



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΜΑΝΑΤΖΜΕΝΤ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ**

Διπλωματική Εργασία

Τιτλοποίηση Απαιτήσεων

Μαρία Πατούλια

Πειραιάς 2009

ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

Μαρία Πατούλια

Σημαντικοί Όροι: Τιτλοποίηση, Απαιτήσεις, Αξιόγραφα, Δημιουργός, Εταιρεία
Ειδικού Σκοπού, Διαχειριστής/Θεματοφύλακας, Πιστοληπτική Ικανότητα,
Επενδυτές

Περίληψη

Η άντληση νέων κεφαλαίων και μάλιστα στη σωστή τιμή, υπό συνθήκες αβεβαιότητας που επικρατούν σήμερα στις διεθνείς χρηματαγορές, αποτελεί πλέον μείζονα πρόκληση για πολλά ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και εμπορικές εταιρείες. Η τιτλοποίηση απαιτήσεων μπορεί να αποτελέσει ένα εναλλακτικό και συμφέρον μέσο χρηματοδότησης, παρέχοντας στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα καλύτερης διαχείρισης των κεφαλαιακών τους αναγκών.

Με τη χρήση της διαδικασίας της τιτλοποίησης απαιτήσεων, μεταβιβάζεται, σε θεσμικούς επενδυτές και σε ασφαλιστικές εταιρείες, ο πιστωτικός κίνδυνος που ενυπάρχει σε ένα επιλεγμένο χαρτοφυλάκιο δανείων της, το λεγόμενο χαρτοφυλάκιο αναφοράς (ΧΑ).

Στην παρούσα εργασία επιχειρείται μια βιβλιογραφική ανάλυση της διαδικασίας της τιτλοποίησης απαιτήσεων. Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να διευκρινίσουμε ότι το ζήτημα της τιτλοποίησης απαιτήσεων είναι ιδιαίτερα πολύπλοκο και ότι ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να περιγραφούν με τρόπο κατανοητό οι έννοιες και ο τρόπος υλοποίησης της, προκειμένου να αποκτήσει μια ολοκληρωμένη εικόνα ο αναγνώστης. Για το λόγο αυτό δεν έχουν συμπεριληφθεί τεχνικές λεπτομέρειες που δυσκολεύουν την κατανόηση του φαινομένου.

Στο πλαίσιο της ενασχόλησης με το θέμα αυτό θα γίνει ιδιαίτερη αναφορά στο ελληνικό νομικό πλαίσιο με βάση το οποίο γίνεται η τιτλοποίηση απαιτήσεων στον ιδιωτικό τομέα.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα στο σημείο αυτό να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Παναγιώτη Αρτίκη για την πολύτιμη βοήθεια του στην ολοκλήρωση της εργασίας μου. Καθώς το θέμα ήταν αρκετά διαφορετικό από το εκπαιδευτικό μου υπόβαθρο, οι συμβουλές του, η καθοδήγηση, οι διορθώσεις του ήταν απαραίτητες για την επιτυχή εκπόνηση της εργασίας.

Ευχαριστώ επίσης τους γονείς μου για τη υποστήριξη που μου προσέφεραν καθ' όλη τη διάρκεια του μεταπτυχιακού μου αλλά και για τη βοήθεια που μου προσέφεραν κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας διατριβής.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

| | Σελίδα |
|--|---------------|
| Σχήμα Ι : Διαδικασία Τιτλοποίησης | 9 |
| Σχήμα ΙΙ : Παραδοσιακή Τιτλοποίηση | 14 |
| Σχήμα ΙΙΙ : Τιτλοποίηση Ανακυκλούμενων Πιστώσεων | 15 |
| Σχήμα ΙV : Basic Master Trust | 48 |
| Σχήμα V : Master Owner Trust Structure | 49 |

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|---|----|
| Περίληψη..... | 3 |
| Κεφάλαιο 1..... | 1 |
| Εισαγωγή..... | 1 |
| 1.1 Αντικειμενικός σκοπός..... | 1 |
| 1.2 Μεθοδολογία..... | 4 |
| 1.3 Διάρθρωση εργασίας..... | 4 |
| Κεφάλαιο 2..... | 6 |
| Η διαδικασία της Τιτλοποίησης..... | 6 |
| 2.1 Ορισμός..... | 6 |
| 2.2 Περιγραφή συναλλαγής..... | 7 |
| 2.3 Το περίγραμμα μιας τυπικής δομής..... | 8 |
| 2.4 Η λειτουργία της τιτλοποίησης..... | 11 |
| 2.5 Βασικές κατηγορίες Τιτλοποίησης Απαιτήσεων..... | 14 |
| Τα δομικά στοιχεία της τιτλοποίησης..... | 19 |
| 3.1 Τα συμβαλλόμενα μέρη σε μια τιτλοποίηση..... | 19 |
| 3.2 Χαρακτηριστικά της τιτλοποίησης..... | 20 |
| 3.4 Παραδείγματα Τιτλοποίησης..... | 22 |
| Κεφάλαιο 4..... | 25 |
| Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα..... | 25 |
| 4.1 Λόγοι που επιβάλλουν την τιτλοποίηση..... | 25 |
| 4.2 Οφέλη Τιτλοποίησης για τις Ελληνικές Τράπεζες..... | 27 |
| 4.3 Οφέλη Τιτλοποίησης για τις εμπορικές εταιρείες..... | 30 |
| 4.5 Τα προβλήματα της Τιτλοποίησης..... | 32 |
| Κεφάλαιο 5..... | 34 |
| Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας..... | 34 |
| 5.1 Βασικές Προϋποθέσεις Τιτλοποίησης - Πιστοληπτική Ικανότητα..... | 34 |

| | |
|--|-----|
| 5.2 Θέματα που προκύπτουν κατά την εκτίμηση του Βαθμού Πιστοληπτικής Ικανότητας..... | 35 |
| 5.3 Πιστωτικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με την επένδυση σε ένα ABS | 37 |
| Κεφάλαιο 6 | 40 |
| Βασικές Κατηγορίες Τιτλοποίησης..... | 40 |
| 6.1 Asset Backed Securities | 40 |
| 6.2 Mortgage Backed Securities | 41 |
| Κεφάλαιο 7 | 47 |
| Τιτλοποίηση άλλων στοιχείων του ενεργητικού | 47 |
| 7.1 Εισαγωγή | 47 |
| 7.2 ABS Πιστωτικών Καρτών..... | 47 |
| 7.3 Ανασκόπηση των διάφορων μη – κινητών περιουσιακών στοιχείων ABS..... | 54 |
| Κεφάλαιο 8 | 59 |
| Νομοθετικό Πλαίσιο | 59 |
| 8.1 Εισαγωγή | 59 |
| 8.2 Άρθρο 10 – Τιτλοποίηση Απαιτήσεων | 59 |
| 8.3. Άρθρο 11- Τιτλοποίηση Απαιτήσεων από ακίνητα | 63 |
| 8.4. Άρθρο 12 – Ασφάλεια | 64 |
| 8.5. Άρθρο 13 - Υποβολή στοιχείων | 65 |
| Κεφάλαιο 9 | 66 |
| Συμπεράσματα | 66 |
| Βιβλιογραφία | 68 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι..... | 70 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ..... | 100 |

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Οι εξελίξεις στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον (πληθωρισμός, αυξημένη αβεβαιότητα, αστάθεια επιτοκίων, έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών, εξάπλωση της διεθνούς τραπεζικής δραστηριότητας και αυξημένες και εξειδικευμένες απαιτήσεις των πελατών του χρηματοπιστωτικού συστήματος) καθώς και η χρήση των επενδυτικών κεφαλαίων για την ανακάλυψη νέων τρόπων διαχείρισης χρημάτων και ρίσκου, συνέτειναν στην ανάπτυξη μιας πληθώρας νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, που επικράτησαν στις αγορές των αναπτυσσόμενων αγορών της Δύσης.¹

Σε διεθνές επίπεδο, οι αποδόσεις των ομολόγων εταιρειών με ισχυρή οικονομική ανάπτυξη αποτέλεσαν μια πολύ καλή εναλλακτική λύση στο πρόβλημα των χαμηλών αποδόσεων που δημιούργησαν τα συνεχώς μειούμενα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων ή άλλων μορφών σταθερής επένδυσης (ρέπος, αμοιβαία διαθεσίμων κτλ.) αλλά και η κατάρρευση των χρηματιστηρίων. Στην Αμερική αλλά και την Ευρώπη, η τιτλοποίηση όλων των ειδών χρεογράφων έχει πάρει τη μορφή «χιονοστιβάδας», αφού σχεδόν κάθε είδους επενδυτικό προϊόν μπορεί να αποτελέσει και ένα νέο εργαλείο διαχείρισης κεφαλαίου και κινδύνου.

Η τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων (securitisation of assets) είναι ένα καινούργιο συμβατικό μόρφωμα της σύγχρονης οικονομίας, το οποίο αναπτύσσεται ταχύτατα και με τρόπο ιδιαίτερα εντυπωσιακό, δεδομένου ότι καλύπτει με τρόπο αρκετά ικανοποιητικό τις αυξημένες σήμερα ανάγκες των εταιρειών. Εντάσσεται στην κατηγορία των «χρηματοδοτικών συμβάσεων», δεδομένου ότι, με αυτή επιδιώκεται η χρηματοδότηση του μεταβιβάζοντος τις απαιτήσεις. Η σύμβαση αυτή, όπως άλλωστε και το σύνολο σχεδόν των συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, αναπτύχθηκε αρχικά στις χώρες του αγγλοσαξονικού δικαίου, δεδομένου ότι η ανάπτυξή τους ευνοείται στις

¹ Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Θωμαδάκης Σ. και Ξανθάκης Μ., Εκδόσεις Σάκκουλα, 1990

χώρες αυτές (και ιδίως τις Η.Π.Α.) τόσο από τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες, όσο και από το δικανικό σύστημα.²

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι μία σχετικά περίπλοκη διαδικασία, η οποία είχε ξεκινήσει στις ΗΠΑ, ήδη από τη δεκαετία του 1950. Σύμφωνα με τελευταία στοιχεία της Citibank, η συνολική αγορά τιτλοποιημένων ομολόγων στις ΗΠΑ ξεπερνάει τα 1,8 τρισ. δολάρια, έναντι 3,8 τρισ. δολαρίων για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα (US Treasuries) και 4,6 τρισ. δολ. για τα συνολικά εταιρικά ομόλογα.

Η μεταφορά της τιτλοποίησης απαιτήσεων στην Ευρώπη καθυστέρησε σημαντικά και μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1990 η προσφορά ομολόγων βασισμένων στην τιτλοποίηση παγίων ήταν σχετικά περιορισμένη και προερχόταν κυρίως από την Μεγάλη Βρετανία. Από τις αρχές του 2000 όμως σημειώθηκε σημαντική έξαρση στις νέες εκδόσεις από ευρωπαϊκές επιχειρήσεις και κράτη, και ιδίως την Ιταλία και την Ισπανία. Ενώ το 1999, οι συνολικές εκδόσεις μόλις ξεπέρασαν τα 50 δισ. ευρώ, το 2003 ανήλθαν σε 192,9 δισ. ευρώ και ήδη έχουν ξεπεράσει τα 200 δισ. ευρώ στους ένδεκα πρώτους μήνες του 2004. Περισσότερα από τα μισά αφορούν την τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων κατοικίας, ενώ το ένα τέταρτο περίπου αφορά την τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων κεντρικών κυβερνήσεων και δήμων. Ειδικότερα σε σχέση με τις κρατικές εκδόσεις, παρέχεται η δυνατότητα στα κράτη φθηνότερου δανεισμού από αυτόν τον οποίο τους επιτρέπει η πιστοληπτική ικανότητά τους, καθώς η συνολική αξία των παγίων υπερβαίνει σημαντικά την αξία του ομολόγου το οποίο εκδίδεται, ενώ παράλληλα καθίσταται δυνατή η αξιοποίηση μη ρευστών απαιτήσεων, όπως καθυστερημένες οφειλές των πολιτών προς Ταμεία και την Εφορία. Ενδεικτικό παράδειγμα είναι η πρώτη τιτλοποίηση στην οποία προέβη η Πορτογαλία, τιτλοποιώντας καθυστερημένες οφειλές προς το αντίστοιχο ΙΚΑ και την Εφορία συνολικού ύψους 9.5 δισ. ευρώ, ενώ το ομόλογο το οποίο εκδόθηκε ήταν ύψους 1.663 δισ. ευρώ. Με άλλα λόγια, οι εγγυήσεις ήταν περισσότερο από έξι φορές υψηλότερες από το ποσό του ίδιου του ομολόγου το οποίο εκδόθηκε. Για τον λόγο αυτό, οι δύο ανώτερες τάξεις του ομολόγου, συνολικού ύψους 1.175 δισ. ευρώ, έλαβαν την υψηλότερη βαθμίδα της πιστοληπτικής ικανότητας, Aaa / AAA (από την Moody's και την S&P αντίστοιχα), ενώ το κόστος εξυπηρέτησης είναι σημαντικά χαμηλότερο από το κόστος δανεισμού της Πορτογαλίας.³

² Νέες Μορφές Συμβάσεων της σύγχρονης Οικονομίας, Απόστολος Σ Γεωργιάδης, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2000

³ www.kathimerini.gr

Στην Ελλάδα η χρηματοδότηση μέσω της τιτλοποίησης απαιτήσεων εισήχθη και άρχισε να εφαρμόζεται το 2000 μόνο στο Δημόσιο τομέα. Μόλις το 2003 δημιουργήθηκε νομοσχέδιο από το υπουργείο Οικονομίας με τίτλο «Ομολογιακά Δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα», με το οποίο εισάγεται το προϊόν της τιτλοποίησης απαιτήσεων και στον ιδιωτικό τομέα (μεγάλες επιχειρήσεις, τράπεζες κλπ). Οι ελληνικές επιχειρήσεις θα μπορούν ευκολότερα να εκδίδουν εταιρικά ομόλογα και να αντλούν κεφάλαια από την αγορά, σε μια εποχή που κάτι τέτοιο είναι πλέον αδύνατο να συμβεί μέσω του Χρηματιστηρίου. Στο μέλλον μεγάλες ιδιωτικές εταιρίες θα μπορούν να εκδίδουν ομολογίες, η αποπληρωμή των οποίων θα γίνεται από απαιτήσεις της εκδίδουσας τις ομολογίες εταιρίας προς τρίτους. Οι απαιτήσεις μεταβιβάζονται σε «εταιρίες ειδικού σκοπού» οι οποίες εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδας. Κατά τον ίδιο τρόπο γίνεται και η τιτλοποίηση (έκδοση ομολογιών) με εγγύηση ακίνητα της εταιρίας.

Μετά την ψήφιση από την Βουλή του σχετικού νομοσχεδίου, η Proton Bank ενεργοποιείται στην αγορά της τιτλοποίησης απαιτήσεων με την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών, με την εκπόνηση μελετών και την υποβολή προτάσεων σε τράπεζες ή εμπορικές επιχειρήσεις οι οποίες επιθυμούν την μεταβίβαση των επιχειρηματικών τους απαιτήσεων σε εταιρεία ειδικού σκοπού με σκοπό την τιτλοποίησή τους.

Η EFG Eurobank Ergasias, έχοντας προβεί σε δύο επιτυχείς τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων, συνολικού ύψους 1.500 εκ. ευρώ, γίνεται για το 2005 η πρώτη τράπεζα στην Ευρωπαϊκή αγορά που προχώρησε στην έκδοση ομολογιακού δανείου από την τιτλοποίηση που πραγματοποίησε σε μέρος του χαρτοφυλακίου πιστωτικών καρτών που πραγματοποίησε. Εκδότης των ομολογιών ήταν η εταιρεία Karta 2005-1 PLC με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Το συνολικό ποσό της τιτλοποίησης ανήλθε σε 750 εκ. ευρώ και το μέσο κόστος άντλησης των κεφαλαίων διαμορφώθηκε σε τρίμηνο Euribor + 21,7 μονάδες βάσης, με αναμενόμενη εξόφληση των ομολογιών στα 4,96 έτη. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή Πιστοληπτική διαβάθμιση στις ομολογίες παρείχαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης Standard & Poors, Moody's και Fitch. Η δε διάθεση των ομολογιών έγινε με ιδιωτική τοποθέτηση μόνο. Το έντονο ενδιαφέρον που εκδηλώθηκε από τους θεσμικούς επενδυτές για τη συγκεκριμένη έκδοση, αποτέλεσε ορόσημο για την ελληνική αγορά, και οδήγησε σε βελτίωση των αρχικών όρων τιμολόγησης με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους άντλησης των κεφαλαίων. Έγινε κοινά αποδεκτό τότε ότι με τα προγράμματα τιτλοποίησης απαιτήσεων η Τράπεζα διεύρυνε τις πηγές

άντλησης μακροπρόθεσμου δανεισμού, εξασφαλίζοντας καλύτερους και ανταγωνιστικότερους όρους χρηματοδότησης, καθιστώντας το όλο εγχείρημα προσιτό και σε άλλους ενδιαφερόμενους.

1.2 Μεθοδολογία

Στην εργασία που ακολουθεί προσπαθούμε να προσεγγίσουμε τη διαδικασία της τιτλοποίησης απαιτήσεων (securitization) σε θεωρητική βάση, με τη βοήθεια βιβλιογραφικής έρευνας. Στόχος είναι να αποδοθούν οι όροι, η διαδικασία, και ότι άλλο σχετίζεται με αυτή με τρόπο απλό και κατανοητό ακόμη και στον αναγνώστη που πιθανόν να έρχεται πρώτη φορά σε επαφή με το συγκεκριμένο αντικείμενο.

1.3 Διάρθρωση εργασίας

Στο πρώτο κεφάλαιο το οποίο αποτελεί και την εισαγωγή στην έννοια της τιτλοποίησης δίνεται ο ορισμός της και γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στη διαδικασία της τιτλοποίησης και στους βασικούς όρους που περιλαμβάνει αυτή.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μνεία των χαρακτηριστικών της, ενώ δίνονται και κάποια παραδείγματα τιτλοποίησης.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρατίθενται οι λόγοι που επιβάλλουν την τιτλοποίηση ενώ στη συνέχεια αναλύονται τα πλεονεκτήματα της τόσο για τις τράπεζες όσο και για τις εμπορικές επιχειρήσεις. Στη συνέχεια αναφέρονται και τα μειονεκτήματα της.

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύουμε μια βασική προϋπόθεση της τιτλοποίησης, ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας.

Στο έκτο κεφάλαιο διακρίνουμε τις δυο βασικές κατηγορίες τίτλων που εκδίδονται τα Asset Backed Securities και τα Mortgage Backed Securities και τις υποδιαιρέσεις αυτών.

Στο κεφάλαιο επτά αναπτύσσουμε τη δυνατότητα έκδοσης τίτλων με την υποστήριξη άλλων στοιχείων. Τέτοια στοιχεία είναι οι εισπρακτέοι λογαριασμοί των πιστωτικών

καρτών, τα δάνεια των αυτοκινήτων, τα σπουδαστικά δάνεια, τα δάνεια των μικρών επιχειρήσεων και η χρηματοδότηση των αεροσκαφών.

Τέλος, στο όγδοο κεφάλαιο αναφερόμαστε στο θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζει γενικά την τιτλοποίηση απαιτήσεων στην Ελλάδα με το άρθρο 10 του νόμου 3156/2003 στον ιδιωτικό τομέα και με το άρθρο 11 την τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

Κεφάλαιο 2

Η διαδικασία της Τιτλοποίησης

2.1 Ορισμός

Τιτλοποίηση ονομάζουμε την ομαδοποίηση ομοειδών απαιτήσεων (στοιχεία του ενεργητικού) όπως ενυπόθηκα δάνεια για αγορά κατοικίας, δάνεια για αγορά αυτοκινήτων, οφειλές πιστωτικών καρτών κλπ. σε ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς και την εκχώρηση αυτών σε μια άλλη εταιρία που ονομάζεται Οντότητα Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle - SPV). Η οντότητα ειδικού σκοπού με τη σειρά της εκδίδει χρεόγραφα χρησιμοποιώντας ως εξασφάλιση τις εκχωρηθείσες απαιτήσεις, τα οποία και πουλά στους επενδυτές. Τα χρήματα που λαμβάνονται από την πώληση των χρεογράφων μεταβιβάζονται στην εκχωρούσα επιχείρηση (τράπεζα), ενώ οι εισπράξεις των τόκων και των χρεολυσίων από τα εκχωρηθέντα δάνεια χρησιμοποιούνται για την εξυπηρέτηση των τόκων και των χρεολυσίων των χρεογράφων που έχει εκδώσει η οικονομική οντότητα ειδικού σκοπού.⁴

Με το εργαλείο της τιτλοποίησης, συνεπώς συγκεντρώνεται μια ομάδα δανείων τα οποία εκχωρούνται σε μια εταιρία-όχημα (SPV) και η οποία στη συνέχεια τα μετατρέπει σε ομόλογα και τα διοχετεύει σε επενδυτές-ομολογιούχους. Η επένδυση και ο κίνδυνος των ομολόγων αυτών είναι υψηλότερος από τα ομόλογα του δημοσίου, επειδή ο κίνδυνος, οι αρχικοί δανειολήπτες αυτής της ομάδας δανείων να μην μπορέσουν να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους είναι μεγαλύτερος από τη δυνατότητα αποπληρωμής του Δημοσίου.

Με αυτή την πρακτική, η τράπεζα απομακρύνει από το χαρτοφυλάκιο της μακροχρόνια δεσμευμένα κεφάλαια, αντλώντας ρευστότητα από τις εταιρίες οχήματα που αντλούν ρευστό από την πώληση των ομολόγων στους επενδυτές, στην προσπάθειά της να απομακρύνει τον πιστωτικό κίνδυνο.

⁴ Χρηματοοικονομική Λογιστική: International Financial Reporting Standards, Δημητρίου Χ. Γκίκα, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2007, σελ 125

2.2 Περιγραφή συναλλαγής

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια συναλλαγή τιτλοποίησης απαιτήσεων πρέπει η εταιρεία που επιθυμεί να χρηματοδοτηθεί να διαλέξει τις απαιτήσεις εκείνες που επιθυμεί να τιτλοποιήσει, δηλαδή να τις μεταβιβάσει προς χρηματοδότηση της. Οι απαιτήσεις αυτές πρέπει να είναι ομοειδείς, αφού σε διαφορετική περίπτωση η ομαδοποίησή τους θα είναι αδύνατη.

Στη συνέχεια η μεταβιβάζουσα επιχείρηση έρχεται σε επαφή με μια εταιρεία ειδικού σκοπού, που αποκλειστικό σκοπό έχει την αγορά απαιτήσεων για το σκοπό της τιτλοποίησης τους. Η εταιρεία ειδικού σκοπού δηλαδή η αγοράστρια των απαιτήσεων, έρχεται σε επαφή με επενδυτές (φυσικά και νομικά πρόσωπα) που θα καταβάλλουν το τίμημα το οποίο αυτή με τη σειρά της θα καταβάλλει στη μεταβιβάζουσα εταιρεία για την αγορά των απαιτήσεων με αντάλλαγμα την σε αυτούς μεταβίβαση των ομολογιών, μόλις ολοκληρωθεί η διαδικασία της τιτλοποίησης. Παράλληλα οι απαιτήσεις της μεταβιβάζουσας εταιρείας αξιολογούνται από αναγνωρισμένους οίκους αξιολόγησης, προκειμένου να καθοριστεί το ύψος του τιμήματος καθώς και οι ακριβείς εξασφαλίσεις (π.χ. εγγυητικές επιστολές) τις οποίες θα πρέπει να δώσει η εκδότρια εταιρεία στην εταιρεία ειδικού σκοπού, προς εξασφάλιση της τελευταίας, καθώς και (κατά κύριο λόγο) των επενδυτών οι οποίοι τελικά θα παραλάβουν τις ομολογίες. Αυτό που αξιολογείται δεν είναι η φερεγγυότητα του μεταβιβαζόμενου, αλλά η φερεγγυότητα των οφειλετών του.

Έπειτα, οι επενδυτές «δανείζουν» την εταιρεία ειδικού σκοπού με το ποσό που τελικά συμφωνείται και αυτή με τη σειρά της καταβάλλει το ποσό αυτό στη μεταβιβάζουσα εταιρεία ως «τίμημα» για τη μεταβίβαση των συμφωνηθέντων απαιτήσεων. Αντίστοιχα η μεταβιβάζουσα εταιρεία παρέχει τις συμφωνηθείσες εγγυήσεις, οι οποίες έχουν ως τελικό σκοπό τον περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές, καλύπτοντας τους τελευταίους από μέρος του κινδύνου μη είσπραξης των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων. Για να ολοκληρωθεί η αγοραπωλησία πρέπει να γίνει και η σχετική καταχώριση περίληψης της σύμβασης στο βιβλίο. (Παράρτημα Ι)

Στη συνέχεια η εταιρεία ειδικού σκοπού εκδίδει ομολογίες (επί των οποίων πλέον η ίδια είναι κύριος) οι οποίες ενσωματώνουν απαιτήσεις των επενδυτών κατά της εταιρείας ειδικού σκοπού και τις διανέμει στους επενδυτές, οι οποίοι μπορεί να περιμένουν να ικανοποιηθούν από την αποπληρωμή των απαιτήσεων ή και να τις μεταβιβάσουν σε

τρίτους (σε τιμή άμεσα επηρεαζόμενη από την έως τη μεταβίβαση αυτή πορεία εξόφλησης των απαιτήσεων και των προοπτικών που φαίνεται να έχει η κάθε επένδυση). Στο σημείο αυτό αποφασίζεται η δομή του ομολόγου το οποίο θα εκδοθεί. Συνήθως ακολουθείται η δομή των τάξεων, από την ανώτερη ως την κατώτερη. Οι ανώτερες τάξεις διαθέτουν το μεγαλύτερο μέρος της κάλυψης των εχεγγύων, οπότε λαμβάνουν και την υψηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση, αλλά προσφέρουν τη χαμηλότερη απόδοση σε σύγκριση με τις κατώτερες τάξεις. Οι κατώτερες τάξεις λαμβάνουν χαμηλότερη πιστοληπτική αξιολόγηση και ως εκ τούτου προσφέρουν στους επενδυτές υψηλότερες αποδόσεις.

Συνολικά το κέρδος από την τιτλοποίηση απαιτήσεων συνίσταται στο περιθώριο που προκύπτει αν, από την απόδοση των δανείων που συμπεριλαμβάνονται στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς αφαιρεθούν:

- (α) το επιτόκιο των ομολόγων που θα εκδοθούν
- (β) το μη επιτοκιακό κόστος που προκύπτει από τις διαδικασίες οργάνωσης και διαχείρισης της τιτλοποίησης (επενδυτικές τράπεζες, εταιρείες παροχής νομικών συμβουλών, εταιρείες μέτρησης της πιστοληπτικής ικανότητας κ.α.) και
- (γ) το κόστος των απωλειών από επισφαλή δάνεια στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς που επιβαρύνει τη μεταβιβάζουσα τράπεζα.

2.3 Το περίγραμμα μιας τυπικής δομής

Το διάγραμμα αντικατοπτρίζει την τυπική δομή της συναλλαγής που περιλαμβάνει έκδοση αξιόγραφων που υποστηρίζονται από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στις Ευρωπαϊκές αγορές.

Όπως φαίνεται από το διάγραμμα, ένας δανειστής ενυπόθηκων δανείων ή δημιουργός με μια σημαντική ομάδα εισπρακτέων ενυπόθηκων δανείων μεταφέρει ή πουλά το χαρτοφυλάκιο των ενυπόθηκων δανείων (και κάθε παράπλευρου αξιόγραφου) σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV). Η εταιρεία ειδικού σκοπού ιδρύεται ξεχωριστά από το δημιουργό και εκδίδει αξιόγραφα στους επενδυτές. Τα έσοδα από την έκδοση των αξιόγραφων χρησιμοποιούνται από το όχημα ειδικού σκοπού για να πληρώσει το δημιουργό που εκδίδει τα ομόλογα (αξιόγραφα) στους επενδυτές. Τα έσοδα από την έκδοση των αξιόγραφων (ομολόγων) χρησιμοποιούνται από το όχημα ειδικού σκοπού

για να πληρώσουν στο δημιουργό την τιμή αγοράς του χαρτοφυλακίου. Οι επενδυτές ομαδικά εκπροσωπούνται από ένα θεματοφύλακα.

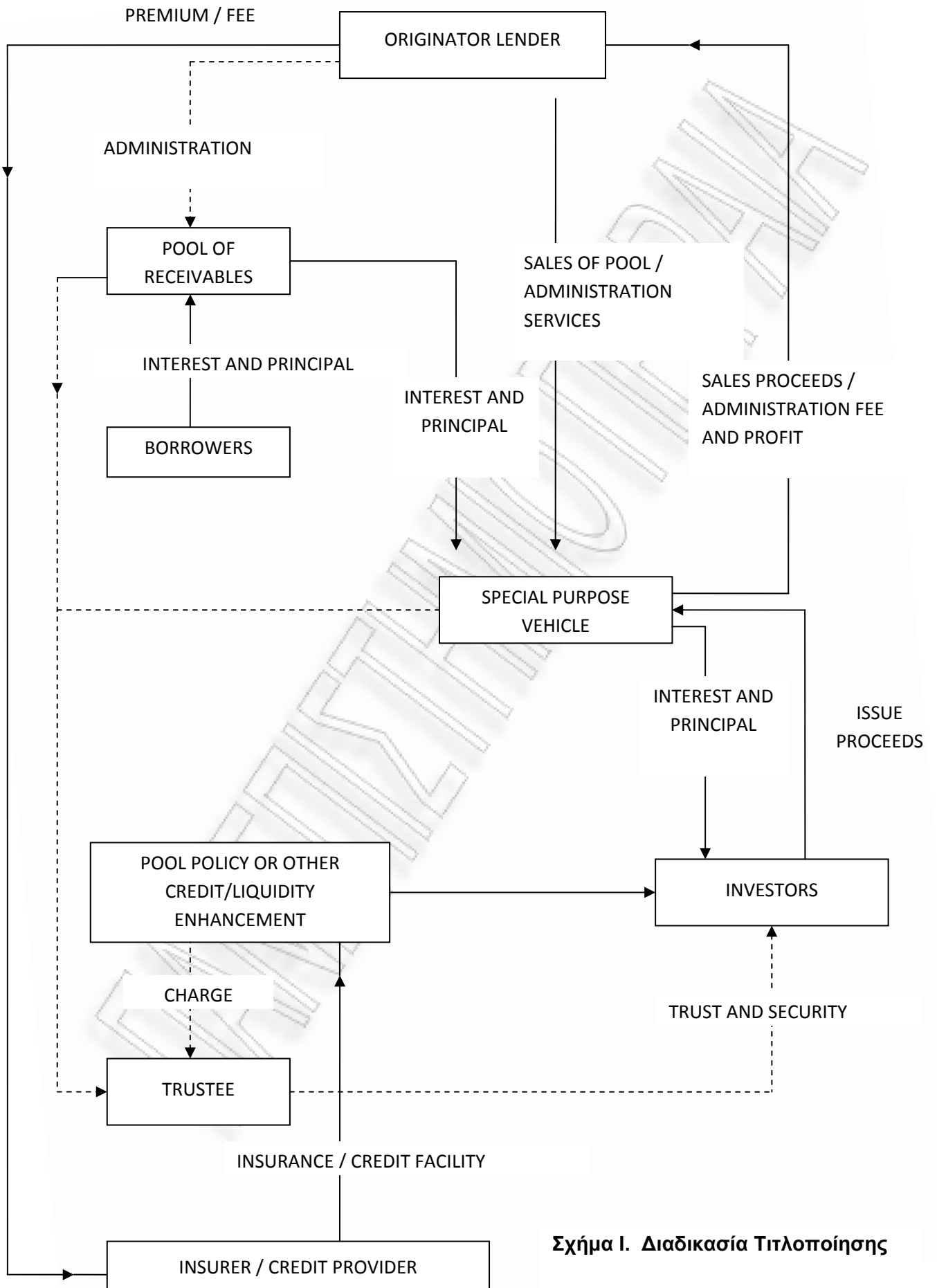
Προκειμένου να καλυφθεί η πιθανότητα το χαρτοφυλάκιο των στεγαστικών δανείων να παράγει ανεπαρκές εισόδημα για τους τόκους των δανείων παρέχεται κάποιο είδος υποστήριξης σε ρευστότητα, συνήθως πιστωτική διευκόλυνση από ένα τρίτο δανειστή.

Ο δημιουργός συνήθως ορίζεται ως ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου των στεγαστικών δανείων εκ μέρους του εκδότη και θα συνεχίσει να καθοδηγεί τη σχέση μεταξύ των δανειοληπτών με οικονομικό αντάλλαγμα. Η συναλλαγή από την άλλη, θα δομηθεί με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε κάθε κέρδος που παραμένει στην εταιρεία μετά την πληρωμή των επενδυτών να περάσει πίσω στον εκδότη.

Προκειμένου να προσελκύσουν διάφορους επενδυτές, τα ομόλογα συχνά αποτιμώνται από ανεξάρτητες εταιρείες όπως η Standard & Poor's Corporation ή η Moody's Investors Service Inc και τα αξιόγραφα συνήθως εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε κάποιο χρηματιστήριο αξιών όπως του Λονδίνου ή του Λουξεμβούργου.

Μπορεί να υπάρχουν πολλές παραλλαγές της παραπάνω δομής, όμως η συγκεκριμένη τυπική δομή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν χρήσιμο σημείο αναφοράς.⁵

⁵ Securitization, David C Bonsal, Butterworths, 1990



Σχήμα Ι. Διαδικασία Τιτλοποίησης

2.4 Η λειτουργία της τιτλοποίησης

Τα δημιουργούμενα μετά την τιτλοποίηση ομόλογα (ABS και MBS) αντιπροσωπεύουν την ιδιοκτησία των υποκείμενων σε τιτλοποίηση ομάδων δανείων ή άλλων οικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Ο εκδότης είναι αυτός που συχνά δημιουργεί τα περιουσιακά στοιχεία (δημιουργός). Ο θεμελιώδης στόχος όλων των συναλλαγών τιτλοποίησης είναι να απομονωθούν τα οικονομικά περιουσιακά στοιχεία που υποστηρίζουν τις πληρωμές των ομολόγων. Η απομόνωση εξασφαλίζει ότι οι πληρωμές που συνδέονται με τους τίτλους (τα ομόλογα που δημιουργούνται) προέρχονται αποκλειστικά από τη διαχωρισμένη ομάδα περιουσιακών στοιχείων και όχι από το δημιουργό τους. Από την άλλη, οι πληρωμές τόκου και κεφαλαίου που βαρύνουν το μη τιτλοποιημένο χρέος υποστηρίζονται συχνά από τη δυνατότητα της εκδότριας επιχείρησης να παράγει ικανοποιητικά μετρητά και να κάνει τις πληρωμές.⁶

Προέλευση και Διαχείριση

Τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται στις τιτλοποιήσεις δημιουργούνται με διάφορους τρόπους. Όταν ένας δανειστής επεκτείνει ένα δάνειο ή αποκτήσει την εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV). Οι διαχειριστές λαμβάνουν μια αμοιβή για την εργασία τους. Μερικοί δημιουργοί συμβάλλονται με άλλους οργανισμούς για τη λειτουργία της διαχείρισης ή πωλούν τα δικαιώματα διαχείρισης.

Μεταφορά Περιουσιακών στοιχείων ή Πώληση

Στη μεγάλη πλειοψηφία των τιτλοποιήσεων, είναι κρίσιμο η μεταφορά των περιουσιακών στοιχείων από το δημιουργό στην εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV) να αντιμετωπίζεται ως πώληση (true sale). Οι εισπράξεις από τους τίτλους επιστρέφονται στο δημιουργό ως τιμή αγοράς για τα περιουσιακά στοιχεία. Εάν η μεταφορά των περιουσιακών στοιχείων δεν είναι πώληση "true sale", οι επενδυτές κινδυνεύουν από αξιώσεις άλλων πιστωτών ενάντια στο δημιουργό των περιουσιακών στοιχείων. Οι ταμειακές ροές που υποστηρίζουν τους τίτλους και τα ίδια τα περιουσιακά στοιχεία θεωρούνται μέρος της περιουσίας του εκδότη που θα χρησιμοποιηθούν για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις του δανειστή στην περίπτωση που δεν υπάρξει μια "true sale". Ο νομικός διαχωρισμός των περιουσιακών στοιχείων είναι απαραίτητος για να προστατευτεί ο δημιουργός. Οι επενδυτές μπορούν να απευθυνθούν στην εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV) μόνο για τις πληρωμές που οφείλονται στα ομόλογα που

⁶ American Securitization Forum
Statement of Cameron L. Cowan Partner Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP

δημιουργούνται μετά την τιτλοποίηση (ABS και MBS), όχι σε ολόκληρο το εισόδημα του δημιουργού.

Εταιρεία Ειδικού Σκοπού και Θεματοφύλακας

Η εταιρεία ειδικού σκοπού μπορεί να είναι μια εταιρία που δημιουργείται ειδικά για να αγοράσει τα περιουσιακά στοιχεία του δημιουργού και να ενεργήσει ως αγωγός των ταμειακών ροών. Οι πληρωμές που προωθούνται από τους δημιουργούς διαβιβάζονται στους επενδυτές σύμφωνα με τους όρους των συγκεκριμένων τίτλων. Σε μερικές τιτλοποιήσεις, η εταιρεία ειδικού σκοπού χρησιμεύει μόνο για να συλλέξει τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία μεταφέρονται έπειτα σε μια άλλη οντότητα - συνήθως ένα θεματοφύλακα - και ομαδοποιούνται. Συγκεκριμένα άτομα διορίζονται για να επιτηρήσουν την ίδρυση της εταιρείας ειδικού σκοπού και να προστατεύσουν τα συμφέροντα του εκδότη. Ο δημιουργός, εντούτοις, θεωρείται ακόμα χορηγός της κοινής περιουσίας.

Ανάδοχος (Underwriter)

Οι ανάδοχοι - συνήθως οι τράπεζες επενδύσεων - χρησιμεύουν ως μεσάζοντες μεταξύ του εκδότη (εταιρεία ειδικού σκοπού) και των επενδυτών. Χαρακτηριστικά, ο ανάδοχος θα συμβουλευτεί αναφορικά με το πώς θα δομηθεί το ομόλογο που θα δημιουργηθεί (ABS και MBS) με βάση την αντίληψη του για τις απαιτήσεις των επενδυτών. Ο ανάδοχος μπορεί, παραδείγματος χάριν, να συμβουλέψει την εταιρεία ειδικού σκοπού να δημιουργήσει διαφορετικές κατηγορίες καθεμία με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ελκυστικά στα διάφορα τμήματα της αγοράς. Η βοήθεια των αναδόχων έγκειται επίσης στο να καθορίσει εάν θα χρησιμοποιηθεί το δίκτυο πωλήσεων τους για να προσφερθούν οι τίτλοι στο κοινό ή θα τοποθετηθούν ιδιωτικά. Επιπλέον, οι ανάδοχοι μπορούν να εκτιμήσουν τον κίνδυνο που συνδέεται με την αγορά ενός συνόλου τίτλων και την επαναπώληση στους επενδυτές.

Πιστωτικές Βελτιώσεις

Οι πιστωτικές βελτιώσεις είναι κοινή τακτική στις συναλλαγές τιτλοποίησης. Ανάλογα με τη φύση της συναλλαγής και τον τύπο των περιουσιακών στοιχείων, η τιτλοποιήσιμη ομάδα μπορεί να χρειαστεί υποστήριξη για να προσελκύσει τους επενδυτές. Η πιστωτική βελτίωση ή υποστήριξη μπορεί να προέλθει από τα ίδια τα περιουσιακά στοιχεία ή από μια εξωτερική πηγή.

Τα παραδείγματα εσωτερικών βελτιώσεων περιλαμβάνουν την εγγύηση μέρους, μιας ή περισσότερων δόσεων από τους τίτλους που εκδίδονται. Αυτή η πρακτική ομαδοποιεί

τις αξιώσεις αναλόγως του πιστωτικού κινδύνου και τις κατατάσσει σε αντίστοιχες κατηγορίες. Οποιαδήποτε αδυναμία πληρωμής που έχει επίπτωση στις ταμειακές ροές των τίτλων πρέπει να επιβαρύνει μία κατώτερη κατηγορία πιστωτικού κινδύνου προτού επηρεάσει τις ανώτερες κατηγορίες. Η υπερεξασφάλιση (over-collateralization) πέρα από την εγγύηση της ομάδας των περιουσιακών στοιχείων, χρησιμοποιείται επίσης για να βελτιώσει τον πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό εμφανίζεται όταν η ποσότητα των περιουσιακών στοιχείων που τοποθετούνται στην ομάδα της τιτλοποίησης ξεπερνά το κύριο ποσό τίτλων που εκδίδονται.

Οι εξωτερικές πιστωτικές βελτιώσεις συνήθως περιλαμβάνουν μια εγγυητική επιστολή από ένα πιστωτικό οργανισμό.

Και οι δύο επιλογές χρησιμεύουν ως εγγυήσεις που βεβαιώνουν ότι οι επενδυτές θα λάβουν τις πληρωμές που συνδέονται με τους τίτλους (ομόλογα). Το GSEs ενισχύει την πιστωτική διαβάθμιση του τίτλου – ομολόγου (MBS ή ABS) που εκδίδεται με την εγγύηση της έγκαιρης επιστροφής του κεφαλαίου και των τόκων.

Πιστοληπτική Αξιολόγηση (Credit Rating)

Ουσιαστικά όλοι τίτλοι που εκδίδονται (ABS και MBS) εκτιμώνται από ανεξάρτητους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης, των οποίων οι αναλύσεις παρακολουθούνται στενά από τους επενδυτές και χρησιμοποιούνται σαν οδηγός για την πιστωτική ποιότητα των τίτλων. Σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης ελέγχουν την απόδοση των τίτλων συνεχώς.

