

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Αντί Προλόγου
Σκοπός της Εργασίας
Δομή και Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Εννοιολογικός προσδιορισμός της Τιτλοποίησης

Στοιχεία της Τιτλοποίησης

Δομή τιτλοποίησης
Είδη τιτλοποίησης (Παραδοσιακή και Συνθετική)
Φορείς τιτλοποίησης
Ο ιδιαίτερος ρόλος των Εταιριών αξιολόγησης (η «πιστοποίηση»)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

1. ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

- 1.1. Για τις Ιδιωτικού Δικαίου επιχειρήσεις
- 1.2. Για τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
- 1.3. Για τους Δημόσιους Οργανισμούς
- 1.4. Για τους Επενδυτές

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

2. ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ ΤΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

2.1. Φύση τιτλοποιήσιμων απαιτήσεων

- 2.1.1. Για τις Ιδιωτικού Δικαίου Επιχειρήσεις
- 2.1.2. Για τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα
- 2.1.3. Για τους Δημόσιους Οργανισμούς

2.2. Έλεγχος/Αξιολόγηση Κινδύνου – Ποιοτική & Ποσοτική Ανάλυση

- 2.2.1. Ανάλυση κινδύνου των απαιτήσεων προς τιτλοποίηση (collateral)
 - 2.2.1.1. Μια ιδιαίτερη κατηγορία: οι πολλαπλές απαιτήσεις
- 2.2.2. Ανάλυση κινδύνου του Οργανισμού που «παράγει» τις απαιτήσεις (Originator)
- 2.2.3. Ανάλυση κινδύνου του Διαχειριστή (Servicer)
- 2.2.4. Μέγεθος της Πιστωτικής Ενίσχυσης
- 2.2.5. Η επίπτωση της τιτλοποίησης στην εναπομείνουσα περιουσία

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

3. Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

- 3.1. Για τις Ιδιωτικού Δικαίου Επιχειρήσεις
 - 3.1.1. Τύπος των ομολογιών

- 3.1.1.1. Οι βασικοί οικονομικοί όροι των ομολογιών
- 3.1.1.2. Ο έλεγχος των Χρηματοροών (Cash Flow Waterfall)

3.1.2. Πιστωτική Ενίσχυση

- 3.1.2.1. Εννοιολογικός Προσδιορισμός Πιστωτικής Ενίσχυς
- 3.1.2.2. Τυπολογία της Πιστωτικής Ενίσχυσης
 - 3.1.2.2.1. Εσωτερική Πιστωτική Ενίσχυση
 - 3.1.2.2.1.1. Credit tranching
 - 3.1.2.2.1.2. Υπερεγγύηση (overcollateralization)
 - 3.1.2.2.1.3. Λογαριασμός Αποθεματικού (reserve account)
 - 3.1.2.2.2. Εξωτερική Πιστωτική Ενίσχυση
 - 3.1.2.2.2.1. Εγγυήσεις
 - 3.1.2.2.2.2. Ασφάλεια

3.1.3. Ασφαλιστικές δικλείδες της διάρθρωσης (Structural Safeguards)

- 3.1.3.1. Γεγονότα πρόωρης πληρωμής (trigger events)
- 3.1.3.2. Παροχή ρευστότητας
- 3.1.3.3. Παροχή swap
- 3.1.3.4. Πρόσθετα κριτήρια παροχής ρευστότητας
- 3.1.3.5. Διαχείριση πληρωμών

3.1.4. Νομικές ασφαλιστικές δικλείδες

- 3.1.4.1. Απομόνωση του ενεργητικού
- 3.1.4.2. Εξασφαλίσεις
- 3.1.4.3. Κατάταξη
- 3.1.4.4. Διαβεβαιώσεις (Representations and Warranties)

3.1.5. Τιμολόγηση (Pricing)

- 3.1.5.1. Γενικές αρχές τιμολόγησης
- 3.1.5.2. Μέθοδος Monte Carlo
- 3.1.5.3. Μέθοδος Διωνυμικής Επέκτασης (Binomial Expansion Method)

3.2. Για τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα

3.2.1. Η χρησιμοποίηση της τιτλοποίησης ως μεθόδου arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων

- 3.2.1.1. Οι γενικές αρχές
- 3.2.1.2. Η Πιστωτική Ενίσχυση στο ελληνικό εποπτικό σύστημα («Πρωτεύουσα» και «Δευτερεύουσα»)
- 3.2.1.3. Η σημασία της επιλογής της μεθόδου υπολογισμού κεφαλαιακής επάρκειας στην Τιτλοποίηση

3.2.2. Τυπολογία arbitrage Κανονιστικών Κεφαλαίων/Έλεγχος των αρχών στο ελληνικό εποπτικό σύστημα

- 3.2.2.1. Τιτλοποίηση με συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου μέσω εκλεκτικής επιλογής (cherry – picking) (1^η Αρχή)
- 3.2.2.2. Τιτλοποίηση με Direct Credit Substitutes (2^η Αρχή)
- 3.2.2.3. Έμμεση πιστωτική ενίσχυση (3^η Αρχή)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

4. ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.1. ΕΝ ΓΕΝΕΙ ΓΙΑ ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.2. ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.2.1. Το καθεστώς πριν την εισαγωγή του νομοθετικού πλαισίου

4.2.2. Το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο

4.2.2.1. Το άρθρο 14 του ν. 2801/2000 προκειμένου για το Δημόσιο Τομέα

4.2.2.2. π.δ. της 22/30 Σεπτ. 11931 (ΦΕΚ Α'342), Παρί Κωδικοποίησης των διατάξεων των ν. 3221, 3290, 3778, 4795 και 5154 εις ενιαίον κείμενον

4.2.2.3. ν. 3156/2003 ΦΕΚ 157/Α'25.07.2003 για τον Ιδιωτικό Τομέα

4.2.2.3.1. Η τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων

4.2.2.3.1.1. Ο ορισμός του νόμου

4.2.2.3.1.2. Οι ειδικότερες περί τιτλοποίησης ρυθμίσεις

4.2.2.3.1.2.1. Υποκείμενα της τιτλοποίησης

- i. Η έννοια του Μεταβιβάζοντος
- ii. Η έννοια του «Αποκτόντος» και του «Εκδότη» (η ΕΕΣ)

4.2.2.3.1.2.2. Οι «επιχειρηματικές» απαιτήσεις

- i. η Εκχώρηση
- ii. η Δημοσιότητα

4.2.2.3.1.2.3. Τα ομολογιακά δάνεια

- i. Είδη και μορφές Ομολογιακού Δανείου
- ii. Ιδιωτική Τοποθέτηση

4.2.2.3.2. Η τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα

4.2.2.3.2. Φορολογικά ζητήματα

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ

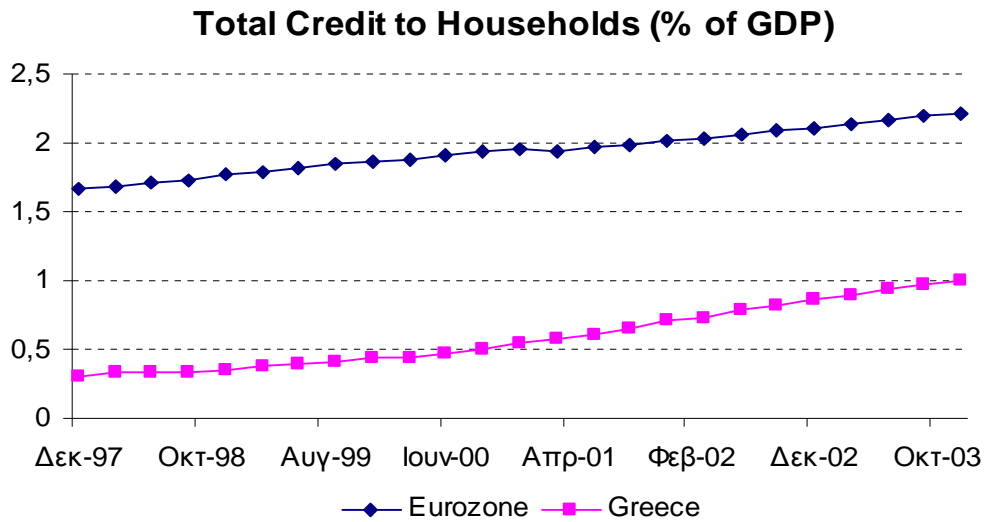
Κριτικές παρατηρήσεις επί της νομοθετικής ρύθμισης από έποψη νομική

Κριτικές παρατηρήσεις επί της νομοθετικής ρύθμισης από έποψη δικαιοπολιτική (η «αρχής της αναλογικότητας»)

Επίλογος

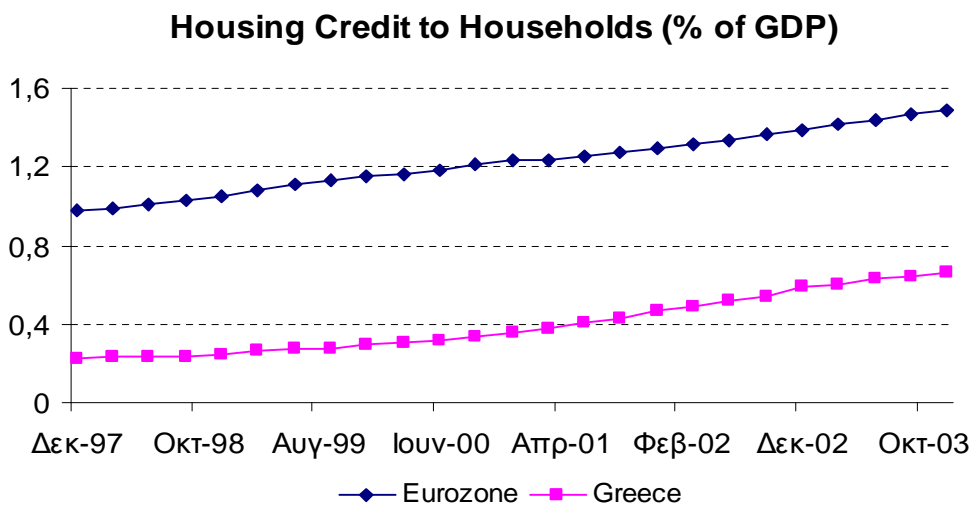
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ
ΝΟΜΟΘΕΤΗΜΑΤΑ
ΠΙΝΑΚΕΣ
ΣΧΕΔΙΑ
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ (Α, Β, Γ, Δ)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ



Πηγή Datastream

Διάγραμμα 1: Ποσοστό Δανεισμού νοικοκυριών στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη



Πηγή Datastream

Διάγραμμα 2: Ποσοστό Στεγαστικού Δανεισμού στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Ποσοστό Δανεισμού νοικοκυριών στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη

Διάγραμμα 2: Ποσοστό Στεγαστικού Δανεισμού στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΕΔΙΩΝ

Σχέδιο 1: Τυπική διάρθρωση Τιτλοποίησης στη διεθνή πραγματικότητα

Σχέδιο 2: Χρονική σειρά χρηματοροών για την αποπληρωμή ομολογιών που προκύπτουν από τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών

Σχέδιο 3. Σενάριο Αναφοράς : Δάνεια που εμφανίζονται στον ισολογισμό

Σχέδιο 4. Τιτλοποίηση με μεταβίβαση πιστωτικού κινδύνου στους επενδυτές, χωρίς αναγωγή και με remote origination

Σχέδιο 5. Τιτλοποίηση δανείων με αναγωγή υποκείμενη σε «πρωτεύουσα» πιστωτική ενίσχυση

Σχέδιο 6. Τιτλοποίηση δανείων με αναγωγή υποκείμενη σε «δευτερεύουσα» πιστωτική ενίσχυση

Σχέδιο 7. Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ανακυκλούμενες πιστώσεις (securitisation of revolving assets)

Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΟΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ

Αντί Προλόγου

Οι μεταπολεμικές χρηματαγορές έχουν υποστεί μια δυναμική μεταμόρφωση¹. Σ' αυτή τη δυναμική η τιτλοποίηση της πίστωσης έχει συντελέσει στην τροποποίηση της ίδιας της φύσης του χρηματοοικονομικού ενεργητικού καθώς επίσης και του χαρακτήρα της συμπεριφοράς της αγοράς. Κατά πρώτον ο μετασχηματισμός της φύσης του ενεργητικού από μη διαπραγματεύσιμο σε διαπραγματεύσιμο έχει εξαφανίσει την ψευδαίσθηση ότι το μη διαπραγματεύσιμο ενεργητικό «φύσει» διέπεται από σταθερές τιμές. Κατά δεύτερον η τιτλοποίηση έχει δώσει στους δανειστές πρόσβαση στην αγορά, οι οποίοι προηγουμένως είχαν πλήρη εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό. Αυτοί οι νέοι συμμετέχοντες ποικίλλουν από απλούς καταναλωτές μέχρι εταιρικούς σχηματισμούς και κράτη.

Πέραν όλων των παραπάνω η τιτλοποίηση έχει υποβοηθήσει στη συντέλεση των εξής:

α. στην ακριβή αποτίμηση των τίτλων: η μετατόπιση στην αγοραία αποτίμηση οδηγεί σε ακριβή αποτίμηση των τίτλων. Τούτο όμως αποτελεί ένα σημαντικό κλειδί για την μέτρηση και τον έλεγχο του κινδύνου, τον υπολογισμό των κερδών και των ζημιών και την αποτίμηση της απόδοσης².

β. στην αύξηση της διακύμανσης της χρηματαγοράς: οι αγορές που χαρακτηρίζονται από πληθώρα προϊόντων τιτλοποίησης χαρακτηρίζονται εν γένει από υψηλότερη διακύμανση. Αυτό σημαίνει ότι σε δυσμενείς συνθήκες η ρευστότητα μπορεί να εξαφανιστεί ξαφνικά καθιστώντας έτσι εξαιρετικά δύσκολη την τιμολόγηση και την καθημερινή αποτίμηση (marking to market) πρακτικά αδύνατη.

γ. αποδυνάμωση της πιστωτικής διαδικασίας: Ενδεχομένως, η πιο σημαντική επίπτωση της ευρείας χρησιμοποίησης της τιτλοποίησης είναι η αποδυνάμωση της πιστωτικής διαδικασίας. Αυτό δεν είναι παράδοξο, δεδομένου του ρόλου του investment banker στη διαδικασία τιτλοποίησης. Η δουλειά του είναι να διευκολύνει της διαδικασία (οι προμήθειες του εξαρτώνται από την επιτυχή κάλυψη της τιτλοποίησης) και στην προσπάθειά του, το due diligence είναι περιορισμένο αφήνοντας το περισσότερο μέρος της κρίσης στον επενδυτή. Εξάλλου από τη φύση της η τιτλοποίηση αφήνει τη εντύπωση στον επενδυτή ότι στην περίπτωση που ένα πιστωτικό πρόβλημα ανακύψει έχει τη δυνατότητα να μετακυλίσει τον κίνδυνο σε έναν τρίτο. Αυτό από μόνο του δημιουργεί την ψευδαίσθηση της ρευστότητας.

Με το βάρος αυτού του ρόλου της τιτλοποίησης στις διεθνείς χρηματαγορές η γράφουσα προέβη στην απόπειρα μελέτης του θεσμού της τιτλοποίησης στην ελληνική πραγματικότητα, με σκοπό την καταγραφή των ορίων και των προϋποθέσεων της. Ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να εκφράσω στον επιβλέποντα καθηγητή κ. Μ. Τσιριτάκη για την τιμή που μου έκανε να μου αναθέσει το θέμα και την εμπιστοσύνη που μου έδειξε κατά τη διάρκεια της συγγραφής προσφέροντας μου περιθώριο στην ανάπτυξη του θέματος με διάθεση ελευθεριότητας. Επίσης, θέλω να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στη σιωπηλή παρουσία του Πατέρα μου, η διανοητική παρουσία του οποίου με το ιδιαίτερο χάρισμα της αντισυμβατικής κριτικής που πάντα τον διέκρινε με ακολούθησε σε κάθε πρόταση και στην έμπρακτη αποστασιοποίηση της Μητέρας μου. Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλω στην κ. Όλγα Σταθάτου για την διαρκή συμπαράστασή της στην απόπειρα της γράφουσας η εργασία να τηρεί την προοπτική της θεωρητικής αναγωγής. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Ευγένιο Διαμαντούρο για τις εύστοχες και ευφυείς υποδείξεις του, τον κ. Αντώνη Τιμπλαλέξη για τη βιβλιογραφική βοήθεια που μου προσέφερε και, τέλος, την κ. Αγγελική Μπρέγιαννη για την υποστήριξή της.

Σκοπός της εργασίας

Η παρούσα μελέτη έχει στόχο με δεδομένη τη διεθνή εμπειρία

(α) την περιγραφή του αντίστοιχου θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα

(β) την απόπειρα καταγραφής των πιθανών προβλημάτων που θα αντιμετωπίσει ένας οργανισμός (Εταιρεία, Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα) όταν λάβει απόφαση για τιτλοποίηση.

Είναι σαφές ότι οι ειδικές γνώσεις για την οικονομική άποψη του θέματος παρέχονται από τους ειδικούς οίκους αξιολόγησης του εξωτερικού, εφ' όσον βέβαια πρόκειται να αποκτήσουν πιστοληπτική διαβάθμιση. Ο έλληνας τραπεζίτης όμως έχει μια σημαντική θέση: είναι αυτός που μεσολαβεί μεταξύ του οίκου αξιολόγησης και της εταιρείας, συνεπώς πρέπει να γνωρίζει τόσο το οικονομικό κομμάτι, όχι βέβαια στη λεπτομέρειά του, όσο και το θεσμικό.

¹ Henry Kaufman, ON MONEY AND MARKETS, Mc Graw Hill, 2000, The Securitization of Credit, p. 53 – 58

² Αντίθετη άποψη έχει διατυπωθεί στην επιστημονική κοινότητα, βλ. Working Paper, Market Incompleteness and Super Value Additivity: Implications for Securitization, Vishal Gaur, Sridhar Seshadri, Marti Subrahmanyam.

Η δομή της εργασίας ακολουθεί την πορεία της σκέψης που καθοδηγείται από τα ερωτήματα που τίθενται από τα υπό (α) και (β) ανωτέρω. Η παρακολούθηση της διεθνούς εμπειρίας και η καταγραφή της γίνεται υποβοηθητικά και στόχος είναι η έποψη του ζητήματος από ένα στέλεχος Χρηματοπιστωτικού Ιδρύματος που καλείται να εκδώσει, και να διαθέσει ένα χρηματοοικονομικό προϊόν στην ελληνική αγορά. Σε κάθε περίπτωση όμως η έποψη της εργασίας γίνεται με γνώμονα κυρίως το θεσμικό πλαίσιο. Η οικονομική διάσταση του ζητήματος δεν είναι εξαντλητική και εκτίθεται για λόγους πληρότητας. Εξάλλου η οικονομική διάσταση ισχύει *mutatis mutandis* και στην περίπτωση περιγραφής της τοπικής αγοράς.

Η γράφουσα έχει προβεί στην προσπάθεια με δεδομένο να παρακάμψει

- α) την παντελή έλλειψη ελληνικής βιβλιογραφίας
- β) το πρόβλημα της ξένης βιβλιογραφίας που αντιμετωπίζει το ζήτημα της τιτλοποίησης μόνο όσον αφορά τις θεωρητικές αναγωγές, αφιστάμενη των προβλημάτων των διαδικασιών. Είναι χαρακτηριστικό ότι δεν υπάρχει βιβλιογραφία που πραγματεύεται καθ' ολοκληρίαν το ζήτημα της τιτλοποίησης εν είδει εγχειριδίου. Το θέμα αντιμετωπίζεται αποσπασματικά στα διεθνή έγκυρα περιοδικά και μόνον όσον αφορά κάποιες πτυχές των ζητημάτων
- γ) την σπάνι τιτλοποιήσεων στον ελληνικό χώρο (η πρώτη προσπάθεια που έγινε από την ASPIS BANK προσέκρουσε σε αδιέξοδο που προήλθε από την ανετοιμότητα των εποπτικών αρχών, των νομικών και φοροτεχνικών κύκλων και για το λόγο αυτό εν τέλει ακολούθησε αλλοδαπό δίκαιο). Είναι χαρακτηριστικό ότι οι τιτλοποιήσεις στην Ελλάδα αφορούν μόνο στεγαστικά δάνεια. Σημειώνεται ότι καμιά τιτλοποίηση δεν έχει γίνει από πλευράς εμπορικών επιχειρήσεων
- δ) την αδυναμία συγκέντρωσης δεδομένων από τις εταιρίες τόσο λόγω απορρήτου όσο και λόγω έλλειψης εσωτερικών συστημάτων ελέγχου των εταιριών, ώστε να επιτευχθεί η δυνατότητα μελέτης εφαρμογής της τιτλοποίησης.

Δομή και Περιεχόμενα

Σκοπός της εισαγωγής είναι η παρουσίαση εν είδει ορισμού της έννοιας της τιτλοποίησης. Για το λόγο αυτό δίδεται ο εννοιολογικός της ορισμός και στη συνέχεια τα εννοιολογικά της στοιχεία, που είναι η δομή της τιτλοποίησης, τα είδη της και τέλος οι φορείς που λαμβάνουν μέρος στην τιτλοποίηση. Επειδή ο ρόλος των εταιρειών αξιολόγησης θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός, αφιερώνεται μια υποενότητα στη σημασία τους καθώς και στον προβληματισμό που έχει ανακύψει τελευταία με τον ρόλο τους.

Στη συνέχεια εκτίθενται τα ζητήματα που αντιμετωπίζονται στη διαδικασία τιτλοποίησης.

Η διαδικασία τιτλοποίησης αποτελείται κατ' αρχήν από 3 στάδια που είναι τα ακόλουθα:

- α) Ανάλυση Σκοπού : καθορισμός της εταιρείας που θέλει να προβεί σε τιτλοποίηση και του σκοπού χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων.
- β) Ανάλυση Αποπληρωμής : καθορισμός των πρωτογενών και δευτερογενών πηγών της αποπληρωμής και αξιολόγηση των απαιτήσεων (collateral), της εταιρείας που τιτλοποιεί (Originator) και του Διαχειριστή (Servicer).
- γ) Τελική Διάρθρωση: εκτίμηση των ωφελειών και κινδύνων της συναλλαγής

Η διάρθρωση της εργασίας ακολουθεί τη σειρά της παραπάνω διαδικασίας.

Στο πρώτο κεφάλαιο εκτίθεται ο προβληματισμός του σκοπού της τιτλοποίησης υπό το ερώτημα των λόγων εφαρμογής της τιτλοποίησης διαφοροποιώντας για τις ιδιωτικού δικαίου επιχειρήσεις, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και τους δημοσίου δικαίου οργανισμούς.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εκτίθεται ο προβληματισμός του σταδίου β). Θα γίνει αναφορά στη φύση των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται με βάση τη διεθνή πρακτική και στην ανάλυση κινδύνου της δεξαμενής των απαιτήσεων, του μεταβιβάζοντος τις απαιτήσεις (Originator) και της Διαχειρίστριας (Servicer) που έχει ως σκοπό τον έλεγχο της δυνατότητας αποπληρωμής από την ίδια τη δεξαμενή των απαιτήσεων ή την προσφυγή σε τρίτα μέρη που θα προσφέρουν πιστωτική αναβάθμιση ή αναχρηματοδότηση (μέγεθος της Πιστωτικής Ενίσχυσης). Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι στη σύγχρονη πρακτική για λόγους έλλειψης οικονομίας κλίμακος υπάρχουν «δεξαμενές» ανομοιογενών απαιτήσεων (οι λεγόμενες πολλαπλές απαιτήσεις). Τέλος, θα γίνει αναφορά στο ζήτημα της επίπτωσης της τιτλοποίησης στην εναπομείνασα περιουσία.

Στο τρίτο κεφάλαιο εκτίθεται ο προβληματισμός υπό γ). Ειδικότερα, αφού έχει προηγηθεί η αξιολόγηση κινδύνου των απαιτήσεων, του οργανισμού που «παράγει» τις απαιτήσεις και του Διαχειριστή, στο κεφάλαιο διαρθρώνεται το κύριο μέρος της τιτλοποίησης όσον αφορά τον

- α) τύπο των ομολογιών
- β) την πιστωτική ενίσχυση (Credit Enhancement)
- γ) τις διαρθρωτικές δικλίδες ασφαλείας
- δ) τις νομικές δικλίδες ασφαλείας και εν τέλει
- ε) την τιμολόγηση

Η έκθεση θα γίνει σε δυο μέρη: το πρώτο μέρος θα αφορά στις ιδιωτικού δικαίου επιχειρήσεις και το δεύτερο μέρος θα αφορά στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Στο α' μέρος:

Στο πρώτο υποκεφάλαιο θα γίνει αναφορά στον έλεγχο του τύπου των ομολογιών που αφορά, εκτός από τον έλεγχο του ποσού και του νομίσματος που έχουν ήδη επιλεγεί, και τους όρους όπως και τις χρηματοροές (cash flow Waterfall). Γίνεται μια συνοπτική μόνο έκθεση των βασικών ζητημάτων που τίθενται για τους όρους και τις χρηματοροές εκθέτοντας το παράδειγμα για τις πιστωτικές κάρτες που έχει χρησιμοποιηθεί ως τώρα. Η αναλυτική έκθεση αυτού του ζητήματος εκφεύγει των σκοπών αυτής της εργασίας.

Στο δεύτερο υποκεφάλαιο γίνεται μια ειδικότερη πραγμάτευση του ζητήματος της Πιστωτικής Ενίσχυσης, η οποία σε αδρές γραμμές και ιδιαίτερα ως προς το μέγεθος έχει ήδη αποτελέσει αντικείμενο ερεύνης στο β) στάδιο. Εδώ, θα γίνει αναφορά στον εννοιολογικό προσδιορισμό της Πιστωτικής Ενίσχυσης καθώς και στην τυπολογία της.

Στο τρίτο υποκεφάλαιο θα εκτεθούν οι τρόποι διασφάλισης της οικονομικής ισορροπίας της διάρθρωσης. Ειδικότερα, θα εκτεθούν οι τρόποι των γεγονότων πρόωρης πληρωμής (trigger events), της παροχής ρευστότητας, της παροχής swap, των πρόσθετων κριτηρίων παροχής ρευστότητας, και της διαχείρισης πληρωμών.

Στο τέταρτο υποκεφάλαιο θα εκτεθεί το ζήτημα των νομικών ασφαλιστικών δικλίδων. Το ζήτημα αυτό θα αναλυθεί διεξοδικά στο οικείο κεφάλαιο, αλλά για λόγους πληρότητας θα εκτεθεί συνοπτικά το νομικό σύστημα που ισχύει στη διεθνή πρακτική (με τις διαφοροποιήσεις που υπάρχουν στα διαφορετικά νομικά συστήματα). Ως τέτοιες νοούνται η απομόνωση του ενεργητικού, η εξασφάλιση, η σειρά κατάταξης, οι διαβεβαιώσεις (Representations and Warranties), και τα γεγονότα καταγγελίας (events of default).

Στο πέμπτο υποκεφάλαιο γίνεται αναφορά στο ζήτημα της τιμολόγησης. Στη διεθνή επιστημονική κοινότητα το ζήτημα της τιμολόγησης αποτελεί ένα από τα ερευνητικά θέματα αιχμής. Μέχρι στιγμής δεν έχει δοθεί ένα μοντέλο ευρείας αποδοχής, όπως για παράδειγμα αυτό των Black & Scholes. Η τιμολόγηση εξακολουθεί να στηρίζεται για λόγους πώλησης στην αξιολόγηση που λαμβάνουν από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Στο παρόν κεφάλαιο δεν πρόκειται να γίνει αναφορά σε ζητήματα τιμολόγησης όπως τίθενται στη διεθνή βιβλιογραφική έρευνα. Η οπτική εξάλλου της παρούσας εργασίας έχει σκοπό προσανατολισμένο στις υφιστάμενες δυνάμεις της αγοράς και όχι στις εν δυνάμει.

Στο β' μέρος:

επιχειρείται η εξέταση του ζητήματος του arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων υπό την έποψη των επιπτώσεων στην κεφαλαιακή επάρκεια. Ό,τι έχει αναλυθεί στο κεφάλαιο «Διάρθρωση της τιτλοποίησης για τις ιδιωτικού δικαίου επιχειρήσεις» ισχύει mutatis mutandis και για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Επειδή, όμως, τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (εφεξής XI) υπόκεινται σε έλεγχο κεφαλαιακής επάρκειας μεταξύ άλλων και των εποπτικών αρχών, στη διάρθρωση της τιτλοποίησης όταν ο τιτλοποιών είναι XI πρέπει να ληφθεί υπόψη το arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο θα γίνει αναφορά στο θεσμικό – νομικό πλαίσιο. Η προσέγγιση του κεφαλαίου γίνεται πάντα υπό την έποψη των νομικών προβλημάτων που δύναται κανείς να αντιμετωπίσει κατά τη διάρκεια της τιτλοποίησης. Ειδικότερα, αφού γίνει αναφορά στα νομικά ζητήματα που εν γένει απασχολούν τη διεθνή νομική κοινότητα και στο καθεστώς πριν την εισαγωγή του θεσμού θα εκτεθεί το ισχύον νομικό πλαίσιο, και ειδικότερα, το καθεστώς για τις δημοσίου δικαίου επιχειρήσεις (χωρίς ανάλυση αφού το νομικό καθεστώς τίθεται πάντα ad hoc και in concreto, για τις τιτλοποιήσεις από τις κτηματικές τράπεζες και τέλος για το νομοθετικό πλαίσιο που εφαρμόζεται στις εμπορικές επιχειρήσεις και στα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα. Αφού αναλυθούν τα στοιχεία του (υποκείμενα, επιχειρηματικές απαιτήσεις, είδη ομολογιακού δανείου και διάθεσή τους) θα γίνει μνεία για την τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα. Τέλος, θα εκτεθεί το φορολογικό καθεστώς που διέπει την τιτλοποίηση.

Εν τέλει, εν είδει συμπερασμάτων και επιλόγου, θα επιχειρηθεί μια σειρά κριτικών παρατηρήσεων επί της νομοθετικής ρύθμισης από έποψη νομική, καθώς και επί της νομοθετικής ρύθμισης από έποψη δικαιολογική σύμφωνα με την αρχή της αναλογικότητας. Ως συμπέρασμα εκτίθεται ότι η δυναμική ανάπτυξης των εταιριών μπορεί να δημιουργήσει ένα ιδιόμορφο πλαίσιο λειτουργίας του θεσμού της τιτλοποίησης που θα αξιοποιεί τις ιδιόζουσες διαφοροποιήσεις από τη διεθνή πρακτική προς όφελος των εταιριών, παρακάμπτοντας την έλλειψη δευτερογενούς αγοράς. Αρκεί να συμπράξει με άμβλυνση των

αυστηρών διατάξεων η ελληνική εποπτική αρχή, ώστε να ανακινηθεί το ενδιαφέρον από πλευράς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της εισαγωγής είναι η παρουσίαση εν είδει ορισμού της έννοιας της τιτλοποίησης. Για το λόγο αυτό δίδεται ο εννοιολογικός της ορισμός και στη συνέχεια τα εννοιολογικά της στοιχεία, που είναι η δομή της τιτλοποίησης, τα είδη της και τέλος οι φορείς που λαμβάνουν μέρος στην τιτλοποίηση. Επειδή ο ρόλος των εταιρειών αξιολόγησης θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός, αφιερώνεται μια υποενότητα στη σημασία τους καθώς και στον προβληματισμό που έχει ανακύψει τελευταία με τον ρόλο τους.

Εννοιολογικός προσδιορισμός της Τιτλοποίησης.

Σύμφωνα με τον OECD (1995) «η Τιτλοποίηση είναι η έκδοση διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών που υποστηρίζονται όχι από την αναμενόμενη ικανότητα για εξόφληση αποπληρωμής μιας μονάδος που ανήκει στον ιδιωτικό ή δημόσιο τομέα, αλλά από τις αναμενόμενες χρηματοροές που προέρχονται από συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού».³

Η τιτλοποίηση είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο, το οποίο στη γενικότητά του αποτελείται από δυο ενέργειες :

α) την νομική και λογιστική απομόνωση συγκεκριμένων ομοειδών στοιχείων του ενεργητικού ενός οργανισμού εν γένει

και

β) την μεταβίβασή τους σε ένα sui generis νομικό μόρφωμα το οποίο, αφού μετασηματίζει τα στοιχεία σε ομολογιακά δάνεια που τα διαθέτει στους επενδυτές, αποπληρώνει τις μεταβιβάσεις μέσω έκδοσης ομολογιακών δανείων σε οργανωμένες αγορές. Το υπόβαθρο εξασφάλισης της αποπληρωμής των εν λόγω ομολογιακών δανείων το συνιστούν τα ίδια τα στοιχεία του ενεργητικού (απαιτήσεις).

Με την τιτλοποίηση διαφοροποιείται ο κίνδυνος με την συλλογή όλων των απαιτήσεων σε ένα χαρτοφυλάκιο («δεξαμενή», pool) και δεν υπάρχει πλέον stand alone risk, ενώ με την πιστωτική ενίσχυση επιτυγχάνεται υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση από αυτή θα λάμβανε κάθε μια απαίτηση χωριστά και από αυτή που θα λάμβανε κάθε Οργανισμός που επιθυμεί την τιτλοποίηση.

Η τιτλοποίηση χρησιμοποιείται τόσο στον δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα. Η χρήση της τιτλοποίησης και στους δυο τομείς αρύεται από την ίδια λειτουργία: τον επιδέξιο χειρισμό του ισολογισμού, ο οποίος επιφέρει κατ' αρχάς ρευστότητα στον οργανισμό. Ο σκοπός της τιτλοποίησης είναι πολυσχιδής και διαφοροποιείται σε σχέση με την φύση του οργανισμού, δηλαδή με το αν διέπεται τυπικά και λειτουργικά από το Δημόσιο ή Ιδιωτικό Δίκαιο. Έτσι, οι κυβερνήσεις έχουν χρησιμοποιήσει την τιτλοποίηση προκειμένου να αποκτήσουν ρευστότητα κατά τρόπο που να μην εμφανίζεται στο Δημόσιο Χρέος, ώστε να αποφύγουν τις δεσμεύσεις που θέτει το Μάαστριχτ, ως έναν τρόπο εναλλακτικό της ιδιωτικοποίησης για λόγους πολιτικούς, την διεύρυνση της επενδυτικής βάσης, την αποδοτικότητα και τη διαχείριση του δημοσίου χρέους. Οι εταιρείες ιδιωτικού δικαίου, αντίστοιχα χρησιμοποιούν την τιτλοποίηση για λόγους μείωσης κόστους χρηματοδότησης, μείωση κινδύνου, βελτίωση της διάρθρωσης του ισολογισμού, ρευστότητας, αποδεσμεύοντας τον ισολογισμό τους από στοιχεία που δεν έχουν διαπραγματευσιμότητα. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με την τιτλοποίηση έχουν σκοπό την αύξηση της ρευστότητας, την αντιστάθμιση του κινδύνου επιτοκίου, τη μείωση κανονιστικών «φόρων» (κεφαλαιακές απαιτήσεις, διαθέσιμα, ασφαλιστικές εισφορές) και την είσπραξη εσόδων από αμοιβές.

Στοιχεία της Τιτλοποίησης

Δομή τιτλοποίησης

Μια τυπική τιτλοποίηση στη γενικότητά της και τη διεθνή πρακτική δομείται με δυο τρόπους: αυτήν της «πώλησης» απαιτήσεων (“true sale” ή “sales structure”), που είναι και η πιο διαδεδομένη, και αυτήν του «δανεισμού» (“loan structure”). Η ειδοποιός διαφορά έγκειται στο νομικό χαρακτηρισμό που δίδεται στη μεταβίβαση των απαιτήσεων στην ΕΕΣ (αν υπάρχει παρακράτηση κυριότητας ή πλήρης μεταβίβαση κυριότητας).

Στο σχέδιο 1 εκτίθεται η τυπική διάρθρωση μιας τιτλοποίησης στη διεθνή πραγματικότητα.

³ Thomson, J.K., (1995), Securitisation: An International Perspective, OECD

Είδη τιτλοποίησης (Παραδοσιακή και Συνθετική)

Ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός μπορεί να πραγματοποιήσει δυο είδη τιτλοποίησης : την παραδοσιακή (και στη γενικότητά της είναι αυτή που αναπτύχθηκε ανωτέρω) και τη συνθετική⁴. Η συνθετική τιτλοποίηση πραγματοποιείται μέσω των πιστωτικών παραγώγων (credit derivatives) τα οποία είναι συμβόλαια σύμφωνα με τα οποία τα δυο μέρη έρχονται σε συμφωνία σχετικά με την απόδοση και τον κίνδυνο μιας πιστωτικής απαίτησης (credit asset), χωρίς όμως να πραγματοποιείται η μεταβίβαση της απαίτησεως. Ως «πιστωτική απαίτηση» νοείται κάθε απαίτηση η οποία ενέχει πιστωτικό κίνδυνο, όπως για παράδειγμα ένα στεγαστικό δάνειο. Κάθε πιστωτική απαίτηση είναι ένα μίγμα αποδόσεων και κινδύνων, δηλαδή αποφέρει κάποιες χρηματοροές ως απόδοση, ενώ η διακύμανση των χρηματοροών αυτών αποτελεί τον κίνδυνο της απαίτησης. Οι λόγοι που δύνανται να προκαλέσουν τη διακύμανση των χρηματοροών είναι -μεταξύ άλλων- πτώχευση, ζημιές, προπληρωμή, διακυμάνσεις επιτοκίων και συναλλαγματικών ισοτιμιών .

Η συνθετική τιτλοποίηση έχει ως στόχο να μεταφέρει τον πιστωτικό κίνδυνο από το ένα μέρος στο άλλο, χωρίς τη μεταφορά όμως και της συγκεκριμένης απαίτησης (όπως στην απλή τιτλοποίηση). Για παράδειγμα αν μια τράπεζα Α συνάψει μια συμφωνία με την τράπεζα Β όσον αφορά το χαρτοφυλάκιο δανείων της πρώτης, η τράπεζα Β αναλαμβάνει τον κίνδυνο που απορρέει από αυτό το χαρτοφυλάκιο φυσικά με αντάλλαγμα κάποια προμήθεια, χωρίς όμως η τράπεζα Α να χάσει μέρος του χαρτοφυλακίου ή των χρηματοροών που απορρέουν από αυτό. Η προμήθεια αυτή εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως ενδεικτικά από θέματα ρευστότητας, από τις συνθήκες αγοράς, ή από επιχειρηματικά γεγονότα.

Η συνθετική τιτλοποίηση αναπτύχθηκε από τα τραπεζικά ιδρύματα στοχεύοντας στην ανάγκη ικανοποίησης των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας που έχουν θεσπιστεί από τη συνθήκη της Βασιλείας. Με αυτόν τον τρόπο ο οργανισμός δύναται να διαφοροποιήσει τους κινδύνους του χαρτοφυλακίου, χωρίς να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο αυτό καθ' εαυτό. Για παράδειγμα, έστω μια τράπεζα ειδικευμένη στη χορήγηση δανείων σε μεγάλες επιχειρήσεις (investment bank) και μια άλλη που έχει ειδικευτεί στη χορήγηση δανείων καταναλωτικής πίστης (retail bank). Και οι δυο τράπεζες αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο που απορρέει από τα χαρτοφυλάκιά τους ανεξάρτητα και πρέπει να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο αυτό. Αν η επενδυτική τράπεζα επενδύσει σε δάνεια καταναλωτικής πίστης, ενώ η τράπεζα λιανικών εργασιών σε δάνεια μεγάλων επιχειρήσεων θα έχουν καταφέρει να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Όμως, οι απαγορεύσεις που προκύπτουν από το σκοπό του καταστατικού των τραπεζών, η πιθανή έλλειψη ειδίκευσης και το μεγάλο κόστος είναι δεδομένα απαγορευτικά για τις δυο τράπεζες για την ανάπτυξη σε τομείς που δεν γνωρίζουν. Μια λύση στο πρόβλημα αυτό είναι η σύνθετη τιτλοποίηση. Και οι δυο τράπεζες χωρίς να μεταφέρουν ή αλλοιώσουν τα χαρτοφυλάκιά τους μπορούν να αναλάβουν η μια ένα μέρος από τον κίνδυνο της άλλης με αντάλλαγμα προμήθεια, έχοντας διαφοροποιήσει και τις πηγές των εσόδων τους από τις προμήθειες που απορρέουν από μεταξύ τους συναλλαγή.

