της να προστατεύει τους επενδυτές και την χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η ESMA αποφάσισε να εστιάσει τους πρώτους επιτόπιους ελέγχους στους μεγαλύτερους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Η εξέταση της ESMA αποσκοπούσε να παρακολουθήσει την συμμόρφωση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας με τους Κανονισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και εστίασε ιδίως σε τρεις συγκεκριμένες κατηγορίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (αξιολογήσεις κρατικών χρεών, αξιολογήσεις τραπεζών, και αξιολογήσεις καλυμμένων ομολόγων) τις οποίες θεώρησε ότι είναι σημαντικές, δεδομένων των προσφάτων τάσεων της αγοράς, το βαθμό της πιστωτικής σχετικότητας και της αλληλεξάρτησης τέτοιων προϊόντων.

Η ESMA δεν έχει καταλήξει αν κάποια από τις παρατηρήσεις της έκθεσης απο ελεί παράβαση του κανονισμού για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και θα επανέλθει στη συνέχεια στις παρατηρήσεις της μέσω σχεδίων μείωσης του κινδύνου για κάθε ένα Οργανισμό Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας τους πρώτους εντός του 2012.

Η δημοσίευση της πρώτης έκθεσης της ESMA για την εποπτεία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας την 1 Ιουλίου 2011. Η ESMA είναι υπεύθυνη για την εγγραφή και την εποπτεία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και περιλαμβάνει αιτήματα για πληροφορίες, επιτόπιους ελέγχους και πιθανά μέτρα επιβολής κυρώσεων.

Οι περισσότεροι από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που αυτή τη στιγμή λειτουργούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν εγγραφεί το δεύτερο εξάμηνο του 2011. Συγκεκριμένα η διαδικασία εγγραφής των μεγαλύτερων Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (π.χ. Fitch, Moody's και S&P) ολοκληρώθηκε στις 31 Οκτωβρίου 2011.

Αυτές οι έλεγχοι είναι το πρώτο βήμα σε μια εν εξελίξει εποπτική διαδικασία που διενεργείται από την ESMA. Κατά την διάρκεια του 2012 η ESMA θα επανέλθει στη συνέχεια στις παρατηρήσεις που περιλαμβάνονται στην έκθεση και θα συνεχίσει να διενεργεί τα εν εξελίξει εποπτικά καθήκοντα. Επιπρόσθετα η ESMA σκοπεύει να διενεργήσει και άλλους επιτόπιους ελέγχους κατά την διάρκεια του 2012. Οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που υπόκεινται σε μελλοντικούς ελέγχους και τα θέματα του ελέγχου θα προσδιοριστούν σύμφωνα με την εσωτερική αξιολόγηση κινδύνου της ESMA.

Η εποπτική δραστηριότητα της ESMA για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας υποστηρίζεται από την λειτουργία αξιολόγησης εσωτερικού κινδύνου η οποία βασίζεται σε ποικίλες πηγές πληροφόρησης, συμπεριλαμβανομένων: 'ι) πληροφορίες αγοράς της ESMA, ιι) περιοδική υποβολή στοιχείων από τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στην ESMA, ιιι) την διαδικασία εγγραφής, ιιιι) την ανταλλαγή πληροφοριών και την συνεργασία με τις Ευρωπαϊκές αρμόδιες αρχές και άλλες μη Ευρωπαϊκές αρχές'.<sup>32</sup>

Εξάλλου, στο δελτίο τύπου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της 26<sup>ης</sup> Μαρτίου 2012 διαβάζουμε<sup>33</sup>:

*«Η ESMA επιτρέπει σε Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που έχουν εγγραφεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση να υιοθετήσουν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκαν στις ΗΠΑ, τον Καναδά, το Χονγκ Κονγκ και την Σιγκαπούρη*

*Η ESMA ανακοίνωσε ότι θεωρεί ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας των ΗΠΑ, του Καναδά, του Χονγκ Κονγκ και της Σιγκαπούρης είναι αντίστοιχα με τους Ευρωπαϊκούς κανόνες. Ο Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης (EC) Νο 1060/2009 για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας απαιτεί από την ESMA να αξιολογήσει εάν οι νομικές απαιτήσεις του ρυθμιστικού πλαισίου για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας τρίτων χωρών είναι «εξίσου αυστηρές» με τις Ευρωπαϊκές. Η παρούσα ανακοίνωση επιτρέπει στα Ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν για ρυθμιστικούς σκοπούς, αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκαν σε αυτές τις χώρες μετά τις 30 Απριλίου 2012. Η αξιολόγηση της ESMA για τα καθεστώτα των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας τρίτων χωρών είναι ένα σημαντικό εργαλείο για την ενίσχυση διεθνώς μιας συνεπούς εποπτείας των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας με σκοπό να προστατεύσει τις χρηματοοικονομικές αγορές και τους επενδυτές στην Ευρωπαϊκή Ένωση.*

*Για την υιοθέτηση (endorsement) από Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας της Ευρωπαϊκής Ένωσης, των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκαν σε χώρες που δεν ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οι αξιολογήσεις πρέπει να εκδοθούν από*

---

<sup>32</sup> Η ESMA εκδίδει αναφορά για τις πρώτες εξετάσεις των οίκων αξιολόγησης, <http://www.capital.gr/news.asp?id=1467786>

<sup>33</sup> [://www.hcmc.gr/photos/nea/files/ESMA\\_Press\\_Release\\_CRAS\\_23\\_3\\_12.pdf](http://www.hcmc.gr/photos/nea/files/ESMA_Press_Release_CRAS_23_3_12.pdf)

*Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας που είναι εγγεγραμμένοι ή έχουν λάβει άδεια και υπόκεινται σε εποπτεία σε αυτές τις χώρες. Αυτή είναι η περίπτωση για τις ΗΠΑ και το Χονγκ Κονγκ. Στον Καναδά<sup>2</sup> και την Σιγκαπούρη η εγγραφή των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας βρίσκεται σε προχωρημένο στάδιο και θεωρούμε ότι θα πρέπει να ολοκληρωθεί πριν τις 30 Απριλίου 2012.*