Διαμεσολαβητές (Dealers)

Ακριβώς όπως και σε άλλες ομολογιακές αγορές, οι μεσολαβητές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο μετά την έκδοση ενός τίτλου. Για τους περισσότερους επενδυτές ομολόγων, η ρευστότητα - δυνατότητα εύκολης αγοραπωλησίας ενός τίτλου - είναι ένα σημαντικό χαρακτηριστικό. Με τον προσδιορισμό των τιμών στις οποίες θα αγοράσουν ή θα πωλήσουν τους τίτλους στην επενδυτική κοινότητα, οι μεσολαβητές παρέχουν αυτήν την υπηρεσία. Οι τίτλοι έχουν υψηλότερη ρευστότητα πιο κοντά στην ημερομηνία έκδοσής τους. Επειδή οι επενδυτές τίτλων - συνήθως θεσμικοί όπως συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές επιχειρήσεις - κρατούν τους περισσότερους τίτλους ως τη λήξη, η ρευστότητα τους μειώνεται καθώς πλησιάζει η δηλωμένη ημερομηνία λήξης. Η συνολική αξία μίας έκδοσης ομολόγου, η πιστοληπτική αξιολόγηση του και το εάν εκδόθηκε δημόσια ή ιδιωτικά επηρεάζει επίσης τη ρευστότητα. Για όλα τα ABS και MBS που κυκλοφορούν στην αγορά και βασίζονται σε μεσολαβητές έξω - χρηματιστηριακών

αγορών, η ρευστότητα τους εξαρτάται εν μέρει από τη δυνατότητα και την προθυμία των μεσολαβητών να διατηρήσουν έναν κατάλογο, ή να διατηρούν απόθεμα στα βιβλία τους για έναν ορισμένο τίτλο.

2.5 Βασικές κατηγορίες Τιτλοποίησης Απαιτήσεων

Από πρακτικής πλευράς υπάρχουν διάφορες κατηγορίες τιτλοποιήσεων καθεμία από τις οποίες πρέπει να χρησιμοποιείται ανάλογα με τις ειδικές συνθήκες που επιβάλλουν τη συναλλαγή.

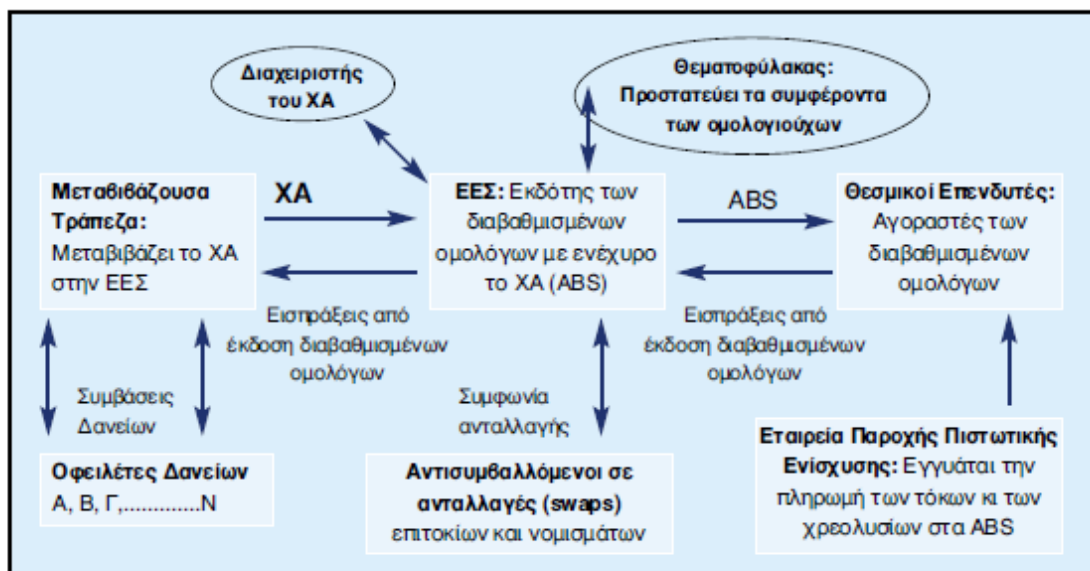
Τιτλοποίηση απαιτήσεων τοις μετρητοίς (Cash Securitization).

Στην τιτλοποίηση αυτής της μορφής, η τράπεζα συγκεντρώνει ένα χαρτοφυλάκιο δανείων πελατών της ή άλλων πιστωτικών απαιτήσεών της (το χαρτοφυλάκιο αναφοράς) και το μεταβιβάζει σε μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ, ή SPV) που έχει συσταθεί για το σκοπό αυτό. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού διαθέτει τα αναγκαία ίδια κεφάλαια και μετοχικό κεφάλαιο που καταβάλλεται από επενδυτές που δεν έχουν καμιά σχέση με την μεταβιβάζουσα Τράπεζα, και εκδίδει ομολογιακά δάνεια με κάλυψη το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς που της έχει μεταβιβαστεί από την μεταβιβάζουσα τράπεζα. Με τα έσοδα από την πώληση των ομολόγων πληρώνεται η Τράπεζα για τη μεταβίβαση του Χαρτοφυλακίου Αναφοράς. Έτσι, ως αποτέλεσμα της μεταβίβασης αυξάνονται τα ρευστά διαθέσιμα της τράπεζας και μειώνονται οι χορηγήσεις κατά το ποσό που αντιστοιχεί στην αξία του Χαρτοφυλακίου Αναφοράς. Βασικό στοιχείο της συναλλαγής είναι ο πλήρης νομικός διαχωρισμός του Χαρτοφυλακίου Αναφοράς και των υποχρεώσεων από τα ομολογιακά δάνεια από την μεταβιβάζουσα τράπεζα. Οι απαιτήσεις από τα δάνεια και τα λοιπά στοιχεία που συμπεριλαμβάνονται στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς, δεν εμφανίζονται πια στον ισολογισμό της τράπεζας (αλλά μόνο στον ισολογισμό της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού). Αυτό συνεπάγεται μείωση της αξίας του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού της τράπεζας, αφού τα μετρητά που έλαβε ως αντίτιμο δεν προσμετρούνται σε αυτό το ενεργητικό (έχουν μηδενικό συντελεστή κινδύνου). Η τιτλοποίηση απαιτήσεων αυτής της κατηγορίας μπορεί επίσης να διακριθεί σε δύο υποκατηγορίες:

A. Στην παραδοσιακή τιτλοποίηση (traditional securitization) στην οποία το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς περιλαμβάνει ομοειδή δάνεια και άλλες απαιτήσεις με σαφώς προσδιορισμένες χρηματικές ροές στο μέλλον (π.χ., στεγαστικά δάνεια, επιχειρηματικά ομόλογα, πολυετή δάνεια σταθερού επιτοκίου, κ.λπ.). Σε αυτή την κατηγορία

εντάσσονται η έκδοση ομολόγων που καλύπτονται με ενεχυριαζόμενα στεγαστικά δάνεια (Collateralized Mortgage Obligations ή CMOs), και με επιχειρηματικά ομόλογα (Collateralized Bonds Obligations ή CBOs). Η συναλλαγή αυτή έχει συνήθως τον τύπο της οριστικής πώλησης των δανείων που συμπεριλαμβάνονται στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς, πράγμα που σημαίνει ότι η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν είναι υποχρεωμένη να προσθέσει στη συνέχεια νέα δάνεια στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς, ακόμα και αν η αξία αυτού του χαρτοφυλακίου μειωθεί σε μη αναμενόμενα χαμηλά επίπεδα (π.χ., λόγω χρεοκοπιών, ή άλλων δυσμενών εξελίξεων). Στην πράξη η συναλλαγή εξακολουθεί να λειτουργεί έως ότου μια ενδεχόμενη έξαρση χρεοκοπιών μειώσει τις χρηματικές ροές από το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς σε επίπεδα χαμηλότερα από τα απαιτούμενα για να εξυπηρετηθούν στο ακέραιο τα διαβαθμισμένα ομόλογα που έχουν εκδοθεί.

Παραδοσιακή Τιτλοποίηση Απαιτήσεων τοις μετρητοίς (Στεγαστικά Δάνεια, Μακροχρόνια Δάνεια)



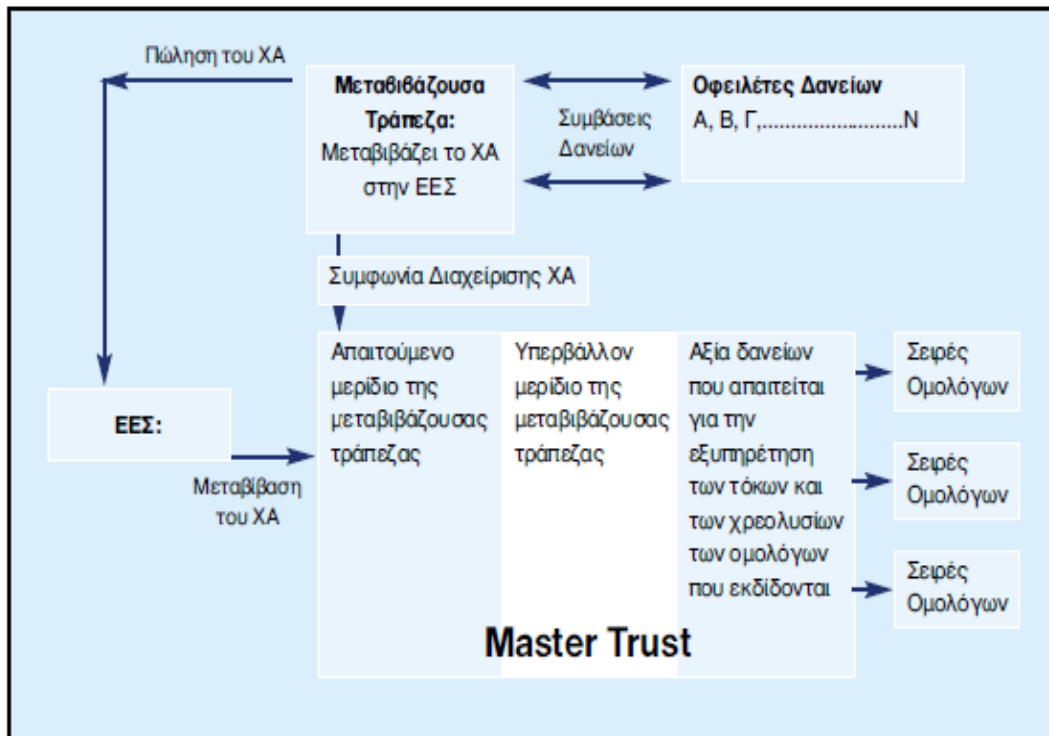
Σημείωση: ABS (Assets Backed Securities)

Σχήμα II. Παραδοσιακή Τιτλοποίηση

Β. Την τιτλοποίηση απαιτήσεων διαφόρων κατηγοριών επιχειρηματικών δανείων και ανακυκλούμενων πιστώσεων, όπου στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς περιλαμβάνονται δάνεια διαφορετικών τύπων, τα οποία μπορεί να μην είναι σταθερά σε όλη τη διάρκεια της συναλλαγής, και απαιτούν ενεργή διαχείριση για να εξασφαλιστούν οι αναγκαίες χρηματικές ροές για την αποπληρωμή των τόκων και των χρεολυσίων των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού. Στην περίπτωση αυτή στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς περιλαμβάνονται δάνεια που

επιτρέπουν στο δανειζόμενο να μεταβάλλει το ποσό που έχει δανειστεί εντός ενός προκαθορισμένου πιστωτικού ορίου (π.χ., πιστωτικές κάρτες, επιχειρηματικές πιστωτικές διευκολύνσεις, κ.ά.). Η εξυπηρέτηση των δανείων από τους δανειζόμενους μπορεί να έχει οριστεί να γίνεται με διάφορους τρόπους (π.χ., με ισόποσα τοκοχρεολύσια, με πληρωμή των τόκων ανά μήνα και της ονομαστικής αξίας του δανείου στη λήξη του, με πληρωμή τόσο των τόκων όσο και της ονομαστικής αξίας των ομολόγων στη λήξη τους, με ανακυκλούμενες πιστώσεις, κ.ά.). Στην τιτλοποίηση αυτού του τύπου η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί συνήθως κάποιο μετοχικό μερίδιο επί των χρηματικών ρών που προκύπτουν από το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς μετά τη μεταβίβασή του και για το λόγο αυτό το χαρτοφυλάκιο μεταβιβάζεται σε κάποιο master trust στο οποίο συμμετέχουν τόσο η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού όσο και η μεταβιβάζουσα τράπεζα, όπως αναλύεται στη συνέχεια. Το μερίδιο της τράπεζας είναι αυτό που απομένει αν αφαιρεθεί το αναγκαίο μερίδιο της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού για την απρόσκοπτη εξυπηρέτηση των διαβαθμισμένων ομολόγων που έχει εκδώσει. Στην κατηγορία αυτή εντάσσεται η έκδοση ομολόγων από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού που καλύπτεται με ενεχυριαζόμενα επιχειρηματικά δάνεια (Collateralized Loans Obligations ή CLOs). Η δημιουργία ενός master trust αποτελεί ιδανική λύση για την τιτλοποίηση ενός χαρτοφυλακίου ανακυκλούμενων δανείων, όπως είναι σε μεγάλο βαθμό ένα χαρτοφυλάκιο δανείων μικρομεσαίων επιχειρήσεων (SMEs loans).

Τιτλοποίηση ανακυκλούμενων πιστώσεων (επιχειρηματικών δανείων, πιστωτικών καρτών, κ.α.)



Σχήμα ΙΙΙ. Τιτλοποίηση Ανακυκλούμενων Πιστώσεων

Στην περίπτωση αυτή η μεταβιβάζουσα τράπεζα συνεχίζει να παρέχει επιπλέον χορηγήσεις προς τους πελάτες των δανείων που έχουν συμπεριληφθεί στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς, με χρηματοδότησή τους από τους τόκους και τα χρεολύσια (αποπληρωμές δανείων) που πραγματοποιούνται σε μια εκ των προτέρων προσδιορισμένη περίοδο ανακύκλωσης (revolving period), στην οποία οι επενδυτές των ομολόγων λαμβάνουν μόνο μηνιαίες πληρωμές τόκων. Τα ομόλογα που εκδίδονται έχουν ημερομηνίες λήξης μετά το τέλος της περιόδου ανακύκλωσης (που μπορεί να διαρκεί από 2-10 έτη), πράγμα που σημαίνει ότι οι ονομαστικές αξίες των ομολόγων αυτών έχουν προσδιοριστεί να πληρώνονται μετά τη λήξη της περιόδου ανακύκλωσης. Έτσι οι εισπράξεις χρεολυσίων (αποπληρωμές) των δανείων του Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς κατά την περίοδο ανακύκλωσης επιστρέφονται πίσω στη μεταβιβάζουσα τράπεζα που τις χρησιμοποιεί για την χορήγηση νέων δανείων. Το μερίδιο της μεταβιβάζουσας τράπεζας στο master trust μειώνεται με την επιστροφή των εισπράξεων από χρεολύσια και αυξάνεται με την συμπερίληψη στο trust των νέων δανείων που χορηγεί η τράπεζα.

Ο νόμος 3156/3.6.2003 αναφέρεται ρητά μόνο σε τιτλοποιήσεις με άμεση μεταβίβαση ή σε μετρητά (cash securitization), ενώ υπάρχει, ενδεχομένως, ακόμα κάποια «νομική

αβεβαιότητα» όσον αφορά την τιτλοποίηση ανακυκλούμενων πιστώσεων από επιχειρηματικά δάνεια και πιστωτικές κάρτες και την τιτλοποίηση απαιτήσεων συνθετικής μορφής που αναλύεται στη συνέχεια.

Στην τιτλοποίηση απαιτήσεων συνθετικής μορφής (ΤΑΣΜ) δεν υπάρχει μεταβίβαση του Χαρτοφυλακίου Αναφοράς σε κάποια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού, αλλά πραγματοποιείται μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου που προκύπτει από αυτό το χαρτοφυλάκιο μέσω χρηματοοικονομικών παραγώγων. Η μεταβίβαση του κινδύνου μπορεί να είναι είτε χρηματοδοτούμενη (funded), οπότε λαμβάνει τον τύπο της έκδοσης (από την παρεμβαλλόμενη ΕΕΣ) ομολόγων που συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου (credit-linked notes ή CLNs), είτε μη χρηματοδοτούμενη (non-funded), όπως, π.χ., με τη σύναψη ενός συμβολαίου ανταλλαγής του κινδύνου χρεοκοπίας του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου των δανείων αναφοράς (credit default swap). Μπορεί επίσης να λάβουν τη μορφή εγγυήσεων που αντισταθμίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται η μεταβιβάζουσα τράπεζα. Όμως, οι σχετικές απαιτήσεις από τα δάνεια και από άλλα στοιχεία θα εξακολουθήσουν να εμφανίζονται στον ισολογισμό της μεταβιβάζουσας τράπεζας. Η όλη διαδικασία τιτλοποίησης αυτής της μορφής μπορεί να είναι λιγότερο δαπανηρή για την ενδιαφερόμενη τράπεζα και να παρέχει μεγαλύτερες δυνατότητες ευελιξίας. Από την Επιτροπή για την Τραπεζική Εποπτεία της Βασιλείας, έχουν τεθεί οι προϋποθέσεις που απαιτείται να πληρούνται προκειμένου η συνθετική τιτλοποίηση να συμβάλει στη βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας της μεταβιβάζουσας τράπεζας. Στην Εγκύκλιο Διοίκησης 9 της ΤτΕ (Παράρτημα II) και στην παρ. Ζ.(β), αναφέρεται ότι για προγράμματα τιτλοποίησης απαιτήσεων συνθετικής μορφής ή/και ανακυκλούμενων πιστώσεων, η εποπτική αντιμετώπισή τους αναφορικά με τις λειτουργικές τους προϋποθέσεις, καθώς και ο υπολογισμός των κεφαλαιακών απαιτήσεων, θα πρέπει να συμφωνείται, εκ των προτέρων, με την Τράπεζα της Ελλάδος.⁷

Και οι δύο βασικοί μέθοδοι της τιτλοποίησης απαιτήσεων έχουν ως βασικό στόχο τη μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου αναφοράς στους θεσμικούς επενδυτές. Διαφέρουν, όμως, όσον αφορά στο ότι στην πρώτη περίπτωση απαιτείται πλήρης μεταβίβαση (εκχώρηση) του Χαρτοφυλακίου Αναφοράς στην εταιρεία ειδικού σκοπού, ενώ στη δεύτερη περίπτωση δεν υπάρχει τέτοια ανάγκη.

⁷ Alpha Bank οικονομικό δελτίο, Τριμηνιαία Έκδοση της Alpha Bank, Μάρτιος 2004, Τεύχος 89

Κεφάλαιο 3

Τα δομικά στοιχεία της τιτλοποίησης

3.1 Τα συμβαλλόμενα μέρη σε μια τιτλοποίηση

Ο πωλητής / δημιουργός που πουλά τις απαιτήσεις στον διαχειριστή - θεματοφύλακα. Ο ρόλος του δημιουργού είναι να δίνει δάνεια στους καταναλωτές για να αγοράσουν ένα περιουσιακό στοιχείο. Τα δάνεια αυτά εγγυώνται από τα ίδια τα περιουσιακά στοιχεία. Στη συνέχεια η δουλειά του δημιουργού είναι να ενοποιήσει ένα μέρος ή το σύνολο αυτών των δανείων και να τα τιτλοποιήσει εκδίδοντας ομολογιακούς τίτλους που υποστηρίζονται από τα δάνεια αυτά. Τα ομόλογα αποπληρώνονται από τις κανονικές πληρωμές των δανείων που έχει λάβει ο δανειολήπτης. Αν ο δανειολήπτης αδυνατεί να αποπληρώσει το δάνειο του, τότε η πληρωμή των ομολόγων γίνεται μέσω αποπληρωμής του δανείου από τη ρευστοποίηση της απαίτησης.

Η οντότητα ειδικού σκοπού που αναφέρεται και ως διαχειριστής-θεματοφύλακας (trust). Ο θεματοφύλακας είναι αυτός που αγοράζει το πωλούμενο ενεργητικό, δομεί τους όρους της τιτλοποίησης και διευθύνει τις διαδικασίες της. Επίσης βοηθά στην πώληση των τίτλων που δημιουργούνται ενώ διαχειρίζεται τις χρηματικές ροές. Οι τίτλοι δημιουργούνται από το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού και μπορούν να διαχωριστούν σε διάφορα τμήματα ανάλογα με την ποσότητα ή τη σειρά κάλυψης των απαιτήσεων. Επειδή οι τίτλοι αποτελούνται από διαφοροποιημένα σύνολα στοιχείων του ενεργητικού, όσον αφορά στον αριθμό και στο είδος των απαιτήσεων, στο προφίλ του δανειζόμενου και στη γεωγραφική κατανομή, εμφανίζουν διακυμάνσεις στον κίνδυνο και άρα και στην απόδοσή τους. Η πιστοληπτική ικανότητα των τίτλων, για όλες τις κατηγορίες τίτλων από την ανώτερη έως και την κατώτερη, αξιολογείται από διάφορους οίκους. Είναι δεδομένο ότι οι αξιολογήσεις είναι πιο σταθερές για τα ασφαλή χρέη παρά για τα μη ασφαλή.

Ο επενδυτής που αγοράζει τους τίτλους της εταιρείας ειδικού σκοπού. Εδώ περιλαμβάνονται συνήθως χρηματοοικονομικά ιδρύματα όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, Αμοιβαία Κεφάλαια, Εταιρείες Επενδύσεων, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία.

3.2 Χαρακτηριστικά της τιτλοποίησης

Ένα τιτλοποιημένο περιουσιακό στοιχείο, σε σύγκριση με μια άμεση αξίωση προς τον εκδότη, θα έχει γενικά τα ακόλουθα χαρακτηριστικά γνωρίσματα.⁸

Εμπορευσιμότητα: Ο ίδιος ο σκοπός της τιτλοποίησης είναι να εξασφαλιστεί η εμπορευσιμότητα των οικονομικών αξιώσεων. Ως εκ τούτου, το στοιχείο είναι δομημένο έτσι ώστε να είναι εμπορεύσιμο. Αυτό είναι ένα από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα ενός τιτλοποιημένου στοιχείου, και όλα τα άλλα που ακολουθούν χρησιμοποιούνται συνήθως μόνο για να εξασφαλίσουν αυτό. Η έννοια της εμπορευσιμότητας περιλαμβάνει: (α) τη νομική και συστημική δυνατότητα της εμπορευσιμότητας του στοιχείου (β) την ύπαρξη μιας αγοράς για το στοιχείο αυτό.

Η υπάρχουσα νομοθεσία προβλέπει την έκδοση παραδοσιακών μορφών τιτλοποιημένων απαιτήσεων, όπως μετοχές, ομόλογα, χρεόγραφα και εμπορικά στοιχεία (διαπραγματεύσιμα στοιχεία). Οι περισσότερες χώρες έχουν ελλείψεις στη νομοθεσία που αφορούν άλλα τιτλοποιημένα στοιχεία εξωτικής προέλευσης, όπως η τιτλοποίηση των λογαριασμών εισπρακτέων. Είναι επιβεβλημένο εκ μέρους του ρυθμιστή, ένα πλάνο διαχείρισης, να αντιμετωπίζει οποιοδήποτε τιτλοποιημένο στοιχείο με το ίδιο ενδιαφέρον όπως και στην περίπτωση των παραδοσιακών, για λόγους προστασίας επενδυτών.

Το δεύτερο ζήτημα είναι εκείνο της κατοχής ή δημιουργίας μιας αγοράς για το περιουσιακό στοιχείο. Η τιτλοποίηση δεν προσφέρει πλεονεκτήματα εκτός αν το τιτλοποιημένο προϊόν είναι εμπορεύσιμο. Ο ίδιος ο σκοπός της τιτλοποίησης θα χαθεί εάν το προϊόν δοθεί μόνο σε μερικούς επαγγελματίες επενδυτές χωρίς οποιαδήποτε δυνατότητα ύπαρξης μιας δευτερογενούς αγοράς. Η ρευστότητα σε ένα τιτλοποιημένο προϊόν εξασφαλίζεται με την εισαγωγή του προς διαπραγμάτευση στοιχείου σε μια οργανωμένη αγορά.

Ποιότητα: Η έννοια της ποιότητας στα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, αφορά στις οικονομικές δεσμεύσεις που ενσωματώνονται στα προϊόντα που τιτλοποιούνται για την ικανοποίηση των επενδυτών. Ο δημιουργός των τιτλοποιημένων προϊόντων θα πρέπει

⁸ <http://www.vinodkothari.com>

να εξασφαλίζει ότι το προϊόν είναι βασισμένο στις ανάγκες των επενδυτών. Ο γενικός κανόνας είναι: όσο ευρύτερη είναι η βάση των επενδυτών, τόσο μικρότερη είναι η δυνατότητα των επενδυτών να απορροφήσουν τον κίνδυνο, και ως εκ τούτου, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη της τιτλοποίησης.

Για τα ευρέως διανεμημένα τιτλοποιημένα προϊόντα, η αξιολόγηση της ποιότητας, και η πιστοποίησή της από έναν ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα, δηλαδή, η κατηγοριοποίηση, είναι συνηθισμένη. Η κατηγοριοποίηση είναι προς όφελος του επενδυτή, ο οποίος ειδάλλως δεν αναμένεται να είναι σε θέση να αξιολογήσει τον κίνδυνο.

Στην περίπτωση της τιτλοποίησης λογαριασμών εισπρακτέων, η έννοια της ποιότητας κάνει την κατηγοριοποίηση να είναι μια καθολική απαίτηση για τις τιτλοποιήσεις. Όπως έχει συζητηθεί ήδη, η τιτλοποίηση είναι μια περίπτωση όπου μια αξίωση προς τους χρεώστες του δημιουργού αγοράζεται από τους επενδυτές. Ως εκ τούτου, η ποιότητα της αξίωσης προς τους χρεώστες επιτρέπει κατά περιόδους στους επενδυτές να στηριχθούν καθαρά στην αξιολόγηση των χρεωστών (ή ενός χαρτοφυλακίου χρεωστών) και έτσι, να καταστεί το προϊόν συνολικά ανεξάρτητο από την κατηγοριοποίηση του ίδιου του δημιουργού.

Ευρεία διασπορά: Ο βασικός σκοπός της τιτλοποίησης είναι να διανεμηθεί το προϊόν. Η έκταση της διανομής που θα επιθυμούσε ο δημιουργός να επιτύχει είναι βασισμένη σε μια συγκριτική ανάλυση των δαπανών και των πραγματοποιημένων κερδών. Η ευρεία διασπορά οδηγεί τον εκδότη να διαπραγματευτεί το προϊόν με τη χαμηλότερη απόδοση, και ως εκ τούτου, χαμηλότερο οικονομικό κόστος για αυτόν. Στην πράξη, τα ζητήματα τιτλοποίησης είναι ακόμα δύσκολο να κατανοηθούν από τους λιανικούς επενδυτές. Ως εκ τούτου, οι περισσότερες τιτλοποιήσεις έχουν χρησιμοποιηθεί ιδιαίτερα από τους επαγγελματίες επενδυτές. Εντούτοις, είναι πιθανό τα τιτλοποιημένα προϊόντα να μπορούν να προσελκύσουν και λιανικούς επενδυτές.

Ομοιογένεια: Για να χρησιμεύσει ως ένα εμπορεύσιμο προϊόν, το τιτλοποιημένο προϊόν πρέπει να είναι ομοιογενές. Η ομοιογένεια, όπως και τα ανωτέρω χαρακτηριστικά γνωρίσματα, είναι μια λειτουργία του μάρκετινγκ. Τα περισσότερα τιτλοποιημένα προϊόντα είναι διαιρεμένα σε μικρότερα προσιτά στον οριακό επενδυτή, και ως εκ τούτου, η ελάχιστη αξία σχετίζεται με τις ανάγκες του μικρότερου επενδυτή. Η ανάγκη διαχωρισμού του τιτλοποιημένου προϊόντος σε διάφορα ομοιογενή μέρη κάνει την τιτλοποίηση μια άσκηση ολοκλήρωσης και διαφοροποίησης: ένταξη των

διάφορων περιουσιακών στοιχείων σε ένα κομμάτι, και έπειτα διαφοροποίηση του σε ομοιόμορφα εμπορεύσιμα μέρη.

Όχημα Ειδικού Σκοπού: Στην περίπτωση που η τιτλοποίηση περιλαμβάνει οποιαδήποτε στοιχείο του ενεργητικού ή αξίωση πρέπει να ενσωματωθεί και να διαφοροποιηθεί. Δηλαδή, αν δεν είναι μια άμεση και ακάλυπτη αξίωση του εκδότη, ο εκδότης θα χρειαστεί μια ενδιάμεση αντιπροσωπεία η οποία θα ενεργήσει ως η «αποθήκη» του περιουσιακού στοιχείου ή της αξίωσης που θα τιτλοποιηθεί. Ας πάρουμε το ευκολότερο παράδειγμα εξασφαλισμένου χρεογράφου, στην ουσία, ένα εξασφαλισμένο δάνειο από τους επενδυτές. Εδώ, η δαπάνη ασφάλειας πάνω στα διάφορα περιουσιακά στοιχεία των εκδοτών πρέπει να ενσωματωθεί και να χωριστεί στη συνέχεια σε εμπορεύσιμα μέρη. Για αυτό το λόγο, ο εκδότης θα δώσει σε μια ενδιάμεση αντιπροσωπεία, της οποίας βασική λειτουργία είναι να κρατήσει τη δαπάνη ασφάλειας εκ μέρους των επενδυτών, και έπειτα να εκδώσει πιστοποιητικά στους επενδυτές για τη δαπάνη που κατέχει ο μεσάζοντας. Έτσι, ενώ η δαπάνη συνεχίζει να παραμένει στον ενδιάμεσο, η εξασφάλιση του εκδότη γίνεται εκεί μέσα μια εμπορεύσιμη ασφάλεια.

Η ίδια διαδικασία ακολουθείται στην τιτλοποίηση των λογαριασμών εισπρακτέων, όπου το όχημα ειδικού σκοπού κρατά τους λογαριασμούς εισπρακτέους, και εκδίδει τα ομόλογα ειδικού ενδιαφέροντος στους επενδυτές.

3.4 Παραδείγματα Τιτλοποίησης

Πρώτη από τις ελληνικές τράπεζες, η Aspis Bank είχε προχωρήσει στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων ύψους 225 εκατ. ευρώ, ήδη από το φθινόπωρο του 2003, ενώ ακολούθησαν η EFG Eurobank και η τράπεζα Πειραιώς με δύο deals για την τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων ύψους 750 και 450 εκατ. ευρώ αντίστοιχα.

Η ανακοίνωση της EFG Eurobank για την πρόθεση της να προχωρήσει στην τιτλοποίηση υπολοίπων πιστωτικών καρτών ύψους 700-800 εκατ. ευρώ, είναι μόλις το τέταρτο deal που έχουν ολοκληρώσει ελληνικές τράπεζες από την ψήφιση του σχετικού νομοσχεδίου το 2003 και το πρώτο το οποίο αφορά σε πιστωτικές κάρτες.⁹

⁹ www.kathimerini.gr

Σε μία δύσκολη συγκυρία για τις διεθνείς αγορές χρήματος ο όμιλος της Eurobank προχώρησε στην 5η κατά σειρά τιτλοποίηση απαιτήσεων από το χαρτοφυλάκιο των στεγαστικών δανείων σύμφωνα με στοιχεία που παρουσιάζει σε άρθρο της η Ημερησία OnLine. Η Τράπεζα ανακοίνωσε ότι προχώρησε στην τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων ύψους 1,040 δισ. ευρώ. Τα κεφάλαια θα αξιοποιηθούν προς την κατεύθυνση χρηματοδότησης των εργασιών του ομίλου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό καθώς και στην εκμετάλλευση τυχόν ευκαιριών. Εκδότης των ομολογιών είναι η εταιρεία Themeleion V Mortgage Finance plc με έδρα το Ηνωμένο Βασίλειο. Πιστοληπτική αξιολόγηση στις ομολογίες με διαβάθμιση AAA/Aaa παρείχαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης Fitch και Moodys. Σύμβουλοι για την τιτλοποίηση ήταν η Morgan Stanley και η Eurobank EFG Telesis Investment Firm S.A.

Η Τράπεζα Πειραιώς ετοιμάζει δύο τιτλοποιήσεις, ύψους περίπου 1 δισ. ευρώ, μία από το χαρτοφυλάκιο των στεγαστικών δανείων και μία από τα δάνεια προς μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις.

Η μόνη τράπεζα που δεν έχει προβεί σε τιτλοποίηση είναι η Εθνική και δεν αποκλείεται, εφόσον κριθεί αναγκαίο, έως το τέλος του 2008 να το πράξει. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο όμιλος της Εθνικής μπορεί να αντλήσει μέσω τιτλοποιήσεων κεφάλαια έως και 7 δισ. ευρώ.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η αγορά των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) έχει εδώ και μήνες παγώσει την αγορά των τιτλοποιήσεων και οι μόνες που πραγματοποιούνται απαιτούν κριτήρια όπως η ποιότητα του χαρτοφυλακίου που τιτλοποιείται ενώ η τιμολόγηση γίνεται επίσης με αυστηρότερους όρους σε σχέση με το παρελθόν.¹⁰

Το Ελληνικό κράτος πολύ πριν από τις τράπεζες από τα τέλη του 2000 είχε προχωρήσει στην τιτλοποίηση απαιτήσεων και μελλοντικών εσόδων, όπως οι εισροές του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης από την Ε.Ε., ή τα έσοδα από το Εθνικό Λαχείο, συνολικού ύψους πάνω από 3 δισ. ευρώ. Πράγματι, η ίδια η ελληνική κυβέρνηση έχει εκδώσει τρία τιτλοποιημένα ομόλογα μεταξύ Νοεμβρίου 2000 και Οκτωβρίου 2001, συνολικού ύψους 3,39 δισ. ευρώ. Το πρώτο, το οποίο εκδόθηκε το Νοέμβριο του 2000, ύψους 740 εκατ. ευρώ, τιτλοποίησε στεγαστικά δάνεια προς δημοσίους υπαλλήλους.

¹⁰ <http://www.imerisia.gr>

Το δεύτερο, ύψους 650 εκατ. Ευρώ, εκδόθηκε μόλις ένα μήνα αργότερα, τιτλοποιώντας τις μελλοντικές κρατικές εισπράξεις από το Εθνικό Λαχείο. Τέλος, το τρίτο, ύψους 2 δις ευρώ, τιτλοποίησε τις μελλοντικές εισροές προς τη χώρα μας από το Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης. Σημειώνεται ότι και στις τρεις περιπτώσεις, ενώ η πιστοληπτική διαβάθμιση της Ελλάδας ήταν τότε A- από τους S&P, τα ομόλογα αυτά έλαβαν A+, δυο δηλαδή βαθμίδες υψηλότερη, οπότε επιτεύχθηκε χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Επιπλέον, καθώς οι αποφάσεις της Eurostat δεν άρχισαν να εφαρμόζονται παρά μετά τα μέσα του 2002, τα τρία παραπάνω ομόλογα δεν εμφανίζονταν για μεγάλο χρονικό διάστημα στο συνολικό δανεισμό της χώρας μας.

Στο δημόσιο τομέα επιχειρήθηκε για δεύτερη φορά από το ελληνικό Υπουργείο Οικονομικών να γίνει τιτλοποίηση των απαιτήσεων σε μελλοντικά κοινοτικά κονδύλια, αλλά απορρίφθηκε το αίτημα από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα.

Ένα παράδειγμα ιδιωτικής πρωτοβουλίας στην τιτλοποίηση είναι η κατασκευή της γραμμής 4 του Μετρό στην Αθήνα άμεσα με άντληση ρευστού από την τιτλοποίηση των μελλοντικών απαιτήσεων της εταιρίας.¹¹

¹¹ www.kathimerini.gr

Κεφάλαιο 4

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα

4.1 Λόγοι που επιβάλλουν την τιτλοποίηση

Οι αυστηρές απαιτήσεις της Βασιλείας II σχετικά με τα ίδια κεφάλαια των τραπεζών, η οποία ενισχύει τα κίνητρα για τιτλοποίηση απαιτήσεων και η απελευθέρωση ιδίων κεφαλαίων, αλλά και η συνεχιζόμενη προσπάθεια εξυγίανσης των ισολογισμών των επιχειρήσεων, έχουν δημιουργήσει ιδιαίτερα πρόσφορο έδαφος με αποτέλεσμα την εκτίναξη της αγοράς των τιτλοποιημένων ομολόγων.

Από την άλλη μεριά είναι γεγονός ότι κύρια επιδίωξη των τραπεζών, οι οποίες κυρίως ασχολούνται με την τιτλοποίηση απαιτήσεων, είναι η απρόσκοπτη συνέχιση της αναπτυξιακής πορείας των δραστηριοτήτων τους στον τομέα των χορηγήσεων. Οι αυξημένες εκδόσεις τίτλων με κάλυψη δανειακών χαρτοφυλακίων θα εξασφαλίσει τη συνέχιση της αναπτυξιακής πορείας των τραπεζών, αφού μπορεί να λύσει τα προβλήματα της κεφαλαιακής επάρκειας και της αποτελεσματικής χρηματοδότησής τους. Η έκδοση τίτλων βασισμένων σε δάνειά της είναι για να απομακρύνει τα στοιχεία αυτά από το χαρτοφυλάκιό της (ως γνωστόν τα δάνεια μιας τράπεζας είναι απαιτήσεις και εμφανίζονται στο Ενεργητικό της). Αυτό μπορεί να το επιδιώκει, καθώς τα δάνεια εξυπηρετούνται σε μεσομακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, ενώ οι ανάγκες της για ρευστό σε περίπτωση ανάληψης χρημάτων από λογαριασμό καταθέσεων εξυπηρετούνται σε βραχυπρόθεσμο διάστημα. Αυτή η χρονική υστέρηση καθιστά πιθανή μια αδυναμία αποπληρωμής των υποχρεώσεων της τράπεζας σε αναλήψεις από τους πελάτες της και προκειμένου να έχει την απαραίτητη ρευστότητα, αντλεί χρήματα από την πώληση των ομολόγων σε επενδυτές. Έπειτα, αντί να εισπράττει η ίδια τους τόκους των δανείων που έχει μετατρέψει σε τίτλους, οι τόκοι αυτοί προορίζονται υπό τη μορφή τακτικών τοκομεριδίων στους ομολογιούχους επενδυτές. Αυτό που επιτυγχάνει η τράπεζα όμως είναι η άντληση χρημάτων άμεσα, όταν τα χρειάζεται και όχι όταν λήξει το δάνειο. Μπορεί επίσης να επιθυμεί να χρησιμοποιήσει αυτά τα κεφάλαια για μια επένδυση σήμερα.

Ένας επιπρόσθετος λόγος είναι η επίτευξη των χρηματοοικονομικών τους στόχων, με τη χρήση πιο αποτελεσματικών μηχανισμών χρηματοδότησης και χωρίς κίνδυνο

υπερβολικής επέκτασης του ενεργητικού τους σε σχέση με τα ίδια κεφάλαιά τους. Χωρίς, επομένως, τον κίνδυνο μιας ανησυχητικής επιδείνωσης των δεικτών της κεφαλαιακής τους επάρκειας.

Λαμβάνοντας υπόψη την αστάθεια και την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις χρηματιστηριακές αγορές τα τελευταία χρόνια, οι Ελληνικές τράπεζες προσπάθησαν να στηρίξουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια με προσφυγή στις αγορές ομολόγων, με την έκδοση υβριδικών ομολόγων για την προσέλκυση κεφαλαίων 1ης κατηγορίας (Tier I) και ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης για την προσέλκυση κεφαλαίων 2ης κατηγορίας (Tier II). Οι εκδόσεις αυτές συνέβαλαν πράγματι στη βελτίωση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας των Τραπεζών, αλλά το κόστος τους δεν μπορεί να θεωρηθεί ευκαταφρόνητο. Επιπλέον, η χρήση αυτών των μέσων, όπως και των καθαρών μετοχικών εκδόσεων, δεν μπορεί να γίνεται απεριόριστα, παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός αύξησης της αξίας των δανειακών χαρτοφυλακίων των τραπεζών εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλός, αυξάνοντας και τους πιστωτικούς κινδύνους που αναλαμβάνουν οι τράπεζες σε σχέση με τα ίδια κεφάλαιά τους. Προκύπτει, επομένως η ανάγκη για τη χρήση και της μεθόδου της «τιτλοποίησης απαιτήσεων» για να εξασφαλιστεί η απρόσκοπτη αναπτυξιακή πορεία των τραπεζών. Δεδομένου δε ότι το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου των τραπεζών αποτελείται από επιχειρηματικά δάνεια (πολλά από τα οποία είναι ανακυκλούμενων πιστώσεων), συνεπάγεται ότι οι τράπεζες θα πρέπει να προσφύγουν όχι μόνο στις παραδοσιακές μορφές τιτλοποίησης (όπως αυτές της τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων) αλλά και σε πιο σύνθετες μορφές, όπως αυτές της τιτλοποίησης ανακυκλούμενων πιστώσεων (π.χ. επιχειρηματικών δανείων και πιστωτικών καρτών) και της τιτλοποίησης συνθετικής μορφής.¹²

Επιπλέον, η τιτλοποίηση των δανειακών απαιτήσεων των τραπεζών θα αποτελέσει έναν πρόσθετο μοχλό για την ανάπτυξη της εγχώριας αγοράς θεσμικών επενδυτών και ασφαλιστικών εταιρειών, οι οποίοι θα κληθούν να αναλάβουν απευθείας τους πιστωτικούς κινδύνους που ενυπάρχουν στα χαρτοφυλάκια των τραπεζικών δανείων. Άλλωστε η είσοδος θεσμικών επενδυτών αλλά και hedge funds στην αγορά των τιτλοποιημένων απαιτήσεων έχει δώσει σημαντική ενίσχυση στις τιτλοποιήσεις καθώς επιτρέπει τον διαχωρισμό του επενδυτικού ρίσκου, ανάλογα με το προφίλ του επενδυτή.

¹² Alpha Bank Οικονομικό Δελτίο, Τριμηνιαία Έκδοση της Alpha Bank, Μάρτιος 2004, Τεύχος 89

Επιπρόσθετα, η συνεχιζόμενη ανατίμηση του ευρώ ενισχύει τις τοποθετήσεις κεφαλαίων στις ευρωπαϊκές εκδόσεις, αντί των αντίστοιχων αμερικανικών.

