



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (MBA)

Διπλωματική Εργασία

Τιτλοποίηση Απαιτήσεων

Παναγιώτα Γ. Μπούρα

Πανεπιστήμιο Πειραιά

2009

Αφιερώνεται στην οικογένεια μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗ

Τιτλοποίηση Απαιτήσεων

Παναγιώτα Μπούρα

Σημαντικοί όροι:

τιτλοποίηση, οίκοι αξιολόγησης, κίνδυνοι, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τιτλοποιημένο χαρτοφυλάκιο, ανακυκλούμενη συναλλαγή, ειδικού σκοπού όχημα, πιστωτική διευκόλυνση, εκδότης

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 :	ΕΙΣΑΓΩΓΗ 7	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.1	Αντικειμενικός σκοπός εργασίας		7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.2	Διάρθρωση εργασίας		7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 :	ΠΡΟΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ		9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.1	Ιστορική αναδρομή / αναγκαιότητα		9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2	Εκκίνηση διαδικασίας.....		10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2.1	Συγκέντρωση στοιχείων, πώληση και διοίκηση		10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2.2	Πιστωτική ενίσχυση και ρευστότητα		12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2.3	Ποσοστό συμμετοχής εκδότη στο τιτλοποιημένο χαρτοφυλάκιο		14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 :	ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ		16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.1	Η αντίληψη της πραγματικής πώλησης.....		16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.2	Διοίκηση σχημάτων τιτλοποίησης		18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.3	Διαδικασία Τιτλοποίησης		19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.4	Πώληση πιστοποιητικών στους επενδυτές.....		19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5	Συμμετοχή πωλητή		20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.6	Οι μηχανισμοί των ταμειακών ροών		20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.6.1	Pass-Through Securities		21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.6.2	Pay-Through Securities		21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.7	Προστασία έναντι της πρόωρης αποπληρωμής κεφαλαίου.....		22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.8	Διενέργεια της συναλλαγής.....		24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.9	Απόσπαση στοιχείων.....		25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.10	Επιλογή λογαριασμών — αρχική διαμόρφωση δεξαμενής.....		25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.11	Προσθήκη / Διαγραφή λογαριασμών.....		26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.12	Dynamic Pool		28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.13	Revolving Asset Transactions.....		28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.14	Παροχή πιστωτική διευκόλυνσης		29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.15	Δημιουργία Ειδικού Σκοπού Οχήματος		30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.16	Μεταβιβάσιμα στοιχεία ενεργητικού στις τιτλοποιήσεις.....		32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 :	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΩΝ		33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.1	Διαχειριστής (Administrator).....		33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.2	Ελεγκτές (Auditors).....		34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3	Επενδυτικός σύμβουλος (Collateral/investment manager)		34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.4	Investment Advisor		34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.5	Εταιρείες παροχής υπηρεσιών (Corporate service providers)		35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.6	Τράπεζες πληροφοριών (Data agents)		35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.7	Επενδυτές (Investors).....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.8	Εκδότης (Issuer).....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.9	Νομικοί Σύμβουλοι (Law firms).....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.10	Σύμβουλοι Έκδοσης – Ανάδοχοι (Lead manager).....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.11	Παροχέας άμεσης ρευστότητας (Liquidity provider).....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.12	Οργανισμοί παροχής εγγυήσεων (Monoline insurer).....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.13	Υπόχρεοι – Οφειλέτες – Πιστούχοι (Obligors).....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.14	Εκδότης – Πωλητής (Originator-seller-transferor).....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.15	Πράκτορας πληρωμών (Paying agent).....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.16	Protection buyer.....	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.17	Protection seller.....	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.18	Οίκοι Αξιολογήσεων (Rating agencies).....	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.19	Θεσμικές – Υπερκείμενες Αρχές (Regulators).....	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.20	Διεκπεραιωτής (Servicer).....	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.21	Συντονίστρια Τράπεζα (Structuring bank- Arranger).....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.22	Πάροχος χρηματοοικονομικών εργαλείων (Swap provider).....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.23	Χρηματιστής - Ομάδα πωλήσεων (Trader - sales team).....	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.24	Θεματοφύλακας (Trustee).....	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.25	Αντασφαλιστής (Underwriter(s)).....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.26	Παροχέας πίστωσης (Credit Enhancer).....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 :	ΚΙΝΗΤΡΑ / ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.1	Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τον originator.....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.2	Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τον trustee.....	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.3	Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τον επενδυτή.....	46
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.4	Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τις Τράπεζες.....	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.5	Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τους δανειστές.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.6	Οφέλη για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.7	Οφέλη για τις επιχειρήσεις στην Ε.Ε.....	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.8	Οφέλη για τις Υπερκείμενες Αρχές στην Ε.Ε.....	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.9	Οφέλη για τον Κυβερνητικό Τομέα στην Ε.Ε.....	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.10	Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τους δανειστές στην Ε.Ε.....	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 :	ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.1	Κίνδυνοι για τραπεζικούς και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.....	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2	Λοιποί έλεγχοι σε συναλλαγές τιτλοποίησης.....	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.3	Παρακολούθηση Συναλλαγών Τιτλοποιήσεων.....	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.4	Επικοινωνία με τρίτα μέρη / Εξωτερικούς φορείς.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 :	Διαχείριση Κινδύνων και διενέργεια ελέγχων	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.1	Κίνδυνος φήμης.....	59

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.2	Στρατηγικός Κίνδυνος.....	60
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3	Πιστωτικός Κίνδυνος.....	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.1	Γενικά στοιχεία.....	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.2	Έκθεση σε καθυστέρηση (Residual exposure to default)	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.3	Πιστωτική ποιότητα εναπομείνοντος χαρτοφυλακίου	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.4	Λοιπά θέματα πιστωτικής ποιότητας.....	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.4	Διαχείριση πιστωτικού Κινδύνου	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.5	Λοιπά πιστωτικά θέματα	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.6	Δυναμικοί έλεγχοι στο τιτλοποιημένο χαρτοφυλάκιο	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7	Κίνδυνος συναλλαγών	65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7.1	Φύση κινδύνου Συναλλαγών.....	65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7.2	Διενέργεια συναλλαγών	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7.3	Διαχείριση Κινδύνου συναλλαγών.....	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.8	Reporting.....	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.9	Συγκέντρωση πληρωμών	67
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.10	Ενίσχυση ρευστότητας.....	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11	Κίνδυνος ρευστότητας	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11.1	Ενίσχυση ρευστότητας	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11.2	Φύση Κινδύνου ρευστότητας.....	69
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11.3	Διαχείριση Κινδύνου ρευστότητας	70
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.12	Κίνδυνος Συμμόρφωσης.....	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.13	Κίνδυνος επιτοκίου	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 :	ΛΟΙΠΑ ΘΕΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ.....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.1	ΘΕΜΑΤΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.2	ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	74
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	76
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	78

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι ένα δυναμικό εργαλείο για την αναμόρφωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και μια ανατρεπτική μέθοδος στον τομέα των τραπεζικών και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ως τη θεωρούν οι ειδικοί του χώρου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.1 Αντικειμενικός σκοπός εργασίας

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι να περιγραφεί η διαδικασία της τιτλοποίησης από το αρχικό στάδιο της επιλογής του υποκείμενου χαρτοφυλακίου έως και τους κινδύνους και τα οφέλη που προκύπτουν από τις συναλλαγές αυτές για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τους επενδυτές τις χρηματαγορές και τις τοπικές φορολογικές και εποπτικές αρχές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.2 Διάρθρωση εργασίας

Η παρούσα εργασία αναπτύσσεται σε 8 κεφάλαια τα οποία αναφέρονται στα ακόλουθα θέματα που άπτονται του σχήματος της τιτλοποίησης

Στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφεται ο αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας καθώς και η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε. Τέλος αναφέρεται σύντομη περιγραφή των κεφαλαίων της εργασίας

Στο δεύτερο κεφάλαιο πραγματοποιείται σύντομη ιστορική αναδρομή και περιγραφή των προπαρασκευαστικών σταδίων προετοιμασίας της τιτλοποίησης με αναφορά στη συγκέντρωση των προς τιτλοποίηση στοιχείων, τη διοίκηση του σχήματος και την παροχή πιστώσεων για τη διευκόλυνση της ρευστότητας.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια της πραγματικής πώλησης των στοιχείων του ενεργητικού, η διαδικασία της πώλησης, οι μηχανισμοί των ταμειακών ροών της συναλλαγής καθώς και οι μορφές αυτής.

Πρόσθετα αναφέρεται η διαδικασία προσθήκης και διαγραφής στοιχείων από το τιτλοποιημένο χαρτοφυλάκιο και τέλος η δημιουργία του Ειδικού Σκοπού Οχήματος.

Στο τέταρτο κεφάλαιο εμφανίζονται τα χαρακτηριστικά των συμμετεχόντων στη συναλλαγή και περιγράφονται οι ρόλοι τους.

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναφέρονται τα οφέλη που δύνανται να προκύψουν από τη διαδικασία της τιτλοποίησης τόσο για τα εμπλεκόμενα μέρη όσο και για τις εποπτικές αρχές και την ευρύτερη οικονομική κοινότητα.

Στο έκτο κεφάλαιο αναφέρονται οι εξειδικευμένοι κίνδυνοι για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που συμμετέχουν στη διαδικασία και εμπεριέχονται στη διαδικασία της τιτλοποίησης καθώς και η παρακολούθησή τους και η ενημέρωση των αρμοδίων φορέων

Στο έβδομο κεφάλαιο αναφέρονται οι λοιποί κίνδυνοι που απορρέουν από κάθε συναλλαγή τιτλοποίησης και αφορούν τόσο τη λειτουργία της συναλλαγής όσο και το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον.

Στο όγδοο κεφάλαιο αναφέρονται λοιπά θέματα που αφορούν στη διαδικασία της τιτλοποίησης και ειδικότερα σε θέματα φορολογίας και νομοθετικού πλαισίου στην Ελλάδα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΠΡΟΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.1 Ιστορική αναδρομή / αναγκαιότητα

Πρόσφατα οι τράπεζες ενεργοποιήθηκαν έντονα στη διαδικασία μεταφοράς δανείων και λοιπών στοιχείων Ενεργητικού, μερικά ή ολικά, και στην έκδοση αξιογράφων έναντι των στοιχείων αυτών.

Στην πιο απλή μορφή της η τιτλοποίηση είναι η διαδικασία απομάκρυνσης των μη αποδοτικών, άρρωστων στοιχείων μιας επιχείρησης και της πώλησής τους σε ένα Ειδικού σκοπού Όχημα το οποίο με τη σειρά του εκδίδει ομολογίες, που στηρίζονται σε αυτά τα στοιχεία ενεργητικού, και διατίθενται στο ευρύ επενδυτικό κοινό και στους θεσμικούς επενδυτές.

Ωστόσο η πρακτική αυτή της τιτλοποίησης στοιχείων ενεργητικού και της διάθεσής τους στην ευρεία αγορά βρίσκει εφαρμογή σε μια ευρεία γκάμα περιπτώσεων που αφορούν τόσο τα προς πώληση στοιχεία του Ενεργητικού, όσο και τις εταιρείες που εμπλέκονται στη διαδικασία και είναι από βιομηχανικές έως βιοτεχνικές καθώς και εταιρείες ανάληψης έργων. Οι μη τραπεζικοί οργανισμοί εφαρμόζουν την τιτλοποίηση κυρίως ως έναν μηχανισμό απόκτησης ρευστότητας και εναλλακτικής χρηματοδότησης.

Η απλή μεταφορά στοιχείων ενεργητικού συνιστά συνηθισμένη πρακτική για τις αναπτυγμένες χώρες, ενώ η τιτλοποίηση απαιτήσεων αφορά σε περισσότερο πολύπλοκη διαδικασία.

Το structure financing αποτελεί μετεξέλιξη του θεσμού αυτού και έγκειται στην κατηγοριοποίηση των ομολόγων που προκύπτουν από τη βασική διαδικασία τιτλοποίησης σε κλάσεις παραγώγων ομολογιών και την μεταπώλησή τους σε επενδυτές που ταιριάζουν τα χαρακτηριστικά τους.

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων εφαρμόστηκε εκτεταμένα στις ΗΠΑ, όπου περισσότερο από το 40% των ενυπόθηκων δανείων έχει τιτλοποιηθεί. Σήμερα, η ενθαρρυντική αυτή επενδυτική κίνηση έχει δημιουργήσει ενδιαφέρον και για την τιτλοποίηση πιστωτικών

καρτών, απλών καταναλωτικών δανείων και συμβάσεων Ανοιχτού Αλληλόχρεου Λογαριασμού με σημαντικό μερίδιο αγοράς.

Πρόσθετα η πιο εξελιγμένη μορφή της συνίσταται στη σύνθετη τιτλοποίηση όπου το πιστωτικό ίδρυμα που διαθέτει τα στοιχεία Ενεργητικού μεταφέρει τον πιστωτικό τους κίνδυνο σε τρίτα μέρη, μέσω παραγώγων, και διακρατά την κυριότητα των στοιχείων του Ενεργητικού.

Σημαντική τιτλοποίηση έχει πραγματοποιηθεί και στον Καναδά και το Ηνωμένο Βασίλειο με αποτέλεσμα να κεντρίζει και τα πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στις λοιπές χώρες για το νέο αυτό εργαλείο διαχείρισης ενεργητικού/παθητικού.

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων κατέστησε δυνατό το μετασχηματισμό του παραδοσιακού ρόλου δανειστή των τραπεζών και την αποδέσμευση του διασπώντας τη διαδικασία στον originator, guaranteeing, servicing, funding και μοιράζοντας τον σε επιμέρους εξειδικευμένους οργανισμούς. Ενώ ταυτόχρονα αποσυνέδεσε τους κινδύνους που περιέχονται στα στοιχεία ενεργητικού σε πιστωτικό, επιτοκίου, και ρευστότητας επιτρέποντας την αποτελεσματικότερη διαχείριση τους.

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων στην βασική μορφή της αποτελείται από την άντληση από υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο δανείων με ομοιογενή χαρακτηριστικά, την πώληση τους σε Ειδικού Σκοπού Όχημα και την έκδοση αξιογράφων έναντι των απαιτήσεων αυτών, διαπραγματεύσιμων στην κεφαλαιαγορά.

Η πληρωμή του τοκομεριδίου και του κεφαλαίου των ομολογιών εξαρτάται άμεσα από τις χρηματικές ροές που δημιουργούνται από τις υποκείμενες αξίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2 Εκκίνηση διαδικασίας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2.1 Συγκέντρωση στοιχείων, πώληση και διοίκηση

Για την εκκίνηση της διαδικασίας απαιτείται μια δεξαμενή / χαρτοφυλάκιο ομοειδών απαιτήσεων / δανείων. Η ομοιογένεια των στοιχείων που θα αποτελέσουν τη δεξαμενή της τιτλοποίησης είναι απαραίτητη ώστε να προκύψουν επωφελείς συνεργίες στο

πιστωτικό κίνδυνο των στοιχείων ενεργητικού που θα αποσπασθούν και να είναι εφικτή η διαμόρφωση πλάνου αποπληρωμών.

Ο εκδότης προχωρεί στην επιλογή των απαιτήσεων που θα αποτελέσουν τον υποκείμενο τίτλο από το υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο και την πώληση τους σε ένα Ειδικού Σκοπού Όχημα (SPV).

Το Ειδικού Σκοπού Όχημα διατηρεί τα αποκτώμενα στοιχεία από τον εκδότη ως το μοναδικό στοιχείο ενεργητικού του και έναντι αυτών προχωρεί στην έκδοση τιτλοποιημένων ομολόγων.

Στο στάδιο αυτό ειδικοί σύμβουλοι / οίκοι αξιολόγησης και σύμβουλοι έκδοσης αναμειγνύονται προκειμένου να δώσουν συμβουλές στον εκδότη, να αναλύσουν την πιστωτική ποιότητα του πωλούμενου χαρτοφυλακίου και τη δομή / διάρθρωση του σχήματος.

Πρόσθετα, για να διευκολυνθεί η διαδικασία της τιτλοποίησης ένας servicer και ένας trustee συμμετέχουν στη διαδικασία.

Ο servicer – που στο πλείστον των περιπτώσεων είναι και ο εκδότης – είναι υπεύθυνος για τη συλλογή των αποπληρωμών κεφαλαίου και τόκου των δανείων που επιλέχθηκαν για τη δεξαμενή, και την απόδοση τους στον trustee.

Ο servicer λαμβάνει προμήθεια για τις υπηρεσίες αυτές και πρόσθετα είναι δυνατόν να ωφελείται από την προσωρινή τοποθέτηση των κεφαλαίων που συνέλεξε, εφόσον έχει συμφωνηθεί περιοδική καταβολή. Η ικανότητα του να λειτουργεί ως servicer και η εξειδίκευση του, θα αξιολογηθούν από οίκους αξιολόγησης (rating agencies).

Η αξιολόγηση (rating) του εκδότη / servicer, καθώς και της ποιότητας του υποκείμενων στοιχείων ενεργητικού και της δομής του σχήματος της τιτλοποίησης θα επηρεάσουν την έκταση της παρεχόμενης πιστωτικής διευκόλυνσης η οποία μπορεί να χρειασθεί να οργανωθεί διαφορετικά, ειδικά αν η αξιολόγηση του ενεργητικού είναι χαμηλότερη από την επιθυμητή για τους δυνητικούς επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2.2 Πιστωτική ενίσχυση και ρευστότητα

Η παρεχόμενη πιστωτική ενίσχυση που προσφέρεται από τρίτη Τράπεζα / χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στο σχήμα της τιτλοποίησης, συγκρίνεται με έκθεση σε εκτός ισολογισμού κινδύνους και θεωρείται άμεση πιστωτική διευκόλυνση.

Οι αρμόδιες εποπτικές αρχές είναι δυνατόν να θεωρήσουν ότι το συνολικό ποσό των τιτλοποιούμενων στοιχείων ενεργητικού πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν και να σταθμιστεί ειδικά σε περιπτώσεις που η πιστωτική ενίσχυση χρησιμοποιείται για την κάλυψη απωλειών επί του κεφαλαίου ή οι σημειούμενες απώλειες υπερβαίνουν σημαντικά τα ιστορικά δεδομένα με τα οποία έγιναν οι προβλέψεις.

Εναλλακτικά, είναι πιθανό η πιστωτική διευκόλυνση να αφαιρεθεί από τα Ίδια Κεφάλαια της δανείστριας τράπεζας.

Η υποστήριξη ρευστότητας που δίνεται σε περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει καμία σημαντική πιστωτική διευκόλυνση τρίτων μερών στο σχήμα, πρέπει να θεωρείται εξίσου αποτελεσματική με την παροχή εγγύησης στους τίτλους και να αντιμετωπίζεται με παρόμοιο τρόπο με την πιστωτική ενίσχυση που δίνεται από μια τρίτη τράπεζα.

Αντίθετα, η πιστωτική διευκόλυνση που δίνεται σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν ξεχωριστοί διακανονισμοί μπορεί γενικά να αντιμετωπιστεί απλώς ως δυνατότητα ρευστότητας και ως υποχρέωση που συνδέεται με θέματα επάρκειας κεφαλαίων.

Καθώς οι επενδυτές δεν είναι προετοιμασμένοι να αναλάβουν το σύνολο των πιστωτικών κινδύνων που απορρέουν από ένα χαρτοφυλάκιο δανείων ή λοιπών στοιχείων ενεργητικού, τα ομόλογα συνήθως προσφέρονται σε αυτούς με πιστωτική διευκόλυνση από τρίτο μέλος τράπεζα, ασφαλιστική εταιρεία και κάποιες φορές από τον εκδότη. Συνήθως δε προσφέρεται συνδυασμός εξασφαλίσεων. Οι πλέον συνηθισμένες μορφές περιγράφονται συνοπτικά κατωτέρω.

- Μια πρόσθετη εξασφάλιση προφέρεται στον αγοραστή δίνοντας το δικαίωμα να λάβει αποζημίωση / πληρωμή από τον enhancer αν ο οφειλέτης δεν πληρώσει στην προσδιοριζόμενη ημερομηνία. Ωστόσο η μέθοδος αυτή δε χρησιμοποιείται συχνά καθώς μεταφέρει πλήρως τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο στον enhancer.

Προκειμένου να προσδιορισθεί η κατάλληλη εξασφάλιση, εκτιμάται ο κίνδυνος σε σχέση με τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου και συναρτάται με το ιστορικό κίνδυνο των υποκείμενων στοιχείων. Είθισται τα αποτελέσματα να καλύπτουν πολλαπλάσια τον ιστορικό κίνδυνο των υποκείμενων στοιχείων. Τα πλέον συνηθισμένα εργαλεία για την παροχή παρόμοιας πιστωτικής διευκόλυνσης είναι: ανέκκλητες εγγυητικές επιστολές (irrevocable letters of credit), ασφάλεια παρεχόμενη από τρίτα μέρη, λογαριασμοί περιθωρίου, δέσμευση καταθετικών λογαριασμών.

Σε πρώτη ματιά οι ανωτέρω ενισχύσεις φαίνονται να καλύπτουν μόνο ένα μέρος του συνολικού χαρτοφυλακίου, αλλά στην πραγματικότητα αποτελούν στοιχεία υψηλού πιστωτικού κινδύνου καθώς χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό και καλύπτουν αποτελεσματικά πολλά πολλαπλάσια των αναμενόμενων απωλειών του συνολικού χαρτοφυλακίου και έτσι ο εκδότης βρίσκεται στην ίδια θέση που βρισκόταν προηγουμένως με μόνη διαφορά την αλλαγή στη structure του κινδύνου

- Μια άλλη τεχνική που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την έκδοση των τιτλοποιημένων ομολόγων είναι η υποστήριξη ρευστότητας (*liquidity support*). Η τεχνική αυτή είναι ιδιαίτερα κοινή για τα εμπορικά αξιόγραφα, όπου το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο αποτελείται από απαιτήσεις διαφορετικών τύπων και η ωριμότητα τους συνήθως δεν ταιριάζει με αυτή του εμπορικού αξιογράφου, με αποτέλεσμα να πρέπει να μετακυληθεί σε ύστερο χρόνο, ή να αντικατασταθεί από νέες εκδόσεις.