Η διαδικασία αυτή περιγράφει τη σύνθετη τιτλοποίηση ως μια διμερή σχέση μεταξύ δυο τραπεζικών ιδρυμάτων. Ωστόσο είναι προφανές ότι ο πιστωτικός κίνδυνος που ενέχει ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να τιτλοποιηθεί και είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης όπως γίνεται με κάθε άλλο τίτλο. Έτσι οι αγοραστές αυτού του τίτλου αγοράζουν ένα μέρος του κινδύνου και της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου δανείων μιας τράπεζας.

Φορείς τιτλοποίησης

Για την πραγματοποίηση της τιτλοποίησης απαραίτητη είναι η παρουσία ενός αριθμού μερών, από τα οποία το κάθε μέρος ξεχωριστά αναλαμβάνει διαφορετικές αρμοδιότητες, που συνοπτικά είναι τα ακόλουθα:

(i) Νομικό Μόρφωμα (Originator) ή Μεταβιβάζων: Ο Μεταβιβάζων είναι ο οργανισμός για τον οποίο δομείται η διαδικασία της τιτλοποίησης. Είναι ο οργανισμός εκείνος που με τη δραστηριότητά του επιφέρει τη δημιουργία απαιτήσεων, την κυριότητα των οποίων μεταβιβάζει στην Εταιρία Ειδικού Σκοπού.

(ii) Υπόχρεοι (ή στη λογιστική γλώσσα, «Πελάτες»): Οι υπόχρεοι είναι οι πελάτες του Μεταβιβάζοντος που υποχρεούνται να πληρώνουν σε συμβατική βάση για τα αγαθά και τις υπηρεσίες που τους παρέχει ο Μεταβιβάζων.

(iii) Εταιρία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ) (Special Purpose Vehicle): Η ΕΕΣ είναι ένα ιδιαίτερο νομικό μόρφωμα, το οποίο αποκτά μέσω μεταβίβασης την κυριότητα των απαιτήσεων από τον Μεταβιβάζοντα. Μοναδικός σκοπός της ΕΕΣ είναι η αγορά και η χρηματοδότηση των απαιτήσεων που επέρχονται στην κυριότητά της. Για την κατοχύρωση της διαδικασίας η λειτουργία της διέπεται από ειδικό καθεστώς όσον αφορά τη φορολογία, την αντιμετώπισή της σε περίπτωση χρεωκοπίας και τη νομική αντιμετώπιση που διέπονται οι απαιτήσεις του χαρτοφυλακίου της. Το προσωπικό της συνήθως περιλαμβάνει εκπροσώπους από

⁴ Special Report, Current Issues in Securitisation., The Use of Derivatives in Securitisations, p. 17 – 29, Sweet & Maxwell Ltd, 2002. Η παρούσα εργασία δεν πρόκειται να ασχοληθεί με το ολοένα και αυξανόμενο ζήτημα της συνθετικής τιτλοποίησης.

την πλευρά του εκδότη και την πλευρά των επενδυτών, για το λόγο αυτό υπάρχει ιδιαίτερη υποχρέωση πίστης να προστατεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών.

(iv) Εταιρία παροχής διευκολύνσεων (Ancillary Facility Providers): Η ΕΕΣ, κυρίως ως εκδότηρια των ομολογιών κατά την διάρκεια της έκδοσης του ομολογιακού δανείου αντιμετωπίζει κινδύνους όπως ο πιστωτικός, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο επιτοκιακός, ο συναλλαγματικός, ο κίνδυνος επανεπένδυσης και ο κίνδυνος διάρκειας. Για το λόγο αυτό η δομή μιας τιτλοποίησης πρέπει να περιλαμβάνει έναν οργανισμό που παρέχει υποστήριξη στην ΕΕΣ όσον αφορά την αντιμετώπιση αυτών των κινδύνων. Η ΕΕΣ θα πρέπει να υπογράψει συμφωνία με την εταιρία (κατά κύριο λόγο τράπεζες ή ασφαλιστικές εταιρίες) που θα της παρέχει τις προαναφερθείσες υπηρεσίες. Οι υπηρεσίες συνήθως που προσφέρει είναι αυτές της πιστωτικής ενίσχυσης και της παροχής ρευστότητας.

(v) Διαχειριστής (Servicer Bank): Το γεγονός ότι ο Μεταβιβάζων των απαιτήσεων είναι εκείνος που παρακολουθεί την εξέλιξη των απαιτήσεων όλο το χρονικό διάστημα που προηγείται της τιτλοποίησης, τον καθιστά, στις περισσότερες περιπτώσεις, τον πλέον κατάλληλο για τη διαχείρισή τους και μετά την τιτλοποίηση. Η εργασία του διαχειριστή περιλαμβάνει την είσπραξη των χρηματορορών που απορρέουν από τις απαιτήσεις με τη χρησιμοποίηση όλων των νόμιμων μέσων.

(vi) Εποπτικές Αρχές: Δυο είναι οι κυριότερες εποπτικές αρχές που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο σε μια δομή τιτλοποίησης. Η πρώτη είναι η κεντρική τράπεζα της εκάστοτε χώρας η οποία δίνει κατευθυντήριες γραμμές στον εκδότη για την αντιμετώπιση του χαρτοφυλακίου που τιτλοποιήθηκε κυρίως όσον αφορά την κεφαλαιακή του επάρκεια. Επίσης για το ίδιο θέμα οι εταιρίες παροχής διευκολύνσεως υφίστανται τον έλεγχο της κεντρικής τράπεζας. Η δεύτερη εποπτική αρχή που έχει αρμοδιότητα κατά κύριο λόγο μετά το πέρας της διαδικασίας τιτλοποίησης είναι η επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κυρίως όσον αφορά θέματα όπως για παράδειγμα διαφάνεια και σωστή διαπραγμάτευση των τίτλων στις κεφαλαιαγορές.

(vii) Σύμβουλοι: Ανάμεσα στους υπόλοιπους οργανισμούς που προσφέρουν τις υπηρεσίες τους για τη διαδικασία της τιτλοποίησης πολύ σημαντικό ρόλο παίζει ο διοργανωτής (arranger). Τις περισσότερες φορές ο διοργανωτής είναι μια επενδυτική τράπεζα που καθ' όλη τη διάρκεια της τιτλοποίησης έχει ενεργό συμμετοχή. Ο διοργανωτής συντάσσει την οικονομική προσφορά στον εκδότη των απαιτήσεων σχετικά με τους όρους με τους οποίους θα πραγματοποιηθεί η τιτλοποίηση, συλλέγει και αναλύει όλα τα επιμέρους στοιχεία προκειμένου να δομηθεί σωστά η διαδικασία, πριν την εμπλοκή των υπολοίπων μερών. Επιπρόσθετα, στα καθήκοντά του συγκαταλέγονται η ευθύνη της διάθεσης των τίτλων στους επενδυτές και η απρόσκοπτη λειτουργία των τίτλων στη δευτερογενή αγορά.

Άλλα μέρη που κατέχουν συμβουλευτικό ρόλο είναι νομικά γραφεία, λογιστικές εταιρίες και σημαντικοί επενδυτές.

(ix) Επενδυτές

Από την πρώτη στιγμή που οι τίτλοι που προέρχονται από τιτλοποιήσεις έκαναν την εμφάνισή τους, δείχνουν να έχουν κερδίσει την προτίμηση μιας μεγάλης μερίδας επενδυτών. Οι κυριότεροι από αυτούς περιλαμβάνουν τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, ασφαλιστικά ταμεία, πολυεθνικές εταιρίες και κάποιες φορές ιδιώτες επενδυτές

(x) Conduits : πρόκειται για ειδικά οχήματα τα οποία αναλαμβάνουν εν είδει εγγυητικής αναδοχής την κατ' αρχήν απορρόφηση της έκδοσης και στη συνέχεια την περαιτέρω διάθεση σε επενδυτές.

Ο ιδιαίτερος ρόλος των Εταιριών αξιολόγησης (η «πιστοποίηση»)

Οι περισσότερες δομές τιτλοποίησης, αποκτούν πιστωτική διαβάθμιση από έναν τουλάχιστον διεθνή οίκο. Κάθε οίκος χρησιμοποιεί τις δικές του μεθόδους προκειμένου να αξιολογήσει μια εταιρία. Οι κυριότερες εταιρείες αξιολόγησης είναι η Moody's, η Standard & Poors και η Fitch. Η αξιολόγηση της τιτλοποίησης από μια τέτοια εταιρεία είναι πολύ κρίσιμη υπόθεση καθώς από αυτή εξαρτάται η προσέλκυση των επενδυτών, ενώ ταυτόχρονα αποτελεί μια πολύ σοβαρή ένδειξη για την επικινδυνότητα και τη βιωσιμότητα του εγχειρήματος. Στις ώριμες αγορές, η χρηματοδότηση στηρίζεται κατά κύριο λόγο στην πιστοληπτική διαβάθμιση, γι' αυτό και η τιτλοποίηση αποτελεί τον πιο σημαντικό τρόπο χρηματοδότησεως σπάζοντας το φράγμα της αξιολόγησης της ίδιας της εταιρίας. Η πιστοποίηση όμως της επικινδυνότητας λαμβάνει χώρα από την ίδια την εταιρία αξιολόγησης. Τελευταία, ο ρόλος τους στη διεθνή χρηματοοικονομική έχει υποστεί τεράστια κριτική, ιδιαίτερα μετά την υπόθεση ENRON. Το ερώτημα που τίθεται είναι ότι υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων όταν οι εταιρίες αξιολόγησης προβαίνουν σε πιστοληπτική διαβάθμιση π.χ. εκδόσεως σειράς ομολόγων ενώ ταυτόχρονα έχουν πληρωθεί από τον λήπτη της πιστοληπτικής διαβάθμισης. Το ζήτημα συνέχεται με το κατά πόσον οι τιτλοποιήσεις υφίστανται στρεβλώσεις ως προς την πιστοληπτική τους διαβάθμιση⁵. Πέραν του ζητήματος, που πολύ σοβαρά πλέον τίθεται ακόμη και σε επίπεδο νομοθέτησης, η πιστοληπτική διαβάθμιση αποτελεί τον κύριο πυρήνα των τιτλοποιήσεων.

⁵ Για διεξοδική μελέτη του ζητήματος βλ., Rating Agencies – Is There an Agency Conflict, Roy C. Smith and Ingo Walter, χωρίς χρονολογία, πηγή Διαδίκτυο

Στη συνέχεια εκτίθενται τα ζητήματα που αντιμετωπίζονται στη διαδικασία τιτλοποίησης.

Η διαδικασία τιτλοποίησης αποτελείται από 3 στάδια που είναι τα ακόλουθα:

α) *Ανάλυση Σκοπού* : καθορισμός της εταιρείας που θέλει να προβεί σε τιτλοποίηση και του σκοπού χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων.

β) *Ανάλυση Αποπληρωμής και Κινδύνου*: καθορισμός των πρωτογενών και δευτερογενών πηγών της αποπληρωμής και αξιολόγηση των απαιτήσεων (*collateral*), της εταιρείας που τιτλοποιεί (*Originator*) και του Διαχειριστή (*Servicer*).

γ) *Τελική Διάρθρωση*: εκτίμηση των ωφελειών και κινδύνων της συναλλαγής

Η διάρθρωση της εργασίας ακολουθεί τη σειρά της παραπάνω διαδικασίας.

Στο επόμενο κεφάλαιο εκτίθεται ο προβληματισμός του σκοπού της τιτλοποίησης υπό το ερώτημα των λόγων εφαρμογής της τιτλοποίησης διαφοροποιώντας για τις ιδιωτικού δικαίου επιχειρήσεις, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και τους δημοσίου δικαίου οργανισμούς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

1. ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Στο πρώτο στάδιο της διαδικασίας καθορίζεται η φύση του οργανισμού που θέλει να προβεί σε τιτλοποίηση. Για κάθε οργανισμό υπάρχουν και ιδιαίτεροι λόγοι που οδηγούν σε τιτλοποίηση. Παρακάτω θα εξεταστούν οι λόγοι εφαρμογής της τιτλοποίησης για τις ιδιωτικού δικαίου, για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και για τις δημοσίου δικαίου επιχειρήσεις. Στο σημείο αυτό σκόπιμο είναι να επισημανθεί ότι πέραν των λόγων που διαφοροποιημένα εκτίθενται για κάθε είδος οργανισμού, η τιτλοποίηση προσφέρει για όλους τους οργανισμούς τα εξής :

α) διαφοροποίηση του κινδύνου με την συλλογή όλων των απαιτήσεων σε ένα χαρτοφυλάκιο («δεξαμενή», pool) (δεν έχουμε πλέον stand alone risk)

β) υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση με τη χρησιμοποίηση της πιστωτικής ενίσχυσης από αυτή θα λάμβανε κάθε μια απαίτηση χωριστά και από αυτή που θα λάμβανε ο Οργανισμός.

1.1. ΓΙΑ ΤΙΣ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Στη διεθνή βιβλιογραφία υποστηρίζεται η θεωρία ότι οι ιδιωτικού δικαίου επιχειρήσεις προτιμούν να τιτλοποιούν όταν οι κεφαλαιαγορές παρουσιάζουν σημαντικά προβλήματα που σχετίζονται με τα agency costs του δανεισμού χωρίς εξασφάλιση και την ασύμμετρη πληροφόρηση. Η θεωρητική αφετηρία ανάγεται στον Modigliani και Miller (1958) οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι άνευ ουσίας σε έναν κόσμο που χαρακτηρίζεται από τέλεια πληροφόρηση και έλλειψη κόστους συναλλαγών. Αυτή η έλλειψη ουσίας εντοπίζεται και στις κινητές αξίες που υποστηρίζονται από στοιχεία του ενεργητικού. Μια εταιρία δεν θα έπρεπε ούτε να δημιουργεί ούτε να καταστρέφει αξία όταν εισέρχεται σε μια αγορά με εξασφάλιση από ενεργητικό, δηλαδή είναι αδιάφορη ενώπιον της έκδοσης ενός δανείου με εξασφάλιση ενεργητικού και ενώπιον της έκδοσης μη εξασφαλισμένου δανείου. Εντούτοις, η πληροφόρηση δεν είναι τέλεια και οι εταιρείες αντιμετωπίζουν κόστος συναλλαγών και κόστος πτώχευσης. Ενδεχομένως αυτές οι ατέλειες κινητοποιούν τις εταιρίες να χρησιμοποιήσουν δανεισμό με εξασφάλιση ενεργητικού. Οι θεωρητικές βάσεις βρίσκονται στη σύλληψη ότι η τιτλοποίηση απαιτήσεων του ενεργητικού πιθανόν να αμβλύνει το agency cost του δανεισμού μειώνοντας το κόστος παρακολούθησης του asset substitution πάντα υπό το πρίσμα ύπαρξης προβλημάτων επένδυσης.

Οι θεωρητικές αυτές βάσεις δύνανται να κατηγοριοποιηθούν ως εξής: i) αποφυγή του κόστους του asset substitution, ii) αποφυγή του κόστους υποχρηματοδότησης, iii) αποφυγή κόστους χρηματοδότησης που οφείλεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση και iv) απαλλοτρίωση των αξιώσεων πιστωτών και μετόχων.

i) Αποφυγή του κόστους του asset substitution: Οι Stulz και Johnson (1985)⁶ υποστηρίζουν ότι το κόστος διαχείρισης του δανεισμού - συμπεριλαμβάνοντας σ' αυτό και το κόστος της παρακολούθησης στην περίπτωση που υπάρχει υποχρηματοδότηση και asset substitution - μπορεί να είναι χαμηλότερο για τον δανεισμό με εξασφάλιση παρά για το δανεισμό χωρίς εξασφάλιση. Εξάλλου η τιτλοποίηση απαιτήσεων ομοιάζει με τον δανεισμό με εξασφάλιση. Οι λόγοι είναι ποικίλοι. Κατά πρώτον η τιτλοποίηση δεν απαιτεί περιοριστικές ρήτρες στις ομολογίες και είναι πιο εύκολα διαπραγματεύσιμοι γιατί οι αξιώσεις απ' αυτές δεν υπόκεινται σε asset substitution. Κατά δεύτερον, οι κάτοχοι κινητών αξιών από τιτλοποίηση δεν λαμβάνουν κέρδη από τις μελλοντικές επενδύσεις της εταιρίας, επομένως δεν υπάρχει πρόβλημα υποχρηματοδότησης. Κατά τρίτον, επειδή οι πληρωμές των κινητών αξιών από τιτλοποίηση

⁶ Stulz, R., and H. Johnson, 1985, An analysis of secured debt, Journal of Financial Economics 14, 501 – 521

προέρχονται από ενεργητικό που υποστηρίζει το ίδιο το χρέος και όχι την ιδιωτική επιχείρηση, οι κάτοχοι των κινητών αξιών από τιτλοποίηση απαιτούν λιγότερη πληροφόρηση για την επιχείρηση απ' ό,τι απαιτούν οι κάτοχοι μη εξασφαλισμένου δανεισμού. Επομένως, αν αυτό είναι το κίνητρο για την έκδοση κινητών αξιών που υποστηρίζεται από το ενεργητικό οι εταιρίες με υψηλό κόστος διαχείρισης δανεισμού θα προτιμούσε πιθανόν αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης. Περαιτέρω, εφ' όσον το κόστος διαχείρισης του δανεισμού συμβάλλει στην αύξηση της μόχλευσης (leverage), οι εταιρίες που χαρακτηρίζονται από υψηλή μόχλευση και/ή εταιρίες που χαρακτηρίζονται από χρηματοδοτική καταπόνηση θα επιθυμούσαν να εκδώσουν δανεισμό με εξασφάλιση στοιχείων του ενεργητικού.

- ii) Αποφυγή της «υποχρηματοδότησης» (underinvestment)⁷: Η τιτλοποίηση απαιτήσεων ενεργητικού μπορεί να είναι ένα μέσο αντιμετώπισης του προβλήματος της υποχρηματοδότησης που έχει εκθέσει ο Myers (1977)⁸. Οι Stulz και Johnson (1985)⁹ έχουν υποστηρίξει ότι ο δανεισμός με εξασφάλιση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αυξήσει την αξία της εταιρίας και ότι οι υφιστάμενοι κάτοχοι ομολογιών θα αποζημιωθούν καλύτερα αν η εταιρεία αναλάβει ένα νέο project με την έκδοση εξασφαλισμένου δανεισμού. Οι Berkovitch και Kim (1990)¹⁰ και James (1988)¹¹ επίσης έχουν δείξει ότι ο δανεισμός με εξασφάλιση μπορεί να αντιμετωπίσει το πρόβλημα υποχρηματοδότησης. Επομένως, αν η έκδοση κινητών αξιών τους επιτρέπει να αναλαμβάνουν επενδύσεις με θετική παρούσα αξία, αυτές οι εταιρίες παρουσιάζουν μια βελτίωση στη χρηματοοικονομική τους συμπεριφορά.
- iii) Ασύμμετρη πληροφόρηση: Οι Myers και Mailuf (1984)¹² προτείνουν μια pecking order χρηματοδότηση. Στο μοντέλο τους τα διευθυντικά στελέχη γνωρίζουν περισσότερα για την αξία στην εταιρία τους απ' ό,τι οι πιθανοί επενδυτές και ενεργούν κατά τρόπο ώστε να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των υφισταμένων μετόχων. Οι πιθανοί επενδυτές που σκέπτονται ορθολογικά επομένως, θα προεξοφλήσουν την αξία κάθε έκδοσης κινητών αξιών. Ως αποτέλεσμα, όταν τα διευθυντικά στελέχη αναλαμβάνουν ακριβά projects θα επιλέξουν να χρησιμοποιήσουν εσωτερικά κεφάλαια και αν μια σειρά κινητών αξιών πρόκειται να εκδοθεί, η εταιρία θα επιλέξει την πιο ασφαλή αξίωση. Ο δανεισμός με εξασφάλιση μπορεί να είναι ασφαλέστερος σε σχέση με τον μη εξασφαλισμένο δανεισμό γιατί υπάρχει λιγότερη ασυμμετρία πληροφόρησης σχετικά με την αξία της εξασφάλισης του δανείου απ' ό,τι υπάρχει για την αξία της επιχείρησης. Αν αυτό ισχύει τότε οι εταιρίες που αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα ασυμμετρίας πληροφόρησης είναι πιο πιθανό να εκδίδουν δανεισμό με εξασφάλιση.
- iv) Απαλλοτρίωση των αξιώσεων των ομολογιούχων ή μετόχων: Οι Stulz και Johnson (1985)¹³ υποστηρίζουν ότι προκειμένου ο δανεισμός με εξασφάλιση να βελτιώσει τον πλούτο των ομολογιούχων και των μετόχων πρέπει αναγκαία να συνοδεύεται από μια θετική αλλαγή στην πολιτική επενδύσεων. Αυτή η αλλαγή μπορεί να μην συμβεί αν οι υπάρχουσες ρήτρες δεν περιορίζουν την εταιρία από τη χρήση των εσόδων από μια τιτλοποίηση. Στην περίπτωση αυτή το χρέος (με εξασφάλιση ή χωρίς) μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία σε asset substitution ή σε claims dilution. Έτσι, οι εταιρίες μπορεί να τιτλοποιήσουν υφιστάμενο ενεργητικό σχετικά χαμηλού ρίσκου και να χρησιμοποιήσουν τα έσοδα σε επένδυση πιο επικίνδυνων δραστηριοτήτων. Κατ' αυτόν τον τρόπο οι επιχειρήσεις μπορεί να χρησιμοποιήσουν τα έσοδα για να αναλάβουν επενδύσεις αρνητικής καθαρής αξίας ή θα μπορούσαν να αποδώσουν το ρευστό στους μετόχους. Αν αυτό παρακινεί τους εκδότες να εκδίδουν τίτλους με εξασφάλιση του ενεργητικού της εταιρείας, τότε οι εκδόσεις θα έπρεπε να συνδέονται με μειώσεις του πλούτου των ομολογιούχων και αύξηση του πλούτου των μετόχων. Επειδή το κίνητρο του asset substitution αυξάνεται με την οικονομική δυσχέρεια ή τη δυσχέρεια στο leverage, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν αυτό το χαρακτηριστικό θα επέλεγαν την τιτλοποίηση.

Οι Lang, Poulsen και Stulz (1995)¹⁴ υποστηρίζουν ότι οι πωλήσεις του ενεργητικού δίνουν τη δυνατότητα στα Διευθυντικά στελέχη που δεν ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων να αναζητήσουν projects πτωχά σε αποδόσεις δημιουργώντας ρευστότητα για επενδύσεις. Οι τιτλοποιήσεις στοιχείων του ενεργητικού κινούνται σ' αυτή την προοπτική. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που

⁷ Underinvestment: Το πρόβλημα χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες με χαμηλές προοπτικές ανάπτυξης ή οι εταιρίες που βρίσκονται σε οικονομική δυσπραγία

⁸ S.C. Myers, 1977, Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics 5, 147 – 176

⁹ R. Stulz and H. Johnson, 1985, ο.π.

¹⁰ E. Berkovitch and E.H. Kim, 1990, Financial Contracting and leverage induced over and under – investment incentives, Journal of Finance 45, 765 – 794

¹¹ C. James, 1988, The use of loan sales and standby letters of credit by commercial banks, Journal of Monetary Economics 22, 395 – 422

¹² S.C Myers and N.S. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors don't have, Journal of Financial Economics 13, 187 – 221

¹³ R. Stulz and H. Johnson, 1985, ο.π.

¹⁴ L.H.Lang, W.H.Meckling, 1995, Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion, Journal of Financial Economics, 3 – 38

τιτλοποιούν συνήθως αντιμετωπίζουν λιγότερο έλεγχο από τις κεφαλαιαγορές σε σχέση με τις εταιρίες που εκδίδουν μη εξασφαλισμένο δανεισμό. Αν αυτός είναι ο λόγος που οι εταιρίες επιθυμούν την τιτλοποίηση, τότε οι μέτοχοι ενδεχομένως να αντιμετωπίσουν απώλειες πλούτου.^{15 16}

Εντούτοις, οι εταιρίες και ειδικότερα τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων έχουν διαφορετικούς λόγους προσέγγισης¹⁷. Έτσι, για τη Διοίκηση τα πιθανά οφέλη για μια επιχείρηση ιδιωτικού δικαίου είναι:

(i) Εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης

Ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί για μια μέση επιχείρηση τον κυριότερο τρόπο χρηματοδότησης. Με την τιτλοποίηση μπορεί να αποκτηθεί ρευστότητα όχι με την δανειοδότηση της εταιρίας, αλλά με την συγκέντρωση χρημάτων από την πώληση των απαιτήσεών της.

(ii) Μείωση κόστους χρηματοδότησης

Η τιτλοποίηση οδηγεί σε μείωση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Αυτό επιτυγχάνεται διότι το μετοχικό κεφάλαιο δεν απαιτείται πλέον να στηρίζει το ενεργητικό και έτσι δίνεται η δυνατότητα δανεισμού υψηλής διαβάθμισης από κεφαλαιαγορές στις οποίες οι επενδυτές μειώνουν το κόστος δανεισμού.

Περαιτέρω, η μείωση του κόστους χρηματοδότησης, που πιστοποιείται από την υψηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση που δίνουν οι εταιρίες αξιολόγησης, μπορεί να επιτευχθεί με ποικίλους τρόπους¹⁸

α) μέσω της πιστωτικής ενίσχυσης: η διαδικασία της τιτλοποίησης κατέχει συνήθως υψηλή πιστωτική ενίσχυση. Έτσι, η εταιρία μπορεί να επιτύχει δανεισμό με χαμηλότερο επιτόκιο από το αν επέλεγε να δανειστεί από μόνη της.

β) μέσω της διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά: προς την ίδια κατεύθυνση συντελεί και το γεγονός ότι τα προϊόντα της τιτλοποίησης κατά κανόνα διαπραγματεύονται στην δευτερογενή αγορά και παρέχουν στους επενδυτές δυνατότητα να ρευστοποιήσουν τους τίτλους τους. Έτσι, το περιθώριο παραμένει χαμηλό, αφού δεν περιλαμβάνει αποζημίωση των επενδυτών για έλλειψη ρευστότητας (liquidity premium).

γ) μέσω της ευνοϊκής μεταχείρισης σε θέματα κεφαλαιακής επάρκειας: όπως θα καταδειχθεί πιο κάτω, οι τράπεζες μέσω της τιτλοποίησης ευνοούνται σε θέματα κεφαλαιακής επάρκειας κάτι που έχει ευεργετικές συνέπειες στο κόστος τους. Τα οφέλη αυτά συνήθως αντικατοπτρίζονται και στο περιθώριο που δανείζεται η εταιρία, εφ' όσον βέβαια η εταιρεία δανείζεται από τράπεζα που έχει τιτλοποιήσει.

(iii) Μείωση κινδύνου

Η τιτλοποίηση μπορεί να επιτύχει τη μείωση κινδύνου για μια επιχείρηση με πολλούς τρόπους. Η ασύμμετρη χρονική διάρθρωση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού μπορεί να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά καθώς μακροπρόθεσμοι χαρακτήρα απαιτήσεις μετατρέπονται σε βραχυπρόθεσμες μέσω της τιτλοποίησης. Τέλος, η τιτλοποίηση μπορεί να εξαλείψει τον πιστωτικό κίνδυνο, καθώς οι απαιτήσεις οι οποίες τιτλοποιούνται μεταβιβάζονται και απομακρύνονται από τον ισολογισμό του εκδότη και δεν βαρύνουν πλέον την εταιρία με τον κίνδυνο της μη είσπραξης.

(iv) Βελτίωση στη διάρθρωση του ισολογισμού

Με τη χρήση αυτού του χρηματοοικονομικού εργαλείου μπορεί να επιτευχθεί βελτίωση συγκεκριμένων οικονομικών μεγεθών της εταιρίας, όπως η ρευστότητά της, ο δανεισμός της και τα έσοδά της. Η ρευστότητα όπως είναι φυσικό βελτιώνεται, διότι απαιτήσεις μακροπρόθεσμα απαιτητές μετατρέπονται σε χρήμα. Επίσης ο δανεισμός μειώνεται καθώς το κεφάλαιο που είχε χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότηση αυτών των απαιτήσεων απελευθερώνεται και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για εξόφληση των δανείων. Τέλος και τα έσοδα της εταιρίας μπορούν να αυξηθούν σημαντικά, διότι συνήθως ο εκδότης των απαιτήσεων διαχειρίζεται στη συνέχεια και το χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων που τιτλοποιείται αποφέροντάς του έσοδα από προμήθειες. Επιπρόσθετα, προς αυτή την κατεύθυνση συντελεί και το γεγονός ότι οι δομές τιτλοποίησης μπορούν να προσφέρουν πολλά φορολογικά πλεονεκτήματα όσον αφορά την αντιμετώπιση του κόστους και των κερδών που αποκομίζει ο εκδότης από την όλη διαδικασία.

(v) Μέσο χρηματοδότησης εξαγοράς

¹⁵ Ο Hugh Thomas (1999) (Hugh Thomas, 1999, A preliminary look at gains from asset securitization, Journal of International Financial Markets, Institution & Money 9, 321 – 333) ερεύνησε της μεταβολή του πλούτου τόσο των μετόχων όσο και των ομολογιούχων από 236 προσφορές μη κυβερνητικών τιτλοποιήσεων στην περίοδο από 1991 – 1996 στις Η.Π.Α. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι η τιτλοποίηση επιτυγχάνει σημαντική δημιουργία πλούτου στους μετόχους, προσθέτοντας περίπου ποσοστό 5% στην απόδοση της μετοχής. Περαιτέρω, σε ένα υποσύνολο 137 τιτλοποιήσεων, η τιτλοποίηση δεν είναι καταστροφική στον πλούτο των ομολογιούχων, προσθέτοντας μόνο ένα ασήμαντο ποσοστό 0,21%. Τα θετικά αποτελέσματα στους μετόχους παρουσιάζονται πιο σημαντικά για τους κατασκευαστές, παρά για τις τράπεζες και τους χρηματοδοτικές υπηρεσίες. Οι τιτλοποιήσεις επιχειρήσεων με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση παρουσιάζει υψηλότερα κέρδη για τους πωλητές του ενεργητικού.

¹⁶ Οι Lockwood, Rutherford και Herrera (1996) (Lockwood, L. J., R. C. Rutherford and M.J. Herrera, 1996, Wealth effects of asset securitization, Journal of Banking and Finance 20, 151 – 164) ερεύνησαν τη μεταβολή στον πλούτο των μετόχων από 294 δημόσιες προσφορές τιτλοποιήσεων στην περίοδο 1985 – 92 στις Η.Π.Α. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι οι χρηματοδοτικές επιχειρήσεις (finance companies) πέτυχαν σημαντική αύξηση κερδών ενώ οι επιχειρήσεις που ανήκουν στο χώρο της βιομηχανίας και αυτοκινητοβιομηχανίας δεν πέτυχαν καμιά μεταβολή.

¹⁷ πηγή Societe Generale

¹⁸ Special Report, Securitisation of Distressed Consumer Loan Portfolios, στο Special Report Current Issues in Securitisation, 2002, Sweet & Maxwell, p. 7

Η ανάπτυξη των τελευταίων ετών έχει παρουσιάσει ιδιαίτερες καινοτομίες, όπως για παράδειγμα τη χρήση της τιτλοποίησης ως μέσου χρηματοδότησης εξαγορών, κυρίως για ποδοσφαιρικές ομάδες, εταιρείες κοινής ωφελείας μέσω τιτλοποιήσεων μελλοντικών ροών^{19,20}. Στη διεθνή πρακτική αυτό χρησιμοποιείται για την παράκαμψη της γραφειοκρατίας που παρατηρείται σε περιπτώσεις εξαγορών. Αυτό όμως θα έπρεπε να ελέγχεται σε κάθε περίπτωση, ώστε να εξασφαλιστεί ότι πληρούνται όλες οι νομικές ασφαλιστικές δικλίδες για τις εξαγορές, ώστε οι σχετικές αποφάσεις να μην κρίνονται καταχρηστικές.

1.2. ΓΙΑ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ

(i) Arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων : Η κύρια θεωρητική αναγωγή της τιτλοποίησης για τα Πιστωτικά Ιδρύματα είναι το arbitrage των κανονιστικών κεφαλαίων. (“Regulatory Capital Arbitrage”)²¹. Υπό τη Συνθήκη Της Βασιλείας του 1988 τα Πιστωτικά Ιδρύματα επιζητούν να ενισχύσουν τους αριθμοδείκτες που σχετίζονται με τη μέτρηση των κεφαλαίων που στηρίζονται στον κίνδυνο. Οι δυνατότητες που έχουν προς αυτή την κατεύθυνση είναι δυο: α) να αυξήσουν τις μετρήσεις των κανονιστικών κεφαλαίων που εμφανίζονται στον αριθμητή αυτών των αριθμοδεικτών (π.χ. tier 1, ήτοι η κεφαλαιακή βάση που αποτελείται από το καταβληθέν μετοχικό κεφάλαιο και τα εμφανή αποθεματικά, δηλαδή τα αποθεματικά που προέρχονται από τα παρακρατηθέντα κέρδη μετά φόρων ή το συνολικό κεφάλαιο)²², β) να μειώσουν τις κανονιστικές μετρήσεις του συνολικού κινδύνου που εμφανίζονται στον παρονομαστή των αριθμοδεικτών (ήτοι το συνολικό μέσο σταθμικό κίνδυνο του ενεργητικού)²³. Ενεργώντας προς αυτήν την κατεύθυνση οι Τράπεζες υπό την άσκηση πιέσεων σχετικών με την κεφαλαιακή επάρκεια υιοθετούν δυο ειδών διαδικασίες: είτε την παραδοσιακή τροποποίηση του ισολογισμού κατά τρόπο εμφανή (για παράδειγμα διαπραγμάτευση των κερδών ή υποβάθμιση των αποθεματικών για τις ζημίες από τα δάνεια), είτε τον εξωραϊσμό του ισολογισμού κατά τρόπο αφανή²⁴. Με τον δεύτερο τρόπο, επιχειρείται τεχνηέντως η διόγκωση των μετρήσεων του συνολικού κινδύνου που εμφανίζεται στον παρονομαστή. Με την τιτλοποίηση δίνεται η δυνατότητα στα Πιστωτικά Ιδρύματα να μειώνουν ουσιαστικά τον τρόπο μέτρησης των κανονιστικών κεφαλαίων με μικρή ή μηδαμινή μείωση στο συνολικό οικονομικό κίνδυνο²⁵. Οι μέθοδοι αυτές χρησιμοποιούνται πλέον ως ρουτίνα για να μειώσουν τις πραγματικές απαιτήσεις για την ύπαρξη των αριθμοδεικτών που σχετίζονται με τη μέτρηση των κεφαλαίων που στηρίζονται στον κίνδυνο για συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από το «ονομαστικό» επίπεδο του 8% που απαιτεί η Συνθήκη, καταστρατηγώντας έτσι τους κανόνες για την κανονιστική επάρκεια.

Επομένως, το Arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων ωθείται από την τεράστια απόκλιση που πολύ συχνά αναφύεται ανάμεσα στον υποκείμενο οικονομικό ρίσκο και στην αντίληψη μέτρησης του κινδύνου που ενσωματώνεται στους αριθμοδείκτες για τα κανονιστικά κεφάλαια. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο Okabe (1998) περιγράφει τις τιτλοποιήσεις ως εναλλακτικό τρόπο χρηματοδότησης με ένα στοιχείο καταστροφικού κινδύνου να υφάρχει για εκείνο το ποσοστό του κινδύνου που δεν καλύπτεται από την πιστωτική ενίσχυση²⁶. Οι αποκλίσεις αυτές δημιουργούν όμως ευκαιρίες στα Πιστωτικά Ιδρύματα να αναδιρθώσουν κατά τέτοιο τρόπο τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους, ώστε να μειώσουν δραστικά τις πραγματικές απαιτήσεις για κεφαλαιακή επάρκεια ανά μονάδα νομίσματος του οικονομικού κινδύνου ενός Πιστωτικού Ιδρύματος. Οι λόγοι που παρακινούν στη χρήση του arbitrage των κανονιστικών κεφαλαίων είναι:

(i.i) η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων²⁷: Μεγάλος αριθμός ΧΙ αντιλαμβάνεται ότι η χρήση του arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων μπορεί να ενδυναμώσει τον πλούτο των μετόχων, αντικαθιστώντας στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση το κεφάλαιο με το δανεισμό, επειδή το κόστος κεφαλαίου είναι υψηλότερο από το κόστος δανεισμού λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης, διαχειριστικού κόστους και της διατήρησης ασφαλούς τραπεζικού δικτύου. Το απελευθερωμένο κεφάλαιο τότε είτε επιστρέφεται στους μετόχους ως πρόσθετο μέρισμα, ή μέσω επαναγοράς ιδίων μετοχών, είτε παραμένει στο ΧΙ. Η υιοθέτηση της πρακτικής της διακράτησης κεφαλαίων των ΧΙ από Αμοιβαία Κεφάλαια και επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων φαίνεται ότι έχει επιφέρει πιέσεις στα ΧΙ για μεγιστοποίηση της αξίας του κεφαλαίου και για ορθολογικοποίηση των πρακτικών διακράτησης του κεφαλαίου. Η

¹⁹ Special Report, Current Issues in Securitisation., Sweet & Maxwell Ltd, 2002, σελ 1

²⁰ Για περαιτέρω ανάλυση βλ. Πρακτικά 10^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου Ελλήνων Εμπορικών Λόγων, Ηράκλειο 3 – 5 Νοεμβρίου 2000 με θέμα «Εξαγορά Επιχειρήσεων», εκδ. Αντ. Σάκουλα, Αθ. Κομ. 2001

²¹ D. Jones, 2000, Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues, Journal of Banking & Finance 24, 35 – 58

²² Συνθήκη της Βασιλείας παρ. 14

²³ Συνθήκη της Βασιλείας παρ. 28 επ.

²⁴ Jagtiani J., Saunders A., Udell G., 1995, The effect of bank capital requirements on bank off-balance sheet financial innovation, Journal of Banking and Finance, p. 647-658

²⁵ Greenbaum, S, Thakor, A., 1987, Bank funding models: securitization versus deposits, Journal of Banking and Finance 11(3), 379 – 401

²⁶ Okabe, R., 1998. The impact of asset securitization: a perspective for investors, Journal of Applied Corporate Finance 11, 97 – 108

²⁷ Lockwood, L., Rutherford, R., Herrera, M., 1996, Wealth effect of asset securitization, Journal of Banking and Finance 20, 151 – 164

διογκούμενη ανταγωνιστικότητα στο χώρο παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών πιθανόν έχει ενδυναμώσει τα κίνητρα των ΧΙ να διατηρήσουν το κόστος παραγωγής σε χαμηλά επίπεδα, το οποίο περιλαμβάνει και τη διατήρηση του κόστους κεφαλαίου (δανεισμός και κεφάλαιο) σε χαμηλά επίπεδα επίσης²⁸.

(i.ii) η κανονιστική φορολογία (regulatory taxation): Όταν οι εποπτικές αρχές επιβάλλουν στα Πιστωτικά ιδρύματα κεφαλαιακές απαιτήσεις που υπερβαίνουν το ποσοστό κεφαλαιακών απαιτήσεων που θα επέλεγαν τα ίδια τα ΧΙ για λόγους αυτοπροστασίας και επιβολής από τις δυνάμεις της αγοράς, τα ΧΙ θεωρούν το υπερβάλλον αυτό ποσό ως μια μορφή κανονιστικής φορολογίας²⁹. Όπως συμβαίνει και σε άλλες μορφές φορολόγησης, οι κανονιστικοί φόροι ενθαρρύνουν τα ΧΙ να αναπτύξουν μεθόδους ώστε να εξυπηρετήσουν τους πελάτες κατά τρόπο που να αποφεύγουν ή να ελαχιστοποιούν τους φόρους αυτούς. Έτσι, είναι διατεθειμένοι να αποδεχθούν υψηλό κόστος για να προβούν σε αναδιάρθρωση προκειμένου να μειώσουν τις επιπτώσεις από τους φόρους της κεφαλαιακής επάρκειας. Με την αναδιάρθρωση ανακατανέμεται το χαρτοφυλάκιο του ΧΙ ώστε να έχει περίπου όμοιο κίνδυνο, αλλά πολύ λιγότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις³⁰. Η απόφαση για το μέτρο και το βαθμό που θα προβεί σε arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων εξαρτάται από τη στάθμιση μεταξύ κόστους αναδιάρθρωσης και ωφέλειας από τη μείωση του συνολικού κόστους χρηματοδότησης λόγω απελευθέρωσης κεφαλαίου.