Τέλος με δεδομένη την καχυποψία της αγοράς για την πραγματική δανειακή κατάσταση των περισσότερων ευρωπαϊκών κρατών παρατηρείται σαφής προτίμηση προς τις εκδόσεις τιτλοποιημένων ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης αντί των αντίστοιχων κρατικών ομολόγων.¹³

4.2 Οφέλη Τιτλοποίησης για τις Ελληνικές Τράπεζες

Η προώθηση της διαδικασίας τιτλοποίησης του χαρτοφυλακίου των δανειακών απαιτήσεων των Ελληνικών Τραπεζών μπορεί να έχει αξιοσημείωτα οφέλη για τις Τράπεζες, τα οποία συνοψίζονται στα ακόλουθα¹⁴:

Διατήρηση ενός ικανοποιητικού βαθμού κεφαλαιακής επάρκειας παρά τον υψηλό ρυθμό επέκτασης των χορηγήσεων και των άλλων δραστηριοτήτων των τραπεζών. Μια από τις μεγαλύτερες προκλήσεις που αντιμετωπίζουν τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι η διατήρηση μιας ισχυρής κεφαλαιακής βάσης, ικανής να στηρίξει την περαιτέρω επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Η ανάλυση των ιστορικών στοιχείων αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια ορισμένων μεγάλων ελληνικών τραπεζών υποδεικνύει μια καθοδική τάση στον αντίστοιχο δείκτη, εντείνοντας την ανάγκη για ανεύρεση νέων κεφαλαίων. Ωστόσο, οι συνθήκες αβεβαιότητας που επικρατούν στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, καθώς και το κόστος που συνεπάγεται η ανάληψη δανείων μειωμένης εξασφάλισης, συχνά καθιστούν την άντληση κεφαλαίων μέσω παραδοσιακών πηγών δυσχερή και δαπανηρή. Με την τιτλοποίηση απαιτήσεων όμως επιτυγχάνεται εξοικονόμηση κεφαλαίων μέσω της μείωσης του σταθμισμένου ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού των τραπεζών, καθώς το χαρτοφυλάκιο των δανείων που επιλέγεται για τιτλοποίηση (που σταθμίζεται με συντελεστή πιστωτικού κινδύνου 50% ή/και 100%) μεταβιβάζεται στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle) έναντι ρευστών διαθεσίμων (που σταθμίζονται με 0% συντελεστή κινδύνου). Στην τιτλοποίηση συνθετικής μορφής μεταβιβάζεται ο πιστωτικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου αναφοράς πράγμα που κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις,

¹³ www.kathimerini.gr

¹⁴ Alpha Bank Οικονομικό Δελτίο, Τριμηνιαία Έκδοση της Alpha Bank, Μάρτιος 2004, Τεύχος 89

μπορεί να οδηγήσει επίσης σε μείωση του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού.

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων μπορεί να επιφέρει σημαντικά οφέλη, ιδιαίτερα στην περίπτωση που η δομή της συναλλαγής επιτρέπει την απομάκρυνση από τον ισολογισμό του περιουσιακού στοιχείου που τιτλοποιείται. Συγκεκριμένα τα οφέλη περιγράφονται παρακάτω.

Ενίσχυση του βαθμού ρευστότητας του ενεργητικού των τραπεζών, καθώς, στην περίπτωση της τιτλοποίησης σε μετρητά, στοιχεία με σχετικά χαμηλό βαθμό ρευστότητας (το χαρτοφυλάκιο των επιλεγμένων δανείων) μετατρέπονται σε ρευστά διαθέσιμα. Χωρίς τιτλοποίηση, μια τράπεζα που δημιουργεί ένα στεγαστικό δάνειο συνήθως θα κρατούσε το δάνειο αυτό στα βιβλία της, αναγνωρίζοντας το εισόδημα ως πληρωμές που γίνονται με την πάροδο του χρόνου. Για να εισπράξει την αξία του δανείου αμέσως, η τράπεζα μπορεί να πωλήσει ολόκληρο το δάνειο σε ένα άλλο όργανο, αν και αυτό δεν είναι γενικά εφικτό εκτός αν το δάνειο είναι πολύ μεγάλο. Η αποδοτικότερη επιλογή είναι να συγκεντρώσει παρόμοια δάνεια μαζί, όπως συζητήθηκε ανωτέρω, και να τα χρησιμοποιήσει σε μια συναλλαγή τιτλοποίησης.

Δυνατότητα ενίσχυσης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων των Τραπεζών, καθώς η τιτλοποίηση των απαιτήσεων επιτρέπει την πραγματοποίηση υψηλότερου κύκλου εργασιών στον τομέα της προσέλκυσης δανειακών πελατών, την πραγματοποίηση υψηλότερων εσόδων από προμήθειες και την διατήρηση ενός μέρους του περιθωρίου επιτοκίων που προορίζεται για την κάλυψη των πιστωτικών κινδύνων το οποίο μπορεί να καταλογιστεί ως κέρδος της Τράπεζας και μάλιστα άμεσα κατά την έναρξη της περιόδου της τιτλοποίησης. Γενικά, στις περισσότερες περιπτώσεις η τιτλοποίηση επιδιώκει την επίτευξη από την τράπεζα ενός υψηλότερου επιπέδου εσόδων με δεδομένα ίδια κεφάλαια και ενεργητικό, πράγμα που συνεπάγεται βελτίωση ορισμένων δεικτών χρηματοοικονομικής απόδοσης όπως η συνολική αποδοτικότητα (Return On Assets – ROA) και του ROE. Ένας τρόπος να μετρηθεί η αποδοτικότητα της εταιρείας, είναι το ROA που λέει στους αναλυτές πόσα δολάρια κερδίζονται για κάθε δολάριο που επενδύεται σε περιουσιακά στοιχεία. Βγάζοντας ένα περιουσιακό στοιχείο από τον ισολογισμό ενώ ταυτόχρονα αυξάνεται το εισόδημα προκαλεί μια θετική επίπτωση στον ROA και καταδεικνύεται στους επενδυτές μια αποδοτικότερη χρήση του κεφαλαίου. Αφαιρώντας τα δάνεια από τον ισολογισμό μπορεί να χαμηλώσει τις ρυθμιστικές απαιτήσεις κεφαλαίου, ή το ποσό και τον τύπο των κεφαλαίων που

πρέπει να κρατά η τράπεζα στο χαρτοφυλάκιο δανείων της, για να απεικονίσει το χαμηλότερο κίνδυνο.

Αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων των Τραπεζών από τα δανειστικά τους χαρτοφυλάκια, με τη μεταφορά μέρους αυτών των κινδύνων σε θεσμικούς επενδυτές και ασφαλιστικές εταιρείες που είναι περισσότερο εξειδικευμένοι φορείς στην ανάληψη αυτών των κινδύνων. Ειδικότερα, η κατάλληλη επιλογή των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων προς τιτλοποίηση μπορεί να συμβάλλει αποφασιστικά στη μείωση των κινδύνων από την υπερ-συγκέντρωση των χορηγήσεων της Τράπεζας σε ορισμένους πελάτες ή κλάδους και στην καλύτερη διαχείριση των πιστωτικών κινδύνων.

Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού παρέχει εξασφάλιση στους επενδυτές με τον οικονομικό διαχωρισμό των τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων, στην περίπτωση που χρεοκοπήσει η εκχωρούσα επιχείρηση. Ο διαχωρισμός δηλαδή, προστατεύει τις ροές πληρωμών των MBS και ABS από πτώχευση ή αφερεγγυότητα. Συνήθως, η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού κατέχει τις απαιτήσεις ενώ οι οικονομικές καταστάσεις της δεν ενοποιούνται με τις οικονομικές καταστάσεις της εκχωρούσας επιχείρησης. Η Εργον αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα κατάχρησης αυτού του μέσου, καθώς είχε ιδρύσει ένα μεγάλο αριθμό Εταιρειών Ειδικού Σκοπού. Το πλεονέκτημα αυτό της επέτρεπε την ύπαρξη υποχρεώσεων εκτός του Ισολογισμού της, καθώς διαχέονταν στις ποικίλες Εταιρείες. Αποτέλεσμα των ανωτέρω ήταν μεταξύ άλλων και η διάλυση της Ελεγκτικής Εταιρίας Arthur Andersen, ένα σκάνδαλο που συγκλόνισε τη διεθνή λογιστική κοινότητα.

Η τιτλοποίηση προσφέρει περισσότερο αντιπροσωπευτικά προϊόντα στον κάθε επενδυτή μέσω της διαφοροποίησης των όρων των τίτλων. Τα υψηλότερα-εκτιμημένα τιτλοποιημένα όργανα προσφέρουν γενικά υψηλότερες αποδόσεις από τα παρόμοια κυβερνητικά. Το πραγματικό μέγεθος της παραπάνω απόδοσης (ασφαλίστρου κινδύνου) που πληρώνουν οι τίτλοι αυτοί από τους παρόμοιους κυβερνητικούς - θα εξαρτηθεί από την πιστωτική ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων και τη δομή της συναλλαγής. Συνταξιοδοτικά ταμεία - που αποτελούν ένα μεγάλο μέρος της αγοράς για MBS και ABS - δείχνουν πολλή προσοχή σε αυτό το ασφάλιστρο δεδομένου ότι επιδιώκουν μια ευρεία ποικιλία προϊόντων ασφαλούς σταθερού εισοδήματος με ελκυστικές αποδόσεις. Οι ασφαλιστικές εταιρείες, διαχειριστές κεφαλαίων και άλλοι θεσμικοί επενδυτές με ανάγκες για τίτλους σταθερού εισοδήματος με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά γνωρίσματα είναι επίσης μεγάλοι επενδυτές των ABS/MBS. Η δυνατότητα των εκδοτών να διαφοροποιούν τους όρους των τίτλων που

υποστηρίζονται από την ίδια ομάδα περιουσιακών στοιχείων μέσω των διαφορετικών τεχνικών τιτλοποίησης καθιστά επίσης τα MBS και τα ABS ελκυστικά στους επενδυτές. Από μία άποψη, οι εκδότες μπορούν να προσαρμόσουν το κουπόνι, τη λήξη και την προτεραιότητα ενός τίτλου σύμφωνα με ιδιαίτερες ανάγκες του επενδυτή. Αυτή η ευελιξία όχι μόνο ενθαρρύνει το ενδιαφέρον επενδυτών για τα ABS και MBS, αλλά και συμβάλλει σε αποδοτικότερες κεφαλαιαγορές καθώς εξασφαλίζεται η πρόσβαση επενδυτών και διαχειριστών κεφαλαίων σε περισσότερο κατάλληλους τίτλους.

Η τιτλοποίηση μπορεί, επίσης, να αποτελέσει για τις ελληνικές τράπεζες μια ελκυστικότερη πηγή χρηματοδότησης, προσφέροντάς τους τη δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια βάσει της αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου που τιτλοποιείται και που σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται να είναι χαμηλότερος από αυτόν του συνολικού οργανισμού. Η εκχωρούσα επιχείρηση (π.χ. τράπεζα) έχει την τεχνική ικανότητα εκτίμησης του κινδύνου της κάθε απαίτησης. Η δυνατότητα αυτή της επιτρέπει να προσθέτει αξία στο χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων δημιουργώντας ένα χαρτοφυλάκιο με καθορισμένο κίνδυνο. Για το λόγο αυτό παρατηρείται η απόδοση των υπό τιτλοποίηση χαρτοφυλακίων να υπερβαίνουν την απόδοση της αγοράς. Επιπλέον, ένας επενδυτής είναι δυνατό να επενδύσει σε τραπεζικές χορηγήσεις, οι οποίες συνήθως έχουν υψηλότερες αποδόσεις από άλλες μορφές επένδυσης, όπως οι τραπεζικές καταθέσεις.

4.3 Οφέλη Τιτλοποίησης για τις εμπορικές εταιρείες

Από τα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης μπορεί επίσης να ωφεληθεί ένας μεγάλος αριθμός εμπορικών εταιρειών. Στην περίπτωση αυτή τα οφέλη της τιτλοποίησης είναι εμφανή με διάφορους τρόπους.¹⁵

Πιο σημαντικό όφελος είναι η συμβολή της τιτλοποίησης στο χαμηλότερο κόστος δανεισμού και για τους ιδιώτες και για τις εταιρίες. Η ύπαρξη μιας ρευστής δευτερογενούς αγοράς για τις υποθήκες κατοικιών αυξάνει τη διαθεσιμότητα του κεφαλαίου για τη δημιουργία νέων στεγαστικών δανείων. Πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να εισπράξουν την πλήρη αξία των δανείων τους και άμεσα να επανεπενδύσουν τα κεφάλαιά τους υπό μορφή νέων δανείων. Αυτό είναι ένας περισσότερο

¹⁵ <http://news.kathimerini.gr>

αποτελεσματικός τρόπος για να συλλέγουν νέα κεφάλαια στις κεφαλαιαγορές και η αποταμίευση να μεταφερθεί στον οφειλέτη.

Η τιτλοποίηση ενθαρρύνει επίσης την αποδοτική κατανομή των κεφαλαίων διαμέσου της αξιολόγησης των αποφάσεων δανεισμού από τις κεφαλαιαγορές. Τα πιστωτικά ιδρύματα και όσοι άλλοι τιτλοποιούν περιουσιακά στοιχεία εξαρτώνται, φυσικά, από τους επενδυτές. Οι επενδυτές επιδιώκουν ένα κατάλληλο εισόδημα με βάση το επίπεδο κινδύνου. Για παράδειγμα, εάν οι ομάδες περιουσιακών στοιχείων δεν είναι ικανοποιητικής ποιότητας, οι επενδυτές θα απαιτήσουν ένα υψηλότερο επιτόκιο ως αποζημίωση. Στο πιο βασικό επίπεδο της, η τιτλοποίηση είναι η διαδικασία απομόνωσης του κινδύνου και επαναομαδοποίησης για προσφορά στους επενδυτές. Αυτό αυξάνει την αποδοτικότητα στην κεφαλαιαγορά με την αφαίρεση των ενδιάμεσων σταδίων μεταξύ των επενδυτών και του κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Η τιτλοποίηση αναδιανέμει τον κίνδυνο σε πολλά επίπεδα. Με τη μετατόπιση του πιστωτικού κινδύνου του τιτλοποιημένου περιουσιακού στοιχείου οι επενδυτές τίτλων ABS και MBS, τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να μειώσουν τον κίνδυνό τους. Δεδομένου ότι το επίπεδο κινδύνου ενός μεμονωμένου ιδρύματος μειώνεται, σημαίνει και μείωση του συστημικού κινδύνου.

Οι καταναλωτές εκτός από τους αγοραστές κατοικιών ωφελούνται επίσης από τα χαμηλότερα έξοδα δανεισμού.

Επίσης η τιτλοποίηση μπορεί να μειώσει τις δαπάνες χρηματοδότησης. Τα MBS και τα ABS συχνά σχεδιάζονται για να προσφέρουν υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση από ότι η δημιουργός εταιρία θα μπορούσε να προσφέρει για άλλους τύπους τίτλων. Υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση σημαίνει ότι ο τίτλος είναι λιγότερο επικίνδυνος και μεταφράζεται σε χαμηλότερο επιτόκιο για το δημιουργό δεδομένου ότι οι επενδυτές δεν απαιτούν την ίδια αμοιβή κινδύνου. Ο δημιουργός περνά την αποταμίευση προς τον καταναλωτή υπό μορφή χαμηλότερων χρεωστικών επιτοκίων.

Η τιτλοποίηση βοηθά επίσης στη γεωγραφική διασπορά του κεφαλαίου σε περιοχές που ειδάλλως θα στερούνταν τις πιστωτικές επιλογές. Παραδοσιακά, τα πιστωτικά ιδρύματα παρέχουν πίστωση στις περιοχές όπου συλλέγουν καταθέσεις. Με την τιτλοποίηση των δανείων, εντούτοις, ο δανειστής παράγει κεφάλαιο για νέα δάνεια που μπορούν να προέλθουν από διαφορετική τοποθεσία. Αυτός ο σύνδεσμος στις

κεφαλαιαγορές διευρύνει τις περιοχές όπου τα πιστωτικά ιδρύματα συγκεντρώνουν τα κεφάλαια τους για να παρέχουν δάνεια.

Οι εταιρείες που μπορούν κατά κύριο λόγο να επωφεληθούν περισσότερο από την τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι εκείνες που διαθέτουν ένα ευρύ χαρτοφυλάκιο με μεγάλη διασπορά πελατών και χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο. Παραδείγματα περιουσιακών στοιχείων που θα μπορούσαν να τιτλοποιηθούν αποτελούν απαιτήσεις από ασφάλιστρα, τηλεπικοινωνίες και υπηρεσίες λοιπών εταιρειών κοινής ωφελείας, πνευματικά δικαιώματα, νοσήλια και άλλα.

4.5 Τα προβλήματα της Τιτλοποίησης

Έναντι των ανωτέρω ευνοϊκών επιπτώσεων της τιτλοποίησης απαιτήσεων θα πρέπει να αντιπαρατεθούν οι σημαντικές δυσκολίες που πολλές φορές συναντώνται κατά τη διαδικασία υλοποίησης της τιτλοποίησης.¹⁶

Ιδιαίτερα κατά τη μεταβίβαση (πώληση) χαρτοφυλακίων αναφοράς επιχειρηματικών δανείων και ανακυκλούμενων πιστώσεων, τα οποία δεν είναι απόλυτα ομοιογενή μεταξύ τους και δεν τεκμηριώνονται πάντοτε με τυποποιημένες συμβάσεις μεταξύ της τράπεζας και του πελάτη-δανειζόμενου, τα προβλήματα που μπορεί να ανακύψουν είναι πολλά και δύσκολο να ξεπεραστούν. Η δυνατότητα εκτίμησης των μελλοντικών χρηματικών ροών από τα χαρτοφυλάκια ανομοιογενών επιχειρηματικών δανείων είναι σχετικά δύσκολη. Από την άλλη η ανάγκη κάλυψης των συνεπαγόμενων αυξημένων νομικών και πιστωτικών κινδύνων, καθώς και των κινδύνων αγοράς που μπορεί να υπάρχουν, αυξάνει πολλές φορές το κόστος της τιτλοποίησης σε βαθμό που η τελευταία να καθίσταται ασύμφορη, ιδιαίτερα για τράπεζες που έχουν ικανοποιητική πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές.

Ως διαχειριστής των απαιτήσεων, συνήθως ορίζεται ο ίδιος ο μεταβιβάζων, ο οποίος καταθέτει τις σχετικές εισπράξεις σε χωριστό λογαριασμό, κάνοντας μνεία ότι πρόκειται για χωριστή περιουσία. Η δυνατότητα αυτή αξιοποιείται κατά κόρον στην πράξη, δεδομένου ότι η μεταβιβάζουσα εταιρεία (μέχρι στιγμής σε τιτλοποίηση απαιτήσεων τους έχουν προβεί σχεδόν αποκλειστικά Τραπεζικές Ανώνυμες Εταιρείες) είναι αυτή που έρχεται καθημερινά σε επαφή με τους οφειλέτες και πελάτες της και είναι η πλέον

¹⁶ Alpha Bank Οικονομικό Δελτίο, Τριμηνιαία Έκδοση της Alpha Bank, Μάρτιος 2004, Τεύχος 89

κατάλληλη για τη διαχείριση των εν λόγω απαιτήσεων. Συνέπεια αυτού είναι να παρατηρείται συχνά το φαινόμενο ο πελάτης - οφειλέτης να αγνοεί το γεγονός ότι ο δικαιούχος δεν είναι ο αντισυμβαλλόμενός του, αλλά κάποιος τρίτος και καταβάλλει την οφειλή στον μεταβιβάσαντα την απαίτηση, αγνοώντας τα όσα έχουν μεσολαβήσει.

Επιπλέον, η αγορά της τιτλοποίησης άνθισε, χωρίς όμως να συνοδευτεί από παράλληλη οργάνωση μιας δευτερογενούς αγοράς. Μάλιστα, αναπτύχθηκε μια δεύτερη γενιά τιτλοποίησης, που αφορούσε την έκδοση ομολόγων που βασίζονταν σε άλλη ομάδα ομολόγων που βασίζονται σε εκχωρηθέντα δάνεια στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού από τράπεζα (τα ονομαζόμενα CDos). Λόγω του γεγονότος όμως ότι δεν είχε οργανωθεί μια δευτερογενής αγορά, μια αγορά δηλαδή στην οποία θα ήταν δυνατό να διαπραγματευθούν τα εκδοθέντα προσφερόμενα ομόλογα που δεν απορροφούνταν άμεσα από τη ζήτηση, η πρόσφορα έπρεπε να καλύπτει επακριβώς τη ζήτηση. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα, όταν οι εταιρείες ειδικού σκοπού δεν κατόρθωναν να πουλήσουν τα νέα ομόλογα, οι τράπεζες να αναγκάζονται να ξαναγοράσουν τα δάνεια αφού ο κίνδυνος ουσιαστικά παραμένει στις τράπεζες. Πέρα από τις ΗΠΑ και άλλες μεγάλες τράπεζες ανά τον κόσμο επένδυσαν σε τέτοια ομόλογα σε μεγάλο ποσοστό καθώς τις ενδιέφερε η ρευστότητα των αμερικάνικων τραπεζών. Η ευθύνη για αυτό το πρόβλημα οφείλεται στην απληστία των τραπεζών για εύκολη ρευστότητα, στην ανάγκη μείωσης της υποχρέωσής τους σε κεφαλαιακή επάρκεια, καθώς και στους οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που δεν τιμολόγησαν ορθά τα ομόλογα λόγω απουσίας δευτερογενούς αγοράς. Οι τιμολογήσεις των ομολόγων αυτών γίνονταν με μοντέλα υπό την παραδοχή ότι θα υπάρξει άμεσα δευτερογενής αγορά. Επίσης ένα κομμάτι της ευθύνης πέφτει και στις εποπτικές αρχές.

Κεφάλαιο 5

Βαθμός Πιστοληπτικής Ικανότητας

5.1 Βασικές Προϋποθέσεις Τιτλοποίησης - Πιστοληπτική Ικανότητα

Μια από τις βασικές προϋποθέσεις της τιτλοποίησης είναι η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των διαφόρων κατηγοριών τίτλων που εκδίδονται από την Εταιρία Ειδικού Σκοπού. Η πιστοληπτική ικανότητα μάλιστα θα καθορίσει την πώληση των τίτλων στους επενδυτές. Έτσι και προκειμένου να μπορέσουν να πουληθούν σε ανταγωνιστικές τιμές στους θεσμικούς επενδυτές τα ομόλογα που εκδίδει η Εταιρία Ειδικού Σκοπού, θα πρέπει να έχουν αξιολογηθεί από αναγνωρισμένους εξειδικευμένους οίκους μέτρησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Rating Agencies).

Ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας (ΒΠΙ) των ομολόγων που καλύπτονται από το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς προσδιορίζεται από την εκτιμώμενη επάρκεια των χρηματικών ροών που προκύπτουν από το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς για την εξυπηρέτηση (την πληρωμή των τόκων και των χρεολυσίων) των ομολόγων. Αξίζει να σημειωθεί ότι σε πολλές περιπτώσεις ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας ενός μέρους των δανείων του Χαρτοφυλακίου Αναφοράς μπορεί να είναι χαμηλός και να χαρακτηρίζεται «κερδοσκοπικός», ενώ το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς μπορεί να περιέχει και δάνεια με σχετικά υψηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο και προκειμένου να προστατευθεί ο υψηλός βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας ενός μεγάλου μέρους των ομολόγων που εκδίδονται από την Εταιρία Ειδικού Σκοπού, υποβαθμίζονται οι υπόλοιπες σειρές των εκδιδόμενων ομολόγων, ενώ μπορεί να θεσπιστούν και άλλοι τρόποι ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας (credit enhancement). Συγκεκριμένα για όλα τα αξιόγραφα που υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία χρησιμοποιούνται πιστωτικές βελτιώσεις – εσωτερικές και εξωτερικές. Η ποσότητα των απαιτούμενων βελτιώσεων για την απόκτηση μιας συγκεκριμένης αξιολόγησης κάθε κατηγορίας που ανήκει σε ένα Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς, καθορίζεται από την αξιολόγηση του πρακτορείου ύστερα από ανάλυση των εγγυήσεων της δομής.

Σε κάθε περίπτωση η διαδικασία της αξιολόγησης ξεκινάει με την εκτίμηση του μέσου βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας του χαρτοφυλακίου αναφοράς και με την εκτίμηση

του βαθμού διασποράς (σε πόσους οικονομικούς κλάδους κατανέμονται τα δάνεια) αυτού του χαρτοφυλακίου. Οι δύο αυτοί παράμετροι, σε συνδυασμό με τα πρόσθετα μέτρα ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας (credit enhancement), χρησιμοποιούνται στη συνέχεια για τον προσδιορισμό των ποσοστών των διαφόρων σειρών ομολόγων, με διαφορετικούς συνδυασμούς κινδύνου-απόδοσης (rating), που θα εκδοθούν.

5.2 Θέματα που προκύπτουν κατά την εκτίμηση του Βαθμού Πιστοληπτικής Ικανότητας

Στη συνέχεια παρατίθεται η γενική προσέγγιση που ακολουθείται για τον προσδιορισμό του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων που εκδίδονται κατά τη διάρκεια της τιτλοποίησης απαιτήσεων. Υπάρχουν προφανώς διαφορές όσον αφορά την έμφαση που δίδεται στα διάφορα θέματα από τις εταιρείες μέτρησης της πιστοληπτικής ικανότητας.¹⁷

Ανάλυση των χρηματικών ροών που προκύπτουν από το χαρτοφυλάκιο αναφοράς: Προσδιορίζεται η χρονική κατανομή των χρηματικών ροών και εντοπίζονται οι τυχόν ανισορροπίες (mismatch) μεταξύ των εισπράξεων των τόκων και των χρεολυσίων από τα δάνεια του χαρτοφυλακίου αναφοράς και των πληρωμών τόκων και χρεολυσίων στα εκδιδόμενα ομόλογα από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού. Εξετάζεται επίσης και η επίδραση των χρεοκοπιών ή καθυστερήσεων πληρωμών που ενδέχεται να προκύψουν σε κάποια από αυτά τα δάνεια.

Έλεγχος ακραίων καταστάσεων (stress testing): Η διαδικασία ανάδειξης της πιστοληπτικής ικανότητας του χαρτοφυλακίου αναφοράς δίνει έμφαση στην εξέταση της συμπεριφοράς του χαρτοφυλακίου υπό ακραίες συνθήκες όσον αφορά τα ποσοστά χρεοκοπίας, τη χρονική περίοδο στην οποία επέρχεται η χρεοκοπία, καθώς και την περίοδο που απαιτείται για την είσπραξη των απαιτήσεων σε περίπτωση χρεοκοπίας, με στόχο να προσδιοριστεί η δυνατότητα του χαρτοφυλακίου να αποδώσει τις αναγκαίες χρηματικές ροές για την εξυπηρέτηση των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.

¹⁷ Alpha Bank Οικονομικό Δελτίο, Τριμηνιαία Έκδοση της Alpha Bank, Μάρτιος 2004, Τεύχος 89

Ανάλυση των κινδύνων αγοράς όπου υπάρχουν: Εξετάζεται η ενδεχόμενη ύπαρξη σημαντικών αποκλίσεων (mismatch) μεταξύ των διακυμάνσεων των επιτοκίων ή/και των συναλλαγματικών ισοτιμιών στα οποία είναι εκφρασμένα αφενός τα δάνεια στο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς και αφετέρου τα ομόλογα που εκδίδονται από την Εταιρία Ειδικού Σκοπού. Οι αποκλίσεις αυτές μπορεί να επηρεάσουν τις χρηματικές ροές που προκύπτουν από το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς και εκείνες που προκύπτουν για την εξυπηρέτηση των ομολόγων που θα εκδοθούν. Για να αποφευχθούν τυχόν προβλήματα εξαιτίας αυτών των αποκλίσεων, χρησιμοποιούνται πολλές φορές και οι τεχνικές κάλυψης των σχετικών ανοικτών θέσεων στις αγορές παραγώγων για να καλυφθούν οι σχετικοί κίνδυνοι. Η ανάλυση των οίκων μέτρησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Rating agencies) συμπεριλαμβάνει, επομένως, και την αξιολόγηση της πιστωτικής ποιότητας των αντισυμβαλλομένων σε οποιαδήποτε συναλλαγή επί παραγώγων έχει αναληφθεί.

Ανάλυση νομικών κινδύνων: Οι οίκοι μέτρησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Rating Agencies) εξετάζουν τις γνωμοδοτήσεις που υπάρχουν για την σταθερότητα του νομικού πλαισίου που εξασφαλίζει την απομόνωση της Εταιρίας Ειδικού Σκοπού από την τυχόν χρεοκοπία της μεταβιβάζουσας τράπεζας, την αποτελεσματικότητα της μεταφοράς των τίτλων ιδιοκτησίας όσον αφορά τα ενέχυρα με τα οποία υποστηρίζεται το μεταβιβαζόμενο Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς, τη δυνατότητα νομικής επιβολής όσον αφορά την εκτέλεση των συμβάσεων που έχουν υπογραφεί, και μια σειρά άλλα νομικά θέματα που αφορούν το συνολικό πλαίσιο λειτουργίας της διαδικασίας της τιτλοποίησης των απαιτήσεων. Ιδιαίτερη ανάλυση απαιτείται για τη δυνατότητα του ισχύοντος νομικού πλαισίου στις νέες αγορές όσον αφορά την τιτλοποίηση απαιτήσεων, να καλύψει όλες τις νομικές πτυχές της τιτλοποίησης.

Εκτίμηση της δυνατότητας και αποτελεσματικότητας, αλλά και της πιστοληπτικής ικανότητας, του διαχειριστή του χαρτοφυλακίου αναφοράς. Οι οίκοι μέτρησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Rating Agencies) αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα και τη δυνατότητα αποτελεσματικής διαχείρισης του Χαρτοφυλακίου Αναφοράς εκ μέρους της τράπεζας διαχειριστή, την περίοδο μέχρι τη λήξη των ομολόγων που θα εκδοθούν. Οι ανάγκες ενεργού διαχείρισης του χαρτοφυλακίου είναι πολύ μεγαλύτερες στην περίπτωση των Τιτλοποιήσεων με τη χρήση ενός Master Trust (στο οποίο μεταβιβάζεται το Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς).

Έλεγχοι κάλυψης των προϋποθέσεων: Οι έλεγχοι αυτοί είναι σχεδιασμένοι για να εξασφαλίσουν ότι τα προσδιορισμένα επίπεδα υπερ-ενεχυρίσσης ή υπερβάλλοντος

περιθωρίου (spread) διατηρούνται σε όλη τη διάρκεια ζωής των ομολόγων που εκδίδονται κατά την τιτλοποίηση δανειακών χαρτοφυλακίων. Στην περίπτωση που οι ανωτέρω προϋποθέσεις δεν ισχύουν, η πρόωρη εξόφληση των ομολόγων μπορεί να θεωρηθεί αναγκαία.

5.3 Πιστωτικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με την επένδυση σε ένα ABS

Τα ομόλογα που εκδίδονται εκθέτουν τους επενδυτές σε πιστωτικό κίνδυνο. Στην Αμερική οι τρεις εθνικά αναγνωρισμένοι οργανισμοί στατιστικής εκτίμησης αποτιμούν τα ομόλογα αυτά. Στην ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου, και οι τρεις εταιρείες εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας εστιάζουν σε παρόμοιους τομείς ανάλυσης, οι οποίοι αναλύονται παρακάτω.¹⁸

Κίνδυνοι των περιουσιακών στοιχείων

Η αξιολόγηση των κινδύνων των περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνει την ανάλυση της πιστωτικής ποιότητας της εγγύησης. Οι οίκοι εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα εξετάσουν τη δυνατότητα του οφειλέτη να πληρώσει και τη συμμετοχή του δανειζόμενου στο χρέος του περιουσιακού στοιχείου. Το τελευταίο είναι καθοριστικός προσδιοριστικός παράγοντας ως προς το εάν ο δανειζόμενος θα χρεοκοπήσει ή θα πωλήσει το περιουσιακό στοιχείο προκειμένου να αποπληρώσει το δάνειο. Οι οίκοι εκτίμησης θα εξετάσουν την εμπειρία των δημιουργών των δανείων και θα αξιολογήσουν εάν τα δάνεια που υπόκεινται σε μια συγκεκριμένη συναλλαγή έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά με την εμπειρία του εκδότη.

Σύμφωνα με την αρχή της τιτλοποίησης απαιτήσεων ένας μεγάλος αριθμός οφειλετών μιας ομάδας θα μειώσει τον πιστωτικό κίνδυνο μέσω της διαφοροποίησης. Εάν υπάρχουν μερικοί οφειλέτες μέσα στην ομάδα που είναι σημαντικοί σε μέγεθος σε σχέση με την ομάδα αυτό το όφελος διαφοροποίησης μπορεί να χαθεί, με συνέπεια κίνδυνο υψηλότερου επιπέδου. Αυτός ο κίνδυνος καλείται κίνδυνος συγκέντρωσης. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι οίκοι εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας θα θέσουν τα όρια συγκέντρωσης στο ποσό ή το ποσοστό των εισπρακτέων λογαριασμών από οποιοδήποτε οφειλέτη. Εάν το όριο συγκέντρωσης στην έκδοση ξεπερνιέται, η έκδοση θα λάβει μια χαμηλότερη αξιολόγηση φερεγγυότητας σε σχέση με την περίπτωση που

¹⁸ The handbook of financial instruments, ch. 17 Non Real Estate Asset Backed Securities, pg. 428

το όριο συγκέντρωσης δεν ξεπεραστεί. Εάν μετά από την έκδοση το όριο συγκέντρωσης ξεπεραστεί, η έκδοση μπορεί να υποβιβαστεί πιστοληπτικά.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης χρησιμοποιούν τη στατιστική ανάλυση για να εκτιμήσουν την πιθανή απώλεια του επενδυτή σε μια δόση ABS λόγω της απόδοσης της εγγύησης. Οι οίκοι αναλύουν τα διάφορα σενάρια, και τα αποτελέσματα αυτών των σεναρίων μπορούν να καθορίσουν την αναμενόμενη (ή μέση) απώλεια του επενδυτή σε μια δόση και τη μεταβλητότητα της απώλειας.

Δομικοί κίνδυνοι

Η δομή πληρωμής μιας συμφωνίας που υποστηρίζεται από στοιχεία του ενεργητικού μπορεί να είναι είτε *passthrough* είτε *paythrough* δομή. Στην πρώτη περίπτωση απλά υπάρχει μια ανώτερη δόση και η ταμειακή ροή διανέμεται σε αναλογική βάση στους ομολογιούχους. Σε μια δομή *paythrough*, η ανώτερη δόση διαιρείται σε περισσότερες από μια δόσεις και υπάρχουν κανόνες πληρωμής ως προς τον τρόπο με τον οποίο οι ταμειακές ροές από την εγγύηση πρόκειται να διανεμηθούν μεταξύ των ανώτερων δόσεων.

Η απόφαση για το εάν θα χρησιμοποιηθεί μια δομή *passthrough* ή *paythrough* λαμβάνεται από τον εκδότη. Μόλις αυτή ληφθεί, οι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας εξετάζουν το βαθμό στον οποίο η ταμειακή ροή από την εγγύηση μπορεί να ικανοποιήσει όλες τις υποχρεώσεις των ομολόγων (ABS). Η ταμειακή ροή της υποκείμενης εγγύησης είναι ο τόκος και το κεφάλαιο. Οι ταμειακές ροές που πρέπει να γίνουν είναι οι τόκοι και το κεφάλαιο στους επενδυτές, οι αμοιβές εξυπηρέτησης των δανείων, και οποιεσδήποτε άλλες δαπάνες για τις οποίες ο εκδότης είναι υπεύθυνος. Οι οίκοι εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας αναλύουν τη δομή για να εξετάσουν εάν οι ταμειακές ροές της εγγύησης ταιριάζουν με τις πληρωμές που πρέπει να γίνουν για να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις του εκδότη. Αυτό απαιτεί ότι οι οίκοι εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας κάνουν υποθέσεις σχετικά με τις απώλειες και τις καθυστερήσεις πληρωμών και εξετάζουν διάφορα σενάρια με διαφορετικά επιτόκια αφού λάβουν υπόψη τις πιστωτικές βελτιώσεις.

Όταν εξετάζεται η δομή, οι οίκοι εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα εξετάσουν: (1) την κατανομή απώλειας (πώς οι απώλειες θα διατεθούν στις δόσεις της δομής), (2) την κατανομή της ταμειακής ροής (δηλ σε μια δομή *paythrough* ποιοι είναι οι κύριοι κανόνες για τη διανομή κεφαλαίου και τόκου), (3) τη διαφορά επιτοκίου μεταξύ του τόκου που κερδίζεται στην εγγύηση και του τόκου που πληρώνεται στις δόσεις συν την

αμοιβή εξυπηρέτησης (servicing fees), (4) την πιθανότητα έλευσης ενός γεγονότος που θα προκαλέσει την άμεση αποπληρωμή ενός δανείου, και (5) το πώς οι πιστωτικές βελτιώσεις μπορούν να αλλάξουν με την πάροδο του χρόνου.

Νομική δομή

Μια εταιρία που εκδίδει ένα ομόλογο επιδιώκει η αξιολόγηση του τίτλου που εκδίδει να είναι υψηλότερη από τη δική της εταιρική αξιολόγηση. Αυτό επιτυγχάνεται με τη χρησιμοποίηση των υποκείμενων δανείων ως εγγύηση για το ομόλογο (χρεόγραφο) που θα εκδοθεί παρά την πίστωση του εκδότη. Εντούτοις, η εταιρική οντότητα (δηλ ο πωλητής της εγγύησης) διατηρεί κάποιο ποσοστό στην εγγύηση. Παραδείγματος χάριν, η εταιρική οντότητα μπορεί να διατηρήσει μια δευτερεύουσα κατηγορία. Επειδή η εταιρική οντότητα διατηρεί ένα ποσοστό ιδιοκτησίας, οι οίκοι εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας θέλουν να βεβαιωθούν ότι μια στην περίπτωση πτώχευσης της εταιρικής οντότητας οι εκδότες των πιστώσεων δε θα έχουν πρόσβαση στην εγγύηση. Υπάρχει δηλαδή ανησυχία για το ότι στην περίπτωση χρεοκοπίας οι ταμειακές ροές της εγγύησης ή η ίδια η επιβοηθητική εγγύηση θα επανακατευθυνθούν από τους κατόχους των ομολόγων στους πιστωτές της εταιρικής οντότητας.

Προκειμένου να λυθεί αυτό το πρόβλημα, δημιουργείται μια εταιρία ειδικού σκοπού (SPV). Συνεπώς ο εκδότης του ομολόγου το οποίο υποστηρίζεται από στοιχεία του ενεργητικού είναι η εταιρία ειδικού σκοπού. Σε κάθε περίπτωση η παροχή νομικών συμβουλών είναι αναγκαία αν ο πωλητής της εγγύησης πτωχεύσει. Η εταιρία ειδικού σκοπού ιδρύεται ως θυγατρική του πωλητή της εγγύησης. Αν και είναι θυγατρική εταιρεία, δημιουργείται κατά τέτοιο τρόπο ώστε να αντιμετωπίζεται ως τρίτη οντότητα σχετικά με τον πωλητή της εγγύησης. Η εγγύηση πωλείται στην εταιρία ειδικού σκοπού, η οποία, στη συνέχεια, μεταπωλεί την εγγύηση σε ένα θεματοφύλακα (Trust). Ο θεματοφύλακας κρατά την εγγύηση εξ ονόματος των επενδυτών. Η εταιρία ειδικού σκοπού κρατά τον τόκο του πωλητή της εγγύησης.

Κεφάλαιο 6

Βασικές Κατηγορίες Τιτλοποίησης

6.1 Asset Backed Securities

Μια σημαντική κατηγορία τιτλοποίησης, με έντονη αύξηση μεγεθών τα τελευταία έτη, είναι τα Asset Backed Securities, αξιόγραφα με εγγύηση περιουσιακά στοιχεία. Τα ABS όπως κοινώς λέγονται, αποτελούν ουσιαστικά ομόλογα, τα οποία βασίζονται σε διάφορες κατηγορίες επενδύσεων ή τραπεζικών απαιτήσεων όπως στεγαστικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες, συμβάσεις leasing, καταναλωτικά δάνεια, ασφαλιστήρια και δημιουργούν ταμειακές ροές για την πληρωμή των κατόχων των αξιόγραφων που προέρχονται από τα υποκείμενα δάνεια ή τους εισπρακτέους λογαριασμούς.

Η μεγάλη επιτυχία αυτών των ομολόγων οφείλεται στο γεγονός ότι οι πωλητές των απαιτήσεων αποκτούν σημαντική ρευστότητα, ο εκδότης επιτυγχάνει χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης, αλλά και ο επενδυτής – αγοραστής αυτού του ομολόγου απολαμβάνει υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με ένα κοινό ομόλογο. Η αγορά των ABS λειτουργεί όπως έχουμε ήδη πει με απλό αλλά αποτελεσματικό τρόπο. Για τη δημιουργία ενός ABS, είναι σημαντικό οι πληρωμές που υπόσχονται οι απαιτήσεις να είναι σχετικά προβλέψιμες.

Ένα fund, μία μεγάλη επενδυτική τράπεζα ή ένας πιστωτικός οργανισμός ουσιαστικά αποφασίζει την αγορά ενός συγκεκριμένου τύπου απαιτήσεων, π.χ. στεγαστικά δάνεια 15ετούς διάρκειας αξίας πολλών εκατομμυρίων δολαρίων από διαφορετικούς εκδότες, τράπεζες και γενικά χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Το fund αγοράζει πολλές απαιτήσεις αυτής της συγκεκριμένης κατηγορίας τις οποίες ενοποιεί, δημιουργώντας τελικά ένα τεράστιο επενδυτικό προϊόν με πολλούς συμμετέχοντες, βασισμένο σε στεγαστικά δάνεια 15ετούς διάρκειας στο παράδειγμα μας. Βάσει του ποσού που έχει συλλέξει, δημιουργεί ένα ομόλογο 15ετούς διάρκειας, του οποίου οι πληρωμές βασίζονται στις πληρωμές (ταμειακές ροές στην πραγματικότητα) που δημιουργούν τα στεγαστικά δάνεια.