Για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο αδυναμίας του εκδότη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις που προκύπτουν από την έκδοση του αξιογράφου, ο liquidity enhancer συμφωνεί να χορηγήσει τα κονδύλια που απαιτούνται. Αν και τυπικά ο liquidity enhancer δεν εγγυάται τους τίτλους αλλά παρέχει μια βραχυπρόθεσμη δανειοδότηση στον εκδότη, ωστόσο αναλαμβάνει αποτελεσματικά τον υπόλοιπο κίνδυνο πέρα από αυτόν που λαμβάνεται από την πιστωτική αύξηση των υποκείμενων απαιτήσεων που είναι τα μόνα στοιχεία ενεργητικού του Ειδικού Σκοπού Οχήματος.

Επομένως, το αν η υποστήριξη της ρευστότητας του σχήματος της τιτλοποίησης μπορεί να θεωρηθεί απλώς ως καθαρή γραμμή ρευστότητας εξαρτάται από οποιαδήποτε προώθηση που δίδεται στον liquidity enhancer, λόγω της προσφοράς ρευστότητας σε περίπτωση εκκαθάρισης.

Οι περισσότερες μορφές τιτλοποίησης περιέχουν έναν ή περισσότερους συνδυασμούς τεχνικών αύξησης της ρευστότητας. Ο στόχος από την πλευρά του εκδότη είναι να βρεθεί η πρακτικότερη και οικονομικά αποδοτική μέθοδος που θα παρέχει την απαραίτητη πιστωτική προστασία για την επίτευξη της επιθυμητής πιστωτικής κατάταξης και τιμολόγηση του αξιόγραφου.

Οι περισσότεροι τίτλοι περιέχουν επίσης χαρακτηριστικά συνδεδεμένα με την απόδοση με σκοπό να προστατεύσουν τους επενδυτές (και τους credit enhancers) έναντι υποτίμησης των χαρτοφυλακίων.

Αυτοί οι «ωθήσεις απόδοσης» έχουν ως σκοπό να αυξήσουν τους λογαριασμούς περιθωρίων προκειμένου να απορροφήσουν τις απώλειες και να επιταχύνουν την αποπληρωμή του κεφαλαίου προτού η απόδοση του χαρτοφυλακίου θα οδηγήσει σε απώλειες τους επενδυτές.

Ο πιο συνηθισμένος ωθητής (ο περισσότερο ευαίσθητος) τυπικά εγκλωβίζει το υπερβάλλον περιθώριο μέσα στο σχήμα με τη δημιουργία πρόσθετων λογαριασμών ή ξεχωριστό αποθεματικό κεφάλαιο ώστε να παρέχει πρόσθετη πιστωτική προστασία όταν αρχίζει να παρουσιάζει ένα χαρτοφυλάκιο σημάδια επιδείνωσης.

Ο εκδότης του χαρτοφυλακίου συχνά διαπραγματεύεται με τους οίκους αξιολόγησης σχετικά με τον τύπο και το μέγεθος της εσωτερικής και εξωτερικής πιστωτικής αύξησης, ώστε να επιτευχθεί το άριστο μέγεθος για την επιθυμητή πιστωτική κατάταξη.

Για την κατάταξη AAA (triple A) είναι πιθανό να απαιτηθεί επίπεδο προστασίας επαρκές για την προστασία των χρηματικών ροών ενάντια σε περιπτώσεις τόσο σοβαρές όσο κατά τη διάρκεια της μεγάλης οικονομικής κρίσης της δεκαετίας του 1930.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.2.3 Ποσοστό συμμετοχής εκδότη στο τιτλοποιημένο χαρτοφυλάκιο

Κατά την τελευταία μέρα της συναλλαγής μεταφέρονται οι απαιτήσεις, άμεσα ή έμμεσα, από τον πωλητή στο Ειδικού Σκοπού Όχημα το οποίο εκδίδει πιστοποιητικά προς τους επενδυτές και σε περίπτωση ανακυκλούμενων απαιτήσεων, πιστοποιητικά για την επανα-μεταφορά στοιχείων από τον πωλητή.

Στην αρχή έκαστης περιόδου που προσδιορίζεται στο ενημερωτικό δελτίο της συναλλαγής, ο serviceg υπολογίζει το ποσοστό συμμετοχής του εκδότη στο ανακυκλούμενο χαρτοφυλάκιο, το ανακοινώνει στο ευρύ επενδυτικό κοινό και επιμερίζει τις προσόδους του χαρτοφυλακίου ανάμεσα στον Ειδικού σκοπού όχημα και στον αρχικό πωλητή. Το ποσοστό αυτό ισχύει για όλη την περίοδο που ορίζεται στο ενημερωτικό δελτίο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.1 Η αντίληψη της πραγματικής πώλησης

Σαν πρώτο βήμα, οι επόπτες πρέπει να αξιολογήσουν εάν έχει επιτευχθεί μια αληθινή πώληση στοιχείων ενεργητικού, τόσο από νομικής πλευράς όσο και από πρακτικής άποψης.

Όταν δεν έχει επιτευχθεί αληθινή πώληση, η κεφαλαιακή υποστήριξη σαφώς συνεχίζει να απαιτείται.

Μια τράπεζα που πωλεί στοιχεία ενεργητικού σε έναν εκδότη σχήματος τιτλοποίησης από το ίδιο χαρτοφυλάκιο της ή από τρίτο μέρος, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι δεν έχει πραγματοποιήσει μια αληθινή πώληση εφόσον υπάρχει, μεταξύ άλλων, οποιαδήποτε υποχρέωση:

- για να ανακτήσει ή ανταλλάξει στοιχεία του ενεργητικού
- για οποιαδήποτε είδη νομικής προσφυγής μέσω των οποίων οποιοσδήποτε κίνδυνος απώλειας από τα στοιχεία ενεργητικού που πωλήθηκαν θα μπορούσε να διατηρηθεί ή να επιστραφεί στην πωλήτρια τράπεζα
- για να καταβάλλει σε οποιοδήποτε συμβαλλόμενο μέρος έναντι πληρωμής κεφαλαίου ή τόκου των στοιχείων ενεργητικού που πωλήθηκαν (εκτός από εκείνα που προκύπτουν ως υπηρεσίες).

Σε οποιοσδήποτε από αυτές τις τρεις περιπτώσεις τα υποκείμενα στοιχεία πρέπει κανονικά να παραμείνουν ως απαίτηση στα κεφάλαια της Τράπεζας.

Θα υπάρχουν επίσης αμφιβολίες για το αν πρόκειται για αληθινή πώληση στοιχείων ενεργητικού εάν η πωλήτρια τράπεζα έχει ιδιοκτησία ή ασκεί οποιοδήποτε δικαίωμα μετοχολογίου ή διαχειριστικό έλεγχο προς όφελός της έναντι του Ειδικού Σκοπού Οχήματος που είναι ιδιοκτήτης του χαρτοφυλακίου ενεργητικού και εκδίδει τις ομολογίες ή

απαιτείται να δηλώνει το Ειδικού Σκοπού Όχημα ως θυγατρική ή συνδεδεμένη εταιρεία στις οικονομικές της καταστάσεις.

Μια περαιτέρω ένδειξη ότι μπορεί να υπάρχει ισχυρή σύνδεση μεταξύ της πωλήτριας τράπεζας και του Ειδικού Σκοπού Όχημα είναι το γεγονός ότι χρησιμοποιείται μέρος ή το σύνολο της εμπορικής επωνυμίας της πωλήτριας τράπεζας στην επωνυμία του Ειδικού Σκοπού Οχήματος.

Επιπλέον, οποιαδήποτε πιστωτική διευκόλυνση (και ενδεχομένως μερικές αυξήσεις ρευστότητας) που παρέχονται από την πωλήτρια τράπεζα μπορούν να είναι δείκτες ότι η τράπεζα έχει δεχτεί μια υποχρέωση υπό προσφυγή και επομένως καμία αληθινή πώληση δεν έχει επιτευχθεί, ανάλογα και με τη χώρα στην οποία πραγματοποιείται η τιτλοποίηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.2 Διοίκηση σχημάτων τιτλοποίησης

Μια τράπεζα που εμπλέκεται στη διοίκηση ενός σχεδίου τιτλοποίησης ως servicer ή trustee μπορεί εν τούτοις να εκτεθεί σε κάποια μορφή ηθικής υποχρέωσης έναντι των επενδυτών και να προχωρήσει στην άσκηση νομικών μέτρων.

Το στοιχείο του ηθικού κινδύνου μπορεί να είναι μεγαλύτερο εάν ο servicer είναι επίσης ο originator. Επομένως, προκειμένου να αποφευχθεί μια χρηματική καταβολή ως συνέπεια των διοικητικών ευθυνών της, η τράπεζα πρέπει γενικά να εξασφαλίσει ότι οποιαδήποτε ενημερωτικό δελτίο περιέχει μια ορατή, σαφή ανέκκλητη δήλωση ότι δε βρίσκεται πίσω από την έκδοση ή το Ειδικού Σκοπού Όχημα και δε θα καλύψει οποιεσδήποτε απώλειες στο χαρτοφυλάκιο.

Για την εξυπηρέτηση του σχήματος της τιτλοποίησης η τράπεζα μπορεί φυσικά να λάβει το όφελος από τη συναλλαγή αλλά αυτό πρέπει σαφώς να ειπωθεί ως αμοιβή για τις παρεχόμενες υπηρεσίες και όχι ως ανταμοιβή για την ανάληψη του κίνδυνου ιδιοκτησίας.

Μια τράπεζα μπορεί να συνδεθεί πολύ με το σχήμα της τιτλοποίησης και να εκτεθεί σε πιστωτικούς κινδύνους δυνάμει των διοικητικών καθηκόντων της. Οι ενδείξεις της ύπαρξης μιας τέτοιας υποχρέωσης είναι, όπως αναφέρεται ήδη, να θεωρείται το Ειδικού Σκοπού Όχημα θυγατρική ή να περιλαμβάνεται στο όνομα του.

Άλλες ενδείξεις της πιθανής πιστωτικής υποστήριξης είναι η υποχρέωση :

- να παρασχεθεί υποστήριξη στο Ειδικού Σκοπού Όχημα ή το σχήμα της τιτλοποίησης, έστω μέσω της κάλυψης των απωλειών του τίτλου
- να επιστραφούν τα κεφάλαια στον αγοραστή προτού να παραληφθούν από το οφειλέτη,
- να καλυφθούν ελλείμματα μετρητών που προκύπτουν από τις καθυστερημένες πληρωμές ή τη μη αποπληρωμή των στοιχείων του ενεργητικού, εκτός αν αυτά είναι απλώς εργαλεία για να διευκολύνουν το συγχρονισμό των ταμειακών ροών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.3 Διαδικασία Τιτλοποίησης

Πριν αξιολογηθεί πώς μια τράπεζα διαχειρίζεται τους κινδύνους της τιτλοποίησης πρέπει να έχει μια θεμελιώδη κατανόηση των asset-backed securities και το πώς είναι δομημένοι.

Ειδικότερα, οφείλει να συλλέγει και να δημοσιεύει στοιχεία που καταδεικνύουν τη δομή και τη διαστρωμάτωση του εκχωρημένου χαρτοφυλακίου, να παρέχει πληροφορίες σχετικά με τη διάρθρωση του και να υπολογίζει τους κατάλληλους αριθμοδείκτες που θα παρέχουν σαφή και πλήρη ενημέρωση στο ευρύ επενδυτικό κοινό και τους θεσμικούς επενδυτές που αξιολογούν τη συναλλαγή και ενημερώνουν με τη σειρά τους τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Τα κλασικά ομόλογα που εκδίδονται κατά τη συναλλαγή της τιτλοποίησης securities, ομοιάζουν στη δομή τους με τα mortgage pass-through securities και παρέχουν στους επενδυτές ένα αδιαίρετο επιτόκιο για μια συγκεκριμένη ομάδα στοιχείων ενεργητικού που απαρτίζεται από συμβάσεις δανείου αυτοκινήτων, βάρκες, ή άλλα στοιχεία ενεργητικού.

Ο Επενδυτής λαμβάνει το μηνιαίο τόκο στο λογιστικό υπόλοιπο του πιστοποιητικού του και τόκους ενός μηνός για τυχόν πρόωρες αποπληρωμές. Το ποσό κεφαλαίου που περιλαμβάνεται σε κάθε πληρωμή εξαρτάται από το ποσοστό χρεολυσίας και το ρυθμό αποπληρωμής του υποκείμενου στοιχείου.

Οι γρηγορότερες προκαταβολές πληρωμής συντομεύουν τη μέση ζωή της έκδοσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.4 Πώληση πιστοποιητικών στους επενδυτές

Τα πιστοποιητικά του ομολόγου πωλούνται είτε με δημόσια προσφορά, είτε με ιδιωτική τοποθέτηση και τα έσοδα, μείον τα έξοδα έκδοσης καταβάλλονται στον πωλητή.

Τα τιτλοποιημένα ομόλογα απευθύνονται συνήθως σε επενδυτές που διακατέχονται από :

- ένα διακριτικό ενδιαφέρον για συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού
- ένα ενδιαφέρον για τα σύνολο των στοιχείων που απαρτίζουν το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο.

Το πρώτου τύπου ενδιαφέρον εμφανίζεται σε δεξαμενές στοιχείων που ταιριάζουν ως προς τη ληκτότητα τους και τις ταμειακές τους ροές (πληρωμή κεφαλαίου τόκων) με τις ανάγκες του συγκεκριμένου επενδυτή, φυσικού προσώπου ή θεσμικού επενδυτή.

Το δεύτερο είδος ενδιαφέροντος εμφανίζεται σε τιλοποίηση με βραχυπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού όπως οι πιστωτικές κάρτες και προκαταβολές έναντι προσημειώσεων, όπου με τη ρευστοποίηση των αρχικών τίτλων, γεννώνται νέες απαιτήσεις / λογαριασμοί οι οποίοι συγκεντρώνουν εκ νέου το ενδιαφέρον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.5 Συμμετοχή πωλητή

Όταν τα εισπρακτέα στοιχεία που υποστηρίζουν τους τίτλους είναι βραχυπρόθεσμα ή ανακυκλώνονται γρήγορα, όπως οι πιστωτικές κάρτες, οι ροές μετρητών που συνδέονται με τα εισπρακτέα πρέπει να ρυθμιστούν ενεργά.

Ένας στόχος είναι να κρατηθεί το λογιστικό υπόλοιπο του κεφαλαίου ίσο προς τα ποσά που φέρουν τα πιστοποιητικά. Για να διευκολύνουν αυτήν την εξίσωση, ένα επιτόκιο, γνωστό ως του «πωλητή¹» ή του «μεταβιβάζοντος», δεν διατίθεται στο επενδυτές. Το επιτόκιο του πωλητή εξυπηρετεί δύο αρχικούς σκοπούς:

- να παρέχει έναν buffer ταμειακών ροών όταν ο λογαριασμός πληρωμών υπολείπεται του λογαριασμού αγορών
- να απορροφά τις μειώσεις στο λογαριασμό απαιτήσεων που οφείλονται σε στοιχεία του χαρτοφυλακίου που δεν πληρούν πλέον τους όρους των εκχωρημένων δανείων και τυχόν διαγραφές ή και δάνεια σε προσωρινή και οριστική καθυστέρηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.6 Οι μηχανισμοί των ταμειακών ροών

¹ Για να υπολογισθεί το μέγεθος του επιτοκίου του πωλητή, αφαιρείται το ποσό τίτλων που εκδόθηκαν (στοιχεία του παθητικού) από το υπόλοιπο του κεφαλαίου των απαιτήσεων (στοιχεία του ενεργητικού).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.6.1 Pass-Through Securities

Οι κατανομές πληρωμών των ομολόγων με υποκείμενο τίτλο χαρτοφυλάκιο τοκοχρεολυτικών δανείων είναι σε άμεση συσχέτιση με τις εισροές των δανείων. Ο τόκος καταβάλλεται κάθε μήνα ενώ οι καταβολές κεφαλαίου εξαρτώνται από το πλάνο αποπληρωμής της υποκείμενης εξασφάλισης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.6.2 Pay-Through Securities

Για τύπους ανακυκλούμενων στοιχείων ενεργητικού όπως οι πιστωτικές κάρτες, οι απαιτήσεις επί πιστώσει και γραμμές δανείων με εξασφάλιση ακινήτου, οι ταμειακές ροές έχουν τις ακόλουθες φάσεις:

- την περίοδο ανακύκλωσης
- την περίοδο αποπληρωμής κεφαλαίου

Κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακύκλωσης, οι επενδυτές λαμβάνουν το pro rata ποσοστό του μεικτού ποσοστού απόδοσης χαρτοφυλακίου στηριζόμενοι στο ονομαστικό ποσό των πιστοποιητικών τους και το επιτόκιο του κουπονιού της ομολογίας.

Τα λοιπά χρηματοοικονομικά έξοδα καθώς και η κάλυψη πρόωρων εξαργυρώσεων μεριδίων πραγματοποιείται είτε από τον πωλητή του χαρτοφυλακίου είτε από τον παροχέα πιστωτικής ρευστότητας με την κατάλληλη χρέωση.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακύκλωσης, οι μηνιαίες καταβολές κεφαλαίου χρησιμοποιούνται για να αγοραστούν νέες απαιτήσεις ή για να αγοραστούν μερίδια της συμμετοχής του πωλητή εάν δεν υπάρχουν νέες απαιτήσεις.

Εάν το επιτόκιο επιτοκίου του πωλητή μειωθεί κάτω από ένα προκαθορισμένο ποσοστό επί του υπολειπόμενου κεφαλαίου λόγω έλλειψης νέων λογαριασμών απαιτήσεων, μπορούν να προστεθούν νέοι λογαριασμοί στο χαρτοφυλάκιο.

Μετά από την περίοδο ανακύκλωσης έρχεται η περίοδος χρεολυσίας. Κατά τη διάρκεια αυτής της φάσης, το μερίδιο των επενδυτών στο εναπομείναν κεφάλαιο δε χρησιμοποιείται πλέον για να αγοραστούν νέοι λογαριασμοί προς αντικατάσταση.

Αυτές οι εισπράξεις επιστρέφονται στο επενδυτές όπως παραλαμβάνονται. Αυτό είναι η απλούστερη μορφή επιστροφής κεφαλαίου. Εντούτοις, επειδή με την πάροδο του χρόνου οι επενδυτές προτιμούν πιο σταθερές αποδόσεις επί του κεφαλαίου, μερικοί εκδότες έχουν δημιουργήσει τις δομές για να συσσωρεύσουν τις πληρωμές κεφαλαίου σε έναν λογαριασμό συσσώρευσης

Αργότερα πραγματοποιούνται καταβολές κεφαλαίου σε τακτές ημερομηνίες, σταθερές ή μεταβλητές ανάλογα με την επάρκεια των κονδυλίων που συσσωρεύονται στο λογαριασμό κατά τη σχεδιασμένη ημερομηνία ωριμότητας.

Εφόσον οι ημερομηνίες καθορισθούν σταθερές, είναι δυνατόν ένα τρίτο μέρος να προσφέρει την αναγκαία ρευστότητα, ενώ σε περίπτωση μεταβλητής ημερομηνίας, το συνολικό ποσό που συγκεντρώθηκε στο λογαριασμό μοιράζεται τους επενδυτές και τυχόν περαιτέρω καταβολές που πραγματοποιούνται σε αυτόν καταβάλλονται επί τη εμφανίσει τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.7 Προστασία έναντι της πρόωρης αποπληρωμής κεφαλαίου

Κατά την τιτλοποίηση ανακυκλούμενων πιστώσεων, χρησιμοποιούνται δείκτες που απεικονίζουν τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου ώστε να προστατεύσουν τους επενδυτές από τον πιστωτικό κίνδυνο. Οι δείκτες αυτοί και τα γεγονότα που οδηγούν σε πρόωρη αποπληρωμή κεφαλαίου επιταχύνουν την επιστροφή του κεφαλαίου του επενδυτή εάν οι ταμειακές ροές του χαρτοφυλακίου μειωθούν ή οι συνθήκες αλλάξουν προς το δυσμενέστερο.

Αυτή η επιταχυνόμενη μέθοδος επιστροφής απαιτεί ότι μερίδιο του επενδυτή επί το σύνολο του συλλεχθέντος κεφαλαίου να επιστρέφεται άμα την παραλαβή του. Τα γεγονότα που δηλώνουν την πρόωρη αποπληρωμή του κεφαλαίου καθορίζονται στη συμφωνία αναδοχής και εξυπηρέτησης καθώς και στις πρόσθετες πράξεις της τιτλοποίησης, και σκοπό έχουν να προστατεύσουν τους επενδυτές από την παρατεταμένη έκθεση στην επιδεινωμένη απόδοση των υποκείμενων τίτλων ή την πτώχευση του servicer.

Για να ελέγξει την απόδοση των asset-backed security's, ο trustee, οι οίκοι αξιολόγησης και οι επενδυτές εστιάζουν σε διάφορους δείκτες της απόδοσης του χαρτοφυλακίου: την

απόδοση του χαρτοφυλακίου, το ποσοστό απώλειας, το μηνιαίο ποσοστό πληρωμής και το ποσοστό αγορών.

- *Portfolio yield* αποτελεί ουσιαστικά την απόδοση του χαρτοφυλακίου λαμβάνοντας υπ' όψιν το μέγεθός του, τις πληρωμές που πραγματοποιούνται, τη διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους των επισφαλειών καθώς και τα χρηματοοικονομικά τέλη και έξοδα. Τα χρηματοοικονομικά τέλη είναι τα κατά περίοδο έξοδα κεφαλαίου και οι δαπάνες που συνδέονται με το άληκτο υπόλοιπο στο τέλος μιας περιόδου χάριτος. Οι αμοιβές περιλαμβάνουν τις ετήσιες αμοιβές συνδρομής, αμοιβές καθυστέρησης πληρωμής, αμοιβές ανάληψης μετρητών, και αμοιβές κίνηση λογαριασμών πέρα των ορίων. Η ανταλλαγή είναι η αμοιβή που πληρώνεται από τους εμπόρους και χρεώνεται στην εκδούσα τράπεζα για την ολοκλήρωση η συναλλαγής.