(ii) Η φύση του ΧΙ³¹: Ορισμένα ΧΙ έχουν ένα φυσικό πλεονέκτημα ανταγωνισμού στη δημιουργία στοιχείων ενεργητικού με χαρακτήρα μη ρευστοποιήσιμων, αλλά όχι κατ' ανάγκη στη διατήρησή τους. Λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης και προβλημάτων σχετικών με τον κίνδυνο, για αυτά τα ΧΙ η τιτλοποίηση συνιστά έναν πιο αποδοτικό τρόπο χρηματοδότησης από την πώληση για παράδειγμα δανείων.

Πέραν αυτών των θεωρητικών αναγωγών η τιτλοποίηση του ενεργητικού για τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα μπορεί να αποδειχθεί ένα πολύ χρήσιμο χρηματοοικονομικό εργαλείο. Μέσω αυτού μπορούν να αντισταθμίσουν τον επιτοκιακό κίνδυνο, να καταστήσουν μακροπρόθεσμες απαιτήσεις ρευστοποιήσιμες και να κερδίσουν σημαντικά έσοδα από προμήθειες. Ειδικότερα, η Τιτλοποίηση επιφέρει

(i) Ρευστότητα³²

Η τιτλοποίηση αποτελεί για τα Πιστωτικά Ιδρύματα μια εναλλακτική πηγή ρευστότητας και διευρύνει τις δυνατότητές τους για την άσκηση πιο αποδοτικής διαχείρισης τόσο του ενεργητικού τους όσο και του παθητικού τους (Asset Liability Management). Η περίοδος ανάπτυξης της τιτλοποίησης συνδέεται άμεσα με εκείνη της ανάπτυξης τεχνικών για αποδοτικό ALM. Κάθε τράπεζα διαθέτει στο ενεργητικό της πολλαπλά χαρτοφυλάκια δανείων μερικά από τα οποία είναι μακροπρόθεσμου χαρακτήρα και δύσκολο να ρευστοποιηθούν σε περίπτωση ανάγκης. Μέσω της τιτλοποίησης αυτά τα στοιχεία μπορούν να πωληθούν και να ευρεθούν κεφάλαια εύκολα και συνήθως με αρκετά μικρότερο κόστος (χαμηλότερο επιτόκιο).

(ii) Διασπορά κινδύνου (πιστωτικού, προπληρωμής, επιτοκιακού)³³

Όμως η τιτλοποίηση αποτελεί για τον τραπεζικό τομέα και ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο διασποράς κινδύνου. Είδαμε προηγουμένως πώς μπορεί να αντιμετωπισθεί ο κίνδυνος ρευστότητας πολύ αποτελεσματικά. Είναι όμως γεγονός ότι μέσω αυτής της διαδικασίας μπορεί να εξαλειφθεί και ο πιστωτικός κίνδυνος που οι τράπεζες αναλαμβάνουν με τη χορήγηση των δανείων τους. Έχοντας τα δάνεια μια τράπεζα στον ισολογισμό της, διακινδυνεύει ανά πάσα στιγμή να αντιμετωπίσει το ενδεχόμενο κάποιος πιστούχος να μην δύναται να αποπληρώσει την οφειλή τους. Με την τιτλοποίηση πλέον ο κίνδυνος αυτός μετακυλιέται στον επενδυτή, δηλαδή στον τελικό κάτοχο των τίτλων. Για παράδειγμα μια επενδυτική τράπεζα η οποία εξειδικεύεται στην έκδοση δανείων για μεγάλες επιχειρήσεις, μπορεί να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο της επιτυγχάνοντας παράλληλα τη μείωση του συνολικού κινδύνου της με την αγορά τίτλων που αντιπροσωπεύουν στεγαστικά δάνεια από τη δευτερογενή αγορά.

²⁸ Οι Lockwood, Rutheford και Herrera (1996), οπ.π. ερευνήσαν τη μεταβολή στον πλούτο των μετόχων από 294 δημόσιες προσφορές τιτλοποιήσεων στην περίοδο 1985 – 92 στις Η.Π.Α. Τα ευρήματά τους έδειξαν ότι οι χρηματοδοτικές επιχειρήσεις (finance companies) πέτυχαν σημαντική αύξηση κερδών, οι επιχειρήσεις που ανήκουν στο χώρο της βιομηχανίας και αυτοκινητοβιομηχανίας δεν πέτυχαν καμιά μεταβολή, ενώ οι τράπεζες αντιμετώπισαν απώλειες όσον αφορά τον πλούτο των μετόχων κατά τη διάρκεια των δημοσίων ανακοινώσεων των εκδόσεων. Ένας περαιτέρω έλεγχος, εντούτοις, αποκάλυψε ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για τις τράπεζες συνδέονται στενά με την χρηματοοικονομική χαλάρωση για το τετράμηνο που προηγούνται από την ανακοίνωση της τιτλοποίησης. Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι οι δυνατές τράπεζες αντιμετωπίζουν αύξηση πλούτου, ενώ οι αδύναμες τράπεζες αντιμετωπίζουν απώλειες πλούτου με την κοινοποίηση της τιτλοποίησης.

²⁹ D. Jones, οπ.π., απ' όπου και οι παραπομπές, Donahoo K.K., Shaffer, S., 1991, Capital requirements and the securitization decision. Quarterly Review of Economics and Business 31 (4), 12 – 23, βλ. επίσης Greenbaum, S, Thakor, A., 1987, Bank funding models: securitization versus deposits, Journal of Banking and Finance 11(3), 379 – 401.

³⁰ D. Jones, οπ.π., απ' όπου και η παραπομπή, R. C., Merton, 1995, Financial innovation and the management and regulation of financial institutions, Journal of Banking and Finance 19, 461 – 481

³¹ C. T. Carlstrom K.A. Samolyk, 1995, Loan sales as a response to market – based capital constraints, Journal of Banking and Finance 19, 627 646

³² Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, Financial Institutions Management, 2003 McGraw-Hill, σελ. 731 επ.

³³ ibid

Επίσης, παραπλήσια μεταβίβαση κινδύνου γίνεται και στον κίνδυνο προπληρωμής που ενυπάρχει στα δάνεια που συνάπτουν οι τράπεζες, καθώς και ο κίνδυνος αυτός μεταβιβάζεται στους τελικούς κατόχους των τίτλων. Η σημασία αυτής της παραμέτρου μπορεί να αποδειχθεί και από το γεγονός ότι περισσότεροι πιστούχοι αποπλήρωσαν πρόωρα τις υποχρεώσεις τους εν σχέσει προς ό,τι προέβλεπαν τα μαθηματικά μοντέλα.

Τέλος, η τιτλοποίηση μπορεί να συντελέσει και στη μείωση του επιτοκιακού κινδύνου των Τραπεζών. Όταν τα δάνεια είναι πιο μακροπρόθεσμου χαρακτήρα απ' ό,τι οι πηγές κεφαλαίων της και κυρίως οι καταθέσεις που δέχεται (assets reprice before liabilities), τότε υπάρχει διαφορά στην διάρκεια των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Αυτή η μη ταύτιση διάρκειας (duration gap) μπορεί να έχει ολέθριες συνέπειες σε δυσμενείς κινήσεις των επιτοκίων. Με την τιτλοποίηση ο κίνδυνος αυτός μπορεί να εξαλειφθεί καθώς η Τράπεζα μπορεί να ρευστοποιήσει απαιτήσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα και να μειώσει την έκθεσή της στον επιτοκιακό κίνδυνο.

(iii) Έσοδα προμηθειών³⁴

Με την τιτλοποίηση όπως αναφέραμε πωλούνται απαιτήσεις της τράπεζας και αποκτάται ρευστότητα. Η ρευστότητα αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την απόκτηση ή σύναψη επιπροσθέτων δανείων ή άλλων απαιτήσεων με σκοπό την τιτλοποίηση. Βλέπουμε λοιπόν ότι μέσω αυτής της διαδικασίας επιτυγχάνεται μια πρόσθετη πηγή εσόδων για τον τραπεζικό οργανισμό που απορρέει από τις προμήθειες από τις πωλούμενες απαιτήσεις και πιθανώς από την εξυπηρέτηση αυτών των απαιτήσεων από την ίδια τράπεζα η οποία κατέχει τα συστήματα και την τεχνογνωσία για να το πραγματοποιήσει. Επιπρόσθετα πρέπει να τονιστεί ότι συγκρινόμενη με άλλες δραστηριότητες που αναπτύσσει, η πηγή αυτή εσόδων εμπεριέχει σχετικά μικρότερο ποσοστό κόστους και κινδύνου.

(iv) Αποδοτικότητα

Με τις μειωμένες απαιτήσεις που οι πιστωτικοί οργανισμοί αποκτούν στα χαρτοφυλάκιά τους οι δείκτες αποδοτικότητας παρουσιάζονται βελτιωμένοι. Για παράδειγμα η απόδοση επί των στοιχείων του ενεργητικού (ROA- Συνολικά Έσοδα / Σύνολο Ενεργητικού) βελτιώνεται διττά: τα έσοδα εξαιτίας των προμηθειών αυξάνονται, ενώ ο συνολικός όγκος του ενεργητικού μειώνεται.

(v) Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων³⁵

Τέλος, η τιτλοποίηση δίνει τη δυνατότητα στις τράπεζες να διαμορφώνουν τα χαρτοφυλάκια των δανείων τους ανάλογα με τις προσδοκίες και τις επιδιώξεις τους. Μέσω της διαδικασίας αυτής οι τράπεζες με την αγορά δανείων από άλλα ιδρύματα μπορούν να αυξήσουν τη θέση τους σε κάποιους τύπους δανείων ή να τη μειώσουν σε άλλους τύπους ανάλογα με τις προσδοκίες τους. Με τον τρόπο αυτό μπορούν να επιτύχουν την επίτευξη στρατηγικών όπως αύξηση μεριδίων της αγοράς, μεγιστοποίηση εσόδων, εξειδίκευση σε ορισμένους τύπους δανείων, διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου και μείωση κινδύνων.

1.3. ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ

Η τιτλοποίηση αποτελεί τα τελευταία χρόνια μια πολύ αξιόπιστη λύση για τις κυβερνήσεις προκειμένου να αποκτήσουν ρευστότητα χωρίς να χρειαστεί να καταφύγουν σε επιπρόσθετο δανεισμό. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης που πραγματοποιούνται από χώρες και δημοσίους οργανισμούς συνοψίζονται στα εξής³⁶ :

- i) εναλλακτική λύση της ιδιωτικοποίησης: κατ' αυτόν τον τρόπο αποκτάται ρευστότητα χωρίς να χαθεί στρατηγικός έλεγχος από κρίσιμους τομείς ή χωρίς να επηρεάζονται αρνητικά από δυσμενείς συνθήκες ή διάθεση μετοχών στο επενδυτικό κοινό.
- ii) απόκτηση νέων επενδύτων: οι φορείς που επενδύουν σε τιτλοποιήσεις είναι διαφορετικοί από τους αντίστοιχους των κεφαλαιαγορών διευρύνοντας την επενδυτική βάση.
- iii) Αποδοτικότητα: προκειμένου να τιτλοποιηθούν απαιτήσεις δημοσίων οργανισμών απαιτείται από τους θεσμικούς επενδυτές διαφάνεια και αποδοτικότητα. Έτσι, κατ' αυτόν τον τρόπο βοηθούνται οι δημόσιοι οργανισμοί ως προς τη λειτουργία τους.
- iv) Διαχείριση χρέους: Η διαχείριση χρέους επιτυγχάνεται διότι η τιτλοποίηση των απαιτήσεων δεν παρουσιάζεται στον προϋπολογισμό ως επιπλέον δανεισμός. Αυτό είναι σημαντικό πλεονέκτημα ιδιαίτερα για χώρες που υφίστανται έλεγχο στα οικονομικά τους μεγέθη και στους δείκτες.

Ο κύριος λόγος που οδήγησε στην χρήση των τιτλοποιήσεων είναι η άντληση κεφαλαίων, χωρίς την έκδοση ομολόγων του Δημοσίου, αφού η συνεχής προσφυγή στην κεφαλαιαγορά θα επέφερε εξάντληση των πιστωτικών γραμμών (Credit Lines) των θεσμικών επενδυτών με συνέπεια την αύξηση των περιθωρίων δανεισμού και επομένως την αύξηση του κόστους δανεισμού. Επιπλέον, στους προϋπολογισμούς των

³⁴ Πηγή Societe Generale

³⁵ Πηγή Societe Generale

³⁶ Πηγή Societe Generale

αντιστοίχων ετών εμφανίζονται τόσο τα έσοδα που προορίζονται για την πληρωμή των δαπανών των τιτλοποιήσεων όσο και οι πληρωμές που γίνονται γι' αυτόν το σκοπό. Επίσης όλα τα έσοδα που προεπισπράσσονται από τις τιτλοποιήσεις εμφανίζονται στους απολογισμούς των αντιστοίχων ετών³⁷.

1.4. ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Πολλοί είναι οι λόγοι για τους οποίους οι επενδυτές θα επιλέξουν τίτλους που οι χρηματορροές τους εξαρτώνται από απαιτήσεις που έχουν τιτλοποιηθεί. Ο πίνακας 1 συνοψίζει το είδος των επενδυτών που προτιμά αυτούς τους τίτλους.

Η τιτλοποίηση παρέχει στους επενδυτές τη δυνατότητα να επιλέξουν μια επένδυση με ποικίλα χαρακτηριστικά - εν σχέσει προς άλλους - που να περιέχει όλα εκείνα τα χαρακτηριστικά που ικανοποιούν επακριβώς τις ανάγκες τους. Σε αυτό συντελεί και το γεγονός ότι πολλές εκδόσεις τίτλων διαιρούνται συχνά σε υποκατηγορίες με διαφορετική - για παράδειγμα - διάρκεια ή διαφορετική σχέση απόδοσης κινδύνου και έτσι καθίσταται πιο εύκολη η απήχηση στις ανάγκες των επενδυτών. Πολύ σημαντικό είναι το γεγονός ότι οι τίτλοι που προέρχονται από το χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων που έχουν τιτλοποιηθεί, συνήθως προσφέρουν μεγαλύτερη ασφάλεια από άλλες εκδόσεις τίτλων (π.χ. ομολόγων) αντίστοιχης διαβάθμισης τόσο σε θέματα πτώχευσης όσο και σε περιπτώσεις μείωσης της πιστοληπτικής διαβάθμισης. Ο λόγος είναι ότι οι δομές της τιτλοποίησης όπως θα δούμε στη συνέχεια διαθέτουν τόσο ισχυρούς μηχανισμούς βελτίωσης της πιστοληπτικής διαβάθμισης, ώστε να εγγυώνται κατά κάποιον τρόπο την φερεγγυότητα της όλης διαδικασίας. Τέλος, πολύ σημαντικό πλεονέκτημα αποτελεί η τιτλοποίηση για τους επενδυτές αφού μέσω αυτής μπορεί να καταστεί δυνατή η παρουσία τους σε αγορές που το αντικείμενο της εργασίας τους δεν το επιτρέπει, όπως για παράδειγμα μια επενδυτική εταιρία να εισέλθει στην αγορά των στεγαστικών δανείων. Σε άλλη περίπτωση θα απαιτούνταν η δημιουργία αντίστοιχων τμημάτων υποδομής από τη εταιρία με συνέπεια πολλές φορές το υψηλό κόστος, και την αποτυχία επίτευξης του επιθυμητού στόχου εξαιτίας μη αποτελεσματικότητας στο συγκεκριμένο τομέα.

³⁷ Υπ. Οικονομίας και Οικονομικών, Γεν. Γραμμ. Δημ/κής Πολιτικής, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Γεν. Δ/ση Θησ/κίου και Προϋπ/σμού, Διεύθ. 49^η Χρηματοδοτικού Προγραμματισμού και Διαχείρισης Κρατικών Διαθεσίμων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗ ΤΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Στο δεύτερο κεφάλαιο εκτίθεται ο προβληματισμός του σταδίου β) Ανάλυση Αποπληρωμής: καθορισμός των πρωτογενών και δευτερογενών πηγών της αποπληρωμής και αξιολόγηση των απαιτήσεων (collateral), της εταιρείας που τιτλοποιεί (Originator) και του Διαχειριστή (Servicer) και γ) Τελική Διάρθρωση: εκτίμηση των ωφελειών και κινδύνων της συναλλαγής. Θα γίνει αναφορά στη φύση των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται με βάση τη διεθνή πρακτική και στην ανάλυση κινδύνου της δεξαμενής των απαιτήσεων, του μεταβιβάζοντος τις απαιτήσεις (Originator) και της Διαχειρίστριας (Servicer) που έχει ως σκοπό τον έλεγχο της δυνατότητας αποπληρωμής από την ίδια τη δεξαμενή των απαιτήσεων ή την προσφυγή σε τρίτα μέρη που θα προσφέρουν πιστωτική αναβάθμιση ή αναχρηματοδότηση (Μέγεθος Πιστωτικής Ενίσχυσης). Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι στη σύγχρονη πρακτική για λόγους έλλειψης οικονομίας κλίμακος υπάρχουν «δεξαμενές» ανομοιογενών απαιτήσεων (οι λεγόμενες πολλαπλές απαιτήσεις). Τέλος, θα γίνει αναφορά στο ζήτημα της επίπτωσης της τιτλοποίησης στην εναπομείνουσα περιουσία.

2.1. Φύση τιτλοποιήσιμων απαιτήσεων³⁸

Η ανάλυση των απαιτήσεων έχει μεγάλη σημασία στο χαρακτηρισμό της εξασφάλισης. Στη διαδικασία πρέπει να ελεγχθεί κατ' αρχήν αν οι απαιτήσεις είναι κατάλληλες για τιτλοποίηση, έτσι ώστε μέσω της τιτλοποίησης το ενεργητικό να μετατραπεί με τον ελάχιστο δυνατό τρόπο σε χρηματορροές.

2.1.1. Για τις Ιδιωτικού Δικαίου Επιχειρήσεις

Το 1983 η First Boston ολοκλήρωσε για πρώτη φορά μια διαδικασία τιτλοποίησης χρησιμοποιώντας ως εγγύηση πληρωμές χρηματοοικονομικής μίσθωσης. Οι τομείς των οποίων οι απαιτήσεις δύνανται να τιτλοποιηθούν είναι πολλοί (ενδεικτικά παρατίθενται στον πίνακα 2). Τα είδη των τιτλοποιήσιμων τίτλων για τις εμπορικές επιχειρήσεις εκτίθενται στον πίνακα 3. Είναι χαρακτηριστικό ότι δύνανται να τιτλοποιηθούν ακόμη και απαιτήσεις που δεν έχουν ορισμένο χαρακτήρα. Αρκεί να δύναται η αποτίμηση της απαίτησης να είναι οριστή, όπως για παράδειγμα τα πνευματικά δικαιώματα^{39,40}.

Το ζήτημα των τιτλοποιήσεων των απαιτήσεων στο ελληνικό σύστημα τιτλοποίησης με τους περιορισμούς που τίθενται από αυτό, εκτίθεται αναλυτικά στο οικείο κεφάλαιο (Κεφ. 4 Νομικό Πλαίσιο υπό τον τίτλο επιχειρηματικές απαιτήσεις.)

2.1.2. Για τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα

Τα είδη των απαιτήσεων που δύναται ένα πιστωτικό ίδρυμα να τιτλοποιήσει είναι αρκετά και πλέον πρακτικά δεν υπάρχει κανένας περιορισμός (βλ. πίνακα 4). Η πρώτη τιτλοποίηση πραγματοποιήθηκε στις ΗΠΑ το 1970 όταν ο Κυβερνητικός Οργανισμός για τα Στεγαστικά Δάνεια (GNMA) εξέδωσε τον πρώτο τίτλο με εγγύηση τα εν λόγω δάνεια. Τα δάνεια αυτά είναι πιστώσεις σε ιδιώτες για την απόκτηση κατοικίας⁴¹. Βέβαια, με βάση τη Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης τέτοιου είδους κρατικές «εγγυήσεις» εμπίπτουν στα άρθρα 92 και 93 περί αθέμιτου ανταγωνισμού θεωρούμενες ως κρατικές ενισχύσεις υπό μορφήν εγγυήσεων. Ο πρώτος αντίστοιχος τίτλος (CMO) εισήλθε στην αγορά το 1983 από τον επενδυτικό οργανισμό First Boston. Σήμερα τα στεγαστικά δάνεια είναι η πιο δημοφιλής κατηγορία τιτλοποίησης στην Ευρώπη με συνολικό όγκο το 2001 50 δισ. Ευρώ. Οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην ευρωπαϊκή αγορά τιτλοποιούν σε τακτικά χρονικά διαστήματα τα χαρτοφυλάκια στεγαστικών δανείων που διαθέτουν.

Η επόμενη κατηγορία απαιτήσεων που κατέστη αντικείμενο τιτλοποίησης είναι απαιτήσεις που προκύπτουν από τη διαδικασία χρηματοδοτικής μίσθωσης. Η First Boston ήταν αυτή που ολοκλήρωσε για πρώτη φορά μια διαδικασία τιτλοποίησης χρησιμοποιώντας ως εγγύηση πληρωμές χρηματοδοτικής μίσθωσης. Ένα χαρτοφυλάκιο τέτοιων απαιτήσεων μπορεί να περιλαμβάνει και απαιτήσεις ανομοιογενείς (όπως απαιτήσεις από αγορά ακινήτων, μηχανολογικό εξοπλισμό κ.α). Η τιτλοποίηση που πραγματοποιείται με αυτό το είδος των απαιτήσεων είναι πιο σύνθετη, επειδή η υποθήκη δεν μπορεί να μεταβιβαστεί εύκολα. Το ιταλικό τραπεζικό σύστημα το 2001 κατά πλειοψηφία χρησιμοποίησε αυτόν τον τρόπο τιτλοποίησης, αναμένεται όμως να ακολουθήσουν και οι υπόλοιπες ευρωπαϊκές τράπεζες⁴². Οι απαιτήσεις από τις

³⁸ Fabozzi, The Handbook of Fixed Income Securities, sixth edition, σελ. 549 επ.

³⁹ D. Rogers, J. Jameson, D. Yoong, Legal Considerations in Utility Stranded Cost Securitizations, χωρίς ημερομηνία, The Electricity Journal, πηγή Διαδίκτυο. Ο David Bowie έχει προχωρήσει σε τιτλοποίηση των εσόδων από τα μελλοντικά royalties.

⁴⁰ Ο David Bowie έχει προχωρήσει σε τιτλοποίηση των εσόδων από τα μελλοντικά royalties.

⁴¹ Fabozzi, ibid, σελ. 576

⁴² Πηγή Societe Generale

πιστωτικές κάρτες αντιπροσωπεύουν χαρτοφυλάκια που έχουν γνωρίσει μεγάλη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια. Μια άλλη κατηγορία τιτλοποίησης απαιτήσεων που έχει γνωρίσει ανάπτυξη ιδιαίτερα στον ευρωπαϊκό χώρο είναι οι απαιτήσεις από δάνεια για την αγορά αυτοκινήτου. Τα καταναλωτικά δάνεια αποτελούν ένα πολύ σημαντικό χαρτοφυλάκιο των τραπεζικών ιδρυμάτων, για το λόγο αυτό τα προσεχή χρόνια αναμένεται ο ρυθμός αύξησης τιτλοποιήσιμων της συγκεκριμένης κατηγορίας να συνεχίσει να αυξάνεται⁴³.

Τέλος, μια πολύ ενδιαφέρουσα κατηγορία απαιτήσεων που μπορεί να τιτλοποιηθεί είναι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (non performing loans). Οι απαιτήσεις αυτές αφορούν κατά κύριο λόγο στεγαστικά δάνεια τα οποία δεν έχουν αποπληρωθεί. Η ρευστοποίηση θα οδηγήσει στην απόκτηση ρευστότητας και στη βελτίωση των μεγεθών του ισολογισμού και όλων των αντίστοιχων δεικτών. Επιπλέον το τραπεζικό ίδρυμα θα μειώσει σημαντικά το κόστος της, αφού η παρακολούθηση των ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων απαιτεί πόρους, ενώ επικεντρώνει τις εργασίες σε πιο παραγωγικούς στόχους. Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται για τη δόμηση της διαδικασίας τιτλοποίησης αυτής της κατηγορίας απαιτήσεων αναπτύχθηκαν στις ΗΠΑ στα τέλη της δεκαετίας του 1980 μετά την κρίση των Οργανισμών Καταθέσεων και Δανείων (Savings & Loans Organizations). Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 οι τεχνικές αυτές χρησιμοποιήθηκαν στην Ιταλία η οποία αντιμετώπιζε το πρόβλημα της καθυστέρησης πληρωμών στη συγκεκριμένη κατηγορία δανείων και της ύφεσης στην αγορά των ακινήτων. Στα τέλη της ίδιας δεκαετίας οι τεχνικές μεταφέρθηκαν στην ανατολική Ασία όπου παρατηρήθηκε κατάρρευση της αγοράς ακινήτων. Οι τίτλοι που εκδίδονται είναι εγγυημένοι από τις χρηματορροές που απορρέουν από τις απαιτήσεις, ενώ σε άλλες περιπτώσεις οι χρηματορροές απορρέουν από τη ρευστοποίηση των εγγυήσεων (δηλαδή τη μεταπώληση των κατοικιών). Αν και μια τέτοια διαδικασία τιτλοποίησης φαίνεται μη ελκυστική, εντούτοις ενδέχεται να αξιολογηθεί από τις εταιρείες με την υψηλότερη βαθμολογία (AAA), ενώ το κόστος χρηματοδότησης είναι σημαντικά χαμηλότερο από τις προβλέψεις της Τράπεζας⁴⁴.

2.1.3. Για τους Δημόσιους Οργανισμούς

Το είδος των απαιτήσεων που μπορούν να τιτλοποιηθούν είναι ποικίλο και δεν υπάρχει κανένας περιορισμός αρκεί να τηρούνται οι γενικές προϋποθέσεις (όπως θα εκτεθούν κατωτέρω). Ενδεικτικά, οι απαιτήσεις αυτές μπορούν να περιλαμβάνουν μελλοντικές εισπράξεις λαχνών, μερίσματα από εταιρίες κρατικού ελέγχου, εισοδήματα από μουσεία και αρχαιολογικούς χώρους, εισφορές από κοινωνική ασφάλιση, έσοδα από εξαγωγές, έσοδα από μελλοντικούς λογαριασμούς κοινής ωφελείας, έσοδα από «αποζημιωτικού» χαρακτήρα δίδακτρα των Πανεπιστημίων. Στον πίνακα 5 συνοψίζονται όλες οι τιτλοποιήσεις που έχει πραγματοποιήσει η Ελλάδα. Όπως μπορεί να διαπιστωθεί και οι τέσσερις έλαβαν χώρα τη διετία πριν αποφασιστεί η τελική ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ.

Αυτό που πρέπει να τονιστεί είναι ότι EURO STAT, η ευρωπαϊκή υπηρεσία στατιστικής, τους τελευταίους μήνες του 2002 αποφάσισε ότι οι τιτλοποιήσεις που πραγματοποιήθηκαν από την Ελληνική Κυβέρνηση αποτελούν μέρος του δημοσίου χρέους για τον λόγο ότι οι τιτλοποιήσεις αυτές έχουν την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου. Συνεπώς, ο μη ξεκάθαρος διαχωρισμός μεταξύ εκχωρητή απαιτήσεων και των απαιτήσεων αυτών καθ' αυτές έχει ως αποτέλεσμα τον λογισμό της διαδικασίας ως δανεισμό αφού ο κίνδυνος δεν έχει εξαλειφθεί. Βέβαια, το όφελος που είχε η Ελλάδα δίνοντας κρατική εγγύηση στις συγκεκριμένες διαδικασίες είναι ότι εξασφάλισε χαμηλότερο περιθώριο απ' ό,τι θα ήταν σε διαφορετική περίπτωση.

2.2. Έλεγχος Αξιολόγηση Κινδύνου – Ποιοτική & Ποσοτική Ανάλυση

Η αξιολόγηση κινδύνου για τη διαδικασία της τιτλοποίησης έχει δυσπρόστατο χαρακτήρα: έναν ποσοτικό και έναν ποιοτικό. Καμιά από τις δυο δεν δύναται να αυτονομηθεί, αφού η αλληλεπίδραση είναι αποφασιστική. Αν τα ποσοτικά χαρακτηριστικά των χρηματορροών μεταβληθούν, τότε η δομή της τιτλοποίησης μεταβάλλεται, ενώ αν διαπιστωθεί πρόβλημα στη διοίκηση του χαρτοφυλακίου από τον αρμόδιο φορέα, οι χρηματορροές δύναται να κριθούν ανεπαρκείς. Για το λόγο αυτόν κρίνεται αναγκαίος ο έλεγχος των απαιτήσεων, του οργανισμού που εκδίδει τους τίτλους (Originator) και του Διαχειριστή (Servicer).

2.2.1. Ανάλυση κινδύνου των απαιτήσεων προς τιτλοποίηση (collateral)

Η ανάλυση κινδύνου των απαιτήσεων προς τιτλοποίηση περιλαμβάνει τα εξής στάδια⁴⁵:

- α) προσδιορισμό των ιδιαίτερων μεταβλητών των απαιτήσεων
- β) εκτίμηση της «δεξαμενής» των απαιτήσεων

⁴³ BARCLAYS CAPITAL RESEARCH, William Lloyd, "A Brewing Storm? Securitisation Research", 2002, σελ. 100

⁴⁴ Special Report, Current Issues in Securitisation., Sweet & Maxwell Ltd, 2002, σελ. 8

⁴⁵ επεξεργασμένα στοιχεία με πηγή Fabozzi, The Handbook of Fixed Income Securities, sixth edition, σελ. 549 επ.

γ) σενάρια ελέγχου κινδύνου (stress scenarios)

δ) καθορισμός των επιπέδων ζημιών

Κατ' αρχήν οι απαιτήσεις που αποτελούν τη «δεξαμενή» εξετάζονται λεπτομερώς. Σημαντικό στοιχείο φερεγγυότητας αποτελούν και επιμέρους χαρακτηριστικά των απαιτήσεων, όπως η φύση των απαιτήσεων (στεγαστικά, καταναλωτικά δάνεια κλπ), η κατάσταση της χώρας στην οποία εκδίδονται (sovereign risk) και ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των απαιτήσεων. Τέλος, η ανάλυση επικεντρώνεται σε σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις υποχρεώσεις τους και δίνεται μεγάλη έμφαση στην εκτίμηση του μεγέθους των ζημιών στην περίπτωση που κάποιοι πιστούχοι δεν είναι σε θέση να ανταποκριθούν σ' αυτές.

Σε όλη αυτή τη διαδικασία λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος της χώρας⁴⁶. Οι εταιρίες αξιολόγησης είναι γεγονός ότι λαμβάνουν κατά προτεραιότητα υπόψη την πιστωτική διαβάθμιση της χώρας προτού καθορίσουν την πιστωτική διαβάθμιση μιας εταιρίας που εδρεύει σε αυτήν. Κανόνα αποτελεί συνήθως ότι η πιστωτική διαβάθμιση της χώρας πρέπει να είναι σε κάθε περίπτωση ανώτερη από τις αντίστοιχες των εταιριών που εδρεύουν σ' αυτές. Για το λόγο αυτό είναι λογικό να ισχύει το ίδιο και για την τιτλοποίηση. Η τιτλοποίηση δεν μπορεί να ξεπεράσει την εθνική διαβάθμιση της χώρας. Εξαίρεση στον κανόνα αποτελεί η περίπτωση που ένας τρίτος φορέας που δεν εδρεύει στην ίδια χώρα εγγυάται τις πληρωμές όπως για παράδειγμα μια τράπεζα ή μια ασφαλιστική εταιρία. Το νόμισμα στο οποίο θα εκδοθούν οι απαιτήσεις συμβάλλει στο αποτέλεσμα της τελικής πιστωτικής διαβάθμισης. Όταν οι απαιτήσεις είναι σε ξένο νόμισμα, τότε σημαντική παράμετρο αποτελεί ο κίνδυνος που προέρχεται από την μεταβολή της συναλλαγματικής συνομιλίας. Για το λόγο αυτό κατά κανόνα οι δομές που περιλαμβάνουν ξένο νόμισμα είναι χαμηλότερης πιστωτικής διαβάθμισης από αντίστοιχες εγχώριου νομίσματος κατά περίπτωση.

α) *προσδιορισμός των ιδιαίτερων μεταβλητών των απαιτήσεων*. Για κάθε είδος απαίτησης επιλέγονται κάποιες μεταβλητές που έχουν να κάνουν με τη φύση των απαιτήσεων.

Για παράδειγμα, όσον αφορά τις πιστωτικές κάρτες, οι μεταβλητές είναι το Portfolio yield, τα charge-offs, οι μηνιαίες πληρωμές⁴⁷.

β) *εκτίμηση της «δεξαμενής» των απαιτήσεων - ποιότητα των απαιτήσεων*. Πρώτα από όλα ένα σημαντικό στοιχείο είναι οι απαιτήσεις να είναι ομοιογενείς και να υπάρχουν δεδομένα αρκετών ετών τουλάχιστον, ώστε να είναι δυνατόν να λαμβάνονται ιστορικά δεδομένα. Συνήθως τα στοιχεία που απαιτούνται είναι τριών έως πέντε ετών, τα οποία τα παρέχουν βέβαια οι ίδιες οι εταιρίες. Για το λόγο αυτό είναι πολύ σημαντικό οι εταιρίες να διαθέτουν υψηλής ποιότητας λειτουργία των εσωτερικών διαδικασιών. Περαιτέρω, οι απαιτήσεις ελέγχονται ως προς τη γεωγραφική και δημογραφική διασπορά τους. Και τούτο απαιτείται διότι αν υπάρχουν διάφορα είδη απαιτήσεων, επιλέγονται αυτά που φαίνονται καταλληλότερα από πλευράς όγκου και απόδοσης, για παράδειγμα επειδή οι χρηματικές ροές στο χαρτοφυλάκιο ενός είδους απαιτήσεων δύνανται να καλύψουν περισσότερες φορές τις εκτιμώμενες απώλειες, ή επειδή οι άλλες κατηγορίες απαιτήσεων είναι πολύ μικρού μεγέθους για τιτλοποίηση. Αυτό συμβαίνει διότι η ποιότητα των απαιτήσεων επηρεάζει την ποιότητα και το χρόνο πληρωμής. Οποιαδήποτε αλλαγή θα είχε επίπτωση στην ποιότητα του collateral.

γ) *έλεγχος των επιπέδων κινδύνου*: Οι εταιρίες αξιολόγησης ελέγχουν τον τρόπο που κάθε μια μεταβλητή (για παράδειγμα στην περίπτωση των πιστωτικών καρτών την απόδοση του χαρτοφυλακίου, το μηνιαίο ρυθμό πληρωμής, τα chargeoffs και το purchase rate) θα συμπεριφερθεί σε ένα οικονομικό περιβάλλον υπό κανονικές συνθήκες υποθέτοντας ότι δεν υπάρχουν νέες απαιτήσεις. Ο έλεγχος αυτός στηρίζεται στην ιστορική απόδοση και διακύμανση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του χαρτοφυλακίου, περιλαμβάνοντας ουσιαστικά την ανάλυση καθυστέρησης πληρωμών, τη στατική ανάλυση της «δεξαμενής» των απαιτήσεων, τον έλεγχο της εποχικότητας και την προπληρωμή.

ι) Η στατική ανάλυση: Με τη στατική ανάλυση⁴⁸ μπορεί να γίνει διακριτός ο όγκος των απαιτήσεων που συνήφθησαν σε κάθε έτος και τι ποσοστό από αυτές έγιναν ληξιπρόθεσμες τα επόμενα έτη. Ωστόσο, η σύγκριση μεταξύ των ζημιών που απορρέουν από κάθε χρονολογία έκδοσης των απαιτήσεων, πρέπει να γίνει πολύ προσεκτικά αφού κάθε νεώτερη κατηγορία έχει μικρότερο «στατιστικό παρελθόν» από τις προηγούμενες. Όσο πιο πρόσφατο είναι το χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων, τόσο λιγότερες θα είναι οι πραγματοποιηθείσες ζημιές, κάτι που απαιτεί προβλέψεις μελλοντικών ζημιών. Ένα σημαντικό μειονέκτημα που παρουσιάζει η στατική ανάλυση είναι ότι τα ιστορικά στοιχεία πολλές φορές δεν αποτελούν σωστή βάση για την πρόβλεψη των μελλοντικών δεδομένων. Για παράδειγμα, είναι δυνατόν προβλήματα της διαδικασίας σύναψης των απαιτήσεων που υπήρχαν στο παρελθόν να έχουν εξαλειφθεί, πιο ελαστικά κριτήρια να έχουν πλέον

⁴⁶ για διεξοδικότερη μελέτη βλ. Gabriel Torres, Jill Zelter, Rating Securitizations Above the Sovereign,, πηγή Internet, και Fabozzi, The Handbook of Fixed Income Securities, sixth edition, σελ.537 - 538

⁴⁷ Fabozzi, ibid, σελ. 748-749

⁴⁸ Fabozzi, ibid, σελ. 796 – 797 και 847 – 852

προσαρμοστεί ανάλογα, η φάση της οικονομίας (πιθανή μεγάλη οικονομική ύφεση/άνθηση) κατά την εποχή σύναψης των απαιτήσεων είναι πιθανόν να έχει μεταβληθεί καταλυτικά.

ii) Η εποχικότητα: Στο ζήτημα αυτό λαμβάνεται υπόψη ο ρόλος της εποχικότητας. Οι απαιτήσεις που παρουσιάζουν εποχικότητα έχουν μεγάλη σημασία στον έλεγχο των απαιτήσεων και πρέπει κάθε φορά να ελέγχεται αφού η εποχικότητα δεν παρουσιάζεται πάντα αυτονόητα. Για παράδειγμα δύναται ένας κλάδος να παρουσιάζει εποχικότητα, όπως είναι ο κλάδος των παιχνιδιών, αλλά για ένα άλλο κλάδο να μην είναι αυτονόητο. Ας υποθέσουμε ότι μια τράπεζα διαθέτει ένα χαρτοφυλάκιο με προσωπικά δάνεια που έχουν συναφθεί εδώ και αρκετά χρόνια (χωρίς να χαρακτηρίζονται από εποχικότητα) όπου οι ζημίες προσεγγίζουν το 5% ετησίως. Ωστόσο ας υποθέσουμε ότι μπορεί να αποδειχθεί ότι τα δάνεια που συνήφθησαν τους τελευταίους 6 μήνες παράγουν ζημίες μόνο 3%. Αυτό το χαρακτηριστικό καθιστά το χαρτοφυλάκιο πιο ελκυστικό για να τιτλοποιηθεί αφού ένα περιθώριο του 10% καλύπτει πλέον τις μέσες ζημίες περισσότερο από τρεις φορές και όχι μόνο δυο, όπως στην περίπτωση των προηγούμενων δανείων. Είναι λοιπόν πολύ σημαντική η εξέταση των απαιτήσεων για την ύπαρξη εποχικότητας μεταξύ αυτών, αφού όπως διαπιστώσαμε η ύπαρξή της μπορεί να καταστήσει ένα χαρτοφυλάκιο απαιτήσεων λιγότερο ή περισσότερο ελκυστικό. Η εξέταση των απαιτήσεων όσον αφορά την ύπαρξη εποχικότητας μπορεί να αναζητηθεί με βάση όχι μόνο τη χρονολογία σύναψης, αλλά και με βάση άλλα δεδομένα όπως το μέγεθος του δανείου, τη γεωγραφική κατανομή και πιθανώς άλλες παραμέτρους.⁴⁹

iii) Η προπληρωμή:⁵⁰ Ένα από τα πολύ σημαντικά ζητήματα που ελέγχονται είναι ο κίνδυνος προπληρωμής των απαιτήσεων, δηλαδή η πρόωρη εξόφληση της υποχρέωσης από τους πιστούχους πριν από τη λήξη του δανείου, είτε λόγω αύξησης της τάσης προπληρωμής είτε λόγω αναχρηματοδότησης, ο οποίος κυρίως υπάρχει στην περίπτωση τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων.

Η τάση προπληρωμής, δηλαδή η τάση των πιστούχων να προπληρώνουν την υποχρέωσή τους, εξαρτάται από πολύπλοκους παράγοντες όπως το επίπεδο των τιμών των κατοικιών, το ποσό του δανείου, τα μεγέθη της οικονομίας και αρκετούς άλλους που δεν μπορούν να προσδιοριστούν με ακρίβεια.