*Με σκοπό να διευκολύνει την ανταλλαγή εποπτικών πληροφοριών και ως προϋπόθεση για την υιοθέτηση (endorsement), η ESMA έχει υπογράψει συμφωνίες συνεργασίας για την εποπτεία των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας με τις εθνικές αρμόδιες αρχές των ΗΠΑ, του Καναδά, του Χονγκ Κόνγκ και της Σιγκαπούρης.*

*Υιοθέτηση των άλλων χωρών που δεν ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση*

*Το περασμένο Δεκέμβριο του 2011, η ESMA ανακοίνωσε την δυνατότητα υιοθέτησης των αξιολογήσεων που εκδίδονται στην Αυστραλία. Η ESMA επίσης εργάζεται για να ολοκληρώσει κατά το δυνατόν τις αξιολογήσεις της Αργεντινής, του Μεξικού και της Βραζιλίας και να ολοκληρώσει τις απαραίτητες συμφωνίες συνεργασίας το συντομότερο δυνατό. Τον Δεκέμβριο του 2011, η ESMA αποφάσισε να επεκτείνει έως τις 30 Απριλίου 2012 την αρχική μεταβατική περίοδο των τριών μηνών για τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκαν εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όμως, προς το παρόν δεν είναι δυνατό να προβλεφθεί αν θα μπορέσει να ολοκληρωθεί η αξιολόγηση και για τις τρεις αυτές χώρες έως αυτήν την προθεσμία. Αναφορικά με τις άλλες χώρες για τις οποίες οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας έχουν αιτηθεί να υιοθετηθούν αξιολογήσεις<sup>3</sup>, οι συμμετέχοντες στη αγορά πρέπει να λάβουν προληπτικά μέτρα πριν τις 30 Απριλίου 2012, γιατί είναι πιθανό ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκαν σε αυτές τις χώρες να μην μπορούν να υιοθετηθούν μετά από αυτή την ημέρα.*

*Εισήγηση ισοδυναμίας στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή*

*Εκτός από την αξιολόγηση της δυνατότητας υιοθέτησης των καθεστώτων που δεν ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η ESMA σύντομα θα παράσχει την τεχνική συμβουλή της στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την ισοδυναμία των ρυθμιστικών καθεστώτων για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας στις ΗΠΑ, τον Καναδά και την Αυστραλία. Μόλις η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφανθεί ότι το καθεστώς μιας τρίτης χώρας είναι ισοδύναμο με το καθεστώς της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας οι οποίοι έχουν ιδρυθεί μόνο σε αυτή την συγκεκριμένη χώρα μπορούν να υποβάλλουν την αίτησή τους στην ESMA για να πιστοποιηθούν στην Ευρωπαϊκή Ένωση σύμφωνα με τον Κανονισμό για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας. Αυτό θα επιτρέψει στις αξιολογήσεις τους να χρησιμοποιούνται απευθείας από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ευρωπαϊκής Ένωσης.*

*Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη δημοσιεύσει μια απόφαση ισοδυναμίας για την Ιαπωνία<sup>4</sup>. Αυτό συνεπάγεται ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να χρησιμοποιούν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδόθηκαν στην Ιαπωνία για εποπτικούς σκοπούς.» Από το κείμενο αυτό γίνεται αντιληπτός ο ρόλος (και κυρίως η αποκλειστική αρμοδιότητα) της ESMA στο να αποφαινεται για την ισοδυναμία των ρυθμιστικών καθεστώτων, ούτως ώστε να είναι αποκλειστικός ρυθμιστής ως προς τις χώρες προέλευσης των οργανισμών των οποίων και οι αξιολογήσεις θα θεωρηθούν ισοδύναμες.*

### **3) Η πρόταση για το νέο κανονιστικό πλαίσιο**

Παρόλο που παρέχει μια καλή βάση, ορισμένα ζητήματα που αφορούν τις δραστηριότητες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και τη χρήση των αξιολογήσεων δεν έχουν ληφθεί επαρκώς υπόψη στον ισχύοντα κανονισμό CRA.<sup>34</sup> Αυτά αφορούν κυρίως τον κίνδυνο υπέρμετρης στήριξης στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από τους συμμετέχοντες στις χρηματαγορές, τον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς αξιολόγησης, την αστική ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έναντι των επενδυτών, τις συγκρούσεις συμφερόντων σε σχέση με το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» και τη μετοχική δομή των CRA. Οι ιδιαιτερότητες των αξιολογήσεων κρατών που κατέστησαν εμφανείς κατά την τρέχουσα κρίση του δημόσιου χρέους, επίσης, δεν εξετάζονται ρητώς στον ισχύοντα κανονισμό CRA.

Στις 8 Ιουνίου 2011, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο εξέδωσε ψήφισμα μη νομοθετικού περιεχομένου για τους CRA<sup>35</sup>. Η έκθεση υποστηρίζει την ανάγκη να ενισχυθεί το ρυθμιστικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και να ληφθούν μέτρα για τη μείωση του κινδύνου υπέρμετρης στήριξης στις αξιολογήσεις. Ειδικότερα, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο υποστηρίζει, μεταξύ άλλων, την αναβάθμιση των απαιτήσεων κοινοποίησης για τις αξιολογήσεις δημόσιου χρέους, τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού δείκτη αξιολόγησης, την αύξηση της διαφάνειας των πληροφοριών σχετικά με τα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα και την αστική ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο θεωρεί, επίσης, ότι η ενθάρρυνση του ανταγωνισμού αποτελεί σημαντικό στόχο και έκρινε ότι η ίδρυση ενός ανεξάρτητου ευρωπαϊκού οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει επίσης να διερευνηθεί και να αξιολογηθεί από την Επιτροπή.