Τα ποσοστά απώλειας αξιολογούνται σχετικά με την εποχικότητα του χαρτοφυλακίου και τις στρατηγικές μάρκετινγκ και αναδοχής του εκδότη. Οι οίκοι αξιολόγησης δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στα κατ' εκτίμηση και πραγματικά ποσοστά απώλειας όταν διαπραγματεύονται τα επίπεδα πιστωτική ρευστότητας που πρέπει να παρασχεθούν στα ειδικού σκοπού οχήματα και ελέγχουν τους τίτλους για τη δυνατότητα μεταβολής της αρχικής τους εκτίμησης

- Το μηνιαίο ποσοστό πληρωμής περιλαμβάνει τις μηνιαίες συλλογές του κεφαλαίου των χρηματοοικονομικών εξόδων και των προμηθειών που καταβάλλονται από τον οφειλέτη. Η παρακολούθηση του στρέφεται στις καταβολές κεφαλαίου δεδομένου ότι θα χρησιμοποιηθούν για να αποπληρώσουν το εναπομένον κεφάλαιο του επενδυτή
- Το ποσοστό αγορών είναι το ποσό νέων δαπανών που χρεώνονται στο σχήμα κάθε μήνα από τους τηρούμενου λογαριασμούς ως ποσοστό επί τοις εκατό συναρτήσεως του υπολοίπου των απαιτήσεων. Οι νέες αγορές κρατούν το ποσό του κεφαλαίου των απαιτήσεων από την πτώση. Εάν το υπόλοιπο του χαρτοφυλακίου μειωθεί κάτω από το ένα ελάχιστο, ο πωλητής απαιτείται συνήθως να προσθέσει επιπλέον λογαριασμούς στο χαρτοφυλάκιο.

Άλλα στοιχεία ενδιαφέροντος είναι οι χρηματοοικονομικές δαπάνες και η τοποθέτηση του κεφαλαίου εντός του σχήματος και, ειδικά για τις εκδόσεις κυμαινόμενου ποσοστού, τα τοκομερίδια.

Εφόσον οποιοσδήποτε από τους προαναφερθέντες δείκτες παρουσιάζουν παρατεταμένα σημάδια επιδείνωσης, αρχίζει η πρόωρη χρεολυσία.

Συνήθεις δείκτες της πρόωρης αποπληρωμής / λήξης της τιτλοποίησης είναι

- Μείωση της portfolio yield (καθαρό από επισφάλειες) κάτω από ένα ποσοστό βάσης (τοκομερίδιο επενδυτή πλέον αμοιβή servicing) σταθμισμένο σε μια περίοδο τριών μηνών.
- Μείωση του επιτοκίου του πωλητή υπό ένα προκαθορισμένο σταθερό ποσοστό του λογιστικού υπολοίπου του αρχικού κεφαλαίου απαιτήσεων
- Αποτυχία του πωλητή, του servicer, ή του credit enhancement provider να λειτουργήσουν όπως απαιτείται σύμφωνα με τους όρους της μεταξύ τους συμφωνίας.

Η πρόωρη επιστροφή κεφαλαίου δεν είναι πάντα καλοδεχούμενη από τους επενδυτές, επομένως, μια καλά δομημένη συμφωνία πρέπει να ισορροπεί την ανάγκη για προσδοκώμενη πρόωρη αποπληρωμή με την ανάγκη να διατηρείται ικανοποιητική πιστωτική ποιότητα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.8 Διενέργεια της συναλλαγής

Η βασική διαφορά μεταξύ της πώλησης των δανείων και της τιτλοποίησης πιστωτικών προϊόντων έγκειται στη διαδικασία που πραγματοποιείται για το σχηματισμό τους. Προτού τα χαρτοφυλάκια δανείων μετατραπούν σε ομολογίες, πρέπει να δομηθούν με τέτοιο τρόπο ώστε να ομογενοποιηθούν ως προς τη φύση των κινδύνων που περιέχουν και την απόδοση που θα προσκομίσουν στους επενδυτές.

Ο σχηματισμός αυτός περιλαμβάνει την απομόνωση και τη διασπορά του πιστωτικού κινδύνου, συνήθως μέσω τεχνικών πιστωτικής διευκόλυνσης και δημιουργίας λογαριασμών ασφαλείας καθώς και τη χρήση ενώσεων (trusts) και Ειδικού Σκοπού Οντοτήτων για τη διεκπεραίωση φορολογικών θεμάτων και το management των ταμειακών ροών.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης περιγράφεται με κάθε δυνατή λεπτομέρεια σε ένα πλήθος συμβατικών εγγραφών που καταρτίζονται και περιγράφουν αναλυτικά τις υποχρεώσεις έκαστου εκ των μερών καθώς και του σχήματος της τιτλοποίησης και των προβλεπόμενων εκδόσεων, των όρων συναλλαγής τους και των όρων πληρωμής

τοκομεριδίου και κεφαλαίου. Τέλος περιγράφεται η διαδικασία ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού καθώς και οι παρεχόμενες πληροφορίες.

Γενικά, ο σχηματισμός της συναλλαγής διέπεται από του όρους έκδοσης έκαστου ομολόγου καθώς και από τη σύμβαση χαρτοφυλακίου και εξυπηρέτησης του όπου περιγράφεται η διαδικασία μεταφοράς των στοιχείων του ενεργητικού και προσδιορίζονται οι όροι και οι συνθήκες της πώλησης καθώς και οι υποχρεώσεις του πωλητή /servicee του χαρτοφυλακίου

Η ακόλουθη διαδικασία, περιγράφει σε γενικές γραμμές το σχηματισμό της τιτλοποίησης.

- Απόσπαση των στοιχείων από τον seller/εκδότη.
- Δημιουργία Ειδικού Σκοπού Οχήματος για την τήρηση των στοιχείων και την προστασία των συμφερόντων των εμπλεκόμενων μερών.
- Προσθήκη πιστωτικών μέσω και λογαριασμών ασφάλειας
- Προσδιορισμός επιτοκίου για το χαρτοφυλάκιο των στοιχείων ενεργητικού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.9 Απόσπαση στοιχείων

Η τιτλοποίηση επιτρέπει στους επενδυτές να εκτιμήσουν μόνοι τους την ποιότητα της εξασφάλισης, διακριτά από την πιστοληπτική ποιότητα του εκδότη/seller. Για να επιτευχθεί αυτό, ο πωλητής γνωστοποιεί τα προς είσπραξη ποσά απαιτήσεων προς όφελος των κατόχων πιστοποιητικών ομολόγων. Για ανακυκλούμενα στοιχεία ενεργητικού, η γνωστοποίηση αυτή περιλαμβάνει τα ποσά προς είσπραξη σε συγκεκριμένους λογαριασμούς σε προκαθορισμένες ημερομηνίες εκτοκισμού πλέον του δικαιώματος για το σχήμα της τιτλοποίησης να αγοράσει κάθε νέα απαίτηση που θα δημιουργηθεί στους λογαριασμούς προ της ημερομηνίας εκτοκισμού.

Η έκδοση περαιτέρω προβλέψεων για την απομάκρυνση λογαριασμών είναι ουσιαστικά call options που διατηρούνται από τον πωλητή

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.10 Επιλογή λογαριασμών — αρχική διαμόρφωση δεξαμενής

Ο πωλητής καθορίζει ποιοι λογαριασμοί θα περιληφθούν στην δεξαμενή και θα πωληθούν. Η επιλογή πραγματοποιείται υπό το σκεπτικό να δημιουργηθεί ένα

χαρτοφυλάκιο, η απόδοση του οποίου δεν θα είναι απλά προβλέψιμη αλλά και σταθερή με την ποιότητα στόχο που επιθυμεί να έχει ως ασφάλεια το χαρτοφυλάκιο.

Το πρώτο βήμα είναι να αποφασισθούν τα κριτήρια με τα οποία θα διαχωρισθούν οι λογαριασμοί που θα περιληφθούν στην δεξαμενή. Για παράδειγμα, απαιτήσεις που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες είναι δυνατόν να περιληφθούν ενώ εκείνες που βρίσκονται σε διαδικασία παραγραφής θα πρέπει να εξαιρεθούν.

Άλλα κριτήρια μπορεί να είναι η γεωγραφική κατανομή των απαιτήσεων, η ημερομηνία ωρίμανσης τους, το ύψος και το είδος του πιστωτικού ορίου ή τα έτη συνεργασίας με τον πελάτη.

Το δεύτερο βήμα στην επιλογή στοιχείων ενεργητικού μπορεί να είναι τυχαία επιλογή με σκοπό τη δημιουργία αντιπροσωπευτικών δειγμάτων ή ειδική επιλογή, ώστε το σύνολο των στοιχείων που πληροί τις προδιαγραφές να πωληθεί.

Στην πρώτη περίπτωση, ο εκδότης αποφασίζει τον αριθμό των λογαριασμών που απαιτούνται ώστε να επιτευχθεί η αξία στόχος του χαρτοφυλακίου, και κατόπιν επιλέγονται τυχαία οι λογαριασμοί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.11 Προσθήκη / Διαγραφή λογαριασμών

Τα χαρτοφυλάκια με ανακυκλούμενη μορφή, όπως πιστωτικές κάρτες και ανοιχτές γραμμές πιστωτικών ορίων με εξασφάλιση προσημείωση, απαιτούν από τον πωλητή να μεταβάλει κατά τη διάρκεια ισχύος του ομολόγου τη σύνθεση των στοιχείων που το εξασφαλίζουν.

Ειδικότερα, κατά τη διάρκεια του ομολόγου, είναι δυνατόν να χρειασθεί να προστεθούν λογαριασμοί στη δεξαμενή του εκχωρημένου χαρτοφυλακίου, καθώς είναι πιθανόν το ποσοστό του εκδότη να μειωθεί κάτω του προβλεπόμενου ποσοστού, οι επισφάλειες να εκτιναχθούν ή η διάρθρωση των στοιχείων του ενεργητικού να μεταβληθεί έντονα σε βαθμό που να μην πληροί πλέον τις απαιτήσεις των οίκων αξιολόγησης. Πρόσθετα, προσθήκη λογαριασμών μπορεί να γίνει επειδή ο πωλητής παρακρατά το δικαίωμα να αποσύρει κάποιους λογαριασμούς που έχει μεταφέρει στο χαρτοφυλάκιο.

Για τους ανωτέρω κινήσεις και εφόσον ξεπερνούν ένα όριο που τίθεται (thresholds) επιβάλλεται να ενημερώνονται οι οίκοι αξιολόγησης. Για παράδειγμα, μπορεί να απαιτείται έγγραφη επιβεβαίωση από τους οίκους ότι δε μεταβάλλεται η πιστοληπτική ποιότητα του χαρτοφυλακίου όταν οι μεταβολές (προσθήκες / διαγραφές) ξεπερνούν το 15% του υπολοίπου κατά την έναρξη του προηγούμενου τριμήνου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.12 Dynamic Pool

Όλοι οι καλυμμένοι με υποθήκη τίτλοι που εκδίδονται από ένα οριζόμενο Ειδικού Σκοπού όχημα εξασφαλίζονται ενάντια στο σύνολο του χαρτοφυλακίου. Νέα στοιχεία μπορούν να προστεθούν στο χαρτοφυλάκιο σε καθημερινή βάση καθιστώντας έτσι το χαρτοφυλάκιο μεταβλητό στο χρόνο και άρα δυναμικό.

Τα νέα στοιχεία μπορεί να είναι είτε δάνεια είτε άλλα υποκατάστατα όπως μια κατάθεση σε ένα αποδεκτό χρηματοοικονομικό ίδρυμα ή ένα tier one asset (όπως ορίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για τις διαδικασίες νομισματικής πολιτικής) αν και είναι δυνατόν να προστεθούν περαιτέρω κατηγορίες στοιχείων στον καθορισμό του υποκατάστατου στοιχείου. Το χαρτοφυλάκιο μπορεί εντούτοις, να περιλαμβάνει υποκατάστατα στοιχεία μόνο σε ποσοστό 20%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.13 Revolving Asset Transactions

Παραδείγματος χάριν, ένα στατικό χαρτοφυλάκιο απαιτήσεων πιστωτικών καρτών έχει τυπικά ζωή μεταξύ πέντε και δέκα μηνών. Επειδή μια τέτοια ζωή είναι πάρα πολύ σύντομη για την διενέργεια αποδοτικής έκδοσης τίτλων, αποδοτική έκδοση ασφάλειας, οι τίτλοι που εξασφαλίζονται από ανακυκλούμενα δάνεια είναι δομημένοι με έναν τρόπο που διευκολύνει διαχείριση των ροών μετρητών. Παρά να διανέμουν το κεφάλαιο και τον τόκο στους επενδυτές όπως παραλαμβάνεται, οι τίτλοι διανέμουν τις ταμειακές ροές σταδιακά – μια φάση ανακύκλωσης ακολουθείται από μια φάση χρεολυσίας.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακύκλωσης καταβάλλεται μόνο τόκος, ενώ οι καταβολές κεφαλαίου επανεπενδύονται σε πρόσθετες απαιτήσεις. Στο τέλος της περιόδου ανακύκλωσης αρχίζει μια φάση χρεολυσίας και καταβάλλονται στους επενδυτές ποσά κεφαλαίου και τόκου αντάμα. Επειδή το άληκτο υπόλοιπο κεφαλαίου καταβάλλεται σε συντομότερο χρόνο, η ζωή κάθε τίτλου καθορίζεται κατά ένα μεγάλο μέρος από τη διάρκεια της περιόδου ανακύκλωσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.14 Παροχή πιστωτική διευκόλυνσης

Η Τιτλοποίηση τυπικά χωρίζει τον πιστωτικό κίνδυνο σε διάφορες τάξεις (tranches), με τα συμβαλλόμενα μέρη που είναι πρόθυμα ή καλύτερα ικανά να τον απορροφήσουν. Η έκδοση πρώτης σειράς (first loss tranche) συνήθως καλύπτεται από το «αναμενόμενο» ή «κανονικό» ποσοστό υπολογιζόμενων καθυστερήσεων. Όλες οι πιστωτικές απώλειες μέχρι αυτό το σημείο απορροφώνται αποτελεσματικά από τον παροχέα πιστωτικής διευκόλυνσης αφού τυπικά εισπράττει τις ταμειακές ροές του χαρτοφυλακίου μετά την αφαίρεση των εξόδων (που περιλαμβάνουν και τις αναμενόμενες καθυστερήσεις) με τη υπό μορφή υπερβάλλοντος περιθωρίου.

Η έκδοση δεύτερης σειράς (second tranche) καλύπτει τυπικά τις απώλειες που υπερβαίνουν την ευχέρεια του εκδότη. Αυτός ο κίνδυνος απορροφάται συχνά από έναν άριστης ποιότητας, με άριστη κεφαλαιακή επάρκεια credit enhancer που είναι ικανός να διαφοροποιήσει τον κίνδυνο

Η έκδοση τρίτης σειράς (third tranche) του πιστωτικού κινδύνου αναλαμβάνεται από τους επενδυτές που αγοράζουν τους asset-backed securities. Αν και οι επενδυτές εκτίθεται σε πολλούς τύπους κινδύνων, όπως η πρόωρη αποπληρωμή και ο κίνδυνος επιτοκίου, οι υψηλές κατηγορίες ομολόγων έχουν μικρή έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο.

Εκτός από το τοκομερίδιο που πληρώνεται στους επενδυτές, η μεγαλύτερη δαπάνη στο σχηματισμό asset-backed securities είναι το κόστος της πιστωτικής διευκόλυνσης. Οι εκδότες προσπαθούν συνεχώς να ελαχιστοποιήσουν τις δαπάνες που συνδέονται με την παροχή πιστωτική προστασία στον τελικό επενδυτή. Η πιστωτική διευκόλυνση εμφανίζεται σε πολλές διαφορετικές μορφές, αν και μπορεί γενικά να διαιρεθεί σε δύο τύπους: εξωτερική (εγγύηση τρίτων ή του πωλητή) ή εσωτερική (δομική ή ταμειακών ροών).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.15 Δημιουργία Ειδικού Σκοπού Οχήματος

Οι τράπεζες συνήθως δομούν τα ομόλογα που προκύπτουν από τη διαδικασία της τιτλοποίησης χρησιμοποιώντας είτε “grantor trusts”, είτε “master trusts”, είτε “owner trusts,” είτε “revolving asset trusts,” καθένα από τα οποία αποτελείται από διαφορετικού τύπου εξασφαλίσεις.

- Σε ένα σχήμα *grantor trust*, οι επενδυτές λειτουργούν ως προνομιακοί ιδιοκτήτες των στοιχείων που πωλήθηκαν. Τα καθαρά εισόδημα από το trust φορολογείται ως εάν οι επενδυτές να καρπούνταν άμεσα τις εισπράξεις του στοιχείου. Προκειμένου να διαμορφωθεί ένα grantor trust, η δομή της τιτλοποίησης πρέπει να είναι παθητική, δηλαδή το trust δε δύναται να αναλάβει δραστηριότητες που θα αποφέρουν πρόσοδο στους επενδυτές και δεν μπορούν να υπάρξουν πολλαπλές εκδόσεις ομολόγων. Η φορολογία των οχημάτων σε αυτή τη δομή τιτλοποίησης είναι μηδενική.

Η μορφή αυτή σχηματισμού χρησιμοποιείται κυρίως όταν οι υποκείμενοι τίτλοι είναι τοκοχρεωλυτικά δάνεια και οι καταβολές κεφαλαίου και τόκου είναι εύκολα προβλέψιμες και ταιριάζουν στην επιθυμητή δομή εξασφάλισης.

- Κατά την εκλογή δομής συναλλαγής, trust structure, οι τράπεζες φροντίζουν να διασφαλίσουν ότι η διαδικασία εξασφαλίζει ότι τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται δεν μπορούν να πέσουν στα χέρια πιστωτών και ότι ο εκδότης, το Ειδικού Σκοπού Όχημα και οι επενδυτές θα τύχουν προνομιακής φορολογικής μεταχείρισης.

Σε ένα σχήμα *owner trust*, τα στοιχεία ενεργητικού υπόκεινται συνήθως σε μια εμπράγματο ασφάλεια μέσω της οποίας εκδίδονται οι τίτλοι. Η ευεργετική ιδιοκτησία των προτερημάτων της εμπιστοσύνης ιδιοκτητών (υπό τον όρο της εμπράγματο ασφάλειας) αντιπροσωπεύεται από τα πιστοποιητικά, τα οποία μπορούν να πωληθούν ή διατηρημένος από την τράπεζα. Μια εμπιστοσύνη ιδιοκτητών, δομημένη κατάλληλα, θα αντιμετωπιστεί ως συνεργασία στον κώδικα εσωτερικού εισοδήματος του 1986 και επομένως δεν πληρώνει φόρο εισοδήματος.

Αντ' αυτού, ο κάτοχος κάθε πιστοποιητικού ομολόγου και το ειδικού σκοπού όχημα πρέπει χωριστά να υπολογίσει μερίδιό του εισοδήματος του, τα κέρδη και

τα έξοδα του. Σε αυτή τη δομή της τιτλοποίησης είναι εφικτή η έκδοση πολλαπλών σειρών ομολόγων με διαφορετικές λήξεις, επιτόκια και προτεραιότητες ταμειακών ροών.

- Σε ένα σχήμα *Revolving asset trusts* μπορούν να είναι είτε αυτόνομες είτε κύριες δομές σχημάτων. Το αυτόνομο σχήμα αποτελείται απλά από μια ενιαία ομάδα λογαριασμών οι απαιτήσεις του οποίου πωλούνται στο Ειδικού Σκοπού Όχημα και χρησιμοποιούνται ως εμπράγματη εξασφάλιση για ένα τίτλο, αν και μπορεί να υπάρχουν διάφορες κατηγορίες μέσα στον ίδιο τίτλο. Όταν ο εκδότης σκοπεύει να εκδώσει μια νέα ομολογία, διαμορφώνει μια νέα ομάδα λογαριασμών και την πωλεί σε ένα άλλο Ειδικού Σκοπού Όχημα. Σαν επιθυμία για πρόσθετη ευελιξία, αποδοτικότητα, και ομοιομορφία των εξασφαλίσεων σε διάφορες εκδόσεις τίτλων από τον ίδιο εκδότη έχει αυξηθεί με την πάροδο του χρόνου, η αυτόνομη δομή.
- Η δομή *Master trusts* επιτρέπει σε έναν εκδότη να πωλήσει διάφορες εκδόσεις από το ίδιο Ειδικού Σκοπού Όχημα σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Όλοι οι εκδιδόμενοι τίτλοι εξασφαλίζονται από το ίδιο σύνολο απαιτήσεων και το πιστοποιητικό κάθε σειράς αντιπροσωπεύει ένα αδιαίρετο επιτόκιο απαιτητό από όλες τις απαιτήσεις του χαρτοφυλακίου. Αυτή η δομή παρέχει στον εκδότη πολύ περισσότερη ευελιξία, εφόσον η έκδοση νέου τίτλου από το ίδιο Ειδικού Σκοπού Όχημα με την ανωτέρω μέθοδο έχει λιγότερες δαπάνες και απαιτεί λιγότερη προσπάθεια από το να δημιουργηθεί νέο Ειδικού Σκοπού Όχημα για κάθε έκδοση.

Επιπλέον, η πιστωτική αξιολόγηση κάθε σειράς είναι πολύ ευκολότερη δεδομένου ότι η ομάδα των εισπρακτέων θα είναι μεγαλύτερη και λιγότερο ευαίσθητη στις εποχιακές ή δημογραφικές συγκεντρώσεις. Ές εγχώριας δικαιοσύνης πίστωσης, και άλλα προτερήματα είναι συνήθως καλύτερες συσκευασμένοι σε αυτές τις δομές. Μια εμπιστοσύνη προτερημάτων αντιμετωπίζεται ως «ασφάλεια η ρύθμιση» και αγνοείται για φορολογικούς λόγους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.16 Μεταβιβάσιμα στοιχεία ενεργητικού στις τιτλοποιήσεις

Τα στοιχεία ενεργητικού που μπορούν να αποτελέσουν χαρτοφυλάκιο στη διαδικασία της τιτλοποίησης πρέπει να πληρούν τα ακόλουθα κριτήρια:

- Η διάρκεια (duration) του ομολόγου δεν πρέπει να είναι μικρότερη από τις εξασφαλίσεις με προσημείωση που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο.
- Η αγοραία αξία του χαρτοφυλακίου να είναι μεγαλύτερη από το σύνολο των αρχικών ποσών εκταμίευσης των υποκείμενων τίτλων
- Το συνολικό ποσό των πληρωτέων τόκων σε μια δεδομένη περίοδο από τα προϊόντα του χαρτοφυλακίου δεν πρέπει να είναι μικρότερο από το συνολικό ποσό των πληρωτέων τόκων κατά την ίδια περίοδο από τις εξασφαλίσεις που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο
- Το νόμισμα στο οποίο αποτιμώνται τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο, είναι το ίδιο με το νόμισμα αποτίμηση των ομολογιών.