Με αυτόν τον τρόπο, τα στεγαστικά δάνεια, επενδυτικό προϊόν με ελάχιστη ρευστότητα, αποκτούν σημαντική ρευστότητα αφού γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δευτερογενείς αγορές ομολόγων. Ο εκδότης του ομολόγου δίδει ρευστότητα στις τράπεζες που έχουν στην κατοχή τους τα δάνεια. Ωστόσο, οι απαιτήσεις εξαγοράζονται με σημαντικό όμως discount, αφού ο εκδότης προπληρώνει την αξία των δανείων και έπειτα μπορεί να «υποσχεθεί» υψηλές απολαβές στους κατόχους αυτών των ειδικών ομολόγων. Αγοράζοντας ένα μεγάλο αριθμό απαιτήσεων από διαφορετικούς κατόχους πετυχαίνει ταυτόχρονα σημαντική διαφοροποίηση του κινδύνου, μείωση του κόστους λόγω οικονομιών κλίμακας, οπότε μπορεί να πετύχει υψηλές αποδόσεις με μικρό ουσιαστικά ρίσκο. Άλλωστε, οι εκδόσεις ABS μετά την έκδοσή τους παρακολουθούνται από τους πιο έγκυρους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, όπως η Moody's, η Standard & Poors και η Fitch και διαθέτουν υψηλές αξιολογήσεις, που σε πολλές περιπτώσεις ξεπερνούν τις διαβαθμίσεις των εταιρικών ομολόγων.

Μια από τις πιο υποσχόμενες αγορές ABS στο εξωτερικό είναι τα συμβόλαια ασφάλισης, τόσο για φυσικές καταστροφές, όσο και οι ασφάλειες ζωής των ιδιωτών. Τα δύο παραπάνω είδη απαιτήσεων μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως βάση για τη δημιουργία ενός ειδικού ομολόγου με υψηλές αποδόσεις και σχετικά χαμηλό κίνδυνο, αφού τα ειδικά χαρακτηριστικά αυτών των συμβολαίων είναι ιδανικά για τη δημιουργία ενός ABS.¹⁹

6.2 Mortgage Backed Securities

Μια παραλλαγή της προηγούμενης κατηγορίας είναι τα ενυπόθηκα αξιόγραφα Mortgage Backed Securities (τιτλοποιημένα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια) ή όπως αλλιώς λέγονται MBS. Τα MBS αναφέρονται σε ένα ABS που δημιουργείται από μια ομάδα ενυπόθηκων δανείων και αφορούν ιδιοκτησία ακίνητης περιουσίας. Ενώ τεχνικά η αγορά των MBS είναι μέρος της αγοράς των ABS, στις Ηνωμένες Πολιτείες οι δύο αγορές αναφέρονται ως ξεχωριστές. Υπάρχουν πολλά προϊόντα βραχυπρόθεσμου σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου στην αγορά αυτή που εμπίπτουν στην περιοχή της αγοράς χρήματος.²⁰

¹⁹ Capital gr (http://62.1.2.133/tools/view_printer.asp?ID=106574)

²⁰ The Handbook of Financial Instruments, ch 14, Agency Mortgage – Backed Securities , pg.331

6.2.1. Mortgage Passthrough Securities

Τα passthroughs ήταν μια καινοτομία στη δευτερογενή αγορά ενυπόθηκων δανείων. Η αγορά των ολόκληρων δανείων, έπασχε από έλλειψη ρευστότητας. Αυτό παρουσίασε έναν κίνδυνο για τους δανειστές ενυπόθηκων δανείων που δεν θα μπορούσαν να βρουν αγοραστές εάν ήθελαν να πωλήσουν τα χαρτοφυλάκια δανείων τους γρήγορα και σε μια αποδεκτή τιμή. Η διατήρηση των δανείων επίσης σήμαινε έκθεση σε κίνδυνο αύξησης του επιτοκίου, που θα μπορούσε να οδηγήσει τον δανειστή σε υψηλότερο κόστος από όφελος. Αλλά η ανταλλαγή ολόκληρου δανείου σήμανε ένα σύνολο λεπτομερειών και γραφειοκρατίας που καταντούσε το εγχείρημα σχετικά δαπανηρό. Τα MBS το άλλαξαν αυτό. Με το συνδυασμό παρόμοιων δανείων σε ομάδες, τα κυβερνητικά πρακτορεία είναι σε θέση να περάσουν τις πληρωμές υποθηκών κατευθείαν στους κατόχους ή στους επενδυτές πιστοποιητικών. Αυτή η αλλαγή κατέστησε τη δευτερογενή αγορά υποθηκών ελκυστικότερη στους επενδυτές και τους δανειστές. Οι επενδυτές είχαν τώρα ένα προϊόν με υψηλή ρευστότητα και οι δανειστές είχαν την επιλογή να κυλήσουν οποιοδήποτε κίνδυνο επιτοκίου που συνδέεται με τις υποθήκες μακριά από τους ισολογισμούς τους.

Ένα mortgage passthrough είναι ένα MBS όπου οι ταμειακές ροές από την υποκείμενη ομάδα στεγαστικών δανείων διανέμονται στους κατόχους σε μια αναλογική βάση. Για παράδειγμα, αν υπάρχουν X πιστοποιητικά που εκδόθηκαν από μια ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, τότε ο κάτοχος ενός πιστοποιητικού δικαιούται το $1/X$ των ταμειακών ροών από την ομάδα των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Οι ταμειακές ροές για τον κάτοχο του πιστοποιητικού εξαρτώνται από τις ταμειακές ροές των υποκείμενων στεγαστικών δανείων: μηνιαίες πληρωμές στεγαστικών δανείων που αντιπροσωπεύουν τον τόκο, την προγραμματισμένη αποπληρωμή του κεφαλαίου και κάθε είδους προπληρωμή.

Οι πληρωμές γίνονται στους κατόχους των αξιόγραφων κάθε μήνα. Όμως, ούτε η ποσότητα, ούτε η επιλογή του χρόνου των ταμειακών ροών από την ομάδα των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων είναι πανομοιότυπες με εκείνες των ταμειακών ροών προς τους επενδυτές. Οι μηνιαίες ταμειακές ροές για ένα passthrough είναι λιγότερες από τις μηνιαίες ταμειακές ροές των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων κατά ένα ποσό ίσο με την αμοιβή για το διαχειριστικό κόστος των δανείων ή άλλων αποζημιώσεων. Οι άλλες αποζημιώσεις είναι εκείνες που χρεώνονται από τον εκδότη ή

τον εγγυητή του passthrough για την παροχή εγγύησης στον εκδότη. Το κουπόνι ενός passthrough είναι μικρότερο από το επιτόκιο του ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου κατά την αμοιβή της παροχής της υπηρεσίας και της εγγύησης.

Όλα τα στεγαστικά δάνεια που συμπεριλαμβάνονται σε μια ομάδα ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων που τιτλοποιείται δεν έχουν ούτε την ίδια λήξη ούτε και την ίδια τιμή. Συνεπώς, για να περιγραφεί ένα passthrough αξιόγραφο, καθορίζεται μια σταθμισμένη μέση τιμή κουπονιού και μια σταθμισμένη μέση λήξη. Η σταθμισμένη μέση τιμή κουπονιού (WAC) βρίσκεται σταθμίζοντας το επιτόκιο του κάθε ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου στην ομάδα με την αξία του ενυπόθηκου δανείου σε σχέση με τη συνολική αξία των στεγαστικών δανείων. Η σταθμισμένη μέση λήξη (WAM) βρίσκεται σταθμίζοντας τον υπολειπόμενο αριθμό μηνών ως την λήξη για κάθε ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο στην ομάδα με την αξία των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων.

6.2.2 Agency Mortgage Passthrough Securities

Υπάρχουν τρία κυβερνητικά πρακτορεία που εκδίδουν passthrough αξιόγραφα. Αυτά είναι οι: Government National Mortgage Association, Federal National Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation. Το πρώτο είναι ένα ομοσπονδιακό κυβερνητικό πρακτορείο. Τα δυο επόμενα είναι κυβερνητικά χρηματοδοτούμενες εταιρείες.

Στο Government National Mortgage Association (ή αλλιώς “Ginnie Mae”) τα passthrough καλύπτονται με εγγύηση πλήρους πίστης από την Αμερικανική κυβέρνηση. Για το λόγο αυτό τα passthrough από την Ginnie Mae θεωρούνται χαμηλού κινδύνου σε όρους πιστωτικού κινδύνου, όπως τα treasury αξιόγραφα. Τα αξιόγραφα που έχουν εγγύηση από τη Ginnie Mae ονομάζονται Mortgage Backed Securities (MBS). Όλα τα Ginnie Mae MBS είναι εγγυημένα αναφορικά με την έγκαιρη πληρωμή τόκων και κεφαλαίου, που σημαίνει τόκοι και κεφάλαιο θα πληρώνονται όταν οφείλονται ακόμη και αν κάποιος από τους δανειολήπτες δεν καταφέρει να πληρώσει κάποια από τις μηνιαίες δόσεις του ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου. Μόνο τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια που καλύπτονται με ασφάλεια ή με εγγύηση είτε από το Federal Housing Administration, είτε από το the Veterans Administration είτε από το Rural Housing Service, μπορούν να συμπεριληφθούν σε μια ομάδα από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια που παρέχονται ως εγγύηση από τη Ginnie Mae. Το μέγιστο όριο μεγέθους δανείων καθορίζεται από το κογκρέσο και βασίζεται στο μέγιστο όριο που οι

FHA, VA και RHS μπορούν να εγγυηθούν. Το μέγιστο όριο για ένα δάνειο διαφοροποιείται μέσα στην περιφέρεια της χώρας και στον τύπο της κατοικημένης περιοχής.

Τα passthrough αξιόγραφα που εκδίδονται από τη Federal National mortgage Association (ή αλλιώς Fannie Mae) ονομάζονται mortgage backed securities (MBSs). Αν και μια εγγύηση από την Fannie Mae δεν είναι μια εγγύηση από την κυβέρνηση οι περισσότεροι συμμετέχοντες θεωρούν τα MBS από την Fannie Mae ως όμοια, αν και όχι πανομοιότυπα σε πιστωτική αξία με τα Ginnie Mae passthrough. Όλα τα MBS της Fannie Mae διατηρούν την εγγύηση των έγκαιρων πληρωμών τόσο του κεφαλαίου όσο και των τόκων.

Το Federal Home Loan Mortgage (ή αλλιώς Freddie Mac) είναι μια εταιρεία που χρηματοδοτείται από την κυβέρνηση και εκδίδει ένα passthrough αξιόγραφο που ονομάζεται participation certificate (PC). Όπως με τα MBS από την Fannie Mae η εγγύηση της Freddie Mac δεν είναι μια εγγύηση από την αμερικανική κυβέρνηση, αλλά οι περισσότεροι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούν τα PC της Freddie Mac ως όμοια αν και όχι πανομοιότυπα σε πιστωτική αξία με τα Ginnie Mae passthrough. Η Freddie Mac έχει εκδώσει PC με διαφορετικά είδη εγγύησης. Οι παλιότεροι τύποι PC που εκδόθηκαν από τη Freddie Mac εγγυώνται την έγκαιρη πληρωμή των τόκων. Σήμερα, η Freddie Mac εκδίδει PC σύμφωνα με το «Χρυσό Πρόγραμμα» βάση του οποίου η έγκαιρη πληρωμή τόσο των τόκων όσο και του κεφαλαίου είναι εγγυημένες.

6.2.3 Collateralized mortgage Obligations

Τώρα θα δούμε πως ένα mortgage passthrough αξιόγραφο που υποστηρίζεται από στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου με μεγάλη σταθμισμένη μέση λήξη (WAM) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη δημιουργία μιας δομής που ονομάζεται collateralized mortgage obligation (CMO). Πρόκειται για μια περισσότερο περίπλοκη δομή από τα pass-through, τα οποία επανακατευθύνουν τις ταμειακές ροές της ομάδας των δανείων για να δημιουργήσουν τίτλους με διαφορετικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα. Οι δύο κατηγορίες ομολόγων που μπορούν να δημιουργηθούν μέσα σε μια δομή είναι η κατηγορία ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου και η κατηγορία ομολόγων σταθερού επιτοκίου με μικρό μέσο όρο ζωής.

Βασικές Αρχές των CMO

Επενδύοντας σε ένα mortgage passthrough security ένας επενδυτής εκτίθεται σε ένα κίνδυνο προπληρωμής. Όπως είναι γνωστό, ο κίνδυνος προπληρωμής μπορεί να διαχωριστεί στον κίνδυνο επέκτασης και στον κίνδυνο συστολής. Κάποιοι επενδυτές μπορεί να ανησυχούν για τον κίνδυνο επέκτασης, ενώ κάποιοι άλλοι για τον κίνδυνο συστολής όταν επενδύουν σε ένα passthrough. Συνήθως ένας επενδυτής είναι πρόθυμος να αποδεχτεί τον έναν τύπο κινδύνου προπληρωμής αλλά αναζητά να αποφύγει τον άλλο. Ο κύριος στόχος των CMOs είναι να αντιμετωπίσουν το κίνδυνο πρόωρων πληρωμών. Ο κίνδυνος των πρόωρων πληρωμών για τους επενδυτές των MBS είναι η απροσδόκητη επιστροφή του κεφαλαίου από τους καταναλωτές που αναχρηματοδοτούν τα ενυπόθηκα δάνεια τους που εγγυώνται τους τίτλους. Οι ιδιοκτήτες κατοικιών είναι πιθανότερο να αναχρηματοδοτήσουν τα ενυπόθηκα δάνεια όταν πέφτουν τα επιτόκια. Δεδομένου ότι αυτό μεταφράζεται σε προπληρωμές του κεφαλαίου των MBS, οι επενδυτές αναγκάζονται συχνά να επανεπενδύσουν το επιστρεφόμενο κεφάλαιο με χαμηλότερη απόδοση. Για παράδειγμα, ένας διαχειριστής κεφαλαίων μπορεί να αναζητά ένα βραχυπρόθεσμο αξιόγραφο και να ανησυχεί για τον κίνδυνο επέκτασης. Ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου που αναζητά ένα μακροπρόθεσμο αξιόγραφο και θέλει να αποφύγει την επανεπένδυση απρόσμενης προπληρωμής του κεφαλαίου λόγω του ότι η αναχρηματοδότηση των στεγαστικών δανείων θα οδηγούσε στην πτώση του επιτοκίου που προσδιορίζει τον τόκο, που συνδέεται με τον κίνδυνο συστολής.

Τα αξιόγραφα που δημιουργούνται έχουν διαφορετική έκθεση στον κίνδυνο προπληρωμής αναλόγως του τρόπου με τον οποίο οι ταμειακές ροές των αξιόγραφων passthrough διαμοιράζονται στις διάφορες κατηγορίες ομολόγων. Όταν οι ταμειακές ροές των προϊόντων που σχετίζονται με τα στεγαστικά δάνεια αναδιανέμονται στις διάφορες κατηγορίες ομολόγων, τα αξιόγραφα που προκύπτουν ονομάζονται CMOs. Τα CMOs θέτουν περαιτέρω κανόνες για την κατανομή των ταμειακών ροών ανάμεσα στις κατηγορίες ομολόγων.

Τα CMOs πλέον μπορούν να εκδοθούν σε διάφορες κατηγορίες (tranches) οι οποίες προσαρμόζουν την προτίμηση των επενδυτών αναλόγως του κινδύνου προπληρωμής που θέλουν να αναλάβουν. Τα CMO μπορεί να περιλαμβάνουν και μέχρι 50 διαφορετικές κατηγορίες οι οποίες διαφέρουν και στον συνολικό κίνδυνο. Οι επενδυτές στην κατώτερη κατηγορία σε περίπτωση αθέτησης των δανείων από πλευράς των δανειστών θα πρέπει να απορροφήσουν την απώλεια πρώτοι.

Η βασική αρχή είναι ότι προωθώντας τις ταμειακές ροές (κεφάλαιο και τόκο) στις διάφορες κατηγορίες ομολόγων (tranches) αμβλύνονται τα διάφορα είδη κινδύνου προπληρωμής. Δεν είναι ποτέ δυνατό να εξαιρεθεί ο κίνδυνος προπληρωμών. Αν μια κατηγορία στη δομή του CMO έχει μικρότερο κίνδυνο προπληρωμής από ένα mortgage passthrough αξιόγραφο που είναι εχέγγυο για τη δομή, έπειτα μια άλλη κατηγορία στην ίδια δομή έχει μεγαλύτερο κίνδυνο προπληρωμής από το εχέγγυο.

6.2.4 Agency Collateralized Mortgage Obligations

Οι εκδότες των CMOs είναι οι ίδιες τρεις οντότητες που εκδίδουν τα passthrough αξιόγραφα: Freddie Mac, Fannie Mae και Ginnie Mae. Όμως οι Freddie Mac και Fannie Mae χρησιμοποιούν τα Ginnie Mae passthrough ως εχέγγυα για τα δικά τους CMOs. Τα CMOs εκδίδονται από καθεμία από αυτές τις οντότητες που αναφέρονται ως πρακτορεία CMOs.

Όταν δημιουργείται ένα πρακτορείο CMO, δομείται με τέτοιο τρόπο ώστε ακόμη και κάτω από τις χειρότερες συνθήκες που αφορούν τις προπληρωμές, οι τόκοι και το κεφάλαιο να είναι επαρκής ώστε να καλύπτουν τη δέσμευση σε τόκους κάθε δόση (tranche) και να αποπληρώνουν την αξία της κάθε δόσης (tranche). Συμπερασματικά ο πιστωτικός κίνδυνος του πρακτορείου CMO είναι μικρός. Όμως, η εγγύηση μιας επιχείρησης που εποπτεύεται από την κυβέρνηση δεν έχει την πλήρη πίστη από την αμερικάνικη κυβέρνηση. Τα CMO των Freddie Mac και Fannie Mae που δημιουργούνται από τα passthrough της Ginnie Mae καλύπτονται αποτελεσματικά με πλήρη πίστη από την αμερικάνικη κυβέρνηση.

Κεφάλαιο 7

Τιτλοποίηση άλλων στοιχείων του ενεργητικού

7.1 Εισαγωγή

Ενώ τα ενυπόθηκα δάνεια είναι τα πιο συνηθισμένα στοιχεία ενεργητικού που τιτλοποιούνται, αξιόγραφα που υποστηρίζονται από άλλα στοιχεία του ενεργητικού (καταναλωτικά και επιχειρηματικά δάνεια, λογαριασμοί εισπρακτέοι) τιτλοποιούνται επίσης. Σε αυτό το κεφάλαιο συζητάμε τα διάφορα προϊόντα που τιτλοποιούνται με υποστήριξη άλλων στοιχείων του ενεργητικού.

Ακριβώς όπως με τα CMOs, δομές με πολλαπλές κατηγορίες μπορούν να δημιουργηθούν από ομάδα δανείων ή λογαριασμών εισπρακτέων για να δημιουργήσουν βραχυπρόθεσμες κατηγορίες μέσης χρονικής διάρκειας. Αξιόγραφα με κυμαινόμενο επιτόκιο που υποστηρίζονται από στοιχεία του ενεργητικού τυπικά δημιουργούνται όταν η υποκείμενη ομάδα δανείων ή εισπρακτέων λογαριασμών πληρώνει ένα κυμαινόμενο επιτόκιο. Πιο συνηθισμένα είναι τα αξιόγραφα που υποστηρίζονται από λογαριασμούς εισπρακτέους πιστωτικών καρτών, λογαριασμούς καταναλωτικών δανείων, φοιτητικά δάνεια, δάνεια σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, και γενικότερα λογαριασμούς εισπρακτέους. Ακόμη και τα δάνεια σταθερού επιτοκίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δημιουργήσουν δομές που να έχουν μια ή περισσότερες κατηγορίες.

7.2 ABS Πιστωτικών Καρτών

Οι τίτλοι που υποστηρίζονται από πιστωτικές κάρτες²¹ (ABS πιστωτικών καρτών) έχουν τεθεί σε κυκλοφορία στην αγορά από το 1987. Με την πάροδο των χρόνων, έχουν μετατραπεί στο μεγαλύτερο τομέα στην αγορά ABS με τη μεγαλύτερη ρευστότητα. Η μέση ετήσια έκδοση νέων τίτλων που υποστηρίζονται από πιστωτικές κάρτες το 1995 ήταν περίπου \$46 δισεκατομμύρια, με αιχμή το 2001 όπου το ύψος τους έφθασε τα

²¹ The handbook of Financial Instruments, ch. 18, Credit Card ABS, pg 449

\$58,2 δισεκατομμύρια. Λόγω της ρευστότητας, της διαφάνειας, και της σχετικά υψηλής πιστωτικής ποιότητας, τα ABS πιστωτικών καρτών έχουν γίνει ασφαλής επένδυση σε περιόδους προβλημάτων για εκείνους που επενδύουν σε ABS. Πράγματι, οι επενδυτές που κάνουν για πρώτη φορά χρήση των ABS, συνήθως επενδύουν στις πιστωτικές κάρτες πριν επιλέξουν ανάμεσα σε άλλους τίτλους που υποστηρίζονται από άλλα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία.

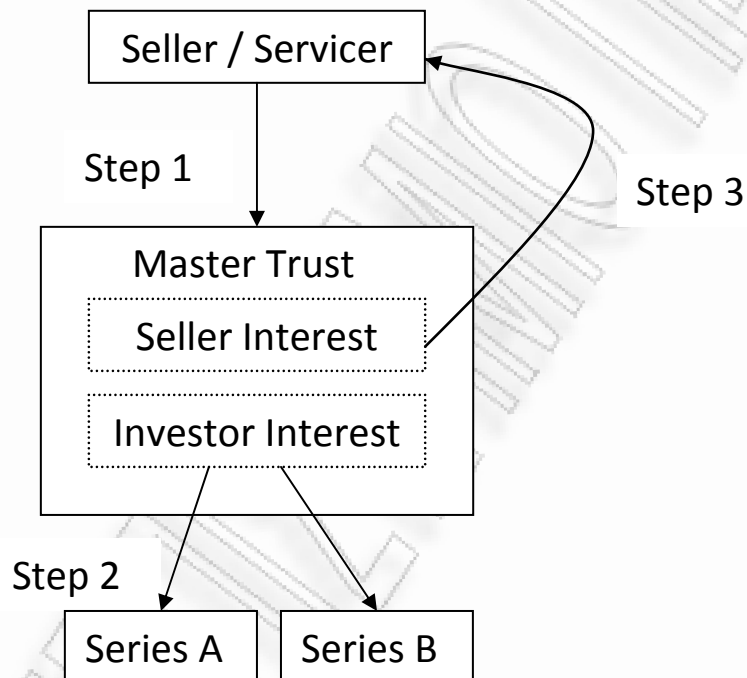
Ο αριθμός των τίτλων ABS πιστωτικών καρτών είναι αντίστοιχος με την αύξηση της αγοράς πιστωτικών καρτών συνολικά, καθώς οι καταναλωτές στηρίζονται στις πιστωτικές κάρτες ως τρόπο πληρωμής για ένα ευρύ σύνολο αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και ως μέσο πίστωσης. Παρακάτω, συνοψίζονται τα βασικά δομικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα της τιτλοποίησης των πιστωτικών καρτών και γίνεται μια επισκόπηση της αγοράς των ABS πιστωτικών καρτών.

7.2.1 Τιτλοποίηση λογαριασμών εισπρακτέων των πιστωτικών καρτών

Οι πρόωρες τιτλοποιήσεις πιστωτικών καρτών προς το τέλος της δεκαετίας του '80 εκτελέσθηκαν ως μέσο διαφοροποίησης των πηγών χρηματοδότησης για τις τράπεζες που δραστηριοποιούνταν στην αγορά πιστωτικών καρτών. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ο τραπεζικός τομέας αντιμετώπισε την επιβολή αυστηρότερων κανόνων από τους ρυθμιστές. Η τιτλοποίηση βοήθησε ώστε να ανταποκριθούν στους νέους κανόνες που επιβάλλουν τη μείωση του ενεργητικού στους ισολογισμούς ώστε να βελτιωθούν οι αναλογίες του κεφαλαίου. Η τιτλοποίηση που γίνεται από τράπεζες εξειδικευμένες στις πιστωτικές κάρτες έχει σκοπό να εισαχθούν στην αγορά και να αναπτυχθούν γρήγορα χωρίς να αναγκαστούν να στηριχθούν σε μεγάλο βαθμό στους λογαριασμούς καταθέσεων πελατών ως πηγή χρηματοδότησης. Τέτοιες εξειδικευμένες τράπεζες, όπως η MBNA, η First USA, και η Capital One, ήταν σε θέση να έχουν πρόσβαση στις πιστωτικές αγορές άμεσα και να επιτύχουν τη χρηματοδότηση δαπανών που ήταν συγκρίσιμες με καθιερωμένους εκδότες καρτών. Ένα μεγάλο μέρος του αυξανόμενου ανταγωνισμού και της καινοτομίας στην αγορά πιστωτικών καρτών που έγινε αισθητή κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 μπορεί να αποδοθεί σε αυτές τις τράπεζες, οι οποίες δεν θα μπορούσαν να έχουν αυξηθεί τόσο γρήγορα όσο χρειάστηκαν χωρίς τα οφέλη που παρέχονται από την τιτλοποίηση.

Βασική δομή του θεματοφύλακα

Η δομή που χρησιμοποιήθηκε για την τιτλοποίηση των πιστωτικών καρτών έως το 1991 ήταν ένας αυτόνομος θεματοφύλακας που διαμορφώθηκε με μια αφιερωμένη ομάδα λογαριασμών πιστωτικών καρτών και εισπρακτέων λογαριασμών που παράγονται από τους λογαριασμούς. Κάθε τιτλοποίηση απαιτεί έναν νέο θεματοφύλακα και μια νέα ομάδα εγγυήσεων. Από το 1991, ο εκδότης πιστωτικών καρτών καθιερώνει τον κύριο θεματοφύλακα (master trust) που μπορεί να δεχτεί πολυάριθμες προσθήκες λογαριασμών και εισπρακτέων λογαριασμών και να εκδώσει πρόσθετους τίτλους. Όλοι οι τίτλοι που εκδίδονται από τον κύριο θεματοφύλακα υποστηρίζονται από ταμειακές ροές όλων των εισπρακτέων λογαριασμών που συμβάλλουν σε αυτό. Η ομάδα εγγυήσεων δεν είναι διαχωρισμένη για να υποστηρίξει



Step 1: receivables from designated accounts are transferred to the master trust

Step 2: prorated share of charge-offs and cash flows are allocated to investors

Step 3: prorated share of charge-offs and cash flows are allocated to the seller

Σχήμα IV. Basic Master Trust

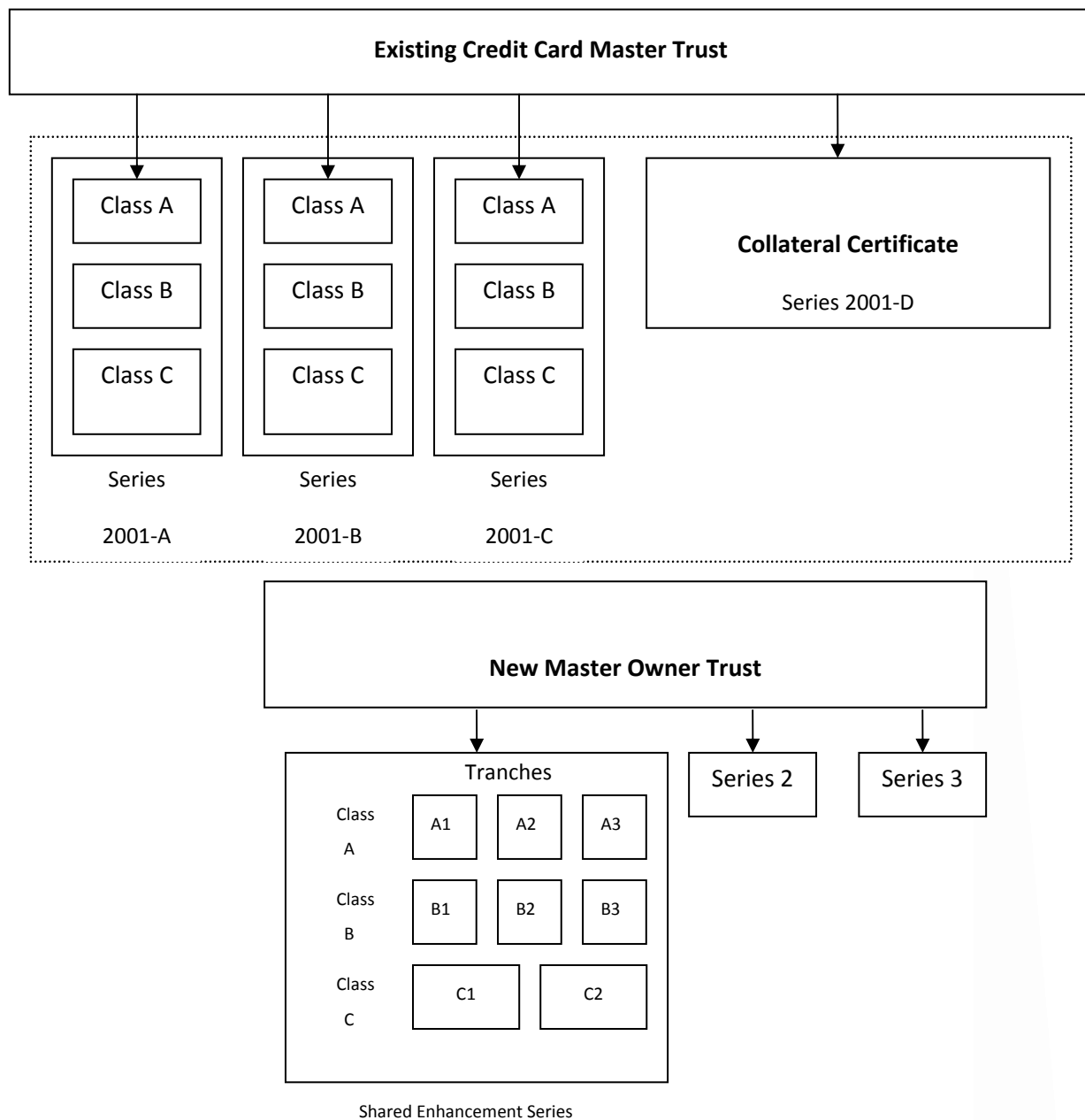
οποιοσδήποτε μεμονωμένους τίτλους.

Για τον εκδότη πιστωτικών καρτών, αυτή η δομή μειώνει τις δαπάνες και παρέχει μεγαλύτερη ευελιξία επειδή δεν χρειάζεται να δημιουργηθεί ένας νέος θεματοφύλακας ο οποίος θα χρησιμοποιεί ένα μοναδικό σύνολο λογαριασμών για κάθε πρόσθετο τίτλο που εκδίδεται. Από την πλευρά των επενδυτών, η εκτίμηση της πιστωτικής ποιότητας των νέων εκδόσεων απαιτεί λιγότερη προσπάθεια καθώς υπάρχει μόνο μια ομάδα εγγύησης για αξιολόγηση. Δεδομένου ότι η ομάδα εγγυήσεων αυξάνεται, διαφοροποιείται περισσότερο. Ενώ τα χαρακτηριστικά της ομάδας εγγυήσεων μπορούν να αλλάξουν με την πάροδο του χρόνου λόγω αλλαγών στα επιτόκια, τα κριτήρια ασφάλισης, ή αλλού, οποιαδήποτε αλλαγή στον κύριο θεματοφύλακα θα ήταν βαθμιαία σε σχέση με τις διαφορές στις μόνες ομάδες.

Κύριες δομές θεματοφύλακα ιδιοκτητών

Η σημερινή κατάσταση στις δομές πιστωτικών καρτών έχει εξελιχθεί από το 2000 σε δομή κύριου θεματοφύλακα (master note trust) ή δομή θεματοφύλακα ιδιοκτητών (master owner trust - MOT). Οι τίτλοι που εκδίδονται από το MOT υποστηρίζονται από μια επιπρόσθετη ομάδα εισπρακτέων λογαριασμών πιστωτικών καρτών, ενώ δεν επηρεάζεται η πιστωτική ανάλυση της υποκείμενης ομάδας. Εντούτοις, υπάρχουν σημαντικές δομικές διαφορές από προηγούμενες εκδόσεις ABS πιστωτικών καρτών

που χρησιμοποιούν την προηγούμενη τεχνολογία κύριου θεματοφύλακα.



Σχήμα V. Master Owner Trust Structure

Οι εκδότες ABS πιστωτικών καρτών μπορούν να προτιμήσουν τη δομή MOT για διάφορους λόγους. Κατ' αρχάς, οι δομές MOT μπορούν να ενσωματώσουν την ευελιξία παρόμοια με αυτήν ενός εταιρικού προγράμματος βραχυπρόθεσμου τίτλου (medium-term-note). Παραδείγματος χάριν, διαφορετικές κατηγορίες μιας σειράς μπορούν να εκδοθούν σε διαφορετικές στιγμές, σε ποικίλα μεγέθη, και με διαφορετικά προγράμματα λήξης. Η ευελιξία αυτού του είδους επιτρέπει στον εκδότη να είναι ελαστικός όσον αφορά το συγχρονισμό της αγοράς μιας νέας έκδοσης, και να προσαρμόσει τους

τίτλους ώστε να απευθύνεται σε μια βάση επενδυτών. Αυτά τα χαρακτηριστικά του MOT αναφέρονται μερικές φορές ως «από-συνδεμένη» (de-linked) δομή έκδοσης επειδή οι τίτλοι AAA μπορούν να εκδοθούν χωριστά από τους A ή BBB εκτιμημένους τίτλους που παρέχουν πιστωτική βελτίωση για ανώτερες εκδόσεις. Τα περισσότερα ABS πιστωτικών καρτών που εκδόθηκαν πρόσφατα σε ενιαία σειρά με τις ανώτερες και τις κατώτερες κατηγορίες που εκδόθηκαν ταυτόχρονα έχουν την ίδια λήξη. Οι κατώτερες τάξεις υποστηρίζουν μόνο τις ανώτερες τάξεις με τις οποίες εκδόθηκαν.

Στη MOT δομή, όλες οι κατώτερες εκκρεμής κατηγορίες υποστηρίζουν όλες τις ανώτερες εκκρεμής κατηγορίες. Αυτό είναι γνωστό ως «κοινή σειρά βελτιώσεων» (προηγούμενο έκθεμα). Οι ανώτεροι τίτλοι μπορούν να εκδοθούν μόνο μέχρι το σημείο που υπάρχει ένα ικανοποιητικό ποσό κατώτερων εκδόσεων ήδη σημαντικών. Παραδείγματος χάριν, προκειμένου να εκδοθεί η τάξη Γ εκδόσεων, πρέπει να υπάρξει ένα ικανοποιητικό ποσό εκκρεμών εκδόσεων τάξης Γ για να τους υποστηρίξει. Το «ικανοποιητικό ποσό» είναι το ποσό που καθορίζεται από τους οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας για να παρέχει πιστωτική βελτίωση που θα διατηρήσει τις επιθυμητές αξιολογήσεις στις εκδόσεις.

Στη συνέχεια, για την έκδοση τίτλων τάξης A πρέπει να υπάρξει η κατάλληλη ποσότητα εκδόσεων τάξης B και τάξης Γ. Οι κατώτερες εκδόσεις επιτρέπεται να έχουν διαφορετική ημερομηνία λήξης από τις εκδόσεις της τάξης A. Εάν μια τάξη εκκρεμών εκδόσεων λήξει πριν από την ανώτερη τάξη, τότε πρέπει να εκδοθεί ένας αντικαταστάτης κατώτερων εκδόσεων πριν από τη λήξη της υπάρχουσας κατώτερης έκδοσης. Μέχρι το σημείο που μια έκδοση αντικατάστασης δεν εκδοθεί πριν τη λήξη της έκδοσης, οι κύριες συλλογές θα κατατεθούν σε έναν λογαριασμό που θα χρησιμοποιηθεί για να υποστηρίξει τις ανώτερες. Κατά συνέπεια, οι ανώτερες εκδόσεις θα έχουν πάντα το απαραίτητο εναπομένον ποσό πιστωτικής βελτίωσης. Οι ανώτερες εκδόσεις ωφελούνται από την υπαγωγή μέχρι και την περίληψη του απαραίτητου ποσού. Δεν έχουν το όφελος της κατώτερης έκδοσης που εκδίδονται παραπάνω από το απαιτούμενο ποσό. Ακόμα κι αν η από-συνδεμένη σειρά εκδοθεί, άλλοι τίτλοι εκδίδονται από τον MOT, μπορούν ακόμα να δομηθούν για να επιτρέψουν την έκδοση ABS πιστωτικών καρτών σε μια ενιαία σειρά με «συνδεμένες» κατώτερες κατηγορίες που δεν παρέχουν την κοινή βελτίωση (κλασικό ABS πιστωτικών καρτών). Οι τάξεις 2 και οι τάξεις 3 στο παραπάνω έκθεμα απεικονίζουν ένα τέτοιο σενάριο.

Ένας άλλος λόγος που υποστηρίζει τη δομή MOT είναι ότι οι εκδότες μπορούν να επεκτείνουν την πιθανή βάση επενδυτών τους με τη δόμηση των τίτλων που εκδίδονται

ως ομόλογα παρά ως πιστοποιητικά passthrough. Με το να το κάνουν αυτό, όλες οι τάξεις μιας σειράς που εκδίδεται, συμπεριλαμβανομένων των κατώτερων τάξεων, μπορούν να επιτύχουν την εκλεξιμότητα ERISA. Αυτό το χαρακτηριστικό γνώρισμα είναι σημαντικό επειδή ποσά σύνταξης, μια σημαντική πηγή σταθερού εισοδήματος χρηματοδοτήσεων επενδυτών, μπορεί μόνο να αγοράσει τους τίτλους που πληρούν τις οδηγίες ERISA. Κατά αυτόν τον τρόπο, η συνολική βάση επενδυτών ABS πιστωτικών καρτών επεκτείνεται, ειδικά για τους κατώτερους δεσμούς όπου η ρευστότητα έχει καθυστερήσει τις ανώτερες κατηγορίες. Επιπρόσθετα στην επέκταση της βάσης επενδυτών, η ευελιξία στη δομή MOT επιτρέπει την καλύτερη και εγκυρότερη εκτέλεση της έκδοσης αντίστροφης-διερεύνησης.

Επιτόκιο επενδυτών/Επιτόκιο πωλητών

Οι κύριοι θεματοφύλακες πιστωτικών καρτών διανέμουν τις ταμειακές ροές μεταξύ των επενδυτών ABS και του εκδότη πιστωτικών καρτών. Το «επιτόκιο επενδυτών» είναι απλά η κύρια οφειλή στους επενδυτές των ABS. Το «επιτόκιο πωλητών» είναι ένα υπολειπόμενο επιτόκιο ιδιοκτησίας που ο εκδότης πιστωτικών καρτών απαιτείται να διατηρήσει. Αυτό το επιτόκιο πωλητών ευθυγραμμίζει τα κίνητρα του πωλητή με αυτά των επενδυτών επειδή έχει μια αξίωση passu pari στις ταμειακές ροές. Το ελάχιστο απαιτούμενο επιτόκιο πωλητών για τους περισσότερους κύριους θεματοφύλακες τείνει να έχει εύρος 4% έως 7% των εκκρεμών εισπρακτέων λογαριασμών. Το επιτόκιο πωλητών για έναν κύριο θεματοφύλακα είναι πιθανό να είναι υψηλότερο στην πράξη, σε μερικές περιπτώσεις πολύ υψηλότερο, από το ελάχιστο. Για το παράδειγμα, το μέσο επιτόκιο πωλητών για θεματοφύλακες που περιλαμβάνονται στη Banc One Capital Markets Credit Card Performance Index τείνει να έχει εύρος 20% έως 25%. Το πραγματικό επίπεδο επιτοκίου πωλητών θα οδηγηθεί από τη στρατηγική του εκδότη όσον αφορά στη χρήση τιτλοποίησης για τις ανάγκες χρηματοδότησής του.

Το επιτόκιο πωλητών απορροφά τις εποχιακές διακυμάνσεις στο ποσό των υποκείμενων εισπρακτέων λογαριασμών, και οι διατιθέμενες διαλύσεις από τα επιστρεφόμενα εμπορεύματα και τους μη εκλέξιμους εισπρακτέους λογαριασμούς. Το επιτόκιο πωλητών δεν παρέχει πιστωτικές βελτιώσεις για τα ABS. Οι πιστωτικές βελτιώσεις για τα ABS, που συζητήθηκαν περισσότερο προηγουμένως, παρέχονται από τους υπαγόμενους τίτλους, οι οποίοι είναι μέρος του επιτοκίου επενδυτών, ή με άλλο τρόπο παρέχονται για τη δομή της σειράς.

Δεδομένου ότι η επιχείρηση έκδοσης πιστωτικών καρτών αναπτύσσεται, οι λογαριασμοί που ικανοποιούν τα κριτήρια εκλεξιμότητας μπορούν να προστεθούν σε

έναν κύριο θεματοφύλακα. Η προσθήκη ενός λογαριασμού κανονικά απαιτεί την έγκριση του οίκου πιστοληπτικής ικανότητας εκτός αν είναι σχετικά μικρό το ποσοστό της τρέχουσας ισορροπίας (συνήθως 10% με 15%). Οι πωλητές υποχρεώνονται να προσθέσουν λογαριασμούς εάν το επιτόκιο πωλητών μειώνεται κάτω από το απαραίτητο κατώτατο επίπεδο. Εάν ο πωλητής είναι ανίκανος να προσθέσει λογαριασμούς στο θεματοφύλακα, προκαλείται μια πρόωρη απόσβεση και οι επενδυτές αρχίζουν να λαμβάνουν τις κύριες πληρωμές αμέσως. Ο κίνδυνος πρόωρης απόσβεσης δίνει στον πωλητή ένα ισχυρό κίνητρο για να κρατήσει το επιτόκιο του πωλητή επάνω από το κατώτατο επίπεδο.

7.3 Ανασκόπηση των διάφορων μη – κινητών περιουσιακών στοιχείων ABS

Ο αριθμός των μη-κινητών περιουσιακών στοιχείων που τιτλοποιούνται συνεχίζει να αυξάνεται. Κατωτέρω παρουσιάζουμε μερικούς τύπους περιουσιακών στοιχείων που τιτλοποιούνται.