<sup>34</sup> COM(2011) 747 τελικό Βρυξέλλες 15.11.2011

<sup>35</sup> <http://www.europarl.europa.eu/oeil/FindByProcnum.do?lang=en&procnum=INI/2010/2302>.

Σε μια άτυπη συνεδρίαση του ECOFIN, της 30ής Οκτωβρίου και 1ης Οκτωβρίου 2010, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναγνώρισε ότι απαιτείται να καταβληθούν περαιτέρω προσπάθειες για μια σειρά ζητημάτων που σχετίζονται με τις δραστηριότητες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου υπέρμετρης στήριξης στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και του κινδύνου σύγκρουσης συμφερόντων που απορρέουν από το πρότυπο αποδοχών των οργανισμών αξιολόγησης. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 23ης Οκτωβρίου 2011 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ανάγκη να σημειωθεί πρόοδος όσον αφορά τη μείωση της υπέρμετρης στήριξης στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας.

Η Επιτροπή εξέτασε πρόσφατα το ζήτημα της υπερβολικής εμπιστοσύνης που δείχνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις αξιολογήσεις, στο πλαίσιο της μεταρρύθμισης της τραπεζικής νομοθεσίας<sup>36</sup>. Η Επιτροπή πρότείνει την εισαγωγή ενός κανόνα που θα απαιτεί οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις επενδύσεων να αξιολογούν οι ίδιες τον πιστωτικό κίνδυνο των οντοτήτων και των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν και όχι απλώς να στηρίζονται στις εξωτερικές αξιολογήσεις για τον σκοπό αυτό. Παρόμοια διάταξη προτείνει η Επιτροπή στο σχέδιο τροποποίησης των οδηγιών για τους ΟΣΕΚΑ και τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων<sup>37</sup>, οι οποίες προτείνονται παράλληλα με την παρούσα πρόταση κανονισμού.

Από την εκτίμηση επιπτώσεων, προέκυψαν τα ακόλουθα προβλήματα:

- οι απαιτήσεις της νομοθεσίας για τη χρήση εξωτερικών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, η υπερβολική χρήση εξωτερικών αξιολογήσεων για την εσωτερική διαχείριση των κινδύνων από τους επενδυτές, οι επενδυτικές στρατηγικές που συνδέονται άμεσα με τις αξιολογήσεις, καθώς και η ανεπαρκής ενημέρωση σχετικά με τα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα έχει ως αποτέλεσμα να επιδεικνύεται υπερβολική εμπιστοσύνη στις εξωτερικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας οδηγώντας τις κεφαλαιαγορές σε φιλοκυκλικότητα και φαινόμενα «κατακρήμνισης» (cliff effects)

---

<sup>36</sup> Πρόταση σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων και για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τη συμπληρωματική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων, ασφαλιστικών επιχειρήσεων και επιχειρήσεων επενδύσεων χρηματοπιστωτικού ομίλου ετερογενών δραστηριοτήτων, COM (2011) 453 τελικό. Βλ. σημείο β) του άρθρου 77.

<sup>37</sup> Πρόταση της Επιτροπής της 15ης Νοεμβρίου 2011 για μια οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά την τροποποίηση της οδηγίας 2009/65/ΕΚ σχετικά με τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και την οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων σε σχέση με την υπερβολική εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, COM (2011) xxx τελικό.



- η ανεπαρκής αντικειμενικότητα, πληρότητα και διαφάνεια σχετικά με τη διαδικασία αξιολογήσεων δημόσιου χρέους, καθώς και η υπέρμετρη στήριξη σε αυτές, οδηγεί σε φαινόμενα «κατακρήμνισης» και επιφέρει αλυσιδωτές επιπτώσεις στις αλλαγές των αξιολογήσεων τίτλων δημόσιου χρέους·

- η υψηλή συγκέντρωση στην αγορά αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, τα μεγάλα εμπόδια εισόδου στην αγορά των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και η έλλειψη συγκρισιμότητας των αξιολογήσεων έχουν ως αποτέλεσμα περιορισμένες επιλογές και αυξημένο ανταγωνισμό στην αγορά αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας·

- ανεπαρκές δικαίωμα προσφυγής για τους χρήστες των αξιολογήσεων, οι οποίοι υφίστανται απώλειες λόγω μιας ανακριβούς αξιολόγησης που έχει εκδοθεί από έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, που παραβιάζει τον κανονισμό CRA·

- πιθανή υπονόμηση της ανεξαρτησίας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, λόγω των συγκρούσεων συμφερόντων που προκύπτουν από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει», την ιδιοκτησιακή δομή και τη μακροχρόνια θητεία του ίδιου CRA· και

- ανεπαρκώς ορθές μεθοδολογίες και διαδικασίες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο γενικός στόχος της πρότασης είναι να συμβάλει στη μείωση των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των άλλων συμμετεχόντων στην αγορά στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Εξετάστηκαν διάφορες επιλογές πολιτικής για να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα που προσδιορίστηκαν και επομένως να επιτευχθούν οι αντίστοιχοι επιμέρους στόχοι:

- να μειωθούν οι επιπτώσεις των φαινομένων «κατακρήμνισης» για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις αγορές με την μείωση της εξάρτησης από τις εξωτερικές αξιολογήσεις·

- να περιοριστούν οι κίνδυνοι μετάδοσης των επιπτώσεων που συνδέονται με τις αλλαγές στις αξιολογήσεις κρατών

- να βελτιωθούν οι συνθήκες της αγοράς αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς υπάρχουν περιορισμένα περιθώρια επιλογής και περιορισμένος ανταγωνισμός στην αγορά αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, με στόχο τη βελτίωση της ποιότητας των αξιολογήσεων·

- να διασφαλιστεί το δικαίωμα προσφυγής των επενδυτών, δεδομένου ότι επί του παρόντος οι χρήστες αξιολογήσεων που έχουν υποστεί ζημιές λόγω μιας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί από έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ο οποίος έχει παραβεί τον κανονισμό CRA έχουν ανεπαρκή δικαιώματα προσφυγής και

- να βελτιωθεί η ποιότητα των αξιολογήσεων, με την ενίσχυση της ανεξαρτησίας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και την προώθηση ορθών διαδικασιών και μεθοδολογιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Επί του παρόντος, η ανεξαρτησία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ενδεχομένως υπονομεύεται λόγω των συγκρούσεων συμφερόντων που προκύπτουν από το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει», την ιδιοκτησιακή δομή και τη μακρά διάρκεια της επαγγελματικής συνεργασίας με έναν και μοναδικό CRA.