Η τιτλοποίηση αναφέρεται στη συγκέντρωση διαφορετικών στοιχείων ενεργητικού και το μετασχηματισμό τους με την έκδοση νέων τίτλων που εξασφαλίζονται από αυτά τα στοιχεία.

Σε γενικές γραμμές, αυτά τα στοιχεία μπορούν να είναι:

- οποιοσδήποτε απαιτήσεις που έχουν προβλέψιμες ροές μετρητών, όπως η ακίνητη περιουσία, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία ισολογισμού, τα δάνεια, ή ακόμα και τα μελλοντικά εισπρακτέα.
- μελλοντικές πληρωμές δικαιωμάτων, εφ' όσον υπάρχει κάποια πρόβλεψη στις πληρωμές δικαιώματος, οι μελλοντικές πληρωμές μπορούν να συσκευαστούν και να πωληθούν σήμερα στους επενδυτές.
- οικονομικά στοιχεία, όπως οι υποθήκες, η χρηματοδοτική μίσθωση και οι απαιτήσεις εμπορίου ή πιστωτικών καρτών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΩΝ

Η τιτλοποίηση ως χρηματοοικονομικό εργαλείο, στοχεύει στην αναδιανομή του αναλαμβανόμενου κινδύνου, τη διάσπασή του σε επιμέρους κινδύνους και την ανάθεσή του σε μια σειρά εξειδικευμένων νέων ρόλων κατάλληλων για τη διαχείριση και αντιστάθμιση του.

Ειδικότερα, ο παραδοσιακά συγκεντρωτικός ρόλος της Τράπεζας αναλαμβάνεται πλέον από διάφορους οργανισμούς και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως ο εκδότης, ο servicer, ο credit enhancer, ο underwriter, ο trustee, με σχετική εξειδίκευση και δυνατότητα επίτευξης οικονομίων κλίμακας.

Οι Τράπεζες, συμμετέχουν ενεργά στη διαδικασία της τιτλοποίησης και αναλαμβάνουν την εκτέλεση των περισσότερων από αυτούς τους ρόλους, συχνά έξω από τις παραδοσιακές λειτουργίες τους, με εξειδικευμένο προσωπικό ώστε να προσφέρουν κυρίως συμβουλευτικού χαρακτήρα υπηρεσίες και να εισπράξουν τις αντίστοιχες αμοιβές.

Ο τύπος και το είδος του αναλαμβανόμενου κινδύνου στο οποίο θα εκτεθεί μια Τράπεζα εξαρτάται από τον οργανωτικό ρόλο που θα διαδραματίσει στη διαδικασία της τιτλοποίησης .

Με επαρκή έλεγχο και την κατάλληλη υποδομή, η τιτλοποίηση προσφέρει πολλά πλεονεκτήματα, αναφορικά με το παραδοσιακό τραπεζικό μοντέλο, τα οποία μπορούν να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών πιστοδότησης, να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο, και να βελτιώσουν τη ρευστότητα τους.

Κατωτέρω παρατίθενται συνοπτικές περιγραφές των μερών που συμμετέχουν στη διαδικασία της τιτλοποίησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.1 Διαχειριστής (Administrator)

Ο Administrator εμφανίζεται στις περιπτώσεις όπου για τη διαδικασία της τιτλοποίησης απαιτείται η σύσταση ενός Ειδικού Σκοπού Οχήματος. Βασικά ο administrator ορίζεται διαχειριστής του Ειδικού Σκοπού Οχήματος επιφορτισμένος με τη διεκπεραίωση των απαραίτητων εργασιών για τη διοίκησή του, τη διασφάλιση της εύρυθμης και έννομης

λειτουργίας του στα πλαίσια της εταιρικής διακυβέρνησης, τη δημιουργία τραπεζικών λογαριασμών και λοιπών εργασιών που είναι απαραίτητες για την διεκπεραίωση των καθημερινών εργασιών του χρηματοδοτικού μηχανισμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.2 Ελεγκτές (Auditors)

Για την διαδικασία της τιτλοποίησης με μεταβίβαση των στοιχείων του ενεργητικού στο Ειδικού Σκοπού Όχημα απαιτείται η διενέργεια ελέγχων από σώμα Ορκωτών Ελεγκτών και η έκδοση σχετικού πορίσματος, που ενημερώνει για την ποιότητα του χαρτοφυλακίου που αποσπάται από τον εκδότη καθώς και για τη θέση του εκδότη και την ποιότητα του χαρτοφυλακίου του που παραμένει στα λογιστικά βιβλία του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.3 Επενδυτικός σύμβουλος (Collateral/investment manager)

Ο ρόλος αυτός απευθύνεται κυρίως σε Επενδυτικούς Συμβούλους οι οποίοι αναλαμβάνουν να καταθέτουν προτάσεις στον Εκδότη σχετικά με το χαρτοφυλάκιο που πρέπει να συγκεντρωθεί και να διατεθεί για τη διαδικασία της τιτλοποίησης, πάντα σε συνάρτηση με τα επενδυτικά του κριτήρια και τους κανόνες συναλλαγών.

Πρόσθετα, ο collateral / investment manager είναι αρμόδιος για την παρακολούθηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου καθώς και για την παροχή πληροφοριών στον Εκδότη σχετικά με τη διάρθρωση και τα χαρακτηριστικά του.

Έναντι των προσφερόμενων υπηρεσιών του εισπράττει αμοιβή, ενώ συχνά αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει μέρος του Ενεργητικού του ομολόγου, σε περίπτωση πτώχευσης για την ικανοποίηση των πιστωτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.4 Investment Advisor

Ο ρόλος αυτός απευθύνεται κυρίως σε Επενδυτικούς Συμβούλους οι οποίοι αναλαμβάνουν να καταθέτουν προτάσεις στον Εκδότη σχετικά με το χαρτοφυλάκιο που πρέπει να συγκεντρωθεί και να διατεθεί για τη διαδικασία της τιτλοποίησης, πάντα σε συνάρτηση με τα επενδυτικά του κριτήρια και τους κανόνες συναλλαγών.

Ο Investment Advisor λειτουργεί παρόμοια με τον Collateral/Investment Manager, με μόνη διαφοροποίηση ότι για φορολογικούς λόγους δεν έχει διακριτική αρμοδιότητα διεξαγωγής συναλλαγών και προσφέρει συμβουλευτικές υπηρεσίες στον Εκδότη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.5 Εταιρείες παροχής υπηρεσιών (Corporate service providers)

Πρόκειται για εταιρείες που αναλαμβάνουν τη στελέχωση του Ειδικού Σκοπού Οχήματος, προμηθεύουν το Διοικητικό Συμβούλιο με ανεξάρτητα μέλη, για την πλήρωση των όρων της εταιρικής διακυβέρνησης και προσφέρουν χώρους γραφείων και γραμματειακή υποστήριξη στη διεξαγωγή των σχετικών συνεδριάσεων. Πρόσθετα, αναλαμβάνουν την τήρηση των λογιστικών βιβλίων. Έναντι των προσφερόμενων υπηρεσιών τους εισπράττουν αμοιβή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.6 Τράπεζες πληροφοριών (Data agents)

Πρόκειται για εταιρείες που αναλαμβάνουν να συγκεντρώνουν και να παρέχουν στοιχεία στο Διοικητικό Συμβούλιο του Εκδότη και του Ειδικού Σκοπού Οχήματος, ανάλογα με τον τύπο της τιτλοποίησης, σχετικά με τις ομολογίες και τις υποκείμενες αξίες τους. Οι ποσοτικές αυτές πληροφορίες χρησιμοποιούνται για την ενημέρωση των μερών και των επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.7 Επενδυτές (Investors)

Πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές (συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, αμοιβαία κεφάλαια, εμπορικές τράπεζες), που αγοράζουν τα εκδιδόμενα ομόλογα για το χαρτοφυλάκιο τους, καθώς είθισται το μέγεθος και η πολυπλοκότητα των ομολόγων να καθιστούν αδύνατη τη διάθεση τους στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Τα τιτλοποιημένα ομόλογα θεωρούνται ιδιαίτερα ελκυστικά για τους Θεσμικούς επενδυτές κυρίως λόγω :

- της υψηλής απόδοσης που προσφέρουν συγκριτικά με άλλα στοιχεία με παρόμοιο πιστωτικό κίνδυνο,
- της ικανότητας των αγοραστών να αξιολογήσουν τις πληροφορίες για την έκδοση τους καθώς διαθέτουν τμήματα ανάλυσης επενδύσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.8 Εκδότης (Issuer)

Ο Εκδότης του τιτλοποιημένου ομολόγου είναι συνήθως ένα Ειδικού Σκοπού Όχημα που συστήνεται ειδικά για το σκοπό αυτό.

Η πρακτική της διάθεσης των ομολόγων μέσω του Ειδικού Σκοπού Οχήματος είναι ιδιαίτερα προτιμητέα καθώς σε περίπτωση χρεοκοπίας διασφαλίζει τα δικαιώματα και τη διαφάνεια των συναλλαγών και προστατεύει τους επενδυτές.

Συνήθως η έδρα των Ειδικού Σκοπού Οχημάτων βρίσκεται σε σημεία όπου υπάρχουν ευνοϊκά φορολογικά συστήματα για τη διεξαγωγή παρόμοιων εκδόσεων (π.χ. Αγγλία, Ιταλία, Ιρλανδία, Ολλανδία ή Λουξεμβούργο)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.9 Νομικοί Σύμβουλοι (Law firms)

Στη διαδικασία της τιτλοποίησης συμμετέχουν δύο ομάδες νομικών εκπροσώπων που εκπροσωπούν αντίστοιχα :

- Την Τράπεζα που αναλαμβάνει να διαμορφώσει τη δομή του σχήματος της τιτλοποίησης, την Τράπεζα που ηγείται της συναλλαγής και τον Trustee (structuring bank/lead manager/trustee)
- Την Τράπεζα που παραχωρεί το χαρτοφυλάκιο, τον πωλητή του χαρτοφυλακίου (the originator/seller of the assets).

Οι νομικοί σύμβουλοι καλούνται να γνωματεύσουν στα συμβατικά έγγραφα που καλύπτουν όλες τις πλευρές σύστασης και χρηματοδότησης του εγχειρήματος. Πρόσθετα, γνωματεύουν και στο πληροφοριακό υλικό που θα διατεθεί στο κοινό, καθώς και σε θέματα που τυχόν προκύψουν σχετικά με τις διαδικασίες και την τήρηση των οδηγιών των ρυθμιστικών αρχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.10 Σύμβουλοι Έκδοσης – Ανάδοχοι (Lead manager)

Πρόκειται συνήθως για μια επενδυτική τράπεζα που λειτουργεί ως τράπεζα η οποία συμβουλεύει τον πωλητή σχετικά με τη δομή της συναλλαγής και τις συμβάσεις με τους λοιπούς συνεργάτες.

Όταν η συναλλαγή γίνεται με διάθεση στο ευρύ κοινό, ο ρόλος του Lead manager έγκειται στην ηγεσία της έκδοσης, στην τιμολόγηση, την αναδοχή και την κατανομή των ομολόγων σε μια ομάδα τραπεζών που θα τα πωλήσουν. Πρόσθετα, αποδέχεται τις ευθύνες του νόμου για τη συμμόρφωση της έκδοσης με τους νομοθετικούς και λοιπούς περιορισμούς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.11 Παροχέας άμεσης ρευστότητας (Liquidity provider)

Ο Liquidity provider συνήθως αναλαμβάνει να προσφέρει ρευστότητα με διάφορες μορφές χρηματοδότησης, στο σχηματισμό της τιτλοποίησης. Ειδικότερα φροντίζει για την εμπρόθεσμη καταβολή των πληρωμών κεφαλαίου και τόκου των ομολογιών, σε περίπτωση πρόσκαιρης έλλειψης ρευστότητας από τις καταβολές των στοιχείων του ενεργητικού.

Σε αντίθεση με τον τρόπο λειτουργίας του credit enhancement κάθε ένεση ρευστότητας που πραγματοποιεί ο Liquidity provider μετατρέπεται σε υποχρέωση του εκδότη με κατάταξη τουλάχιστον pari passu με τις σχετικές ομολογίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.12 Οργανισμοί παροχής εγγυήσεων (Monoline insurer)

Συνήθως για την επίτευξη της επιθυμητής αξιολόγησης των εκδιδόμενων ομολογιών, χρησιμοποιείται ως τεχνική ενίσχυσης της πιστωτικής θέσης η παροχή χρηματοοικονομικής εγγύησης, ειδικά στις τιτλοποίηση ακινήτων. Ένας αριθμός υψηλά rated οργανισμών ειδικεύεται στην προσφορά των προϊόντων αυτών.

Η μορφή αυτή ενίσχυσης της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδιδόμενων ομολογιών του σχήματος της τιτλοποίησης υπέρ του Εκδότη, χρησιμοποιείται ακόμα σε περιπτώσεις κατά τις οποίες τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού δεν πληρούν τις προϋποθέσεις πιστοληπτικής ικανότητας των οίκων.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αναλαμβάνουν τη σχετική παροχή εγγυήσεων είναι συνήθως ασφαλιστικές εταιρείες ή λοιπές επιχειρήσεις συνδεδεμένες με αυτές, των οποίων η δραστηριότητα περιορίζεται στην εγγραφή χρηματοοικονομικών εγγυήσεων υπέρ συγκεκριμένης ομολογιακής έκδοσης έναντι καταβολής κάποιας προσυμφωνημένης αμοιβής για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.13 Υπόχρεοι – Οφειλέτες – Πιστούχοι (Obligors)

Οι Obligors είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για τους υπόχρεους καταβολής προσόδου για τη στοιχεία που συνιστούν τη δεξαμενή της τιτλοποίησης. Τα έσοδα αυτά είναι η πηγή των ροών που εξυπηρετούν την τιτλοποίηση και από τα οποία αποπληρώνονται οι επενδυτές.

Συνήθως οι Obligors δε λαμβάνουν ενημέρωση για την μεταπώληση των δανείων τους σε ένα Ειδικού Σκοπού Όχημα και η Τράπεζα Εκδότης αναλαμβάνει την παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου και την επικοινωνία με τους Obligors.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.14 Εκδότης – Πωλητής (Originator-seller-transferor)

Πρόκειται για το μέλος εκείνο που εκκινεί τη διαδικασία τιτλοποίησης με την πρόθεση να συγκεντρώσει στοιχεία ενεργητικού και να τα τιτλοποιήσει μέσω της πώλησης τους σε κάποιο Ειδικού Σκοπού Όχημα, ενώ συχνά αναλαμβάνει και την εξυπηρέτηση των στοιχείων αυτών.

Σε συναλλαγές που αφορούν σε χρηματικό διακανονισμό (μετρητά), ο εκδότης αφαιρεί τα στοιχεία ενεργητικού από τον ισολογισμό του μέσω διαδικασίας πώλησης.

Οι Εκδότες μπορεί να είναι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, μεγάλες αυτοκινητοβιομηχανίες, εμπορικές τράπεζες, αεροπορικές και ασφαλιστικές εταιρείες. Οι αυτοκινητοβιομηχανίες κυριαρχούν στην τιτλοποίηση απαιτήσεων από δάνεια αυτοκινήτου ενώ οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν μελλοντικές εισπράξεις από πιστωτικές κάρτες, δάνεια με εξασφάλιση προσημείωση καθώς και μικρά εμπορικά δάνεια ως υποκείμενους τίτλους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.15 Πράκτορας πληρωμών (Paying agent)

Ο Paying agent είναι συνήθως μια τράπεζα ή ένας πιστωτικός οργανισμός με διεθνές κύρος και αξιοπιστία, που αναλαμβάνει την καταβολή των πληρωμών στους κατόχους ομολογιών. Οι καταβολές γίνονται συνήθως, μέσω ηλεκτρονικού εκκαθαριστικού συστήματος (π.χ. Clearstream and Euroclear).

Στην Ευρώπη ο ρόλος αυτός εΐθισται να αναλαμβάνεται από κάποια οντότητα συνδεδεμένη με τον trustee ενώ στις Η.Π.Α., πρόκειται για ρόλο εντελώς ανεξάρτητο από αυτόν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.16 Protection buyer

Σε συναλλαγές που πραγματοποιούνται μέσω πιστωτικών παραγώγων, όπως εξασφαλισμένες δανειακές υποχρεώσεις, ο protection buyer είναι ένα τρίτο μέλος, διατεθειμένο να μεταφέρει τους κινδύνους που προκύπτουν στο στοιχείο ενεργητικού που πρόκειται να τιτλοποιηθεί.

Ο Protection buyer είναι υπεύθυνος για την πληρωμή (συνήθως προκαταβολικά) υπεραξίας (premium) στον protection seller σχετικά με τη μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου σε ένα καλυμμένο χαρτοφυλάκιο ενεργητικού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.17 Protection seller

Σε συναλλαγές που πραγματοποιούνται μέσω πιστωτικών παραγώγων, όπως εξασφαλισμένες δανειακές υποχρεώσεις, ο protection seller είναι ένα τρίτο μέλος, διατεθειμένο να αναλάβει (μερικά ή ολικά) τους κινδύνους που προκύπτουν στο στοιχείο ενεργητικού που πρόκειται να τιτλοποιηθεί.

Ο πωλητής είναι υπεύθυνος για την καταβολή πληρωμών σε κάλυψη πιστωτικών κινδύνων μέχρι του ποσού των απωλειών που τυχόν προκύψουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.18 Οίκοι Αξιολογήσεων (Rating agencies)

Οι Οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν κρίσιμο ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης με την αποτίμηση της πιστωτικής ποιότητας των συναλλαγών. Στην Ευρώπη ως rating agencies λειτουργούν διεθνείς οίκοι αξιολόγησης με εχέγγυα αξιοπιστία, ως τρίτοι, ανεξάρτητοι εκτιμητές που γνωματεύουν αναφορικά με την αξιοπιστία του μηχανισμού τιτλοποίησης και την αξία των υποκείμενων τίτλων.

Οι Οίκοι Αξιολόγησης λειτουργώντας ως ανεξάρτητοι αξιολογητές προβαίνουν στην αξιολόγηση και κατάταξη του μηχανισμού τιτλοποίησης μέσω τυπικού πλέγματος διαβαθμίσεων.

Αν και ο εκδότης θα έχει ήδη πραγματοποιήσει due diligence για ίδιους σκοπούς, οι Οίκοι Αξιολόγησης θα συντάξουν ανεξάρτητη μελέτη στην οποία θα αναφερθούν σε θέματα εξασφαλίσεων, νομικά, θεσμικά και πιστωτικού κινδύνου, καθώς η κατάταξη αποτελεί βασικό στοιχείο πληροφόρησης για τους επενδυτές και προσδίδει αξία στην επιχείρηση.

Είθισται σε κάθε διαδικασία τιτλοποίηση με διαγραφή των στοιχείων από τον ισολογισμό, οι Οίκοι να εκδίδουν ανακοίνωση την οποία αναγράφεται ότι η συναλλαγή δεν επηρεάζει την αξιολόγηση των εναπομενόντων στοιχείων.

Οι επενδυτικοί οίκοι κατά την αξιολόγηση του τιτλοποιημένου ομολόγου επικεντρώνονται στα ακόλουθα στοιχεία :

- Ποιότητα των στοιχείων που πωλούνται
- Ικανότητα του εκδότη/servicee που προσέφερε τα στοιχεία Ενεργητικού της τιτλοποίησης
- Ποιότητα της συνολικής δομής της συναλλαγής (soundness)
- Ποιότητα πιστωτικής κάλυψης (credit support)

και διασφαλίζουν ότι ο τίτλος θα αποπληρώσει το προβλεπόμενο τοκομερίδιο, βασιζόμενοι σε στοιχεία που πληρούν πιστωτικές προδιαγραφές της κατάταξης στην οποία υπάχθηκε ο εκδότης.

Οι πλέον γνωστοί Οίκοι Αξιολόγησης που ασχολούνται με σχήματα τιτλοποίησης είναι οι : Fitch Ratings Ltd (Fitch), Moody's Investors Service Limited (Moody's) and Standard & Poor's Ratings Group (Standard and Poor's).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.19 Θεσμικές – Υπερκείμενες Αρχές (Regulators)

Όλοι οι εμπλεκόμενοι στη διαδικασία της τιτλοποίησης αποτελούν μέλη του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού χώρου και επομένως υπόκεινται σε εποπτεία από ρυθμιστικές και ελεγκτικές αρχές.

Οι εποπτικές αρχές, αναφορικά με θέματα τιτλοποίησης απαιτήσεων, ασχολούνται κυρίως με τα ακόλουθα:

- την κατανομή του κεφαλαίου όταν η διαθεσιμότητα της πιστωτικής διευκόλυνσης προστατεύει το σχηματισμό της τιτλοποίησης έναντι της κατάρπτωσης της ποιότητας των τιτλοποιούμενων στοιχείων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι εποπτικές αρχές ελέγχουν την ποιότητα των πιστωτικών διευκολύνσεων και τη λογιστική καταχώρηση τους
- τη μεταφορά μέρους ή του συνόλου του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζικών δανείων ή των ομολόγων που συνιστούν υποκείμενο τίτλο, μέσω της χρήσης σύνθετης τιτλοποίησης (synthetic securitisation).

Ειδικότερα, οι Υπερκείμενες Αρχές ενδιαφέρονται για την πραγματική μεταφορά πιστωτικού κινδύνου σε τρίτα μέρη, την αποδέσμευση των εμπλεκόμενων μερών, την διαπίστωση της κεφαλαιακής επάρκειας του σχήματος της τιτλοποίησης, την έγκριση των ενημερωτικών δελτίων που θα διατεθούν στο επενδυτικό κοινό, και τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τη δημιουργία του ομολόγου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.20 Διεκπεραιωτής (Servicer)

Ο Servicer προσλαμβάνεται για τη διεκπεραίωση εργασιών που σχετίζονται με το χαρτοφυλάκιο στοιχείων ενεργητικού που συνιστούν τη δεξαμενή της τιτλοποίησης.