7.3.1 Τίτλοι που υποστηρίζονται από δάνεια αυτοκινήτων

Οι τίτλοι που υποστηρίζονται από δάνεια αυτοκινήτων αντιπροσωπεύουν έναν από τους παλαιότερους και πιο γνωστούς τομείς της αγοράς ABS. Ένας παράγοντας κλειδί στην ελκυστικότητα των τίτλων ABS που υποστηρίζονται από δάνεια αυτοκινήτων είναι η ιστορικά ισχυρή πιστωτική ποιότητα της υποκείμενης εγγύησης. Από τους πιο ενεργούς τομείς στο χώρο των ABS - αυτοκίνητα, πιστωτικές κάρτες, δάνεια στεγαστικής πίστης - τα αυτοκίνητα θεωρούνται γενικά ότι έχουν την ισχυρότερη πιστωτική ποιότητα (δηλαδή προτού να γίνουν οι πιστωτικές βελτιώσεις όλοι οι ανώτεροι τίτλοι λαμβάνουν αξιολόγηση 3 A κατά μήκος των τομέων).

Τα ABS αυτοκινήτων εκδίδονται από τις θυγατρικές των κατασκευαστών αυτοκινήτων (εγχώριων και ξένων), τις εμπορικές τράπεζες και τις ανεξάρτητες επιχειρήσεις χρηματοδότησης και μικρούς οργανισμούς που ειδικεύονται στα δάνεια αυτοκινήτων.

Η αγορά δανείων αυτοκινήτων έχει παραδοσιακά παίξει κύριο ρόλο στην αγορά των ABS, αντιπροσωπεύοντας το 16% της συνολικής αγοράς. Από το 1999 έχει υπάρξει εκρηκτική ανάπτυξη σε αυτόν τον τομέα που αποδίδεται κατά ένα μεγάλο μέρος στη «πρωταρχική αγορά» - συγκεκριμένα, στα δάνεια που δημιουργούνται από τις τρεις μεγάλες εταιρείες αυτοκινήτων. Άλλα μέρη του κύριου τομέα δανείων αυτοκινήτων

έχουν επίσης ισχυρές αυξήσεις, με τις ιαπωνικές επιχειρήσεις χρηματοδότησης να ανοίγουν το δρόμο.

Τα κύρια δάνεια αυτοκινήτων είναι υψηλής πιστωτικής ποιότητας για τους ακόλουθους λόγους. Κατ' αρχάς, είναι μια εξασφαλισμένη μορφή δανεισμού (οι πιστωτικές κάρτες είναι ακάλυπτος δανεισμός). Δεύτερον, αρχίζουν να ξεπληρώνουν το κεφάλαιο αμέσως μέσω αποσβέσεων (οι πιστωτικές κάρτες απαιτούν μόνο μια ελάχιστη πληρωμή). Τρίτον, είναι βραχυπρόθεσμης φύσης. Τέλος, για το μεγαλύτερο μέρος, σημαντικοί εκδότες των δανείων αυτοκινήτων τείνουν να ακολουθούν συνετά πρότυπα ασφάλισης.

7.3.2 Τίτλοι που υποστηρίζονται από σπουδαστικά δάνεια

Τα σπουδαστικά δάνεια χορηγούνται για να καλύψουν το κόστος κολλεγίων (προπτυχιακά, πτυχιακά, και επαγγελματικά προγράμματα) και την εκπαίδευση για ευρύ φάσμα επαγγελματικών και εμπορικών σχολών. Οι τίτλοι που υποστηρίζονται από τα σπουδαστικά δάνεια αναφέρονται γενικά ως SLABS (τίτλοι που υποστηρίζονται από σπουδαστικά δάνεια).

Τα σπουδαστικά δάνεια που συνήθως τιτλοποιούνται είναι εκείνα που δημιουργούνται στο πλαίσιο του ομοσπονδιακού προγράμματος δανείων οικογενειακής εκπαίδευσης (FFELP). Στο πλαίσιο αυτού του προγράμματος, η κυβέρνηση χορηγεί τα δάνεια στους σπουδαστές μέσω των ιδιωτών δανειστών. Η απόφαση από τους ιδιώτες δανειστές να χορηγηθεί ένα δάνειο σε έναν σπουδαστή δεν βασίζεται στη δυνατότητα του υποψηφίου να αποπληρώσει το δάνειο. Εάν υπάρξει μη αποπληρωμή ενός δανείου αν και το δάνειο έχει εξυπηρετηθεί κατάλληλα ως εκείνη τη στιγμή, η κυβέρνηση θα εγγυηθεί μέχρι και το 98% του κεφαλαίου συν το δεδουλευμένο τόκο.

Τα δάνεια που δεν είναι μέρος ενός προγράμματος κυβερνητικής εγγύησης αποκαλούνται εναλλακτικά δάνεια. Αυτά τα δάνεια είναι τα βασικά καταναλωτικά δάνεια, και η απόφαση του δανειστή να χορηγήσει ένα εναλλακτικό δάνειο θα βασιστεί στη δυνατότητα του υποψηφίου να αποπληρώσει το δάνειο. Τα εναλλακτικά δάνεια επίσης τιτλοποιούνται.

Το κογκρέσο δημιούργησε την Fannie Mae και Freddie Mae για να παρέχει ρευστότητα στην αγορά ενυπόθηκων δανείων. Το κογκρέσο δημιούργησε την ένωση σπουδαστικών δανείων (Sallie Mae), ως χρηματοδοτούμενη από την κυβέρνηση επιχείρηση, για να αγοράσει τα δάνεια σπουδαστών στη δευτερογενή αγορά και να τιτλοποιήσει ομάδες σπουδαστικών δανείων. Ο Sallie Mae είναι ο σημαντικότερος

εκδότης SLABS, και οι εκδόσεις τους αντιμετωπίζονται ως εκδόσεις συγκριτικής μέτρησης επιδόσεων. Άλλες οντότητες που εκδίδουν τα SLABS είναι είτε παραδοσιακές εταιρικές οντότητες είτε μη κερδοσκοπικές.

7.3.3 Τίτλοι που υποστηρίζονται SBA δάνεια

Η διοίκηση μικρών επιχειρήσεων (SBA) είναι πρακτορείο της Αμερικάνικης κυβέρνησης που εξουσιοδοτείται να εγγυηθεί τα δάνεια που χορηγούνται από τους εγκεκριμένους δανειστές SBA σε καταρτισμένους οφειλέτες. Τα δάνεια υποστηρίζονται με πλήρη πίστη από την Αμερικάνικη κυβέρνηση. Τα περισσότερα δάνεια SBA είναι μεταβλητού επιτοκίου δάνεια όπου το επιτόκιο αναφοράς είναι το επίσημο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το επιτόκιο του δανείου επαναπροσδιορίζεται μηνιαίως στις αρχές του μήνα ή τριμηνιαίως στις αρχές του Ιανουαρίου, του Απριλίου, του Ιουλίου, και του Οκτωβρίου. Οι κανονισμοί SBA διευκρινίζουν το μέγιστο επιτρεπόμενο κουπόνι στη δευτερογενή αγορά. Τα πρόσφατα δημιουργημένα δάνεια έχουν λήξη μεταξύ 5 και 25 ετών.

Ο νόμος βελτίωσης της δευτερογενούς αγοράς μικρών επιχειρήσεων που πέρασε το 1984 επέτρεψε τη συγκέντρωση των δανείων SBA. Όταν συγκεντρώνονται, τα υποκείμενα δάνεια πρέπει να έχουν παρόμοιους όρους και χαρακτηριστικά γνωρίσματα. Η λήξη των δανείων που χρησιμοποιείται χαρακτηριστικά για τη συγκέντρωση των δανείων είναι 7, 10, 15, 20, και 25 έτη. Τα δάνεια χωρίς όριο (without caps) δεν ομαδοποιούνται με τα δάνεια που έχουν καλύμματα.

Τα περισσότερα μεταβλητού επιτοκίου δάνεια SBA δημιουργούν τις μηνιαίες πληρωμές που αποτελούνται από την αποπληρωμή του κεφαλαίου και του τόκου. Το ποσό της μηνιαίας πληρωμής για ένα μεμονωμένο δάνειο καθορίζεται ως εξής. Λαμβάνεται υπόψη ο τύπος κουπονιών του επίσημου προεξοφλητικού επιτοκίου συν το αναφερόμενο περιθώριο του δανείου, και καθορίζεται το επιτόκιο για κάθε δάνειο. Λαμβάνοντας υπόψη το επιτόκιο, ένας πίνακας τοκοχρεωλυτικών δόσεων καθορίζεται. Αυτός ο πίνακας δόσεων πληρώνεται έως ότου επαναπροσδιορισθεί το επιτόκιο του κουπονιού.

Οι προκαταβολές πληρωμής για τους τίτλους που υποστηρίζονται από SBS μετριοούνται από την άποψη CPR. Οι εθελοντικές προπληρωμές μπορούν να γίνουν από τον οφειλέτη χωρίς οποιαδήποτε ποινική ρήτρα. Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που συμβάλλουν στην ταχύτητα προπληρωμής μιας ομάδας δανείων SBA. Ένας

παράγοντας που έχει επιπτώσεις στις προπληρωμές είναι η ημερομηνία λήξης του δανείου. Έχει διαπιστωθεί ότι οι γρηγορότερες ταχύτητες στα δάνεια SBA στις ομάδες εμφανίζονται για τις σύντομες λήξεις. Ο σκοπός του δανείου έχει επιπτώσεις επίσης στις προπληρωμές. Υπάρχουν δάνεια που χορηγούνται ως κεφάλαια κίνησης και δάνεια για χρηματοδότηση ή απόκτηση ακίνητων περιουσιακών στοιχείων. Έχει παρατηρηθεί ότι οι ομάδες SBA με λήξη στα 10 έτη ή λιγότερο γίνονται για κεφάλαιο κίνησης οι σκοποί τείνουν να προπληρώνονται με γρηγορότερη ταχύτητα. Αντίθετα, τα δάνεια που υποστηρίζονται από ακίνητη περιουσία και έχουν μακροχρόνια λήξη τείνουν να προπληρώνονται με αργή ταχύτητα. Με όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, οι ομάδες που έχουν δάνεια με κάλυψη της πληρωμής τείνουν να προπληρώνονται πιο αργά από τις ομάδες δανείων που δεν έχουν κάλυψη πληρωμής.

7.3.4 ABS αεροσκαφών

Η χρηματοδότηση αεροσκαφών έχει εξελιχθεί κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών. Άρχισε κυρίως με τη χρηματοδότηση τραπεζών, κατόπιν κινήθηκε προς τα πιστοποιητικά εξοπλισμού θεματοφυλάκων equipment trust certificates (ETCs), κατόπιν προς βελτιωμένα ETCs (EETCs), και τελικά προς τα ABS αεροσκαφών. Σήμερα, και EETCs και τα ABS αεροσκαφών χρησιμοποιούνται ευρέως.

Τα EETCs είναι εταιρικά ομόλογα που μοιράζονται μερικά από τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα των δομημένων προϊόντων, όπως πιστωτικές κατηγορίες (credit tranching) και λειτουργίες ρευστότητας (liquidity facilities). Τα ABS των αεροσκαφών διαφέρουν από τα EETCs στο ότι δεν είναι εταιρικά ομόλογα, που υποστηρίζονται από τις μισθώσεις στις διάφορες αερογραμμές αλλά δεσμεύονται σε μια ενιαία αερογραμμή. Η αξιολόγηση των ABS αεροσκαφών βασίζεται στις ταμειακές ροές από την ομάδα μίσθωσης αεροσκαφών ή δανείων και την αξία των εχεγγύων του αεροσκάφους, όχι στην αξιολόγηση των αερογραμμών που μισθώνονται.

Ένα από τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά που διακρίνουν τα ABS αεροσκαφών από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης αεροσκαφών είναι η διαφοροποίησή τους. Τα ETCs και EETCs χρηματοδοτούν τα αεροσκάφη από μια ενιαία αερογραμμή. Ένα ABS αεροσκαφών υποστηρίζεται συνήθως από μισθώσεις διαφορετικών αερογραμμών, που βρίσκονται σε διάφορες χώρες και διαθέτουν ποικίλους τύπους αεροσκαφών. Αυτή η διαφοροποίηση είναι ένα σημαντικό θέλγητρο για τους επενδυτές. Στην ουσία, επενδύουν σε ένα χαρτοφυλάκιο αερογραμμών και τύπων αεροσκαφών παρά σε μια ενιαία αερογραμμή - όπως στην περίπτωση ενός εταιρικού ομολόγου αερογραμμών. Η διαφοροποίηση τους επίσης έγκειται σε ένα από τα κύρια κριτήρια που οι οίκοι

εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας αναζητούν σε μια τιτλοποίηση αεροσκαφών. Όσο μεγαλύτερη η διαφοροποίηση, τόσο υψηλότερη η πιστωτική αξιολόγηση, με όλα τα άλλα σταθερά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 8

Νομοθετικό Πλαίσιο

8.1 Εισαγωγή

Στην Ελλάδα, το ζήτημα της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων ρυθμίζεται από το άρθρο 10 του ν. 3156/2003, το άρθρο 11 του ίδιου νόμου το οποίο αναφέρεται ειδικά στην τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα και θα πρέπει να διακρίνεται από την τιτλοποίηση του ν. 2801/2000, όπως αυτός ισχύει σήμερα και ρυθμίζει αποκλειστικά την τιτλοποίηση απαιτήσεων του Δημοσίου (χωρίς πάντως να αποκλείεται η τιτλοποίηση απαιτήσεων του Δημοσίου με βάση το ν. 3156/2003). Ο νόμος παρατίθεται στο τέλος της εργασίας (Παράρτημα Ι).

Το νομοσχέδιο εναρμονίζει ουσιαστικά το νομικό καθεστώς στην Ελλάδα με αυτό που ισχύει στις χώρες-μέλη της ευρωζώνης για την έκδοση ομολογιακού δανείου, την τιτλοποίηση απαιτήσεων, καθώς και των απαιτήσεων που ζητούνται από ακίνητα. Ταυτοχρόνως με τη σημαντική βοήθεια που παρέχει στις ελληνικές επιχειρήσεις δίδεται η δυνατότητα στους Έλληνες (και ξένους φυσικά) μικροεπενδυτές και στην αποταμίευση γενικότερα μιας εναλλακτικής και αποδοτικότερης επένδυσης σε ομόλογα εγχώριων εταιρειών.

8.2 Άρθρο 10 – Τιτλοποίηση Απαιτήσεων

Σύμφωνα με το Νόμο 3156/2003, και ειδικότερα το άρθρο 10 το οποίο ασχολείται με την τιτλοποίηση, ως τιτλοποίηση απαιτήσεων ορίζεται η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογίων οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων.

Ο «μεταβιβάζων» είναι ένας έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα.

Ο «αποκτών» είναι το νομικό πρόσωπο ή νομικά πρόσωπα τα οποία έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίησή τους. Συνήθως έχει τη νομική μορφή εταιρείας που στη γλώσσα της τιτλοποίησης ονομάζεται Εταιρεία Εδικού Σκοπού και προς την οποία μεταβιβάζονται λόγω πώλησης οι επιχειρηματικές απαιτήσεις. Ο αποκτών ή Εταιρεία Εδικού Σκοπού είναι και ο εκδότης των ομολογιών.

Η «ιδιωτική τοποθέτηση» περιλαμβάνει τη διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα. Στην ιδιωτική τοποθέτηση μπορούν να μετέχουν αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα, αλλά εξαιρούνται τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί οι οποίοι δεν μπορούν να μετέχουν ούτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού αν εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία και να διέπεται από τις διατάξεις του νόμου για την τιτλοποίηση και συμπληρωματικά από τις διατάξεις του νόμου περί ανωνύμων εταιρειών. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εδρεύει στην Ελλάδα και οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτέες στην Ελλάδα, τα πρόσωπα στα οποία ανατίθεται η διαχείριση πρέπει να έχουν εγκατάσταση στην Ελλάδα. Σε περίπτωση υποκατάστασης του διαχειριστή, ο υποκατάστατος ευθύνεται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον με τον διαχειριστή. Ο διαχειριστής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων υποχρεούται να καταθέτει, αμέσως με την είσπραξη τους, το προϊόν των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, υποχρεωτικά σε χωριστή έντοκη κατάθεση που τηρείται στον ίδιο, εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, διαφορετικά σε πιστωτικό ίδρυμα που δραστηριοποιείται στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Στην κατάθεση γίνεται ειδική μνεία ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία διακριτή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο κατατίθεται. Κάθε εμπράγματη ασφάλεια που παρέχεται για λογαριασμό των ομολογιούχων, τα κεφάλαια, που εισπράττει ο διαχειριστής για λογαριασμό τους ή οι κινητές αξίες που κατατίθενται σε αυτόν, δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από τον ίδιο ή τους δανειστές του ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού αποφασίζει για την έκδοση και το είδος των ομολογιών. Ειδικότερα καθορίζει λεπτομέρειες που αφορούν στον αριθμό και τη συνολική ονομαστική αξία των ομολογιών που πρόκειται να εκδοθούν, τον τρόπο και την προθεσμία διάθεσης τους, τον τρόπο καθορισμού της τιμής διάθεσης τους, το πρόσωπο που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, καθώς και τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Η ονομαστική αξία κάθε ομολογίας πρέπει να είναι τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ, ενώ οι ομολογίες αξιολογούνται πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό το οποίο πρέπει να χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade).

Στους σκοπούς της τιτλοποίησης περιλαμβάνονται, ενδεικτικώς, η άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την απόκτηση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, η έκδοση και διάθεση των ομολογιών, η εξόφληση αυτών και των πάσης φύσεως δανείων, πιστώσεων και λοιπών συμβάσεων, όπως ορίζεται στους όρους των σχετικών συμβάσεων και το πρόγραμμα του δανείου. Επίσης, η εταιρεία ειδικού σκοπού, για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, καθώς και για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, μπορεί να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις, περιλαμβανομένων και συμβάσεων χρηματοοικονομικών παραγώγων.

Οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται με σκοπό την τιτλοποίηση μπορεί να είναι απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου, ακόμη και των καταναλωτών, υφιστάμενες ή μελλοντικές, εφόσον αυτές προσδιορίζονται ή είναι δυνατόν να προσδιορισθούν με οποιονδήποτε τρόπο. Επίσης μπορεί να μεταβιβάζονται και απαιτήσεις υπό αίρεση. Διαπλαστικά ή άλλα δικαιώματα, εφόσον συνδέονται με τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, μπορούν να μεταβιβάζονται μαζί με αυτές. Ο μεταβιβάζων υποχρεούται να γνωστοποιεί την ύπαρξη απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού.

Η μεταβίβαση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων γίνεται με σύμβαση της οποίας περίληψη που περιέχει τα ουσιώδη στοιχεία καταχωρίζεται και υπερισχύει άλλων συμφωνιών μεταξύ μεταβιβάζοντος και τρίτων σχετικά με το ανεκχώρητο των απαιτήσεων. Η μεταβίβαση επιπλέον απαιτήσεων στην εκδότρια, επιτρέπεται εφόσον αυτή δεν επιφέρει υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου. Η καταχώριση της σύμβασης ουσιαστικά περιλαμβάνει τη μεταβίβαση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Η μεταβίβαση αναγγέλλεται εγγράφως από τον μεταβιβάζοντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στον οφειλέτη. Ως αναγγελία εννοείται η

καταχώριση της σύμβασης στο δημόσιο βιβλίο και με αυτή προσδιορίζονται οι απαιτήσεις στις οποίες αφορά η μεταβίβαση. Επιτρέπεται η αναπροσαρμογή ή πίστωση του τιμήματος της πωλήσεως και η υπαναχώρηση από τη σύμβαση πώλησης κατά τους όρους της σχετικής σύμβασης. Δεν επιτρέπεται όμως να βλάπτει τα δικαιώματα των υφιστάμενων ομολογιούχων ούτε να επιφέρει την υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου. Αν η μεταβιβαζόμενη απαίτηση ασφαλίζεται με υποθήκη ή προσημείωση υποθήκης ή ενέχυρο ή άλλο παρεπόμενο δικαίωμα ή προνόμιο, πρέπει να καταχωρηθεί βεβαίωση της καταχώρισης στο δημόσιο βιβλίο.

Η καταχώριση της σύμβασης στο δημόσιο βιβλίο λειτουργεί ως νόμιμο ενέχυρο των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και της κατάθεσης υπέρ των ομολογιούχων και των λοιπών δικαιούχων. Μετά την καταχώριση, δεν θίγεται από την επιβολή οποιουδήποτε συλλογικού μέτρου ικανοποίησης των πιστωτών, το κύρος της πώλησης και μεταβίβασης. Το ίδιο ισχύει και όταν πρόκειται για μελλοντικές απαιτήσεις.

Με σύμβαση που συνάπτεται εγγράφως η είσπραξη και η εν γένει διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων μπορεί να ανατίθεται σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, στον μεταβιβάζοντα ή και σε τρίτο, εφόσον ο τελευταίος είτε είναι εγγυητής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων είτε ήταν επιφορτισμένος με τη διαχείριση ή την είσπραξη των απαιτήσεων πριν τη μεταβίβαση τους στον αποκτώντα. Τα ποσά που προκύπτουν από την είσπραξη των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και οι αποδόσεις της κατάθεσης διατίθενται για την εξόφληση των εκδιδόμενων ομολογιών, κατά κεφάλαιο, τόκους, έξοδα, φόρους και πάσης φύσεως δαπάνες, καθώς και των λειτουργικών δαπανών της εταιρείας ειδικού σκοπού και των απαιτήσεων κατ' αυτής.

Ο μεταβιβάζων μπορεί να δίνει προς την εταιρεία ειδικού σκοπού κάθε στοιχείο ή δεδομένο σχετικό με τις απαιτήσεις και τους αντίστοιχους οφειλέτες. Το ίδιο ισχύει και για την εταιρεία ειδικού σκοπού έναντι των ομολογιούχων ή των εκπροσώπων τους, καθώς και των προσώπων που μετέχουν στις διαδικασίες που προβλέπονται από το νόμο αυτόν. Οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου δεν εφαρμόζονται στις σχέσεις μεταξύ μεταβιβάζοντος και εταιρείας ειδικού σκοπού και στις σχέσεις μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και των δανειστών της για τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Ωστόσο, η εταιρεία ειδικού σκοπού και οι δανειστές της υποχρεούνται να τηρούν τις διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου. Η επεξεργασία προσωπικών δεδομένων οφειλετών κατά το μέτρο που είναι αναγκαία για τους σκοπούς τιτλοποίησης

απαιτήσεων γίνεται και δεν προϋποθέτει προηγούμενη άδεια της Αρχής ή συναίνεση του οφειλέτη.

8.3. Άρθρο 11- Τιτλοποίηση Απαιτήσεων από ακίνητα

Σύμφωνα με το νόμο, τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα είναι η μεταβίβαση ακινήτων λόγω πώλησης με έγγραφη σύμβαση μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνο, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, ονομαστικής αξίας της καθεμιάς τουλάχιστον εκατό χιλιάδων (100.000) ευρώ, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: α) από το προϊόν της διαχείρισης ή πώλησης των ακινήτων που μεταβιβάζονται κατά τα άνω ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων.

Ως μεταβίβαση ακινήτων νοείται η μεταβίβαση κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία. Τα μεταβιβαζόμενα ακίνητα, με εξαίρεση τα ακίνητα του Δημοσίου και των επιχειρήσεων του Δημοσίου ή των θυγατρικών τους, πρέπει να χρησιμοποιούνται από τον μεταβιβάζοντα για την άσκηση της επαγγελματικής του δραστηριότητας. Η μεταβίβαση των ακινήτων γνωστοποιείται εγγράφως με κάθε πρόσφορο τρόπο από τον μεταβιβάζοντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στο μισθωτή του ακινήτου και κάθε πρόσωπο που έχει οποιαδήποτε ενοχική υποχρέωση έναντι του εκάστοτε κυρίου ή επικαρπωτή. Η καταστροφή κτισμάτων ή άλλων εγκαταστάσεων επί ακινήτων δεν επιφέρει λήξη του ομολογιακού δανείου, εκτός εάν αυτό προβλέπεται στους όρους του δανείου. Δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος επί των καρπών και του τιμήματος διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου ακινήτου και απαιτήσεως.

Ο ορισμός της ιδιωτικής τοποθέτησης, οι απαγορεύσεις και οι προϋποθέσεις συμμετοχής σε αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα, ισχύουν και εφαρμόζονται όπως και στο προηγούμενο άρθρο για την τιτλοποίηση.

Ο «μεταβιβάζων» είναι το Ελληνικό Δημόσιο, ή επιχείρηση του Δημοσίου, πιστωτικό ίδρυμα, ασφαλιστική εταιρεία ή ανώνυμη εταιρεία, της οποίας το σύνολο των μετοχών ανήκει στα πρόσωπα του εδαφίου αυτού. Ο «Μεταβιβάζων» μπορεί επίσης να είναι και ανώνυμη εταιρεία, οι μετοχές της οποίας να είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο

Αθηνών και το γενικό σύνολο ενεργητικού της να είναι μεγαλύτερο από τριακόσια πενήντα εκατομμύρια (350.000.000) ευρώ, όπως προκύπτει από πρόσφατες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις που έχουν ελεγχθεί από ορκωτό ελεγκτή λογιστή. Τα μεταβιβαζόμενα δικαιώματα επί ακινήτων και τα έσοδα από τη διαχείρισή τους πρέπει να είναι ελεύθερα βαρών και κατασχέσεων.

Ο «Αποκτών» είναι το νομικό πρόσωπο ή πρόσωπα προς τα οποία μεταβιβάζονται τα ακίνητα. Ο αποκτών πρέπει να έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία ακινήτων («εταιρεία ειδικού σκοπού»). Εκδότης των ομολογιών είναι ο ίδιος ο αποκτών ή εταιρεία ειδικού σκοπού. Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές. Ο αποκτών δεν επιτρέπεται να μεταβιβάζει περαιτέρω τα ακίνητα ή να συστήνει άλλο εμπράγματο βάρος επ' αυτών. Κάθε σχετική σύμβαση με αυτό το αντικείμενο είναι άκυρη. Από την απαγόρευση εξαιρούνται μεταβιβάσεις που πραγματοποιούνται σύμφωνα με τους όρους της αρχικής σύμβασης μεταβίβασης του ακινήτου.

Η σύμβαση για τη μεταβίβαση του εμπράγματος δικαιώματος του ακινήτου που γίνεται για το σκοπό τιτλοποίησης, καταχωρίζεται σε περίληψη που περιέχει τα ουσιώδη στοιχεία της. Η σύμβαση μεταβίβασης των ακινήτων υποχρεωτικά περιέχει: (α) μνεία ότι η κατάρτιση της και η μεταβίβαση των ακινήτων γίνεται αποκλειστικά για το σκοπό της τιτλοποίησης (β) όρους με τους οποίους συμφωνείται ο τρόπος διάθεσης των ακινήτων στη λήξη του ομολογιακού δανείου, που μπορεί ενδεικτικά να συνίσταται σε πώληση, επαναπώληση, επαναγορά, ανταλλαγή ή εξώνηση και (γ) μνεία της απαγόρευσης.

8.4. Άρθρο 12 – Ασφάλεια

Οι απαιτήσεις από ομολογιακά δάνεια που συνάπτονται με βάση το νόμο αυτό μπορεί να ασφαίζονται όσον αφορά το κεφάλαιο, τους τόκους και τα έξοδα με κάθε είδους εμπράγματη ασφάλεια ή εγγύηση. Η ασφάλεια αυτή μπορεί να λαμβάνεται είτε κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου είτε μεταγενέστερα.

Η εγγύηση δηλώνεται εγγράφως πρέπει δε να περιέχεται και στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου. Για τις εμπράγματες ασφάλειες καταρτίζεται σύμβαση μεταξύ του

παρέχοντας την ασφάλεια και του εκπροσώπου των ομολογιούχων, που λειτουργεί για λογαριασμό τους.

8.5. Άρθρο 13 - Υποβολή στοιχείων

Οι εταιρείες ειδικού σκοπού υποβάλλουν κάθε έτος στην Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, έκθεση αποτίμησης της ακίνητης περιουσίας τους και της ρευστοποιήσιμης αξίας της περιουσίας τους, ελεγμένη από ορκωτούς ελεγκτές σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα. Ειδικότερα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πρέπει να γνωστοποιούν τα στοιχεία των μετοχών τους κάθε χρόνο και επιπλέον μετά από αλλαγή στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας.

Κεφάλαιο 9

Συμπεράσματα

Στην ανάλυση που προηγήθηκε αναφερθήκαμε στη διαδικασία της τιτλοποίησης, δίνοντας τον ορισμό της, ακολουθώντας βήμα βήμα τα στάδια από τα οποία περνάει μια επιχείρηση που θέλει να προβεί σε τιτλοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της, εστιάζοντας στα χαρακτηριστικά της, παραθέτοντας τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της, αναλύοντας το νομικό πλαίσιο που διέπει οποιαδήποτε τιτλοποίηση στην Ελλάδα. Η διαδικασία παρακολούθησης των τιτλοποιημένων απαιτήσεων είναι ένα χωριστό κεφάλαιο, το οποίο δεν εξετάστηκε στο παρόν κείμενο.

Γενικά είναι καλό να επισημάνουμε ότι η τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι μια απαιτητική αλλά και επικερδής διαδικασία αν οι επιχειρήσεις που καταφεύγουν σε αυτή έχουν σταθμίσει ωφέλειες και κόστη και έχουν αποφασίσει συνειδητά να προχωρήσουν. Για την εταιρεία που προβαίνει σε τιτλοποίηση απαιτήσεών της, η τιτλοποίηση επιτρέπει την άμεση ρευστοποίηση μελλοντικών δανειακών απαιτήσεων και την προεξόφληση χρηματορροών, ενώ απομακρύνοντας τις απαιτήσεις από το ενεργητικό της βελτιώνει τους χρηματοοικονομικούς της δείκτες και μεταφέρει τον πιστωτικό κίνδυνου εκτός του ισολογισμού. Ανάμεσα στα κόστη - δυσκολίες της διαδικασίας δεν πρέπει να παραλείψουμε να αναφέρουμε την ανομοιογένεια του χαρτοφυλακίου και συνεπώς τη δυσκολία αποτίμησής του, το κόστος υπερβάλλουσας ενεχυρίασης και το κόστος ενίσχυσης της ποιότητας και ασφάλειας του.

Οι τράπεζες έχουν γενικά την πρωτοκαθεδρία όσον αφορά στην τιτλοποίηση, ενώ ακολουθούν με χαμηλό ρυθμό οι επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Είναι πάντως αμφίβολο αν το νέο μέτρο χρηματοδότησης, με το οποίο επιχειρείται να αντικατασταθεί η χωρίς κόστος χρηματοδότηση από το Χρηματιστήριο, μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων, εκτός ίσως από τις τράπεζες (οι οποίες έχουν στην κατοχή τους μεγάλη ακίνητη περιουσία) και ελάχιστες μεγάλες εταιρίες.

Το ίδιο το κράτος έχει επίσης χρησιμοποιήσει την τιτλοποίηση αλλά παρέχει και φορολογικά κίνητρα προς τις επιχειρήσεις που θα εκδώσουν ομολογίες. Τα Διεθνή

Λογιστικά Πρότυπα επίσης δίνουν κίνητρα τιτλοποίησης καθώς προβλέπουν λογιστική αντιμετώπιση για την απομάκρυνση δανείων από το χαρτοφυλάκιο (υπό ορισμένες αυστηρές προϋποθέσεις φυσικά).

Τα τελευταία χρόνια η πρακτική της τιτλοποίησης έλαβε φρενήρεις ρυθμούς, ειδικά σε χώρες όπως οι ΗΠΑ. Όπως τονίζει ο καθηγητής Z. Λέρνερ, του Harvard Business School, οι χρηματοοικονομικοί νεωτερισμοί, ακολουθούν έναν κύκλο με θετικές επιπτώσεις, αντιγράφονται, και άρα εντείνεται ο ανταγωνισμός. Όμως, μπορούν να καταλήξουν στην αυτοκτονία από υπερβολή. Και αυτό οφείλεται στο αγελαίο ένστικτο των επενδυτών, οι οποίοι θεωρούν πως οτιδήποτε απέφερε χρήμα χθες, θα αποφέρει χρήμα και σήμερα.

Ο Λέρνερ συνεχίζει λέγοντας ότι η αντίληψη ότι φωτισμένες κυβερνητικές ρυθμίσεις μπορούν να διορθώσουν αυτό τον κύκλο, αποτελεί υπεραισιόδοξη υπερβολή. Αυτό συμβαίνει γιατί, το βασικό πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι, στο μέτρο που οι επενδυτές κερδίζουν από τους χρηματοοικονομικούς νεωτερισμούς, είναι πολύ δύσκολο να επιβάλει κανείς περιορισμούς στις υπερβολές. Μόνον μία κρίση μπορεί να ξεκαθαρίσει τα πράγματα. Και η κρίση αυτή είναι πλέον γεγονός. Όσο για το βάθος και τη διάρκειά της, οι απόψεις δίστανται - και είναι φυσικό, όταν πρόκειται για οικονομικά φαινόμενα.

Βιβλιογραφία

Βιβλία

Securitization, David C Bonsel, Butterworths, 1990

The Global Money Markets, Frank J. Fabozzi, Steven V. Mann & Moorand Choudhry

The Handbook of Financial Instruments, The Frank J. Fabozzi Series, Wiley Finance

Χρηματοοικονομική Λογιστική: International Financial Reporting Standards, Δημητρίου Χ. Γκίκα, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2007

Απόστολος Σ Γεωργιάδης, Νέες Μορφές Συμβάσεων της σύγχρονης Οικονομίας, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2000

Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Θωμαδάκης Σ. και Ξανθάκης Μ., Εκδόσεις Σάκκουλα, 1990

Άρθρα

Επιστημονικό Μάρκετινγκ, Σεπτέμβριος 2006, Banking and Finance

Οικονομικό Δελτίο Alpha Bank, Μάρτιος 2004, τεύχος 89, Τιτλοποίηση τραπεζικών απαιτήσεων : Νέες μορφές Χρηματοδότησης και διαχείρισης κινδύνων

IMF Working Paper, Asset Securitization and Structured Financing : Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries, 2001

American Securitization Forum, Statement of Cameron L. Cowan Partner Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP, November 5, 2003

links

http://www.ase.gr/content/gr/announcements/companiespress/press.asp?press_id=15206

http://62.1.2.133/tools/view_printer.asp?ID=106574

<http://www.ifc.org/ifcext/treasury.nsf/Content/Securitization>

<http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=12334&subid=2&pubid=1115115&tag=6620>

<http://www.investopedia.com/ask/answers/07/securitization.asp>

<http://news.kathimerini.gr/4dcqi/ w articles economy 1 25/01/2003 51479#topup>

<http://news.kathimerini.gr/4dcqi/ w articles economy 1 17/01/2003 50523>

<http://news.kathimerini.gr/4dcqi/ w articles economy 100006 17/01/2003 50512>

<http://www.naftemporiki.gr/news/static/08/04/20/1503106.htm>

http://news.kathimerini.gr/4dcgi/ w_articles_economy_1_25/01/2003_51479#topup

<https://www.proton.gr/index.php?sid=77e553ff603021e00a59f1d3a9bc8ee1&thirdLevelTag=consultingservices&page=3>

<http://www.vinodkothari.com>

<http://wapedia.mobi/el/%CE%A4%CE%B9%CF%84%CE%BB%CE%BF%CF%80%CE%BF%CE%AF%CE%B7%CF%83%CE%B7>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΝΟΜΟΣ 3156/2003 ΦΕΚ Α/ 157/ 25.6.2003**Ομολογιακά δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις.**

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑΣ
Εκδίδομε τον ακόλουθο νόμο που ψήφισε η Βουλή:

Άρθρο 1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α'
ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

1. Ομολογιακό είναι το δάνειο που εκδίδεται από ανώνυμη εταιρεία που εδρεύει στην Ελλάδα (εκδότρια) και διαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας κατά τους ορούς του δανείου. Οι ομολογίες μπορούν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές που λειτουργούν στην Ελλάδα (στις οποίες περιλαμβάνεται και η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων ΗΔΑΤ), υπό την προϋπόθεση ότι οι αγορές αυτές συνδέονται με το Σύστημα 'Αυλών Τίτλων του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών.

2. Για την έκδοση του ομολογιακού δανείου αποφασίζει η Γενική Συνέλευση. Στην περίπτωση του ομολογιακού δανείου των άρθρων 10 και 11 αποφασίζει το Διοικητικό Συμβούλιο. Με την επιφύλαξη των άρθρων 8 και 9, οι αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης λαμβάνονται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 1 και 2 και 31 παρ. 1 του κ.ν. 2190/1920. Με την επιφύλαξη των διατάξεων των άρθρων 8 και 9, το καταστατικό μπορεί να ορίζει ως αρμόδιο όργανο για την έκδοση του ομολογιακού δανείου και το Διοικητικό Συμβούλιο. Η αρμοδιότητα αυτή του Διοικητικού Συμβουλίου δεν μεταβιβάζεται. Με ειδική απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, η οποία υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του κ.ν. 2190/1920, η πιο πάνω αρμοδιότητα μπορεί να μεταβιβάζεται στο Διοικητικό Συμβούλιο και να ανανεώνεται κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο άρθρο 13 παρ. 1 εδάφιο γ του κ.ν. 2190/1920.

3. Οι όροι του ομολογιακού δανείου, ιδίως αυτοί που αφορούν το ανώτατο ποσό του δανείου, τη μορφή, την ονομαστική αξία ή τον αριθμό των ομολογιών, τον τρόπο κάλυψης του ομολογιακού δανείου, το επιτόκιο, τον τρόπο προσδιορισμού του, ωφελήματα και εξασφαλίσεις που παρέχονται στους ομολογιούχους, τον ορισμό πληρεξουσίου καταβολών, την οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα, το χρόνο αποπληρωμής και εν γενεί εξόφλησης των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις ομολογίες, τη διαδικασία καταγγελίας και την προθεσμία μέσα στην οποία πρέπει να διατεθούν οι ομολογίες καθορίζονται από το όργανο που αποφασίζει την έκδοση του ομολογιακού δανείου. Με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης ή του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας, μπορεί να εξουσιοδοτείται αντίστοιχα το Διοικητικό Συμβούλιο ή ορισμένα μέλη ή μέλος για να καθορίζουν ειδικότερους ορούς του δανείου, εκτός του ύψους και του είδους του.

4. Η εκδότρια εκδίδει πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου, το οποίο περιέχει τους ορούς του δανείου και δεσμεύει τον ομολογιούχο και κάθε καθολικό ή ειδικό διάδοχο του, καθώς και κάθε τρίτο που έλκει δικαιώματα από τα ανωτέρω πρόσωπα.

5. Αν για το ομολογιακό δάνειο εκδίδονται ενσώματες ομολογίες, η ολική εξόφληση και η άσκηση των δικαιωμάτων των ομολογιούχων γίνεται με την προσκόμιση των τίτλων και των τόκων και των λοιπών ωφελημάτων με την προσκόμιση των τοκομεριδίων ή του ειδικού στελέχους, εφόσον υφίστανται, άλλως, με την προσκόμιση του τίτλου της ομολογίας και τη σημείωση της εξόφλησης επί του σώματος.

6. Αν για το ομολογιακό δάνειο εκδίδονται άυλες ομολογίες, η ολική εξόφληση και η άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από αυτές γίνεται με την προσκόμιση ονομαστικής βεβαίωσης. Τη βεβαίωση εκδίδει ο διαχειριστής του συστήματος αυλών τίτλων (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών ή Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών του ν. 2198/1994 ΦΕΚ 43 Α'), στο οποίο είναι εγγεγραμμένες οι ομολογίες. Οι εγγραφές στο σύστημα αυλών τίτλων γίνονται με επιμέλεια του εκπροσώπου των ομολογιούχων.

7. Από τη λήξη του ομολογιακού δανείου ο ομολογιούχος ασκεί τα δικαιώματα του 1 ατομικώς, εκτός εάν προβλέπουν διαφορετικά οι όροι του δανείου.

8. Δεν επιτρέπεται η τροποποίηση του δανείου με όρους που είναι δυσμενέστεροι των αρχικών, εκτός εάν η συνέλευση των ομολογιούχων έχει δώσει με απαρτία και πλειοψηφία δύο τρίτων του συνόλου του δανείου την έγκριση της. Η έγκριση αυτή δημοσιεύεται σύμφωνα με το άρθρο 5 του νόμου αυτού,

9. Οι διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 εφαρμόζονται σε κάθε θέμα σχετικό με την έκδοση ομολογιών που δεν ρυθμίζεται από το νόμο αυτόν.

Άρθρο 2

Μεταβίβαση ομολογιών

1. Οι ομολογίες μεταβιβάζονται ελεύθερα, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στους όρους του δανείου.

2. Με την επιφύλαξη των όρων του δανείου ή των διατάξεων του νόμου αυτού ή άλλης ειδικής διάταξης νόμου, επιτρέπεται χωρίς ποσοτικό, χρονικό ή άλλο περιορισμό η απόκτηση ιδίων ομολογιών από την εκδότρια, καθώς και η εκ νέου διάθεση τους. Αν η απόκτηση γίνεται με αγορά ή με ανταλλαγή ή έναντι εξοφλήσεως απαιτήσεων της εκδότριας ή από άλλη επαχθή αιτία, απαιτείται προηγούμενη απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εκδότριας. Στην απόφαση πρέπει να προσδιορίζεται ο σκοπός της απόκτησης, το ανώτατο ποσό που θα διαθέσει η εκδότρια για την απόκτηση, καθώς και ο χρόνος και τρόπος της νέας διάθεσης.

3. Για την απόκτηση από την εκδότρια ιδίων ομολογιών, με σκοπό την οριστική μείωση των υποχρεώσεων της που απορρέουν από το δάνειο, η εκδότρια υποχρεούται να ακυρώσει τις αποκτώμενες ομολογίες αμέσως με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της. Εάν η απόκτηση ιδίων ομολογιών γίνεται λόγω καθολικής διαδοχής ή δωρεάς, η εκδότρια οφείλει το αργότερο μέσα σε ένα μήνα από την απόκτηση τους να γνωστοποιήσει προς τους ομολογιούχους εάν θα ακυρώσει τις ομολογίες ή θα προβεί σε εκ νέου διάθεση τους, καθορίζοντας στην περίπτωση αυτή το χρόνο και τον τρόπο διάθεσης.

4. Εάν οι ομολογίες που αποκτώνται από την εκδότρια είναι μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ολικά ή μερικά με μετοχές της εκδότριας, απαγορεύεται στην εκδότρια η άσκηση του δικαιώματος μετατροπής ή ανταλλαγής, εκτός εάν κατά το χρόνο της μετατροπής ή της ανταλλαγής συντρέχουν γι' αυτήν οι προβλεπόμενες από την ισχύουσα νομοθεσία προϋποθέσεις για την κτήση ιδίων μετοχών, τουλάχιστον μέχρι του ποσού των μετατρεπόμενων ή ανταλλασσόμενων ιδίων μετοχών.