Οι προτιμώμενες επιλογές πολιτικής αναμένεται να μειώσουν την υπερβολική εμπιστοσύνη που επιδεικνύουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις εξωτερικές αξιολογήσεις, περιορίζοντας τη σπουδαιότητά τους στη νομοθεσία για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Επιπλέον, η ενημέρωση από τους εκδότες σχετικά με τις υποκείμενες ομάδες στοιχείων ενεργητικού των διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων αναμένεται να βοηθήσει τους επενδυτές να κάνουν τις δικές τους αξιολογήσεις πιστωτικού κινδύνου και όχι να στηρίζονται αποκλειστικά σε εξωτερικές αξιολογήσεις.

Η διαφάνεια και η ποιότητα των αξιολογήσεων κρατών θα βελτιωθεί μέσω της επαλήθευσης των υποκείμενων πληροφοριών και της δημοσίευσης της πλήρους έκθεσης έρευνας που συνοδεύει την αξιολόγηση.

Η σύγκριση των αξιολογήσεων από διαφορετικούς οργανισμούς αξιολόγησης, η οποία διευκολύνεται με την προώθηση κοινών προτύπων για τις κλίμακες αξιολόγησης και ενός Ευρωπαϊκού Δείκτη Αξιολόγησης (EURIX), αναμένεται να βελτιώσει την επιλογή και να βελτιστοποιήσει τη δομή του κλάδου των αξιολογήσεων. Επίσης, η υποχρεωτική εναλλαγή των CRA όχι μόνο θα μειώσει σημαντικά την απειλή λόγω οικειότητας για την ανεξαρτησία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που προκύπτει από μια μακροχρόνια επαγγελματική σχέση μεταξύ ενός CRA και ενός εκδότη, αλλά θα έχει επίσης σημαντικό θετικό αντίκτυπο στη βελτίωση της επιλογής στον κλάδο των αξιολογήσεων, παρέχοντας περισσότερες επιχειρηματικές ευκαιρίες για τους μικρότερους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Όσον αφορά την προστασία των επενδυτών, η θέσπιση του δικαιώματος των επενδυτών να προσφεύγουν κατά των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα παράσχει στους CRA ισχυρά κίνητρα ώστε να συμμορφώνονται με τις νομικές υποχρεώσεις και να παρέχουν αξιολογήσεις υψηλής ποιότητας. Η ανεξαρτησία των αξιολογήσεων θα βελτιωθεί με τη θέσπιση της απαίτησης οι εκδότες να αλλάζουν CRA ανά διαστήματα και την ενίσχυση των απαιτήσεων ανεξαρτησίας όσον αφορά την ιδιοκτησιακή δομή των CRA. Επίσης, ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει να μπορεί να παρέχει ζητηθείσες αξιολογήσεις σε έναν εκδότη και τα προϊόντα του ταυτόχρονα.

Επιπλέον, η διαφάνεια και η ποιότητα των αξιολογήσεων θα βελτιωθεί με την ενίσχυση των κανόνων για την κοινοποίηση των μεθοδολογιών αξιολόγησης, με την καθιέρωση διαδικασίας για την ανάπτυξη και έγκριση των μεθοδολογιών αξιολόγησης, καθώς και με την απαίτηση οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να γνωστοποιούν και να αιτιολογούν τις αλλαγές στις μεθοδολογίες αξιολόγησής τους και απαιτώντας από τους CRA να ενημερώνουν τους εκδότες επαρκώς πριν από τη δημοσίευση μιας αξιολόγησης.

Όσον αφορά τα έξοδα, οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα επιβαρυνθούν με πρόσθετα έξοδα από τις απαιτήσεις ενίσχυσης της εσωτερικής διαχείρισης των κινδύνων και χρήσης εσωτερικών προτύπων αξιολόγησης για κανονιστικούς σκοπούς και για τους εκδότες, λόγω των ενισχυμένων απαιτήσεων γνωστοποίησης. Οι CRA θα επιβαρυνθούν επίσης με πρόσθετα επαναλαμβανόμενα έξοδα συμμόρφωσης για τον περιορισμό των κινδύνων μετάδοσης που συνδέονται με τις αξιολογήσεις κρατών. Ωστόσο, τα μέτρα βελτίωσης του ανταγωνισμού δεν θα αυξήσουν σημαντικά τα έξοδα για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η επιλογή πολιτικής όσον αφορά την αστική ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έναντι των επενδυτών αναμένεται να προκαλέσει έξοδα συμμόρφωσης, λόγω της ανάγκης να ασφαλίσουν την αστική ευθύνη τους ή, ελλείψει ασφάλισης, να δημιουργήσουν ένα αποθεματικό για την κάλυψη πιθανών αξιώσεων των επενδυτών. Τέλος, οι προτιμώμενες επιλογές που αφορούν την ανεξαρτησία των CRA δεν αναμένεται να επιφέρουν σημαντικά έξοδα.