Τα καθήκοντα του Διεκπεραιωτή άπτονται της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του Ειδικού Σκοπού Οχήματος, την είσπραξη τυχόν προσόδου που προκύπτει από τους δανειζόμενους στο σχήμα τιτλοποίησης, την εξυπηρέτηση των πελατών και τη λήψη μέτρων για τη συγκέντρωση τυχόν καθυστερούμενων οφειλών.

Τα καθήκοντα του Servicer είναι δυνατόν να επεκτείνονται και στη ρευστοποίηση καλυμμάτων ή την αποδοτική διαχείριση τους σε περίπτωση που συμφωνηθεί αμοιβαία.

Πρόσθετα, ο servicer είναι επιφορτισμένος με τη σύνταξη και υποβολή όλων των απαραίτητων αναφορών προς τη Διοίκηση και τον trustee (που είναι εκ του νόμου αρμόδιος για την διαφύλαξη συμφερόντων των επενδυτών). Ειδικότερα, ο servicer ετοιμάζει μηνιαίες συνήθως αναφορές, αποδίδει τις εισπράξεις τον trustee και τον προμηθεύει με οδηγίες για την τοποθέτηση των στοιχείων Ενεργητικού του Ειδικού

Σκοπού Όχηματος. Οι ανωτέρω αναφορές είθισται να τηρούν συγκεκριμένες προδιαγραφές απεικόνισης στοιχείων ανάλογα με το είδος τους και διανέμονται σε όλους τους ενδιαφερόμενους (investors, trustee, rating agencies, credit enhancer).

Ο Servicer, έναντι όλων των ανωτέρω προσφερόμενων υπηρεσιών που παρέχει στους εμπλεκόμενους στο σχήμα της τιτλοποίησης αμείβεται με σταθερή ονομαστική προμήθεια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.21 Συντονίστρια Τράπεζα (Structuring bank- Arranger)

Η structuring bank, είναι αρμόδια για τον συντονισμό της όλης συναλλαγής με σεβασμό στα μέρη που απαρτίζουν την τιτλοποίηση. Γενικά, αναλαμβάνει να διενεργεί πειραματικά due diligence σχετικά με τη δομή, τα νομικά θέματα, τα συμβατικά έγγραφα, το λογιστικό και φορολογικό πλαίσιο, τους υποκείμενους τίτλους και τη δυνατότητα του servicer. Πρόσθετα, η structuring bank ευθύνεται για την ορθή και πλήρη σύνταξη του πληροφοριακού δελτίου και για την ορθότητα των στοιχείων που αναγράφονται σε αυτό.

Η μελέτη που διενεργείται στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα καθώς και σε θέματα ελέγχου της ποιότητας των στοιχείων του Ενεργητικού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.22 Πάροχος χρηματοοικονομικών εργαλείων (Swap provider)

Τα προϊόντα swap χρησιμοποιούνται στην τιτλοποίηση για να αντισταθμίσουν δυσαρμονίες ανάμεσα στα εκδιδόμενα ομόλογα και τους υποκείμενους τίτλους που σχετίζονται με το τύπο επιτοκίου, το νόμισμα συναλλαγής κ.λπ.

Από τη στιγμή που ο Swap provider συμμετέχει στη συναλλαγή με το Ειδικού Σκοπού Όχημα, αναλαμβάνει κάθε υποχρέωση που προκύπτει από το τιτλοποιημένο ομόλογο μέχρι την τιμή των υποκείμενων τίτλων, με εξαίρεση γεγονότα που επηρεάζουν την τιμή του τιτλοποιημένου ομολόγου αλλά δε συνδέονται με εμπορικούς κινδύνους, όπως είναι η επιβολή ή παρακράτηση φόρου.

Ιδιαίτερα σύνθετοι κανόνες βρίσκουν εφαρμογή στην δημιουργία rating compliant swaps αναφορικά με την τεκμηρίωση και την πιστωτική αξιολόγηση του swap.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.23 Χρηματιστής - Ομάδα πωλήσεων (Trader - sales team)

Η Ομάδα Πωλήσεων αποτελείται από το σύνολο των μελών που αγοράζει και πωλεί ομόλογα και άλλα στοιχεία ενεργητικού που δημιουργούν εισροές, μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας τιτλοποίησης.

Η Ομάδα Πωλήσεων αναλαμβάνει να προσφέρει τιμές αγοράς και πώλησης κατόπιν ζήτησης, ενώ αποτελεί το συνδετικό κρίκο μεταξύ του εκδότη και των μεγάλων επενδυτών προσφέροντας ρευστότητα στην αγορά μέσω της δυνατότητας εισόδου / εξόδου, καθώς και με την παροχή συμβουλών για την κάλυψη συγκεκριμένων αναγκών των επενδυτών από τους φορείς της τιτλοποίησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.24 Θεματοφύλακας (Trustee)

Ο trustee λειτουργεί σε μια συναλλαγή τιτλοποίησης εκ μέρους των επενδυτών και είναι εξουσιοδοτημένος να αξιολογεί βασικές αποφάσεις που προκύπτουν κατά τη διάρκεια της ζωής της τιτλοποίησης.

Συνήθως πρόκειται για έναν εξειδικευμένο οργανισμό ή ανεξάρτητο τμήμα Τράπεζας για τη διασφάλιση της διαφάνειας των συναλλαγών.

Ο ρόλος του μπορεί να περιλαμβάνει τη θεματοφυλακή των ομολόγων έναντι των τιτλοποιημένων στοιχείων και τον έλεγχο των ταμειακών ροών.

Οι Trustees λαμβάνουν τακτικά reports σχετικά με την επίδοση της συναλλαγής ώστε να ελέγχουν κατά πόσο οι διαδικασίες είσπραξης των απαιτήσεων ακολουθούνται ενώ είναι υπεύθυνοι, εφόσον χρειασθεί, για την αναπλήρωση της θέσης του servicer, αναλαμβάνονται τη διεκπεραίωση των νόμιμων διαδικασιών εκ μέρους των επενδυτών και την πώληση των στοιχείων ενεργητικού για την αποπληρωμή τους.

Ο trustee προκειμένου να εκπληρώνει τις ανωτέρω υποχρεώσεις λαμβάνει προμήθεια η πληρωμή της οποίας καθώς και τα όποια απρόοπτα έξοδα που προκύπτουν κατά τη λειτουργία του για τη διεκπεραίωση εργασιών της τιτλοποίησης προηγούνται των λοιπών εξόδων.

Οι υποχρεώσεις του trustee ποικίλουν και αναγράφονται σε ειδικό συμφωνητικό που υπογράφεται για την ανάληψη της θέσης.

Ο trustee, τέλος, είναι υπεύθυνος για την κήρυξη του γεγονότος της πτώχευσης και για την αντικατάσταση του servicer σε περίπτωση αποτυχίας του να συμμορφωθεί με τους προβλεπόμενους κανόνες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.25 Αντασφαλιστής (Underwriter(s))

Συνήθως πρόκειται για τράπεζα ή συνασπισμό τραπεζών που αναλαμβάνει συμβουλευτικό ρόλο στο σχηματισμό της δομής της τιτλοποίησης, την τιμολόγηση του ομολόγου και τη προώθηση του στο κοινό. Πρόσθετα, αναλαμβάνει να αγοράσει την έκδοση των ομολογίων σε μια προκαθορισμένη τιμή, δίνοντας στον issuer τη βεβαιότητα της κάλυψης της τοποθέτησης και τη δυνατότητα να προχωρήσει στην τιτλοποίηση μεταφέροντας τον κίνδυνο αγοράς στον underwriter(s) για το οποίο ο τελευταίος εισπράττει ανάλογη προμήθεια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.26 Παροχέας πίστωσης (Credit Enhancer)

Το Credit enhancement είναι μια μέθοδος για την προστασία των επενδυτών σε περίπτωση που οι ταμειακές εισροές από τους υποκείμενους τίτλους είναι ανεπαρκείς για την έγκαιρη πληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων των ομολογίων. Το Credit enhancement χρησιμοποιείται για την βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας και επομένως της τιμολόγησης και της εμπορευσιμότητας της ομολογίας.

Σημειώνεται ότι ο credit enhancer πρέπει να έχει πιστοληπτική ικανότητα τουλάχιστον της κατηγορίας που επιθυμείται να απολαμβάνουν οι ομολογίες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΚΙΝΗΤΡΑ / ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων έχει γίνει ευρέως αποδεκτή ως μέθοδος χρηματοδότησης και διαφοροποίησης κινδύνου και εξελίχθηκε σε ευέλικτη και ελαστική αγορά, με βάθος, στην οποία έχουν πρόσβαση εταιρικές οντότητες πολλών ειδικοτήτων και με ποικίλους σκοπούς.

Οι εταιρικές οντότητες μπορεί να είναι εμπορικές τράπεζες, επενδυτικοί οίκοι, επιχειρήσεις, κρατικοί οργανισμοί, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές εταιρείες.

Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου της τιτλοποίησης πρέπει να ειπωθούν από την πλευρά των συμμετεχόντων στη διαδικασία και ειδικότερα των επιχειρήσεων, των θεσμικών και υπερκείμενων αρχών, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των πολιτειακών αρχών και των επενδυτών.

Προκειμένου το σχήμα της τιτλοποίησης να καταστεί ωφέλιμο, πρέπει τα εμπλεκόμενα μέρη να λειτουργούν με άξονα το προσωπικό αλλά και το συνολικό όφελος, να είναι αντιληπτό δηλαδή το όφελος που θα προκύψει από τη διαδικασία αυτή για έκαστο των συμμετεχόντων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.1 Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τον originator

Η τιτλοποίηση βελτιώνει την απόδοση του κεφαλαίου με τη μετατροπή ενός στοιχείου του ενεργητικού σε εκτός ισολογισμού (off-balance-sheet) εισοδηματικό πόρο αμοιβών.

Ανάλογα με τον τύπο που χρησιμοποιείται στο σχήμα της τιτλοποίησης είναι επίσης πολύ πιθανόν να μειωθούν τα έξοδα δανεισμού, να απελευθερωθεί πρόσθετο κεφάλαιο για επέκταση ή σκοπούς επανεπένδυσης και να βελτιωθεί η διαχείριση ενεργητικού / παθητικού και ο πιστωτικός κίνδυνος .

Πρόσθετα, ο ισολογισμός της επιχείρησης μετατρέπεται σε δυναμικό στοιχείο χρηματοδότησης τόσο λόγω της αξιολόγησης μέρους των στοιχείων που το απαρτίζουν από τις rating agencies, όσο και λόγω της αξιοποίησης του για τη προσφορά ρευστότητας στην επιχείρηση και τη διασπορά των κινδύνων.

Οι δε όροι χρηματοδότησης (funding) προσδιορίζονται από τους σκοπούς και τις προτεραιότητας κάθε τράπεζας που προχωράει στη διαδικασία τιτλοποίησης

Πρόσθετα, το βασικό πλεονέκτημα που προκύπτει από την τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού είναι ότι επιτρέπει στις τράπεζες να μεταφέρουν τους κινδύνους του δανεισμού σε τρίτα μέρη και με τον τρόπο αυτό απελευθερώνουν κεφάλαια για να στηρίξουν νέες χορηγήσεις που σε αντίθετη περίπτωση δεν θα μπορούσαν.

Τα χρηματοδοτικά οφέλη καθώς και τα αντίστοιχα ρευστότητας προκύπτουν από τη μετατροπή μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων σε ρευστά διαθέσιμα, ενώ λόγω της πιστωτικής διευκόλυνσης (credit enhancement), η αξιολόγηση των τιτλοποιημένων ομολόγων με στοιχεία Ενεργητικού είναι συνήθως υψηλότερη από του εκδότη, ο οποίος βρίσκεται στην ευχάριστη θέση να συγκεντρώνει χρηματοδότηση από πηγές στις οποίες ο ίδιος δεν θα είχε πρόσβαση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.2 Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τον trustee

Ο trustee αποβλέπει στη δημιουργία ενός συνόλου ομολογιών οι οποίες αξίζουν περισσότερο από το άθροισμα των στοιχείων που τις υποστηρίζουν, ώστε να καρπωθεί το ασφάλιστρο, χωρίς να προκύψει ο ασφαλιζόμενος κίνδυνος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.3 Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τον επενδυτή

Ένας αυξανόμενος αριθμός Ευρωπαϊκών επενδυτικών οίκων, τοποθετούνται ως επενδυτές στα προϊόντα της τιτλοποίησης.

Τα οφέλη για τους επενδυτές που επενδύουν στα προϊόντα της τιτλοποίησης μπορεί να περιλαμβάνουν:

- περιορισμένο κίνδυνο στην έκθεση των επενδύσεων σε μεμονωμένες επιχειρήσεις, ενώ ταυτόχρονα είναι δυνατή η ανάληψη κινδύνου σε συγκεκριμένους κλάδους στους οποίους δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις αυτές
- διαφοροποίηση των επενδύσεων μέσα σε ένα χαρτοφυλάκιο
- τοποθετήσεις σε νέες κατηγορίες ενεργητικού κατά μήκος του πιστωτικού φάσματος
- διασπορά κινδύνου μεταξύ των διαφορετικών τομέων της οικονομίας με έμφαση στο στοιχείο ενεργητικού που παράγεται στον κάθε τομέα.

- διαφάνεια των κινδύνων που περιλαμβάνονται σε μια συναλλαγή τιτλοποίησης καθ' όλη τη διάρκεια της συναλλακτικής ζωής του σχήματος
- προσφορά ιδιαίτερων εργαλείων που μπορεί ειδάλλως να μην είναι διαθέσιμα
- προσφορά ελκυστικού επιτοκίου για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο
- προσφορά εναλλακτικών προϊόντων για την τοποθέτηση των ρευστών διαθεσίμων
- προσφορά ενός συνδυασμού ελκυστικών αποδόσεων (έναντι άλλων οργάνων της παρόμοιας ποιότητας), που αυξάνουν τη ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά και γενικά προσφέρουν περισσότερη προστασία έναντι άλλων καλυμμάτων.
- προσφορά ενός ευέλικτου εργαλείου καθώς οι οφειλόμενες πληρωμές μπορούν να σχεδιασθούν ώστε αν καλύπτουν ειδικές ανάγκες των θεσμικών επενδυτών

Το κυριότερο πλεονέκτημα των τιτλοποιημένων προϊόντων είναι ότι οι δομικές credit enhancements και το διαφοροποιημένο ενεργητικό των χαρτοφυλακίων τους απελευθερώνουν τους επενδυτές από την ανάγκη να αποκτήσουν λεπτομερή ενημέρωση των υποκείμενων δανείων. Αυτό είναι ο μεγαλύτερος παράγοντας για την ανάπτυξη των δομημένων χρηματοοικονομικών αγορών (structured finance market).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.4 Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τις Τράπεζες

Η έκθεση στον κίνδυνο επιτοκίου μπορεί να μειωθεί με τη διασπορά του στους επενδυτές. Μία τράπεζα που επιθυμεί να επεκτείνει τις δραστηριότητες δανεισμού, αλλά δεν έχει ανάλογη maturity στα διαθέσιμα κεφάλαια μπορεί να αποφύγει το maturity mismatch μέσω της τιτλοποίησης των νέων δανείων. Η τιτλοποίηση προσφέρει ακόμα σε τράπεζες που έχουν εκτεταμένη έκθεση σε συγκεκριμένο οικονομικό κλάδο, ή δραστηριότητα, τη δυνατότητα να μεταφέρουν μέρος από το δανειακό τους χαρτοφυλάκιο και να προωθήσουν άλλες μορφές ενυπόθηκων δανείων με σκοπό τη συγκρότηση διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Οι τράπεζες που αναλαμβάνουν έναν ή περισσότερους ρόλους στη διαδικασία της τιτλοποίησης, (lender, servicer, trustee, enhancer), μπορούν να αυξήσουν και να εμπλουτίσουν τις πηγές των προμηθειών και εσόδων τους. Με τη μεταφορά στοιχείων ενεργητικού, οι τράπεζες μπορούν να συνεχίσουν τους υφιστάμενους τύπους δανεισμού ή να επενδύσουν σε νέες γραμμές επιχειρήσεων και να αποφύγουν τη συγκέντρωση σε έναν μόνο τύπο πιστωτικού κινδύνου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.5 Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τους δανειστές

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων έχει επιπλέον σημαντικά οφέλη και για τους δανειστές.

Αφού η τιτλοποίηση γενικά βοηθά στη βελτίωση της ρευστότητας των credit markets, μπορεί να αυξήσει και τη διαθεσιμότητα πίστωσης σε δανειστές καθώς και να επιτρέψει την τιμολόγηση των προϊόντων αυτών σε χαμηλότερο κόστος.

Τα κίνητρα της τιτλοποίησης είναι περισσότερο οικονομικά παρά κοινωνικά. Οι επενδυτές προσδοκούν μεγαλύτερη απόδοση για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο καθώς και επενδυτικές επιλογές

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.6 Οφέλη για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

Τα οφέλη από την άποψη ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος ως **εκδότη** μπορεί να περιλαμβάνει:

- μείωση του κινδύνου που συνδέεται με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι των στοιχείων του ενεργητικού, ελευθερώνοντας με αυτόν τον τρόπο κεφάλαια για να δημιουργήσουν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία ή να τοποθετηθούν σε δραστηριότητες που θα βελτιώνουν την απόδοση στα σταθμισμένα με κίνδυνο στοιχεία.
- ενίσχυση των αποφάσεων της Διοίκησης για την ανάληψη κινδύνων σε ιδιαίτερους οικονομικούς τομείς ή επιχειρησιακές μονάδες.
- μείωση του ετεροχρονισμού στα παθογόνα στοιχεία του ενεργητικού με τη χρήση των μετρητών που αντλούνται από την τιτλοποίηση ώστε να αυξηθεί ή να αντικατασταθεί η βραχυπρόθεσμη ή με ενέχυρο κατάθεσης χρηματοδότηση του μέσο και μακροπρόθεσμου χαρτοφυλακίου στοιχείων ενεργητικού.
- δημιουργία εσωτερικών πολιτικών και διαδικασιών ώστε να γίνεται καλύτερα αντιληπτός και διαχειρίσιμος ο κίνδυνος και να χρηματοδοτείται το χαρτοφυλάκιο ενεργητικού μέσω της αποτίμησης της συναλλαγής της τιτλοποίησης

Τα οφέλη από την άποψη ενός οικονομικού οργάνου ως **sponsoring** για μια τιτλοποίηση περιλαμβάνει:

- προσφορά ενός διαφορετικού προϊόντος σε έναν πελάτη ως εναλλακτική λύση χαμηλότερου κόστους χρηματοδότηση

- συνέχιση της οικονομικής σχέσης χωρίς παραβίαση των συμφωνηθέντων πιστωτικών ορίων για πιστωτικές διευκολύνσεις στο συγκεκριμένο πελάτη
- κάλυψη ή μείωση της πιστωτικής έκθεσης σε έναν πελάτη όπου οι εισπράξεις χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή έτερων γραμμών χρηματοδότησης που του έχουν παρασχεθεί.
- δημιουργία εισοδήματος από αμοιβή χωρίς την αύξηση του μεγέθους του ισολογισμού με νέες εργασίες.

Τα οφέλη από την άποψη ενός οικονομικού οργάνου που ενεργεί ως θεματοφύλακας ή επενδυτικός σύμβουλος για ορισμένους τύπους τιτλοποίησης περιλαμβάνει:

- παροχή τεχνικής βοήθειας για τη διαχείριση των κεφαλαίων προς όφελος των επενδυτών, η οποία μπορεί να αντικαθιστά τις υπάρχουσες πιστωτικές διαδικασίες που έχει η τράπεζα για να αξιολογήσει τον κίνδυνο
- προσφορά προϊόντος που επιτρέπει τη διαχείριση χαρτοφυλακίων εξασφαλισμένων ομολόγων, που κατά κύριο λόγο ζητούνται από θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι δεν επιθυμούν ή είναι ανίκανοι να αναλάβουν τον πρωταρχικό κίνδυνο
- ενθάρρυνση της χρήσης της τιτλοποίησης ως τεχνικής μεσολάβησης κινδύνου για πελάτες καθώς επίσης και ως τεχνικής εναλλακτικής χρηματοδότησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.7 Οφέλη για τις επιχειρήσεις στην Ε.Ε.

Η τιτλοποίηση θεωρείται ελκυστικό χρηματοδοτικό εργαλείο για επιχειρήσεις στην Ευρώπη για πολλούς λόγους:

- συνιστά εναλλακτικό χρηματοδοτικό μέσο, χαμηλού κόστους κεφαλαίων.
Με τη διάκριση των παγίων από τον πιστωτικό κίνδυνο του corporate-originator, η επιχείρηση μπορεί να μειώσει το επιτόκιο premium στον δανεισμό της και να χρηματοδοτηθεί από τις αγορές κεφαλαίου με πιο ελκυστική τιμολόγηση από ότι στον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό.
- παρέχει πρόσβαση στην κεφαλαιακή αγορά μέσω της τιτλοποίησης.
Μια επιχείρηση που συναλλάσσεται με πολλές τράπεζες, μπορεί να επιλέξει την από-μεσολάβηση αποκτώντας πρόσβαση στην κεφαλαιακή αγορά μέσω της τιτλοποίησης, οδηγώντας, ταυτόχρονα σε ανταγωνισμό τιμών τους παροχείς εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης

- για εταιρείες που δεν έχουν αξιολογηθεί καθώς και για μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις που τους λείπει το μέγεθος να εκδώσουν debt in their own name, η τιτλοποίηση είναι επίσης ο ιδανικός τρόπος σύνδεσης με τις αγορές κεφαλαίου σε μια βάση ανωνυμίας (typically through multi-seller ABCP conduits) δίχως το προαπαιτούμενο της αξιολόγησης της επιχείρησης
- Πολλοί originators ενεργητικού προσλαμβάνουν την ανάλυση που πραγματοποιείται για την αξιολόγηση σχήματος της τιτλοποίησης ως μια ιδανική προετοιμασία για την πιστωτική αξιολόγηση της εταιρείας τους.