Το ζήτημα της αναχρηματοδότησης ανακύπτει όταν η μείωση των επιτοκίων των νέων στεγαστικών δανείων, δημιουργεί κίνητρο για τους παλαιούς πιστούχους να αναχρηματοδοτήσουν τα υφιστάμενα δάνειά τους. Θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι οι τράπεζες έχουν θεσπίσει ποινές προπληρωμής, καθώς και ότι οι νέες χρηματοδοτήσεις απαιτούν νέα έξοδα για να εκδοθούν. Γι' αυτό θα πρέπει να υπάρχει ικανοποιητική μεταβολή των επιτοκίων προκειμένου να υπάρξει αύξηση του ρυθμού προπληρωμής από την πλευρά των πιστούχων.

Όταν $Y > r$ (όπου Y είναι το επιτόκιο που απαιτούν οι επενδυτές για ένα ομόλογο στην αγορά με παρόμοια χαρακτηριστικά κινδύνου και αποδόσεων) ο ρυθμός προπληρωμής είναι μικρός και οφείλεται σε καθημερινούς παράγοντες όπως γάμοι, διαζύγια κλπ. Ακόμη και όταν $Y < r$, ο ρυθμός αυτός παραμένει σε χαμηλά επίπεδα εξαιτίας των εξόδων που αναφέρθηκε ότι υπάρχουν. Όταν όμως το επιτόκιο πέσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ο ρυθμός προπληρωμής των δανείων αυξάνει σημαντικά.

Η προπληρωμή των δανείων επηρεάζει άμεσα τις ροές των δανείων. Αν υποθεθεί ότι δεν υπάρχει προπληρωμή των δανείων από τους πιστούχους, τότε το χαρτοφυλάκιο των στεγαστικών αποδίδει το ίδιο κάθε μήνα. Στην περίπτωση όμως που υπάρχουν προπληρωμές από τους πιστούχους, η κατανομή των χρηματοροών είναι διαφορετική. Για παράδειγμα οι ροές μπορεί να κορυφώνονται τον 60ό μήνα, κάτι που αντανακλά πρόωρες πληρωμές από κάποιους πιστούχους και ότι ενώ το χαρτοφυλάκιο των στεγαστικών δανείων αποτελείται από 1000 δανειολήπτες, στην περίπτωση αυτή έχουν παραμείνει μόνο 700. Επίσης όπως είναι φυσικό οι ροές του χαρτοφυλακίου τον 360ό μήνα είναι μειωμένες σε πολύ μεγάλο βαθμό.

Οι επενδυτές που ενδιαφέρονται να τοποθετήσουν κεφάλαιά τους σε ομόλογα που προέρχονται από τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων, πρέπει να λάβουν υπόψη τους τον παράγοντα προπληρωμής πριν αποτιμήσουν την πραγματική αξία και τον πραγματικό κίνδυνο της επένδυσής τους, λαμβάνοντας υπόψη ένα από τα διάφορα μοντέλα υπολογισμού του ρυθμού προπληρωμής⁵¹.

Στη συνέχεια τα αποτελέσματα του σεναρίου υπό κανονικές συνθήκες αποτελούν την αφετηρία για την εφαρμογή διαφόρων σεναρίων κινδύνου. Η κάθε μια μεταβλητή της «δεξαμενής» των απαιτήσεων ελέγχεται σε διάφορα σενάρια κινδύνου που βασίζονται στα επίπεδα πιστοληπτικής διαβάθμισης (π.χ. AAA, A, BBB⁵²).

⁴⁹ Πηγή Shaw Zoe, "PRACTICAL INTRODUCTION TO SECURITIZATION", EUROMONEY BOOKS, 1996

⁵⁰ Fabozzi, ibid, σελ. 796 – 797 και 847 – 852 και Anthony Saunders και Marcia Millon Cornett Financial Institutions Management, fourth edition, McGraw Hill σελ. 733 επ.

⁵¹ Ο αναγνώστης για περισσότερες λεπτομέρειες, που εκφεύγουν βέβαια των σκοπών της παρούσας, μπορεί να ανατρέξει στο Fabozzi, F.J., The Handbook of Mortgage-Backed Securities., 5th edition, McGraw Hill, 2001

⁵² Πηγή Fitch, διαδίκτυο και Fabozzi, The Handbook of Fixed Income Securities, sixth edition, σελ. 672 - 673

Για παράδειγμα όσον αφορά τις επιχειρηματικές απαιτήσεις (trade receivables) ελέγχονται μηνιαία δεδομένα 3 – 5 ετών ως προς τα εξής στοιχεία :

i) γεγονός καταγγελίας (default): ελέγχεται ο λόγος ζημιών (loss ratio), δηλαδή ο λόγος ποσό των απαιτήσεων που καταγγέλλονται σε περίοδο ενός μηνός προς το επίπεδο πωλήσεων σε περίοδο ενός μηνός. Ο λόγος ζημιών χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της πιστωτικής ενίσχυσης.

ii) Dilution. Ως dilution νοείται η αξία των ομολογιών που εκδίδεται λόγω κακής εκτίμησης τιμολόγησης των απαιτήσεων ή λόγω κακής ποιότητας των απαιτήσεων. Υπολογίζεται διότι το αποτέλεσμα του dilution είναι η εκμηδένιση της αξίας των απαιτήσεων που χρηματοδοτούνται. Γι' αυτό και το dilution καλύπτεται είτε από την πιστωτική ενίσχυση είτε από την παροχή ρευστότητας.

δ) καθορισμός των ζημιών: Ο έλεγχος των επιπέδων κινδύνου καθορίζεται από την ποιότητα και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των απαιτήσεων καθώς και την πιθανότητα διακύμανσης των επιτοκίων και ταυτόχρονα καθορίζει την επιλογή της πρόωρης αποπληρωμής, τις πρόσθετες χρηματορροές μέχρι την πλήρη αποπληρωμή των τίτλων μέσω τις πιστωτικής αναβάθμισης (Πηγή Fitch, διαδίκτυο).

Πιο κάτω εκτίθεται η παραπάνω διαδικασία για την περίπτωση που ο ενδιαφερόμενος οργανισμός επιθυμεί να τιτλοποιήσει πιστωτικές κάρτες⁵³.

Στην προκειμένη περίπτωση οι κάρτες διαχωρίζονται σε γενικής χρήσεως (VISA/MasterCard) και «άλλου τύπου» πιστωτικές κάρτες. Στην κατηγορία των VISA/MasterCard περιλαμβάνονται οι affinity cards (κάρτες μελών που έχουν κοινά ενδιαφέροντα, όπως αθλήματα, χόμπυ, σχολεία), οι Co- branded cards (κάρτες που εκδίδουν τράπεζες και χορηγοί με σκοπό την ανταμοιβή), οι Secured cards (κάρτες που απαιτούν ένα διαθέσιμο υπόλοιπο με σκοπό την προστασία έναντι ζημιών). Στην κατηγορία των «άλλου τύπου» πιστωτικών καρτών περιλαμβάνονται οι discover cards (κάρτες γενικής χρήσεως που δεν ανήκουν στις VISA/MasterCard), οι Retail/Private label cards που εκδίδονται από ένα τμήμα της Τράπεζας και κάρτες ταξιδιωτικές ή αναψυχής (π.χ. Amex, Diners Club).

Ο προσδιορισμός των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των καρτών αφορά τα ακόλουθα ζητήματα:

- Scores της πιστωτικής κάρτας
- underwriting standards (delinquencies, charge-offs, credit limits)
- πιστωτικά όρια
- γεωγραφική και δημογραφική διαφοροποίηση
- τύπο της κάρτας
- εποχικότητα
- την απάτη
- χρησιμοποίηση δελεαστικών επιτοκίων

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά λαμβάνονται υπόψη για τους παράγοντες ελέγχου των χρηματορροών που είναι:

- της απόδοσης του χαρτοφυλακίου: που σχετίζονται με σταθερές ή κυμαινόμενες APR χρεώσεις, ετήσιες προμήθειες, καθυστερημένες πληρωμές και προμήθειες από εκτός ορίων γραμμές
- το μηνιαίο ρυθμό πληρωμής
- την ευελιξία του εκδότη να ορίζει εκ νέου τα επιτόκια των καρτών
- πληρωμές μεταξύ εκδότριας εταιρίας και οργανισμού καρτών

Με βάση τα παραπάνω υπολογίζεται το Steady Case Stress Scenario. Στον πίνακα 6 δίδεται ένα παράδειγμα Steady Case Stress Scenario στην περίπτωση τιτλοποίησης πιστωτικών καρτών.

Στη συνέχεια συγκρίνεται το Steady Case Σενάριο με το πραγματικό. Στον πίνακα 7 δίδεται ένα παράδειγμα σύγκρισης Steady Case Σενάριο με το πραγματικό.

Έπειτα καταγράφονται τα βασικά χαρακτηριστικά του προς έκδοση ομολογιακού δανείου. Στον πίνακα 8 δίδονται τα βασικά δεδομένα του ομολογιακού δανείου που προκύπτει από την τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών.

Στον πίνακα 9 δίδονται τα βασικά δεδομένα της δομής.

Στη συνέχεια γίνεται ένας έλεγχος των stress scenarios σύμφωνα βέβαια με το Default Model που χρησιμοποιείται από κάθε εταιρία αξιολόγησης. Στον πίνακα 10 εκτίθεται αναλυτικά παράδειγμα τα αποτελέσματα ενός Stress Scenario και πώς έχει προκύψει (πίνακας 11)

Τέλος στον πίνακα 12 δίδονται παράδειγμα για τα αποτελέσματα (για fixed και floating levels) που η εταιρία αξιολόγησης εκτιμά ότι πρέπει να υπάρχει προκειμένου να υπάρξει deal.

Από τους παραπάνω πίνακες βγαίνει το αποτέλεσμα για το ποσό της Πιστωτικής Ενίσχυσης που απαιτείται (Πίνακας 13).

Η διαδικασία βέβαια για τον έλεγχο του μεγέθους της πιστωτικής ενίσχυσης διαφοροποιείται όπως έχει ήδη επισημανθεί ανάλογα με τη φύση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων. Για παράδειγμα στις επιχειρηματικές απαιτήσεις (trade receivables) η πιστωτική ενίσχυση εξαρτάται από το Dynamic Reserve αφαιρουμένων των

⁵³ Fabozzi, ibid, σελ. 744 – 756) καθώς επίσης και Harvard Business School, “American Express TRS Charge Card Receivables, Case Study, December 1994

ζημιών και του dilution⁵⁴. Ως Dynamic Reserve νοείται το αποθεματικό ζημιών πλέον του αποθεματικού για το dilution πλέον του αποθεματικού κόστους διακράτησης (δηλαδή τόκοι και έξοδα grosso modo).

Το Αποθεματικό Ζημιών (Loss Reserve) αποτελείται από τα εξής στοιχεία:8

- i) Πολλαπλασιαστή της πιστοληπτικής διαβάθμισης (Rating Multiplier). Ο πολλαπλασιαστής προσθέτει ένα ποσοστό που έχει να κάνει με το stress scenario προκειμένου να επιτευχθεί η επιθυμητή πιστοληπτική διαβάθμιση
- ii) Το λόγο καταγγελίας (Default Ratio): ταυτίζεται περίπου με το ποσοστό ζημιών και είναι το μεγαλύτερο για το διάστημα που διανύθηκε στους τελευταίους 12 μήνες. (υπολογίζοντας τους 3 μεγαλύτερους μήνες).
- iii) Default Horizon Stress: ποσοτικοποιεί το ποσό των απαιτήσεων που πιθανώς να μην εισπραχθούν. Έτσι, αν για παράδειγμα η παραγωγή απαιτήσεων παραμένει σταθερή και υπολογίζεται ανά μήνα, το stress υπολογίζεται επί 4.
- iv) Παράγοντας των όρων πληρωμής (Payment Terms Factor): ρυθμίζει το horizon stress αν οι όροι πληρωμής διακυμαίνονται και το ενσωματώνει στο υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο.
- v) Παράγοντας Διακύμανσης Γεγονότων Καταγγελίας (Default Volatility Factor): προστατεύει τον επενδυτή από τις ανωμαλίες (spikes) που δημιουργούνται ύστερα από μια σχετικά σταθερή περίοδο πληρωμών.

Το Αποθεματικό για το Dilution (Dilution Reserve) αποτελείται από τα εξής στοιχεία:

- i) Πολλαπλασιαστής πιστοληπτικής αναβάθμισης (Rating Multiplier). Ο πολλαπλασιαστής προσθέτει ένα ποσοστό που έχει να κάνει με το stress scenario προκειμένου να επιτευχθεί η επιθυμητή πιστοληπτική διαβάθμιση. Για παράδειγμα για το Rate AAA είναι 2,5, για το AA είναι 2,25 και για το A είναι 2.
- vi) Το λόγο Dilution (Dilution Ratio): για μέση περίοδο 12 μηνών είναι ο λόγος του Dilution που υφίσταται προς τις πωλήσεις στον ίδιο χρόνο που προκαλούν dilution.
- vii) Dilution Horizon Stress: ποσοτικοποιεί το ποσό των απαιτήσεων που είναι πιθανό να υποστεί dilution και το ενσωματώνει στο υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο.
- viii) Παράγοντας των όρων πληρωμής (Payment Terms Factor): ισχύουν mutatis mutandis τα όσα αναφέρθηκαν στο Default.
- ix) Παράγοντας Διακύμανσης Καταγγελίας (Default Volatility Factor): σκοπεύει στην προστασία του επενδυτή από ζημίες που οφείλονται στο dilution στις περιπτώσεις που υπάρχει περίπτωση πρόωρης προπληρωμής (wind-down scenario), ακόμη και μετά από μια περίοδο σχετικά σταθερού dilution.

2.2.1.1. Μια ιδιαίτερη κατηγορία: οι πολλαπλές απαιτήσεις

Μια σχετικά καινούρια τάση αποτελεί η πρακτική της τιτλοποίησης πολλαπλών διαφορετικών απαιτήσεων. Αυτό γίνεται κατά κύριο λόγο όταν το μέγεθος της «δεξαμενής» των απαιτήσεων δεν είναι ικανοποιητικά μεγάλο ώστε να μπορεί να στηρίξει τιτλοποίηση. Οι απαιτήσεις αυτές μπορεί να είναι οποιασδήποτε μορφής και να προέρχονται από διαφορετικούς εκχωρητές. Αυτό ίσως είναι και μια ελκυστική λύση για τους ίδιους τους εκχωρητές οι οποίοι, δεδομένου ότι είναι μικρού μεγέθους εταιρίες, έχουν μικρό περιθώριο δανεισμού από τον τραπεζικό κλάδο με μεγάλο κόστος χρηματοδότησης τις περισσότερες φορές.

Ο τρόπος που γίνεται αυτή η διαδικασία είναι ο εξής: ιδρύεται μια ΕΕΣ που αγοράζει από τους εκχωρητές τις απαιτήσεις τους. Η τιμή κάθε χαρτοφυλακίου απαιτήσεων διαμορφώνεται ανάλογα με τα επιμέρους χαρακτηριστικά όπως για παράδειγμα τον πιστωτικό κίνδυνο. Στη συνέχεια εκδίδονται τίτλοι οι οποίοι πωλούνται στο επενδυτικό κοινό με ανάλογα με τα δεδομένα αντίστοιχη απόδοση. Φορέας εξυπηρέτησης των χαρτοφυλακίων των απαιτήσεων παραμένουν στις περισσότερες περιπτώσεις οι ίδιοι οι εκχωρητές.⁵⁵

Η συγκεκριμένη διαδικασία της τιτλοποίησης μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα χρήσιμη για την Ελλάδα δεδομένου ότι υπάρχουν πολλές εταιρίες που δεν διαθέτουν τον απαραίτητο όγκο χαρτοφυλακίου προκειμένου να προβούν από μόνοι τους σε τιτλοποίηση.

2.2. 2. Ανάλυση κινδύνου του οργανισμού που «παράγει» τις απαιτήσεις (Originator)

Όπως έχει ήδη ειπωθεί στην εισαγωγή, ο Originator είναι ο οργανισμός που «παράγει» (είτε άμεσα είτε μέσω αγοράς). Στη διάρθρωση της τιτλοποίησης, ο Originator κατ' ουσίαν είναι αυτός που ωφελείται από την τιτλοποίηση και στον οποίο κατευθύνονται τα έσοδα από την έκδοση των ομολογιών. Στο ελληνικό δίκαιο ο Originator ταυτίζεται με τον Μεταβιβάζοντα, όπως θα δούμε και στο οικείο κεφάλαιο. Περαιτέρω, ο Originator δύναται να τηρεί και τους ακόλουθους ρόλους: να δημιουργεί πρόσθετο ενεργητικό για την εξυπηρέτηση της συναλλαγής, να έχει λειτουργίες Servicer, να αναλαμβάνει ρόλους επαναγοράς των

⁵⁴ Πηγή Διαδίκτυο, Fitch

⁵⁵ DEMICA PLC, Multi – asset Class Financing, 9/2001

υποχρεώσεων. Για το λόγο αυτό ελέγχεται η εμπειρία του στη δημιουργία ενός συγκεκριμένου τομέα απαιτήσεων, η ικανότητά του να συνεχίσει να παράγει ενεργητικό με συνεπή ποιότητα καθώς και η δυνατότητά του να λειτουργεί ως servicer. Ο έλεγχος περιλαμβάνει:

- α) την εμπορική του βιωσιμότητα, δηλαδή τη θέση του στην αγορά και τη στρατηγική του, την ποιότητα των προϊόντων που προσφέρει, τον εσωτερικό έλεγχο και τη συμμόρφωση με τη νομοθεσία. Ένα άλλο ζήτημα είναι η δυνατότητα επέκτασής του σε νέους τομείς, η ικανότητά του να αντιμετωπίζει συνθήκες δύσκολες, όπου το ενεργητικό βρίσκεται σε καθεστώς πίεσης.
- β) τη χρηματοδοτική ικανότητα τόσο του Originator όσο και του ομίλου που ανήκει
- γ) την πιστοληπτική του ικανότητα
- δ) τη δυνατότητα επέκτασής του
- ε) την υπερβολική χρήση του χρηματοοικονομικού εργαλείου της τιτλοποίησης. Ειδικότερα, ελέγχονται η ανάγκη για επιτάχυνση κερδοφορίας, η έλλειψη εύρεσης εναλλακτικών δυνατοτήτων χρηματοδότησης, ο ισολογισμός που βρίσκεται υπό πίεση, η υπερβολική επένδυση στην τιτλοποίηση και η υπερβολική έκθεση στη διαδικασία των tranches.

2.2.3. Ανάλυση κινδύνου του Διαχειριστή (Servicer)

Ο Διαχειριστής συλλέγει τις πληρωμές από τους υπόχρεους, διαχειρίζεται τις παραβάσεις με σκοπό να ελαχιστοποιήσει τις ζημιές και να μεγιστοποιήσει τον πλούτο από τις απαιτήσεις, μεταφέρει τις πληρωμές και παρέχει πληροφόρηση για την τιτλοποίηση. Στη διεθνή πρακτική υπάρχουν διάφορα είδη Διαχειριστή (Primary, Master, Special) που σχετίζεται με το επίπεδο ευθύνης που αναλαμβάνει. Ο ρόλος του διαχειριστή έχει σημασία για την ποιότητα του χαρτοφυλακίου και συνεπώς στην ικανότητα αποπληρωμής του δανείου, γι' αυτό και στην Ευρώπη τα τελευταία χρόνια η Διαχείριση κατά κανόνα αποκόπτεται ως διαδικασία από την εταιρεία και δίδεται σε ειδικές εταιρείες με εξειδικευμένες γνώσεις έναντι αμοιβής βέβαια. Στον έλεγχο κινδύνου του Διαχειριστή ελέγχονται το track record, η εμπορική και χρηματοοικονομική βιωσιμότητα και ο κίνδυνος υποκατάστασης.⁵⁶

Στο παράρτημα Α παρουσιάζεται ο τρόπος αξιολόγησης του Διαχειριστή στην αγορά με βάση τα παραπάνω κριτήρια.

Στην ελληνική πραγματικότητα σύμφωνα με το νόμο 3156/2003 κατά κανόνα το ρόλο του Διαχειριστή τον τηρεί τραπεζικό ίδρυμα, για την προβληματική των οποίων έχει γίνει διεξοδική αναφορά σε προηγούμενες μελέτες.⁵⁷ Επομένως, η διαδικασία ελέγχου προφανώς αφίσταται των όσων εκτέθηκαν στην οικεία παράγραφο.

2.2.4. Μέγεθος της Πιστωτικής Ενίσχυσης

Τέλος, αφού έχει προηγηθεί έλεγχος των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων (collateral), έλεγχος του Originator και του Διαχειριστή, λαμβάνεται η απόφαση για το μέγεθος της Πιστωτικής Ενίσχυσης. Το μέγεθος αυτό το καθορίζει ο εκδότης των απαιτήσεων και ο διαχειριστής της διαδικασίας λαμβάνοντας υπόψη τις απαιτήσεις της αγοράς και των επενδυτών. Το μέγεθος της Πιστωτικής Ενίσχυσης εξαρτάται

- i) από τις παραδοχές υπό κανονικές συνθήκες του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε (Model steady state assumptions) και τα αποτελέσματα ως προς την πιθανότητα προπληρωμής και τις περιπτώσεις ζημιών (loss severity)
- ii) από τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στη διαδικασία stress key performance και, τέλος,
- iii) από τα κριτήρια που τίθενται για την επίτευξη της επιθυμητής πιστοληπτικής διαβάθμισης όπως έχουν συνοπτικά εκτεθεί προηγουμένως.

2.2.5. Η επίπτωση της τιτλοποίησης στην εναπομείνουσα περιουσία⁵⁸

Μετά την εφαρμογή της τιτλοποίησης το ενεργητικό και οι χρηματορροές που είναι διαθέσιμες για την εξυπηρέτηση του μη εξασφαλισμένου δανεισμού της Εταιρείας δύναται να μειωθεί. Για την εκτίμηση της επίπτωσης στην εναπομείνουσα περιουσία, πρέπει να εκτιμηθούν

- (i) το “quantum effect”, δηλαδή τι ποσοστό του ενεργητικού ή του εισοδήματος τιτλοποιούνται σε σχέση προς το μέγεθος της εταιρείας
- (ii) αν τιτλοποιούνται τα πιο ποιοτικά στοιχεία της εταιρείας
- (iii) αν η στρατηγική της εταιρείας θα μεταβληθεί, εκ προθέσεως ή εκ του αποτελέσματος, μετά την τιτλοποίηση

⁵⁶ Fabozzi, *ibid*, σελ. 675

⁵⁷ Σπ. Ψυχομάνη, Τραπεζικές δραστηριότητες αμφισβητήσιμης νομιμότητας, εκδ. Π. Σάκκουλα, 2002, σελ. 67 και 76 επ.

⁵⁸ Fitch Ratings, Special Report, “Europe: The Impact of Securitisation on Corporates’ Unsecured ratings, Special Report, 7.10.2002

- (iv) η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων, όπως για παράδειγμα αν η επανεπένδυση γίνεται σε μια επιχείρηση που επεκτείνεται, αν κατευθύνεται προς τη χρηματοδότηση επαναγοράς μετοχών που αυξάνει το leverage.

Εν γένει, τα προσδιοριστικά στοιχεία της επίπτωσης που έχει στην ποιότητα της εταιρείας αρύονται από την επίπτωση που η χρήση της τιτλοποίησης έχει στη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη λειτουργική φυσιογνωμία και χρηματοδοτική στρατηγική, συμπεριλαμβάνοντας τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από τη Διοίκηση. Ορισμένες τιτλοποιήσεις μπορεί να είναι στρατηγικά και χρηματοοικονομικά προς όφελος της εταιρείας, αλλά όχι απαραίτητα και για τους εναπομείναντες μη εξασφαλισμένους πιστωτές. Περαιτέρω, το εναπομείναν κομμάτι που δεν τιτλοποιήθηκε και παρέμεινε στην εταιρεία ενδεχομένως να μην είναι ποιότητας investment grade ενώ η λογιστική αντιμετώπιση της τιτλοποίησης δεν υποβάλλει τον τρόπο με τον οποίο οι αναλυτές δύνανται να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες από την συναλλαγή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

3. Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Το παρόν κεφάλαιο πραγματεύεται το στάδιο γ) της τιτλοποίησης (ο προβληματισμός υπό «Τελική Διάρθρωση: εκτίμηση των ωφελειών και κινδύνων της συναλλαγής»). Ειδικότερα, αφού έχει προηγηθεί η αξιολόγηση κινδύνου των απαιτήσεων, του οργανισμού που «παράγει» τις απαιτήσεις και του Διαχειριστή, στο παρόν κεφάλαιο διαρθρώνεται το κύριο μέρος της τιτλοποίησης όσον αφορά τον

- α) τύπο των ομολογιών
- β) την πιστωτική ενίσχυση (Credit Enhancement)
- γ) τις δικλείδες ασφαλείας της διάρθρωσης
- δ) τις νομικές δικλείδες ασφαλείας και εν τέλει
- ε) την τιμολόγηση

Η έκθεση θα γίνει σε δυο μέρη: το πρώτο μέρος θα αφορά στις ιδιωτικού δικαίου επιχειρήσεις και το δεύτερο μέρος θα αφορά στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

3.1. ΓΙΑ ΤΙΣ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

3.1.1. Τύπος των ομολογιών

Ο έλεγχος του τύπου των ομολογιών αφορά το ζήτημα του ποσού του ομολογιακού δανείου, του νομίματος, των όρων και των χρηματοροών (cash flow Waterfall). Στο παρόν υποκεφάλαιο θα γίνει μια συνοπτική μόνο έκθεση των βασικών ζητημάτων που τίθενται για τους όρους και τις χρηματοροές εκθέτοντας το παράδειγμα για τις πιστωτικές κάρτες που έχει χρησιμοποιηθεί ως τώρα. Η αναλυτική έκθεση αυτού του ζητήματος εκφεύγει των σκοπών αυτής της εργασίας, ενώ δεν θα γίνει καμιά αναφορά στην επιλογή του ποσού και του νομίματος για τα οποία γίνεται η αυτονόητη υπόθεση ότι έχουν προεπιλεγεί ήδη από το στάδιο β).

3.1.1.1. Οι βασικοί οικονομικοί όροι των ομολογιών

Η επιλογή των όρων των ομολογιών εκκινεί από τη λήξη όπως αυτή προσδιορίζεται κατ' αρχήν νομικά και σε αντιπαράθεση με την αναμενόμενη λήξη. Εξάλλου, η αξιολόγηση αντανακλά την πιθανότητα ταυτότητας της πληρωμής κεφαλαίου και τόκων εν σχέσει με τη νομική αποπληρωμή τους. Τα δυο αυτά ζητήματα δεν ταυτίζονται. Η νομική λήξη αφορά το χρόνο που η απαίτηση είναι αγωγήμη και δικαστικά εξαναγκαστή⁵⁹, γεγονός που σημαίνει ότι δύναται να υπερβαίνει την αναμενόμενη λήξη. Η νομική λήξη προσδιορίζεται από τη διάρκεια των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται και από τον έλεγχο των χρηματοροών (stressed cash flows) που στηρίζονται σε συντηρητικές παραδοχές όσον αφορά τη δυνατότητα ανταπόκρισης στις πληρωμές των υποχρέων ("worst case"). Η αναμενόμενη λήξη αφορά τη δήλη ημέρα που πιθανολογείται ότι θα γίνει αποπληρωμή. Καθορίζεται από τη διάρκεια των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται, από τις χρηματοροές που στηρίζονται στην αναμενόμενη εκπλήρωση των υποχρεώσεων από τους υποκείμενους υπόχρεους (underlying obligors) και τέλος από το χρόνο.

Αφού αναλυθεί το ζήτημα της λήξης των χρηματοροών λαμβάνονται αποφάσεις για τους βασικούς όρους των ομολογιών. Στους βασικούς όρους των ομολογιών είναι

- α) το δικαίωμα προπληρωμής εκ μέρους του εκδότη (Optional Redemption Feature): ο σκοπός είναι να δοθεί δικαίωμα αποπληρωμής στον εκδότη όταν το ανεξόφλητο υπόλοιπο φτάνει σε ένα ελάχιστο επίπεδο. Το δικαίωμα δίδεται μέσω όρου στα νομικά έγγραφα για αποπληρωμή από τον εκδότη χωρίς κόστος.
- β) η διάρθρωση δανείου με αποπληρωμή στη λήξη (soft bullet): ο σκοπός του δανείου είναι να δημιουργηθεί ένας τρόπος αποπληρωμής που να εξασφαλίζεται από απαιτήσεις που λήγουν στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα (για παράδειγμα απαιτήσεις από πιστωτικές κάρτες). Ο μηχανισμός που ακολουθείται είναι για την περίοδο αναφοράς (π.χ. revolving period): οι εισπράξεις συγκεντρώνονται και διακρατούνται για μια δεδομένη χρονική στιγμή (π.χ. για τις κάρτες συνήθως είναι για 12 μήνες) και καταβάλλονται στους επενδυτές μια δεδομένη χρονική στιγμή (την ημερομηνία λήξης του τοκομεριδίου). Σε περίπτωση που δεν επιτευχθεί μια πληρωμή, αυτή ικανοποιείται από τις επόμενες πληρωμές από τις απαιτήσεις. Στο σχέδιο 2 εκτίθεται η χρονική σειρά των χρηματοροών προκειμένου για την αποπληρωμή ομολογιών από τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών.

3.1.1.2. Ο έλεγχος των χρηματοροών («Cash Flow Waterfall»)⁶⁰

⁵⁹ Γ. Μπαλή, Ενοχικών Δίκαιον (κατά τον κώδικα), Γενικών Μέρους, έκδ. 3^η, εκδ. οίκος, Π. Σάκκουλα, Αθ. 1960, σελ. 8

⁶⁰ Επεξεργασμένα στοιχεία από ενημερωτικά δελτία έκδοσης ομολογιακών δανείων του εξωτερικού και

Περαιτέρω, πρέπει να διασφαλίζεται η αποπληρωμή των δικαιούχων των ομολογιών κατά σειρά κατάταξης, καθώς και η σωστή λειτουργία της πιστωτικής διαβάθμισης. Οι μηχανισμοί που λειτουργούν γι' αυτό είναι η καταγραφή της προτεραιότητας των πληρωμών για κάθε συμβαλλόμενο μέρος. Έτσι, καταγράφονται, οι άμεσες πληρωμές τόκων, οι πληρωμές κατά κεφάλαιο και ο επιμερισμός του υπερβάλλοντος περιθωρίου. Αυτή η σειρά δύναται να ποικίλλει κατά τη διάρκεια των συναλλαγών εξαρτώμενη κατά περίπτωση από τον χρόνο, τις αποδόσεις και τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, ενώ δύναται να γίνει διαχωρισμός ή συνδυασμός των χρηματορροών έστω και αν ανήκουν σε διαφορετικές ομάδες.

Για παράδειγμα στην περίπτωση που έχουμε χρηματορροές που αφορούν πιστωτικές κάρτες (Credit Card Revenue Waterfall) σε όλες τις περιόδους έχουμε την ίδια διαχείριση των εσόδων που συνήθως είναι η εξής:

1. τοκομερίδια επενδυτών (ενδεχομένως ανάλογα με την σειρά, "Α" ή "Β")
2. λειτουργικά έξοδα του εκδότη
3. charge – offs
4. υπερβάλλον περιθώριο
5. τυχόν δυσλειτουργίες
6. τοκομερίδιο επενδυτών (σειράς "Γ")
7. το υπερβάλλον απομένει στον εκδότη

Στη συνέχεια θα εκτεθεί ένα παράδειγμα που αφορά τις χρηματορροές των πιστωτικών καρτών. Στο παράδειγμα, ανάλογα με τον τύπο των ομολογιών (revolving, controlled amortization, early amortization), οι χρηματορροές από τα έσοδα των πιστωτικών καρτών χρησιμοποιούνται κατά διαφορετικό τρόπο. Ειδικότερα, στην περίπτωση που υπάρχει:

- i) ανακύκλωση (revolving): τα κύρια έσοδα των απαιτήσεων χρησιμοποιούνται για την αγορά νέων απαιτήσεων. Τα έσοδα από χρεώσεις χρηματοδοτήσεων (finance charge income) χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των τοκομεριδίων των επενδυτών. Το υπερβάλλον ποσό (excess spread) απελευθερώνεται προς όφελος του Διαχειριστή.
- ii) Ελεγχόμενες αποπληρωμές: τα κύρια έσοδα των απαιτήσεων χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των επενδυτών, είτε σε 12 ισόποσες πληρωμές, είτε ανακεφαλαιοποιημένες και καταβαλλόμενες στη λήξη (accumulated and bullet at maturity). Τα έσοδα από χρεώσεις χρηματοδοτήσεων (finance charge income) χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των τοκομεριδίων των επενδυτών. Το υπερβάλλον ποσό (excess spread) απελευθερώνεται προς όφελος του Διαχειριστή.
- iii) Πρόωρη αποπληρωμή: τα κύρια έσοδα των απαιτήσεων χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των επενδυτών σύμφωνα με τους κανόνες κατάταξης⁶¹.

3.1.2. Πιστωτική Ενίσχυση⁶²

Στο παρόν γίνεται μια ειδικότερη πραγμάτευση του ζητήματος της Πιστωτικής Ενίσχυσης, η οποία σε αδρές γραμμές έχει ήδη αποτελέσει αντικείμενο ερεύνης στο β) στάδιο. Εδώ, θα γίνει αναφορά στον εννοιολογικό προσδιορισμό της Πιστωτικής Ενίσχυσης και στην τυπολογία της.

3.1.2.1. Εννοιολογικός Προσδιορισμός Πιστωτικής Ενίσχυσης

Κατά τη διαδικασία της τιτλοποίησης απαιτείται η συλλογή ποιοτικών ιστορικών στοιχείων με σκοπό την πρόβλεψη των ζημιών και των επισφαλών απαιτήσεων. Για το λόγο αυτό οι επενδυτές επιθυμούν την προστασία αναζητώντας προϊόντα πιστωτικής ενίσχυσης. Αν για παράδειγμα οι ζημίες αποτελούν το 2% του χαρτοφυλακίου των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται, τότε οι επενδυτές προστατεύονται με την κάλυψη είτε από την ίδια τη διαδικασία είτε από κάποιο τρίτο μέρος. Συνήθως η προστασία των επενδυτών πραγματοποιείται σε μεγαλύτερο ποσοστό από την εκτιμώμενη ζημία (3-5 φορές μεγαλύτερη), έτσι ώστε να επιτυγχάνεται μεγάλος βαθμός εξασφάλισης, ήτοι για το παράδειγμά μας το μέγεθος της πιστωτικής αναβάθμισης θα ανέρχεται στο 6% -10%.

Αρχικά στις πρώτες τιτλοποιήσεις δεν υπήρχε πρόβλεψη για πιστωτική αναβάθμιση. Οι επενδυτές συμμετείχαν στις ζημίες όταν αυτές συνέβαιναν κάτι που σήμαινε και απώλεια αρχικού κεφαλαίου επένδυσης σε πολλές περιπτώσεις. Βέβαια οι επενδυτές αποζημιώνονταν κατά κάποιον τρόπο από τη μεγαλύτερη απόδοση που προσέφεραν οι συγκεκριμένες εκδόσεις. Εξαιτίας όμως του μικρού βαθμού εξασφάλισης των επενδυτών και της αναγκαιότητας για πολύπλοκη διεξοδική μελέτη των όλων των δεδομένων από την πλευρά των επενδυτών, η συμμετοχή στις τιτλοποιήσεις ήταν περιορισμένη. Η ιδέα για πιστωτική αναβάθμιση

⁶¹ Πηγή Fitch

⁶² Επεξεργασμένα στοιχεία με πηγή Fabozzi, The Handbook of Fixed Income Securities, sixth edition, σελ. 689, 707, 747 – 748 και Fitch.

προέκυψε από την ανάγκη να καταστούν οι συναλλαγές αυτές πιο ελκυστικές σε μεγάλο αριθμό επενδυτών. Οι επενδυτές πλέον δίνουν μεγάλη σημασία στο μέγεθος της πιστωτικής αναβάθμισης που προσφέρεται σε μια τιτλοποίηση, αλλά και στη φερεγγυότητα του οργανισμού που την παρέχει ή τη διαδικασία που προσφέρει. Η ποιοτική αναβάθμιση τέλος, μπορεί να αποβεί ιδιαίτερα χρήσιμη στην επίλυση μικρών ατελειών, όπως για παράδειγμα στην έλλειψη πληροφοριών σχετικά με τις απαιτήσεις που τιτλοποιούνται ή άλλες ατέλειες. Διαπιστώνεται τέλος, ότι εξαιτίας του μηχανισμού της πιστωτικής αναβάθμισης οι εκδότες των απαιτήσεων δεν χρειάζεται να κατέχουν οι ίδιοι μεγάλη πιστωτική διαβάθμιση προκειμένου να τιτλοποιήσουν τις απαιτήσεις τους, αφού η ίδια η διαδικασία της τιτλοποίησης μπορεί να την αποκτήσει.

3.1.2.2. Τυπολογία Πιστωτικής Ενίσχυσης

Για την επίτευξη της πιστωτικής αναβάθμισης υπάρχουν δυο τρόποι. Ο εσωτερικός και ο εξωτερικός: Όταν η ενίσχυση προέρχεται από την ίδια τη δόμηση της τιτλοποίησης, και τον τρόπο έκδοσης των ομολογιών, λέγεται εσωτερική. Όταν η παροχή εγγυήσεων προέρχεται από έναν τρίτο οργανισμό που αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της ΕΕΣ όταν αυτή δεν είναι σε θέση να το πραγματοποιήσει, είτε καθ' ολοκληρίαν είτε σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, τότε γίνεται λόγος για εξωτερική (ολική ή μερική) πιστωτική ενίσχυση.

3.1.2.2.1. Εσωτερική Πιστωτική Ενίσχυση

3.1.2.2.1.1. Credit tranching («κατάταξη πιστωτικού κινδύνου»)

Αυτή είναι η πιο διαδεδομένη μορφή πιστωτικής αναβάθμισης τα τελευταία χρόνια. Οι τίτλοι που εκδίδονται χωρίζονται σε δυο ή και περισσότερες κατηγορίες με διαφορετική κατάταξη η κάθε μια. Οι απαιτήσεις που εμπίπτουν στην κατηγορία της μειωμένης πιστωτικής διαβάθμισης χρησιμοποιούνται για την απορρόφηση των ζημιών της κύριας κατηγορίας. Οι υπόλοιπες απαιτήσεις που απομένουν χρησιμοποιούνται για την ικανοποίηση των υποχρεώσεων προς τους επενδυτές της μειωμένης πιστωτικής αναβάθμισης. Για το λόγο αυτό είναι γεγονός ότι η κατηγορία της μειωμένης πιστωτικής διαβάθμισης αποδίδει πολλές φορές σημαντικά μεγαλύτερο περιθώριο από το αντίστοιχο της κύριας κατηγορίας.

Τα χαρακτηριστικά του tranching είναι:

- σταθερότητα της προστασίας: σε καμιά περίπτωση δεν πρέπει να συνδέεται με την απόδοση των απαιτήσεων (collateral) ή τη λειτουργία ενός τρίτου μέρους που προσφέρει πιστωτική ενίσχυση.
- Απορρέει από την ίδια τη δομή της τιτλοποίησης
- Ορισμένες τιτλοποιήσεις έχουν τέτοια διάρθρωση ώστε να επιτρέπουν στη μειωμένη εξασφάλιση να ισχυροποιείται με την πάροδο του χρόνου σε ποσοστιαία βάση

3.1.2.2.1.2. Υπερεγγύηση (overcollateralization)

Στην περίπτωση αυτή η πιστωτική αναβάθμιση επιτυγχάνεται όταν ο εκδότης μεταβιβάζει στην ΕΕΣ απαιτήσεις περισσότερες από αυτές που πραγματικά θα χρηματοδοτηθούν μέσω της τιτλοποίησης (δηλαδή το collateral είναι μεγαλύτερο από το ανεξόφλητο υπόλοιπο). Οι χρηματορροές από τις πρόσθετες αυτές απαιτήσεις θα χρηματοδοτήσουν ενδεχόμενες ζημιές (για παράδειγμα ο εκδότης παραχωρεί απαιτήσεις €110 εκ. από τα οποία τα 100 εκ χρηματοδοτούνται από την ΕΕΣ, ενώ τα 10 εκ. λειτουργούν ως πιστωτική αναβάθμιση).