#### **4) Το ζήτημα της Αστικής Ευθύνης**

Αν και η παρούσα πρόταση κανονισμού περιέχει επίσης διατάξεις που αποσκοπούν στη μείωση του κινδύνου της υπερβολικής εξάρτησης από εξωτερικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, είτε εκδίδονται για κανονιστικούς σκοπούς είτε όχι, θα συνεχίσουν στο άμεσο μέλλον να έχουν επίδραση στις επενδυτικές αποφάσεις. Ως εκ τούτου, οι CRA έχουν σημαντική ευθύνη έναντι των

επενδυτών ως προς τη διασφάλιση της συμμόρφωσης με τους κανόνες του κανονισμού CRA. Το γεγονός αυτό αντικατοπτρίζεται στο προτεινόμενο άρθρο 35 στοιχείο α) του κανονισμού CRA, το οποίο καθιστά τους CRA υπεύθυνους σε περίπτωση παραβίασης, εκ προθέσεως ή εκ βαρείας αμελείας, του κανονισμού CRA, προκαλώντας ζημία σε έναν επενδυτή που στηρίχθηκε σε μια αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας του CRA αυτού, εφόσον η εν λόγω παραβίαση έχει επηρεάσει την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.

Στις νέες διατάξεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει να καταστεί δυνατή η **υποβολή αγωγής για ζημίες** που προκλήθηκαν από παραβίαση, εκ προθέσεως ή λόγω βαρείας αμελείας, των υποχρεώσεων που απορρέουν από τον κανονισμό για τους CRA, όταν η παραβίαση αυτή επηρέασε μια αξιολόγηση στην οποία βασίστηκε ένας επενδυτής<sup>38</sup>.

Μια παράβαση θεωρείται ότι έχει επιπτώσεις σε μια αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, αν η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί από τον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι διαφορετική από την αξιολόγηση που θα είχε εκδοθεί, αν ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν είχε διαπράξει την εν λόγω παράβαση. Ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ενεργεί εκ βαρείας αμελείας, αν παραμελεί σοβαρά τα καθήκοντα που του επιβάλλονται με τον κανονισμό.

Εφόσον ένας επενδυτής αποδείξει τα γεγονότα από τα οποία μπορεί να συναχθεί ότι ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχει διαπράξει κάποια από τις παραβάσεις που αναφέρονται στο παράρτημα III, θα εναπόκειται στον οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να αποδείξει ότι δεν έχει διαπράξει την εν λόγω παράβαση ή ότι η εν λόγω παράβαση δεν είχε επίπτωση στην εκδοθείσα αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας.

Η αστική ευθύνη δεν αποκλείεται ή περιορίζεται εκ των προτέρων με συμφωνία. Οποιαδήποτε ρήτρα σε τέτοιες συμφωνίες που αποκλείει ή περιορίζει την αστική ευθύνη εκ των προτέρων θεωρείται άκυρη και ανίσχυρη.

Αν εξαιρεθούν οι ειδικές προβλέψεις για το βάρος της απόδειξης και η ειδική πρόβλεψη ότι η ευθύνη δεν περιορίζεται εκ των προτέρων με ειδική ρήτρα, το σχέδιο αυτής της διάταξης υστερεί σε ξεκάθαρες δικονομικές προβλέψεις για το πού και πώς ασκείται. Ποια είναι η αρμόδια δικαιοδοσία, ποιο δικαστήριο, ποιο το εφαρμοστέο δίκαιο.

---

<sup>38</sup> ECO/325 ΣΧΕΔΙΟ ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΗΣ - Βρυξέλλες, 23 Φεβρουαρίου 2012

Ένα άλλο πολύ σημαντικό νομικό κώλυμα είναι ότι ένας ζημιωθείς επενδυτής δεν συνδέεται απαραίτητα με συμβατική σχέση με τον οργανισμό αξιολόγησης. Εν μέρει εξαιτίας αυτού του λόγου, υφίστανται σημαντικές διαφορές στην αντιμετώπιση παρόμοιων περιπτώσεων μεταξύ κρατών – μελών. Επίσης η αστική ευθύνη θα πρέπει να είναι εντελώς ανεξάρτητη από τις κυρώσεις τις οποίες δύναται κατά καιρούς να υιοθετεί η ESMA. Ιδιαίτερη σημασία έχει και η αφορμή (trigger) ευθύνης: Παράβαση του κανονισμού εν γνώσει της ESMA θα μπορούσε σαφώς να θεωρηθεί αφορμή. Επίσης η βαριά αμέλεια (gross negligence) σε αντίθεση με την απλή αμέλεια (simple negligence) που δεν θεωρείται παράβαση. Τέλος, σχετικά με τον περιορισμό της ευθύνης (limitation of liability) θα πρέπει να εξευρεθεί η σωστή ισορροπία μεταξύ ζημίας και ευθύνης.

### **5) Το ζήτημα του Ευρωπαϊκού Οργανισμού Αξιολόγησης**

Η πρόταση αυτή δεν έχει ως στόχο τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οργανισμού αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Όπως ζητήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο στην έκθεσή του για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας της 8ης Ιουνίου 2011, η επιλογή αυτή αξιολογήθηκε λεπτομερώς στην εκτίμηση επιπτώσεων που συνοδεύει την παρούσα πρόταση. Η εκτίμηση επιπτώσεων έδειξε ότι ακόμα και αν ένα CRA που χρηματοδοτείται από πόρους του δημοσίου μπορεί να έχει ορισμένα οφέλη σε σχέση με την αύξηση της διαφορετικότητας των απόψεων στην αγορά αξιολογήσεων και την παροχή μιας εναλλακτικής λύσης για το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει», θα ήταν δύσκολο να αντιμετωπιστούν οι ανησυχίες που σχετίζονται με τις συγκρούσεις συμφερόντων και την αξιοπιστία του, ειδικά εάν ο εν λόγω CRA αξιολογούσε δημόσιο χρέος. Ωστόσο, τα πορίσματα αυτά δεν θα πρέπει σε καμία περίπτωση να αποθαρρύνουν τους άλλους φορείς να ιδρύσουν νέους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η Επιτροπή θα παρακολουθεί σε ποιο βαθμό οι νέοι ιδιωτικοί νεοεισερχόμενοι οργανισμοί στην αγορά αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα παράσχουν μεγαλύτερη ποικιλομορφία.