Η τιτλοποίηση ως εκτός ισολογισμού χρηματοδοτικό εργαλείο αποσκοπεί επιπρόσθετα στην από-μόχλευση, όπου είναι απαραίτητο, π.χ. επιβράδυνση της ταχύτητας της εταιρείας (debt to equity ratio) με την πώληση στοιχείων ενεργητικού και τη χρήση των προσόδων, μεταξύ των άλλων, για την αποπληρωμή πιο ακριβών μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Με τον τρόπο αυτό οι επιχειρήσεις μπορούν να απελευθερώσουν υφιστάμενες γραμμές πιστώσεων για μελλοντική χρήση

Πρόσθετα, η τιτλοποίηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως εναλλακτική μορφή απόκτησης χρηματοδότησης για μια επιχείρηση, προσφέροντας συχνά μακροπρόθεσμη αποπληρωμή και φθηνότερη τιμολόγηση από την προσφερόμενη στην Τραπεζική αγορά

Τέλος, η τιτλοποίηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως διοικητικό εργαλείο που εισάγει και ενοποιεί / συγκεράζει τις διάφορες διαδικασίες αποτίμησης, τιμολόγησης και χρέωσης καθώς και τη διαχείριση των εισπράξεων σε ενιαία βάση. Αυτό καθίσταται περισσότερο σαφές όταν αναφερόμαστε σε πανευρωπαϊκές συναλλαγές στις οποίες συμμετέχει μεγάλος αριθμός operating sellers.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.8 Οφέλη για τις Υπερκείμενες Αρχές στην Ε.Ε

Οι ρυθμιστικές Αρχές αναγνωρίζουν την τιτλοποίηση απαιτήσεων ως μια σημαντική χρηματοοικονομική τεχνική που μπορεί να βοηθήσει τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην πλήρωση των κανόνων εποπτείας.

Τα οφέλη από την άποψη των ρυθμιστικών αρχών μπορούν να περιλαμβάνουν:

- βελτίωση της διαχείρισης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και της έκθεσής τους σε συγκεκριμένους οικονομικούς τομείς ή τις επιχειρησιακές γραμμές
- διασφάλιση της διαφάνειας μέσω του ελέγχου από τρίτα ανεξάρτητα μέρη και την πειθαρχία στους κανόνες της αγοράς κατά την διαδικασία συγκέντρωσης του προς πώληση χαρτοφυλακίου και προσφοράς του στο επενδυτικό κοινό.
- ενθάρρυνση της μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης των μεσοπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού μέσω των αγορών κεφαλαίου και τη διαφοροποίηση της χρηματοδότησης από το βραχυπρόθεσμο διατραπεζικό δανεισμό και τις επενδυτικές τράπεζες
- δυνατότητα καλύτερης αξιοποίησης του ρυθμιστικού κεφαλαίου μέσα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα με τη μετακύλιση του κινδύνου από τα ιδρύματα στους επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να τον αναλάβουν έναντι της προσφερόμενης απόδοσης.
- Προώθηση των χρηματιστηριακών αγορών από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με την απελευθέρωση ρυθμιστικών κεφαλαίων από εγκλωβισμένες επενδύσεις σε επιχειρήσεις και την επανεπένδυση τους σε νέα επιχειρηματικά σχέδια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.9 Οφέλη για τον Κυβερνητικό Τομέα στην Ε.Ε

Τα οφέλη για τις κυβερνήσεις είναι άμεσα και έμμεσα. Σαν υποστηρικτή της τιτλοποίησης η κυβέρνηση επιτρέπει στις εθνικές επιχειρήσεις και τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα να χρησιμοποιήσουν τα οφέλη της τιτλοποίησης. Επιπλέον, ένας αυξανόμενος αριθμός ευρωπαϊκών κυβερνήσεων έχουν απευθυνθεί στις αγορές τιτλοποιημένων αξιογράφων άμεσα (π.χ. Ιταλία) ή έμμεσα μέσω των προγραμμάτων ιδιωτικοποίησης που ολοκληρώνονται η πώληση τους στους ενδεδειγμένους αγοραστές μέσω προγραμμάτων τιτλοποίησης (π.χ. το Ηνωμένο Βασίλειο ή Γαλλία από την της μεταβίβασης ακινήτων περιουσιών).

Τα οφέλη από την άποψη των διάφορων ευρωπαϊκών κυβερνήσεων μπορούν να περιλαμβάνουν :

- χρηματική αποτίμηση των ταμειακών ροών που σε περίπτωση μη τιτλοποίησης θα ελάμβαναν από τη ρευστοποίηση των τιτλοποιημένων στοιχείων ενεργητικού σε βάθος χρόνου.
- απομάκρυνση του παράγοντα κινδύνου από το συγχρονισμό των ταμειακών ροών των τιτλοποιημένων στοιχείων (ιδιαίτερα σε περίπτωση όπου τα στοιχεία του ενεργητικού δε εξυπηρετούνται κανονικά και η είσπραξη τους είναι αβέβαιη)
- μείωση του γενικού επιπέδου κυβερνητικού χρέους με τη μετατροπή των στοιχείων του ενεργητικού (μελλοντικές απαιτήσεις) σε έσοδο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί
- προώθηση ενός υψηλότερου βαθμού κυβερνητικής διαφάνειας με την ρευστοποίηση κυβερνητικών στοιχείων ενεργητικού και επιχειρήσεων του ευρύτερου δημόσιου τομέα μέσω ενός προγράμματος τιτλοποίησης, και με την αξιολόγηση του όλου εγχειρήματος από την αγορά και τους επενδυτικούς οίκους.
- εξασφάλιση καλύτερης τιμολόγησης για τη διάθεση των στοιχείων του ενεργητικού από την πώληση τους μέσω μετοχοποίησης
- προώθηση των προγραμμάτων τιτλοποίησης για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) ως σημείο ιδιαίτερης εστίασης της κυβερνητικής υποστήριξης και των διαφόρων εθνικών προγραμμάτων που έχουν άμεσα ή έμμεσα υποστηρίξει την πρόσβαση των ΜΜΕ στην κύρια αγορά μέσω της τιτλοποίησης. Αυτό μπορεί να γίνει αντιληπτό ως ένα σημαντικό βήμα για τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητας των ΜΜΕ και τη συνέχιση της συμβολής τους στην δημιουργία νέων θέσεων εργασίας
- παροχή έμμεσων ωφελειών στους καταναλωτές μέσω της μείωσης των δαπανών χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και του κόστους κεφαλαίων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών ενώ παράλληλα μειώνει τη γενική έκθεση κινδύνου των καταναλωτών και με αυτόν τον τρόπο ενθαρρύνει τη χρηματοδότηση των καταναλωτών για τη διατήρηση της αγοραστικής τους δύναμης με ευνοϊκότερη τιμολόγηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.10 Οφέλη που δύναται να προκύψουν για τους δανειστές στην Ε.Ε

Οι οφειλέτες επωφελούνται από την αυξανόμενη διαθεσιμότητα της πίστωσης με όρους στους οποίους δεν θα είχαν πρόσβαση αν οι Τράπεζες είχαν κράτησαν τα δάνεια στον ισολογισμό τους.

Σε εθνικό επίπεδο ο ανταγωνισμός μεταξύ των credit originators, σε συνδυασμό με την όρεξη των επενδυτών για τίτλους, έχει επεκτείνει σημαντικά τόσο τη διαθεσιμότητα της πίστωσης όσο και την ομάδα των κατόχων πιστωτικής κάρτας κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.1 Κίνδυνοι για τραπεζικούς και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς

Η διαδικασία της τιτλοποίησης, αν δεν διεξαχθεί με προσοχή, είναι δυνατόν να αφήσει στην Τράπεζα - Εκδότη τους κινδύνους χωρίς να της επιστρέψει το επενδεδυμένο κεφάλαιο. Και ενώ όλες οι τραπεζικές δραστηριότητες ελλοχεύουν λειτουργικούς και νομικούς κινδύνους, αυτοί είναι τόσο μεγαλύτεροι, όσο πιο περίπλοκη είναι η δραστηριότητα.

Ο μεγαλύτερος κίνδυνος τον οποίο μπορεί να αντιμετωπίσει μια τράπεζα στη διαδικασία της τιτλοποίησης επέρχεται όταν δεν επιτευχθεί πραγματική πώληση και η πωλήτρια τράπεζα αναγκασθεί να αναγνωρίσει κάποια ή όλες τις απώλειες εφόσον τα στοιχεία του ενεργητικού καταπέσουν. Κίνδυνοι χρηματοδότησης και περιορισμοί στη ρευστότητα μπορεί επίσης να προκύψουν αν το υπό εκχώρηση χαρτοφυλάκιο πληροί τις προϋποθέσεις της τιτλοποίησης αλλά λόγω δυσχερειών στην αγορά τίτλων, οι ομολογίες της τιτλοποίησης δεν μπορούν να πωληθούν.

Πρόσθετα, υπάρχει δυνητική σύγκρουση ενδιαφέροντος εάν η τράπεζα δημιουργεί, πωλεί εξυπηρετεί και λειτουργεί ως θεματοφύλακας σε τίτλους της ίδιας έκδοσης καθώς η τράπεζα η οποία εκκίνησε και μετέφερε στοιχεία ενεργητικού αποτελεσματικά μπορεί να εκτεθεί σε ηθική πίεση να επαναγορασθούν οι ομολογίες εάν τα στοιχεία ενεργητικού αδυνατούν να αποδώσουν τα αναμενόμενα. Η πολυπλοκότητα των σχημάτων τιτλοποίησης μπορεί να συνεισφέρει σε τέτοια πίεση. Μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας τιτλοποίησης ο πωλητής δεν εξαφανίζεται γενικά, αλλά εξασκεί άλλες λειτουργίες στη διαδικασία. Οι λειτουργίες αυτές και το γεγονός ότι οι επενδυτές είναι καλά ενημερωμένοι για την ταυτότητα του προμηθευτή των στοιχείων ενεργητικού που υποστηρίζουν τις ομολογίες, μπορεί να εγείρουν συνδέσμους μεταξύ πωλητή και επενδυτών, οι οποίες θα μπορούσαν, ηθικά τουλάχιστον να προκαλέσουν στον πωλητή πίεση να υπερασπιστεί τη φήμη του και να υποστηρίξει το σχήμα της τιτλοποίησης.

Οι κίνδυνοι για τις τράπεζες που λειτουργούν ως servicer είναι κυρίως λειτουργικοί και είναι συγκρίσιμοι με εκείνους που προκύπτουν για τα κοινοπρακτικά δάνεια. Ωστόσο, ο αριθμός των δανείων στο χαρτοφυλάκιο και των διαφορετικών μερών που αναμειγνύονται στο σχήμα της τιτλοποίησης δηλώνει ότι υπάρχουν μεγαλύτεροι κίνδυνοι δυσλειτουργίας

στους οποίους ο servicer μπορεί να είναι ευάλωτος. Για τους λόγους αυτούς, οι servicers χρειάζεται να απασχολούν εξειδικευμένο προσωπικό, εξοπλισμό και τεχνολογία για να διεξάγουν τέτοιες συναλλαγές με σκοπό να ελαχιστοποιήσουν το λειτουργικό κίνδυνο.

Αναφέρεται, κάποιες φορές ότι τράπεζες που αναζητούν αγορές με ευνοϊκή αντιμετώπιση για τα τιτλοποιημένα στοιχεία τείνουν να πωλούν τα καλύτερης ποιότητας στοιχεία του ενεργητικού τους και για αυτό το λόγο αυξάνουν το μέσο κίνδυνο του υπολειπόμενου χαρτοφυλακίου τους. Οι περιπτώσεις αυτές προκύπτουν ως αποτέλεσμα των απαιτήσεων των επενδυτών και των επενδυτικών οίκων που αναλαμβάνουν την αξιολόγησή τους, για υψηλότερης ποιότητας στοιχεία ενεργητικού και οδηγούν στην πώληση των καλύτερων στοιχείων ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Πρόσθετα, ένα πρόγραμμα συνεχιζόμενης τιτλοποίησης χρήζει ανάγκης ενός αυξανόμενου χαρτοφυλακίου δανείων το οποίο θα μπορούσε να αναγκάσει την τράπεζα να χαμηλώσει τα πιστωτικά της κριτήρια ώστε να ενεργοποιήσει τον απαραίτητο όγκο δανείων.

Τελικά, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που εξασφαλίζουν ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο δανείων προκαθορισμένης πιστωτικής ποιότητας μπορεί να αποδειχθούν ανεπαρκείς εάν η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου μειωθεί.

Πρόσθετα, πρέπει να σημειωθεί ότι τράπεζες οι οποίες τιτλοποιούν περιοδικά στοιχεία ενεργητικού ενδιαφέρονται να διατηρούν την ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου. Κάθε απομείωση της ποιότητας του θα επιδρούσε στην φήμη και την αξιολόγηση και φυσικά στις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που θα επιβάλλονταν από τις υπερκείμενες αρχές.

Η τιτλοποίηση των ανακυκλούμενων πιστώσεων και των απαιτήσεων από πιστωτικές κάρτες είναι ένα ιδιαίτερα περίπλοκο παράδειγμα το οποίο αφορά την έκδοση ομολόγων συγκεκριμένου ποσού και όρων έναντι στοιχείων ενεργητικού κυμαινόμενου ποσού και αόριστης λήξης. Ένα χαρτοφυλάκιο απαιτήσεων από πιστωτικές κάρτες κυμαίνεται καθημερινά τόσο καθώς οι ατομικοί λογαριασμοί αυξάνονται και μειώνονται όσο και λόγω των διαφορετικών τρόπων αποπληρωμής από τους Κατόχους Καρτών (e.g. by fast and slow payers).

Είναι επίσης πιθανό, όπως ωριμάζει το σχήμα, οι κάτοχοι των ομολογιών να αποπληρωθούν από εκείνους τους πιστούχους που καταβάλλουν έγκαιρα ή και προκαταβάλλουν τις οφειλές τους. Μια παρόμοια μορφή τιτλοποίησης θα απαιτήσει τη

δημιουργία των κατάλληλων δομών ώστε να παρακολουθεί και ελέγχει τα εκάστοτε πλάνα αποπληρωμής οφειλών και να διασφαλίσει τον απαραίτητο επιμερισμό κινδύνων κατά τη διάρκεια των αποπληρωμών, προς τους κατόχους των ομολογιών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.2 Λοιποί έλεγχοι σε συναλλαγές τιτλοποίησης

Όλα τα προγράμματα διαχείρισης κινδύνου πρέπει να ελέγχονται από ανεξάρτητους και πιστοποιημένους ελεγκτές, συνήθως από μονάδες εσωτερικού λογιστικού ελέγχου, ή ελέγχου κινδύνου. Η αρμόδια μονάδα θα καθορίζει εάν οι πρακτικές εσωτερικού ελέγχου είναι σε συμφωνία με τις διοικητικές πολιτικές κινδύνου, εάν οι έλεγχοι είναι επαρκείς, εάν τα επίπεδα κινδύνου υπολογίζονται με ακρίβεια, και εάν τέτοια επίπεδα είναι κατάλληλα / αποδεκτά.

Για να διευκολύνουν την ανάπτυξη των εσωτερικών ελέγχων, τα στελέχη της μονάδας διαχείρισης κινδύνου πρέπει να είναι ενημερωμένα για τη διαδικασία τιτλοποίησης από το αρχικό στάδιο. Κατά την έναρξη της due dilligence για μια συναλλαγή τιτλοποίησης, ο ανάδοχος (συντά ένας επενδυτικός οίκος), οι οίκοι αξιολόγησης και οι ανεξάρτητοι εξωτερικοί ορκωτοί λογιστές ελέγχουν λεπτομερώς τη διαδικασία της τιτλοποίησης που εφαρμόσε η τράπεζα. Η ανωτέρω μέθοδος ελέγχου λαμβάνει χώρα στα αρχικά στάδια της τιτλοποίησης κι επαναλαμβάνονται και μετά την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

Η διεύθυνση ελέγχου κινδύνων της τράπεζας πρέπει να αναφέρεται άμεσα σε ένα ανώτερο στέλεχος, ώστε να εξασφαλίζεται η ακεραιότητα της διαδικασίας. Κατά τη διενέργεια του ελέγχου, αξιολογείται κάθε ρόλος που δύναται να διαδραματίσει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στη διαδικασία της τιτλοποίησης και δίδεται ιδιαίτερη προσοχή στις διαδικασίες έναρξης τιτλοποίησης και εξυπηρέτησης αυτής (origination and servicing).

- Σχετικά με τη διαδικασία έναρξης της τιτλοποίησης πρέπει να ληφθούν αντίγραφα των αποφάσεων των επιτροπών πιστώσεων, να ελεγχθούν οι πηγές πληροφοριών και να ανιχνευθεί η ακολουθητέα διαδικασία έγκρισης.
- Σχετικά με τη διαδικασία εξυπηρέτησης της τιτλοποίησης, ελέγχονται η διαδικασία συγκέντρωσης καθυστερήσεων, η διαδικασία αποπληρωμής και η υποβολή ενημερωτικών εκθέσεων και αναφορές τρίτων μερών.

Σκοπός των ανωτέρω ελέγχων είναι να διασφαλισθεί ότι οι δραστηριότητες είναι σύμφωνες με τα συμβατικά έγγραφα και ταυτόχρονα να εντοπισθούν λειτουργικές αδυναμίες που αφήνουν την τράπεζα εκτεθειμένη σε περιστατικά απάτης και λοιπούς κινδύνους. Οποιοσδήποτε παρατυπίες, ελλείψεις, εκκρεμότητες που καταγράφονται κατά τη διενέργεια των ελέγχων, πρέπει να γίνονται αντικείμενο περαιτέρω διερεύνησης και συζήτησης με την ανώτερη διοίκηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.3 Παρακολούθηση Συναλλαγών Τιτλοποιήσεων

Οι διοικητικές εκθέσεις πρέπει να ελέγχουν την απόδοση του υποκείμενου τίτλου για όλες τις τρέχουσες συμφωνίες τιτλοποίησης. Αν η τράπεζα έχει πωλήσει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και έλεγχου των στοιχείων του ενεργητικού, τότε η φήμη της ως θεματοφύλακα παραμένει εκτεθειμένη. Για να ελέγχει τον αντίκτυπο των ενεργειών στα στοιχεία χαρτοφυλακίου, που δημιουργήθηκαν ή συντηρούνται από την τράπεζα, απαιτείται η ενημέρωση μέσω εξειδικευμένων αναφορών και η υποβολή σχετικών εκθέσεων για να παρακολουθείται η ποιότητα και η απόδοση καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής της τιτλοποίησης.

Εκθέσεις σχετικά με ανακυκλούμενες πιστώσεις (πιστωτικές κάρτες, στεγαστικά δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου κ.λπ.) πρέπει να παρακολουθούν τα μεγέθη των κατωτέρω δεικτών :

- Τη μικτή απόδοση του χαρτοφυλακίου
- Τα ποσοστά καθυστερήσεων
- Το ποσοστό των εξόδων
- Το επιτόκιο βάσης (τοκομερίδιο πλέον έξοδα συντήρησης)
- Το μηνιαίο υπερβάλλον περιθώριο (monthly excess spread)
- Το μέσο σταθμικό υπερβάλλον περιθώριο
- Το μηνιαίο ποσοστό αποπληρωμής.
- Την πορεία των στοιχείων του υποκείμενου χαρτοφυλακίου που εξασφαλίζουν τους τίτλους
- Την καθαρή απόδοση του χαρτοφυλακίου (απόδοση μείον έξοδα)
- Το χρόνο των καθυστερήσεων (ηλικία)
- Την ταχύτητα πρόωρης αποπληρωμής κεφαλαίου
- Το λογιστικό υπόλοιπο συγκρινόμενο με το αρχικό μέγεθος της εξασφάλισης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.4 Επικοινωνία με τρίτα μέρη / Εξωτερικούς φορείς

Για να διατηρήσουν την εμπιστοσύνη αγοράς, τη φήμη και τη ρευστότητα των τίτλων, οι εκδότες και οι servicers πρέπει να είναι σε θέση να παρέχουν ακριβείς και έγκαιρες πληροφορίες για την απόδοση των υποκείμενων στοιχείων ενεργητικού στους επενδυτές, τους Οίκους Αξιολόγησης και τις επενδυτικές τράπεζες. Το κόστος της τράπεζας για την προσέγγιση των κεφαλαιαγορών εξαρτάται άμεσα, σε πολλές περιπτώσεις από τη δυνατότητα της να παρέχει σαφή, αναλυτικά και έγκυρα στοιχεία. Παράλληλα οι οργανισμοί που συμμετέχουν στο σχήμα της τιτλοποίησης επιβάλλεται να επαληθεύουν τακτικά τις πληροφορίες αυτές για την δηλούμενη απόδοση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : Διαχείριση Κινδύνων και διενέργεια ελέγχων

Αν και είναι σύνηθες οι συναλλαγές τιτλοποίησης να ελέγχονται κατά τα πρώιμα στάδια τους, τα προβλήματα τείνουν να εμφανίζονται κατά τα ύστερα στάδια. Πολλά από τα θέματα που αρχικά έχουν εντοπισθεί όπως η αύξηση στα επισφαλή στοιχεία, οι υπέρογκες δαπάνες, η ανακριβής υποβολή έκθεσης επενδυτών η κακή δημοσιότητα, έχουν εμφανιστεί έντονα στα μεταγενέστερα στάδια της συναλλαγής. Η τράπεζα πρέπει να εποπτεύει και να ελέγχει τις συναλλαγές καθ' όλη τη διάρκεια της συμμετοχής της στο σχήμα προκειμένου να διασφαλίζει την έγκαιρη αποπληρωμή των υποχρεώσεων της και τη φήμη της στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Οι ελεγκτές αξιολογούν τον τραπεζικό κίνδυνο σχετικά με τον αντίκτυπό του στις αποδόσεις και το κεφάλαιο. Από την εποπτική θεώρηση της συναλλαγής, κίνδυνος είναι η δυνατότητα γεγονότα, αναμενόμενα ή απρόβλεπτα, να ασκήσουν δυσμενή επίδραση στις αποδόσεις ή το κεφάλαιο της τράπεζας. Οι βασικοί κίνδυνοι που συνδέονται με τις δραστηριότητες τιτλοποίησης είναι η φήμη, η πιστοληπτική ικανότητα, η συναλλαγή στο σύνολο της, η ρευστότητα και η συμμόρφωση. Οι τύποι και τα επίπεδα στα οποία ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα εκτίθεται στον κίνδυνο θα εξαρτηθεί από το ρόλο του στην τιτλοποιημένη συναλλαγή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.1 Κίνδυνος φήμης

Ο κίνδυνος φήμης αφορά τη μη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων ή δημιουργίας κερδών λόγω αρνητικής δημόσιας εικόνας.