Άρθρο 3 Συνέλευση των ομολογιούχων

1. Η οργάνωση των ομολογιούχων ομολογιακού δανείου σε ομάδα είναι υποχρεωτική σε περίπτωση έκδοσης οποιουδήποτε είδους δανείου με άυλες ομολογίες, σε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου των άρθρων 10 και 11 και σε κάθε περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου, που εξασφαλίζεται με εμπράγματα ασφάλειες. Σε κάθε άλλη περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου με ενσώματες ομολογίες, η οργάνωση των ομολογιούχων σε ομάδα είναι προαιρετική. Η ομάδα δεν έχει νομική προσωπικότητα.

2. Η ομάδα των ομολογιούχων λαμβάνει αποφάσεις σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στους όρους του δανείου, δεν επιτρέπεται όμως να καθιερώνει άνηση μεταχείριση μεταξύ των ομολογιούχων ή να αποφασίζει τη μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές.

3. Κάθε ομολογία παρέχει δικαίωμα μίας ψήφου στη συνέλευση των ομολογιούχων. Αν συσταθεί επικαρπία ή ενέχυρο επί ομολογιών, το δικαίωμα ψήφου στη συνέλευση των ομολογιούχων ασκείται όπως ορίζουν οι συμβαλλόμενοι, εκτός αν προβλέπουν διαφορετικά οι όροι του δανείου. Στερείται του δικαιώματος ψήφου στη συνέλευση των ομολογιούχων πρόσωπο που κατέχει ποσοστό που αντιπροσωπεύει τουλάχιστον το ένα τέταρτο του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας. Ομολογιούχος δεν μπορεί να εκπροσωπηθεί στη συνέλευση από πρόσωπο που έχει κάποια από τις ιδιότητες της παραγράφου 1 του άρθρου 23α του κ.ν. 2190/1920 σε σχέση με την εκδότρια.

4. Η συνέλευση των ομολογιούχων συγκαλείται οποτεδήποτε από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων ή το Διοικητικό Συμβούλιο ή τον εκκαθαριστή ή το σύνδικο της πτώχευσης της εκδότριας. Οι όροι του δανείου προβλέπουν υποχρεωτικά το ελάχιστο ποσοστό επί του συνολικού ανεξόφλητου υπολοίπου του ομολογιακού δανείου, που πρέπει να συγκεντρώνουν ένας ή περισσότεροι ομολογιούχοι, προκειμένου να μπορούν να ζητήσουν από τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων τη σύγκληση της συνέλευσης των ομολογιούχων. Σε κάθε περίπτωση, η πρόσκληση δημοσιεύεται με ευθύνη του συγκαλούντος και αναφέρει τα θέματα της ημερήσιας διάταξης.

5. Αν δεν προβλέπεται διαφορετικά στο νόμο αυτόν ή στους όρους του δανείου, για τη σύγκληση, τη λειτουργία και τη λήψη αποφάσεων της συνέλευσης των ομολογιούχων εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 περί γενικών συνελεύσεων των μετόχων. Τυχόν ακυρότητα της απόφασης της συνέλευσης των ομολογιούχων για οποιονδήποτε λόγο δεν μπορεί να προταθεί μετά πάροδο έξι μηνών από τη λήψη της απόφασης.

Άρθρο 4

Εκπρόσωπος των ομολογιούχων

1. Σε κάθε περίπτωση οργάνωσης των ομολογιούχων σε ομάδα, ορίζεται υποχρεωτικά από την εκδότρια εκπρόσωπος των ομολογιούχων με έγγραφη σύμβαση.

2. Εκπρόσωπος των ομολογιούχων ορίζεται μόνο πιστωτικό ίδρυμα ή Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.) των άρθρων 23 και 27 παρ. 2 του ν. 2396/Τ996 (ΦΕΚ 73 Α'), που επιτρέπεται να παρέχουν στην Ελλάδα την επενδυτική υπηρεσία αναδόχου έκδοσης κινητών αξιών.

3. Απαγορεύεται ο ορισμός ως εκπροσώπου των ομολογιούχων:

(α) της εκδότριας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης, κατά την έννοια του άρθρου 42(ε) του κ. ν. 2190/1920,

(β) εταιρείας που έχει παράσχει οποιουδήποτε είδους εμπράγματα ή προσωπική ασφάλεια για την εξασφάλιση υποχρεώσεων που απορρέουν από το ομολογιακό δάνειο

(γ) εταιρείας, η οποία έχει εκδώσει μετοχές, ομολογίες ή άλλες κινητές αξίες που είναι ανταλλάξιμες στο πλαίσιο του ομολογιακού δανείου. Η απαγόρευση αυτή δεν ισχύει εάν το άθροισμα της αξίας των μεροχών, ομολογιών και κινητών αξιών, που έχει εκδώσει η εταιρεία που πρόκειται να ορισθεί ως εκπρόσωπος των ομολογιούχων, δεν υπερβαίνει ποσοστό πέντε τοις εκατό (5%) της συνολικής αξίας των μετοχών, ομολογιών και άλλων κινητών αξιών που προσφέρονται στο πλαίσιο της ανταλλαγής. Για τον υπολογισμό του ανωτέρω ποσοστού, λαμβάνεται υπόψη η αξία κατά το χρόνο ορισμού του εκπροσώπου και η αποτίμηση πραγματοποιείται σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 2 του άρθρου 32 του ν. 1969/1991 (ΦΕΚ 167 Α').

4. Ο εκπρόσωπος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους έναντι της εκδότριας και των τρίτων και ενεργεί για την προάσπιση των συμφερόντων των ομολογιούχων σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού, τους όρους του δανείου και τις αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων.

5. Ο εκπρόσωπος συνεργάζεται με το διαχειριστή του συστήματος αυτών τίτλων για την καταχώριση των ομολογιών στους λογαριασμούς των δικαιούχων τους και την παρακολούθηση των μεταβολών στα πρόσωπα αυτών.

6. Ο εκπρόσωπος εκπροσωπεί τους ομολογιούχους δικαστικώς και εξωδίκως. Ειδικώς:

(α) Όπου κατά τις κείμενες διατάξεις απαιτείται η εγγραφή του ονόματος του ομολογιούχου, εγγράφεται η επωνυμία του εκπροσώπου των ομολογιούχων και ο ακριβής προσδιορισμός του ομολογιακού δανείου, με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 58 του ν. 2533/1997, όπως ισχύει, και του Κανονισμού Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.), όπως εκάστοτε ισχύει.

(β) Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων ασκεί, στο όνομα του, με μνεία της ιδιότητας του και ότι ενεργεί για λογαριασμό της ομάδας των ομολογιούχων, χωρίς να απαιτείται ειδική εξουσιοδότηση από τη συνέλευση των ομολογιούχων, εκτός εάν τέτοια ειδική εξουσιοδότηση απαιτείται κατά τους όρους του ομολογιακού δανείου ή της σύμβασης ορισμού του εκπροσώπου, τα κάθε είδους ένδικα μέσα και βοηθήματα, τακτικά και έκτακτα, με τα οποία σκοπείται η παροχή οριστικής ή προσωρινής ένδικης προστασίας, τις κάθε είδους διαδικαστικές πράξεις και ενέργειες κατά τη διαδικασία της αναγκαστικής εκτέλεσης περιλαμβανομένης και

της κατάσχεσης, της αναγγελίας και επαλήθευσης των απαιτήσεων των ομολογιούχων σε πλειστηριασμούς, πτωχεύσεις, ειδικές ή δικαστικές εκκαθαρίσεις και τις δίκες που αφορούν την εκτέλεση ή την πτώχευση και κάθε άλλη διαδικασία αναγκαστικής ή συλλογικής εκτέλεσης.

(γ) Για την παραίτηση από ένδικο βοήθημα ή ένδικο μέσο, την υποβολή αίτησης πτώχευσης ή θέσης υπό την ειδική εκκαθάριση των άρθρων 46 επ. του ν. 1892/1990 (ΦΕΚ 101 Α') κατά της εκδότριας ή κατ' άλλου υπόχρεου, σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου, καθώς και για το συμβιβασμό, την κατάρτιση συμβάσεως του άρθρου 44 του ν. 1892/1990 με την εκδότρια ή άλλο υπόχρεο σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου ή την παροχή ψήφου σε πτωχευτικό συμβιβασμό των ανωτέρω, απαιτείται απόφαση της συνέλευσης των ομολογιούχων.

7. Ο εκπρόσωπος καταθέτει, αμέσως με την είσπραξη τους, τα κεφάλαια που προορίζονται για την εξόφληση υποχρεώσεων από τα ομολογιακά δάνεια, εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, υποχρεωτικά σε χωριστή έντοκη κατάθεση που τηρείται σε αυτόν. Αν είναι Ε.Π.Ε.Υ., η κατάθεση γίνεται σε οποιοδήποτε πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί στην Ελλάδα. Στην κατάθεση γίνεται ειδική μνεία ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία διακριτή από την περιουσία του εκπροσώπου των ομολογιούχων και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο κατατίθεται. Τα κεφάλαια και οι τόκοι αποδίδονται στους ομολογιούχους κατά το λόγο των απαιτήσεων καθενός από αυτούς, όπως ορίζεται στο ομολογιακό δάνειο. Εμπράγματη ασφάλεια που παρέχεται για λογαριασμό των ομολογιούχων και τα χρηματικά κεφάλαια, που εισπράττει ο εκπρόσωπος για λογαριασμό τους ή κινητές αξίες που κατατίθενται σε αυτόν, δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από τον ίδιο τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων ή τους δανειστές του ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του.

8. Ο εκπρόσωπος εκδίδει τις πάσης φύσεως βεβαιώσεις και πιστοποιητικά, που αφορούν δικαιώματα και υποχρεώσεις από την έκδοση των τίτλων ομολογιών, με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 58 του ν. 2533/ 1997 (ΦΕΚ 228 Α'), όπως ισχύει, του άρθρου 51 του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ 73 Α'), όπως ισχύει, και του Κανονισμού Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.), όπως εκάστοτε ισχύει, που αφορούν τις βεβαιώσεις που εκδίδονται από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Σε περίπτωση καταγγελίας του ομολογιακού δανείου ή αν οπωσδήποτε προκύψουν ληξιπρόθεσμες και απαιτητές υποχρεώσεις της εκδότριας από την έκδοση των άυλων τίτλων, οι σχετικές βεβαιώσεις παρέχουν πλήρη απόδειξη κατά της εκδότριας και μπορούν να προσκομισθούν σε κάθε αρμόδιο δικαστήριο ή αρχή κατά την παροχή δικαστικής προστασίας υπέρ των ομολογιούχων.

9. Ο εκπρόσωπος ευθύνεται έναντι των ομολογιούχων κατά τους όρους του ομολογιακού δανείου για κάθε ππαίσμα. Ο εκπρόσωπος που διορίσθηκε ακύρως και αποδέχθηκε το διορισμό του ενώ γνώριζε την ακυρότητα, καθώς και αυτός που υπαιτίως παρέλειψε να αντικατασταθεί, ευθύνεται σύμφωνα με τις διατάξεις της διοίκησης αλλότριων, χωρίς να αποκλείεται περαιτέρω ευθύνη από αδικοπραξία.

10. Ο εκπρόσωπος για την ικανοποίηση ιδίων απαιτήσεων του κατά της εκδότριας, πλην των αναφερομένων στην παράγραφο 16, δεν έχει δικαίωμα συμψηφισμού ή κατάσχεσης ή επίσχεσης ή οποιοδήποτε προνόμιο επί των κεφαλαίων που καταβάλλονται και των κινητών αξιών που κατατίθενται σε αυτόν από την εκδότρια ή από τρίτους, με σκοπό την εκπλήρωση υποχρεώσεων της εκδότριας από το ομολογιακό δάνειο.

11. Πράξεις του εκπροσώπου των ομολογιούχων, ακόμη και αν είναι καθ' υπέρβαση της εξουσίας του, δεσμεύουν τους ομολογιούχους και τους ειδικούς και καθολικούς διαδόχους τους έναντι της εκδότριας και των τρίτων, εκτός εάν η εκδότρια ή ο τρίτος γνώριζαν την υπέρβαση της εξουσίας.

12. Ο εκπρόσωπος μπορεί να αντικατασταθεί με απόφαση των ομολογιούχων, η οποία λαμβάνεται με την απαρτία και πλειοψηφία, όπως προβλέπεται στους όρους του δανείου, διαφορετικά σύμφωνα με την παράγραφο 5 του άρθρου 3. Με την ίδια διαδικασία αντικαθίσταται ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων αν παραιτηθεί, ή αν είναι άκυρος ο διορισμός του ή αν ανακληθεί.

13. Αν ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων απωλέσει μεταγενέστερα τις ιδιότητες της παραγράφου 2 ή συντρέξει στο πρόσωπο του κώλυμα της παραγράφου 3, υποχρεούται να παραιτηθεί. Αν δεν παραιτηθεί ή δεν αντικατασταθεί σύμφωνα με την παράγραφο 12, αντικαθίσταται με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου της έδρας της εκδότριας που εκδίδεται κατά τη διαδικασία εκούσιας δικαιοδοσίας (άρθρο 739 επ. Κ.Πολ.Δ.) μετά από αίτηση της εκδότριας ή οποιουδήποτε ομολογιούχου. Σε κάθε περίπτωση ακυρότητας ή έκπτωσης εκπροσώπου ακολουθείται η διαδικασία αντικατάστασης αυτού σύμφωνα με την παράγραφο 12.

14. Ο νέος εκπρόσωπος των ομολογιούχων, συγχρόνως με την ανάληψη των καθηκόντων του, με δήλωση του που κοινοποιείται στην εκδότρια, προσχωρεί στη σύμβαση της παραγράφου 1 του άρθρου αυτού και εφεξής αντικαθιστά τον προηγούμενο εκπρόσωπο. Ο αντικατασταθείς εκπρόσωπος υποχρεούται αμελλητί να αποδώσει στον αντικαταστάτη τα κατατεθειμένα για λογαριασμό των ομολογιούχων κεφάλαια και τις κατατεθείσες κινητές αξίες και να του παραδώσει όλα τα έγγραφα και βιβλία που αφορούν το ομολογιακό δάνειο. Ως προς τις συναλλαγές που αφορούν το ομολογιακό δάνειο, δεν ισχύουν έναντι του αντικαταστάτη οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου. Ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων που αντικαταστάθηκε ευθύνεται έναντι της εκδότριας και των ομολογιούχων για πράξεις ή παραλείψεις του μέχρι την αντικατάστασή του από το νέο εκπρόσωπο.

15. Σε επείγουσες περιπτώσεις και για να αποτραπεί επικείμενος κίνδυνος, η προσωρινή αντικατάσταση εκπροσώπου των ομολογιούχων και ο προσωρινός διορισμός νέου πραγματοποιείται με απόφαση του Μονομελούς Πρωτοδικείου της έδρας της εκδότριας, που εκδίδεται κατά τη διαδικασία των άρθρων 682 επ. του Κ.Πολ.Δ. μετά από αίτηση της εκδότριας ή οποιουδήποτε ομολογιούχου.

16. Η αμοιβή και τα πάσης φύσεως έξοδα του εκπροσώπου που πραγματοποιήθηκαν προς όφελος των ομολογιούχων ικανοποιούνται με τις απαιτήσεις της τρίτης σειράς των προνομίων του άρθρου 975 του Κ.Πολ.Δ.. Σε περίπτωση αναγκαστικής εκτέλεσης που επισπεύδεται από τον εκπρόσωπο, η αμοιβή και τα πάσης φύσεως έξοδα του εκπροσώπου, που πραγματοποιήθηκαν προς όφελος των ομολογιούχων από την πρώτη πράξη εκτέλεσης και μέχρι την είσπραξη, λογίζονται ως έξοδα της εκτέλεσης κατά το άρθρο 975 του Κ.Πολ.Δ.

Άρθρο 5

Γνωστοποιήσεις - Δημοσιότητα

1. Οι αποφάσεις της συνέλευσης των ομολογιούχων γνωστοποιούνται στην εκδότρια αμελλητί και με κάθε πρόσφορο τρόπο, με επιμέλεια του εκπροσώπου των ομολογιούχων.

2. Ο διορισμός, η αντικατάσταση του εκπροσώπου, οι ανακοινώσεις του προς τους ομολογιούχους, σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου και της σύμβασης μεταξύ του εκπροσώπου και της εκδότριας, καθώς και οι προσκλήσεις των συνελεύσεων των ομολογιούχων υποβάλλονται στη δημοσιότητα του άρθρου 26 παρ. 2 εδ. γ' του κ.ν. 2190/1920, εκτός αν το ομολογιακό δάνειο δεν διατίθεται στο κοινό.

3. Αν οι ομολογίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η δημοσίευση πραγματοποιείται οπωσδήποτε στο ημερήσιο δελτίο τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών με δαπάνες της εκδότριας.

Άρθρο 6

Κοινό ομολογιακό δάνειο

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Το κοινό ομολογιακό δάνειο παρέχει στους ομολογιούχους δικαίωμα προς απόληψη τόκου. Η έκδοση του δεν υπόκειται σε κανέναν περιορισμό ποσού, εκτός αν στο καταστατικό της εκδότριας ορίζεται διαφορετικά.

Άρθρο 7

Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες

1. Με το ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες χορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα με δήλωσή τους να ζητήσουν την εξόφληση των ομολογιών τους εν όλω ή εν μέρει, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολογιών ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών της εκδότριας ή άλλων εκδοτών. Η έκδοση του ομολογιακού δανείου με ανταλλάξιμες ομολογίες δεν υπόκειται σε κανέναν περιορισμό ποσού, εκτός αν στο καταστατικό της εκδότριας ορίζεται διαφορετικά.

2. Η εκδότρια ή ο τρίτος κύριος ομολογιών ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών, που παρέχει το δικαίωμα ανταλλαγής, δεσμεύεται το αργότερο μέχρι το χρόνο κάλυψης του δανείου ότι θα έχει ήδη στην κυριότητα του, ελεύθερες βάρους, τις υποκείμενες ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίες και διασφαλίζει τη διατήρηση αυτών καθ' όλη τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου και μέχρι την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από αυτό. Διαφορετικά, ο παρέχων το δικαίωμα ανταλλαγής υποχρεούται να έχει καταρτίσει σύμβαση, με την οποία να διασφαλίζεται η δυνατότητα εμπρόθεσμης παράδοσης των ομολογιών, μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε εκπλήρωση της σχετικής του υποχρέωσης.

3. Αν οι υπό ανταλλαγή ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίες είναι από το νόμο υποχρεωτικά ονομαστικές, τότε οι ανταλλάξιμες ομολογίες είναι υποχρεωτικά ονομαστικές.

Άρθρο 8

Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες

Τα ομολογιακά δάνεια με μετατρέψιμες ομολογίες διέπονται από τις διατάξεις του άρθρου 3α του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύει.

Άρθρο 9

Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη

Τα ομολογιακά δάνεια με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη διέπονται από τις διατάξεις του άρθρου 3β του κ.ν. 2190/1920, όπως ισχύει.

Άρθρο 10

Τιτλοποίηση απαιτήσεων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ'

1. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιοδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού «ιδιωτική τοποθέτηση» είναι η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα. Αμοιβαία κεφάλαια και εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση, εφόσον οι ομολογίες έχουν αξιολογηθεί πιστοληπτικά από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο οίκο αξιολόγησης (risk rating agency) σε ποσοστό το οποίο χαρακτηρίζεται διεθνώς ως επενδυτικού βαθμού (investment grade). Ασφαλιστικά ταμεία και ασφαλιστικοί οργανισμοί δεν μπορούν να μετέχουν σε ιδιωτική τοποθέτηση ούτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

2. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού «μεταβιβάζων» είναι έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα. «Αποκτών» είναι το νομικό πρόσωπο ή νομικά πρόσωπα τα οποία έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίησή τους σύμφωνα με το νόμο αυτόν («εταιρεία ειδικού σκοπού»), προς τα οποία μεταβιβάζονται λόγω πώλησης οι επιχειρηματικές απαιτήσεις. Εκδότης των ομολογιών είναι ο ίδιος ο αποκτών.

3. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία και διέπεται από τις διατάξεις του νόμου αυτού και συμπληρωματικά από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών και τις διατάξεις του ν.δ. 17 Ιουλίου/13 Αυγούστου 1923, εφόσον δεν είναι αντίθετες με το νόμο αυτόν. Η διάταξη της περιπτώσεως (γ) της παραγράφου 1 του άρθρου 48 του κ.ν. 2190/1920 δεν εφαρμόζεται.

4. Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές.

5. Οι αποφάσεις για την έκδοση και το είδος των ομολογιών λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ειδικού σκοπού. Με απόφαση του Διοικητικού

Συμβουλίου μπορεί να παρέχεται περαιτέρω εξουσιοδότηση για τον καθορισμό επί μέρους λεπτομερειών, όπως αυτών που αναφέρονται στον αριθμό και τη συνολική ονομαστική αξία των ομολογιών που πρόκειται να εκδοθούν, τον τρόπο και την προθεσμία διάθεσης τους, τον τρόπο καθορισμού της τιμής διάθεσης τους, το πρόσωπο που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, καθώς και τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Η ονομαστική αξία κάθε ομολογίας πρέπει να είναι τουλάχιστον εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ.

6. Οι απαιτήσεις που μεταβιβάζονται με σκοπό την τιτλοποίηση μπορεί να είναι απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου, ακόμη και των καταναλωτών, υφιστάμενες ή μελλοντικές, εφόσον αυτές προσδιορίζονται ή είναι δυνατόν να προσδιορισθούν με οποιονδήποτε τρόπο. Επίσης μπορεί να μεταβιβάζονται και απαιτήσεις υπό αίρεση. Διαπλαστικά ή άλλα δικαιώματα, ακόμη και αν δεν αποτελούν παρεπόμενα δικαιώματα κατά την έννοια του άρθρου 458 του Α.Κ., εφόσον συνδέονται με τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, μπορούν να μεταβιβάζονται μαζί με αυτές. Ο μεταβιβάζων υποχρεούται να γνωστοποιεί τη γένεση των απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού. Η πώληση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 513 επ. του Α.Κ., η δε μεταβίβαση από τις διατάξεις των άρθρων 455 επ. του Α.Κ., εφόσον οι διατάξεις αυτές δεν αντίκεινται στις διατάξεις του νόμου αυτού.

7. Η εταιρεία ειδικού σκοπού, για τους σκοπούς της τιτλοποίησης, καθώς επίσης και για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου, μπορεί να συνάπτει πάσης φύσεως δάνεια ή πιστώσεις και ασφαλιστικές ή εξασφαλιστικές συμβάσεις, περιλαμβανομένων και συμβάσεων χρηματοοικονομικών παραγώγων. Στους σκοπούς της τιτλοποίησης του προηγούμενου εδαφίου περιλαμβάνονται, ενδεικτικώς, η άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την απόκτηση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, η έκδοση και διάθεση των ομολογιών, η εξόφληση αυτών και των πάσης φύσεως δανείων, πιστώσεων και λοιπών συμβάσεων, όπως ορίζεται στους όρους των σχετικών συμβάσεων και το πρόγραμμα του δανείου.

8. Η σύμβαση μεταβίβασης των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων καταχωρίζεται σε περίληψη που περιέχει τα ουσιώδη στοιχεία αυτής, σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 2844/2000 (ΦΕΚ 220 Α') και κασισχύει των συμφωνιών μεταξύ μεταβιβάζοντος και τρίτων περί ανεκχωρήτου των μεταξύ τους απαιτήσεων. Επιτρέπεται η μεταβίβαση περαιτέρω απαιτήσεων στην εκδότρια και η προσθήκη αυτών σε εκείνες οι οποίες ήδη χρησιμοποιούνται για την εξόφληση των απαιτήσεων που σχετίζονται με την τιτλοποίηση, εφόσον η μεταβίβαση δεν επιφέρει την υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου.

9. Από την καταχώριση της σχετικής σύμβασης σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο επέρχεται η μεταβίβαση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, εκτός αν άλλως ορίζεται στους όρους της σύμβασης, η δε μεταβίβαση αναγγέλλεται εγγράφως από τον μεταβιβάζοντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στον οφειλέτη. Με την αναγγελία πρέπει να προσδιορίζονται και οι απαιτήσεις στις οποίες αφορά η μεταβίβαση.

10. Ως αναγγελία λογίζεται η καταχώριση της σύμβασης αυτής στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/ 2000, σύμφωνα με τη διάταξη της παραγράφου 8 του άρθρου αυτού. Πριν από την αναγγελία δεν αποκτώνται έναντι τρίτων δικαιώματα που απορρέουν από τη μεταβίβαση λόγω πώλησης της παραγράφου 1. Καταβολή προς την εταιρεία ειδικού σκοπού πριν από την αναγγελία ελευθερώνει τον οφειλέτη έναντι του μεταβιβάζοντος και των ελκόντων δικαιώματα από την εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου αυτού.

11. Καταπιστευτική μεταβίβαση των απαιτήσεων δεν επιτρέπεται και οποιοσδήποτε καταπιστευτικός όρος δεν ισχύει. Επιτρέπεται η αναπροσαρμογή ή πίστωση του τιμήματος της πώλησεως και η υπαναχώρηση από τη σύμβαση πώλησης κατά τους όρους της σχετικής σύμβασης και τις διατάξεις των άρθρων 513 επ. του Α.Κ., καθώς και μεταγενέστερη συμφωνία για την αναμεταβίβαση στον μεταβιβάζοντα απαιτήσεων που μεταβιβάστηκαν για τους σκοπούς τιτλοποίησης. Η αναχρηματοδότηση υφιστάμενου δανείου ή αναπροσαρμογή των όρων αυτού δεν επιτρέπεται να βλάπτει τα δικαιώματα των υφιστάμενων ομολογιούχων ούτε να επιφέρει την υποβάθμιση της αξιολόγησης του ομολογιακού δανείου.

12. Στις μεταβιβασθείσες ή μεταβιβαστές απαιτήσεις, με την επιφύλαξη της παραγράφου 18, δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος. Αν μεταβιβαζόμενη απαίτηση ασφαρίζεται με υποθήκη ή προσημείωση υποθήκης ή ενέχυρο ή άλλο παρεπόμενο δικαίωμα ή προνόμιο, το οποίο έχει υποβληθεί σε δημοσιότητα με καταχώριση σε δημόσιο βιβλίο ή αρχείο, για τη σημείωση της μεταβολής του δικαιούχου αρκεί η καταχώριση της βεβαίωσης της καταχώρισης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 και η μνεία σε περίληψη του εμπράγματος βάρους, του παρεπόμενου δικαιώματος ή του προνομίου. Από την καταχώριση για κάθε ενέχυρο σε σχέση με τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις επέρχονται τα αποτελέσματα των άρθρων 39 και 44 του ν.δ. 17.7/13.8.1923.

13. Η πώληση και η μεταβίβαση απαιτήσεων σύμφωνα με το άρθρο αυτό, συμπεριλαμβανομένων των απαιτήσεων από τραπεζικά δάνεια και πιστώσεις πάσης φύσεως, κατά κεφάλαιο, τόκους και λοιπά έξοδα, δεν μεταβάλλει την ουσιαστική, δικονομική και φορολογική φύση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και των σχετικών δικαιωμάτων, όπως ίσχυαν αυτά πριν από τη μεταβίβαση σύμφωνα με τις κατά περίπτωση εφαρμοστέες διατάξεις. Ειδικά προνόμια που ισχύουν υπέρ του μεταβιβάζοντος διατηρούνται και ισχύουν υπέρ της εταιρείας ειδικού σκοπού. Στα ειδικά προνόμια του προηγούμενου εδαφίου περιλαμβάνονται και τα προνόμια περί την εκτέλεση (δυνάμει του ν.δ. 17.7./13.8.1923 ή άλλης διάταξης) και εκπτώσεις και απαλλαγές από φόρους και τέλη πάσης φύσεως που ίσχυαν κατά τις κατά περίπτωση εφαρμοστέες διατάξεις στο πρόσωπο του μεταβιβάζοντος αναφορικά με την επιδίωξη των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και την ενάσκηση κάθε σχετικού δικαιώματος.

14. Με σύμβαση που συνάπτεται εγγράφως η είσπραξη και εν γένει διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων μπορεί να ανατίθεται σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα που παρέχει νομίμως υπηρεσίες σύμφωνα με το σκοπό του στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, στον μεταβιβάζοντα ή και σε τρίτο, εφόσον ο τελευταίος είτε είναι εγγυητής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων είτε ήταν επιφορτισμένος με τη διαχείριση ή την είσπραξη των απαιτήσεων πριν τη μεταβίβαση τους στον αποκτώντα. Αν η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν εδρεύει στην Ελλάδα και οι μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις είναι απαιτήσεις κατά καταναλωτών πληρωτές στην Ελλάδα, τα πρόσωπα στα οποία ανατίθεται η διαχείριση πρέπει να έχουν εγκατάσταση στην Ελλάδα. Σε περίπτωση υποκατάστασης του διαχειριστή, ο υποκατάστατος ευθύνεται αλληλεγγύως και εις ολόκληρον με τον διαχειριστή.

15. Ο διαχειριστής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο υποχρεούται να καταθέτει, αμέσως με την είσπραξη τους, το προϊόν των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, υποχρεωτικά σε χωριστή έντοκη κατάθεση που τηρείται στον ίδιο, εφόσον είναι πιστωτικό ίδρυμα, διαφορετικά σε πιστωτικό ίδρυμα που δραστηριοποιείται στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Στην κατάθεση γίνεται ειδική μνεία ότι αυτή αποτελεί χωριστή περιουσία διακριτή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού

ιδρύματος στο οποίο κατατίθεται. Κάθε εμπράγματη ασφάλεια που παρέχεται για λογαριασμό των ομολογιούχων, τα κεφάλαια, που εισπράττει ο διαχειριστής για λογαριασμό τους ή οι κινητές αξίες που κατατίθενται σε αυτόν, δεν υπόκεινται σε κατάσχεση, συμψηφισμό ή άλλου είδους δέσμευση από τον ίδιο ή τους δανειστές του ούτε περιλαμβάνονται στην πτωχευτική περιουσία του.

16. Στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 της έδρας του μεταβιβάζοντος σημειώνεται η σύμφωνα με την παράγραφο 14 ανάθεση της διαχείρισης και κάθε σχετική μεταβολή.

17. Τα ποσά που προκύπτουν από την είσπραξη των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και οι αποδόσεις της κατάθεσης που αναφέρονται στην παράγραφο 15 διατίθενται για την εξόφληση των εκδιδόμενων ομολογιών, κατά κεφάλαιο, τόκους, έξοδα, φόρους και πάσης φύσεως δαπάνες, καθώς και των λειτουργικών δαπανών της εταιρείας ειδικού σκοπού και των απαιτήσεων κατ' αυτής, όπως ορίζεται στους όρους του ομολογιακού δανείου και του προγράμματος.

18. Επί των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων και της κατάθεσης που αναφέρεται στην παράγραφο 15 υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και των λοιπών δικαιούχων σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο, με την καταχώριση της κατά την παράγραφο 1 σύμβασης στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000. Οι απαιτήσεις για τις οποίες υπάρχει το νόμιμο ενέχυρο κατατάσσονται πριν από τις απαιτήσεις του άρθρου 975 Κ.Πολ.Δ., εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στους όρους του δανείου.

19. Από της καταχώρισης, το κύρος της πώλησης και μεταβίβασης της παραγράφου 1, των παρεπόμενων προς τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις δικαιωμάτων και του νομίμου ενεχύρου, δεν θίγεται από την επιβολή οποιουδήποτε συλλογικού μέτρου ικανοποίησης των πιστωτών, που συνεπάγεται την απαγόρευση ή τον περιορισμό της εξουσίας διάθεσης των περιουσιακών στοιχείων του μεταβιβάζοντος, της εταιρείας ειδικού σκοπού ή τρίτου εγγυοδότη ή δικαιούχου παρεπόμενου δικαιώματος ή του προσώπου που αναλαμβάνει την είσπραξη και διαχείριση των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, ούτε από την υποβολή σχετικής αίτησης κατ' αυτών. Το ίδιο ισχύει και όταν πρόκειται για μελλοντικές απαιτήσεις, η γένεση των οποίων επέρχεται μετά την επιβολή του συλλογικού μέτρου ή την υποβολή της σχετικής αίτησης.

20. Οι διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου δεν εφαρμόζονται στις σχέσεις μεταξύ μεταβιβάζοντος και εταιρείας ειδικού σκοπού και στις σχέσεις μεταξύ της εταιρείας ειδικού σκοπού και των δανειστών της για τους σκοπούς της τιτλοποίησης. Η εταιρεία ειδικού σκοπού και οι δανειστές της υποχρεούνται να τηρούν τις διατάξεις περί τραπεζικού απορρήτου, όπως αυτές ισχύουν αναφορικά με τη συγκεκριμένη κατηγορία απαιτήσεων.

21. Η επεξεργασία προσωπικών δεδομένων οφειλετών κατά το μέτρο που είναι αναγκαία για τους σκοπούς τιτλοποίησης απαιτήσεων κατά το νόμο αυτόν γίνεται σύμφωνα με το ν. 2472/1997 (ΦΕΚ 50 Α'), και δεν προϋποθέτει προηγούμενη άδεια της Αρχής του ν. 2472/1997 ή συναίνεση του οφειλέτη.

22. Ο μεταβιβάζων μπορεί να δίνει προς την εταιρεία ειδικού σκοπού κάθε στοιχείο ή δεδομένο σχετικό με τις απαιτήσεις και τους αντίστοιχους οφειλέτες. Το ίδιο ισχύει και για την εταιρεία ειδικού σκοπού έναντι των ομολογιούχων ή των εκπροσώπων τους, καθώς και των προσώπων που μετέχουν στις διαδικασίες που προβλέπονται από το νόμο αυτόν.

Άρθρο 11

Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα

1. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα είναι η μεταβίβαση ακινήτων λόγω πώλησης με έγγραφη σύμβαση μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνο, ομολογιών οποιοδήποτε είδους ή μορφής, ονομαστικής αξίας της καθεμιάς τουλάχιστον εκατό χιλιάδων {100.000} ευρώ, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: α) από το προϊόν της διαχείρισης ή πώλησης των ακινήτων που μεταβιβάζονται κατά τα άνω ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων. Ως μεταβίβαση ακινήτων για τους σκοπούς του άρθρου αυτού καθώς και του άρθρου 14 νοείται η μεταβίβαση κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία. Ο ορισμός της ιδιωτικής τοποθέτησης, οι απαγορεύσεις και οι προϋποθέσεις συμμετοχής σε αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου με έδρα την Ελλάδα, που αναφέρονται στην παράγραφο 1 του προηγούμενου άρθρου 10, ισχύουν και εφαρμόζονται και στο άρθρο αυτό.

2. Για τους σκοπούς του άρθρου αυτού, «μεταβιβάζων» είναι το Ελληνικό Δημόσιο, ή επιχείρηση του Δημοσίου, όπως αυτές ορίζονται στην παράγραφο 1 του άρθρου 1 του ν. 2414/1996 (ΦΕΚ 135 Α'), πιστωτικό ίδρυμα, ασφαλιστική εταιρεία ή ανώνυμη εταιρεία, της οποίας το σύνολο των μετοχών ανήκει στα πρόσωπα του εδαφίου αυτού. «Μεταβιβάζων» επίσης είναι και ανώνυμη εταιρεία, οι μετοχές της οποίας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και το γενικό σύνολο ενεργητικού της είναι μεγαλύτερο από τριακόσια πενήντα εκατομμύρια (350.000.000) ευρώ, όπως προκύπτει από τις πλέον πρόσφατες δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις που έχουν ελεγχθεί από ορκωτό ελεγκτή λογιστή. Με απόφαση της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποιήσεων της παραγράφου 1 του άρθρου 3 του ν. 3049/ 2002 (ΦΕΚ 212 Α') μπορεί για τους σκοπούς αποκρατικοποίησης να υπάγονται στις ρυθμίσεις του άρθρου αυτού και άλλες επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα, όπως αυτός προσδιορίζεται με την παράγραφο 6 του άρθρου 1 του ν. 1256/1982 {ΦΕΚ 65 Α'}, όπως το άρθρο αυτό αρχικά ίσχυσε.

3. «Αποκτών» για τους σκοπούς του άρθρου αυτού είναι το νομικό πρόσωπο ή πρόσωπα προς τα οποία μεταβιβάζονται τα ακίνητα. Ο αποκτών πρέπει να έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία ακινήτων για τους σκοπούς του άρθρου αυτού («εταιρεία ειδικού σκοπού»),

4. Τα μεταβιβαζόμενα ακίνητα, με την εξαίρεση των ακινήτων του Δημοσίου και των επιχειρήσεων του Δημοσίου ή των θυγατρικών τους, πρέπει να ιδιοχρησιμοποιούνται από τον μεταβιβάζοντα για την άσκηση της επαγγελματικής του δραστηριότητας.

5. Εκδότης των ομολογιών είναι ο ίδιος ο αποκτών. Όπου στο άρθρο αυτό αναφέρεται εταιρεία ειδικού σκοπού είναι ο αποκτών ή ο εκδότης των ομολογιών ανάλογα με την περίπτωση.

6. Η εταιρεία ειδικού σκοπού του άρθρου αυτού εδρεύει υποχρεωτικώς στην Ελλάδα, έχει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και διέπεται από τις διατάξεις του νόμου αυτού και συμπληρωματικά από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών και

τις διατάξεις του ν.δ. 17 Ιουλίου/13 Αυγούστου 1923, εφόσον δεν είναι αντίθετες με το νόμο αυτόν. Η διάταξη της περιπτώσεως (γ') της παραγράφου 1 του άρθρου 48 του κ.ν. 2190/1920 δεν εφαρμόζεται.

7. Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού του άρθρου αυτού είναι ονομαστικές.

8. Η σύμβαση για τη μεταβίβαση του εμπράγματος δικαιώματος επί του ακινήτου που γίνεται για το σκοπό τιτλοποίησης, σύμφωνα με την παράγραφο 1, καταχωρίζεται σε περίληψη που περιέχει τα ουσιώδη στοιχεία της σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 2844/2000.

9. Οι διατάξεις του προηγούμενου άρθρου 10 εφαρμόζονται και στην περίπτωση που η τιτλοποίηση αφορά απαιτήσεις από ακίνητα, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στο άρθρο αυτό. Όπου στο άρθρο 10 γίνεται λόγος για προϊόν είσπραξης απαιτήσεων, νοούνται οι καρποί και οι πρόσοδοι από τη διαχείριση, την εκμετάλλευση, καθώς και το τίμημα διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπραγμάτου δικαιώματος επί ακινήτου.

10. Ο αποκτών δεν επιτρέπεται να μεταβιβάζει περαιτέρω τα ακίνητα ή να συστήνει άλλο εμπράγματο βάρος επ' αυτών. Κάθε σχετική σύμβαση με αυτό το αντικείμενο είναι άκυρη. Από την απαγόρευση εξαιρούνται μεταβιβάσεις που πραγματοποιούνται σύμφωνα με τους όρους της αρχικής σύμβασης μεταβίβασης του ακινήτου.

11. Η σύμβαση μεταβίβασης των ακινήτων υποχρεωτικά περιέχει ιδίως: (α) μνεία ότι η κατάρτιση αυτής και η μεταβίβαση των ακινήτων γίνεται αποκλειστικά για το σκοπό τιτλοποίησης σύμφωνα με το νόμο αυτόν, (β) όρους με τους οποίους συμφωνείται ο τρόπος διάθεσης των ακινήτων στη λήξη του ομολογιακού δανείου, που μπορεί ενδεικτικά να συνίσταται σε πώληση, επαναπώληση, επαναγορά, ανταλλαγή ή εξώνηση, χωρίς το χρονικό περιορισμό του άρθρου 566 Α.Κ. και (γ) μνεία της απαγόρευσης της παραγράφου 10.

12. Τα μεταβιβαζόμενα δικαιώματα επί ακινήτων και τα έσοδα από τη διαχείριση τους πρέπει να είναι ελεύθερα βαρών και κατασχέσεων.

13. Στην απόφαση του διοικητικού συμβουλίου για την έκδοση και τους όρους των ομολογιών εκτός των αναφερομένων στην παράγραφο 5 του άρθρου 10 πρέπει να αναφέρεται και το πρόσωπο που αναλαμβάνει την εκμετάλλευση των ακινήτων, καθώς και την είσπραξη και διαχείριση των εσόδων και εξόδων από αυτήν, τον τρόπο διάθεσης των εσόδων από τη διαχείριση, σύμφωνα με τα οριζόμενα στις παραγράφους 14 και 15 του άρθρου 10.

14. Επί των καρπών από τη διαχείριση, την εκμετάλλευση, καθώς και επί του τιμήματος διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπραγμάτου δικαιώματος επί ακινήτου και επί των απαιτήσεων της εταιρείας ειδικού σκοπού στο τίμημα διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπραγμάτου δικαιώματος επί ακινήτου, υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των προσώπων και κατά τους όρους της παραγράφου 18 του άρθρου 10 του νόμου αυτού.

15. Η μεταβίβαση των ακινήτων γνωστοποιείται εγγράφως με κάθε πρόσφορο τρόπο από τον μεταβιβάζοντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στο μισθωτή του ακινήτου και κάθε πρόσωπο που έχει οποιαδήποτε ενοχική υποχρέωση έναντι του εκάστοτε κυρίου ή επικαρπωτή.

16. Καταστροφή κτισμάτων ή άλλων εγκαταστάσεων επί ακινήτων δεν επιφέρει λήξη του ομολογιακού δανείου, εκτός εάν προβλέπεται διαφορετικά στους όρους του δανείου.

17. Επί των καρπών και του τιμήματος διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου ακινήτου και απαιτήσεως επ' αυτού δεν επιτρέπεται να συσταθεί ενέχυρο ή άλλο βάρος επ' αυτών, με την επιφύλαξη των διατάξεων της παραγράφου 14 του άρθρου αυτού.

18. Σε περίπτωση εκμίσθωσης των ακινήτων από την εκδότρια στον μεταβιβάζοντα δεν εφαρμόζεται η διάταξη του άρθρου 43 του π.δ. 34/1995 (ΦΕΚ 30 Α').