Μια σειρά μέτρων που αναφέρονται στην παρούσα πρόταση θα συμβάλουν στην αύξηση της διαφορετικότητας και των επιλογών στον κλάδο αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας:

- ο προτεινόμενος κανόνας εναλλαγής απαιτεί την τακτική αλλαγή των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, γεγονός το οποίο θα ανοίξει την αγορά CRA σε νεοεισερχόμενους οργανισμούς και
- η προτεινόμενη απαγόρευση για τους μεγάλους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να εξαγοράζουν άλλους CRA για μια περίοδο δέκα ετών.

Η Επιτροπή εξετάζει επίσης τρόπους για το κατά πόσον και σε ποιο βαθμό θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν τα κονδύλια της Ένωσης για την προώθηση της δημιουργίας δικτύων μικρότερων CRA που θα τους επιτρέψουν να συγκεντρώσουν πόρους και να παράγουν αποτελέσματα κλίμακας.

Από αναβολή πρόσφατου ψηφίσματος στο Ευρωκοινοβούλιο μάλλον κάθε παρόμοια ιδέα για Ευρωπαϊκό Οίκο Αξιολόγησης φαίνεται να εγκαταλείπεται.<sup>39</sup>

## **6) Συμπεράσματα.**

Η Κυπριακή Δημοκρατία, η οποία θα αναλάβει την Προεδρία της Ε.Ε από την 1<sup>η</sup> Ιουλίου 2012, θα επιδιώξει να επιτύχει συμφωνία με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο<sup>40</sup> σχετικά με την πρόταση για περαιτέρω αναθεώρηση του κανονισμού για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (CRA III), με στόχο τη μείωση της εξάρτησης από τους Οργανισμούς αυτούς, τη βελτίωση της διαφάνειας όσον αφορά τις μεθόδους που ακολουθούν, ειδικά για την αξιολόγηση του δημόσιου χρέους, την εξάλειψη των συγκρούσεων συμφερόντων και την αύξηση του ανταγωνισμού.

Η πρόταση της Επιτροπής τροποποιεί κατάλληλα τον ισχύοντα κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΚ) αριθ. 1060/2009, ιδίως προκειμένου να μειωθούν οι ενδεχόμενοι κίνδυνοι που συνδέονται με την υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από τους συμμετέχοντες στις χρηματαγορές, τον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης της αγοράς αξιολόγησης, την αστική ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έναντι των επενδυτών, τις συγκρούσεις συμφερόντων σε σχέση με το πρότυπο «ο εκδότης πληρώνει» και τη μετοχική δομή των CRA.<sup>41</sup> Ωστόσο, ο κανονισμός δεν είναι επαρκώς λεπτομερής σε ορισμένα σημεία ενώ άλλα είναι ασαφή. Η τελική έκδοση του κανονισμού θα πρέπει να είναι πιο συγκεκριμένη, πιο σαφής και λιγότερο διφορούμενη.

---

<sup>39</sup> 'Στο ράφι τα σχέδια για Ευρωπαϊκό Οίκο Αξιολόγησης,' Πέμ, 07/06/2012, <http://euractiv.gr/oikonomia/sto-rafi-ta-sxedia-gia-eyropaiko-oiko-aksiologisis-0>

<sup>40</sup> 'Θέματα Ecofin στο επίκεντρο της Κυπριακής Προεδρίας', 6 Ιουνίου 2012, <http://www.sigmalive.com/news/politics/496025>

<sup>41</sup> ECO/325 ΣΧΕΔΙΟ ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΗΣ - Βρυξέλλες, 23 Φεβρουαρίου 2012

Η πραγματική αξιοπιστία της αυτό-αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας στο μέλλον και τη συνακόλουθη χρήση της, παραμένει αμφίβολη. Και τούτο διότι, στην παρούσα κατάσταση, οι πιο αξιόπιστες αξιολογήσεις είναι εκείνες που διατυπώνονται από οργανισμούς με έδρα εκτός της ΕΕ. Εάν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξακολουθούν να βασίζονται στις αξιολογήσεις αυτές, ο προτεινόμενος κανονισμός δεν πρόκειται να επιτύχει το στόχο του. Παράλληλα, παραμένει αδιευκρίνιστος ο τρόπος με τον οποίο σκοπεύει η Επιτροπή να καταστήσει υποχρεωτικές τις αξιολογήσεις αυτές.

Το ίδιο ισχύει και για τον προτεινόμενο κανόνα εναλλαγής: ακόμη και εάν αυτός ο κανόνας οδηγήσει σε σύσταση νέου οργανισμού προκειμένου να διευρυνθεί το φάσμα των απόψεων, αναμένεται να επηρεαστεί από τις απόψεις των καθιερωμένων οργανισμών και η προσδοκώμενη πολυμορφία απόψεων δεν θα υλοποιηθεί.

Οι αμφιβολίες σχετικά με την ανεξαρτησία των παρεχόμενων βαθμολογιών, κυρίως λόγω του μηχανισμού «ο εκδότης πληρώνει», ακόμη και στην περίπτωση της αξιολόγησης κρατών, διότι τούτος επηρεάζει τα επιτόκια που καταβάλουν τα κυρίαρχα κράτη στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συνεπώς, (κι αυτή ακριβώς είναι και η άποψη της Ευρωπαϊκής και Οικονομικής Επιτροπής, ή 'ΕΟΚΕ')<sup>42</sup> θα πρέπει να αντιμετωπίσει η Επιτροπή τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών **συνολικά** και να καταστήσει αυστηρότερο το ρυθμιστικό τους πλαίσιο.

Ο τρόπος αμοιβής των αναλυτών και θα πρέπει να αποσυνδεθεί από τα αποτελέσματα της αξιολόγησης. Ωστόσο, δεν είναι σαφές ποιες συγκεκριμένες ενέργειες πρέπει να αναλάβει η ESMA για να παρακολουθεί τη συμμόρφωση με την παρούσα πρόταση.