Γεγονότα ως τα ανωτέρω είναι δυνατόν να επηρεάσουν υφιστάμενες και νέες σχέσεις της επιχείρησης, είναι συνάρτηση της ποιότητας της λειτουργίας του τμήματος Διαχείρισης κινδύνων και συνδέονται με τον κίνδυνο που αναφέρεται στην αντίληψη που έχουν οι συμμετέχοντες στην αγορά για την εταιρεία.

Αναφορικά με την τιτλοποίηση, η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού είναι καίριας σημασίας που εδράζει στην ποιότητα των υποκείμενων στοιχείων και την αποτελεσματικότητα της παροχής υπηρεσιών εξυπηρέτησης τους. Τυχόν απόδοση η

οποία είναι μικρότερη της αναμενόμενης αντικατοπτρίζει την ανικανότητα του εκδότη στην διαδικασία underwriting και διαχείρισης κινδύνου.

Επειδή η απόδοση των τιτλοποιημένων στοιχείων ανακοινώνεται δημοσίως και παρακολουθείται από πολλούς οργανισμούς, η διαδικασία της τιτλοποίησης μπορεί να υπογραμμίσει προβλήματα που παρέμεναν κρυμμένα.

Η φήμη αφορά και τους λοιπούς συμμετέχοντες

Η διαχείριση του κινδύνου αφορά τη λήψη αποφάσεων που υπερβαίνουν τεχνικές, νομικές συμβατικές υποχρεώσεις για τις τράπεζες και εΐθισται να συνδέονται με ανακυκλούμενους υποκείμενους τίτλους. Ειδικότερα, αν και η τράπεζα έχει μεταφέρει το νομικό κίνδυνο απόδοσης των ανακυκλούμενων εισπρακτέων λογαριασμών, εξακολουθεί να παραμένει συνδεδεμένη με τα πρωταρχικά στοιχεία λόγω servicing, μέσω αντικατάστασης τους ή απλά κατ' όνομα.

Αποφάσεις για την χρηματοοικονομική ενίσχυση του σχήματος πρέπει να λαμβάνονται συνυπολογίζοντας τη δυναμική της αγοράς κι του λογιστικού, φορολογικούς και εποπτικούς κανόνες και τις συνέπειες τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.2 Στρατηγικός Κίνδυνος

Για να προσεγγίσουμε την έκθεση της τράπεζας στο στρατηγικό κίνδυνο, πρέπει να γνωρίζουμε τις μακροχρόνιες επιπτώσεις της διαδικασίας της τιτλοποίησης στις διαδικασίες, την κερδοφορία και τη διαχείριση ενεργητικού παθητικού.

Ειδικότερα, οι απαιτήσεις για την υποστήριξη του σχήματος της τιτλοποίησης, η ύπαρξη του απαραίτητου λογιστηρίου και η πληροφόρηση, το κόστος για τις επενδύσεις αυτές, είναι δυνατόν να δημιουργήσουν πρόβλημα στην τράπεζα.

Πριν την έναρξη της διαδικασίας τιτλοποίησης, η Διοίκηση θα πρέπει να συγκρίνει τους στρατηγικούς και χρηματοοικονομικούς σκοπούς των προτεινόμενων ενεργειών για την τιτλοποίηση με την αντίστοιχη ανάληψη κινδύνου και της υπάρχουσες δυνατότητες υποστήριξης.

Μια συνολική θεώρηση θα περιλάμβανε τα αρχικά κόστη συναλλαγών, τυχόν μηχανολογικές αναβαθμίσεις, και θα περιέγραφε τις αρμοδιότητες έκαστους ατόμου ή τμήματος τη τράπεζας που εμπλέκεται στη διαδικασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3 Πιστωτικός Κίνδυνος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.1 Γενικά στοιχεία

Ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά τους κινδύνους κερδοφορίας ή αύξησης κεφαλαίου από την αποτυχία του υπόχρεου να εκπληρώσει τους όρους του συμβολαίου του ή να συμμορφωθεί τα με ορισθέντα.

Ο πιστωτικός κίνδυνος απαντάται σε όλες τις δραστηριότητες των οποίων η επιτυχία εξαρτάται από την απόδοση του αντισυμβαλλόμενου, εκδότη ή δανειστή (issuer or borrower).

Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης είναι η χρησιμότητα της στη διαχείριση της έκθεσης στον πιστωτικό κίνδυνο, μειώνοντας τον με τη μεταφορά του ποσοστού του μη αναμενόμενου συστημικού κινδύνου στους παροχείς πιστωτικής διευκόλυνσης (credit enhancement providers) και τους επενδυτές. Η αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου αφορά στην αναγνώριση της έκτασης και των ορίων της μεταφοράς κινδύνου και στον προγραμματισμό κεφαλαίων και άλλων πηγών που θα απαιτηθούν για να υποστηρίξουν τα εναπομείναντα επίπεδα κινδύνου.

Αν και η χρηματοοικονομική πληροφόρηση και οι στηριζόμενες σε θέματα διαχείρισης κινδύνου πρακτικές μέτρησης κεφαλαιακής επάρκειας που προσδιορίζονται από τις υπερκείμενες αρχές είναι χρήσιμοι δείκτες των επιπτώσεων της τιτλοποίησης σε τραπεζικούς οργανισμούς, ωστόσο δεν καλύπτουν πλήρως τις οικονομικές διαστάσεις της έκθεσης του originator στον πιστωτικό κίνδυνο που προκύπτει από την πώληση τιτλοποιημένων στοιχείων.

Η μελέτη ενός ελεγκτή δε θα πρέπει να περιορίζεται στο αν η πώληση των στοιχείων είναι εντός ή εκτός ισολογισμού, αλλά να προσεγγίζει το θεμελιώδη ενδογενή πιστωτικό κίνδυνο που απομένει στην τράπεζα μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας.

Οι Τράπεζες που πωλούν στοιχεία ενεργητικού σε μια συναλλαγή τιτλοποίησης αντιμετωπίζουν τους ακόλουθους 3 κύριους κινδύνους πιστωτικού κινδύνου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.2 Έκθεση σε καθυστέρηση (Residual exposure to default)

Οι τράπεζες που τιτλοποιούν στοιχεία του ενεργητικού τους πρέπει να εκτιμούν το μέγεθος του συστημικού κινδύνου που παραμένει σε αυτές μετά την πώληση. Συνήθως, ο εκδότης αναλαμβάνει συστημικές απώλειες μέχρι του ποσού που εξάγεται από ιστορικά στοιχεία απωλειών και προϋπολογιστικές μελέτες.

Η πρώτη απώλεια που αναλαμβάνει ο originator είναι η αποδοχή του υπερβάλλοντος περιθωρίου ως εσωτερικού κέρδους ήτοι, το εναπομείναν κέρδος μετά την αποπληρωμή των υποχρεώσεων προς τους ομολογιούχους και την καταβολή όλων των εξόδων προς τρίτους φορείς. Ειδικότερα, καθώς το υποκείμενο χαρτοφυλάκιο ωριμάζει και δέχεται μεταβολές λόγω της παρόδου του χρόνου (πρόωρες αποπληρωμές, μεταβολή στοιχείων που επιβάλλουν την εξαίρεση του από το χαρτοφυλάκιο, μεταφορά σε προσωρινή ή οριστική καθυστέρηση), οι δείκτες απόδοσης του μετατρέπονται σε λιγότερο ελκυστικούς και το υπερβάλλον περιθώριο το οποίο θα επέστρεφε στην Τράπεζα μειώνεται.

Σε ειδικές δε περιπτώσεις, το υπερβάλλον περιθώριο μπορεί να παραμένει στο Ειδικό σκοπού όχημα για την κάλυψη των επενδυτών ή / και τη δημιουργία λογαριασμού εξασφάλισης για την κάλυψη εκτάκτων περιπτώσεων.

Καθώς το υπερβάλλον κέρδος εξανεμίζεται, οι πιστωτικοί κίνδυνοι αναλαμβάνονται από τους παροχείς πιστωτικής διευκόλυνσης μέχρι του προσυμφωνημένου ύψους, βάσει των μελετών που πραγματοποιήθηκαν κατά την έναρξη της συναλλαγής, και μόνο τα ποσά που υπερβαίνουν τα προσυμφωνημένα επίπεδα επιβαρύνουν τους επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.3 Πιστωτική ποιότητα εναπομείνοντος χαρτοφυλακίου

Η τιτλοποίηση αφορά συνήθως υψηλής ποιότητας στοιχεία τα οποία προσφέρουν μια προβλεπόμενη σταθερή εισροή. Υψηλότερες και πιο προβλέψιμες καθαρές ταμειακές ροές μεταφράζονται σε χαμηλότερο ασφάλιστρο credit enhancement και υψηλότερη απόδοση.

Το γεγονός αυτό αποτελεί πειρασμό για τις τράπεζες να τιτλοποιήσουν τα καλύτερα στοιχεία τους το οποίο οδηγεί σε μεγαλύτερες προβλέψεις στον ισολογισμό τους, σε μεγαλύτερες υποχρεωτικές δεσμεύσεις και σε ιστορικά στοιχεία δανείων δυσμενή που θα την αναγκάζουν στο μέλλον σε επαχθείς όρους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.3.4 Λοιπά θέματα πιστωτικής ποιότητας

Πρόσθετα, κίνδυνοι υπάρχουν για τις τράπεζες σε περιπτώσεις που λειτουργούν ως credit enhancer για στοιχεία τα οποία οι ίδιες δημιούργησαν. Στις περιπτώσεις αυτές, θα πρέπει να αντιλαμβάνονται πλήρως το σχήμα της τιτλοποίησης και να διενεργούν επαρκή due diligence, ειδικά όταν υπάρχουν εξαιρέσεις στις πρακτικές του θεματοφύλακα και τυχόν υπερβάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.4 Διαχείριση πιστωτικού Κινδύνου

Επειδή οι τράπεζες originating απορροφούν το μεγαλύτερο μέρος των αναμενόμενων απωλειών από τα τιτλοποιημένα στοιχεία του ενεργητικού (on balance-sheet and securitized pools), οι σωστές διαδικασίες θεματοφυλακής παραμένουν η καλύτερη συνολική προστασία έναντι εκτεταμένης πιστωτικής έκθεσης.

Οι περισσότερες τράπεζες αναγνωρίζουν τις ευρύτερες επιδράσεις της τιτλοποίησης στον πιστωτικό κίνδυνο και προσπαθούν να διασφαλίσουν ότι τα στοιχεία που πωλούνται είναι ίδιας ποιότητας με αυτά που απομένουν.

Προκειμένου να προστατευθούν από την τάση να χαλαρώνουν τα πρότυπα θεματοφυλακής για τις δεξαμενές που οι επενδυτές πιστεύουν ότι θα πωληθούν, πολλές τράπεζες απαιτούν όλα τα τιτλοποιούμενα δάνεια να υπάγονται στην ίδια δανειακή πολιτική και διαδικασίες έγκρισης.

Εάν τα δάνεια που πωλούνται είναι καλύτερης ποιότητας από τα όσα παραμένουν στο χαρτοφυλάκιο, τότε η διοίκηση θα πρέπει να αντιλαμβάνεται τον αναλαμβανόμενο αυξημένο κίνδυνο στοιχείων εκτός ισολογισμού και να διασφαλίζει ότι τα επίπεδα κεφαλαίου που τηρεί καθώς και οι παρεχόμενες σε αυτήν πιστωτικές διευκολύνσεις παραμένουν σε αποδεκτά επίπεδα. Εάν τα δάνεια που πωλούνται είναι χαμηλότερης

ποιότητας από τα όσα παραμένουν στο χαρτοφυλάκιο, τότε η διοίκηση θα πρέπει να αντιλαμβάνεται την αυξημένη ευαισθησία της σε θέματα ηθικής και προστασίας έναντι της επενδυτικής αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.5 Λοιπά πιστωτικά θέματα

Αυτοματοποιημένα συστήματα Αναδοχής. Επειδή η τιτλοποίηση ανταμείβει τις οικονομίες κλίμακας και επιτρέπει σε μια τράπεζα να δημιουργήσει μεγαλύτερο όγκο απαιτήσεων, πολλοί originators χρησιμοποιούν πλέον αυτοματοποιημένα συστήματα αναδοχών όπως το credit scoring και τις ηλεκτρονικές υπηρεσίες των Οίκων εκτιμήσεων τα οποία διαχειρίζονται ως υποδείγματα διαχείρισης κινδύνου. Όλα τα συστήματα αυτά πρέπει να περνούν περιοδικούς ελέγχους για την επιβεβαίωση της δυνατότητας πρόβλεψής τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.6 Δυναμικοί έλεγχοι στο τιτλοποιημένο χαρτοφυλάκιο

Οι περισσότερες συμβάσεις δανείων που παρέχονται στο τραπεζικό κοινό περιέχουν όρους οι οποίοι είναι εμπιστευτικοί και συνήθως διατυπώνονται με τρόπο ιδιαίτερο και έντονα τεχνικό, ώστε να διασφαλίζεται η επίπτωση της γνωστοποίησης τους.

Αναφορικά με τη διαδικασία τιτλοποίησης, οι τράπεζες πολλές φορές έρχονται στη θέση που πρέπει να αποκαλύψουν στοιχεία ιδιαίτερα εμπιστευτικά, στοιχεία που ο ελεγκτής του σχήματος της τιτλοποίησης θα επιθυμούσε να γνωρίζει, προκειμένου να προσφέρουν επαρκή πληροφόρηση σε όλα τα εμπλεκόμενα μέρη και το ευρύ επενδυτικό κοινό.

Εφόσον το υποκείμενο / τιτλοποιούμενο χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται από προϊόντα καταναλωτικής / ευρείας διάθεσης όπως είναι τα καταναλωτικά / προσωπικά δάνεια, τότε η τράπεζα βρίσκεται σαφώς σε πιο ευνοϊκή θέση από την αντίστοιχη που το χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται από δάνεια σε εταιρίες εμπορικού σκοπού ή σε αναδυόμενες αγορές με πολλές δυνατότητες και εμπιστευτικές πληροφορίες καθώς και ιδιαιτερότητες.

Στη δεύτερη αυτή περίπτωση, οι τράπεζες επιβάλλεται να απευθύνονται σε νομικούς συμβούλους προκειμένου οι αρχικοί πιστούχοι να διαφυλάξουν τις πληροφορίες εκείνες που γνωστοποίησαν στην Τράπεζα για την εξυπηρέτησή τους και ωστόσο αποτελούν μέρος της εσωτερικής πληροφόρησής τους και κατά συνέπεια δεν αποτελούν στοιχεία κοινοποίησιμα στο ευρύ κοινό και τους εμπορικούς ανταγωνιστές τους.

Πρόσθετα στα ανωτέρω, οι τράπεζες επιβάλλεται να απευθύνονται σε νομικούς συμβούλους προκειμένου να λάβουν γνώματευση για τη σκοπιμότητα ενημέρωσης των οφειλετών για τη μεταβίβαση της δανειακής τους υποχρέωσης στο Ειδικού Σκοπού Όχημα στα πλαίσια της τιτλοποίησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7 Κίνδυνος συναλλαγών

Ο κίνδυνος συναλλαγής είναι ο κίνδυνος επί των αποδόσεων ή του κεφαλαίου, που εγείρεται από προβλήματα σχετικά με την παράδοση υπηρεσιών ή προϊόντων. Αυτός ο κίνδυνος είναι μια συνισταμένη εσωτερικών ελέγχων, συστημάτων πληροφοριών, ακεραιότητας υπαλλήλων και εφαρμοζόμενων διαδικασιών. Ο κίνδυνος συναλλαγής υπάρχει σε όλα τα προϊόντα και τις υπηρεσίες.

Για τις περισσότερες πωλήσεις παγίων στοιχείων μέσω τιτλοποίησης, η ευθύνη για την εξυπηρέτηση των στοιχείων του ενεργητικού εναπόκειται στον εκδότη. Αυτή η υποχρέωση επεκτείνεται συνήθως καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής των τίτλων. Δεδομένου ότι η αμοιβή που συνδέεται με την εξυπηρέτηση του χαρτοφυλακίου είναι σταθερή, ο κίνδυνος ανεπάρκειας από λειτουργικής άποψης παραμένει στον εκδότη, ο οποίος είναι δυνατόν είτε να επιφέρει υπερεκτίμηση των ικανοτήτων τους να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις, είτε να υποτιμήσει τις σχετικές δαπάνες, ή και οι δύο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7.1 Φύση κινδύνου Συναλλαγών

Η συμφωνία pooling and servicing είναι το βασικό συμβατικό έγγραφο που προσδιορίζει τις υποχρεώσεις του servicers για τις περισσότερες συναλλαγές τιτλοποίησης. Η έκθεση στον κίνδυνο συναλλαγής αυξάνει όταν οι servicers δεν καταλαβαίνουν πλήρως ή δεν εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους. Δυσκολίες κατά την εξυπηρέτηση του σχήματος της τιτλοποίησης, όπως η λανθασμένη παρακολούθηση των δανείων και των αποπληρωμών τους, η πλημμελής συγκέντρωση των καθυστερημένων ποσών ή η υποβολή έκθεσης πεπραγμένων προς τους επενδυτές με λανθασμένα στοιχεία, εκθέτουν τον servicer στον κίνδυνο συναλλαγής. Το αποτελεσματικό servicing βοηθά στη διατήρηση της πιστωτικής ποιότητας των απαιτήσεων. Οι κύριες υποχρεώσεις που αναλαμβάνει η servicing τράπεζα είναι διενέργεια συναλλαγών, εκθέσεις προόδου, και είσπραξη καθυστερήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7.2 Διενέργεια συναλλαγών

Τα προβλήματα συναλλαγών μπορούν να εμφανιστούν όταν τα υφιστάμενα τραπεζικά συστήματα, τα οποία σχεδιάστηκαν για την εξυπηρέτηση συγκεκριμένων όγκων και τύπων δανείων στα πλαίσια συγκεκριμένων εργασιών, υπόκεινται τώρα σε τεράστιους όγκους δεδομένων ή διαφορετικούς από τους προσδοκώμενους τύπους δανείων. Ο υπερβολικός όγκος μπορεί να υπερβεί τις δυνατότητες των συστημάτων και να συμβάλλει στο ανθρώπινο λάθος.

Οι Servicers τυπικά πληρώνονται με ένα σταθερό ποσοστό των επενδεδυμένων κεφαλαίων για τις υπηρεσίες τους (συχνά μεταξύ 1.5% και 2.5% τοις εκατό για καταναλωτικά προϊόντα όπως οι πιστωτικές κάρτες).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.7.3 Διαχείριση Κινδύνου συναλλαγών

Η αποτελεσματική διαχείριση της servicing obligations απαιτεί τη λεπτομερή κατανόηση της διαδικασίας τιτλοποίησης και ειδικότερα των προδιαγραφών πληροφόρησης και τεχνολογικής εξάρτησης. Για να μειώσει την έκθεση της τράπεζας στον κίνδυνο συναλλαγών, η Διοίκηση πρέπει να αξιολογήσει το προσωπικό, την εκπαίδευση του, και την ικανότητα των συστημάτων να επεξεργασθούν τον προβλεπόμενο όγκο και τύπο συναλλαγών.

Το μεγαλύτερο εμπόδιο είναι συνήθως η διενέργεια των κατάλληλων συστημικών επεκτάσεων που θα παρέχει έγκαιρες και εξακριβωμένες πληροφορίες τόσο στο χαρτοφυλάκιο των τιτλοποιημένων απαιτήσεων όσο και στο εναπομείναν χαρτοφυλάκιο του εκδότη. Οι εκθέσεις πρέπει να σχεδιαστούν και να τροποποιούνται ανάλογα με τις ανάγκες για να επιτρέψει τους διευθυντές να αξιολογήσει την απόδοση των συγκεκριμένων τύπων δανείου και για να ελέγξει τη την κερδοφορία τους.

Ο ποιοτικός έλεγχος της servicing operation μπορεί να απαιτεί περιοδικές εκθέσεις και μια ανάλυση παραπάνω των δανειστών σχετικά συνήθως με προβλήματα εξυπηρέτησης ή ποιότητας του δανείου. Ο servicer πρέπει επίσης να έχει συστήσει κάποια ασφαλιστική κάλυψη για την αντιμετώπιση σφαλμάτων. Ο όγκος και οι τύποι δανείων που συντηρούνται από η τράπεζα θα υπαγορεύσει το ποσό ασφάλειας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.8 Reporting

Η διοίκηση των Τραπεζών, οι επενδυτές, και οι rating agencies απαιτούν η τιτλοποιούμενων στοιχείων να αναφέρεται με σαφήνεια και ακρίβεια σε τακτά χρονικά διαστήματα. Τέτοια υποβολή στοιχείων μπορεί να είναι μια ιδιαίτερα δύσκολη πρόκληση για τους νέους εκδότες τίτλων ή για τις τράπεζες που δε διαθέτουν σχετικά συστήματα. Παραδείγματος χάριν, τέτοιες δυσκολίες έχουν εμφανιστεί όταν έχουν οι τράπεζες προσπαθούν να εντάξουν στο χαρτοφυλάκιο δάνεια από διάφορες θυγατρικές τα οποία απαιτούν διαφορετικές διαδικασίες χειρισμού και reporting ή όταν οι Τράπεζες συγκεντρώνουν εισπρακτέα στοιχεία από τους διάφορες τρίτες πηγές δημιουργούς τρίτων. Οι συμφωνίες για το Servicing της τιτλοποίησης είναι συνήθως ιδιαίτερα περιγραφικές σχετικά με τη διαδικασία χειρισμού του χαρτοφυλακίου, τις ανάγκες ενημέρωσης και τα σκοπούμενα χρονικά διαστήματα δημοσίευσης των απαραίτητων εκθέσεων καθώς οι εποπτικές αρχές και οι επενδυτές δείχνουν λίγη ανοχή για λάθη ή καθυστερήσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.9 Συγκέντρωση πληρωμών

Μια τράπεζα μπορεί επίσης να εκτεθεί σε κίνδυνο συναλλαγής όταν τα συστήματά της ή το προσωπικό δεν είναι συμβατό με τους νέους τύπους οφειλετών ή τα νέα προϊόντα.