Τα χαρακτηριστικά της υπερεγγύησης είναι:

- απορροφά τις ζημιές μετά το excess spread, αλλά πριν τους ομολογιούχους
- μπορεί καθ' ολοκληρίαν να χρηματοδοτηθεί κατά τη διάρκεια της τιτλοποίησης, όπως να μειωθεί ή να αυξηθεί με την πάροδο του χρόνου
- το ποσοστό της προστασίας είναι τυπικά μικρό
- βασίζεται αποκλειστικά και μόνο στην ποιότητα των απαιτήσεων
- μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα δυσμενή λογιστική μεταχείριση για τον οργανισμό που «παράγει» τις απαιτήσεις (Originator)

Το πλεονέκτημα αυτής της διαδικασίας είναι ότι δεν απαιτείται η συμμετοχή ενός τρίτου μέρους για την επίτευξη της πιστωτικής αναβάθμισης. Όπως θα εκτεθεί στη συνέχεια, στην περίπτωση που εμπλέκεται ένας τρίτος οργανισμός, τότε η φερεγγυότητα αυτού (η οποία μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου) αποτελεί πολύ σημαντικό παράγοντα. Τα μειονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι ότι για να λειτουργήσει θα πρέπει οι πρόσθετες απαιτήσεις να αποδώσουν ανάλογα με την πρόβλεψη, ενώ η παραχώρηση των απαιτήσεων αξίας 110 εκ. από την πλευρά του εκδότη που αναφέραμε προηγουμένως (ενώ εισπράττονται χρήματα μόνο για τα 100 εκ. των απαιτήσεων) μπορεί να παρουσιαστεί δυσμενώς στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας.

Πολλές φορές η υπερεγγύηση καλύπτεται μέσω ομολογιών μειωμένης εξασφάλισης.

3.1.2.2.1.3. Λογαριασμός Αποθεματικού (reserve account)

Οι λογαριασμοί περιθωρίου αποδίδουν στην περίπτωση που οι απαιτήσεις αποδίδουν περισσότερο από το κόστος που απορρέει από τη διαδικασία της τιτλοποίησης. Η διαφορά αυτή καλείται επιπλέον περιθώριο (ή αποθεματικό) και αποτελεί το «κέρδος» του Εκδότη. Όταν αυτό παραμένει δεσμευμένο σε ένα λογαριασμό με σκοπό να χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη των ενδεχόμενων ζημιών πραγματοποιείται βελτίωση της πιστοληπτικής θέσης της τιτλοποίησης.

Το γεγονός ότι τα χρήματα αυτά παραμένουν ρευστά διαθέσιμα συνιστά πλεονέκτημα σε περίπτωση που υπάρξουν ζημιές στο μέλλον. Σημαντικό μειονέκτημα αποτελεί στην περίπτωση αυτή η οικονομική κατάσταση του εκδότη, καθώς σε περίπτωση ζημιών το κέρδος αυτό εξαφανίζεται.

Ο τρόπος αυτός πιστωτικής αναβάθμισης χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις που τιτλοποιούνται απαιτήσεις που έχουν μεγάλη απόδοση όπως για παράδειγμα προσωπικά δάνεια και πιστωτικές κάρτες.

3.1.2.2.2. Εξωτερική Πιστωτική Ενίσχυση

Στην εξωτερική πιστωτική ενίσχυση πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η φερεγγυότητα και η προθυμία του παροχέα, ενώ συνήθως λαμβάνει υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση (συνήθως “AAA”). Η μεγάλη διάρκεια των απαιτήσεων συνήθως απαιτεί παρακολούθηση και της φερεγγυότητας, με αποτέλεσμα, αν ο παροχέας υποβαθμιστεί, να υποβαθμίζονται και οι ομολογίες.

3.1.2.2.2.1. Εγγυήσεις

Με τη χρήση μιας εγγυητικής επιστολής ή εγγύησης καθίσταται δυνατή η εγγύηση των ζημιών της ΕΕΣ από έναν τραπεζικό οργανισμό που κατά κανόνα όμως είναι της ίδιας ανώτερης πιστωτικής διαβάθμισης. Φυσικά η έκδοση της Ε/Ε γίνεται με την καταβολή προμήθειας από την πλευρά της ΕΕΣ. Το πλεονέκτημα της διαδικασίας αυτής είναι ότι η μορφή αυτή είναι εύκολα κατανοητή από τους επενδυτές και γι' αυτό καθ' όλα αποδεκτή. Επίσης, αν για οποιονδήποτε λόγο η διαδικασία διακοπεί, η εγγυητική επιστολή ακυρώνεται χωρίς ποινή ως παρεπόμενη της κύριας ενοχής εξασφάλιση. Ένα μειονέκτημα είναι το ολιγάριθμο των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν διαβάθμιση ανάλογη των τιτλοποιήσεων. Περαιτέρω, δεδομένου ότι η χορήγησή της υποχρεώνει την τράπεζα να κρατά ρευστά διαθέσιμα σύμφωνα με τους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας που έχουν θεσπιστεί, το κόστος για την έκδοση της Ε/Ε είναι ίσως αυξημένο.

3.1.2.2.2.2. Ασφάλεια

Οι ασφαλιστικές εταιρίες μπορούν να κληθούν να ασφαλίσουν το σύνολο ή μέρος του χαρτοφυλακίου που υπόκειται σε τιτλοποίηση, κυρίως σε περιπτώσεις όπου οι απαιτήσεις αφορούν στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια. Η μέθοδος αυτή έχει εφαρμοστεί εκτεταμένα τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη Μεγάλη Βρετανία όταν το 1989 αποδείχτηκε καταστροφική για τις ασφαλιστικές εταιρίες με τη ραγδαία πτώση των τιμών των ακινήτων.

3.1.3. Ασφαλιστικές δικλείδες της διάρθρωσης (Structural Safeguards)⁶³

Στο παρόν υποκεφάλαιο θα εκτεθούν οι τρόποι διασφάλισης της οικονομικής ισορροπίας της διάρθρωσης. Ειδικότερα, θα εκτεθούν οι τρόποι των γεγονότων πρόωρης πληρωμής(trigger events), της παροχής ρευστότητας, της παροχής swap, των πρόσθετων κριτηρίων παροχής ρευστότητας, και της διαχείρισης πληρωμών.

3.1.3.1. Γεγονότα πρόωρης πληρωμής (trigger events)

Σύμφωνα με αυτήν τη διαδικασία όταν παρουσιάζονται προβλήματα στην είσπραξη των απαιτήσεων που έχουν τιτλοποιηθεί, επειδή δεν έχουν εκπληρωθεί τα κριτήρια που έχουν ήδη τεθεί, χρησιμοποιούνται μηχανισμοί όπως η παύση περαιτέρω χρηματοδότησης, η αλλαγή στην προτεραιότητα των πληρωμών ή και η αποπληρωμή των ομολογιών. Στην τελευταία περίπτωση όλες οι επόμενες ροές των απαιτήσεων χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των τίτλων και για τον τερματισμό της διαδικασίας. Για παράδειγμα συμφωνείται από την αρχή ότι υποβάθμιση, πτώχευση του Μεταβιβάζοντος, αδυναμία της ΕΕΣ να διατηρήσει χρηματοδότηση ή πιστωτική ενίσχυση, σημαντική χειροτέρευση του Διαχειριστή, σημαντική αλλαγή στο μετοχικό καθεστώς του Μεταβιβάζοντος αποτελούν γεγονότα πρόωρης αποπληρωμής.

⁶³ επεξεργασμένα στοιχεία από ενημερωτικά δελτία έκδοσης και διάθεσης του εξωτερικού

Ειδικότερα, οι μηχανισμοί που χρησιμοποιούνται είναι η διαβεβαίωση του Μεταβιβάζοντος ότι κατά τη στιγμή της πώλησης όλες οι απαιτήσεις πληρούν κριτήρια ποιότητας. Τα κριτήρια αυτά υπόκεινται σε περιορισμούς από συγκεκριμένες δικαιοδοσίες, σε γεγονότα που συμβαίνουν κατά την κανονική πορεία των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, το νόμισμα, επισφαλείς απαιτήσεις, λήξασες απαιτήσεις, την εξαίρεση ορισμένων πελατών.

3.1.3.2. Παροχή ρευστότητας

Ο σκοπός της παροχής ρευστότητας είναι να καλυφθεί ο κίνδυνος βάσης (basis risk) και όχι οι ζημιές. Αυτός απορρέει κυρίως από το γεγονός ότι οι χρηματορροές που προκύπτουν από την είσπραξη των απαιτήσεων δεν ταυτίζονται χρονικά με την πληρωμή των τόκων στους επενδυτές ή επειδή η αγορά τίτλων υφίσταται διατάραξη λειτουργίας. Κατ' ουσίαν πρόκειται για μηχανισμό κάλυψης λαθών κατά τη συλλογή των εσόδων από τις απαιτήσεις. Η παροχή ρευστότητας διακρίνεται σε εσωτερική και εξωτερική. Η εσωτερική προκύπτει από λογαριασμούς περιθωρίου ή αποθεματικού (reserve accounts) ή από υπερβάλλον περιθώριο (excess spread) και η εξωτερική από γραμμές πιστωτικές που συνήθως έχουν διάρκεια 364 ημέρες.

3.1.3.3. Παροχή swap

Ο σκοπός είναι να αντιμετωπιστούν ο κίνδυνος βάσης (basis risk), ο συναλλαγματικός και ο κίνδυνος επιτοκίου. Τυπικά παρέχεται από τα πιστωτικά ιδρύματα.

3.1.3.4. Πρόσθετα κριτήρια παροχής ρευστότητας

Σκοπός της περαιτέρω παροχής ρευστότητας δεν είναι να καλυφθεί ο κίνδυνος βάσης, αλλά να διατηρηθεί η ποιότητα της «δεξαμενής» των απαιτήσεων υπό την προϋπόθεση ότι η παροχή ρευστότητας με άλλους τρόπους (π.χ. με λογαριασμό περιθωρίου) έχει εξαντληθεί. Η παροχή ρευστότητας από τον εκδότη τυπικά στις τιτλοποιήσεις επιτρέπεται υπό την προϋπόθεση ότι το υφιστάμενο ενεργητικό παραμένει, το νέο ενεργητικό παραμένει συμβατό, η φερεγγυότητα του Originator εξακολουθεί να είναι αποδεκτή, δεν υποβαθμίζεται το ανεξόφλητο υπόλοιπο των ομολογιών.

3.1.3.5. Διαχείριση πληρωμών

Σκοπός είναι να εμποδιστεί οποιαδήποτε διαρροή ρευστού από τη διάρθρωση και η παροχή αποτελεσματικής και αποδοτικής διαχείρισης ρευστού. Οι μηχανισμοί που χρησιμοποιούνται είναι :

- καθημερινή μεταφορά των εισπράξεων του Διαχειριστή σε λογαριασμούς στο όνομα του Εκδότη ή του Trustee
- διορισμός εξειδικευμένου προσωπικού
- συμφωνητικά επένδυσης των ρευστών διαθεσίμων

Η Διαχείριση των πληρωμών στο ελληνικό σύστημα γίνεται από εισπρακτικές εταιρίες, στα οποία με απόφαση του Δ.Σ. της εταιρίας τιτλοποίησης θα ανατίθεται η είσπραξη των απαιτήσεων, για την προβληματική των οποίων έχει γίνει ήδη λόγος στη νομική κοινότητα⁶⁴.

3.1.4. Νομικές ασφαλιστικές δικλείδες⁶⁵

Το ζήτημα αυτό θα αναλυθεί διεξοδικά στο οικείο κεφάλαιο, αλλά για λόγους πληρότητας θα εκτεθεί συνοπτικά το νομικό σύστημα που ισχύει στη διεθνή πρακτική (με τις διαφοροποιήσεις που υπάρχουν στα διαφορετικά νομικά συστήματα). Ως τέτοιες νοούνται η απομόνωση του ενεργητικού, η εξασφάλιση, η σειρά κατάταξης, οι διαβεβαιώσεις (Representations and Warranties), και τα γεγονότα καταγγελίας (events of default).

3.1.4.1. Απομόνωση του ενεργητικού

Σκοπός είναι η διασφάλιση ότι οι χρηματορροές από το ενεργητικό χρησιμοποιείται μόνο για τις υποχρεώσεις του Εκδότη των ομολόγων. Αυτό επιτυγχάνεται με τη δημιουργία ενός ειδικού μορφώματος (Special Purpose Vehicle), της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού, η οποία έχει ως μοναδικό σκοπό την απόκτηση του ενεργητικού και την έκδοση των ομολόγων. Η ΕΕΣ χρησιμοποιείται για να επιτευχθεί η βέλτιστη διάρθρωση από οικονομική και φορολογική άποψη. Η ΕΕΣ στη διεθνή πρακτική δύναται να λάβει έναν από τους ακόλουθους τύπους:

⁶⁴ Ψυχομάνη Σπ., Τραπεζικές δραστηριότητες αμφισβητήσιμης νομιμότητας, 2002, εκδ. Π. Σάκκουλα, σελ. 67 και 76 επ.

⁶⁵ επεξεργασμένα στοιχεία από ενημερωτικά δελτία του εξωτερικού

- κοινωφελές ίδρυμα ή εταιρεία
- θυγατρική του Μεταβιβάζοντος (Originator), όταν δεν τίθεται ζήτημα για εκτός ισολογισμού αντιμετώπιση
- υπεράκτια εταιρεία (offshore), ενδεχομένως και σε φορολογικό παράδεισο, αν η φύση του ενεργητικού το επιτρέπει βέβαια.

Η ΕΕΣ πρέπει να διασφαλίζει τον κίνδυνο ότι ενδεχόμενη πτώχευση του Μεταβιβάζοντος δεν θα συμπαράσχει στην πτωχευτική διαδικασία και την ΕΕΣ. Για τη διασφάλιση αυτή συνήθως χορηγείται νομική γνωμοδότηση για τη δικαιοδοσία της ΕΕΣ, ενώ η ΕΕΣ δομείται έτσι ώστε να έχει περιορισμένες αρμοδιότητες, να έχει χαμηλό ποσοστό κεφαλαιοποίησης, να διοικείται ανεξάρτητα από τον Μεταβιβάζοντα (Originator) και να μην έχει πιστωτές πέραν αυτών που συνδέονται με την τιτλοποίηση.

Η απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού από την ΕΕΣ γίνεται με σκοπό να διασφαλιστεί ότι η όλη συναλλαγή δεν διαρθρώνεται ως εξασφαλισμένο δάνειο από τον Εκδότη/ΕΕΣ στον Μεταβιβάζοντα τις απαιτήσεις (Originator). Στην πραγματικότητα δομείται με τρόπο ώστε η μεταβίβαση να συνιστά «πραγματική» πώληση σε αντίθεση με τη δομή της μεταβίβασης μέσω δανεισμού, γι' αυτό και συνήθως ζητείται νομική γνωμοδότηση για την ιδιοκτησία επί του ενεργητικού, που συνήθως περιλαμβάνει διαβεβαιώσεις ως προς τα εξής:

- Ο Μεταβιβάζων δεν έχει πλέον κανένα νομικό δεσμό με το ενεργητικό
- Ο Μεταβιβάζων πιθανόν να χρειάζεται να αναγγείλει τη μεταβίβαση στους υποκείμενους υπόχρεους
- Οι υποκείμενοι υπόχρεοι δεν έχουν δικαιώματα συμψηφισμού

Το κόστος από όλη αυτή τη διαδικασία δύναται να είναι απαγορευτικό.

3.1.4.2. Εξασφαλίσεις

Η εξασφάλιση έχει ως σκοπό να προσφέρει στον δικαιούχο της εξασφάλισης τόκο κατά προτεραιότητα και δυνατότητα ελέγχου ώστε να διευκολυνθεί η διακράτηση του ενεργητικού. Ο μηχανισμός που χρησιμοποιείται είναι το ενέχυρο του ενεργητικού του Εκδότη, συνήθως χρησιμοποιώντας τον Trustee προς όφελος κυρίως των επενδυτών. Τα ζητήματα που τίθενται στη διεθνή πρακτική είναι τα ακόλουθα:

- συνήθως υπάρχει ανάγκη κάλυψης των μελλοντικών ροών
- μερικά δικαιικά συστήματα δεν αναγνωρίζουν το ρόλο του Trustee
- σε πολλά δικαιικά συστήματα απαιτείται αναγγελία
- η μεταβίβαση ενεργητικού (στην ίδια ή σε άλλη δικαιοδοσία) ενδεχομένως να δημιουργεί ζητήματα ακυρότητας των μεταβιβάσεων, φορολογικούς ή συναλλαγματικούς ελέγχους.

Ο Έλληνας νομοθέτης με το ν. 2844/2000 έχει θεσπίσει έναν από τους πιο πρωτοποριακούς νόμους παγκοσμίως⁶⁶.

3.1.4.3. Κατάταξη

Η σειρά κατάταξης διασφαλίζει ότι οι χαμηλότερης κατάταξης απαιτήσεις απορροφούν τις ζημιές. Ο μηχανισμός της κατάταξης στηρίζεται στη σειρά πληρωμής σε περίπτωση εκκαθάρισης. Στη διεθνή πρακτική η σειρά των πληρωμών είναι η εξής:

- Λειτουργικά έξοδα του Εκδότη
- Ομολογίες με εξασφάλιση (senior notes). Στην περίπτωση αυτή σειρές με χαρακτηριστικά, κανονικά και πρόωρη αποπληρωμή, κατατάσσονται σύμμετρα)
- Ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης
- Μετοχικό κεφάλαιο

Το ελληνικό δίκαιο ακολουθεί την ίδια σειρά κατάταξης. Σύμφωνα με το άρθρο 975 και 976 επ. του ΚπολΔ οι Ομολογιούχοι, για τις απαιτήσεις τους εκ των Ομολογιών, συνιστούν εγγειόγραφους, ήτοι μη εμπραγμάτως εξασφαλισμένους, δανειστές του Εκδότη. Σε περίπτωση πτωχεύσεως του Εκδότη ή αναγκαστικής εκτελέσεως σε βάρος της, οι Ομολογιούχοι θα ικανοποιούνται μετά από τους δανειστές που κατέχουν εμπράγματα ασφάλεια ή γενικό προνόμιο και συμμέτρως με όλους τους λοιπούς εγγειόγραφους δανειστές.

Οι δικαιούχοι που κατέχουν ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές, εφόσον δεν έχουν ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής των Ομολογιών τους σε μετοχές, προηγούνται, σε κάθε περίπτωση, των μετόχων στο προϊόν εκκαθάρισεως του Εκδότη.

3.1.4.4. Διαβεβαιώσεις (Representations and Warranties)

⁶⁶ Δημιούργημα του μεγάλου νομοθέτη Μιχαήλ Σταθόπουλου

Ο σκοπός της εξασφάλισης είναι να «πιστοποιήσει» ότι ορισμένα «γεγονότα» επί των οποίων τα συμβαλλόμενα μέρη έχουν στηριχθεί δεν πάσχουν ακυρότητας ή ακυρωσίας. Το ζήτημα στη νομική επιστήμη είναι γνωστό ως θεωρία του δικαιοπρακτικού θεμελίου.

Οι διαβεβαιώσεις που δίδονται από τον Εκδότη ή/και τον Μεταβιβάζοντα (Originator) είναι οι ακόλουθες:

- έγκυρη νομική υπόσταση
- έγκυρες αποφάσεις από τα όργανα των Εταιριών για την τιτλοποίηση (π.χ. από τις Γενικές Συνελεύσεις)
- διαβεβαίωση ότι δεν έχει υπαχθεί σε κανενός είδους πτωχευτική διαδικασία, ούτε πρόκειται να υπαχθεί
- η κυριότητα του ενεργητικού δεν πάσχει
- εγκυρότητα των συμβάσεων μεταβίβασης των απαιτήσεων
- συμμόρφωση με τη νομοθεσία
- δυνατότητα μεταβίβασης του ενεργητικού

Στη διεθνή πρακτική η πλειοψηφία των παραπάνω γεγονότων συνιστούν ζητήματα που ενεργοποιούν το μηχανισμό πρόωρης πληρωμής (trigger events)

3.1.5. Τιμολόγηση (Pricing)

Στη διεθνή επιστημονική κοινότητα το ζήτημα της τιμολόγησης αποτελεί ένα από τα ερευνητικά θέματα αιχμής. Μέχρι στιγμής δεν έχει δοθεί ένα μοντέλο ευρείας αποδοχής, όπως για παράδειγμα αυτό των Black & Scholes. Η τιμολόγηση εξακολουθεί να στηρίζεται για λόγους πώλησης στην αξιολόγηση που λαμβάνουν από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Στο παρόν υποκεφάλαιο δεν πρόκειται να αναφερθούμε σε ζητήματα τιμολόγησης όπως τίθενται στη διεθνή βιβλιογραφική έρευνα. Η οπτική εξάλλου της παρούσας εργασίας έχει σκοπό προσανατολισμένο στις υφιστάμενες δυνάμεις της αγοράς και όχι στις εν δυνάμει⁶⁷.

3.1.5.1. Γενικές αρχές τιμολόγησης

Ως γνωστόν στην ελληνική πραγματικότητα διαχωρίζεται μεταξύ των ομολογιών σε ομολογίες που εν είδει κοινοπραξίας (“club deal”) διατίθεται συνήθως σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και σε ομολογίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές, συνήθως του εξωτερικού. Ως γνωστόν η τιμολόγηση στην πρώτη περίπτωση γίνεται με βάση την τιμολόγηση του τραπεζικού δανεισμού. Αντίθετα, στις διεθνείς χρηματαγορές η τιμολόγηση προκύπτει από το Government Bond Yield στο οποίο προστίθεται το swap spread καθώς και το Risk premium που συνιστά το Credit Spread. Σε κάθε περίπτωση το πιστωτικό περιθώριο (credit spread) πρέπει να καλύπτει:

- τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk), που αποτελείται από την αναμενόμενη ζημία (expected loss), τη μη αναμενόμενη ζημία (unexpected loss), και το migration risk
- τον κίνδυνο ρευστότητας
- το χρόνο μέχρι τη λήξη (maturity)
- τις κεφαλαιακές δεσμεύσεις (για τις τράπεζες)

Επομένως, αναλόγως με το επενδυτικό κοινό και κυρίως με τον αν θα τεθεί υπό αξιολόγηση (αφού κατά την ελληνική νομοθεσία δεν είναι υποχρεωτική) πρέπει να επιλεγεί και ο τρόπος τιμολόγησης. Στην πρώτη περίπτωση θα ακολουθήσουν τον «παραδοσιακό» ελληνικό τρόπο τιμολόγησης. Στη δεύτερη θα πρέπει να ακολουθήσουν τη διεθνή πρακτική.

Οι ενδιαφερόμενοι κατ’ αρχήν για την τιτλοποίηση των απαιτήσεων πρέπει να υιοθετήσουν ένα μοντέλο τιμολόγησης το οποίο να είναι «συμβατό» με αυτό που χρησιμοποιούν οι οίκοι αξιολόγησης και οι πιθανοί επενδυτές και το τίμημα λογικά που πληρώνει ο αγοραστής των απαιτήσεων θα είναι ουσιαστικά μικρότερο από το συνολικό ποσό που ο Διαχειριστής περιμένει να εισπράξει από αυτές απαιτήσεις.

Η τιμολόγηση στηρίζεται στην αποτίμηση της αξίας των ομολόγων που πρέπει να εκδοθούν, έτσι ώστε να χρηματοδοτήσουν τη μεταβίβαση των απαιτήσεων από τον πωλητή στην ΕΕΣ, και μπορεί να πραγματοποιηθεί κατά κύριο λόγο με δυο τρόπους, οι οποίοι παρατίθενται στη συνέχεια.

3.1.5.2. Μέθοδος Monte – Carlo⁶⁸

Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιεί τη μέθοδο του επαναλαμβανόμενου υπολογισμού. Δηλαδή με τη χρήση τυχαίων αριθμών λαμβάνονται τα αποτελέσματα του μοντέλου τα οποία στη συνέχεια

⁶⁷ Ο αναγνώστης για περαιτέρω μελέτη ενδεικτικά μπορεί να ανατρέξει στα: Eric. J. Higgins and Joseph R. Mason, What is the value of recourse to asset – backed securities? A clinical study of credit card banks, Journal of Banking and Finance, 2004, 28, 875 – 899, George S. Oldfield, Making markets for structured mortgage derivatives, 2000, 57, 445 – 471,

⁶⁸ Moody’s Investor Service, Arturo Cifuentes, Gerard O’Connor, “The Binomial Expansion Method Applied to CBO/CLO Analysis, 13/12/1996

χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της απόδοσης των απαιτήσεων. Συνοπτικά η συγκεκριμένη μεθοδολογία έχει ως εξής:

4. Αρχικά σε κάθε απαίτηση δίνεται μια πιθανότητα μη είσπραξης
5. Στη συνέχεια οι απαιτήσεις ομαδοποιούνται με κριτήριο την ύπαρξη συσχέτισης με τις υπόλοιπες απαιτήσεις της ομάδας
6. Ο βαθμός αυτός συσχέτισης υπολογίζεται για όλες τις ομάδες των απαιτήσεων που έχουν προκύψει.
7. Για κάθε απαίτηση, παράγεται ένας τυχαίος αριθμός – βασισμένος σε μια κανονική κατανομή $[0,1]$ – ο οποίος στη συνέχεια προσαρμόζεται ώστε να συμπεριλάβει το βαθμό συσχέτισης που έχει υπολογιστεί σε προηγούμενο στάδιο. Δηλαδή τυχαίοι αριθμοί παράγονται εκ νέου για τις απαιτήσεις που συσχετίζονται.
8. Οι τελικοί τυχαίοι αριθμοί που αντιστοιχούν σε κάθε απαίτηση, προσαρμόζονται στην συνέχεια σε εκατοστιαία βάση δηλαδή στο διάστημα $[0,1]$
9. Κάθε αριθμός, που έχει προκύψει, χρησιμοποιείται στη συνέχεια για να καθορίσει την συμπεριφορά της απαίτησης που αντιπροσωπεύει. Για παράδειγμα, αν η πιθανότητα ότι η απαίτηση δεν εισπραχθεί είναι 2%, τότε ένα τυχαίο αποτέλεσμα μικρότερο ή ίσο του 2% θα έχει ως συνέπεια την μη είσπραξή της, ενώ με κάθε αποτέλεσμα πάνω του 2% υποθέτουμε ότι η απαίτηση θα εισπραχθεί.
10. Το αποτέλεσμα της εν λόγω συμπεριφοράς όλων των απαιτήσεων μεταφράζεται σε χρηματοροές
11. Τέλος, αυτές οι χρηματοροές που προκύπτουν, συγκρίνονται με τις υποχρεώσεις της ΕΕΣ που απορρέουν από την έκδοση των ομολόγων.

Κατ' αυτόν τον τρόπο προκύπτει ο βαθμός αξιολόγησης με τη μέθοδο Monte – Carlo. Η μέθοδος αυτή αν και είναι ακριβής και αξιόπιστη, είναι δύσκολη στην εφαρμογή της, ενώ απαιτούνται αρκετοί πόροι για να πραγματοποιηθεί.

3.1.5.3. Μέθοδος Διωνυμικής Επέκτασης (Binomial Expansion Method)⁶⁹

Η θεωρία αυτής της μεθόδου βασίζεται στην κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου από ομόλογα που διαθέτουν παρόμοια χαρακτηριστικά με τις απαιτήσεις που θα τιτλοποιηθούν. Το πρώτο μέλημα είναι ο προσδιορισμός των χαρακτηριστικών του «μέσου» ομολόγου. Αυτό περιλαμβάνει υπολογισμό

- του μεγέθους και του αριθμού των ομολόγων
- της μέσης απόδοσης καθ' όλη τη διάρκεια
- της μέσης απόδοσης του τοκομεριδίου και άλλων χαρακτηριστικών
- της πιστωτικής διαβάθμισης

Η διαβάθμιση των ομολόγων που θα εκδοθούν από την ΕΕΣ εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις αναμενόμενες ζημιές. Για το λόγο αυτό απαιτείται μια ακριβής μέθοδος για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αυτών ζημιών.

Η μέθοδος της Διωνυμικής Επέκτασης συνδυάζει δυο σημαντικά πλεονεκτήματα: υψηλό βαθμό ακρίβειας και ευκολία στην εφαρμογή της τόσο από πλευράς ταχύτητας όσο και από πλευράς κόστους. Πλεονέκτημα συνιστά επίσης ότι περιλαμβάνει στον υπολογισμό της όλες τις περιπτώσεις, χωρίς να αφήνει έξω από το μοντέλο εκείνες που έχουν μικρή πιθανότητα πραγματοποίησης.

Πρώτα απ' όλα θα πρέπει να οριστεί ο όρος διασπορά (diversity) που είναι βασική έννοια του μοντέλου αυτού. Με τον όρο αυτό εννοούμε τον κίνδυνο ότι οι χρηματοροές των τίτλων συσχετίζονται σε κάποιο βαθμό έτσι ώστε σε περιπτώσεις μη είσπραξης, ο αριθμός των απαιτήσεων που εμπίπτουν σε αυτή την κατηγορία να αυξάνει. Αυτό θεωρείται αρνητικό χαρακτηριστικό από τη στιγμή που αυξάνει τις πιθανότητες να παρουσιάσει η διαδικασία τιτλοποίησης σημαντικές ζημιές. Η διασπορά μετρείται από μια σειρά πολύπλοκων μηχανισμών που περιλαμβάνει οικονομικούς δείκτες κλάδων ης οικονομίας και της χώρας στην οποία ο δανειζόμενος δραστηριοποιείται. Η διασπορά υπολογίζεται κατά τέτοιο τρόπο ώστε όσο μεγαλύτερη είναι, τόσο καλύτερη είναι η ποιότητα του χαρτοφυλακίου. Η μέθοδος BET βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στην έννοια της διασποράς η οποία, χρησιμοποιείται έτσι ώστε να καθοριστεί ένα υποθετικό χαρτοφυλάκιο ομοιογενών και μη σχετιζόμενων απαιτήσεων (ομόλογα ή δάνεια συνήθως) το οποίο μιμείται τη συμπεριφορά του αρχικού χαρτοφυλακίου.

Αν D είναι ο βαθμός διασποράς του χαρτοφυλακίου των ομολόγων, τότε η συμπεριφορά αυτού μπορεί να δομηθεί χρησιμοποιώντας υποθετικό χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από D ομόλογα, ισόποσης αξίας. Υποθέτουμε επίσης ότι όλα αυτά τα ομόλογα έχουν την ίδια πιθανότητα μη είσπραξης του αρχικού χαρτοφυλακίου.

Όσον αφορά τις περιπτώσεις μη είσπραξης, η συμπεριφορά αυτού του ομοιογενούς χαρτοφυλακίου αποτελούμενου από Δ ομόλογα, μπορεί να περιγραφεί πλήρως με τη δόμηση Δ πιθανών σεναρίων. Η πιθανότητα P_j ότι σενάριο j (j περιπτώσεις μη είσπραξης) θα πραγματοποιηθεί, μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας τη διωνυμική εξίσωση:

⁶⁹ ibid

$$P_j = D! / j! (D - j)! * p^j (1-p)^{D-j}$$

Όπου p είναι η μέση σταθμισμένη πιθανότητα μη είσπραξης του χαρτοφυλακίου (υπολογισμένη με τον κατάλληλο παράγοντα).

Έστω επίσης ότι E_j είναι η αναμενόμενη ζημία σε περίπτωση που αναμένεται αν ισχύει το σενάριο j . Η συνολική αναμενόμενη ζημία εκφράζεται ως ποσοστό, και μπορεί να υπολογιστεί εύκολα η παρούσα αξία των χρηματορροών που εισπράττονται από τον κάτοχο των ομολόγων, υποθέτοντας ότι υπάρχουν j περιπτώσεις μη είσπραξης.

Αναμενόμενη ζημία = $\sum p_j E_j$

Υποθετική Δομή

€100	€80
c=11%	Κύριο τμήμα
p=25%	c=6%
d=20	
Rec rate=30%	€20
Διάρκεια = 6 έτη	c=20%
	IK

Ένα σχετικό παράδειγμα είναι το εξής

Για τη χρηματοδότηση της τιλοποίησης ενός χαρτοφυλακίου στεγαστικών δανείων εκδίδονται ομόλογα από την ΕΕΣ, τα οποία εμπίπτουν σε δυο κατηγορίες, μια κύρια και μια μειωμένης πιστωτικής διαβάθμισης.

Υποθέτοντας ότι το χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων έχει διασπορά $D=20$, μέση πιθανότητα μη είσπραξης $P=25\%$, ρυθμό ανάκτησης κεφαλαίου 30% , έξι χρόνια διάρκεια και πληρώνει μέση απόδοση $C=11\%$. Επιπρόσθετα, υποθέτουμε για λόγους ευκολίας ότι δεν υπάρχει εσωτερικός μηχανισμός πιστωτικής αναβάθμισης και ότι τα πλεονάζοντα χρήματα επενδύονται με 11% το χρόνο.

Όπως είναι φυσικό η κύρια έκδοση έχει προτεραιότητα στην είσπραξη των απαιτήσεων. Όπως φαίνεται από τα δεδομένα έχει εξαμηνιαίες εισροές $2,4$ εκ. USD και επιπρόσθετα μια εφάπαξ εισροή 80 εκ. USD στη λήξη. Όσο ο αριθμός των περιπτώσεων μη είσπραξης παραμένει κάτω του 10 , τότε η δομή δεν αντιμετωπίζει κανένα πρόβλημα. Όταν όμως ο αριθμός αυτός ξεπεράσει το 10 , αρχίζει η πραγματοποίηση ζημιών.

Οι ζημιές σε κάθε περίπτωση υπολογίζονται – χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το 6% – προεξοφλώντας όλες τις χρηματορροές που προκύπτουν και συγκρίνοντας αυτές με το κεφ. 80 εκ. USD. Για παράδειγμα εάν υπάρχουν 10 περιπτώσεις μη είσπραξης τότε η κύρια κατηγορία προχωρεί χωρίς προβλήματα στις πληρωμές των τόκων καθ' όλη τη διάρκεια του ομολόγου, όμως αποπληρώνεται κεφάλαιο αξίας USD $78,86$ εκ. στη λήξη αντί για USD 80 εκ.

Για το σενάριο αυτό που περιγράφηκε υποθέτουμε ότι οι περιπτώσεις μη είσπραξης συμβαίνουν κατά 50% στο τέλος του πρώτου έτους και 10% στο τέλος κάθε έτους για τα επόμενα 5 έτη. Ο πίνακας 14 συνοψίζει τα αποτελέσματα της BET μεθόδου. Η πρώτη στήλη δείχνει τον αριθμό των περιπτώσεων μη είσπραξης ανάλογα με το σενάριο, η δεύτερη δείχνει την πιθανότητα ότι το συγκεκριμένο σενάριο θα πραγματοποιηθεί και η τρίτη δείχνει το μέγεθος της ζημίας που πραγματοποιείται. Η συνολική αναμενόμενη ζημία υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Αναμενόμενη ζημία} = 0,3171\% \times 0\% + \dots + 0\% \times 45,1629\% = 0,067\%$$

Με τον υπολογισμό της αναμενόμενης ζημίας και τη διάρκεια είναι δυνατό να υπολογιστεί η κατηγορία πιστωτικής διαβάθμισης βασισμένη στα ιστορικά στοιχεία της Moody's. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά το ομόλογο του παραδείγματος θα κατείχε πιστωτική διαβάθμιση Aa3.

Κλείνοντας θα πρέπει να προσθέσουμε ότι σε κάθε διαδικασία έκδοσης ομολόγων προκύπτουν συγκεκριμένες ιδιαιτερότητες. Για παράδειγμα το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για επανεπένδυση, οι τύποι πιστωτικής αναβάθμισης που χρησιμοποιούν, τα διοικητικά έξοδα, τα χρηματοοικονομικά έξοδα για τα προϊόντα που αποκτούνται (swaps, caps) η ανομοιογένεια των απαιτήσεων του χαρτοφυλακίου, είναι περιπτώσεις που χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής.

Με την αξιολόγηση δίδεται μια εκτίμηση για την ικανότητα ενός πιστούχου να αποπληρώνει κανονικά τις υποχρεώσεις του που απορρέουν από το δανεισμό που έχει αναλάβει. Αυτό που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι η αξιολόγηση αφορά μελλοντικά γεγονότα και για το λόγο αυτό ενέχει πολλά υποκειμενικά στοιχεία. Οι σημαντικότερες εταιρίες αξιολόγησης είναι η Moody's, η Standard & Poor's, Fitch με τις δυο πρώτες να είναι οι ευρύτερα γνωστές. Η αξιολόγηση προσφέρει στους επενδυτές μια εικόνα για την πιθανότητα πιστωτικής ζημίας από μια συγκεκριμένη επένδυση σε παγκόσμια κλίμακα ανεξάρτητα αν το χρηματοοικονομικό εργαλείο που αξιολογήθηκε είναι εκφρασμένο σε διαφορετικό νόμισμα, διαφορετική χώρα, διαφορετικό εκδότη, κ.ο.κ.

Οι δύο κύριες εταιρείες αξιολόγησης, έχουν διαφορετικές πρακτικές για τον προσδιορισμό του πιστωτικού κινδύνου των δανείων που εξετάζουν. Η Moody's και η S&P χρησιμοποιούν τα δικά τους μοντέλα (παραλλαγές των μοντέλων BET, Monte – Carlo), έτσι ώστε να προσδιορίσουν τις ζημιές που θα προκύψουν από ένα χαρτοφυλάκιο ομολόγων. Η Moody's θεωρεί ότι ο κίνδυνος στα δάνεια ποσοτικοποιείται με τον προσδιορισμό της αναμενόμενης ζημίας. Για παράδειγμα μια χορήγηση 100 Ευρώ, μπορεί να έχει μια

ζημία 20 Ευρώ. Αυτή η ζημία θα προκύψει κάτω από συγκεκριμένες δυσμενείς συνθήκες και το ζήτημα που πρέπει να προσδιοριστεί είναι, ποια είναι χρονική διάρθρωση αυτών των ζημιών (δηλαδή αν προκύπτουν στην αρχή, στο τέλος ή κατανέμονται ομοιόμορφα). Αυτό σημαίνει ότι το χειρότερο σενάριο για τη Moody's είναι να υπάρχει μεγάλος αριθμός προπληρωμών και περιπτώσεις μη είσπραξης που προκύπτουν χρονικά στο τέλος. Στην περίπτωση αυτή, τα δάνεια έχουν σχεδόν αποσβεστεί και μπορεί να προκύψει μικρό ποσοστό κέρδους από τα υφιστάμενα υπόλοιπα για να εξασφαλίσουν το σύνολο του δανείου.

Η S&P θεωρεί ότι ο κίνδυνος των δανείων είναι συνάρτηση του υπολοίπου του δανείου και του χρόνου που απομένει ως τη λήξη, δηλαδή όσο μεγαλύτερο είναι το ποσό που απομένει ως τη λήξη και όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια του δανείου τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος για το μέγεθός της ζημίας που θα προκύψει. Το χειρότερο σενάριο για την S&P προκύπτει από μικρό ποσοστό προπληρωμών (αντίθετα με τη Moody's), για το λόγο ότι έτσι το μεγαλύτερο ποσοστό του δανείου παραμένει υφιστάμενο και ανάλογα με το χρόνο που απομένει ως τη λήξη, η πιθανή ζημία που μπορεί να πραγματοποιηθεί είναι μέγιστη.

Στον πίνακα 15 εκφράζεται η τιμολόγηση (στοιχεία Μαρτίου 2004) στις διεθνείς αγορές σύμφωνα με την πιστοληπτική διαβάθμιση.

3.2. ΓΙΑ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ

Ό,τι έχει αναλυθεί στο κεφάλαιο «Διάρθρωση της τιτλοποίησης για τις ιδιωτικού δικαίου επιχειρήσεις» ισχύει mutatis mutandis και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Επειδή τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (εφεξής XI) υπόκεινται σε έλεγχο κεφαλαιακής επάρκειας μεταξύ άλλων και των εποπτικών αρχών, στη διάρθρωση της τιτλοποίησης, όταν ο τιτλοποιών είναι XI, πρέπει να ληφθεί υπόψη το arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων. Στο παρόν υποκεφάλαιο επιχειρείται η εξέταση αυτού του ζητήματος υπό την έποψη των επιπτώσεων στην κεφαλαιακή επάρκεια.