Άρθρο 12

Ασφάλεια

1. Οι απαιτήσεις από ομολογιακά δάνεια του νόμου αυτού μπορεί να ασφαίζονται κατά κεφάλαιο, τόκους και έξοδα με κάθε είδους εμπράγματα ασφάλεια ή εγγύηση. Η ασφάλεια αυτή μπορεί να λαμβάνεται είτε κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου είτε μεταγενέστερα.

2. Η εγγύηση παρέχεται με έγγραφη δήλωση του εγγυητή που πρέπει να περιέχεται στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου. Οι κάθε μορφής εμπράγματα ασφάλειες παραχωρούνται στο όνομα του εκπροσώπου των ομολογιούχων και για λογαριασμό των ομολογιούχων, με σύμβαση μεταξύ του παρέχοντος την ασφάλεια και του εκπροσώπου. Όπου απαιτείται για τη σύσταση εμπράγματης ασφάλειας η καταχώριση οποιουδήποτε εγγράφου ή της ανωτέρω σύμβασης σε οποιαδήποτε αρχή ή μητρώο ή κτηματολόγιο, η καταχώριση πραγματοποιείται στο όνομα του εκπροσώπου με ρητή μνεία ότι η ασφάλεια χορηγείται για την εξασφάλιση απαιτήσεων από ομολογιακό δάνειο.

3. Στην υποθήκη και το ενέχυρο εφαρμόζονται οι διατάξεις του ν.δ. 17.7-13.8/1923. Εκτελεστό τίτλο αποτελεί η σύμβαση, με την οποία παρασχέθηκε η εμπράγματη ασφάλεια. Οι διατάξεις των άρθρων 39 και 44 του ν.δ. 17.7-13.8/1923 εφαρμόζονται ανάλογα και επί ενεχυριάσεως ονομαστικής απαιτήσεως σε ασφάλεια ομολογιακού δανείου.

Άρθρο 13

Υποβολή στοιχείων

1. Οι εταιρείες ειδικού σκοπού των άρθρων 10 και 11 υποβάλλουν κατ' έτος στην Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, έκθεση αποτίμησης της ακίνητης περιουσίας τους και της ρευστοποιήσιμης αξίας της περιουσίας τους, ελεγμένες από ορκωτούς ελεγκτές σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα.

2. Οι εταιρείες ειδικού σκοπού του άρθρου 11 υποχρεούνται να γνωστοποιούν κάθε χρόνο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα στοιχεία των μετόχων τους, καθώς και έπειτα από κάθε αλλαγή στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας. Αν μέτοχοι της

εταιρείας ειδικού σκοπού είναι πιστωτικά ιδρύματα, τα στοιχεία γνωστοποιούνται και στην Τράπεζα της Ελλάδος.

3. Σε κάθε περίπτωση που από την ισχύουσα νομοθεσία επιβάλλεται η σύνταξη ενημερωτικού δελτίου, το πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου αποτελεί παράρτημα του ενημερωτικού δελτίου, εφόσον ειδικότερος νόμος δεν ορίζει διαφορετικά.

Άρθρο 14

Φορολογικές και άλλες ρυθμίσεις

1. Η έκδοση ομολογιακού δανείου του νόμου αυτού, η παροχή κάθε είδους ασφαλειών, όλες οι συμβάσεις που προβλέπονται στο νόμο αυτόν, καθώς και κάθε σχετική ή παρεπόμενη σύμβαση ή πράξη και η καταχώριση αυτών σε δημόσια βιβλία όπου απαιτείται, οι προσωρινοί και οριστικοί τίτλοι ομολογιών, η διάθεση και κυκλοφορία αυτών, η εξόφληση του κεφαλαίου από ομολογίες και από επιχειρηματικές απαιτήσεις που τις καλύπτουν και εν γένει η άσκηση δικαιωμάτων που απορρέουν από ομολογίες που εκδίδονται σύμφωνα με το νόμο αυτόν και από επιχειρηματικές απαιτήσεις που τις καλύπτουν, η μεταβίβαση ομολογιών εντός ή εκτός οργανωμένης αγοράς ή χρηματιστηρίου απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, περιλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας, τέλος, ανταποδοτικό ή μη, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, εισφορά του ν. 128/1975, προμήθεια, δικαίωμα ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων, με την επιφύλαξη των διατάξεων που αφορούν το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών.

2. Για κάθε εγγραφή σύστασης ή μεταβίβασης ή άρση ή διαγραφή εμπραγμάτων δικαιωμάτων ή σημειώσεων σε οποιοδήποτε δημόσιο βιβλίο, μητρώο ή κτηματολόγιο και για την καταχώριση των συμβάσεων των άρθρων 10 και 11, καταβάλλονται μόνο πάγια δικαιώματα εμίσθων ή αμίσθων υποθηκοφυλάκων εκατό ευρώ (100 €), αποκλειόμενης οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης ή τέλους.

3. Με την επιφύλαξη των διατάξεων που αφορούν χρεώσεις του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, σε κάθε περίπτωση όπου απαιτείται στο πλαίσιο του νόμου αυτού η σύνταξη οποιοδήποτε συμβολαιογραφικού εγγράφου, τα δικαιώματα των συμβολαιογράφων, του Ταμείου Νομικών και οποιοδήποτε τρίτου και οι αμοιβές των δικηγόρων περιορίζονται στο 1/20 των επιβαλλομένων από τις κείμενες διατάξεις, χωρίς να δύνανται να υπερβούν το ποσό των δύο χιλιάδων πεντακοσίων ευρώ (2.500 €), εφόσον υπολογίζονται αναλογικά ή το ποσό των διακοσίων ευρώ (200 €) σε κάθε άλλη περίπτωση. Τα ανωτέρω ισχύουν αναλόγως και για τις αμοιβές και τα δικαιώματα των δικαστικών επιμελητών.

4. Η μεταβίβαση απαιτήσεων προς και από την εταιρεία ειδικού σκοπού των άρθρων 10 και 11 και η είσπραξη των σχετικών απαιτήσεων από την εταιρεία αυτή, η σύναψη συμβάσεων παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων ή συμβάσεων δανείων ή πιστώσεων απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, τέλη χαρτοσήμου, εισφορά ή δικαιώματα υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων.

5. Η μεταβίβαση ακινήτων προς την εταιρεία ειδικού σκοπού της παραγράφου 6 του άρθρου 11, καθώς και η αναμεταβίβασή τους στον αρχικώς μεταβιβάζοντα, απαλλάσσεται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, τέλη χαρτοσήμου, εισφορά ή δικαιώματα υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων.

6. Δάνεια και πιστώσεις πάσης φύσεως προς την εταιρεία ειδικού σκοπού των άρθρων 10 και 11 που χορηγούνται για τους σκοπούς τιτλοποίησης απαλλάσσονται της εισφοράς του ν. 128/1975, όπως ισχύει.

7. Τα κέρδη από τη μεταβίβαση απαιτήσεων στην εταιρεία ειδικού σκοπού των άρθρων 10 και 11, η σύναψη συμβάσεων παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων ή συμβάσεων δανείων ή πιστώσεων, απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος.

8. Ομοίως απαλλάσσονται τα κέρδη από την πώληση των ακινήτων στην εταιρεία ειδικού σκοπού της παραγράφου 6 του άρθρου 11.

9. Η απαλλαγή που προβλέπεται στις παραγράφους 7 και 8 παρέχεται με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη της μεταβιβάζουσας εταιρείας εμφανίζονται σε λογαριασμό ειδικού αφορολόγητου αποθεματικού, το οποίο αν διανεμηθεί ή κεφαλαιοποιηθεί υπόκειται σε φορολογία σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 4 του άρθρου 106 του ν. 2238/1994 (ΦΕΚ 151 Α') κατά το χρόνο της διανομής ή της κεφαλαιοποίησης.

10. Αν ο μεταβιβάζων τα ακίνητα είναι, μετά τη μεταβίβαση, μισθωτής των ακινήτων, τότε η εταιρεία ειδικού σκοπού του άρθρου 11 δεν έχει υποχρέωση καταβολής Φόρου Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας του άρθρου 24 του ν. 2459/1997 (ΦΕΚ 17 Α') για τα ακίνητα αυτά, ούτε και συμπληρωματικού φόρου και τέλους χαρτοσήμου στο εισόδημα των ακινήτων αυτών. Υπόχρεος για την καταβολή του Φόρου Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας των ακινήτων του προηγούμενου εδαφίου είναι ο μεταβιβάζων τα ακίνητα μισθωτής για όσο χρόνο διαρκεί η μίσθωση.

11. Για τον προσδιορισμό του φορολογητέου εισοδήματος της εταιρείας ειδικού σκοπού των άρθρων 10 και 11, οι τόκοι των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων θεωρούνται εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις. Από τα ακαθάριστα έσοδα της εκπίπτουν, επιπλέον των δαπανών απόκτησης εισοδήματος, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 105 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος που κυρώθηκε με το ν. 2238/1994, και οι τόκοι και τα συναφή έξοδα των δανείων, πιστώσεων και συμβάσεων παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων που συνομολογεί. Σε περίπτωση αναμεταβίβασης της απαίτησης ή του ακινήτου στον αρχικώς μεταβιβάσαντα, εφαρμόζονται αναλόγως για την εταιρεία ειδικού σκοπού του άρθρου 10 και 11 οι διατάξεις των παραγράφων 7, 8 και 9 του άρθρου αυτού.

12. Με την επιφύλαξη των εξαιρέσεων που προβλέπονται στο άρθρο 15 του ν. 3091/2002 (ΦΕΚ 330 Α'), η εταιρεία ειδικού σκοπού δεν βαρύνεται με τον ειδικό φόρο ακίνητης περιουσίας, που προβλέπεται στο άρθρο αυτό, αν η πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της κατέχεται από κοινωφελή ιδρύματα ή οργανισμούς. Με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών ορίζονται οι λεπτομέρειες, οι όροι, οι προϋποθέσεις και κάθε άλλο θέμα που είναι αναγκαίο για την εφαρμογή της παραγράφου αυτής.

13. Οι διατάξεις του άρθρου αυτού με την εξαίρεση των παραγράφων 5,8 και 10 αυτού και του άρθρου 10 με την εξαίρεση της παραγράφου 3 αυτού, εφαρμόζονται και σε περίπτωση μεταβίβασης απαιτήσεων προς τιτλοποίηση, σύμφωνα με το άρθρο 10 κατά την οποία η εταιρεία ειδικού σκοπού του άρθρου 10 εδρεύει στην αλλοδαπή.

Άρθρο 15

Καταργούμενες - Τροποποιούμενες διατάξεις

1. Η παράγραφος 1 του άρθρου 3α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«1. (α) Η γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίζει σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 3 και 31 παρ. 2 την έκδοση ομολογιακού δανείου, με το οποίο χορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα μετατροπής των ομολογιών τους σε μετοχές της εταιρείας.

(β) Το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να αποφασίζει την έκδοση ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες υπό τις προϋποθέσεις της παραγράφου 1 του άρθρου 13.

(γ) Επί των αποφάσεων των περιπτώσεων α' και β' εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις για τη δημοσιότητα της απόφασης για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και οι διατάξεις της παραγράφου 8 του άρθρου 13.»

2. Η παράγραφος 2 του άρθρου 3α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«2. Στην απόφαση του αρμόδιου οργάνου ορίζεται ο χρόνος και ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος, η τιμή ή ο λόγος μετατροπής ή το εύρος τους. Η τελική τιμή ή ο λόγος μετατροπής ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας πριν από την έκδοση του δανείου. Απαγορεύεται χορήγηση μετοχών ονομαστικής αξίας ανώτερης της τιμής έκδοσης των μετατρεπόμενων ομολογιών.»

3. Η παράγραφος 3 του άρθρου 3α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«3. Η διάταξη της παραγράφου 1 του άρθρου 13α του παρόντος εφαρμόζεται ανάλογα. Μετά την ολοκλήρωση της κάλυψης του δανείου, το διοικητικό συμβούλιο της εκδότριας πιστοποιεί την καταβολή του ομολογιακού δανείου με ανάλογη εφαρμογή του άρθρου 11 του παρόντος. Σε περίπτωση παράβασης επιβάλλονται οι ποινές που προβλέπονται στο άρθρο 58α του παρόντος.»

4. Στο άρθρο 3α του κ.ν. 2190/1920 προστίθεται παράγραφος 4 ως εξής:

«4. Με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών, επέρχεται ισόποση αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποχρεούται μέχρι τη λήξη του επόμενου μηνός από την ημέρα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής να διαπιστώνει την αύξηση και να αναπροσαρμόζει το περί κεφαλαίου άρθρο του καταστατικού, τηρώντας τις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β.»

5. Στο τέλος του άρθρου 3α του κ.ν. 2190/1920 προστίθεται παράγραφος 5 ως εξής:

«5. Οι αυξήσεις κεφαλαίου της παραγράφου 4 δεν αποτελούν τροποποίηση του καταστατικού.»

6. Το άρθρο 3β του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«Άρθρο 3β

Η γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίζει, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 3 και 31 παρ. 2, την έκδοση ομολογιακού δανείου, με το οποίο χορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα είτε προς λήψη, πέραν του τάκου, και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών που υπολείπονται μετά την απόληψη του κατά το άρθρο 45 πρώτου μερίσματος από τους προνομιούχους και κοινούς μετόχους είτε

προς λήψη άλλης πρόσθετης παροχής, που εξαρτάται από το ύψος της παραγωγής ή το εν γένει επίπεδο δραστηριότητας της εταιρείας.»

7. Η παράγραφος 1 του άρθρου 8α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«1. Το κατώτατο όριο του μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας που προσφεύγει στην ολική ή μερική κάλυψη του από το κοινό με δημόσια εγγραφή ορίζεται στο ποσό του ενάμισι εκατομμυρίου ευρώ ολοσχερώς καταβεβλημένο.»

8. Η παράγραφος 2 του άρθρου 8α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«2. Η σύναψη με δημόσια εγγραφή ομολογιακού δανείου επιτρέπεται μόνο σε ανώνυμη εταιρία που έχει μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον ενάμισι εκατομμυρίου ευρώ ολοσχερώς καταβεβλημένο.»

9. Η παράγραφος 3 του άρθρου 8α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«3. Η διάθεση προς το κοινό μετοχών ή ομολογιών ενεργείται μέσω αναδόχου, ο οποίος συνυπογράφει το ενημερωτικό δελτίο.»

10. Η παράγραφος 4 του άρθρου 8α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«4. Για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου ή τη σύναψη ομολογιακού δανείου, με δημόσια εγγραφή, ή για τη διάθεση προς το κοινό μετοχών ή ομολογιών απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία εγκρίνει ταυτόχρονα και το ενημερωτικό δελτίο που δημοσιεύεται σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία. Για την παροχή της άδειας δημόσιας εγγραφής η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει τη συνδρομή των προϋποθέσεων που τίθενται από τις παραγράφους 1-3 του άρθρου αυτού.»

11. Η παράγραφος 5 του άρθρου 8α του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«5. Πρόσκληση προς το κοινό ή διάθεση κινητών αξιών που εμπίπτουν στο άρθρο 4 του π.δ. 52/1992 δεν συνιστούν δημόσια εγγραφή.»

12. Στο άρθρο 8α του κ.ν. 2190/1920 προστίθεται παράγραφος 6 ως εξής:

«6. Οι ανώνυμες εταιρίες που αποκτούν κεφάλαια μέσω δημόσιας εγγραφής μετοχών ή ομολογιών υποχρεούνται να ζητήσουν μέσα σε ένα έτος από την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής την εισαγωγή των παραπάνω κινητών αξιών σε χρηματιστήριο.»

13. Στο τέλος του άρθρου 8α του κ.ν. 2190/1920 προστίθεται παράγραφος 7 ως εξής:

«7. Για τη χορήγηση της άδειας για δημόσια εγγραφή σε ομολογιακό δάνειο ή για διάθεση προς το κοινό ομολογιών απαιτείται προηγούμενη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρίας ή των ομολογιών. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ορίζονται οι εταιρίες που μπορούν να αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτριών, η διαδικασία δημοσιοποίησης της αξιολόγησης, καθώς και κάθε θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια σχετικά με τα παραπάνω.»

14. Η περίπτωση α' της παραγράφου 1 του άρθρου 13 του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«1. (α) Στο καταστατικό είναι δυνατόν να ορισθεί ότι κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρείας, το διοικητικό συμβούλιο έχει το δικαίωμα με απόφαση του που λαμβάνεται με πλειοψηφία των δύο τρίτων (2/3) τουλάχιστον του συνόλου των μελών του να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο μερικά ή ολικά με την έκδοση νέων μετοχών, για ποσό που δεν μπορεί να υπερβεί το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο.»

15. Η περίπτωση β' της παραγράφου 1 του άρθρου 13 του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«(β) Η πιο πάνω εξουσία μπορεί να εκχωρείται στο διοικητικό συμβούλιο και με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β. Στην περίπτωση αυτή, το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να αυξάνεται μέχρι το ποσό του κεφαλαίου που είναι καταβεβλημένο κατά την ημερομηνία που χορηγήθηκε στο διοικητικό συμβούλιο η εν λόγω εξουσία.»

16. Η περίπτωση γ' της παραγράφου 1 του άρθρου 13 του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«(γ) Η πιο πάνω εξουσία του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να ανανεώνεται από τη γενική συνέλευση για χρονικό διάστημα που δεν υπερβαίνει την πενταετία για κάθε ανανέωση και η ισχύς της αρχίζει μετά τη λήξη της κάθε πενταετίας. Η απόφαση αυτή της γενικής συνέλευσης υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β.»

17. Το πρώτο εδάφιο της παραγράφου 5 του άρθρου 13 του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«5. Η απόφαση του αρμόδιου οργάνου της εταιρίας για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να αναφέρει τουλάχιστον το ποσό της αύξησης του κεφαλαίου, τον τρόπο κάλυψής της, τον αριθμό και το είδος των μετοχών που θα εκδοθούν, την ονομαστική αξία και την τιμή διάθεσης αυτών και την προθεσμία κάλυψης.»

18. Το τρίτο εδάφιο της παραγράφου 5 του άρθρου 13 του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«Μετά το τέλος της προθεσμίας, που όρισε το όργανο της εταιρείας που αποφάσισε την αύξηση, για την ενάσκηση του δικαιώματος προτίμησης, η οποία δεν μπορεί να είναι μικρότερη από ένα (1) μήνα ή, εφόσον το δικαίωμα προτίμησης απορρέει από μετοχές που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, δεκαπέντε (15) ημέρες, οι μετοχές που δεν έχουν αναληφθεί, σύμφωνα με τα παραπάνω, διατίθενται ελεύθερα από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας.»

19. Η παράγραφος 3 του άρθρου 29 του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«3. Εξαιρετικά προκειμένου για αποφάσεις που αφορούν στη μεταβολή της εθνικότητας της εταιρείας, σε μεταβολή του αντικείμενου της επιχείρησης αυτής, σε επαύξηση των υποχρεώσεων των μετόχων, σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μη προβλεπόμενη από το Καταστατικό, σύμφωνα με το άρθρο 13 (παρ. 1 και 2) ή επιβαλλόμενη από διατάξεις νόμων ή γενόμενη με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, σε μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, σε μεταβολή του τρόπου διάθεσης των κερδών, σε συγχώνευση, διάσπαση, μετατροπή, αναβίωση, παράταση της διάρκειας ή διάλυση της εταιρείας, παροχή ή ανανέωση εξουσίας προς το Διοικητικό Συμβούλιο για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, σύμφωνα με το άρθρο

13 παρ, 1, η συνέλευση ευρίσκεται σε απαρτία και συνεδριάζει έγκυρα επί των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης όταν παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται κατ'1 αυτήν μέτοχοι εκπροσωπώντας τα δύο τρίτα (2/3) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.»

20. Το εδάφιο (ε) της παραγράφου 1 του άρθρου 34 του κ. ν. 2190/1920 καταργείται και αναριθμείται το εδάφιο (στ) σε (ε) και το εδάφιο (ζ) σε (στ).

21. Το πρώτο εδάφιο της παραγράφου 4 του άρθρου 70 του κ.ν. 2190/1920 αντικαθίσταται ως εξής:

«4. Αν υπάρχουν δανειστές με ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές τουλάχιστον μιας από τις συγχωνευόμενες εταιρείες, η απόφαση για συγχώνευση πρέπει να εγκριθεί και από τους δανειστές αυτούς.»

22. Καταργείται το άρθρο 3γ του κ.ν. 2190/1920.

23. Το πρώτο και το τέταρτο εδάφια της παραγράφου 8 του τμήματος Α' του άρθρου 4 του π.δ. 350/1985 (ΦΕΚ 126 Α') καταργούνται.

24. Στο άρθρο 4 του π.δ. 348/1985 (ΦΕΚ 125 Α') προστίθεται παράγραφος 4 ως εξής:

«4. Οι παραπάνω παράγραφοι 2 και 3 εφαρμόζονται και σε περίπτωση δημόσιας εγγραφής ή προσφοράς ομολογιών στο κοινό.»

Άρθρο 16

Συμφηφισμός και εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα

Σε περίπτωση πτώχευσης ή άλλου συλλογικού μέτρου ή διαδικασίας που συνεπάγεται την απαγόρευση ή τον περιορισμό της εξουσίας διάθεσης, ο συμφηφισμός των εκατέρωθεν απαιτήσεων, συμπεριλαμβανομένου του πολυμερούς και του εκκαθαριστικού συμφηφισμού, που πηγάζει από συναλλαγές κάθε φύσεως, καθώς και συμφηφισμού απαιτήσεων που προκύπτουν από συναλλαγές, σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα μεταξύ προσώπων από τα οποία ένα τουλάχιστον είναι το Δημόσιο ή ίδρυμα κατά την έννοια της παρ. 5 του άρθρου 2 του ν. 23967/1996 (ΦΕΚ 73 Α'), είναι έγκυρος και ισχυρός και αντιτάσσεται έναντι όλων των πιστωτών εφόσον διέπεται από σύμβαση μεταξύ των δικαιούχων των συμφηφιζόμενων απαιτήσεων, που καταρτίζεται με έγγραφο βέβαιης χρονολογίας, προγενέστερης της κήρυξης της πτώχευσης ή της έναρξης του συλλογικού μέτρου ή της διαδικασίας.

Άρθρο 17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ' ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ

1. Στο τέλος της παρ. 9 του άρθρου 2 του ν. 1667/1986 (ΦΕΚ 196 Α') προστίθεται εδάφιο ως εξής:

«Προκειμένου για πιστωτικούς συνεταιρισμούς που λειτουργούν ως πιστωτικά ιδρύματα, στον συνεταίρο που αποχωρεί ή αποκλείεται, αποδίδεται η αξία της συνεταιριστικής μερίδας που αναλογεί στην καθαρή περιουσία του πιστωτικού συνεταιρισμού, όπως αυτή προκύπτει από τον ισολογισμό της τελευταίας χρήσης, λαμβανομένου υπόψη και του ποσού κατά το οποίο οι σχηματισμένες προβλέψεις υπολείπονται των απαιτούμενων, σύμφωνα με την κατά το άρθρο 38 παρ. 5 του ν. 2937/2001 έκθεση των ορκωτών ελεγκτών και τη σύμφωνη γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος για τη διαφορά αυτήν.»

2. Η παρ. 3 του άρθρου 3 του ν. 1667/1986 αντικαθίσταται ως εξής:

«3. Το καταστατικό μπορεί να επιτρέπει την απόκτηση από κάθε συνεταίρο έως πέντε (5) προαιρετικών μερίδων, εκτός από την υποχρεωτική μερίδα. Προκειμένου για καταναλωτικούς συνεταιρισμούς, το Καταστατικό μπορεί να επιτρέπει την απόκτηση από κάθε συνεταίρο μέχρι 100 προαιρετικών μερίδων, για πιστωτικούς συνεταιρισμούς μέχρι χιλίων διακοσίων και μιας (1.201) και μπορεί να ορίζει χωρίς περιορισμό τον αριθμό των προαιρετικών μερίδων που μπορούν να αποκτήσουν νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου. Η αξία κάθε προαιρετικής μερίδας είναι ίση με την αξία της υποχρεωτικής.»

3. Πριν το τελευταίο εδάφιο της παρ. 3 του άρθρου 4 του ν. 1667/1986 προστίθεται εδάφιο ως εξής:

«Προκειμένου για πιστωτικούς συνεταιρισμούς που λειτουργούν ως πιστωτικά ιδρύματα, κάθε νέος συνεταίρος υποχρεούται κατά την είσοδο του να καταβάλει, εκτός από το ποσό της μερίδας του και εισφορά ανάλογη προς την καθαρή περιουσία του συνεταιρισμού, όπως αυτή προκύπτει από τον ισολογισμό της τελευταίας χρήσης και των διατάξεων του Καταστατικού, λαμβανομένου υπόψη και του ποσού κατά το οποίο οι σχηματισμένες προβλέψεις τυχόν υπολείπονται των απαιτούμενων, σύμφωνα με την κατά το άρθρο 38 παρ. 5 του ν. 2937/ 2001 σχετική έκθεση των ορκωτών ελεγκτών και τη σύμφωνη γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος περί της διαφοράς αυτής.»

4. Η παρ. 2 του άρθρου 5 του ν. 1667/1986 αντικαθίσταται ως εξής:

«2. Η Γενική Συνέλευση συνέρχεται σε τακτική συνεδρίαση μία φορά το έτος ύστερα από πρόσκληση του Διοικητικού Συμβουλίου και μέσα σε έξι (6) μήνες από τη λήξη της διαχειριστικής χρήσης. Το Καταστατικό μπορεί να προβλέπει δυνατότητα σύγκλησης της Γενικής Συνέλευσης δύο φορές το έτος.»

5. Το τελευταίο εδάφιο της παρ. 1 του άρθρου 7 του ν. 1667/1986 αντικαθίσταται ως εξής:

«Η διάρκεια της θητείας των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ορίζεται από το Καταστατικό και δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη των τεσσάρων (4) ετών ούτε μικρότερη των δύο (2) ετών.»

6. Στο άρθρο 8 του ν. 1667/1986 προστίθεται παράγραφος 3 ως εξής:

«3. Οι διατάξεις των παρ. 1 και 2 του άρθρου αυτού δεν εφαρμόζονται στους Πιστωτικούς Συνεταιρισμούς που λειτουργούν ως Πιστωτικά Ιδρύματα, ύστερα από σχετική άδεια της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα Εποπτικά Συμβούλια που έχουν εκλεγεί σε αυτά, με βάση τις διατάξεις του άρθρου αυτού θα συνεχίσουν να, ασκούν τα καθήκοντα τους μέχρι τη λήξη της θητείας τους.»

Άρθρο 18

Η παράγραφος 1 του άρθρου 58 του ν. 2533/1997 (ΦΕΚ 228 Α'), όπως τροποποιήθηκε με την παράγραφο 4 του άρθρου 19 του ν. 2651/1998, αντικαθίσταται ως εξής:

«1. Όταν αντικείμενο διαπραγμάτευσης είναι αυλοί τίτλοι του Δημοσίου, η εκκαθάριση και ο διακανονισμός τους διενεργείται από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών Α.Ε. (εφεξής «Κ.Α.Α.»), κατά τους όρους του κανονισμού εκκαθάρισης που καταρτίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 105 του παρόντος νόμου. Το «Κ.Α.Α.» συμμετέχει στο Σύστημα Παρακολούθησης Συναλλαγών της Τράπεζας της Ελλάδος ως φορέας κατά την έννοια του άρθρου 6 παρ. 1 του ν. 2198/1994 και ενημερώνει τους λογαριασμούς του στην Τράπεζα της Ελλάδος για τον οριστικό διακανονισμό των υποχρεώσεων των φορέων στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών που διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος. Με κοινή απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, που δημοσιεύεται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, δύνανται να ρυθμίζονται ειδικά θέματα συμψηφισμού, εκκαθάρισης και διακανονισμού των απαιτήσεων και υποχρεώσεων του Κ.Α.Α. ως φορέα στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης Συναλλαγών της Τράπεζας της Ελλάδος.»

Άρθρο 19

Η ισχύς της διατάξεως της παραγράφου 2 του άρθρου 31 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος παρατείνεται για τις επιχειρήσεις των εδαφίων γ' και δ' της ίδιας παραγράφου μέχρι 31 Δεκεμβρίου 2004.

Άρθρο 20

Μεταβατική διάταξη

Ομολογιακά δάνεια που εκδόθηκαν μέχρι την έναρξη ισχύος του νόμου αυτού εξακολουθούν να διέπονται από τις διατάξεις που ίσχυαν κατά το χρόνο λήψης της απόφασης του αρμόδιου οργάνου για την έκδοσή τους.

Άρθρο 21

Το δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 5 του άρθρου 41 του ν. 2362/1995 (ΦΕΚ 247Α') συμπληρώνεται ως εξής:

«Η προθεσμία αυτή για ανάλογα χρηματικά εντάλματα προπληρωμών εσωτερικού που αφορούν τις Ένοπλες Δυνάμεις δεν μπορεί να υπερβεί τα πέντε (5) χρόνια από την έκδοση του πρώτου εντάλματος.»

Άρθρο 22

Μισθολογική πολιτική έτους 2003

1. Ο μηνιαίος βασικός μισθός που αποτελεί τη βάση για τη διαμόρφωση, κατά περίπτωση, των βασικών μισθών όλων των βαθμών της ιεραρχίας των δικαστικών λειτουργών, των στρατιωτικών, των Αρχιερέων της Εκκλησίας της Ελλάδος, του κύριου προσωπικού του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους, των Ιατροδικαστών, των μελών Δ.Ε.Π. των Α.Ε.Ι. και Ε.Π. των Τ.Ε.Ι., των Ερευνητών, των Ειδικών Λειτουργικών Επιστημόνων (Ε.Λ.Ε.), των Συμβούλων και Παρέδρων Παιδαγωγικού Ινστιτούτου (Π.Ι.) του Ερευνητικού Προσωπικού του ΚΕΠΕ, των Καθηγητών Ανωτάτων Στρατιωτικών Σχολών (Α.Σ.Σ.) και της Εθνικής Σχολής Δημόσιας Υγείας (Ε.Σ.Δ.Υ.), των διπλωματικών υπαλλήλων και λοιπών συναφών κατηγοριών του Υπουργείου Εξωτερικών, των ιατρών του Εθνικού Συστήματος Υγείας, των μελών του μόνιμου καλλιτεχνικού προσωπικού των Κρατικών Ορχηστρών Αθηνών και Θεσσαλονίκης και της Ορχήστρας της Λυρικής Σκηνής, του εκπαιδευτικού προσωπικού των Ακαδημιών Εμπορικού Ναυτικού (Α.Ε.Ν.), του προσωπικού της Δημόσιας Διοίκησης και των μισθολογικά αντιστοίχων προς αυτό κληρικών, ορίζεται ως εξής:

- α) Πρωτοδίκη, σε εννιακόσια εξήντα δύο ευρώ (962 €).
- β) Ανθυπολοχαγού, σε εξακόσια ογδόντα ένα ευρώ και είκοσι επτά λεπτά (681,27 €).
- γ) Τιτουλάριου Επισκόπου και Βοηθού Επισκόπου της Εκκλησίας της Ελλάδος, σε χίλια έξι ευρώ και σαράντα ένα λεπτά {1.006,41 €}.
- δ) Δικαστικού Αντιπροσώπου Ν.Σ.Κ., σε εννιακόσια εξήντα δύο ευρώ (962 €).
- ε) Ιατροδικαστή Δ' Τάξεως, σε εννιακόσια πενήντα ευρώ και είκοσι τρία λεπτά (950,23 €).
- στ) Λέκτορα Α.Ε.Ι., σε εννιακόσια είκοσι ευρώ και εβδομήντα εννέα λεπτά (920,79 €).
- ζ) Καθηγητή Εφαρμογών Τ.Ε.Ι., σε οκτακόσια δεκατρία ευρώ και τρία λεπτά (813,03 €).
- η) Ερευνητή Δ , σε οκτακόσια εβδομήντα ένα ευρώ και είκοσι επτά λεπτά (871,27 €).
- θ) Ε.Λ.Ε. Δ' σε οκτακόσια δώδεκα ευρώ και ογδόντα τέσσερα λεπτά (812,84 €).
- ι) Παρέδρου με θητεία Π.Ι. σε εννιακόσια πενήντα ένα ευρώ και ενενήντα έξι λεπτά (951,96 €).
- ια) Συνεργάτη Β' του ΚΕΠΕ, σε επτακόσια εβδομήντα οκτώ ευρώ και δεκαπέντε λεπτά (778,15 €).
- ιβ) Τακτικού καθηγητή Α.Σ.Σ. και Ε.Σ.Δ.Υ., σε χίλια τριακόσια είκοσι εννέα ευρώ και ενενήντα ένα λεπτά (1.329,91 €).
- ιγ) Ακολούθου Πρεσβείας, σε οκτακόσια τριάντα τέσσερα ευρώ (834 €).
- ιδ) Επιμελητή Β' ιατρού Ε.Σ.Υ., σε οκτακόσια ενενήντα τέσσερα ευρώ και ογδόντα έξι λεπτά (894,86 €).
- ιε) Μουσικού, σε επτακόσια ογδόντα δύο ευρώ και πενήντα ένα λεπτά (782,51 €).
- ιστ) Επιμελητή Α.Ε.Ν. σε επτακόσια ενενήντα έξι ευρώ και πενήντα εννέα λεπτά (796,59 €).
- ιζ) Του 36ου μισθολογικού κλιμακίου του άρθρου 7 παρ. 2 του ν. 2470/1997 (ΦΕΚ 40 Α'), σε τριακόσια ενενήντα οκτώ ευρώ και τριάντα επτά λεπτά {398,37 €}.

2. Η παράγραφος 2 του άρθρου 8 του ν. 2470/1997 (ΦΕΚ 40 Α'), όπως είχε τροποποιηθεί με την παράγραφο 2 του άρθρου 15 του ν. 2702/1999 (ΦΕΚ 70 Α), αντικαθίσταται ως εξής:

«2. Επίδομα εμοξάλυνσης διαφορών μισθολογίου: Ορίζεται για το εισαγωγικό μισθολογικό κλιμάκιο όλων των κατηγοριών σε 122 €, μειούμενο κατά 8 € σε κάθε μισθολογικό κλιμάκιο κατά την περαιτέρω εξέλιξη τους.»

3. Στην παρ. 5 του άρθρου 18 του ν. 2470/1997, όπως αυτό αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 1 του άρθρου 15 του ν. 2592/1998 {ΦΕΚ 57 Α'}, προστίθεται δεύτερο εδάφιο, που έχει ως εξής:

«Δαπάνες υπερωριακής, νυκτερινής και Κυριακών ή εξαιρέσιμων ημερών εργασίας, που πραγματοποιούνται το τελευταίο δίμηνο κάθε έτους, δύνανται να επιβαρύνουν τον προϋπολογισμό του επόμενου έτους, με την προϋπόθεση ότι είχαν προβλεφθεί οι σχετικές πιστώσεις στον προϋπολογισμό του οικονομικού έτους κατά το οποίο πραγματοποιήθηκαν.»

4. Ο χρόνος υπηρεσίας των υπαλλήλων που παρασχέθηκε σε Ν.Π.Ι.Δ., τα οποία προηγουμένως λειτουργούσαν ως Ν.Π.Δ.Δ. ή αυτοτελείς δημόσιες υπηρεσίες, συνυπολογίζεται για τη μισθολογική τους εξέλιξη αν ακολούθησε ή ακολουθήσει μετάταξη τους στο Δημόσιο ή Ο.Τ.Α. ή άλλα Ν.Π.Δ.Δ., εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι εξής προϋποθέσεις:

α) υπηρετούσαν στα Ν.Π.Δ.Δ. ή αυτοτελείς δημόσιες υπηρεσίες κατά το χρόνο μετατροπής αυτών σε Ν.Π.Ι.Δ. και

β) η μετάταξη τους στο Δημόσιο ή Ο.Τ.Α. ή άλλα Ν.Π.Δ.Δ. πραγματοποιείται εντός διετίας από τη μετατροπή των προηγούμενων υπηρεσιών τους σε Ν.Π.Ι.Δ..

Στην περίπτωση που η μετάταξη πραγματοποιήθηκε ή θα πραγματοποιηθεί μετά τη συμπλήρωση της διετίας, ο χρόνος που θα ληφθεί υπόψη για τη μισθολογική τους εξέλιξη περιορίζεται στα δύο (2) έτη.

5. Στις αποδοχές των υπαλλήλων του Δημοσίου, των Ο.Τ.Α. και των άλλων Ν.Π.Δ.Δ. που διατίθενται για τη γραμματειακή υποστήριξη των Βουλευτών, των Ελλήνων Βουλευτών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, καθώς και στα γραφεία των Κομμάτων που εκπροσωπούνται στη Βουλή ή στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, συμπεριλαμβάνονται και τα επιδόματα και αποζημιώσεις που συναρτώνται με την ενεργό άσκηση των καθηκόντων της οργανικής τους θέσης ή την προσφορά υπηρεσιών σε προβληματικές ή σε προβληματικές και παραμεθόριες περιοχές. Δεν συμπεριλαμβάνονται στις αποδοχές τυχόν καταβαλλόμενα έξοδα κίνησης.

6. Το πρώτο εδάφιο της περίπτωσης ε' της παραγράφου 1 του άρθρου 10 του ν. 2470/1997 {ΦΕΚ40 Α'} αντικαθίσταται, από τότε που ίσχυσε, ως εξής:

«Επιδόματα αντισταθμίματος διαχειριστικών λαθών για ταμίες, διαχειριστές και εκδότες, που κατέχουν οργανική θέση και διαχειρίζονται αποκλειστικά και κατά πλήρες ωράριο ημερήσιας απασχόλησης χρήματα, εφόσον το μηνιαίο ποσό της χρηματικής διαχείρισης είναι ανώτερο των πενήντα εκατομμυρίων (50.000.000) δραχμών, σε μετρητά (πλην επιταγών).»

Άρθρο 23

Θέματα Γενικής Γραμματείας Υπουργικού Συμβουλίου

1. Το δεύτερο εδάφιο της παρ. 6 του άρθρου 30 του ν. 1558/1985 (ΦΕΚ 137 Α'), όπως αντικαταστάθηκε με την παρ. 2 του άρθρου 22 του ν. 1735/1987 (ΦΕΚ 195 Α'), αντικαθίσταται ως ακολούθως:

«Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Εσωτερικών, Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης ρυθμίζονται, κατά παρέκκλιση από κάθε άλλη διάταξη, τα θέματα που αφορούν στην οργάνωση και λειτουργία τους, στον

τρόπο πλήρωσης των θέσεων, στη μισθολογική και βαθμολογική διαβάθμιση, ένταξη και εξέλιξη, καθώς και στα ειδικότερα προσόντα διορισμού και στα καθήκοντα του προσωπικού των ανωτέρω γραφείων.»

2. α) Η περίπτωση ε' της παρ. 1 του άρθρου 2 του ν. 2667/1998 (ΦΕΚ 281 Α') καταργείται.

β) Οι επιστημονικοί συνεργάτες της Εθνικής Επιτροπής για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου, που προβλέπονται στο άρθρο 7 του ν. 2667/1998, αυξάνονται σε τρεις.

γ) Η παρ. 7 του άρθρου 2 του ν. 2667/1998 δεν εφαρμόζεται κατά τον ορισμό των μελών της Εθνικής Επιτροπής για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου, σε αντικατάσταση εκείνων των οποίων η θητεία έληξε τη 15η Μαρτίου 2003.

δ) Το άρθρο 9 του ν. 2667/1998 εφαρμόζεται και κατά τον ορισμό των μελών της Εθνικής Επιτροπής για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου, σε αντικατάσταση εκείνων των οποίων η θητεία έληξε τη 15η Μαρτίου 2003.

Άρθρο 24

Σύσταση Ειδικών Υπηρεσιών

1. Στο Υπουργείο Γεωργίας συνιστώνται:

α) Ειδική Υπηρεσία Συντονισμού και Παρακολούθησης Δράσεων Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων - Προσανατολισμός (Ε.Γ.Τ.Π.Ε.Π), με σκοπό το συντονισμό, την παρακολούθηση και την αποτελεσματικότητα των παρεμβάσεων που περιλαμβάνονται στα Επιχειρησιακά Προγράμματα κατά την περίοδο 2000 -2006,

β) Ειδική Υπηρεσία Εφαρμογής Συγχρηματοδοτούμενων Ενεργειών από το Ευρωπαϊκό Γεωργικό Ταμείο Προσανατολισμού και Εγγυήσεων - Προσανατολισμός (Ε.Γ.Τ.Π.Ε.Π), με σκοπό την άσκηση των αρμοδιοτήτων του Υπουργείου Γεωργίας ως τελικού δικαιούχου, κατά την έννοια της περίπτωσης στ' του άρθρου 1 του ν. 2860/2000 (ΦΕΚ 251 Α').

2. Στις ειδικές υπηρεσίες εφαρμόζονται οι διατάξεις του ν. 2860/2000.

3. Με αποφάσεις των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών, Εσωτερικών, Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης και Γεωργίας καθορίζονται τα της οργάνωσης των ειδικών υπηρεσιών, η διάρθρωση της στελέχωσης τους, καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για τη λειτουργία των ειδικών υπηρεσιών και εξειδικεύονται οι αρμοδιότητες τους.

Άρθρο 25

1. Κατά την αληθή έννοια της παραγράφου 6α του άρθρου 27 του ν. 3013/2002 (ΦΕΚ 102 Α) τα προβλεπόμενα σε αυτήν ποσά καταβάλλονται σε όλους τους δικαιούχους, υπαλλήλους των Ο.Τ.Α. α' βαθμού, νομικών προσώπων και συνδέσμων τούτων, σε βάρος των προϋπολογισμών τους, ανεξαρτήτως του εάν ασκήθηκαν σχετικές αγωγές ή υποβλήθηκαν αιτήσεις εξώδικης αναγνώρισης των απαιτήσεων, η δε καταβολή των ίδιων ποσών θεωρείται νόμιμη και στις περιπτώσεις που έχουν, τελεσιδικώς, απορριφθεί σχετικές αγωγές των δικαιούχων ή έχει διαδράμει ο οικείος χρόνος παραγραφής των αντίστοιχων απαιτήσεων.