Η προσπάθεια για την προστασία των καταναλωτών χρηματοπιστωτικών προϊόντων, με την εισαγωγή της αστικής ευθύνης των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, είναι ιδιαίτερα σημαντική. Χρειάζεται όμως περαιτέρω επεξεργασία και διασαφήνιση του ζητήματος αυτού. Επίσης, είναι σαφές ότι πρέπει να συνδέεται με την επιβολή κυρώσεων από την ESMA.

Η αστική ευθύνη πρέπει να εισαχθεί με τον πιο συνεκτικό και αποτελεσματικό τρόπο για τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν αξιολογήσεις για την παροχή ορισμένων υπηρεσιών, όπως η ευθύνη των τραπεζών κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών.

---

<sup>42</sup> ECO/325 ΣΧΕΔΙΟ ΓΝΩΜΟΔΟΤΗΣΗΣ - Βρυξέλλες, 23 Φεβρουαρίου 2012

Οι προτεινόμενοι κανόνες όσον αφορά τη σύγκρουση συμφερόντων είναι ουσιαστικοί αλλά η πρόταση είναι υπερβολικά ασαφής στα συγκεκριμένα σημεία. Θα πρέπει να συμπληρωθούν λεπτομερέστερα, ειδικά όταν πρόκειται για τον καθορισμό των υποχρεώσεων των διαφόρων οργάνων παρακολούθησης της συμμόρφωσης.

Η πρόταση αναφέρεται σε αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας αλλά δεν δίνεται ακριβής ορισμός της "χώρας". Τούτο είναι σημαντικό επειδή η οικονομική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζεται και από την ευρωστία των ασφαλιστικών ταμείων υγείας και πρόνοιας της χώρας αυτής, τα οποία συνδέονται, άμεσα ή έμμεσα, με τον εθνικό προϋπολογισμό. Το κοινό έχει δικαίωμα να γνωρίζει εάν η κάλυψη των υγειονομικών ή κοινωνικών αναγκών τίθεται σε κίνδυνο.

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας πρέπει να διασαφηνιστούν πλήρως δεδομένου ότι επηρεάζουν τη λειτουργία μιας χώρας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ως εκ τούτου, η Επιτροπή πρέπει να δώσει μεγαλύτερη προσοχή στις αξιολογήσεις δημοσίου χρέους και να υποβάλει λεπτομερέστερες προτάσεις.

Ένα από τα κύρια εκκρεμή ζητήματα είναι η έλλειψη ανεξαρτησίας των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, όπως προκύπτει ιδίως από τη χρήση του προτύπου "ο εκδότης πληρώνει", σύμφωνα με το οποίο οι αξιολογήσεις φαίνεται ότι ευνοούν τον εκδότη αντί να εξυπηρετούν τις ανάγκες του επενδυτή.

Εξάλλου, η καθιέρωση του κανόνα της εναλλαγής δεν αποτελεί επαρκές ρυθμιστικό μέτρο για να επιτευχθεί πρόοδος στην αρχή "ο εκδότης πληρώνει". Ο κανόνας της εναλλαγής, έτσι όπως προτείνεται, δεν είναι αρκετά τολμηρός ώστε να ανταποκρίνεται στις προσδοκίες, ιδίως όσον αφορά τη δημιουργία αρκετών νέων ευκαιριών αγοράς. Για το λόγο αυτό, ο κανονισμός θα πρέπει να ορίζει συντομότερες περιόδους κατά τις οποίες ο εκδότης μπορεί να χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες του ίδιου οργανισμού αξιολόγησης ή πιο μακροχρόνιες κατά τις οποίες δεν μπορεί.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, επειδή πολλοί από τους συμμετέχοντες στην αγορά βασίζονται (είτε υπέρμετρα είτε όχι) στις αξιολογήσεις τους. Συνεπώς, η επιρροή τους είναι σημαντική στις αποφάσεις για την υλοποίηση τεκμηριωμένων επενδυτικών και χρηματοπιστωτικών αποφάσεων. Για το λόγο αυτό, είναι απαραίτητο να πραγματοποιούνται οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας σύμφωνα με τις αρχές της ακεραιότητας, της



διαφάνειας, της υπευθυνότητας και της χρηστής διακυβέρνησης, στις οποίες το ισχύον κανονιστικό και νομοθετικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας συμβάλλει ήδη σημαντικά αλλά υπάρχουν και πολύ σημαντικά περιθώρια βελτίωσης.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Frederic P. Miller** (Editor), **Agnes F. Vandome** (Editor), **John McBrewster** (Editor) *‘Causes of the Financial Crisis of 2007-2009: United States housing bubble, Credit rating agencies and the subprime crisis, Meltdown’* Alphascript Publishing (September 9, 2011)
- Marwan Elkhoury** *‘Credit Rating Agencies and Their Impact on Developing Countries: Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Sovereign Debt In Developing Countries’* No 186, 2008 United Nations
- Giulia Rognoni** *‘Credit Rating Agencies: A Look into Conflicts of Interest’* LAP LAMBERT Academic Publishing (July 7, 2011)
- ‘Approaches to Improving Credit Rating Agency Regulation’* [Paperback] United States Congr.
- ‘Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Hearing Before the Committee on Oversight and Government Reform’*, House of Representatives by United States. Congr (Paperback -Sep 2011)
- ‘Reforming Credit Rating Agencies: Hearing Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance’* [Paperback] United States. Congr (Author)
- Vassiliki L. Papaikonou**, *‘Credit rating agencies and global financial crisis Need for a paradigm shift in financial market regulation’*, Studies in Economics and Finance, Vol. 27 No. 2, 2010, pp. 161-174, Emerald Group Publishing Limited
- AMF (2009), Rapport 2008 de l’ AMF sur les agences de notation, Autorite´ des Marche’s Financiers, Paris, Janvier 22.
- Bannier, C., Behr, P. and Guttler, A.** (2008), *‘Do Unsolicited Ratings Contain a Strategic Rating Component?’* Evidence from S&P, Federal Reserve Bank, New York, NY, pp. 1-30.
- Boot, A., Milbourn, T. and Schmeits, A.** (2006), *“Credit ratings as coordination mechanisms”*, Review of Financial Studies, Vol. 19 No. 1, pp. 81-118.
- Cantor, R.** (2004), *“An introduction to recent research on credit ratings”*, Journal of Banking & Finance, Vol. 28 No. 11, pp. 2565-73.
- CEBS (2006), *“Guidelines on the recognition of external credit assessment institutions”*, Executive Summary, Committee of European Banking Supervisors, London, January 20.
- CEPS-ECMI (2008), CEPS-ECMI Joint Workshop on the *“Reform of Credit Rating Agencies”*,
- CEPS-ECMI, Brussels, 19 November.
- CESR (2005), *“Technical advise to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies”*,