3.2.1. Η χρησιμοποίηση της Τιτλοποίησης ως μεθόδου arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων

3.2.1.1. Οι γενικές αρχές

Ο⁷⁰ λόγος που τα XI επιλέγουν την τιτλοποίηση είναι το arbitrage των κανονιστικών κεφαλαίων. Όπως έχει εκτεθεί, το arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων συνίσταται στην αποδέσμευση κινδύνων και στην αναδιάρθρωσή τους, έτσι ώστε υπό τον τρόπο μέτρησης πιστωτικού κινδύνου των κεφαλαίων (εφ' εξής RBC) σύμφωνα με τη συνθήκη της Βασιλείας, μια ποσότητα του «πραγματικού» πιστωτικού κινδύνου του υποκείμενου χαρτοφυλακίου να αντιμετωπίζεται ως ενεργητικό με χαμηλότερη στάθμιση κινδύνου ή ως ενεργητικό που έχει πωληθεί σε τρίτους επενδυτές.

Το arbitrage υπό την έποψη της Συνθήκης της Βασιλείας, στηρίζεται στη διαφορετική αντιμετώπιση των χρηματοοικονομικών εργαλείων όσον αφορά τη μέτρηση κεφαλαιακής επάρκειας που μπορούν να οδηγήσουν σε ανόμοιες απαιτήσεις για απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας για χαρτοφυλάκια που έχουν όμοιο κίνδυνο. Ο πίνακας δείχνει την ποικιλία των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας που εφαρμόζονται σε επιλεγμένα εργαλεία του βιβλίου ενός XI.

Οι περισσότερες περιπτώσεις arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων στηρίζονται στις ακόλουθες τρεις αρχές:

1^η Αρχή: Συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου και εκλεκτική επιλογή (cherry pick)

Η αρχή αυτή είναι ίσως η πιο κοινή από τις τεχνικές. Σύμφωνα με αυτή αναδιαρθρώνονται όλες οι χρηματορροές ενός ομοειδούς τομέα δανείων μέσω τιτλοποίησης ή άλλων μέσων, έτσι ώστε το μεγαλύτερο μέρος του πιστωτικού κινδύνου να «συγκεντρώνεται» μέσα σε χρηματοοικονομικά εργαλεία που παρουσιάζουν πολύ μικρότερο MPCL από το αρχικό χαρτοφυλάκιο. Συχνά αυτό μπορεί να επιτευχθεί έτσι ώστε οι αξιώσεις για τις χρηματορροές που απομένουν – που έχουν σχετικά μικρό πιστωτικό κίνδυνο – να λαμβάνουν πιστωτική διαβάθμιση επιπέδου investment grade, ώστε να καθιστούν δυνατή την πώληση αυτών των αξιώσεων χαμηλού κινδύνου σε τρίτους επενδυτές με στενά περιθώρια πιστωτικού κινδύνου. Επομένως, μετά την μεταβίβαση το XI αναλαμβάνει περίπου τον ίδιο πιστωτικό κίνδυνο όπως και πριν, αλλά με έναν τύπο χρηματοοικονομικών εργαλείων που έχουν ένα πολύ μικρότερο MPCL. Οι θέσεις πιστωτικού κινδύνου που έχουν συγκεντρωθεί και διακρατηθεί από το XI θα έπρεπε κανονικά να θεωρηθούν ότι είναι χρηματοδοτική εγγύηση (financial guarantee) και να αντιμετωπιστεί ως αναγωγή, υποκείμενη σε RBC ένα προς ένα. Εντούτοις, υπό την προϋπόθεση ότι η αναγωγή είναι μικρότερη από 8% του τομέα δανείων, η τεχνική αυτή οδηγεί σε χαμηλότερες απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας από την αναγωγή απ' ό,τι ο αρχικός τομέας δανείων, αν και σχεδόν καθόλου πιστωτικός κίνδυνος δεν μεταβιβάστηκε στους επενδυτές.

2^η Αρχή: Direct Credit Substitutes

⁷⁰ D. Jones, 2000, Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues, Journal of Banking & Finance 24, 35 – 58

Όταν είναι εφικτό, οι αναδιρθρώσεις με σκοπό τη διασφάλιση ότι ο κίνδυνος που διακρατήθηκε υπό την 1^η Αρχή να αντιμετωπίζονται ως direct credit substitutes (δηλαδή εγγυήσεις που υπόκειται στην απαίτηση της κεφαλαιακής επάρκειας του 8% και όχι ως αναγωγές (recourse) που υπόκεινται σε κεφαλαιακή απαίτηση ένα προς ένα). Η αναδιάρθρωση αυτή απαιτεί ότι το ΧΙ δεν θα φαίνεται ότι τυπικά έχει την κυριότητα του υποκείμενου ενεργητικού (remote origination).

3^η Αρχή: Έμμεσες πιστωτικές αναβαθμίσεις

Όταν είναι εφικτό να μετατρέπονται οι εκθέσεις στον κίνδυνο σε συμβατικές διευθετήσεις ώστε, όταν παρέχεται στον επενδυτή προστασία, να μη χαρακτηρίζονται ως χρηματοδοτικές εγγυήσεις (financial guarantees). Αυτές οι «έμμεσες πιστωτικές αναβαθμίσεις» τυπικά δεν υπάγονται στις απαιτήσεις για RBC.

3.2.1.2. Η Πιστωτική Ενίσχυση στο Ελληνικό Εποπτικό Σύστημα («Πρωτεύουσα» και «Δευτερεύουσα»)

Στο Ελληνικό πλαίσιο εποπτείας η πιστωτική ενίσχυση υπάρχει όσον αφορά την τιτλοποίηση απαιτήσεων παραδοσιακής μορφής (δηλαδή στην περίπτωση νομικής απομόνωσης των απαιτήσεων που τιτλοποιούνται) και διακρίνεται σε «πρωτεύουσας» σημασίας και μη⁷¹. Το είδος της πιστωτικής ενίσχυσης που θα ακολουθηθεί έχει σημασία γιατί υπάγεται σε διαφορετικές ρυθμίσεις κεφαλαιακής επάρκειας από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Ως πρωτεύουσας σημασίας πιστωτική ενίσχυση θεωρείται εκείνη που πληροί τις ακόλουθες προϋποθέσεις :

α) προσωρινή παροχή ρευστότητας από πιστωτικό ίδρυμα, πλην της μεταβιβάζουσας τράπεζας προκειμένου να καλυφθεί χρηματοδοτικά η έγκαιρη αποπληρωμή των τοκομεριδίων και του καταβληθέντος κεφαλαίου ή οι αρχικές λειτουργικές δαπάνες της ΕΕΣ διάρκειας μεγαλύτερης του ενός έτους, ή για το χρόνο μεσολάβησης μεταξύ της ημερομηνίας αγοράς των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων και της ημερομηνίας διάθεσης των νέων τίτλων και σε κάθε περίπτωση διάρκειας μεγαλύτερης των τριών μηνών. (βλ. Εγκ. ΤτΕ, Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος, 30.10.2003, κεφ. Δ)

β) το ποσό της πιστωτικής ενίσχυσης παρέχεται με τη μορφή υπερβάλλοντος περιθωρίου επιτοκίου (spread account) ή μέσω χρηματικής κατάθεσης (reserve account) για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών της ΕΕΣ ή υπερεξασφάλισης (overcollateralisation)⁷², γ) σε περίπτωση αγοράς τμήματος της συνολικής έκδοσης τίτλων ή επαναγοράς των υποκειμένων απαιτήσεων σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, πέραν του ορίου του 10% είτε της αρχικής ονομαστικής αξίας των εκδοθέντων τίτλων είτε της αρχικής συνολικής αξίας των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων

Εν κατακλείδι, το ποσό που θα χαρακτηριστεί ως πρωτεύουσα πιστωτική ενίσχυση κατά κανόνα αφαιρείται από το ποσό των ιδίων κεφαλαίων.

Ως δευτερεύουσας σημασίας πιστωτική ενίσχυση θεωρείται εκείνη που

α) παρέχεται με τη μορφή δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subordinated loans, ή με οποιαδήποτε άλλη μορφή δανείου)

β) όλες οι λοιπές περιπτώσεις ενίσχυσης που δεν εμπίπτουν στην κατηγορία της πρωτεύουσας πιστωτικής ενίσχυσης. Ζήτημα γεννάται στην περίπτωση που η πιστωτική ενίσχυση επιτυγχάνεται με εγγυητική επιστολή ή εγγύηση. Όπως θα υποστηριχθεί και στο οικείο κεφάλαιο (Νομικό πλαίσιο) σύμφωνα με την απόφαση 17329/Γ.Κ.81 της Νομισματικής Επιτροπής της 12/28 Ιουλίου 1955 «Περιπτώσεις εις ας απαγορεύεται η έκδοσις εγγυητικών επιστολών» και την απόφαση της Νομισματικής Επιτροπής 975/12.7.1956 η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθετεί την άποψη ότι οι αποφάσεις αυτές εξακολουθούν να ισχύουν για τις κάθε φύσεως εγγυήσεις όπως και όλες τις περιπτώσεις όπου δεν επιτρέπεται τραπεζική χρηματοδότηση. Συνεπώς εν όψει του ότι το ομολογιακό δάνειο αποτελεί εξωτραπεζική χρηματοδότηση δεν επιτρέπεται να εγγυηθεί τράπεζα την αποπληρωμή ομολογιακού δανείου, παρά τις αναμφισβήτητες αντιρρήσεις σε ερμηνευτικό επίπεδο καθώς και επίπεδο νομοθεσίας Ευρωπαϊκής Ενώσεως). Είναι εξαιρετικά αμφίβολο αν η παραπάνω διάταξη εξακολουθεί να ισχύει ακόμη και μετά την εισαγωγή του θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα.

Σε περίπτωση παροχής εγγύησης που αποτελεί δευτερεύουσας σημασίας πιστωτική ενίσχυση, για τον προσδιορισμό του πιστωτικού ισοδυνάμου, το ύψος της εγγύησης πολλαπλασιάζεται με τον συντελεστή μετατροπής 100% (υψηλού κινδύνου), σύμφωνα με το παράρτημα Ι της Κωδ ΠΔ/ΤΕ 2524/03 και στη συνέχεια πολλαπλασιάζεται με τον συντελεστή αντισυμβαλλομένου 100%(Βλ. παράρτημα.) ή 50% εάν η εγγύηση εξασφαλίζεται με απαιτήσεις που πληρούν τις προϋποθέσεις του έκτου κεφαλαίου παρ. (γ) την κωδικ. ΠΔ/ΤΕ 2524/03, δηλαδή είναι τίτλοι που εξασφαλίζονται με υποθήκη (mortgage backed securities) (βλ. κεφ. 6, παρ. (γ) της κωδ. ΠΔ/ΤΕ 2524/03). Περαιτέρω, σε περίπτωση παροχής δευτερεύουσας πιστωτικής ενίσχυσης, οποιασδήποτε μορφής το σχετικό ποσό θα σταθμίζεται με το συντελεστή στάθμισης 100% εφόσον (i) προβλέπεται να αντληθεί μετά την εξάντληση της πρωτεύουσας πιστωτικής ενίσχυσης, (ii)

⁷¹ βλ. Εγκ. ΤτΕ, Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος, 30.10.2003

⁷² βλ. Εγκ. ΤτΕ, Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος, 30.10.2003, κεφ. Δ

καλύπτει αποκλειστικά τις ζημιές/σύνταξη που δεν έχουν καλυφθεί από την πρωτεύουσα πιστωτική ενίσχυση και (iii) η πρωτεύουσα πιστωτική ενίσχυση καλύπτει την κατά προσέγγιση εκτιμώμενη πιθανή ζημία της ΕΕΣ από επισφαλείς απαιτήσεις, όπως προκύπτει από τα ιστορικά στοιχεία αντίστοιχης ποιότητας απαιτήσεων.

Τέλος, στην περίπτωση που τόσο η πρωτεύουσα όσο και η δευτερεύουσα πιστωτική ενίσχυση παρέχονται από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα, η δευτερεύουσα πιστωτική ενίσχυση θα αφαιρείται από τα ίδια κεφάλαια της μεταβιβάζουσας.

Ο υπολογισμός των κεφαλαίων κεφαλαιακής επάρκειας στην Ελλάδα είναι εξαιρετικά αυστηρός σε σύγκριση με τον διεθνή τρόπο αντιμετώπισης. Οι σταθμίσεις κεφαλαίων είναι υψηλές και αφήνει ελάχιστα περιθώρια μη ελέγχου από τις εποπτικές αρχές των δυνατοτήτων χρησιμοποίησης κανονιστικού arbitrage, σε αντίθεση βέβαια με το νομοθετικό πλαίσιο που είναι εξαιρετικά πρωτοποριακό.

3.2.1.3. Η σημασία της επιλογής της μεθόδου υπολογισμού κεφαλαιακής επάρκειας στην Τιτλοποίηση

Σύμφωνα με το νέο κανονιστικό πλαίσιο που επεξεργάζεται η Επιτροπή της Βασιλείας σχετικά με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών, οι τράπεζες θα μπορούν να επιλέγουν για την για την αξιολόγηση των πιστωτικών κινδύνων μια από τις δυο μεθόδους : την τυποποιημένη μέθοδο (standardised approach), που στην ουσία είναι η τροποποιημένη μέθοδος που εφαρμόζεται ήδη, και τη μέθοδο υπολογισμού του πιστωτικού κινδύνου με βάση εσωτερικό σύστημα διαβάθμισης (Internal Rating Based Approach)^{73,74}.

Σε μια διαδικασία τιτλοποίησης ένα Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα δύναται να λειτουργήσει ως εκχωρητής απαιτήσεων, ως φορέας εξυπηρέτησης, ως ΕΕΣ, ως αντισταθμιστής, ως φορέας πιστοληπτικής ενίσχυσης, και τέλος ως επενδυτής. Γενικά, οι κίνδυνοι που μια τράπεζα διατρέχει σε μια διαδικασία τιτλοποίησης είναι οι ίδιοι που αντιμετωπίζει και σε κάθε άλλη μορφή απλού δανεισμού, ωστόσο επειδή πολλές φορές δεν είναι ιδιαίτερα ευδιάκριτοι μπορούν να καταστούν ιδιαίτερα επικίνδυνοι. Πιο κάτω παρουσιάζονται συνοπτικά τα υπέρ και τα κατά της κάθε μεθόδου:⁷⁵

α) Τυποποιημένη μέθοδος (standardised approach).

Η μέθοδος αυτή εστιάζει κατά κύριο λόγο σε τρεις λειτουργίες του πιστωτικού ιδρύματος ως εκχωρητή, επενδυτή και εγγυητή απαιτήσεων.

i) Το πιστωτικό ίδρυμα ως εκχωρητής απαιτήσεων. Βασική προϋπόθεση προκειμένου να υπάρξουν οφέλη από τη διαδικασία της τιτλοποίησης είναι οι απαιτήσεις να διαχωριστούν εντελώς από την τράπεζα που τα εκχωρεί και να μεταβιβαστούν πλήρως στην ΕΕΣ (clean break). Η οδηγία της BIS θέτει τους όρους υπό τους οποίους μπορεί να χαρακτηριστεί επιτυχής μια τιτλοποίηση οι οποίοι αναπτύσσονται αναλυτικά στο παράρτημα με τίτλο «ελάχιστες λειτουργικές προϋποθέσεις για την επίτευξη καθαρής μεταβίβασης». Επίσης περιορισμοί τίθενται για τον εκχωρητή των απαιτήσεων στην περίπτωση που λαμβάνει ιδιότητες όπως αυτή του φορέα εξυπηρέτησης ή πιστωτικής ενίσχυσης.

ii) Το πιστωτικό ίδρυμα ως επενδυτής
Στη συνέχεια η τυποποιημένη μέθοδος αναφέρεται στην αντιμετώπιση των τραπεζών που επενδύουν σε τίτλους προερχόμενους από τιτλοποίηση (ABS). Δεδομένου ότι οι περισσότερες διαδικασίες τιτλοποίησης αξιολογούνται από διεθνείς οίκους του εξωτερικού. Στον πίνακα 16 η οδηγία της BIS προτείνει τις εξής σταθμίσεις ανάλογα με την πιστωτική διαβάθμιση

iii) Τράπεζα ως εγγυητής
Τέλος, η τυποποιημένη μέθοδος κάνει αναφορά στις τράπεζες που παρέχουν εγγυήσεις στις ΕΕΣ με την μορφή της πιστωτικής ενίσχυσης ή της παροχής διευκολύνσεων ρευστότητας.

Όσον αφορά την παροχή πιστωτικής ενίσχυσης πρώτου βαθμού (καλύπτει πτωχεύσεις και απορροφά πιστωτικές ζημιές) αυτή πρέπει να αφαιρεθεί απευθείας στο σύνολο της από τα κεφάλαια. Στην περίπτωση της πιστωτικής ενίσχυσης δεύτερου βαθμού (έχει τη μορφή χορήγησης δανείου ή εγγυητικής επιστολής) τότε θα πρέπει να σταθμιστούν ανάλογα με τον πιστωτικό τους βαθμό από οίκο αξιολόγησης εκτός αν αυτός δεν υπάρχει, όπου θα υπάρχει στάθμιση ανάλογα με το είδος των απαιτήσεων που έχει τιτλοποιηθεί.

Όσον αφορά την παροχή διευκολύνσεων ρευστότητας, για το λόγο ότι είναι βραχυπρόθεσμο χαρακτηρισμό, δεν έχουν σύμφωνα με την υπάρχουσα οδηγία κεφαλαιακή επιβάρυνση, όπως ίσχυε και από την προηγούμενη συνθήκη του 1988.

β) Η μέθοδος υπολογισμού του πιστωτικού κινδύνου με βάση εσωτερικό σύστημα διαβάθμισης (internal approach)

Η μέθοδος αυτή είναι ανάλογης φιλοσοφίας με την πρότυπη μέθοδο. Σύμφωνα με αυτή γίνεται διάκριση για τον τραπεζικό οργανισμό αν τηρεί την ιδιότητα του εκχωρητή απαιτήσεων.

⁷³ Πούσκουρη Α. Reiche, Το Νέο Σύμφωνο της Βασιλείας και Ανταγωνιστικότητα, Δελτίον ΕΕΤ, 35, 2003.

⁷⁴ FitchRatings, Credit Policy, Special Report, "Basel II: Refinements to the Framework, 2003, πηγή Διαδίκτυο

⁷⁵ European Securitisation Forum στο "The New Basel Capital Accord – Quantitative Impact Study 3 and Working Paper 2"

Για τις τράπεζες που εκδίδουν και εκχωρούν τις απαιτήσεις του μέσω της τιτλοποίησης ισχύει ό,τι αναφέρθηκε και στην πρότυπη μέθοδο. Σε περίπτωση που μετά την μεταβίβαση των απαιτήσεων υπάρχει παροχή εγγύησης από τον εκχωρητή των απαιτήσεων τότε γίνεται προσαρμογή στην κεφαλαιακή επάρκεια σύμφωνα με τα προαναφερθέντα.

Στην περίπτωση της επένδυσης σε απαιτήσεις που έχουν εκδοθεί από άλλη τράπεζα ισχύει η κεφαλαιακή επιβάρυνση σύμφωνα με την πιστωτική αξιολόγηση από διεθνή οίκο. Επίσης προβλέπεται η δυνατότητα αξιολόγησης των απαιτήσεων από το εσωτερικό σύστημα αξιολόγησης που χρησιμοποιήσει η τράπεζα.

3.2.2. Τυπολογία Arbitrage Κανονιστικών Κεφαλαίων/ Έλεγχος των αρχών στο ελληνικό εποπτικό σύστημα

Πιο κάτω παρατίθενται οι τρόποι που χρησιμοποιούνται για την εφαρμογή του arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων.

3.2.2.1. Τιτλοποίηση με συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου μέσω εκλεκτικής επιλογής (cherry-picking) (1^η Αρχή)

Στο παρόν αναλύονται όλοι οι πιθανοί τρόποι τιτλοποίησης ως προς τις επιπτώσεις στα θέματα κεφαλαιακής επάρκειας για ένα XI που προχωρεί σε τιτλοποιήσεις ακολουθώντας την «1^η Αρχή : Συγκέντρωση πιστωτικού κινδύνου και εκλεκτική επιλογή (cherry – picking)»

i. Τιτλοποίηση με μεταβίβαση πιστωτικού κινδύνου στους επενδυτές, χωρίς αναγωγή και με remote origination

Η τιτλοποίηση αποτελεί συχνά την λιγότερη δαπανηρή προσέγγιση για την πρώτη αρχή σε σχέση με τις εκχωρήσεις δανείων. Η τιτλοποίηση στην πιο βασική της μορφή, την “plain vanilla”, δηλαδή την τιτλοποίηση χωρίς παρακράτηση κινδύνων είναι μια μηχανή για την απομόνωση της χρηματοδότησης από την σύναψη και την εξυπηρέτηση των δανείων. Τυπικά, ένα XI δημιουργεί ένα “special purpose vehicle” με σκοπό να αποκτήσει τα δάνεια από το ίδιο το XI ή από άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, για τη χρηματοδότηση των μεταβιβάσεων, η ΕΕΣ εκδίδει στους επενδυτές κινητές αξίες που εξασφαλίζονται από το υποκείμενο ενεργητικό του δανεισμού (Asset Backed Securities-ABS). Για ορισμένους τύπους ενεργητικού η πειθαρχία της αγοράς που επιβάλλεται από τους οίκους αξιολόγησης και την ικανότητα να δημιουργεί ABS, προσαρμοσμένα στις ανάγκες συγκεκριμένων επενδυτών, επιτρέπει στις τράπεζες να πραγματοποιήσουν υψηλότερες αποδόσεις μέσω των τιτλοποιήσεων αυτού του ενεργητικού απ’ ό,τι μέσω εκχώρησης δανείων.

Για να αντιληφθούμε τις επιπτώσεις της τιτλοποίησης χωρίς παρακράτηση κινδύνου θα συγκρίνουμε τις επιπτώσεις της (Σχέδιο 3) με τις επιπτώσεις ενός σεναρίου αναφοράς που διακρατεί τα δάνεια στον ισολογισμό της (Σχέδιο 4).

Στο Σχέδιο 3 όλο το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από Ευρώ 200 σε δάνεια τα οποία χρηματοδοτούνται από Ευρώ 176 σε καταθέσεις και Ευρώ 22 σε ίδια κεφάλαια. Τα αποθεματικά για την απώλεια του δανείου υποτίθεται ότι είναι ίσα προς την αναμενόμενη απώλεια credit του χαρτοφυλακίου. Αδιαφορώντας για τις επιπτώσεις της φορολογίας, η tier 1 για το XI και ο συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας θα ήταν 11% και 12% αντίστοιχα.

Στο Σχέδιο 4 το ανωτέρω XI τιτλοποιεί Ευρώ 40 από τα δάνεια του ισολογισμού της μεταβιβάζοντας το ενεργητικό χωρίς αναγωγή (στο άρτιο) σε μια ΕΕΣ. Η ΕΕΣ, με τη σειρά της, χρηματοδοτεί αυτή την αγορά μέσω έκδοσης κινητών αξιών εξασφαλισμένων με ενεργητικό (ABS) ποσού ύψους Ευρώ 40 σε τρίτους επενδυτές. Κατά παρόμοιο τρόπο με το βασικό σενάριο, αυτή η τιτλοποίηση χωρίς αναγωγή οδηγεί το XI στη μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιούμενων τίτλων στους επενδυτές. Αναλογικά προς αυτή τη μείωση κινδύνου, ο συνολικός μέσος σταθμικός κίνδυνος του ενεργητικού μειώνεται, αυξάνοντας έτσι το tier 1 και των συνολικών αριθμοδεικτών κεφαλαιακής επάρκειας σε 13,8% και 15,0%.

ii. Τιτλοποίηση χωρίς μεταβίβαση πιστωτικού κινδύνου και με αναγωγή (Securitisation with retained recourse)

Όπως έχει ήδη εκτεθεί η Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που θέτει με την εγκύκλιό της⁷⁶ διακρίνει ανάμεσα στην αναγωγή που εμπίπτει σε πρωτεύουσα και σε δευτερεύουσα πιστωτική ενίσχυση (για τις διακρίσεις βλ. οίκοθεν κεφ. 2.2.3.). Το ποσό της αναγωγής που εμπίπτει σε πρωτεύουσα ενίσχυση αφαιρείται από τα ίδια κεφάλαια του X.I. Το ποσό της αναγωγής που εμπίπτει σε δευτερεύουσα ενίσχυση σταθμίζεται με συντελεστή στάθμισης 100%. Η θέση αυτή της Τράπεζας της Ελλάδος πόρρω απέχει από τις ρυθμίσεις της ηπειρωτικής Ευρώπης και των ΗΠΑ, όπου η αναγωγή

⁷⁶ Εγκύκλιος 9/30.10.2003 της Διεύθυνσης Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος

αντιμετωπίζεται με το σχήμα “Loan Structure” σε αντίθεση με το σχήμα “Sale Structure” όπως αντιμετωπίζεται από την ελληνική εποπτική αρχή.

Ειδικότερα, σε πολλές περιπτώσεις, το περιθώριο πιστωτικού κινδύνου που απαιτείται από τους επενδυτές για την απόκτηση ολόκληρων των δανείων ή των ABS χωρίς πιστωτική αναβάθμιση (credit enhancement) καθιστά το κόστος αυτών των συναλλαγών απαγορευτικό. Η τιτλοποίηση με αναγωγή, όπου ο πιστωτικός κίνδυνος συγκεντρώνεται πριν την εκλεκτική επιλογή (cherry – picking) είναι συχνά μια λιγότερο δαπανηρή μέθοδος arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων. Η βασική προσέγγιση συνίσταται στη δημιουργία πολλαπλών tranches ABS από το σύνολο του ομοειδούς δανεισμού, όπου οι αξιώσεις για κάθε χαμηλότερο tranche είναι υποκειμένες στις τις αξιώσεις των tranches που έχουν πλεονεκτικότερη κατάταξη. Στην πραγματικότητα, κάθε tranche που έχει κατάταξη χαμηλότερη ενεργεί ως credit enhancement για όλα τα ανώτερης κατάταξης tranches. Επομένως, το tranche με τη χαμηλότερη κατάταξη αντιπροσωπεύει μια θέση υψηλής συγκέντρωσης πιστωτικού κινδύνου.

Μέσω της διαδοχικής υπαγωγής (subordination), το μεγαλύτερο μέρος του πιστωτικού κινδύνου του δανεισμού που τιτλοποιείται συνήθως μπορεί να συγκεντρωθεί σε ένα tranche με χαμηλότερη κατάταξη, οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας του οποίου δεν αποτελούν παρά ένα μικρό μόνο μέρος των αρχικών απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας για το δανεισμό που τιτλοποιείται. Όπως εκτίθεται και πιο κάτω, υπό την προϋπόθεση ότι οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας αυτού του tranche είναι μικρότερο από 8% του δανεισμού που τιτλοποιείται, ένα XI μπορεί γενικά να αυξήσει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παρακρατώντας αυτή τη θέση αναγωγής και μεταβιβάζοντας tranches ανώτερης κατάταξης σε επενδυτές – παρόλο που επιφέρει υψηλό συντελεστή κεφαλαιακής επάρκειας για την θέση σε αναγωγή. Στις τιτλοποιήσεις καταναλωτικών και υψηλά ποιοτικών εμπορικών δανείων, η αναγωγή που είναι λιγότερο από 4% του δανεισμού που τιτλοποιείται μπορεί να είναι επαρκής λόγος για να επιτευχθεί πιστωτική διαβάθμιση investment – grade στα ABS που διατίθενται στους επενδυτές. Αν και αυτές οι αξιολογήσεις συνήθως υπονοούν ότι πολύ μικρός πιστωτικός κίνδυνος στην πραγματικότητα μεταβιβάζεται στους επενδυτές, αυτές οι τιτλοποιήσεις μπορούν να μειώσουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις δραστικά (στο παράδειγμα αυτό περισσότερο από μισό) σε σχέση με τις απαιτήσεις που θα είχε ο τιτλοποιούμενος δανεισμός αν παρέμενε στον ισολογισμό του XI.

Εν γένει, το arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων μέσω τιτλοποίησης με αναγωγή είναι πιο αποτελεσματικό ως προς το κόστος όταν το ενεργητικό που τιτλοποιείται είναι επαρκώς υψηλής ποιότητας και όταν το μεγαλύτερο μέρος του πιστωτικού κινδύνου μπορεί να συγκεντρωθεί σε ένα χαμηλότερης κατάταξης tranche του οποίου η απαίτηση κεφαλαιακής επάρκειας είναι αρκετά χαμηλότερη από το 8% του δανεισμού που τιτλοποιείται. Η πρακτική επίπτωση είναι ότι για λόγους Arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων, οι τύποι των δανείων που επιλέγονται να τιτλοποιηθούν από τα XI τείνουν να είναι άνω του μετρίου, λαμβανομένων υπόψη βέβαια και άλλων παραμέτρων. Κατά πρώτον το τιτλοποιημένο ενεργητικό τείνει να επιδεικνύει πιο αναμενόμενα ποσοστά καταγγελίας και προσδοκώμενα ποσοστά απώλειας στην περίπτωση καταγγελίας. Ο δανεισμός που τιτλοποιείται για τα περισσότερα (collateralized loan obligations – CLOs) για παράδειγμα πρέπει να συμμορφώνεται προς αυστηρά επίπεδα διαφοροποίησης που επιβάλλονται από τους οίκους αξιολόγησης που περιορίζουν σημαντικά τις συγκεντρώσεις κινδύνου στους τιτλοποιούμενους δανεισμούς όσον αφορά στις εταιρείες, τις γεωγραφικές περιοχές και τους βιομηχανικούς τομείς. Ως αποτέλεσμα, το χαρτοφυλάκιο που βρίσκεται στον ισολογισμό μιας εταιρείας μπορεί να παρουσιάσει μικρότερη διαφοροποίηση απ’ ό,τι τα δάνεια που τιτλοποιήθηκαν.

Το Σχέδιο 5 εκθέτει το arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων με πρωτεύουσα αναγωγή με το οποίο ένα XI τιτλοποιεί Ευρώ 42 των δανείων του ισολογισμού, που υποστηρίζουν έκδοση Ευρώ 40 ABS από το SPV. Αντίθετα με το προηγούμενο παράδειγμα, εντούτοις, στην περίπτωση αυτή το XI επιζητεί να βελτιώσει την πιστοληπτική διαβάθμιση των ABS παρέχοντας πιστωτική ενίσχυση στους επενδυτές. Στην πραγματικότητα αυτές οι πιστωτικές ενισχύσεις μπορούν να πάρουν πολλές μορφές. Για παράδειγμα, τυπικά το SPV θα μπορούσε να διαρθρωθεί κατά τέτοιο τρόπο, ώστε το συμβατικό κεφάλαιο και πληρωμές τόκων των τιτλοποιημένων δανείων να υπερβαίνουν το αναμενόμενο κόστος διαχείρισης του SPV και το συμβατικό τόκο των ABS. Όσο καιρό οι πληρωμές του κεφαλαίου και των τόκων των τιτλοποιημένων δανείων είναι επαρκείς ώστε να καλύπτουν αυτό το κόστος, κάθε υπερβάλλουσα χρηματοροπή του SPV (“excess servicing”) θα επέστρεφε στην Τράπεζα που παρέχει την πιστωτική αναβάθμιση. Εντούτοις, αν οι χρηματοροπές προς το SPV είναι ανεπαρκείς για να καλύψουν το κόστος, τίποτα δεν θα πληρωνόταν στο XI. Επομένως, η υπερβάλλουσα χρηματοροπή παρέχει ένα είδος πιστωτικής ενίσχυσης στους επενδυτές ABS λειτουργώντας σαν μια «συμμετοχή» στο μετοχικό κεφάλαιο της ΕΕΣ⁷⁷.

Πέραν αυτής της έμμεσης πιστωτικής αναβάθμισης μέσω επιστροφής του “excess servicing” στους επενδυτές,, οι τράπεζες συνήθως παρέχουν και άμεση πιστωτική αναβάθμιση στους επενδυτές του ABS μέσω παροχής υπερβάλλοντος περιθωρίου επιτοκίου, μέσω χρηματικής κατάθεσης (reserve account) για την κάλυψη μελλοντικών ζημιών στην ΕΕ, μέσω υπερεξασφάλισης, επαναγοράς των υποκειμένων απαιτήσεων

⁷⁷ Βλ. Mayer Brown Rowe & Maw, Securities Update, Μάρτιος 2003, Disclosure in MD&A about Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, πηγή Διαδίκτυο.

πέραν του 10%, οι οποίες κατά το ελληνικό εποπτικό σύστημα αφαιρούνται από τα ίδια κεφάλαια. Το ποσό της άμεσης πιστωτικής αναβάθμισης που απαιτείται από τους οίκους αξιολόγησης θα τείνει να αυξάνει με την επιθυμητή πιστοληπτική διαβάθμιση από τον οίκο αξιολόγησης και θα τείνει να μειώνεται με την πιστωτική ποιότητα των υποκειμένων δανείων που τιτλοποιούνται.

Το Σχέδιο 6 παρουσιάζει την περίπτωση δευτερεύουσας πιστωτικής αναβάθμισης που λαμβάνει τη μορφή subordinated δανείου προς την ΕΕΣ. Στην πραγματικότητα, η πιστωτική αναβάθμιση συνήθως δομείται έτσι ώστε τα ABS να λαμβάνουν σχετικά υψηλή αξιολόγηση (AA/AAA). Αλλά μ' αυτήν την υψηλή αξιολόγηση υπονοείται ότι ελάχιστο ποσοστό, αν όχι καθόλου, πιστωτικού κινδύνου μεταφέρεται από τα ΧΙ στους επενδυτές μέσω αυτών των συναλλαγών.

Για λόγους κεφαλαιακών απαιτήσεων το δάνειο του ΧΙ προς την ΕΕΣ αντιμετωπίζεται ως αναγωγή που υπόκειται σε συντελεστή στάθμισης 100 % επιβάρυνση. Παρ' όλα αυτά, αν και μεταφέρεται πιστωτικός κίνδυνος στους επενδυτές του ABS, η τιτλοποίηση του δανείου αυξάνει το tier 1 του ΧΙ και το συνολικό RBC στο 13,75% και 15%. Στην πραγματικότητα, αυτές οι αυξήσεις επιτυγχάνονται «συγκεντρώνοντας» τον πιστωτικό κίνδυνο των τιτλοποιημένων δανείων σε ένα άλλο χρηματοοικονομικό εργαλείο (το δάνειο μειωμένης εξασφάλισης του ΧΙ στην ΕΕΣ) έχοντας κεφαλαιακή απαίτηση πολύ μικρότερη απ' αυτή που συσχετίζεται με τα υποκείμενα δάνεια που τιτλοποιήθηκαν (Ευρώ 2 συγκριτικά με Ευρώ 42). Αν και το δάνειο μειωμένης εξασφάλισης αντιμετωπίζεται ως «αναγωγή» και έχει 100% κεφαλαιακή απαίτηση, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας εντούτοις αυξάνονται, υπό την προϋπόθεση ότι το ποσό αναγωγής ανά μονάδα νομίσματος του ενεργητικού που τιτλοποιείται είναι μικρότερο από 8%. Επειδή η απαιτούμενη άμεση πιστωτική αναβάθμιση που απαιτείται από τους οίκους αξιολόγησης θα τείνουν να είναι αντιστρόφως ανάλογη προς την ποιότητα των υποκειμένων στοιχείων του ενεργητικού που τιτλοποιούνται.

iii. Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ανακυκλούμενες πιστώσεις (Securitisation of revolvers with recourse)

Αν και το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο εξαιρεί αυτήν την περίπτωση από το νόμο 3156/2003, επειδή το ΧΙ εξακολουθεί να διακρατεί εμπράγματο δικαίωμα, εντούτοις, για λόγους πληρότητας και εξαντλητικής απαρίθμησης θα εξεταστεί. Έτσι, σ' αυτές τις περιπτώσεις έχουμε μεταφορά πιστώσεων, οι οποίες επιτρέπουν στο δανειζόμενο να μεταβάλλει την πιστωτική του ευχέρεια εντός ενός προκαθορισμένου ορίου (όπως πιστωτικές κάρτες, επιχειρηματικές πιστωτικές διευκολύνσεις). Η αποπληρωμή των υποχρεώσεων πραγματοποιείται είτε με ένα ελάχιστο ποσό ανά περίοδο πληρωμής είτε με σταθερό χρονοδιάγραμμα. Κύρια χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης τιτλοποίησης είναι αφενός ότι η μεταβιβάζουσα τράπεζα διατηρεί κάποιο εμπράγματο δικαίωμα επί των απαιτήσεων που μεταβιβάζονται και αφετέρου, κατά κανόνα, περιλαμβάνεται ρύθμιση προκαθορισμένης (controlled) ή άμεσης (non controlled) πρόωρης εξόφλησης των τίτλων (early amortisation).

Στο Σχέδιο 7 εκτίθεται μια τιτλοποίηση αναλήψεων με ανακυκλούμενες πιστωτικές διευκολύνσεις (π.χ. πιστωτικές κάρτες ή συμβάσεις πιστώσεως), που αποτελεί έναν από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενους τύπους Arbitrage κανονιστικών κεφαλαίων. Σ' αυτές τις περιπτώσεις ένα ΧΙ δίνει γραμμές πιστώσεως στην ΕΕΣ. Όλες οι αναλήψεις υπό τις πιστωτικές αυτές γραμμές πρέπει να «πωληθούν» στην ΕΕΣ. Η ΕΕΣ στη συνέχεια χρηματοδοτεί αυτές τις αγορές μέσω έκδοσης, α) ABS στους επενδυτές ποσού ύψους €40 και β) έναν τόκο στον πωλητή που περιέχει ρήτρα σύμμετρης κατάταξης (pari passu) στην τράπεζα που χρηματοδοτεί. Επομένως, αν οι αναλήψεις από τη σύμβαση πίστωσης ήταν ίσες προς Ευρώ 100, ο τόκος των επενδυτών θα έφθανε σε ένα ποσοστό 40% σ' αυτά τα δάνεια. (Υπό τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα ο τόκος πώλησης αναφέρεται ως «δάνεια» από το ΧΙ που χρηματοδοτεί).

Ο τόκος του πωλητή δεν είναι άμεσα subordinated στην τόκο των επενδυτών. Δηλαδή, το ΧΙ που χρηματοδοτεί έχει pro rata συμμετοχή στις πληρωμές κεφαλαίου και τόκων που λαμβάνει η ΕΕΣ από τα υποκείμενα δάνεια και απαιτείται να απορροφήσει μόνο το pro rata κομμάτι από τυχόν απώλειες (π.χ. διαγραφές χρεών) στους τιτλοποιούμενους τίτλους. Οι πληρωμές τόκων και κεφαλαίου των τιτλοποιημένων δανείων που δεν κατανέμονται στον τόκο του πωλητή είναι διαθέσιμες να στηρίξουν τις υποχρεώσεις της ΕΕΣ στους επενδυτές της ΕΕΣ. Κανονικά, το ποσοστό των επενδυτών που αποπληρώνουν κεφάλαιο επανεπενδύεται από την ΕΕΣ σε νέα δάνεια/

Υπ' αυτή την διάρθρωση, το ΧΙ που χρηματοδοτεί γενικά θα παρείχε πιστωτική αναβάθμιση προκειμένου να επιτύχει αξιολόγηση επιπέδου investment grade των ABS- το οποίο και πάλι βέβαια υπονοεί ότι μικρό ποσοστό πιστωτικού κινδύνου στην πραγματικότητα μεταφέρεται στους επενδυτές των ABS. Στο παράδειγμα που εκτίθεται πιο κάτω το ΧΙ παρέχει δυο τύπους πιστωτικής αναβάθμισης παρόμοιους με αυτούς που εκτέθηκαν στο προηγούμενο παράδειγμα: subordination της excess servicing στους επενδυτές των ABS και μια ξεχωριστή subordinated χρηματοδότηση προς την ΕΕΣ, η οποία καταγράφεται ως δάνειο.

Για λόγους λογιστικής παρακολούθησης καθώς και κεφαλαιακών απαιτήσεων, τα αποτελέσματα αυτού του είδους τιτλοποίησης είναι παρεμφερή προς αυτά της τιτλοποίησης δανείων που εκτέθηκαν πιο πάνω. Επομένως, ακόμη και αν το δάνειο μειωμένης εξασφάλισης αντιμετωπίζεται ως αναγωγή και το ΧΙ

αποβάλλει μικρό ποσοστό πιστωτικού κινδύνου, τόσο το tier 1 του XI όσο και οι αριθμοδείκτες RBC αυξάνονται, υπό την προϋπόθεση ότι το ποσοστό της αναγωγής για κάθε μονάδα νομίσματος που τιτλοποιείται είναι μικρότερο από 8%.