Αν και η τιτλοποίηση παρέχει συχνά τα κίνητρα επέκτασης των δραστηριοτήτων πέρα από τις παραδοσιακές αγορές και τα προϊόντα, τα μέλη προσωπικού μερικών τραπεζών διενεργούν παρόμοιες συναλλαγές μόνο με ορισμένους τύπους πελατών ή έχουν συνηθίσει στο χειρισμό συνθηκών με ιδιαίτερη ευελιξία με αποτέλεσμα να έχουν δυσκολίες να προσαρμοσθούν στους περιορισμούς ή τις συγκεκριμένες απαιτήσεις των συμφωνιών τιτλοποίησης.

Παραδείγματος χάριν, η απόφαση για επιθετική διεξόδυση σε αγορές δανειστές με φτωχό πιστωτικό ιστορικό, συνήθως απαιτεί αλλαγές στις μεθόδους συλλογής καθυστερήσεων. Τα στελέχη πρώτης γραμμής μπορεί να νιώσουν ανήσυχια με τις εντάσεις εργασίας μεθόδους που είναι απαραίτητες για τη μακροπρόθεσμη επιτυχία σε αυτόν τον τομέα αγοράς και η απόδοση του χαρτοφυλακίου μπορεί να μειώνεται.

Οι αυξανόμενοι όγκοι συναλλαγής και η διαδικασία μεταφοράς κινδύνου που συνδέονται με την τιτλοποίηση έχουν, με κάποιον τρόπο, τυποποιήσει τη διαδικασία δανεισμού και συγκέντρωσης καθυστερήσεων. Παραδείγματος χάριν, η περιορισμένη δυνατότητα των τραπεζιτών να επιλύσουν προβλήματα με τους πελάτες τους που αφορούν την κατάρτιση νέων πινάκων αποπληρωμής και λήξη περαιτέρω καλυμμάτων / εξασφαλίσεων, μπορούν να δημιουργήσουν πρόσθετα προβλήματα εφόσον αγνοηθούν τα τυπικά χαρακτηριστικά του σχήματος της τιτλοποίησης στην οποία ανήκουν οι δανειακές υποχρεώσεις.

Εάν οι από μακρού υφιστάμενες σχέσεις με τους πελάτες είναι ιδιαζόντως πολύτιμες, οι τραπεζίτες θα αναγκασθούν να ανακτήσουν τα τιτλοποιημένα δάνεια και να σύρουν επάνω τους πιο εύκαμπτους όρους. Η διαχείριση πρέπει να αναγνωρίσει ότι αυτές οι αποφάσεις να ανακτηθούν τα δάνεια μπορούν να συμβιβάσουν την «επεξεργασία πωλήσεων» για μερικές συναλλαγές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.10 Ενίσχυση ρευστότητας

Ως μέρος του servicing agreement, οι seller/servicers υποχρεώνονται μερικές φορές να ενισχύουν τη ρευστότητα των τιτλοποιημένων απαιτήσεων. Ο σκοπός της ενέργειας αυτής δεν είναι να προστατεύσει την ποιότητα των υποκείμενων απαιτήσεων αλλά περισσότερο να εξασφαλίσει ότι η ο εκδότης θα έχει επαρκή ρευστά διαθέσιμα για να πληρώσει τις υποχρεώσεις του, όπως προβλέπεται. Η χρηματοδότηση γίνεται απαραίτητη όταν η οφειλόμενη ημερομηνία των πληρωμών στους επενδυτές φθάνει προτού να έχουν συγκεντρωθεί τα απαραίτητα κεφάλαια.

Αυτή η διαδικασία απαιτεί ένα servicer να κάνει καταβολές μετρητών στον trustee επ' ονόματος των οφειλετών, οι οποίοι είναι πιθανόν να μην καταβάλλουν τελικά τις οφειλές τους όπως προβλεπόταν. Εντούτοις, ένα servicer μπορεί συνήθως απαλλαχθεί από την καταβολή των απαιτούμενων χρημάτων για την κάλυψη προβλημάτων ρευστότητας εφόσον στα σχετικά συμβατικά έγγραφα προσδιορισθεί ότι τα κεφάλαια δεν θα ήταν ανακτήσιμα. Εάν ο servicer προ-καταβάλει κεφάλαια έναντι των απαιτήσεων οι οποίες τελικά δεν πληρωθούν από τους αρχικούς οφειλέτες, ο liquidity provider δύναται χρησιμοποιώντας κονδύλια από την πιστωτική διευκόλυνση να αποπληρώσει τυχόν τέτοιες καταβολές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11 Κίνδυνος ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι ο κίνδυνος επί των κερδών ή του κεφαλαίου που προέρχεται από την ανικανότητα μιας τράπεζας να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της εγκαίρως, δίχως να προκαλέσει απροσδόκητες ζημιές. Λαμβάνοντας υπόψη τον επαρκή προγραμματισμό και μια αποδοτική δομή λειτουργία, η τιτλοποίηση μπορεί παρέχει ρευστότητα στα στοιχεία του ισολογισμού καθώς επίσης και χρηματοδότηση για την ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων. Αυτό όχι μόνο παρέχει στις τράπεζες μια έτοιμη πηγή ρευστότητας, αλλά αυξάνει την πρόσβασή τους, και την παρουσία μέσα στις αγορές κεφαλαίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11.1 Ενίσχυση ρευστότητας

Αύξηση ρευστότητας. Λαμβάνοντας υπόψη τις υποχρεώσεις και τα στοιχεία του παθητικού που μπορούν να παρουσιασθούν στον servicer ως προμηθευτή ρευστότητας, μια επίσημη πολιτική πρέπει να είναι αναπτυχθεί που να καθορίζει πώς η τράπεζα θα ανταποκριθεί σε καταστάσεις όπου απαιτείται να προκαταβληθούν χρηματικά ποσά. Οι Servicers που παρέχουν τη ενισχυτική ρευστότητα συχνά προστατεύονται από την έκθεση στην επιδεινωμένους ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού με τον καθορισμό του συγκεκριμένων στοιχείων έναντι των οποίων χρηματοδοτούν. Συνήθως δε συστήνουν κάποιας μορφής ενέχυρο επί των περιουσιακών στοιχείων ή προηγούνται σε περίπτωση πτώχευσης έναντι των λοιπών πιστωτών του εκδότη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11.2 Φύση Κινδύνου ρευστότητας

Η τιτλοποίηση απαιτήσεων έχει διευρύνει σημαντικά τη βάση των προμηθευτών κεφαλαίων προμηθευτές που είναι διαθέσιμοι στις τράπεζες και που δημιουργούν ρευστότητα σε έναν ισολογισμό. Ωστόσο, η υπερβολική εναπόθεση σε έναν σχηματισμό χρηματοδότησης, αυξάνει τον κίνδυνο ρευστότητας. Οι τράπεζες πρέπει να προετοιμαστούν για την πιθανή επιστροφή των ανακυκλούμενων απαιτήσεων στον ισολογισμό ως συνέπεια σκοπούμενης ή πρόωρης αποπληρωμής. Ο αρχικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα το χαρτοφυλάκιο της τιτλοποίησης να απαιτήσει χρηματοδότηση ισολογισμών στους απροσδόκητους ή παράκαιρους χρόνους. Αυτός ο κίνδυνος απειλεί

τις τράπεζες που δεν συσχετίζουν την ωριμότητα (maturity) της εκάστοτε τιτλοποιημένης συναλλαγής με τη ευρύτερη μεγέθυνση του ισολογισμού. Αυτή η έκθεση είναι αυξημένη στις τράπεζες που επιδιώκουν να ελαχιστοποιήσουν τις δαπάνες τιτλοποίησης, δομώντας κάθε συναλλαγή στην ωριμότητα που προσφέρει το χαμηλότερο κόστος, αδιαφορώντας για συγκεντρώσεις ωριμότητας ή πιθανές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις χρηματοδότησης.

Μια δεύτερη ανησυχία είναι η αλόγιστη εξάρτηση στις αγορές τιτλοποίησης για την απορρόφηση νέων εκδόσεων τίτλων. Μια τράπεζα ακολουθώντας αυτή τη συλλογιστική μπορεί να διαθέσει αρκετό κεφάλαιο για να υποστηρίξει μια «ροή» στοιχείων ενεργητικού στην αγορά κεφαλαίου. Αυτή η στρατηγική θα μπορούσε να προκαλέσει δυσκολίες χρηματοδότησης εάν οι περιστάσεις στις αγορές ή στην τράπεζα υποχρεούσουν το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να διατηρήσει τα στοιχεία στον ισολογισμό του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.11.3 Διαχείριση Κινδύνου ρευστότητας

Οι επιπτώσεις της τιτλοποίησης στη ρευστότητα πρέπει να ελέγχονται σε καθημερινή βάση από τη διεύθυνση διαχείρισης διαθεσίμων τόσο σε απόλυτο ποσό, όσο και αναφορικά με τη συνέπεια τους στον προγραμματισμό.

Κάθε συστατικό μέρος του χαρτοφυλακίου πρέπει να αναλυθεί για τον αντίκτυπό στη ρευστότητα και ως μεμονωμένη συναλλαγή δεδομένου ότι έχει επιπτώσεις στη συνολική κεφαλαιακή θέση.

Τα διοικητικά ζητήματα που άπτονται της ρευστότητας περιλαμβάνουν:

- ❖ Ο όγκος των τίτλων που σχεδιάζεται για να αποπληρωθούν κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου.
- ❖ Τα σχέδια για τις μελλοντικές απαιτήσεις χρηματοδότησης, που περιλαμβάνουν και απαιτήσεις που είναι προβλεπόμενες και αναμένονται
- ❖ Η ύπαρξη πρόωρων αποπληρωμών.
- ❖ Μια ανάλυση των εναλλακτικών λύσεων για τη λήψη άμεσα ποσών για την κάλυψη της ρευστότητας.
- ❖ Ανησυχίες που συνδέονται με λειτουργικά θέματα επανέκδοσης τίτλων.

Η τράπεζα πρέπει να ελέγξει όλες τις συναλλαγές ως τμήμα της διαδικασίας καθημερινής διαχείρισης ρευστότητας και να αναπτύσσει συστήματα για να εξασφαλισθεί η πρόωρη ενημέρωση για της περιπτώσεις κύματος πρόωρων αποπληρωμών, οι οποίες συχνά δημιουργούν μέχρι τρεις διαδοχικούς μήνες αρνητικών ταμειακών ροών στη

χαρτοφυλάκιο απαιτήσεων. Η διοίκηση πρέπει να προειδοποιείται έγκαιρα για τέτοια περιστατικά, ώστε να εξετάζονται προληπτικές ενέργειες.

Ο συνεχής προγραμματισμός και έλεγχος μπορεί να αντιμετωπίσει δυνητικά προβλήματα και να διασφαλίσει καθ' όλη τη διάρκεια της τιτλοποίησης ότι η διοίκηση θα καταφέρει να βρει κεφάλαια ίσα με το συνολικό ποσό των απαιτήσεων για την κάλυψη των υποχρεώσεων της. Τα εναλλακτικά σενάρια πρέπει να περιλαμβάνουν πολλές εκδοχές πάντα υπό το πρίσμα ότι η απόσυρση του ομολόγου / εκδιδόμενου τίτλου θα μπορούσε να έχει επιπτώσεις στη φήμη της τράπεζας απέναντι στους επενδυτές και τους οφειλότες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.12 Κίνδυνος Συμμόρφωσης

Ο κίνδυνος συμμόρφωσης είναι ο κίνδυνος που προκύπτει από τις αποδοχές ή το κεφάλαιο που λαμβάνεται από παραβιάσεις ή μη συμμόρφωση με τους νόμους, κανόνες, κανονισμούς, τις πρακτικές, ή τα ηθικά πρότυπα που υιοθετούνται. Ο κίνδυνος συμμόρφωσης προκύπτει επίσης στις καταστάσεις όπου οι νόμοι ή οι κανόνες ορισμένων προϊόντων τραπεζών ή δραστηριοτήτων των πελατών της τράπεζας μπορεί να είναι διαφορετικά ή μη δοκιμασμένα. Ο κίνδυνος συμμόρφωσης εκθέτει επίσης το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στην καταβολή προστίμων, σε αστικές ποινικές ρήτρες χρημάτων, πληρωμή ζημιών, και ακύρωση συμβάσεων. Ο κίνδυνος συμμόρφωσης μπορεί να οδηγήσει σε μειωμένη φήμη, περιορισμένες επιχειρησιακές ευκαιρίες, να μειώσει τη δυναμική επέκτασης, και να αποτρέψει τη δυνατότητα επιβολής συμβάσεων.

Καταναλωτικοί νόμοι και κανονισμοί και άλλοι διοικητικοί περιορισμοί έχουν επιπτώσεις στις πρακτικές ασφάλισης των servicing practices των τραπεζών ακόμα κι αν δημιουργούν δάνεια με την πρόθεση να τα τιτλοποιήσουν. Η διοίκηση θα πρέπει να εξασφαλίσει ότι το προσωπικό που συμμετέχει στις λειτουργίες servicing θα συμμορφωθεί πλήρως με αυτούς τους νόμους και κανονισμούς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.13 Κίνδυνος επιτοκίου

Όλες οι ανωτέρω κατηγορίες κινδύνων συσχετίζονται. Για παράδειγμα, μια επιλογή για την αποφυγή του κινδύνου επιτοκίου ο κίνδυνος είναι η υιοθέτηση περίπλοκων τεχνικών διαχείρισης χαρτοφυλακίων, αλλά αυτές οι τεχνικές μπορούν να οδηγήσουν σε λειτουργικό κίνδυνο επειδή τα πρότυπα χαρτοφυλακίων και τα ηλεκτρονικών μέσα

μπορούν να καταστραφούν. Ομοίως, ο επιχειρησιακός και ο πιστωτικός κίνδυνος συσχετίζονται επειδή ο επιχειρησιακός κίνδυνος είναι πιθανό να παρουσιάσει πιστωτικό κίνδυνο από νέες και άγνωστες επιχειρησιακές γραμμές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΛΟΙΠΑ ΘΕΜΑΤΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.1 ΘΕΜΑΤΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ

Στη διαδικασία της τιτλοποίησης απαιτήσεων, η φορολογία είναι ένα σημαντικός παράγοντας που προσδιορίζει τη βιωσιμότητα του σχήματος και από τον οποίο εξαρτάται αν θα καταστεί επωφελής για τους συμμετέχοντες.

Το φορολογικό θέμα περιπλέκεται από παράγοντες όπως το αν η τιτλοποίηση θα διενεργηθεί εντός των εθνικών ορίων, οπότε θα εφαρμοσθούν οι όποιοι εθνικοί κανόνες για τη φορολόγηση ή αν θα εφαρμοσθεί διασυνοριακά, οπότε τίθεται θέμα εφαρμογής του φορολογικού σχεδίου που έχει θεσπίσει η κάθε χώρα καθώς και θέματα πιθανής διπλής φορολόγησης.

Ένα άλλο θέμα που εμφανίζει έντονες διαφοροποιήσεις στη φορολογική αντιμετώπιση του σχήματος της τιτλοποίησης είναι το αν το Ειδικού Σκοπού Όχημα θεωρείται αυτοτελής οντότητα και φορολογείται ως τέτοια ή αν εξακολουθεί να θεωρείται θυγατρική, συνδεδεμένη με τον originator επιχείρηση.

Η λύση στο ανωτέρω θέμα προκύπτει από τον τρόπο με τον οποίο συστάθηκε και λειτουργεί το Ειδικού Σκοπού Όχημα, δηλαδή αν το Ειδικού Σκοπού Όχημα δεν εμφανίζεται να λειτουργεί ενεργητικά και αυτόνομα, τότε δε θεωρείται αυτοτελής οντότητα με αποτέλεσμα να παραμείνει υπό την ομπρέλα του εκδότη και να φορολογείται αντίστοιχα.

Το δεύτερο θέμα είναι η επιβολή φόρου, στα πάγια στοιχεία που μεταφέρονται. Αυτό μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με το αν τα στοιχεία αυτά θεωρούνται «δάνειο» ή «πώληση». Η ερμηνεία έγκειται στο βαθμό στον οποίο έχουν μεταφερθεί τα οφέλη και οι κίνδυνοι που συνδέονται με την ιδιοκτησία των παγίων από τον εκδότη στο Ειδικού Σκοπού Όχημα.

Πρόσθετα, λαμβάνονται υπ' όψιν ως φορολογικές επιβαρύνσεις, τυχόν υπαγωγές σε θέματα τελών και χαρτοσήμων και φόρων μεταβίβασης παγίων καθώς και φόροι και τέλη έκδοσης ομολόγων.

Προκειμένου για την εύρυθμη λειτουργία της ανοιχτής αγοράς, δεν πρέπει να ευνοείται φορολογικά η τιτλοποίηση έναντι λοιπών μορφών χρηματοδότησης, καθώς θα οδηγούσε σε στρέβλωση της αγοράς. Μια ουδέτερη φορολογική αντιμετώπιση θα εθεωρείτο δίκαια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.2 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα, η τιτλοποίηση απαιτήσεων πραγματοποιείται κυρίως από Τράπεζες οι οποίες διαλέγουν ως έδρα εγκατάστασης των Ειδικού Σκοπού Όχημα τόπους με ευνοϊκή φορολογική αντιμετώπιση.

Ειδικότερα, ο θεσμός των εταιρικών ομολόγων τυπικά υπήρχε στην ελληνική αγορά με νόμο που είχε ψηφισθεί στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Η φορολόγηση των εταιρικών ομολόγων με συντελεστή 20% ουσιαστικά ακύρωσε το θεσμό, ενώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι και η ίδια η αγορά δεν είχε την απαιτούμενη ωριμότητα για να ενσωματώσει και να απορροφήσει τέτοιου είδους τίτλους.

Λόγω των παραπάνω στρεβλώσεων, οι λίγες ελληνικές επιχειρήσεις και οι τράπεζες που αποφάσιζαν να προχωρήσουν στην έκδοση τέτοιων ομολογιακών δανείων, δεν επέλεξαν βέβαια την Ελλάδα αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις το καταλληλότερο -φορολογικά- Λουξεμβούργο.

Πρόσφατα, με τον Ν. 3156/2003 δίδεται η δυνατότητα στις Τράπεζες να προωθούν και στην εγχώρια αγορά ομολογίες από την έκδοση των οποίων (μέσω θυγατρικών τους στο εξωτερικό), αντλούν σημαντικά κεφάλαια με τη μορφή ομολογιακών δανείων, απλών ή μειωμένης εξασφάλισης (subordinated).

Με τον τρόπο αυτό, παρέχεται η δυνατότητα στις ελληνικές τράπεζες οι οποίες προχωρούν στην έκδοση μακροχρόνιων ομολογιακών δανείων μέσω θυγατρικών τους στο εξωτερικό, να διαθέτουν προς πώληση τις ομολογίες αυτές και στην Ελλάδα, με την ίδια φορολογική μεταχείριση που ισχύει και για τις ομολογίες του ελληνικού Δημοσίου. Σημειώνεται ότι τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου φορολογούνται με συντελεστή 10%, γεγονός που καθιστά ιδιαίτερα ελκυστικά τα συγκεκριμένα προϊόντα από τη στιγμή εξομίσωσης της φορολογίας τους με τα ελληνικά ομόλογα.

Μέχρι τώρα, τα συγκεκριμένα προϊόντα που εκδίδονται αποκλειστικά στο εξωτερικό, μπορούσαν θεωρητικά να διατεθούν και στην ελληνική αγορά, αλλά λόγω της υψηλής

τους φορολογίας (20% επί των τόκων των ομολόγων και την υποχρέωση αναγραφής στη φορολογική δήλωση) καθιστούσε ανέφικτη την πώλησή τους στην Ελλάδα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. The Basle Securitisation Framework Explained: The Regulatory Treatment of Asset Securitisation / Andreas Jobst / Center for Financial Studies
2. Asset Management - Comptroller's Handbook - Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
3. Asset Securitisation - Consultative Document - Basel Committee on Banking Supervision / Bank for International Settlements
4. Asset Securitisation - Comptroller's Handbook - Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
5. Credit risk transfer - Committee on the Global Financial System - Bank for International Settlements
6. ESF Securitisation Market Practice Guidelines October 2003 - European Securitisation Forum
7. EUROPEAN SECURITISATION - A RESOURCE GUIDE - European Securitisation Forum
8. Πράξεις Διοικητού Τραπέζης Ελλάδος
9. Structured finance: complexity, risk and the use of Ratings/ Ingo Fender + Janet Mitchell / BIS Quarterly Review, June 2005 67
10. European Mortgage Securitisation: A Valuer's Guide/ Verband Deutscher Hypothekenbanken (Association of German Mortgage Banks).
11. European Securitisation: A GARCH Model of CDO, MBS and Pfandbrief Spreads
Andreas Jobst
12. Global Securitisation and Structured Finance / Published by Globe White Page in association with Deutsche Bank
13. An Empirical Test of Basel Risk Weights Applied to Securitisation co-authored by:
Alex Batchvarov, Chairman, ESF Quant Group and Managing Director, International Structured Credit Research - Merrill Lynch
Domenico Picone, Member, ESF Quant Group and Senior Analyst, Securitisation, Capital Markets - Royal Bank of Scotland

Peter-Paul Hoogbruin, Member, ESF Quant Group and Head of Portfolio Modelling - ING Group

Jeroen de Smet, Member, ESF Quant Group and Loan Portfolio Modelling Analyst - ING Group

Viktor Tchistiakov, Member, ESF Quant Group and Loan Portfolio Modelling Analyst - ING Group

14. Liquidity - Comptroller's Handbook - Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
15. The role of ratings in structured finance: issues and implications / Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System / Bank for International Settlements

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

1. Υπόδειγμα Investor report τιτλοποίησης ανακυκλούμενων πιστώσεων
2. Υπόδειγμα Investor report τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων
3. Υπόδειγμα Pre Sale Report – Moody’s
4. Υπόδειγμα παρουσίασης της τιτλοποίησης Belgian diamond
5. Asset-Backed Commercial Paper Explained - Fitch Rating
6. Το νομοσχέδιο για τα εταιρικά ομόλογα: «ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ, ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΑΠΟ ΑΚΙΝΗΤΑ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΣΥΝΑΦΕΙΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ»
7. Comparison of Mortgage Bonds and Mortgage-Backed Securities
8. Asset-Backed Securities: Legal and Regulatory Issues - Ian H. Giddy Stern School of Business New York University