CESR/05/139b, CESR, Paris, March.

CESR (2008), “*CESR’s response to the consultation document of the commission services on a draft proposal for a directive/regulation on credit rating agencies*”, CESR/08-671, CESR, Paris.

CESR (2009a), “*Guidance on registration process, functioning of colleges, mediation protocol, information set out on Annex II, information set for the application for certification and for the assessment of CRAs systemic importance*”, Consultation paper, October, CESR/09-955, CESR, Paris.

CESR (2009b), “*Report on compliance of EU based CRA with the 2008 IOSCO code of conduct*”, CESR/09-417, CESR, Paris, May.

**Cifuentes, A.** (2009), “*Insight: time we rated the bond graders*”, Financial Times, July 27.

Commission Staff Working Document (2008), The Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, Impact Assessment, COM (2008) 704 Final, SEC (2008) 2746.

**Jacques de Larosière** (2009), “*High level group on financial supervision in the EU*”, Report, Brussels, February 25.

**Duff, A. and Einig, S.** (2007), *Credit Rating Agencies: Meeting the Needs of the Market?*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.

ECB (2009), Opinion of the European Central Bank on a Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies, European Central Bank, Frankfurt, April 21.

European Securities Markets Expert Group (2008), “*Role of credit rating agencies*”, ESME’s Report to the European Commission, available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/report\\_040608.en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608.en.pdf) (accessed June 4, 2008).

**Forster, J.** (2008), “*The optimal regulation of credit rating agencies*”, Discussion paper, Department of Economics, University of Munich, Munich, p. 14.

FSF (2008), Report on Enhancing Market and Institutional Resilience, Financial Stability Forum, Basel, April 7.

**Garcia Alcobilla, R. and Ruiz del Pozo, J.** (2008), “*Credit rating agencies: the debate on future legislation*”, CNMV (Comision Nacional del Mercado de Valores) Bulletin, Quarter III, pp. 87-103.

**Hill, C.** (2004), “*Regulating the rating agencies*”, Washington University Law Quarterly, Vol. 82 No. 1, pp. 43-95.

HM Treasury (2009), *Reforming Financial Markets*, HM Treasury, London.

House of Lords (2009), *“The future of EU financial regulation and supervision”*, The Authority of the House of Lords, Fourteenth Report of the European Union Committee, HL Paper 106-I, House of Lords, London, June 17.

IOSCO Technical Committee (2004), *“Code of conduct fundamentals for credit rating agencies”*, IOSCO PD180, December, IOSCO Technical Committee, Madrid.

IOSCO Technical Committee (2008a), *“Code of conduct fundamentals for credit rating agencies”*, IOSCO PD271, May, IOSCO Technical Committee, Madrid, Revised.

IOSCO Technical Committee (2008b), *“The role of credit rating agencies in structured finance markets”*, IOSCO Technical Committee, Madrid, May.

IOSCO Technical Committee (2009a), *“A review of implementation of the IOSCO code of conduct fundamentals for credit rating agencies”*, IOSCO Technical Committee, Madrid, March.

IOSCO Technical Committee (2009b), *“International cooperation in oversight of credit rating agencies”*, IOSCO Technical Committee, Madrid, Note, March.

**Kerwer, D.** (2001), *Standardizing as Governance: The Case of Credit Rating Agencies*, MPI Collective Goods Reprint, No. 2001/3, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn.

**Langohr, H. and Langohr, P.** (2008), *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*, Wiley, Chichester.

**Partnoy, F.** (1999), *“The Siskel and Ebert of financial markets? Two thumbs down for the credit rating agencies”*, Washington University Law Quarterly, Vol. 77 No. 33, pp. 619-715.

**Ricol, R.** (2008), *Report on the Financial Crisis. Mission entrusted by the President of the Republic in the context of the 2008 French Presidency of the European Union*, September.

SEC Chairman Mary L. Schapiro Speech (2009), *“Statement at SEC roundtable on credit rating agencies”*, SEC, Washington, DC, April 15.

**Sy, A.** (2009), *“The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets”*, IMF Working Paper, WP/09/129, IMF, Washington, DC.

**Sylla, R.** (2001), *“A historical primer on the business of credit ratings”*, paper presented at World Bank Conference on *“The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy”*, Washington, DC, March 1-2.

(The) Turner Review (2009), *A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, UK Financial Services Authority, London.

US SEC (2008), *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select CRA*, US SEC, Washington, DC, July.

US SEC Announcement (2009), *SEC Votes on Measures to Further Strengthen Oversight of CRAs*, US SEC, Washington, DC, September 18.

US SEC D.M. Gallagher's Testimony (2009), "Reforming CRAs", paper presented at the US House of Representatives Committee on Financial Services and Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government-sponsored Enterprises, September 30.

**White, L.** (2001), "*The credit rating industry: an industrial organization analysis*", paper presented at World Bank Conference on "The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy", World Bank, Washington, DC, March 1-2.