3.2.1.3. Τιτλοποίηση με Direct Credit Substitutes (2^η Αρχή)

Πιο εκλεπτυσμένες μέθοδοι RCA μπορούν να μειώσουν το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου που απελευθερώνεται μέσω προγραμμάτων τιτλοποίησης. Μια κοινή τεχνική που σχετίζεται με την τροποποίηση της διάρθρωσης του προγράμματος τιτλοποίησης, ώστε οποιαδήποτε χρηματοδοτική εγγύηση παρέχεται από το XI που τιτλοποιεί, είναι να αντιμετωπίζεται ως direct credit substitute, παρά ως αναγωγή, μειώνοντας έτσι τις απαιτήσεις του XI για κεφαλαιακή επάρκεια από 100% σε 8% για τις εγγυήσεις. Αυτό επιτυγχάνεται δημιουργώντας μια ΕΕΣ προκειμένου το XI να διαθέσει το τιτλοποιημένο ενεργητικό – μια τεχνική που ονομάζεται “remote – origination”. Επειδή τα τιτλοποιημένα στοιχεία δεν βρίσκονται στην κυριότητα του XI, ούτε έχουν πωληθεί από το XI, η πιστωτική αναβάθμιση που παρέχεται από το XI στους επενδυτές του ABS τυπικά δεν αποτελεί αναγωγή.

Στην πραγματικότητα, όλα τα προγράμματα τιτλοποίησης μέσω έκδοσης ομολογιών που υποστηρίζονται από στοιχεία του ενεργητικού (asset – backed commercial paper programs) διαρθρώνονται ως οχήματα που έχουν ξεχωριστή νομική προσωπικότητα (remote – origination). Με αυτά τα προγράμματα, ένα XI δημιουργεί μια ΕΕΣ στην οποία απευθύνονται όλοι οι πελάτες έχοντας κριτήρια αναδοχής την εγκυρότητα της οποίας την επιβεβαιώνουν οι οίκοι αξιολόγησης. Η ΕΕΣ χρηματοδοτεί τους πιστούχους μέσω άμεσου δανεισμού ή μέσω συμβάσεων μεταβίβασης ενεργητικού σύμφωνα με τις οποίες η ΕΕΣ αγοράζει trade απαιτήσεις ή άλλα στοιχεία ενεργητικού. Για να χρηματοδοτήσει αυτές τις αγορές ενεργητικού, η ΕΕΣ εκδίδει ομολογίες υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στους επενδυτές, ενώ το XI που χρηματοδοτεί παρέχει πιστωτική αναβάθμιση στους επενδυτές ομολόγων που υποστηρίζονται από στοιχεία ενεργητικού υπό τη μορφή «διευκολύνσεων πιστωτικής αναβάθμισης» των οποίων οι απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας είναι γενικά μικρότερες από το 20% της έκδοσης των ομολογιών της ΕΕΣ. Επειδή το ενεργητικό του ισολογισμού της ΕΕΣ ανήκει σε ξεχωριστό νομικό μόρφωμα, η πιστωτική ενίσχυση του XI που χρηματοδοτεί αντιμετωπίζεται ως direct credit substitutes, και έτσι έχουν κεφαλαιακή απαίτηση ίση προς το 8%. Εν τέλει, αυτή η διάρθρωση έχει ως αποτέλεσμα μια κεφαλαιακή απαίτηση για το υποκείμενο ενεργητικό λιγότερο από 1,6% (8% X 0,20). Αντιθέτως, αν το XI που χρηματοδοτεί διέθετε αυτό άμεσα το υποκείμενο ενεργητικό, η απαίτηση RBC θα ήταν 8%.

Σύμφωνα με την αρχή της υιοθέτησης της πλέον συντηρητικής ερμηνείας που αναφέρθηκε, το ελληνικό εποπτικό σύστημα δύσκολα θα δεχόταν την περίπτωση της direct credit substitute, αφού στο πεδίο της δευτερεύουσας πιστωτικής ενίσχυσης εμπίπτει οτιδήποτε δεν υπάγεται στην πρωτεύουσα πιστωτική ενίσχυση. Αν και στο εξωτερικό συνήθως εμφανίζεται με τη μορφή των δανείων μειωμένης εξασφάλισης, στην Ελλάδα ένα τέτοιου είδους arbitrage δύσκολα θα εφαρμοζόταν στα στενά πλαίσια της εποπτείας που επιβάλλεται.

3.2.1.3. Έμμεση πιστωτική ενίσχυση (3^η Αρχή)

Τα παραδείγματα που εκτέθηκαν προϋποθέτουν ότι οποιαδήποτε πιστωτική αναβάθμιση που παρέχεται στους επενδυτές ABS από ένα XI που χρηματοδοτεί αντιμετωπίζεται ως χρηματοδοτική εγγύηση (financial guarantee) για λόγους κεφαλαιακής επάρκειας. Με κριτήριο το αν το XI έχει την κυριότητα του ενεργητικού που τιτλοποιείται, η άμεση πιστωτική αναβάθμιση θα έπαιρνε τον τύπο της αναγωγής ή της direct credit substitute. Σε ορισμένες περιπτώσεις, εντούτοις, είναι δυνατόν το XI που χρηματοδοτεί να προχωρήσει σε τέτοια διάρθρωση πιστωτικής αναβάθμισης ώστε τυπικά να μην αναγνωρίζεται ως χρηματοδοτική εγγύηση. Όταν αυτό συμβαίνει, οι οίκοι αξιολόγησης είναι διατεθειμένοι να αποδεχθούν «έμμεσες» πιστωτικές διαβαθμίσεις αντί άμεσων πιστωτικών διευκολύνσεων, μειώνοντας έτσι περαιτέρω τις κεφαλαιακές απαιτήσεις του XI και αυξάνοντας το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αποδεσμεύεται από τη συναλλαγή.

Οι έμμεσες πιστωτικές αναβαθμίσεις έχουν χαρακτηριστικά που καθιστούν δύσκολη την τοποθέτηση αυτού του χρηματοοικονομικού εργαλείου μέσα στις κατηγορίες με θετική στάθμιση κινδύνου σύμφωνα με τη συνθήκη της Βασιλείας. Όταν ένα τέτοιο χρηματοοικονομικό εργαλείο εμπίπτει στην «γκρίζα ζώνη», ο συντετός τραπεζίτης θα έπρεπε να ερμηνεύσει τη Συνθήκη κατά τον πιο συντηρητικό τρόπο. Σήμερα, η χρησιμοποίηση έμμεσης πιστωτικής αναβάθμισης τείνει να λάβουν δυο τύπους: (α) τύπους, που ενώ παρέχουν στους επενδυτές κάποια προστασία, έχουν κριθεί ότι παρουσιάζουν πιστωτικό κίνδυνο που πλησιάζουν χρηματοοικονομικά εργαλεία που έχουν μηδενική στάθμιση κινδύνου από τη Συνθήκη της Βασιλείας, όπως προσύμφωνα βραχυπρόθεσμο δανεισμού και έγγραφα put options, ή (β) τύπους που εκθέτουν το XI σε πιθανές πιστωτικές απώλειες υπό συγκεκριμένα σενάρια που τουλάχιστον το XI έχει τη διακριτική ευχέρεια να αποφύγει. Κάθε ένας από αυτούς τους τύπους εκτίθεται πιο κάτω.

(i) ερμηνείες «χαμηλού κινδύνου».

Τυπικά, όταν ένα χρηματοοικονομικό προϊόν εμπέσει στην γκριζα ζώνη, ο συνετός τραπεζίτη ζητείται να το τοποθετήσει σε κατηγορία στάθμισης κινδύνου είτε 100% είτε 0%, ακόμα κι αν κατηγορίες μεσαίας διαβάθμισης είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι τραπεζίτες τείνουν να χρησιμοποιούν αυστηρά πρότυπα, και συγκεκριμένα όταν το χρηματοοικονομικό προϊόν περιλαμβάνουν μόνο *di minimus* πιστωτικό κίνδυνο σε σχέση με άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα στα οποία ήδη έχουν αποδοθεί μηδενικές σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου. Σε μερικές περιπτώσεις, μετά από αυτόν τον καθορισμό η πρακτική των αγορών μπορεί να επιβάλει ένα χρηματοοικονομικό προϊόν που προηγουμένως ικανοποιούσε εκείνη τη στάθμιση να αναλαμβάνει πιο επικίνδυνο προφίλ με την πάροδο του χρόνου.

Οι διευκολύνσεις ρευστότητας που σχετίζονται με μερικά προγράμματα ABCP μπορούν να αναδείξουν αυτή την ανέλιξη. Όπως επισημάνθηκε προηγουμένως, τα προγράμματα ABCP τυπικά χρηματοδοτούν προκαταβολές στους δανειστές εκδίδοντας υψηλής διαβάθμισης ομολογίες σε τρίτους επενδυτές. Προκειμένου να επιτύχει υψηλή διαβάθμιση, η τράπεζα που χρηματοδοτεί κανονικά, καλείται από τους οίκους αξιολόγησης να επιβάλει έναν συνδυασμό από άμεση πιστωτική αναβάθμιση και υποστήριξη ρευστότητας στην ΕΕΣ έτσι ώστε, συνολικά, να είναι ισότιμη με το ανεξόφλητο υπόλοιπο των ομολογιών. Η άμεση πιστωτική ενίσχυση συχνά παίρνει τη μορφή είτε *stand-by Letter of Credit* είτε *subordinated επένδυσης* στην ΕΕΣ (η οποία αντιμετωπίζεται ως *direct credit substitute*), ενώ η διευκόλυνση ρευστότητας προς την ΕΕΣ μπορεί να διαρθρωθεί ως ετήσιας διάρκειας δάνειο.

Όταν πρωτοπαρουσιάστηκε η υφιστάμενη αντιμετώπιση RBC των διευκολύνσεων ρευστότητας, οι αναλήψεις στο πλαίσιο υποστήριξης μέσω διευκολύνσεων ρευστότητας προστατεύονταν από διευκολύνσεις πιστωτικής ενίσχυσης. Αυτές οι πιστωτικές διευκολύνσεις, αντίστοιχα, είχαν τέτοιο μέγεθος ώστε να καλύπτουν σχεδόν όλο τον πιστωτικό κίνδυνο που αναλήφθηκε από την ΕΕΣ. Ενώ οι διευκολύνσεις ρευστότητας τεχνικά παρουσιάζουν πιστωτικό κίνδυνο, όπως εξάλλου όλες οι πιστωτικές δεσμεύσεις, και θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως άμεσα πιστωτικά υποκατάστατα (*direct credit substitutes*), ο πραγματικός πιστωτικός κίνδυνος κρίθηκε ότι είναι αμελητέος. Επομένως, οι διευκολύνσεις είχαν 0% στάθμιση κινδύνου όπως και οποιαδήποτε άλλη βραχυπρόθεσμη δέσμευση.

Ένας αριθμός προγραμμάτων ABCP που χρηματοδοτήθηκαν από τράπεζες εκτός ΗΠΑ παρέχουν πιστωτικές αναβαθμίσεις αποκλειστικά σχεδόν μέσω διευκολύνσεων ρευστότητας (τα οποία ονομάζονται “structured liquidity facilities”)⁷⁸ Τα structured liquidity facilities γενικά λαμβάνουν τη μορφή ετήσιων δανείων όπου οι αναλήψεις είναι *subordinated* προς τις ομολογίες των επενδυτών ή σύμφωνα προαιρέσεως (*Put Options*) που επιτρέπουν στην ΕΕΣ να πωλεί στοιχεία του ενεργητικού στην τράπεζα που χρηματοδοτούν σε τιμές πιθανόν που υπερβαίνουν τις πραγματικές αγοραίες αξίες. Κάτω από ορισμένες ερμηνείες αυτά τα structured liquidity facilities δεν έχουν κεφαλαιακές απαιτήσεις.

(ii) Ερμηνείες λειτουργικού κινδύνου.

Ο τύπος αυτός πιστωτικής αναβάθμισης έχει γίνει πολύ κοινός στον τομέα των τιτλοποιήσεων και περιλαμβάνει αναλήψεις υπό τον τύπο πιστωτικών διευκολύνσεων (*revolving facilities*), που ουσιαστικά περιλαμβάνει όλα τα προγράμματα πιστωτικών καρτών και πολλά CLO. Οι αναλήψεις αυτές τείνουν να αποπληρώνονται σχετικά σύντομα, συχνά εντός έτους, ενώ πολλοί επενδυτές τείνουν να προτιμούν τα ABS που έχουν λήξεις σχετικά μακρύτερες (π.χ. τριών έως πέντε ετών). Οι τράπεζες που χρηματοδοτούν έχουν επιλύσει αυτή την σύγκρουση υιοθετώντας διακανονισμούς γενικού πλαισίου (“master trust”) όπου α) το XI παραχωρεί συγκεκριμένες πιστωτικές γραμμές στην ΕΕΣ, και β) όλες οι αναλήψεις κάτω από τις γραμμές αυτές πρέπει να πωληθούν στην ΕΕΣ. Η ΕΕΣ, στη συνέχεια, χρηματοδοτεί αυτές τις αγορές εκδίδοντας ABS στους επενδυτές (οι τόκοι των επενδυτών) και παρέχοντας σύμμετρης κατάταξης τόκο στην τράπεζα που χρηματοδοτεί. Επειδή ο μέσος όρος αποπληρωμής των τόκων των επενδυτών τυπικά υπερβαίνει την αποπληρωμή των υποκειμένων δανείων, με την πάροδο του χρόνου οι τόκοι των πωλητών θα κυμαίνονται όσο οι αναλήψεις κάτω από τους λογαριασμούς που έχουν παραχωρηθεί κινούνται πάνω – κάτω. Για να διασφαλιστεί ότι η εξασφάλιση μέσα στην ΕΕΣ είναι επαρκής για να καλύψει τα ABS με κάποιο περιθώριο (*cushion*), οι οίκοι αξιολόγησης γενικά απαιτούν να παραμένει ο τόκος πάνω από κάποιο ορισμένο *minimum* επίπεδο (για παράδειγμα για τα προγράμματα πιστωτικών καρτών είναι περίπου 7% των τόκων των επενδυτών).

Η φύση αυτών των προγραμμάτων τιτλοποίησης γενικά υπονοεί ότι με την πάροδο του χρόνου η τράπεζα που χρηματοδοτεί πρέπει περιοδικά να μεταφέρει νέες αναλήψεις στην ΕΕΣ. Η συνεχής λειτουργική ευθύνη της τράπεζας που χρηματοδοτεί τις νέες αναλήψεις αποτελεί τη βάση για συγκεκριμένες πιστωτικές αναβαθμίσεις. Στην πραγματικότητα, αυτές οι έμμεσες αναβαθμίσεις παίρνουν τη μορφή συμβατικών προβλέψεων που επιρρίπτουν ποινές στην τράπεζα που χρηματοδοτεί στην περίπτωση που αδυνατεί να παράσχει επαρκή δανεισμό υψηλής ποιότητας που να καλύπτει τη μέση ποιότητα του δανεισμού που τιτλοποιήθηκε πάνω από κάποιο ελάχιστο επίπεδο. Αυτές οι «ποινικές ρήτρες» γενικά περιλαμβάνουν (α)

⁷⁸ Picer, S., Dierdorff, M.D., 1997. Understanding structured liquidity facilities in asset – backed commercial paper programs. Asset – Backed Commercial Paper Market Review, First Quarter, Moody’s Investors Service, pp 1 – 6

“early amortization triggers” που έχουν σχεδιαστεί για να εξαναγκάσει να ξετυλιχθεί το πρόγραμμα τιτλοποίησης (π.χ. ταχεία αποπληρωμή του κεφαλαίου στους επενδυτές, και (β) «ταχεία αποπληρωμή» (“fast payout”) προβλέψεων οι οποίες, στην περίπτωση πρόωρης αποπληρωμής, απαιτούν ένα ποσοστό πληρωμών του κεφαλαίου από το μερίδιο των πωλητών να είναι subordinated στους επενδυτές των ABS.

Σήμερα, οι πρόωρες αποπληρωμές και οι προβλέψεις για ταχεία αποπληρωμή (“fast payout”) γενικά δεν έχουν αντιμετωπιστεί ως financial guarantees για λόγους RBC και έτσι δεν έχουν επισύρει κατά τη Συνθήκη της Βασιλείας κεφαλαιακές απαιτήσεις. Η υποκείμενη λογική είναι δισυπόστατη. Κατά πρώτον, ενώ αυτά τα χαρακτηριστικά παρέχουν κάποια πιστωτική προστασία στους επενδυτές των ABS, ο κίνδυνος απώλειας για το XI που χρηματοδοτεί αντιμετωπίζεται ως ελαφρά (που οφείλεται σε στη γενικά υψηλή ποιότητα των υποκείμενων δανείων). Κατά δεύτερον, ο κίνδυνος αυτός έχει ερμηνευθεί ως λειτουργικός κίνδυνος, παρά ως πιστωτικός κίνδυνος, από τη στιγμή που το XI γενικά μπορεί να αποφύγει όλες τις ποινές υπό την προϋπόθεση ότι ικανοποιεί τις συμβατικές υποχρεώσεις για παροχή υψηλής ποιότητας δανεισμού για να αποφευχθεί πρόωρη αποπληρωμή (ο τρόπος με τον οποίο αυτό κατοχυρώνεται είναι να αποφύγει το XI που χρηματοδοτεί κάποιο από το ποσοστό του κεφαλαίου που είναι subordinated στους επενδυτές του ABS με το αρνηθεί να επιτρέψει αναλήψεις από το λογαριασμό που έχουν παραχωρηθεί στη περίπτωση που υπάρξει πρόωρη αποπληρωμή). Επομένως, για λόγους RBC, η έμμεση πιστωτική αναβάθμιση θεωρείται ότι έχει μεταβάλει τον πιστωτικό κίνδυνο σε λειτουργικό κίνδυνο, ο οποίος δεν υπάγεται τυπικά σε κεφαλαιακές απαιτήσεις κάτω από τη Συνθήκη της Βασιλείας. (είτε η φύση είναι λειτουργικός κίνδυνος είτε πιστωτικός κίνδυνος, υπάρχουν ανησυχίες ότι η πρόωρη αποπληρωμή μπορεί να εκθέσει τα XI που χρηματοδοτούν υπό σοβαρή πίεση για να υποστηρίξουν χρηματοοικονομικά προβληματικές ΕΕΣ. Όχι μόνον μια πρόωρη αποπληρωμή θα οδηγούσε σε σημαντικό reputational risk, αλλά επιπλέον όσο το κεφάλαια θα πληρωνόταν στους επενδυτές της ABS, το XI πιθανότατα θα πιεζόταν να αντικαταστήσει τη χρηματοδότηση εκτός ισολογισμού με πηγές υψηλότερου κόστους. Για την αποφυγή αυτού του κόστους, αυτά τα λίγα XI που έχουν αντιμετωπίσει στο παρελθόν προβλήματα με τις ΕΕΣ χωρίς διάκριση έχουν ανταποκριθεί με το να παρέχουν εθελοντική χρηματοοικονομική βοήθεια στους επενδυτές των ABS. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτή η εθελοντική υποστήριξη έχει θεωρηθεί ότι συνιστά «ανεπιφύλακτη αναγωγή (implicit recourse)», που θα μπορούσε να οδηγήσει να αντιμετωπιστούν όλα τα τιτλοποιημένα στοιχεία της ΕΕΣ ως στοιχεία που εμφανίζονται στον ισολογισμό του XI που χρηματοδοτεί για λόγους RBC⁷⁹.

⁷⁹ D. Jones, ibid, σελ. 35 – 58

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

4. ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.1. ΕΝ ΓΕΝΕΙ ΓΙΑ ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Όταν δομείται η διαδικασία της τιτλοποίησης, οι στόχοι του εκδότη, οι προσδοκίες των επενδυτών και οι απαιτήσεις των εταιριών αξιολόγησης πρέπει να συγκλίνουν με τους περιορισμούς που υφίστανται από το νομοθετικό πλαίσιο και τους εποπτικούς μηχανισμούς. Το είδος της απαίτησης που τιτλοποιείται καθορίζει σε μεγάλο βαθμό τα διαφορετικά θέματα όσον αφορά το εποπτικό και νομοθετικό πλαίσιο.

Όσον αφορά το πρώτο πλαίσιο, δύο είναι τα κυριότερα στοιχεία που πρέπει να τεθούν υπόψη. Κατά πρώτον το ύψος της δραστηριότητας του εκδότη που επιθυμεί να τιτλοποιήσει τις απαιτήσεις του και η εποπτεία που ασκείται σε αυτόν εξαιτίας της φύσης των εργασιών τους (για παράδειγμα μια τράπεζα ελέγχεται από την Κεντρική Τράπεζα της χώρας στην οποία εδρεύει). Κατά δεύτερον, είναι η επίπτωση, που θα επιφέρει στις οικονομικές καταστάσεις του εκδότη η πραγματοποίηση της τιτλοποίησης. Η μεταφορά των απαιτήσεων από τον εκδότη στην ΕΕΣ περιλαμβάνει μια σειρά από νομοθετικά και εποπτικά θέματα.

Η εποπτική αρχή κάθε χώρας θέτει τους δικούς της περιορισμούς όσον αφορά τη λειτουργία της διαδικασίας της τιτλοποίησης. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχουν πολλά κοινά στοιχεία σε περιορισμούς που ισχύουν στην πλειοψηφία των χωρών που αντιμετωπίσαν ή αντιμετωπίζουν θέματα τιτλοποίησης. Στη συνέχεια αναφέρονται ενδεικτικά μερικοί από τους περιορισμούς που επιβάλλονται:

- i) η μεταφορά των δανείων δεν έρχεται σε αντίθεση με τους όρους που υπαγορεύει η σύμβαση
- ii) ο εκδότης δεν έχει καμία απαίτηση στο κεφάλαιο παρά μόνο στον τόκο του δανείου που μεταβιβάζεται στην ΕΕΣ
- iii) ο οργανισμός που είναι υπεύθυνος για την εξυπηρέτηση του χαρτοφυλακίου των απαιτήσεων, υποχρεούται να διαθέτει λεπτομερές αρχείο όλων των εγγραφών το οποίο ελέγχεται τακτικά από τους αρμόδιους φορείς
- iv) ο οργανισμός που εξυπηρετεί το χαρτοφυλάκιο των απαιτήσεων δεν θα πρέπει να είναι μέτοχος στην ΕΕΣ.

Ως γνωστόν, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ελέγχονται συστηματικά από τις αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι πελάτες τους και οι πιστωτές τους δεν αντιμετωπίζουν υψηλό κίνδυνο τόσο από περιπτώσεις έλλειψης ρευστότητας, όσο και από τον κίνδυνο της χρεωκοπίας. Οι περισσότερες χώρες έχουν υιοθετήσει σε μεγάλο βαθμό τις κατευθυντήριες γραμμές της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS) που αποφασίστηκαν με τη Συνθήκη της Βασιλείας το 1988. Στη Συνθήκη αυτή η BIS εξέδωσε το «Συμβουλευτικό Έγγραφο για την Τιτλοποίηση Στοιχείων Ενεργητικού», στο οποίο δίδονται οδηγίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών δεικτών για τις τράπεζες που λαμβάνουν μέρος στη διαδικασία της τιτλοποίησης ως εκδότες, φορείς εξυπηρέτησης της διαδικασίας, ως παροχείς πιστωτικής ενίσχυσης ή άλλων διευκολύνσεως ή ως επενδυτές.

Αναλύοντας το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει σε θέματα τιτλοποίησης παρατίθενται τα κυριότερα ζητήματα που αντιμετωπίζονται από την πλειοψηφία των χωρών που εφαρμόζει την τιτλοποίηση.

- i) Αρχή της εμπιστευτικότητας

Σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο πολλών χωρών οι τράπεζες και γενικά οι εταιρίες που διαθέτουν πληθώρα εμπιστευτικών πληροφοριών είναι υποχρεωμένες σε προστασία των πελατών τους από διαρροή των δεδομένων. Η πλειοψηφία των χωρών διαθέτουν νομοθεσία που απαγορεύει την ηλεκτρονική αποθήκευση και μεταφορά προσωπικών δεδομένων από οργανισμό σε οργανισμό.

- ii) Μεταφορά των απαιτήσεων

Για τη μεταφορά των απαιτήσεων από τον μεταβιβάζοντα τις απαιτήσεις στην ΕΕΣ θα ήταν απαραίτητη η αντικατάσταση του αρχικού συμφωνητικού (αν βέβαια απαιτείται από το είδος της ενοχής) μεταξύ των πιστούχων και του εκδότη με ένα νέο συμφωνητικό μεταξύ των δυο νέων συμβαλλομένων, πράγμα αδύνατο εξαιτίας της πληθώρας των συναλλαγών.

Έτσι οι απαιτήσεις θα πρέπει να ανατεθούν ή να πωληθούν στο σύνολό τους, κάτι που βέβαια εκτός από τη θέσπιση του κατάλληλου νομοθετικού πλαισίου προϋποθέτει την απουσία όρων στα υπάρχοντα συμβόλαια που να απαγορεύουν τη μερίβωση της απαίτησης από τον μεταβιβάζοντα στην ΕΕΣ.

- iii) Φερεγγυότητα (insolvency)

Προκειμένου μια τιτλοποίηση να αποκτήσει υψηλή πιστωτική διαβάθμιση από τις εταιρίες αξιολόγησης, απαιτείται η διασφάλιση της ανυπαρξίας του κινδύνου χρεωκοπίας της ΕΕΣ. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να επιτευχθεί ταύτιση των χρηματορροών μεταξύ ΕΕΣ και Μεταβιβάζοντος. Για το λόγο αυτό η ΕΕΣ απαγορεύεται να αναλαμβάνει δραστηριότητες πέραν αυτών που οριοθετούνται αυστηρά από τις ανάγκες της τιτλοποίησης. Για το λόγο αυτό κάθε ΕΕΣ δραστηριοποιείται σε μια μόνο διαδικασία τιτλοποίησης.

Περαιτέρω, η διασφάλιση αυτή επιτυγχάνεται με τη νομική απομόνωση της ΕΕΣ και του Μεταβιβάζοντος, έτσι ώστε πιθανή πτώχευση του Μεταβιβάζοντα να μην επηρεάσει την ΕΕΣ. Αυτό μπορεί να διασφαλιστεί με την πώληση των απαιτήσεων στην ΕΕΣ από τον Μεταβιβάζοντα με τρόπο ώστε η ΕΕΣ να αποκτά κατά πλήρη κυριότητα τις απαιτήσεις. Αν υφίσταται έστω και χαλαρή νομική σχέση (που συνιστά δυνατότητα δομής τιτλοποίησης), τότε η ΕΕΣ δεν είναι πτωχευτικά απόλυτα διασφαλισμένη.

iv) Αποκόμιση κέρδους

Το κέρδος που αποκομίζει ο Μεταβιβάζων προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του τόκου που εισπράττεται από τις απαιτήσεις και εκείνου που πληρώνεται στους επενδυτές και παρακρατείται από την ΕΕΣ μέχρι να καταβληθεί στον Μεταβιβάζοντα.

Όταν η ΕΕΣ είναι θυγατρική εταιρία του Μεταβιβάζοντα τότε η πληρωμή αυτού του ποσού μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω των μερισμάτων. Όταν ο Μεταβιβάζων παρακολουθεί τη λειτουργία των απαιτήσεων, η αποκοπή του κέρδους μπορεί να εφαρμοστεί μέσω των αμοιβών της ΕΕΣ για την παροχή των υπηρεσιών.

Ένα άλλο ζήτημα που τίθεται για το νομικό πλαίσιο είναι το φορολογικό καθεστώς και η λογιστική αντιμετώπιση. Όσον αφορά το φορολογικό καθεστώς, τα κυριότερα ζητήματα που τίθενται είναι η φορολογική αντιμετώπιση της πώλησης των απαιτήσεων στην ΕΕΣ, του κόστους της τιτλοποίησης για τον εκδότη, της παροχής υπηρεσιών πιστωτικής ενίσχυσης, της επιβολής φόρου χαρτοσήμου για τη μεταβίβαση των απαιτήσεων. Η έδρα των διαφόρων φορέων της διαδικασίας της τιτλοποίησης αποτελεί σημαντικό παράγοντα για τη φορολογική αντιμετώπιση. Ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει για την έδρα της ΕΕΣ. Έτσι, η λειτουργία της ΕΕΣ σε έναν φορολογικό παράδεισο θα έχει ως αποτέλεσμα την επιβολή μηδενικού φόρου στα ετήσια κέρδη της. Αντίθετα, η σύσταση της ΕΕΣ στη χώρα έδρας του Μεταβιβάζοντος επιβάλλει περιορισμούς. Τα φορολογικά ζητήματα που αντιμετωπίζει η ΕΕΣ είναι τα αρχικά έξοδα όπως για σύνταξη πληροφοριακού υπομνήματος, επισφαλείς απαιτήσεις, μεταχείριση ποσών που αφορούν την πιστωτική ενίσχυση, φορολογική αντιμετώπιση του τόκου και των αποτελεσμάτων από συναλλαγματικές ισοτιμίες, αποκοπή φόρου.

Όσον αφορά το λογιστικό καθεστώς, η αντιμετώπιση εξαρτάται από τη δομή της διαδικασίας τιτλοποίησης. Έτσι, αν οι απαιτήσεις ή υποχρεώσεις του Μεταβιβάζοντος έχουν αυξηθεί μετά την τιτλοποίηση, τότε οι απαιτήσεις δεν έχουν μεταφερθεί εκτός ισολογισμού και συνεχίζουν να συμπεριλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις του εκδότη. Επομένως, οι απαιτήσεις, αλλά και οι υποχρεώσεις από την τιτλοποίηση βαρύνουν, άμεσα ή έμμεσα, τον Μεταβιβάζοντα. Αν αντίθετα, οι απαιτήσεις έχουν μειωθεί τότε βρίσκονται εκτός ισολογισμού του εκδότη και έχουν μεταφερθεί επιστωχώς. Αυτό σημαίνει ότι ο εκδότης δεν έχει πλέον οφέλη ή κινδύνους που να απορρέουν από τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις. Τέλος, στην περίπτωση που ο Μεταβιβάζων διατηρεί σημαντικά οφέλη και κινδύνους που απορρέουν από τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις, τότε απαιτείται ειδική μεταχείριση και αυτό γιατί η έκθεση σε πιθανές μελλοντικές ζημιές είναι περιορισμένη μέχρι ενός ποσού ή και υπό συγκεκριμένες συνθήκες.

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα που αναφέρεται είναι η χρήση της Συνθήκης της Ρώμης για την επιλογή του πιο ευνοϊκού καθεστώτος για την τιτλοποίηση. Σύμφωνα με τη Συνθήκη της Ρώμης για το εφαρμοστέο δίκαιο επί των συμβάσεων τα μέρη έχουν τη διακριτική ευχέρεια επιλογής του νομικού συστήματος στο σύνολο ή σε μέρος της σύμβασης (Άρθρο 3(1)). Τυπικά, στις αξιώσεις που σχετίζονται με απαιτήσεις αρυόμενες από συμβάσεις με προέλευση διαφορετικές ευρωπαϊκές δικαιοδοσίες εφαρμοστέο είναι το δίκαιο της σχετικής δικαιοδοσίας. Όταν οι συμβάσεις υπάγονται σε ένα αποκλειστικά εφαρμοστέο δίκαιο, οι συμβατικές απαιτήσεις μπορούν να πωληθούν και να μεταβιβασθούν σύμφωνα με το εφαρμοστέο δίκαιο. Η Συνθήκη επιτρέπει προκειμένου να επιτευχθεί τυποποίηση των διαδικασιών μεταβίβασης των απαιτήσεων την εφαρμογή ενός μόνο καθεστώτος δικαιοδοσίας, που είναι αυτό της μεταβίβασης των απαιτήσεων στην ΕΕΣ. Επομένως, είναι αδιάφορο το *lex loci*. Στο δικαίωμα επιλογής του εφαρμοστέου δικαίου τίθενται δυο εξαιρέσεις: η πρώτη αφορά τα «εσωτερικά» συμφωνητικά, και η δεύτερη το δίκαιο καταναλωτών. Η δεύτερη εξαίρεση, ιδιαίτερα δύναται να δημιουργήσει προβλήματα και αυτό γιατί το εφαρμοστέο δίκαιο που επιλέγεται από τα μέρη μπορεί να τεθεί εκποδών όταν αφορά δίκαιο έδρας του υποχρέου όπου δύναται να εμφανιστούν υποχρεωτικοί κανόνες που αφορούν δημοσίας τάξεως κανόνες προστασίας καταναλωτών, πολλώ δε μάλλον όταν η έννοια του «καταναλωτή» δεν είναι σταθερή⁸⁰.

4.2. ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

4.2.1. Το καθεστώς πριν την εισαγωγή του νομοθετικού πλαισίου

⁸⁰ άρθρο 10(1) της Συνθήκης προβλέπει ότι ισχύουν είναι το εφαρμοστέο δίκαιο της δικαιοπραξίας. Το άρθρο 12(1) της Συνθήκης τονίζει ότι στην εκχώρηση των δικαιωμάτων από τη δικαιοπραξία και οι σχέσεις μεταξύ εκχωρητή και εκδοχέα/ εκδοχέως εφαρμοστέο είναι ο δίκαιο της δικαιοπραξίας. Εντούτοις, το άρθρο 12(2) της Συνθήκης προβλέπει ότι ο υπόχρεος δύναται επικαλεστεί το δίκαιο της ενοχής, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε πρόβλημα εφαρμοστέου δικαίου, ιδίως όταν οι ρόλοι του Μεταβιβάζοντος και του Διαχειριστή διαχωρίζονται

Μέχρι πρότινος, στην Ελληνική νομοθεσία δεν προβλεπόταν ευχέρεια αξιολογικής ενσωμάτωσης απαιτήσεων που «αγοράζονται» από οποιαδήποτε εταιρία ή πιστωτικό ίδρυμα, όπως και των εξασφαλίσεων τους. Ο νόμος καθιέρωνε μόνο την εγχάρτωση ή σύνδεση ή ενσωμάτωση δικαιώματος στο έγγραφο. Σύμφωνα με τον γενικώς αποδεκτό ορισμό, “αξίωμα είναι το έγγραφο που ενσωματώνει ιδιωτικό δικαίωμα, συνδεδεμένο κατά τέτοιο τρόπο με το έγγραφο, ώστε για την άσκηση του δικαιώματος να είναι απαραίτητη η κατοχή του εγγράφου”⁸¹. Εξάριση αποτελούσε η ευχέρεια έκδοσης από τις κτηματικές τράπεζες κτηματικών ομολόγων. Το υφιστάμενο νομοθετικό καθεστώς -Κωδικοποιημένος θεσμικός νόμος περί κτηματικών τραπεζών - εκτίθεται στο παράρτημα Γ.

Η έννοια της τιτλοποίησης ως εργαλείο ελέγχου της κεφαλαιακής επάρκειας βρισκόταν στο επίκεντρο προβληματικής μόνο των πιστωτικών ιδρυμάτων. Για πολύ καιρό το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα ήταν να βελτιωθεί το Cooke Ratio των κρατικών – κυρίως – τραπεζών μέσω «ελάφρυνσης» των δανειακών χαρτοφυλακίων του από κάποια δάνεια. Ουσιαστικά αυτό προϋπέθετε βέβαια μεταβίβαση (=Εκχώρηση) μέρους των δανείων και των εξασφαλίσεων σε κάποιο νομικό πρόσωπο το οποίο θα εξέδιδε τους τίτλους. Όμως, στην Ελλάδα με το προηγούμενο καθεστώς, η χρήση ΕΕΣ μπορούσε να θεωρηθεί ως μια διαδικασία factoring, κάτι που σε αυτήν την περίπτωση σήμαινε ότι απαιτούνταν έγκριση από την Τράπεζα της Ελλάδος και πρόσθετη κεφαλαιακή κάλυψη, γεγονός που οδηγούσε στο αρχικό πρόβλημα. Επιπρόσθετα, αν χρησιμοποιούνταν μια offshore ΕΕΣ, τότε στην περίπτωση αυτή θα παρακρατούνταν φόρος στις πληρωμές των τόκων που θα πραγματοποιούνταν από την ελληνική εταιρία στην offshore ΕΕΣ (ανάλογα με τις διμερείς φορολογικές συμβάσεις αποφυγής διπλής φορολογίας που επικρατούν ανάμεσα στα δυο κράτη).

Τα ζητήματα που έπρεπε να αντιμετωπιστούν ήταν ποικίλα. Ένα πρώτο ζήτημα που ετίθετο ήταν το χαρτόσημο που θα οφείλονταν συνεπεία της εκχώρησης, αφού η μεταφορά απαιτήσεων από μια ιδιωτική εταιρία σε έναν τίτλο οργανισμό υπόκειται σε χαρτόσημο 2,4%. Τούτο μπορούσε να επιλυθεί μόνο νομοθετικά με την κατάργηση των τελών χαρτόσημου. Εναλλακτικά βέβαια δεν μπορούσε να αποκλειστεί και η περίπτωση του factoring χωρίς αναγωγή οπότε και δεν θα οφείλονταν χαρτόσημο, αλλά θα επιβαλλόταν ΦΠΑ, γεγονός όμως που περιόριζε το πρόσωπο του αγοραστή μόνο σε εταιρία factoring ή τράπεζα. Όπως είναι φυσικό, η επιβολή ενός τέτοιου κόστους καθιστούσε την διαδικασία εντελώς αντικοινωνική. Περαιτέρω, πρόβλημα θα μπορούσε να ανακύψει από το γεγονός ότι σύμφωνα με το πτωχευτικό δίκαιο, αν ο πωλητής κηρύξει πτώχευση εντός της ύποπτης περιόδου, δηλαδή δυο χρόνια προ της κηρύξεως, η μεταφορά αυτή θα μπορούσε να αμφισβητηθεί από την ελληνική δικαιοσύνη. Επιπρόσθετα, το ελληνικό δίκαιο απαιτεί ότι υπόχρεοι για τις πληρωμές πρέπει να είναι ενήμεροι για το αν αυτές πρόκειται να εκχωρηθούν σε κάποιον άλλο οργανισμό.

Παρά το ότι το καθεστώς αυτό θεωρήθηκε προοδευτικό για την εποχή του, και πάλι κρίθηκε ανεπαρκές διότι δεν επιτύχανε το σκοπούμενο αποτέλεσμα, αφού ναι μεν θα μπορούσε να αυξήσει την ρευστότητα, εντούτοις δεν θα ελάφρυνε τον ισολογισμό, επειδή δεν θα μετέβαλε κατά τίποτε τις σχετικές εγγραφές. Δεύτερο ζήτημα ήταν η δημοσιότητα που έπρεπε να δοθεί στην εκχώρηση, ιδίως στις περιπτώσεις που το δάνειο ήταν εξασφαλισμένο με εμπράγματη εξασφάλιση. Και το δεύτερο αυτό ζήτημα έπρεπε να λυθεί νομοθετικά (λ.χ. με την τήρηση κάποιου μητρώου στο Πρωτοδικείο και μεταγραφή στο Υποθηκοφυλακείο ενός πιστοποιητικού που θα εξέδιδε το Πρωτοδικείο).

Σκόπιμη, πάντως θεωρούνταν τότε η επέκταση της ρύθμισης του νόμου 3221/1924 για τις κτηματικές ομολογίες και στις λοιπές εμπορικές τράπεζες καθώς και σε όλες τις απαιτήσεις (εξασφαλισμένες ή μη και με οποιαδήποτε μορφή εξασφάλισης). Θα μπορούσε να συνδυαστεί και με δυνατότητα να γίνουν εισηγμένοι οι τίτλοι και με ταυτόχρονη ρητή άρση της «αρχαίας» νομοθετικής απαγόρευσης για παροχή εγγυήσεων και έκδοση εγγυητικών επιστολών προς εξασφάλιση τραπεζικού δανεισμού⁸².

Ενδιαφέρον παρουσίαζε και το ζήτημα της έκδοσης κερδοφόρων ομολογιών από ανώνυμη εταιρία που επιτρεπόταν (και επιτρέπεται ακόμη) ρητά από τον Κωδικοποιημένο Νόμο 2190/1920 (ο καθ. Α. Γεωργακόπουλος υποστηρίζει ότι τούτο επιτρέπεται, αλλά εξ όσων είναι γνωστό τούτο δεν έχει γίνει ποτέ). Συγκεκριμένα θα μπορούσε να εξαρτηθεί ολικά ή μερικά η απόδοση της ομολογίας από την απόδοση ενός συγκεκριμένου project ή Χαρτοφυλακίου. Κάτι περίπου σαν τις Modaraba Deposits που είναι Profit & Loss Sharing Schemes και ίσχυσαν λόγω απαγόρευσης παροχήςriba (=τόκος) και του φόρου κατά των «πλουσίων» 2% (“zakat”) στο πλαίσιο του θεμελιώδους κανόνα που θέτει το Κοράνι ότι το χρήμα είναι μέσο συναλλαγής και όχι πλουτισμού. Βέβαια και η έκδοση κερδοφόρων ομολογιών οδηγεί απλώς σε αύξηση της ρευστότητας και όχι στην βελτίωση του Cook Ratio, που ήταν και το ζητούμενο του πιστωτικού τομέα.