2. Τα ποσά που καταβλήθηκαν από τους Ο.Τ.Α. α' βαθμού, καθώς και από τα νομικά πρόσωπα και τους συνδέσμους αυτών, σε βάρος των προϋπολογισμών τους κατ' εφαρμογή της παραγράφου 6α του άρθρου 27 του ν. 3013/2002, θεωρούνται ως νομίμως καταβληθέντα. Τυχόν εκκρεμείς διαδικασίες καταλογισμού εις βάρος αιρετών οργάνων ή υπαλλήλων, από την ανωτέρω αιτία, καταργούνται.

Άρθρο 26

Φορολογικές και άλλες ρυθμίσεις

1. Στην παράγραφο 4 του άρθρου 6 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος, που κωρώθηκε με το ν. 2238/1994 (ΦΕΚ 151 Α'), προστίθεται περίπτωση γ' ως εξής:

«γ. Από 1ης Ιανουαρίου 2003 το ποσό της επιχορήγησης που καταβάλλεται στους νέους επαγγελματίες οι οποίοι υπάγονται στα προγράμματα απασχόλησης του Οργανισμού Απασχόλησης Εργατικού Δυναμικού (Ο.Α.Ε.Δ.) της παραγράφου 9 του άρθρου 29 του ν. 1262/1982(ΦΕΚ 70Α').»

2. Το δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 1 του άρθρου 34 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος αντικαθίσταται ως εξής και εφαρμόζεται για οικοδομές των οποίων η έναρξη ανέγερσης πραγματοποιείται από την 1η Ιανουαρίου 2002:

«Αν όμως το τίμημα που καθορίζεται στα οικεία πωλητήρια συμβόλαια ή το πραγματικό τίμημα το οποίο προκύπτει από άλλα επίσημα ή ανεπίσημα στοιχεία είναι μεγαλύτερο από την πιο πάνω αξία, ως ακαθάριστο έσοδο λαμβάνεται το μεγαλύτερο τίμημα.»

3. Στο άρθρο 29 του ν. 2545/1997 (ΦΕΚ 254 Α') προστίθεται παράγραφος 11 ως εξής:

«11. Οι απαλλαγές και εξαιρέσεις που ορίζουν οι παράγραφοι 1 και 2 του άρθρου 15 του νόμου αυτού ισχύουν και εφαρμόζονται ανάλογα για τις Περιοχές Ολοκληρωμένης Τουριστικής Ανάπτυξης (Π.Ο.Τ.Α.).»

4. Στην περίπτωση ε' της παραγράφου 2 του άρθρου 7 του ν. 2472/1997 (ΦΕΚ 50 Α') αντικαθίσταται η υποπερίπτωση γγ' και προστίθεται υποπερίπτωση δδ' ως εξής:

«γγ) για λόγους προστασίας της δημόσιας υγείας, είτε δδ) για την άσκηση δημόσιου φορολογικού ελέγχου ή δημόσιου ελέγχου κοινωνικών παροχών».

5. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και του αρμόδιου κατά περίπτωση Υπουργού επιτρέπεται να παραχωρούνται δωρεάν, κατά πλήρη κυριότητα, δημόσια ακίνητα σε αθίγγανους και παλιννοστούντες ομογενείς από την τέως Σοβιετική Ένωση, οι οποίοι έχουν ενταχθεί σε προγράμματα στεγαστικής αποκατάστασης που επιδοτούνται από το Κράτος.

Για τον ίδιο σκοπό είναι δυνατή η δωρεάν παραχώρηση, κατά πλήρη κυριότητα, ακινήτων που ανήκουν σε νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου ή σε νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου του ευρύτερου δημόσιου τομέα ή που εξυπηρετούν δημόσιους σκοπούς με απόφαση του εποπτεύοντος Υπουργού, ύστερα από απόφαση του διοικούντος αυτά οργάνου.

Η παραχώρηση συντελείται υπό τη διαλυτική αίρεση ότι το παραχωρούμενο ακίνητο δεν θα μεταβιβασθεί επί μια πενταετία, εκτός από γονική παροχή.

Η υπουργική απόφαση αποτελεί τίτλο, ο οποίος μεταγράφεται ατελώς.
Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Εσωτερικών, Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης καθορίζονται οι προϋποθέσεις και τα ειδικότερα κριτήρια παραχώρησης, καθώς και κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια.

6. Η παράγραφος 1 του άρθρου 3 της αριθμ. Δ. 697/35/23.3.1990 απόφασης του Υπουργού Οικονομικών, που κυρώθηκε με το άρθρο 32 του ν. 1884/1990 (ΦΕΚ 81 Α'), αντικαθίσταται ως εξής:

«1. Οι διατάξεις περί ατελούς εισαγωγής επιβατικών αυτοκινήτων από ανάπηρους Έλληνες πολίτες δεν εφαρμόζονται, όταν ο ενδιαφερόμενος ανάπηρος, κατά την άσκηση για πρώτη φορά του δικαιώματός του, έχει συμπληρώσει το 70ό έτος της ηλικίας του κατά το χρόνο αποδοχής του οικείου τελωνειακού παραστατικού για τον τελωνισμό του αυτοκινήτου.»

7. Κάθε μη εισηγμένη σε χρηματιστήριο εταιρεία, της οποίας το Δημόσιο κατέχει ή ελέγχει άμεσα ή έμμεσα τουλάχιστον το 50% του μετοχικού της κεφαλαίου ή τα δικαιώματα ψήφου, έχει την υποχρέωση να οργανώνει εσωτερικό έλεγχο, κατά την έννοια της περίπτωσης α' της παραγράφου 2 του άρθρου 6 και των άρθρων 7 και 8 του ν. 3016/2002 (ΦΕΚ 110 Α').

Η διενέργεια του εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, που ορίζεται από τη γενική συνέλευση.

Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας και ασκούν τις αρμοδιότητες του άρθρου 8 του ν. 3016/2002.

Άρθρο 27

Τελωνειακές διατάξεις

Στο ν. 2960/2001 (ΦΕΚ 265 Α') επέρχονται οι ακόλουθες τροποποιήσεις και συμπληρώσεις:

1. Στην παράγραφο 1 του άρθρου 78 προστίθεται περίπτωση ζ' ως εξής:

«ζ) Το πετρέλαιο εσωτερικής καύσης (DIESEL) που υπάγεται στους κωδικούς Συνδυασμένης Ονοματολογίας (Σ.Ο.) 27.10.00.66.00 και 27.10.00.67.00 που παραλαμβάνεται από βιομηχανίες ή βιοτεχνίες και προορίζεται να χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά ως πρώτη ύλη για την παραγωγή των προϊόντων τους.

Βιομηχανίες ή βιοτεχνίες που μέχρι της ισχύος του παρόντος νόμου παρελάμβαναν το προϊόν αυτό με απαλλαγή από τον Ειδικό Φόρο Κατανάλωσης, με έγκριση των αρμόδιων αρχών, σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.1038/1980 (ΦΕΚ 67 Α'), δεν υποχρεούνται στην καταβολή του φόρου αυτού, εφόσον ύστερα από έλεγχο διαπιστωθεί η νόμιμη χρησιμοποίησή του. Ο Ειδικός Φόρος Κατανάλωσης που τυχόν έχει καταβληθεί δεν επιστρέφεται.»

2. Στην παράγραφο 1 του άρθρου 83 προστίθεται περίπτωση ι' ως εξής:

«ι) Όταν χρησιμοποιούνται για τον ψεκασμό αρτοσκευασμάτων και παραλαμβάνονται από βιομηχανίες ή βιοτεχνίες που διαθέτουν αυτόματα μηχανήματα ψεκασμού των αρτοσκευασμάτων αυτών.»

3. Στο άρθρο 87 προστίθεται παράγραφος 3 ως εξής:

«3. Εφαρμόζεται μειωμένος κατά πενήντα τοις εκατό (50%) συντελεστής Ειδικού Φόρου Κατανάλωσης μπύρας, έναντι του ισχύοντος κανονικού συντελεστή, για την μπύρα που παράγεται στη χώρα μας ή στα άλλα Κράτη - Μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης από ανεξάρτητα μικρά ζυθοποιεία, εφόσον η παραγωγή τους δεν υπερβαίνει τα 200.000 εκατόλιτρα μπύρας ετησίως.

Για την εφαρμογή του μειωμένου συντελεστή ο όρος «ανεξάρτητο μικρό ζυθοποιείο» σημαίνει το ζυθοποιείο, το οποίο πληροί τις εξής προϋποθέσεις:

- είναι νομικώς και οικονομικώς ανεξάρτητο από οποιοδήποτε άλλο,
- χρησιμοποιεί δικές του εγκαταστάσεις και
- δεν λειτουργεί βάσει άδειας εκμεταλλεύσεως άλλου επιτηδευματία.

Θεωρούνται επίσης ως ένα και μόνο ανεξάρτητο μικρό ζυθοποιείο δύο ή περισσότερα μικρά ζυθοποιεία όταν αυτά συνεργάζονται και η συνδυασμένη ετήσια παραγωγή τους δεν υπερβαίνει τα 200.000 εκατόλιτρα μπύρας. Ο μειωμένος αυτός συντελεστής καθορίζεται σε πενήντα επτά λεπτά (0,57) ευρώ ανά βαθμό Plato κατά όγκο και εκατόλιτρο μπύρας.

Οι λεπτομέρειες εφαρμογής των διατάξεων της παρούσας παραγράφου καθορίζονται με απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.»

4. Στην παράγραφο 2 του άρθρου 121 προστίθενται περιπτώσεις ε' και στ' ως εξής:

«ε) Για αυτοκίνητα οχήματα, τρίκυκλα ή τετράκυκλα που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας 2002/24/Ε.Κ. του Συμβουλίου της 18ης Μαρτίου 2002 (Ε.Ε.Λ. 124 της 9.5.2002) και πληρούν εκ κατασκευής τις προδιαγραφές της οδηγίας 2002/51/Ε.Κ. ή μεταγενέστερης:

ΚΥΛΙΝΔΡΙΣΜΟΣ ΚΙΝΗΤΗΡΑ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΕΛΟΥΣ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗΣ

| | |
|---------------------------------------|-----|
| Από 50 μέχρι και 500 κυβικά εκατοστά | 5% |
| Από 501 μέχρι και 900 κυβικά εκατοστά | 9% |
| Από 901 κυβικά εκατοστά και πάνω | 15% |

στ) Οι διατάξεις του άρθρου 26 του ν. 1959/1991 (ΦΕΚ 123 Α') και της αριθ. Β.27660/712/10.7.1992 κοινής υπουργικής απόφασης των Υπουργών Περιβάλλοντος, Χωροταξίας και Δημόσιων Έργων και Μεταφορών και Επικοινωνιών (ΦΕΚ 519 Β'), εφαρμόζονται και για τα πετρελαιοκίνητα οχήματα της προηγούμενης περίπτωσης ε'.»

5. Η περίπτωση δ' της παραγράφου 1 του άρθρου 123 αντικαθίσταται ως εξής:

«δ) Βάσεις των φορτηγών αυτοκινήτων των προηγούμενων περιπτώσεων πέντε τοις εκατό (5%) για την περίπτωση α' και επτά τοις εκατό (7%) για τις περιπτώσεις β' και γ'».

6. Στο άρθρο 123 η παράγραφος 6 αναριθμείται σε παράγραφο 8 και προστίθενται νέες παράγραφοι 6 και 7 ως εξής:

6. Τα ηλεκτροκίνητα φορτηγά αυτοκίνητα δεν υπόκεινται στο προβλεπόμενο από τις διατάξεις του άρθρου αυτού τέλος ταξινόμησης.

7. Τα ανοικτά ή κλειστά φορτηγά αυτοκίνητα μικτού βάρους άνω των 3,5 τόνων που προέρχονται από διασκευή ελκυστήρων της δασμολογικής κλάσης (δ.κ.) 87.01, επιβατικών αυτοκινήτων (λεωφορείων) της δ.κ. 87.02, φορτηγών αυτοκινήτων ψυγείων της δ.κ. 87.04 και αυτοκινήτων οχημάτων ειδικών χρήσεων της δ.κ. 87.05 της συνδυασμένης ονοματολογίας υποβάλλονται αντί των

φορολογικών επιβαρύνσεων που προβλέπονται από το ν. 1573/1985 (ΦΕΚ 201 Α') σε τέλος ταξινόμησης, το ύψος του οποίου ορίζεται ως εξής:

- Μικτού βάρους πάνω από 3,5 τόννους μέχρι και 7,5 τόννους 1.000 ευρώ.
- Μικτού βάρους πάνω από 7,5 τόννους μέχρι και 14 τόννους 1.800 ευρώ.
- Μικτού βάρους πάνω από 14 τόννους 2.500 ευρώ.

Τα παραπάνω ποσά προσαυξάνονται κατά πεντακόσια (500) ευρώ στις περιπτώσεις που από τη μετασκευή προκύπτει ανατρεπόμενο ή βυτιοφόρο όχημα.»

7. Στο άρθρο 126 προστίθεται παράγραφος 5 ως εξής:

«5. Σε περίπτωση που ο κάτοχος μεταχειρισμένου επιβατικού αυτοκινήτου δεν αποδέχεται το ποσό του τέλους ταξινόμησης που προσδιορίζεται με βάση τους συντελεστές που προσδιορίζονται με τις διατάξεις του άρθρου 121 και την κλίμακα απομείωσης της αξίας που προσδιορίζεται από τις διατάξεις της περίπτωσης α της παραγράφου 1 του παρόντος η φορολογητέα αξία προσδιορίζεται από την επιτροπή της προηγούμενης παραγράφου 4, σε τρόπο ώστε το προς καταβολή τέλος ταξινόμησης να ισούται με το υπολειπόμενο ποσό του τέλους αυτού που ενσωματώνεται σε όχημα της αυτής μάρκας, τύπου και συστήματος κίνησης ή ελλείψει αυτών σε όχημα παρόμοιο ή παρεμφερές, το οποίο έχει τεθεί σε κυκλοφορία στην Ελλάδα κατά το αυτό έτος της πρώτης κυκλοφορίας του αυτοκινήτου σε Κράτος - Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Για την εκτίμηση της πραγματικής κατάστασης του αυτοκινήτου προηγείται εξέταση από επιτροπές εμπειρογνομόνων, που συγκροτούνται στην έδρα των Τελωνιακών Περιφερειών και αποτελούνται από έναν εκπρόσωπο της Τελωνιακής Περιφέρειας, έναν εκπρόσωπο του Υπουργείου Μεταφορών και Επικοινωνιών και τον κάτοχο του οχήματος ή τον εξουσιοδοτημένο εκπρόσωπο του.

Για την εξέταση του οχήματος από τις παραπάνω επιτροπές των εμπειρογνομόνων απαιτείται αίτηση του ενδιαφερομένου και καταβολή παραβόλου, το ύψος του οποίου καθορίζεται με απόφαση Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.

Με όμοια απόφαση καθορίζονται τα στοιχεία που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τις επιτροπές αυτές για την εκτίμηση της πραγματικής κατάστασης του αυτοκινήτου, καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή της παρούσας παραγράφου.

Η ισχύς της παραγράφου αυτής αρχίζει από την 1η Ιανουαρίου 2004.

8. Στο άρθρο 132 προστίθεται παράγραφος 9 ως εξής:

«9. Απαλλάσσονται από το τέλος ταξινόμησης τα ασθενοφόρα αυτοκίνητα που παραλαμβάνονται από κρατικά και δημοτικά νοσηλευτικά ιδρύματα και κέντρα υγείας, καθώς και νοσοκομεία που επιχορηγούνται από τον Κρατικό Προϋπολογισμό.»

Άρθρο 28

Η ισχύς του παρόντος νόμου αρχίζει από τη δημοσίευση του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

Παραγγέλλομε τη δημοσίευση του παρόντος στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως και την εκτέλεση του ως νόμου του Κράτους.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Αθήνα, 30 Οκτωβρίου 2003

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ 9
Κοινοποιείται στις Διοικήσεις των Πιστωτικών Ιδρυμάτων (24)

Θέμα: Πλαίσιο εποπτείας προγράμματος τιτλοποίησης απαιτήσεων από συμβάσεις πιστώσεων (securitisation)

A. Εισαγωγή

1. Με το νόμο 3156/2003 περί ομολογιακών δανείων, τιτλοποίησης απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλων συναφών διατάξεων και ειδικότερα με τα άρθρα 10 έως 14 ρυθμίζονται θέματα τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων. Εφόσον "μεταβιβάζων", κατά την έννοια του ν. 3156/2003, είναι πιστωτικό ίδρυμα που εδρεύει στην Ελλάδα και έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος, στην εποπτεία της οποίας και υπόκειται, γεννώνται ερμηνευτικά προβλήματα ως προς θέματα της ενοποιημένης εποπτείας, υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων και διαχείρισης κινδύνων του μεταβιβάζοντος πιστωτικού ιδρύματος. Με την παρούσα Εγκύκλιο παρέχονται κατευθυντήριες ερμηνευτικές οδηγίες σχετικά με τα θέματα αυτά.

2. Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, οι κυριότερες μορφές τιτλοποίησης απαιτήσεων είναι οι εξής:

(α) Τιτλοποίηση απαιτήσεων παραδοσιακής μορφής (traditional securitisation):

Μεταφορά ομάδας δανείων ή άλλων πιστωτικών ανοιγμάτων με ομοιοδή χαρακτηριστικά προς μια εταιρεία ειδικού σκοπού (ΕΕΣ) βάσει των οποίων εκδίδονται, από την εν λόγω εταιρεία, τίτλοι, οι οποίοι διατίθενται στο επενδυτικό κοινό. Αυτό επιτυγχάνεται με τον πλήρη νομικό διαχωρισμό των υποκείμενων δανείων από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα και τα σχετικά ανοίγματα δεν εμφανίζονται πλέον στον ισολογισμό της.

(β) Τιτλοποίηση απαιτήσεων συνθετικής μορφής (synthetic securitisation):

Μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου μέσω πιστωτικών παραγώγων («creditlinked notes» και «credit default swaps») ή μέσω εγγυήσεων που αντισταθμίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται η μεταβιβάζουσα τράπεζα. Τα σχετικά ανοίγματα εξακολουθούν να εμφανίζονται στον ισολογισμό του πιστωτικού ιδρύματος.

(γ) Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ανακυκλούμενες πιστώσεις (securitisation of revolving assets): Μεταφορά πιστώσεων, οι οποίες επιτρέπουν στο δανειζόμενο να μεταβάλλει την πιστωτική του ευχέρεια εντός ενός προκαθορισμένου ορίου (πιστωτικές κάρτες, επιχειρηματικές πιστωτικές διευκολύνσεις κλπ). Η αποπληρωμή των υποχρεώσεων πραγματοποιείται είτε με ένα ελάχιστο ποσό ανά περίοδο πληρωμής είτε με σταθερό χρονοδιάγραμμα. Κύρια χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης

τιτλοποίησης είναι αφενός ότι η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί κάποιο εμπράγματο δικαίωμα επί των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και αφετέρου, κατά κανόνα, περιλαμβάνεται ρύθμιση προκαθορισμένη (controlled) ή άμεσης (noncontrolled) πρόωρης εξόφλησης των τίτλων (early amortisation)

3. Οι διατάξεις της παρούσας Εγκυκλίου αφορούν στον έλεγχο και στην εποπτεία προγραμμάτων τιτλοποίησης που εντάσσονται στην παραπάνω κατηγορία τιτλοποιήσεων παραδοσιακής μορφής(περίπτωση 2(α)) από συμβάσεις δανείων και πιστώσεων και συμβάσεις μεταβίβασης ακινήτων.

B. Ορισμοί

Για τους σκοπούς της παρούσας, νοούνται ως:

1. Τιτλοποίηση απαιτήσεων (securitisation): Οι τιτλοποιήσεις απαιτήσεων κατά την έννοια των άρθρων 10 παρ.1 και 11 παρ.1 του Ν.3156/2003.

2. Εταιρεία ειδικού σκοπού (ΕΕΣ) - Special Purpose Vehicle: Το νομικό πρόσωπο, το οποίο έχει ως αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση απαιτήσεων για την τιτλοποίηση τους κατά τις διατάξεις των άρθρων 10 παράγραφος 2 και 3 και 11 παρ. 3 του Ν. 3156/2003.

3. Μεταβιβάζουσα τράπεζα (originating bank): Η τράπεζα που έχει την ιδιότητα του μεταβιβάζοντος κατά την έννοια των άρθρων 10 παρ. 2 και 11 παρ. 2 του Ν. 3156/2003. Είναι δυνατόν η μεταβιβάζουσα τράπεζα να διαχειρίζεται το όλο πρόγραμμα και να παρέχει συγκεκριμένου τύπου ρευστότητα, καθώς και επιπλέον ασφάλειες για την ενίσχυση της φερεγγυότητας του εκδότη των τίτλων.

4. Επενδύτρια τράπεζα (investing bank): Η τράπεζα που επενδύει στους τίτλους που εκδίδει η ΕΕΣ, αναλαμβάνοντας το σχετιζόμενο με αυτούς οικονομικό κίνδυνο, και η οποία δε επιτρέπεται να είναι η μεταβιβάζουσα τράπεζα, με εξαίρεση της περίπτωσης δ(ii) της παραγράφου Γ της παρούσας Εγκυκλίου.

5. Διαχειρίστρια τράπεζα (servicer bank): Η τράπεζα που παρακολουθεί και διαχειρίζεται όλα τα δάνεια σε καθημερινή βάση, εισπράττει τοκοχρεολύσια και εξοφλεί τους κατόχους των τίτλων, για λογαριασμό της ΕΕΣ, κατά την έννοια του άρθρου 10 παρ.14 του Ν. 3156/2003.

6. Δικαίωμα αγοράς εκδοθέντων τίτλων (clean-up call): Δικαίωμα που επιτρέπει στη μεταβιβάζουσα τράπεζα να αγοράζει τίτλους ή να επαναγοράζει απαιτήσεις από την ΕΕΣ πριν από την ημερομηνία εξόφλησής τους.

7. Πιστωτική Ενίσχυση (credit enhancement): Συμβατική ρύθμιση, με την οποία η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί ή αναλαμβάνει τον οικονομικό κίνδυνο των υποκείμενων απαιτήσεων των εκδιδόμενων τίτλων και, ουσιαστικά, παρέχει επιπρόσθετη ασφάλεια στα εμπλεκόμενα μέρη. Ο φορέας πιστωτικής ενίσχυσης δύναται να είναι και τρίτο πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα, η δε πιστωτική ενίσχυση μπορεί να λάβει διάφορες μορφές όπως, ενδεικτικά, το υπερβάλλον περιθώριο επιτοκίου (spread account), ήτοι η θετική διαφορά του επιτοκίου που εισπράττεται από την ΕΕΣ και αυτού που αποδίδεται στους επενδυτές, η υπερεξασφάλιση (overcollateralisation), τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (subordinated loans) και η παροχή εγγύησης.

8. Ταμειακή διευκόλυνση (liquidity facility): Η προσωρινή παροχή ρευστότητας, από

i) πιστωτικό ίδρυμα, πλην της μεταβιβάζουσας τράπεζας ή συνδεδεμένης με αυτήν εταιρείας που εποπτεύεται σε ενοποιημένη βάση, προς την ΕΕΣ προκειμένου να καλυφθεί χρηματοδοτικά η έγκαιρη αποπληρωμή των τοκομεριδίων και του καταβληθέντος κεφαλαίου, διάρκειας μικρότερης του ενός (1) έτους.

ii) τη μεταβιβάζουσα τράπεζα ή άλλο πιστωτικό ίδρυμα για τη χρηματοδοτική κάλυψη, αποκλειστικά, των αρχικών λειτουργικών δαπανών της ΕΕΣ, διάρκειας μικρότερης του ενός (1) έτους, ή

iii) τη μεταβιβάζουσα τράπεζα ή άλλο πιστωτικό ίδρυμα για τη χρηματοδοτική κάλυψη της ΕΕΣ κατά το χρόνο που μεσολαβεί μεταξύ της ημερομηνίας αγοράς των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και της ημερομηνίας διάθεσης των νέων τίτλων και σε κάθε περίπτωση διάρκειας μικρότερης των τριών (3) μηνών.

Αν οι ανωτέρω μορφές ταμειακής διευκόλυνσης ανανεωθούν ή επεκταθούν χρονικά, πέραν των χρονικών διαστημάτων που ορίζονται παραπάνω, θα αντιμετωπίζονται ως 'πρωτεύουσα' πιστωτική ενίσχυση κατά τα προβλεπόμενα στην παράγραφο Ε.

Γ. Λειτουργικές προϋποθέσεις για την εποπτική αναγνώριση της τιτλοποίησης απαιτήσεων παραδοσιακής μορφής

Η μεταβιβάζουσα τράπεζα, δεν συμπεριλαμβάνει την ΕΕΣ στην ενοποιημένη εποπτεία και, κατά τον υπολογισμό του δείκτη κεφαλαιακής της επάρκειας και των ορίων των μεγάλων χρηματοδοτικών της ανοιγμάτων, δεν συνυπολογίζει τις τιτλοποιούμενες απαιτήσεις, εφόσον πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

(α) Υφίσταται νομική γνωμοδότηση από την οποία σαφώς προκύπτει ότι:

- i) η μεταβίβαση πραγματοποιήθηκε κατά τις διατάξεις του Νόμου 3156/2003 και
- ii) επέρχεται πλήρης απομόνωση της μεταβιβάζουσας τράπεζας από τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, χωρίς να υπάρχει κίνδυνος να προκύψει μελλοντικώς οιαδήποτε υποχρέωσή της από αυτές, καθώς και ως προς τη σχέση της τράπεζας ή και συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων με την ΕΕΣ από άποψη κεφαλαιουχικής σύνθεσης, συμμετοχής στη διοίκηση ή εταιρικών συμφωνιών.

Το περιεχόμενο της γνωμοδότησης αυτής πρέπει να κρίνεται ικανοποιητικό από το Διοικητικό Συμβούλιο της μεταβιβάζουσας τράπεζας για τους σκοπούς της παρούσας Εγκυκλίου.

(β) Η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν έχει οποιοδήποτε υπολειπόμενο κίνδυνο ή ωφέλεια από το αρχικό κεφάλαιο των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, με επιφύλαξη των διατάξεων της παρούσας που αφορούν την πιστωτική ενίσχυση και την ταμειακή διευκόλυνση.

(γ) Οι τίτλοι που εκδίδονται από την ΕΕΣ δεν αποτελούν, σε καμία περίπτωση, υποχρεώσεις της μεταβιβάζουσας τράπεζας έναντι των επενδυτών. Οι επενδυτές, αποκτώντας τα συγκεκριμένα χρεόγραφα, έχουν απαίτηση έναντι των αρχικών οφειλετών, ήτοι έναντι αυτών των οποίων οι οφειλές έχουν εκχωρηθεί στην εκδότρια εταιρεία.

(δ) Η μεταβιβάζουσα τράπεζα ή συνδεδεμένη με αυτήν επιχείρηση που υπάγεται σε ενοποιημένη εποπτεία από την Τράπεζα της Ελλάδος (i) δεν αναλαμβάνει υποχρέωση να ασκήσει το δικαίωμα αγοράς τω εκδοθέντων τίτλων ή επαναγοράς των υποκείμενων απαιτήσεων, αλλά τυπικά και ουσιαστικά η άσκηση του δικαιώματος αυτού εναπόκειται στην διακριτική της ευχέρεια και (ii) διασφαλίζει ότι το συνολικό ύψος των τίτλων ή των

υποκείμενων απαιτήσεων που κατέχει δεν υπερβαίνει το 10% είτε της αρχικής ονομαστικής αξίας των εκδοθέντων τίτλων είτε της αρχικής συνολικής αξίας των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων.

(ε) Η μεταβιβάζουσα τράπεζα έχει ενημερώσει τους επενδυτές και την ΕΕΣ, μέσω του προγράμματος τιτλοποίησης, ότι δεν έχει υποχρέωση επαναγοράς των στοιχείων ή κάλυψης ενδεχόμενων ζημιών που θα προκύψουν από αυτά, με την επιφύλαξη των προβλεπόμενων στην παράγραφο Ε.

(στ) η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν ενεργεί ως ανάδοχος έκδοσης και δεν επηρεάζει, κατά την κρίση της Τράπεζας της Ελλάδος, την αντίστοιχη δευτερογενή αγορά τίτλων καθ' οιοδήποτε τρόπο.

(ζ) Σε περίπτωση αλλαγής του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής των απαιτήσεων ή επαναδιαπραγμάτευσης των όρων αυτών, στους τροποποιημένους όρους υπόκειται μόνον η ΕΕΣ.

(η) Η σχετική σύμβαση δεν περιλαμβάνει ρήτρες που να

(i) υποχρεώνουν τη μεταβιβάζουσα τράπεζα να μεταβάλλει τους όρους που διέπουν τις υποκείμενες απαιτήσεις,

(ii) επιτρέπουν την τροποποίηση, μετά την έναρξη της διαδικασίας της τιτλοποίησης, των όρων ή/και του ποσού της πιστωτικής ενίσχυσης, που συμφωνήθηκε να παρασχεθεί από την μεταβιβάζουσα τράπεζα και

(iii) αυξάνουν την πληρωτέα στους επενδυτές απόδοση/επιτόκιο, λόγω μείωσης της πιστωτικής ποιότητας των δανείων, ιδίως σε περίπτωση που ορισμένα τείνουν να καταστούν επισφαλή

(θ) Στην περίπτωση που η μεταβιβάζουσα τράπεζα είναι και διαχειριστής των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων, εμβάζει στην ΕΕΣ ποσά που αφορούν κεφάλαιο και τόκους, ίσα με τα εισπραττόμενα.

Δ. Εξαίρεση της ΕΕΣ από την ενοποιημένη εποπτεία

Προκειμένου να μη συμπεριληφθεί η ΕΕΣ την ενοποιημένη εποπτεία που ασκεί η Τράπεζα της Ελλάδος στη μεταβιβάζουσα τράπεζα, πρέπει να διασφαλίζεται η αυτονομία της διοίκησης και διαχείρισης της και η αποτροπή άσκησης επί αυτής οποιασδήποτε επιρροής από την μεταβιβάζουσα τράπεζα, σύμφωνα με τους όρους των σχετικών νομοθετικών διατάξεων. Μεταξύ άλλων, πρέπει:

(α) Η επωνυμία της ΕΕΣ να μην περιλαμβάνει, αλλά ούτε να συνδέεται έμμεσα, με την επωνυμία της μεταβιβαζουσας τράπεζας.

(β) Η μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην εκπροσωπείται στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΕΣ. Τυχόν εκπροσώπηση της μεταβιβαζουσας τράπεζας με ένα (1) μέλος στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΕΣ, να εγκρίνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

(γ) Η μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην καλύπτει, μετά την υλοποίηση της αρχικής μεταβίβασης, τα τρέχοντα έξοδα του σχήματος τιτλοποίησης ή τμήμα αυτών, εκτός της περίπτωσης (ii) και κατόπιν εγκρίσεως της περίπτωσης (iii) του εδαφίου Β (8).

(δ) Η ΕΕΣ να μην είναι αντισυμβαλλόμενη σε συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ή νομισμάτων με την μεταβιβάζουσα τράπεζα ή συνδεδεμένη με αυτή εταιρεία που

εποπτεύεται σε ενοποιημένη βάση, εκτός αυτών που διενεργούνται σε αντιπροσωπευτικές αγοραίες τιμές, κατά την κρίση της Τράπεζας της Ελλάδος.

Προκειμένου, σε συνδυασμό με τους όρους της παρούσας παραγράφου και της παραγράφου Γ, να αποκλειστεί η ενδεχόμενη οικονομική επιρροή ή χρησιμοποίηση της ΕΕΣ αποκλειστικά προς όφελος της μεταβιβάζουσας τράπεζας, η Τράπεζα της Ελλάδος διατηρεί την διακριτική ευχέρεια να απαιτήσει από την μεταβιβάζουσα τράπεζα να μην έχει οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση μετοχική σχέση με την ΕΕΣ.

E. Υπολογισμός κεφαλαιακών απαιτήσεων

Για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων της μεταβιβάζουσας τράπεζας και της επενδύτριας τράπεζας σε περίπτωση τιτλοποίησης απαιτήσεων, λαμβανομένων υπόψη των ισχυουσών διατάξεων, επισημαίνονται τα εξής:

1. Η μεταβιβάζουσα τράπεζα

(α) πρέπει να διασφαλίζει ότι η μέση ποιότητα των στοιχείων που παραμένουν στον ισολογισμό της δεν διαφοροποιείται σημαντικά μετά τη μεταβίβαση των απαιτήσεων και

(β) πρέπει να γνωστοποιεί στην τράπεζα της Ελλάδος τη μέθοδο δειγματοληψίας που χρησιμοποιήθηκε για την επιλογή των προς τιτλοποίηση στοιχείων. Σε περίπτωση σημαντικής, δυσμενούς, διαφοροποίησης της μέσης ποιότητας των στοιχείων, η τράπεζα της Ελλάδος μπορεί να ζητήσει την αντικατάστασή τους ή και να κάνει χρήση της ευχέρειας που προβλέπεται στην παράγραφο 5 της Π./ΤΕ2513/2003.

2. Υπολογισμός κεφαλαιακών απαιτήσεων για τη μεταβιβάζουσα τράπεζα

(α) Εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις της παραγράφου Γ, η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν υπόκειται σε κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις.

(β) Σε περίπτωση παροχής 'πρωτεύουσας' πιστωτικής ενίσχυσης, οποιασδήποτε μορφής, το σχετικό ποσό θα αφαιρείται από τα ίδια κεφάλαια.

(γ) Σε περίπτωση που το ποσό ης πιστωτικής ενίσχυσης παρέχεται με τη μορφή

(i) υπερβάλλοντος περιθωρίου επιτοκίου (spread account) ή μέσω χρηματικής κατάθεσης (reserve account) για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών της ΕΕΣ, ή

(ii) υπερεξασφάλισης (over-collateralisation)

αυτό θεωρείται 'πρωτεύουσα' πιστωτική ενίσχυση και αντιμετωπίζεται αναλόγως κατά τα προβλεπόμενα στο εδάφιο (β), της παρούσας παραγράφου

(δ) Σε περίπτωση αγοράς τμήματος της συνολικής έκδοσης τίτλων ή επαναγοράς των υποκείμενων απαιτήσεων σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, πέραν του ορίου που ορίζεται στην περίπτωση Γ(δ)(ii), η υπέρβαση θα αντιμετωπίζεται ως 'πρωτεύουσα' πιστωτική ενίσχυση και το ποσό που αντιστοιχεί σε αυτήν θα αφαιρείται από τα ίδια κεφάλαια.

(ε) Σε περίπτωση που δεν εκπληρώνεται η προϋπόθεση της περίπτωσης Γ(δ)(i), οι υποκείμενες απαιτήσεις θα σταθμίζονται με τον ανάλογο συντελεστή, όπως πριν τιτλοποιηθούν.

(στ) Σε περίπτωση παροχής εγγύησης προς το σχήμα της τιτλοποίησης που πληροί τις προϋποθέσεις του εδαφίου (ζ), κατωτέρω, και επομένως δεν αποτελεί 'πρωτεύουσα' πιστωτική 45 ενίσχυση (που αφαιρείται από τα ίδια κεφάλαια σύμφωνα με το ανωτέρω εδάφιο(β)), για τον προσδιορισμό του πιστωτικού ισοδύναμου, το ύψος της εγγύησης θα πολλαπλασιάζεται με τον συντελεστή μετατροπής 100% (υψηλού κινδύνου), σύμφωνα με το Παράρτημα Ι της κωδικοποιημένης Π./ΤΕ 2524/03, και στη συνέχεια θα πολλαπλασιάζεται με τον συντελεστή αντισυμβαλλόμενου 100% 50%, εάν η εγγύηση εξασφαλίζεται με απαιτήσεις που πληρούν την προϋπόθεση του έκτου κεφαλαίου, παράγραφος (γ) της κωδικοποιημένης Π./ΤΕ 2524/03.

(ζ) Σε περίπτωση παροχής 'δευτερεύουσας' πιστωτικής ενίσχυσης, οποιασδήποτε μορφής, το σχετικό ποσό θα σταθμίζεται με το συντελεστή στάθμισης 100% εφόσον:

(i) προβλέπεται να αντληθεί μετά την εξάντληση της 'πρωτεύουσας' πιστωτικής ενίσχυσης,

(ii) καλύπτει αποκλειστικά τις ζημιές που δεν έχουν καλυφθεί από την 'πρωτεύουσα' πιστωτική ενίσχυση και,

(iii) η 'πρωτεύουσα' πιστωτική ενίσχυση καλύπτει την κατά προσέγγιση εκτιμώμενη πιθανή ζημιά της ΕΕΣ από επισφαλείς απαιτήσεις, όπως προκύπτει από τα ιστορικά στοιχεία αντίστοιχης ποιότητας απαιτήσεων.

(η) Σε περίπτωση που το ποσό της πιστωτικής ενίσχυσης παρέχεται με τη μορφή δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subordinated loans), τούτο θεωρείται 'δευτερεύουσα' πιστωτική ενίσχυση και αντιμετωπίζεται αναλόγως κατά τα προβλεπόμενα στο εδάφιο (ζ). Επίσης, θεωρείται 'δευτερεύουσα' πιστωτική ενίσχυση και οποιαδήποτε άλλη μορφή δανείου, με την επιφύλαξη των όσων προβλέπονται στο εδάφιο(θ).

(θ) Σε περίπτωση που τόσο η 'πρωτεύουσα' όσο και η 'δευτερεύουσα' πιστωτική ενίσχυση παρέχονται από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα, η 'δευτερεύουσα' πιστωτική ενίσχυση θα αφαιρείται από τα ίδια κεφάλαια της μεταβιβάζουσας.

3. Υπολογισμός Κεφαλαιακών Απαιτήσεων για την επενδύτρια τράπεζα

(α) θέσεις του επενδυτικού χαρτοφυλακίου:

(i) τίτλοι επενδυτικής διαβάθμισης, που εξασφαλίζονται με αστικά ακίνητα (mortgage backed securities), θα σταθμίζονται με συντελεστή 50% σύμφωνα με το έκτο κεφάλαιο, παράγραφος (γ) της κωδικοποιημένης Π./ΤΕ 2524/03.

(ii) λοιποί τίτλοι θα σταθμίζονται με συντελεστή στάθμισης 100% σύμφωνα με το έκτο κεφάλαιο, παράγραφος (δ) της ανωτέρω Π./ΤΕ.

(β) θέσεις του χαρτοφυλακίου συναλλαγών:

Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του γενικού και ειδικού κινδύνου θέσης, καθώς και έναντι της υπέρβασης των ορίων των Μεγάλων Χρηματοδοτικών Ανοιγμάτων, υπολογίζονται σύμφωνα με τις διατάξεις της Π./ΤΕ 2494/2002 περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ειδικότερα, για τον υπολογισμό των απαιτήσεων έναντι του ειδικού κινδύνου, οι εν λόγω τίτλοι θα θεωρούνται ως «εγκεκριμένα στοιχεία», εφόσον είναι διαβαθμισμένοι ως επενδυτικής ποιότητας (investment grade) από οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αναγνωρισμένο κατά τα προβλεπόμενα στην ανωτέρω Π./ΤΕ. Σε κάθε άλλη περίπτωση θα θεωρούνται ως "άλλα στοιχεία".

(γ) οι τοποθετήσεις στους εν λόγω τίτλους θα υπόκεινται στις διατάξεις της Π./ΤΕ 2246/93 σχετικά με τον έλεγχο και την εποπτεία των Μεγάλων Χρηματοδοτικών Ανοιγμάτων.

4. Ταμειακές Διευκολύνσεις

(α) το ποσό της ταμειακής διευκόλυνσης που έχει εκταμειωθεί θα σταθμίζεται με συντελεστή στάθμισης 100%.

(β) Για τον υπολογισμό του πιστωτικού ισοδύναμου, στο ποσό που αντιστοιχεί στο ανεκτέλεστο όριο της ταμειακής διευκόλυνσης και αποτελεί εκτός ισολογισμού στοιχείο θα εφαρμόζεται συντελεστής στάθμισης 50%.

ΣΤ. Συστήματα διαχείρισης κινδύνων

Εφαρμοζομένων των σχετικών ισχυουσών διατάξεων, το πιστωτικό ίδρυμα που εμπλέκεται στη διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων πρέπει

(α) να διαθέτει επαρκή συστήματα εσωτερικών ελέγχων και ελέγχου κινδύνων και προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης (stress testing),

(β) να γνωστοποιεί στην Τράπεζα της Ελλάδος τα μέτρα που έχει λάβει για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων στη ρευστότητα και την κεφαλαιακή επάρκεια από την επαναγορά τμήματος των απαιτήσεων και την παροχή πιστωτικής ενίσχυσης ή ταμειακής διευκόλυνσης.

Ζ. Λοιπές Διατάξεις

1) (α) Κάθε πρόγραμμα τιτλοποίησης θα πρέπει να γνωστοποιείται στην τράπεζα της Ελλάδος (Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος) τουλάχιστον 30 ημέρες πριν από την έναρξη της υλοποίησης του.

(β) Ειδικότερα, σε περίπτωση που τα πιστωτικά ιδρύματα προτίθενται να προχωρήσουν σε προγράμματα τιτλοποίησης απαιτήσεων συνθετικής μορφής ή και / ανακυκλούμενων πιστώσεων, η εποπτική αντιμετώπιση των εν λόγω προγραμμάτων αναφορικά με τις λειτουργικές προϋποθέσεις που πρέπει να διέπουν τα εν λόγω σχήματα, καθώς και ο υπολογισμός των κεφαλαιακών απαιτήσεων, θα πρέπει να συμφωνείται εκ των προτέρων, με την Τράπεζα της Ελλάδος- Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος.

2) Η μεταβιβάζουσα τράπεζα οφείλει να γνωστοποιεί στο προσάρτημα των ετήσιων λογιστικών καταστάσεων τουλάχιστον (α) το ποσό της τιτλοποίησης, (β) το όνομα της ΕΕΣ, (γ) τη σχέση της με την ΕΕΣ, (δ) τους όρους εξαίρεσης της ΕΕΣ από την ενοποίηση της στις ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της τράπεζας και (ε) τις επιπτώσεις της τιτλοποίησης επί του υπολοίπου των σχετικών απαιτήσεων

3) Εξουσιοδοτείται η Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τραπέζης της Ελλάδος για την παροχή διευκρινήσεων ή την διενέργεια των αναγκαίων τεχνικών προσαρμογών για την εφαρμογή της παρούσας Εγκυκλίου.