Μέχρι πρότινος ο θεσμός της τιτλοποίησης δεν είχε παρουσιαστεί ως ανάγκη στις ανώνυμες εταιρείες του ιδιωτικού τομέα, αφού οι δυνατότητες χρηματοδότησης καλύπτονταν από άλλες πηγές

⁸¹ Αλίκη Κιάντου – Παμπούκη «Δίκαιο Αξιογράφων» 5^η έκδοση, εκδ. Σάκκουλα Θεσσαλονίκη 1997, σελ. 4

⁸² Σύμφωνα με την απόφαση 17329/Γ.Κ.81 της Νομισματικής Επιτροπής της 12/28 Ιουλίου 1955 «Περιπτώσεις εις ας απαγορεύεται η έκδοσις εγγυητικών επιστολών» και την απόφαση της Νομισματικής Επιτροπής 975/12.7.1956 η Τράπεζα της Ελλάδος υιοθετεί την άποψη – όχι όμως πλέον για τις τιτλοποιήσεις – ότι οι αποφάσεις αυτές εξακολουθούν να ισχύουν για τις κάθε φύσεως εγγυήσεις όπως και όλες τις περιπτώσεις όπου δεν επιτρέπεται τραπεζική χρηματοδότηση. Συνεπώς εν όψει του ότι το ομολογιακό δάνειο αποτελεί εξωτραπεζική χρηματοδότηση δεν επιτρέπεται να εγγυηθεί τράπεζα την αποπληρωμή ομολογιακού δανείου, παρά τις αναμφισβήτητες αντιρρήσεις σε ερμηνευτικό επίπεδο καθώς και επίπεδο νομοθεσίας Ευρωπαϊκής Ενότητας

χρηματοδότησης. Η κλειστή κοινωνία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της περιορισμένης οικονομικής ζωής δεν έδιναν το πρόσφορο έδαφος για ιδιαίτερες αναζητήσεις. Αναμφίβολα το σκοπούμενο αποτέλεσμα μπορούσε να επιτευχθεί με απόσχιση επιχειρηματικού κλάδου (λ.χ. μόνο στεγαστικά δάνεια) σε νεοϊδρυθείσα ανώνυμη εταιρεία, η οποία θα εξέδιδε είτε τις κερδοφόρες ομολογίες, είτε τα securities. Συνεπώς, το πρόβλημα ήταν η εισαγωγή του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου.

Μέχρι την εισαγωγή του θεσμικού πλαισίου οι τράπεζες αντιμετώπιζαν το θέμα της μεταβίβασης του ενεργητικού τους με τη μεταβίβαση ενός αλληλόχρεου λογαριασμού από τράπεζα σε τράπεζα με τη διάταξη του άρθρου 23 παρ.3, εδ. 1 ν. 1731/1987 (ΦΕΚ 161/Α/9.9.87), η οποία προέβλεπε ότι οι συμβάσεις μεταξύ τραπεζών, που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα και με τις οποίες συμβάσεις μεταβιβάζονται δικαιώματα ή υποχρεώσεις, που απορρέουν από ληφθέντα ή χορηγηθέντα δάνεια ή πιστώσεις, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή κράτηση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων. Με βάση αυτή του φορολογικού περιεχομένου διάταξη νόμου η πρακτική των τραπεζικών συναλλαγών αφέθηκε ελεύθερη να μεθοδεύσει τη μεταξύ των Τραπεζών μεταβίβαση των πιστωτικών συμβάσεων, πρόβλημα που κατά τον χρόνο της ψήφισης του νόμου 1731/87 είχε ήδη καταστεί αρκετά επιτακτικά από πλευράς τρεχουσών τραπεζικών αναγκών.

Στα πλαίσια αυτής της κατεύθυνσης, τη θέσπιση της διάταξης του άρθρου 23 παρ. 3 εδ. 1 ν. 1731/87 ακολούθησε σύντομα η μέσω της αρμόδιας επιτροπής νομισματικών και Πιστωτικών Θεμάτων (ΕΝΠΘ) της Τράπεζας της Ελλάδος λήψης των αντίστοιχων αποφάσεων. Πρόκειται κυρίως για τις υπ' αριθμόν 373/18/5.11.87 και 380/6/30.12.87 αποφάσεις της παραπάνω επιτροπής καθώς και τα υπ' αριθμόν 418/26.2.88 και 957/3.7.90 έγγραφα της Τράπεζας της Ελλάδος με τα οποία οριοθετείται ειδικότερα ο χώρος ενεργοποίησης ως προς τη δυνατότητα για μεταβίβαση πιστωτικών συμβάσεων μεταξύ τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα, με την 373/18/5.11.87 απόφαση της ΕΝΠΘ επιτρέπεται η μεταξύ τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα εκχώρηση-αποδοχή δανείων σε δραχμές ή συνάλλαγμα τα οποία έχουν χορηγηθεί σε επιχειρήσεις κάθε μορφής. Επίσης, με την 380/6/30.12.87 απόφαση της ίδιας επιτροπής που έρχεται να συμπληρώσει την παραπάνω 373 προηγούμενη απόφασή της επιτρέπεται αφ' ενός μεν η μεταξύ τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα εκχώρηση – αποδοχή και ληξιπροθέσμων δανείων σε δραχμές ή συνάλλαγμα, τα οποία έχουν χορηγηθεί σε επιχειρήσεις κάθε μορφής, αφ' ετέρου δε η από μέρους των επιχειρήσεων που έχουν δανειοδοτηθεί σε συνάλλαγμα από τράπεζες του εξωτερικού υποκατάσταση της δανειστριάς τράπεζας με άλλη σε συνδυασμό με την ταυτόχρονη εκχώρηση – αποδοχή των εν λόγω δανείων είτε είναι άληκτα είτε είναι ληξιπρόθεσμα⁸³.

4.2.2.1. Το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο

Στη διεθνή πρακτική όπως έχουμε ήδη αναπτύξει το νομοθετικό πλαίσιο στηρίζεται κατά κύριο λόγο σε δυο δομές : τη δομή «πωλήσεων» και τη δομή «δανεισμού». Η δομή «πωλήσεων» χαρακτηρίζεται από την πώληση του ενεργητικού που αποφέρει απαιτήσεις σε μια Εταιρία Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ) που έχει απεκδυθεί από οποιαδήποτε περίπτωση πτώχευσης. Η πώληση χρηματοδοτείται είτε από την έκδοση ομολογιών είτε από τον δανεισμό μέσω ενός άλλου νομικού μορφώματος που εκδίδει τις ομολογίες (“conduit” τιτλοποίηση). Η δομή «δανεισμού» συνίσταται σε έναν οργανισμό που έχει στην κυριότητά του ενεργητικό που αποφέρει απαιτήσεις και αντλεί κεφάλαια από την έκδοση ομολογιών στις χρηματαγορές ή μέσω δανεισμού από ένα άλλο νομικό μόρφωμα που εκδίδει τις ομολογίες. Το ποια δομή θα χρησιμοποιηθεί εξαρτάται από το φορολογικό καθεστώς που επικρατεί. Δηλαδή, η δομή «δανεισμού» χρησιμοποιείται όταν το φορολογικό καθεστώς περιλαμβάνει νόμο σύμφωνα με τον οποίο η δυνατότητα των φορολογικών αρχών να επιβάλουν την πληρωμή των φορολογικών υποχρεώσεων του οργανισμού είναι υποκείμενη προς την δυνατότητα των ομολογιούχων να συνεχίζουν να λαμβάνουν τα ποσά που δικαιούνται από τον οργανισμό⁸⁴.

Ο Έλληνας νομοθέτης για λόγους απλοποίησης των διαδικασιών εισήγαγε στο νομοθετικό πλαίσιο τη δομή των «πωλήσεων».

4.2.2.1. Το άρθρο 14 του ν. 2801/2000 προκειμένου για το δημόσιο τομέα όπως ισχύει

Στην παρούσα δε θα γίνει αναφορά στο νομικό πλαίσιο για την τιτλοποίηση από εταιρίες που ανήκουν στο Δημόσιο, ή είναι νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου και δημόσιες επιχειρήσεις. Περιορισμένα θα ειπωθεί μόνο ότι το άρθρο 14 του ν. 2801/2000 θέτει το γενικό θεσμικό πλαίσιο για την τιτλοποίηση εσόδων (νόμος πλαίσιο). Κάθε τιτλοποίηση που λαμβάνει χώρα από τους ανωτέρω οργανισμούς πρέπει να στηρίζεται σε νόμο που θα προβλέπει κατά τρόπο ειδικό και λεπτομερειακό τα στοιχεία της τιτλοποίησης. Το νομοθετικό κείμενο επισυνάπτεται στο Παράρτημα Β.

⁸³ Β. Δούβλη, «Η μεταβίβαση τραπεζικής πίστωσης με αλληλόχρεο λογαριασμό», εκδ. Αντ. Σάκκουλα, Αθ. Κομ. 1994

⁸⁴ για ανάλυση των διαφορετικών τύπων τιτλοποίησης, μαζί με έναν τρίτο τύπο, αυτόν της συνθετικής τιτλοποίησης βλ. Tax Aspects of Securitisation in Current Issues of Securitisation, 2002, Sweet & Maxwell, σελ 95 – 117

4.2.2.2. Π.Δ. της 22/30 Σεπτ, 1931 (ΦΕΚ Α΄ 342), Περί Κωδικοποίησης των διατάξεων των Ν. 3221, 3290, 3778, 4795 και 5154 εις ενιαίον κείμενον

Μια μορφή τιτλοποίησης υπό τον τίτλο «κτηματικές ομολογίες» έχει ήδη θεσπισθεί και αφορά μόνο τις κτηματικές τράπεζες. Στην παρούσα δεν θα γίνει αναφορά στη δυνατότητα έκδοσης ενυπόθηκων ομολογιών από τις Κτηματικές Τράπεζες, αφού πρόκειται για ένα ζήτημα που αφορά συγκεκριμένες τράπεζες. Για λόγους πληρότητας απλώς παρατίθεται το νομικό πλαίσιο στο παράρτημα Γ.

4.2.2.2.3. Ο ΝΟΜΟΣ 3156/2003 ΦΕΚ 157/Α΄/25.07.2003 ΓΙΑ ΤΟΝ ΙΔΙΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Με τον νόμο 3156/2003 «περί ομολογιακών δανείων, τιτλοποίησης απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες συναφείς διατάξεις,» εισάγεται στην Ελλάδα ο θεσμός της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα. Στο παρόν κεφάλαιο θα επιχειρηθεί μια αναλυτική έκθεση από νομική έποψη του θεσμού της τιτλοποίησης τόσο των επιχειρηματικών απαιτήσεων (άρθρο 10) όσο και των απαιτήσεων από ακίνητα (άρθρο 11). Το κείμενο του νόμου επισυνάπτεται στην παρούσα στο Παράρτημα Δ.

4.2.2.3.1. Η τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων

4.2.2.3.1.1. Ο ορισμός του νόμου

Σύμφωνα με τη διάταξη της παρ. 1 του άρθρου 10 του Ν. 3156/2003, «τιτλοποίηση απαιτήσεων είναι η μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση, που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ μεταβιβάζοντος και αποκτώντος σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται α) από το προϊόν της είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσω». Ως ιδιωτική τοποθέτηση θεωρείται «η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων, που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα.» «Μεταβιβάζων», κατά την παρ. 2 του ιδίου άρθρου, μπορεί να είναι έμπορος με εγκατάσταση στην Ελλάδα και «αποκτών», νομικό μόνο πρόσωπο – ανώνυμη εταιρία – με σκοπό την απόκτηση και τιτλοποίηση των απαιτήσεων (εταιρία ειδικού σκοπού).

4.2.2.3.1.2. Οι ειδικότερες περί τιτλοποίησης ρυθμίσεις

Η τιτλοποίηση κατά το Ελληνικό Δίκαιο λαμβάνει χώρα με τον εξής τρόπο: οι απαιτήσεις από επιχειρήσεις ή από ακίνητα απομονώνονται νομικά από την εταιρεία και μεταβιβάζονται σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού η οποία εκδίδει ένα ομολογιακό δάνειο οποιουδήποτε είδους ή μορφής, το οποίο εξοφλείται είτε από το προϊόν της είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων είτε από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσω. Η απομόνωση αυτή έχει ως αποτέλεσμα τη μη εμφάνιση των απαιτήσεων στον ισολογισμό της εταιρείας.

Ειδικότερα, στο ελληνικό νομοθετικό καθεστώς, το οποίο ακολουθεί το ιταλικό σύστημα (νόμος υπ' αρ. 130 της 30.04.1999)⁸⁵ υπάρχει ένα νομικό πρόσωπο (ο «Μεταβιβάζων») το οποίο έχει την χρηματοοικονομική ανάγκη και το οποίο πωλεί σύμφωνα με το άρθρο 513 του Αστικού Κώδικα και μεταβιβάζει σύμφωνα με τα άρθρο 455 του Αστικού Κώδικα σε μια ειδική ανώνυμη εταιρεία (ο «Αποκτών» ή «Εκδότης» ή «Εταιρία Ειδικού Σκοπού», αναλόγως της περιπτώσεως) τις επιχειρηματικές απαιτήσεις (γεγενημένες ή μέλλουσες). Η Εταιρία Ειδικού Σκοπού αγοράζει και αναδέχεται τις επιχειρηματικές απαιτήσεις έναντι τιμήματος που απορρέει από την έκδοση ομολογιακού δανείου στο πλαίσιο των διατάξεων του Κ.Ν. 2190/1920 από την ίδια την Εταιρία Ειδικού Σκοπού και τη διάθεσή του μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης. Όπως ορίζεται από το άρθρο, η αποπληρωμή του ομολογιακού δανείου γίνεται από τις ίδιες της επιχειρηματικές απαιτήσεις, στις οποίες συνιστάται πλασματικό ενέχυρο με βάση το νόμο 2844/2000, από δάνεια, πιστώσεις ή παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα.

Τα ζητήματα που ανακύπτουν από τη Συνθήκη της Ρώμης, σχετικά με το εφαρμοστέο δίκαιο αμβλύνονται. Οι διατάξεις του νόμου εφαρμόζονται τόσο για τις ελληνικές όσο και τις υπεράκτιες ΕΕΣ.⁸⁶

Σε αδρές γραμμές, στις παραγράφους του άρθρου 10 του ν. 3156/2003 προβλέπεται ότι:

Ένας «έμπορος», ο οποίος, στη συνέχεια αποκαλύπτεται – π.χ. από την περί άρσεως του «τραπεζικού» απορρήτου διάταξη της παρ. 20 – ότι μπορεί να είναι κατά κανόνα τράπεζα, έχει τη δυνατότητα να μεταβιβάζει (εκχωρεί) λόγω πώλησης – να πωλεί - τις «επιχειρηματικές απαιτήσεις» - στις

⁸⁵ βλ. Εισηγητική έκθεση του νόμου. Εκεί αναφέρονται οι αντίστοιχες αλλοδαπές – Ιταλική (Ν. 130/30.4.1999), γαλλική (Fonds Commun de Creances, Κεφ. VII, άρθρα 34 – 42 του νόμου της 23.12.1988, όπως τροποποιήθηκε με το νόμο L 93-6 της 4.1.1993, Τίτλος III) και ισπανική (Fondos de Titulacion Hipotecaria, νόμος για τα ενυπόθηκα δάνεια, όπως τροποποιήθηκε το 1993) – νομοθεσίες

⁸⁶ βλ. ανωτέρω υποσημ. 64

οποίες ρητά συμπεριλαμβάνονται και απαιτήσεις έναντι καταναλωτών και πάσης φύσεως δανειοληπτών – σε ανώνυμη εταιρία ειδικού σκοπού (εταιρία τιτλοποίησης). Η εταιρία καταβάλλει το τίμημα και «τιτλοποιεί» τις απαιτήσεις, εκδίδοντας αξιόγραφα, «ομολογίες», ονομαστικής αξία τουλάχιστον 100.000 Ευρώ η κάθε μια. Για να καταστεί δυνατή η μεταβίβαση αυτή αίρονται ρητά, τα εμπόδια που ορθώνουν οι κανόνες δικαίου περί εκχώρησης απαιτήσεων και τήρησης του τραπεζικού απορρήτου. Μάλιστα, για την ενέργεια της μεταβίβασης αίρεται εντέχνως και αυτή ακόμα η απαραίτητη αναγγελία στον οφειλέτη (δανειολήπτη), αφού κατά τη διάταξη της παρ. 10 «ως αναγγελία λογίζεται η καταχώρηση της σύμβασης – στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του Ν. 2844/2000...». Διακηρύσσεται, επιπλέον, ρητά η ακυρότητα της τυχόν συμφωνίας περί ανεκχωρήτου των απαιτήσεων, η οποία έχει συμπεριληφθεί ενδεχομένως στη δανειακή ή άλλη σύμβαση.

Τις ομολογίες που εκδίδει η εταιρία τιτλοποίησης, έχει τη δυνατότητα να θέτει σε κυκλοφορία – να πωλεί – σε «περιορισμένο κύκλο προσώπων», που όμως δεν θα πρέπει να υπερβαίνουν τα 150 άτομα. Στους ομολογιούχους αυτούς – όπως και σε κάθε δανειστή της – η εταιρία οφείλει να δίνει πληροφορίες για τις απαιτήσεις που ανταποκρίνονται στην αξιολογική απαίτησή τους. Στη λήξη τους, εξοφλεί τις ομολογίες είτε από το προϊόν της είσπραξης των μεταβιβασθεισών απαιτήσεων, είτε από δάνεια ή πιστώσεις ή συμβάσεις επί παραγώγων που έχει συνάψει. Επειδή δε η διαδικασία αυτή είναι ιδιαίτερα επισφαλής για την εταιρία ειδικού σκοπού και απαιτεί ιδιαίτερος μεγάλα κεφάλαια, προβλέπεται η δυνατότητα της εταιρίας να λειτουργεί και χωρίς ίχνος εταιρικής περιουσίας, αφού κατά τη διάταξη της παρ. 3 τίθεται εκποδών η ρύθμιση του άρθρου 48 του Κ.Ν. 2190/1920 περί ανακλήσεως της άδειας συστάσεως μια οποιασδήποτε ΑΕ, ότα τα ίδια κεφάλαιά της καθίστανται λόγω ζημιών μικρότερα του 1/10 του μετοχικού της κεφαλαίου.

Τις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις είτε τις κρατάει η ίδια η εταιρία τιτλοποίησης προς είσπραξη, είτε τις αναθέτει προς είσπραξη σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα ή στον ίδιο τον μεταβιβάσαντα τις απαιτήσεις «έμπορο» ή σε τρίτον, εγγυητή ή επιφορτισμένο με τη διαχείριση και είσπραξη των απαιτήσεων πριν από τη μεταβίβασή στην ίδια της εταιρία. Βεβαίως, τόσο η εταιρία τιτλοποίησης, όσο και ο τρίτος μπορούν να είναι και εισπρακτικές εταιρίες. Για τους σκοπούς της ευχερούς κυκλοφορίας των ομολογιών από την τιτλοποίηση απαιτήσεων και της είσπραξης των απαιτήσεων, επιτρέπεται ρητά μια ευρεία διασπορά πληροφοριών για τους πάσης φύσεως οφειλέτες – ιδίως δανειολήπτες, καταναλωτές – στις εταιρίες τιτλοποίησης, σε ομολογιούχους και άλλους δανειστές της εταιρίας, σε αναμειγνύμενες τράπεζες και χρηματοδοτικά ιδρύματα και σε εισπρακτικές εταιρίες. Ο διαχειριστής των απαιτήσεων – όποιος και αν είναι – με την αυτονόητη εξουσία είσπραξής τους μπορεί βεβαίως να χρησιμοποιεί προς τούτο δικηγόρους και δικαστικούς επιμελητές. Επί των απαιτήσεων και της καταθέσεως συνιστάται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων.

Για την σαφή και ακριβή παρουσίαση της διαδικασίας έκδοσης και διάθεσης της τιτλοποίησης πιο κάτω θα εκτεθούν τα επί μέρους στοιχεία, και ο νομικός εννοιολογικός προσδιορισμός τους, με στόχο τη λεπτομερή – για τις ανάγκες της εργασίας – καταγραφή των νομικών κυρίως θεμάτων που τίθενται.

4.2.2.3.1.2. 1.Υποκείμενα της Τιτλοποίησης

Υποκείμενα της Τιτλοποίησης, υπό την έννοια ποια φυσικά ή νομικά πρόσωπα λαμβάνουν μέρος στο θεσμό της τιτλοποίησης και υπό ποια ιδιότητα, είναι ο Μεταβιβάζων, ο Αποκτών και ενδεχομένως η Διαχειρίστρια Τράπεζα.

ι. Η έννοια του «Μεταβιβάζοντος» (άρθρο 10 παρ. 2)

Ο «μεταβιβάζων» για τους σκοπούς του παρόντος είναι έμπορος με κατοικία ή έδρα στην Ελλάδα ή στην αλλοδαπή, εφόσον έχει εγκατάσταση στην Ελλάδα. Η εμπορική ιδιότητα στο ελληνικό δικαιοσύστημα μπορεί να αποκτηθεί είτε κατά το τυπικό σύστημα είτε κατά το ουσιαστικό σύστημα.

Συνεπώς ως έμπορος κατά το τυπικό σύστημα ορίζονται ότι αποτελούν εμπορική εταιρεία, δηλ. έμπορο (άρθρο 2 Ν. 2190/1920) η ανώνυμη και η περιορισμένης ευθύνης εταιρεία όπως επίσης και ο συνεταιρισμός.

Εμπορική ιδιότητα κατά το *ουσιαστικό σύστημα* δύνανται να αποκτήσουν τα νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου που ενεργούν κατά συνήθεια αντικειμενικά εμπορικές πράξεις επιδιώκοντας κέρδος σύμφωνα με το άρθρο 1 Ε.Ν., αφού αυτό εφαρμόζεται κατά το άρθρο 62 του Αστικού Κώδικα και στα νομικά πρόσωπα. Κατά τον τρόπο αυτό, εμπορική ιδιότητα μπορεί να αποκτηθεί από σωματεία, ίδρυμα αλλά και εμπορική εταιρεία με νομική προσωπικότητα του άρθρου 784 του Αστικού Κώδικα. Περαιτέρω, από τα άρθρα 19 επ. του Εμπορικού Νόμου και σύμφωνα με την ειδικότερη αρχή του κλειστού αριθμού των ειδών νομικής προσωπικότητας εμπορικών προσωπικών εταιριών (numerus clausus). Δυνατότητα τιτλοποίησης παρέχεται και στις ομόρρυθμες καθώς και ετερόρρυθμες εταιρείες, αν και από τη στιγμή που δεν έχουν ακολουθούν την τήρηση λογιστικών βιβλίων Γ' κατηγορίας κρίνεται αλυσιστελής η εφαρμογή της τιτλοποίησης σ' αυτές.

Μια *sui generis* κατάσταση: Τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου. «Κατά την κρατούσα άποψη δεν μπορούν να αποκτήσουν την εμπορική ιδιότητα, έστω αν ενεργούν εμπορικές πράξεις, ως πράξεις όχι εξουσίας αλλά ως *fiscus*. Λόγος είναι ότι, κατά ανάλογη εφαρμογή του άρθρου 62 ΑΚ, το νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου έχει ικανότητα, που δεν εκτείνεται σε ικανότητες που προϋποθέτουν νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου. Τέτοια ιδιότητα είναι και η ιδιότητα του εμπόρου.

Ορθότερο φαίνεται όμως να γίνει επιφύλαξη περιπτώσιολογικής κρίσης κάθε νομικού προσώπου, γιατί βέβαια τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου ασκούν εξουσία και η εξουσία εξ' ορισμού δεν μπορεί να είναι εμπόριο, αλλά υπάρχει σειρά νομικών προσώπων μικτών σκοπών στα οποία ορίζεται ή εξυπακούεται ότι δρουν κατά το ιδιωτικό δίκαιο. Στα νομικά αυτά πρόσωπα, που ανήκουν στο κράτος ή είναι κράτος, όταν το κράτος ως νομικό πρόσωπο έχει ανεξαρτητοποιήσει μια υπηρεσία του, χωρίς να της παρέχει νομική προσωπικότητα και της έχει αναθέσει δραστηριότητα κατά τους κανόνες του ιδιωτικού δικαίου, η εμπορική ιδιότητα δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι υπερβαίνει την ικανότητα του νομικού προσώπου. Το κράτος ή τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου – δήμοι, κοινότητες, επαγγελματικές οργανώσεις- που ασκούν νόμιμα επιχείρηση εμπορική, αν η επιχείρηση αυτή δεν είναι δευτερεύουσα σε σχέση με την υπόλοιπη, δηλαδή τη δημοσίον δικαίου δραστηριότητά τους, μπορούν και πρέπει να θεωρηθούν ικανά να αποκτήσουν ιδιότητα εμπόρου. Ο δήμος που ασκεί επιχείρηση αεριοφότος και το κράτος που ασκεί επιχείρηση παραγωγής και διανομής ηλεκτρισμού, δεν μπορεί να αποκλεισθούν από την εμπορική ιδιότητα. Το μουσείο όμως που διαθέτει καταλόγους ή αντίγραφα έργων, ο σύλλογος που εκδίδει περιοδικό, το επιμελητήριο που ενεργεί ή υποδεικνύει στα μέλη του ευκαιρίες συναλλαγής με τρίτους, που τις ζητούν, δεν αποκτά ιδιότητα εμπόρου».⁸⁷

Η συγκεκριμένη αναφορά και περιληπτική ανάλυση της έννοιας «έμπορος» δεν έγινε «δίκη καταχρηστικότητας». Αντιθέτως κρίθηκε απολύτως σκόπιμη από τη στιγμή που η πολυπλοκότητα της οικονομικής πρακτικής και η πολυμορφία της επιχειρηματικής δραστηριότητας έχουν εξωθήσει τα ποικίλα νομικά μορφώματα στην αναγκαιότητα εύρεσης εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης. Είναι απολύτως βέβαιο ότι ο συλλογισμός της ικανότητας της εμπορικής ιδιότητας βρίσκεται ενώπιον πολλών περιπτώσεων. Για παράδειγμα, θα τεθεί εκτενώς στην περίπτωση που ένα νομικό μόρφωμα – ένα ανώτατο εκπαιδευτικό ίδρυμα, ένα ανώτερο τεχνολογικό ίδρυμα, μια θυγατρική υπό μορφή ανώνυμης εταιρείας, τα οποία βρίσκονται σαφώς στη σφαίρα της δημόσιας εξουσίας, θελήσουν να χρησιμοποιήσουν την τεχνική της τιτλοποίησης. Εν πάση περιπτώσει, η ερμηνεία του ανωτέρω ζητήματος θα λαμβάνει χώρα *ad hoc* υπό το πρίσμα του διοικητικού δικαίου όσον αφορά το λειτουργικό κριτήριο της Διοίκησης. Συνεπώς, το ζήτημα θα αντιμετωπίζεται πάντα *in concreto*.

Περαιτέρω, τη δυνατότητα τιτλοποίησης μπορούν να την έχουν και πρόσωπα που κατέχουν την ιδιότητα του «εμπόρου» στην αλλοδαπή εφ' όσον η εγκατάστασή τους είναι στην Ελλάδα. Ως τέτοια θεωρούνται όσα έχουν Αριθμό Φορολογικού Μητρώου και υποβάλλουν δήλωση φόρου εισοδήματος στην Ελλάδα, δηλαδή ακόμα και οι *off-shore* εταιρείες.⁸⁸ Η εξαιρετική αυτή διεύρυνση της έννοιας αποτέλεσε όπως ήταν αναμενόμενο κριτική ήδη κατά τη διάρκεια της ψήφισης του νομοσχεδίου με το επιχείρημα ότι θα υποβαθμίσει την ποιότητα του θεσμού λόγω της αφερεγγυότητας που δημιουργούν οι *off shore* εταιρείες.⁸⁹ Είναι ακρως αμφισβητούμενο το ζήτημα αν θα οδηγήσει σε υποβάθμιση του θεσμού, αφού οι *off - shore* εταιρείες ποτέ δεν θα επιδίωκαν εγκατάσταση στην Ελλάδα και ταυτόχρονα άσκηση εμπορικής δραστηριότητας, αφού αυτό θα σηματοδοτούσε άρση του προνομιακού καθεστώτος που απολαύουν, εκτός από την περίπτωση που τα οφέλη από την τιτλοποίηση θα ήταν πολλαπλάσια.

Είναι πιθανό στο πρόσωπο ενός πιστωτικού ιδρύματος να συμπίπτουν οι ιδιότητες τόσο του Μεταβιβάζοντος όσο και του Διαχειριστού. Δεν είναι ασυμβίβαστο ένα Πιστωτικό Ίδρυμα να διαχειρίζεται όλο το πρόγραμμα και να παρέχει συγκεκριμένους τύπου ρευστότητα, καθώς και επιπλέον ασφάλειες για την ενίσχυση της φερεγγυότητας του εκδότη των τίτλων.

ii. Η έννοια του «Αποκτόντος» και του «Εκδότη» (άρθρο 10 παρ. 2 και 3): Η Εταιρία Ειδικού Σκοπού

Το χαρακτηριστικό του ελληνικού νομικού πλαισίου για την ΕΕΣ είναι ότι διασφαλίζεται καθ' ολοκληρίαν το ζήτημα της νομικής απομόνωσης του ενεργητικού της ΕΕΣ από τη νομική τύχη του μεταβιβάζοντα. Αυτό επιτυγχάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις περί δημοσιότητας του ν. 2844/2000. Δηλαδή η ΕΕΣ δεν επηρεάζεται από μια ενδεχόμενη πτώχευση του Μεταβιβάζοντα μετά την εκχώρηση, ακόμη και αν πρόκειται για μελλοντικές απαιτήσεις. Βεβαίως, το ζήτημα της «τέλειας» νομικής απομόνωσης των απαιτήσεων δεν έχει αποκρυσταλλωθεί από νομολογία των δικαστηρίων. Είναι αμφίβολο ποιες θα είναι οι δικαστικές αποφάσεις στην περίπτωση που υπάρξει για παράδειγμα περίπτωση ανώμαλης τιτλοποίησης⁹⁰.

⁸⁷ βλ. αντί πολλών άλλων Α.Ν. Γεωργακόπουλου, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, τόμος 1- Οι έμποροι, τεύχος 1-Γενικό Μέρος, Αθ.1984, εκδ. Αφοί Π. Σάκκουλα, σελ. 91 – 94

⁸⁸ βλ. Π. Δουβή, “Offshore” δραστηριότητες, Αθ. 2003, χωρίς έκδοση, διάθεση Αντ. Σάκκουλα

⁸⁹ βλ. Πρακτικά της Βουλής κατά τη διάρκεια της ψήφισης.

⁹⁰ ένα ζήτημα που θα έπρεπε να διερευνηθεί από την ελληνική νομική κοινότητα

Τις παραπάνω ιδιότητες μπορούν να τις έχουν μόνο τα νομικά πρόσωπα που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό εκ του καταστατικού τους την απόκτηση επιχειρηματικών απαιτήσεων για την τιτλοποίησή τους σύμφωνα με το νόμο αυτό προς τα οποία μεταβιβάζονται λόγω πώλησης οι επιχειρηματικές απαιτήσεις. Τα πρόσωπα του Εκδότη και του Αποκτώντος είναι εννοιολογικά ταυτόσημα. Αν η Εταιρεία ειδικού σκοπού εδρεύει στην Ελλάδα, πρέπει να είναι ανώνυμη εταιρεία και διέπεται από τις διατάξεις περί ανωνύμων εταιρειών, δηλαδή από τις διατάξεις του Κωδικοποιημένου Νόμου 2190/1920 καθώς επίσης και τις διατάξεις του νομοθετικού διατάγματος της 17 Ιουλίου/13 Αυγούστου 1923, εφ' όσον δεν είναι αντίθετες με το νόμο 3156/2003. Κατ' εξαίρεση δεν εφαρμόζονται οι διατάξεις του άρθρου 48 του Κ.Ν.2190/1920, για προφανείς λόγους ασφάλειας των συναλλαγών⁹¹.

Οι μετοχές της εταιρείας ειδικού σκοπού είναι ονομαστικές, πράγμα το οποίο καθιερώθηκε για λόγους ασφάλειας των συναλλαγών και ελέγχου της συγκέντρωσης, ώστε να αποφευχθούν τυχόν περιπτώσεις λειτουργικού ασυμβιβάστου, όπως για παράδειγμα είναι η σύμπτωση της πλειοψηφίας των μετοχών του μεταβιβάζοντος και του αποκτώντος στο ίδιο πρόσωπο. Αν και *expressis verbis* κάτι τέτοιο δεν τίθεται από τον ίδιο τον νόμο, εντούτοις η ερμηνεία του κανόνος δικαίου, πρέπει να γίνει υπό το πρίσμα της θεώρησης του ασυμβιβάστου ή του κωλύματος. Ασφαλιστική δικλείδα για τον Έλληνα νομοθέτη είναι και η καθιέρωση του συστήματος της ονομαστικοποίησης των μετοχών, όπως συμβαίνει και με τις κατασκευαστικές εταιρείες. Προς επίρρωση αυτού του επιχειρήματος, είναι οι αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις που θέτει η ερμηνευτική εγκύκλιος της Τραπεζής της Ελλάδος για την τιτλοποίησης παραδοσιακής μορφής στην περίπτωση που ο μεταβιβάζων συμμετέχει κατά άμεσο ή έμμεσο τρόπο στο μετοχικό κεφάλαιο της ΕΕΣ.

4.2.2.3.1.2.2. Οι επιχειρηματικές απαιτήσεις

Ο όρος «επιχειρηματική» είναι όρος που έχει διαπλασθεί από τις σύγχρονες μορφές οικονομίας. Το δικαίό μας αναγνωρίζει την έννοια της απαίτησης, όχι όμως και την έννοια της επιχειρηματικότητας. Απαίτηση λοιπόν, κατά την νομική παραδοσιακή έννοια, είναι το ενοχικό δικαίωμα ή ενοχική αξίωση από την άποψη του δανειστή (δηλαδή εξουσιάζουσα βούληση)⁹².

Επιχειρηματική είναι η απαίτηση που απορρέει εξ αιτίας επιχειρηματικής. Η έννοια της επιχείρησης δεν είναι νομικός όρος. Ενδεχομένως ο νομοθέτης σκοπίμως δεν θέλησε να υπαγάγει αυτόν σε κάποιον ορισμό, ώστε να διευρύνει την έννοια πέρα από τις γνωστές ενοχές που ρυθμίζει ο Αστικός Κώδικας, αλλά και για να καλύψει όλα τα νομικά μορφώματα που η καθημερινή πρακτική της οικονομικής ζωής δύναται να διαμορφώσει δυνάμει της αρχής της ελευθερίας των συμβάσεων του άρθρου 361 του Αστικού Κώδικα.

Εντούτοις, το αντικείμενο της χρηματοδοτικής τεχνικής, οι επιχειρηματικές απαιτήσεις οριοθετούνται από το άρθρο 10 παρ. 6 του νόμου: «μπορεί να είναι απαιτήσεις κατά οποιουδήποτε τρίτου, ακόμη και των καταναλωτών, υφιστάμενες ή μελλοντικές, εφόσον αυτές προσδιορίζονται ή είναι δυνατόν να προσδιορισθούν με οποιοδήποτε τρόπο. Επίσης μπορεί να μεταβιβάζονται και απαιτήσεις υπό αίρεση. Διαπλαστικά ή άλλα δικαιώματα ακόμη και αν δεν αποτελούν παρεπόμενα δικαιώματα κατά την έννοια του άρθρου 458 του Α.Κ. εφόσον συνδέονται με τις μεταβιβαζόμενες απαιτήσεις, μπορούν να μεταβιβάζονται μαζί με αυτές». Από το παραπάνω περιεχόμενο συνάγεται το συμπέρασμα, ότι στην πραγματικότητα ο νομοθέτης θέλησε να δώσει ευρεία διάσταση στον εννοιολογικό προσδιορισμό της έννοιας. Μέχρι πρότινος, στον νόμο για την εκχώρηση επιχειρηματικών απαιτήσεων (ν. 2844/2000) από την έννοια της επιχειρηματικής απαίτησης εξαιρούνταν οι απαιτήσεις κατά των καταναλωτών, για να μην επιβαρύνεται ο καταναλωτής συμβουλευόμενος νομικά βιβλία. Από το ν. 3156/2003 προκύπτει ότι για τις ιδιωτικού Δικαίου Επιχειρήσεις κατά το ελληνικό νομικό πλαίσιο τιτλοποιήσιμες είναι μόνο οι απαιτήσεις που παρουσιάζουν επιχειρηματικό χαρακτήρα. Επειδή όμως, όπως είδαμε η έννοια της επιχειρηματικότητας δεν έχει νομικό ορισμό κατά την έννοια του νόμου, η φύση της τιτλοποίησης κάθε τίτλου πρέπει να κρίνεται *ad hoc*. Επομένως, είναι αμφίβολο αν ή υπό ποιες προϋποθέσεις είναι για παράδειγμα τιτλοποιήσιμα κατά το ελληνικό δίκαιο τα πνευματικά δικαιώματα. Για τα πιστωτικά ιδρύματα: πρακτικά δεν υπάρχει κανένας περιορισμός από το ελληνικό νομικό πλαίσιο για τις απαιτήσεις που δύνανται να τιτλοποιηθούν από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αφού οι απαιτήσεις που έχει είναι εκ του νόμου εμπορικές. Για τους δημόσιους οργανισμούς δεν υπάρχουν περιορισμοί στη φύση των τιτλοποιήσιμων τίτλων σύμφωνα με το γενικό νομοθετικό πλαίσιο τιτλοποίησης των δημοσίων οργανισμών. Εντούτοις, για την τιτλοποίηση στην οποία προβαίνει κάθε φορά ένας δημόσιος οργανισμός απαιτείται έκδοση ειδικού νόμου.

Για λόγους σκοπιμότητας σε κάθε περίπτωση από την τιτλοποίηση πρέπει να εξαιρεθούν: οι «ενδοεταιρικές» απαιτήσεις, καθώς και οι απαιτήσεις που δεν υφίστανται σε Ευρώ, ή που δεν προέρχονται από έλληνες πιστωτές, ουσιαστικά δηλαδή οι εξαγωγικές.

Σύμφωνα με τον Γεώργιο Μπαλή η εκχωρούμενη απαίτηση πρέπει να είναι ορισμένη κατά το είδος αυτής και το πρόσωπο του οφειλέτη. Αλλά δεν είναι απαραίτητο να προσδιορίζονται ρητά στη σύμβαση τα

⁹¹ Αφού η ΕΕΣ ουσιαστικά δεν έχει παραγωγική δραστηριότητα, και άρα θα έχει υψηλό δανεισμό

⁹² βλ. αντί πολλών άλλων Γ. Μπαλή, Ενοχικών Δικαίων (κατά τον Κώδικα), Γενικών Μέρους, έκδοσις Γ', εκδοτ. Οίκος Αφοί Σάκκουλα, Αθ. 1960

στοιχεία αυτά. Αρκεί να δύνανται να προσδιοριστούν. Τούτο ιδίως θα δεχθούμε όταν μεταβιβάζεται στον εκδοχέα «κάθε απαίτηση του από την τάδε σχέση» (arg. 1992).

Ο λόγος για τον οποίο ο νομοθέτης κάνει μνεία για την εφαρμογή των διατάξεων του Κ.Ν. 2190/1920 είναι προφανής, αφού αυτό που θέλει είναι να καθιερώσει το νομοθετικό πλαίσιο των ανωνύμων εταιρειών. Περαιτέρω, και με την επιφύλαξη των διατάξεων του ν. 3156/2003, ο νομοθέτης *expressis verbis* επιθυμεί να υπαγάγει τα αποτελέσματα στο ειδικό προνομιακό καθεστώς του ν.δ. 17.7/13.8.1923.

Νομικά η πώληση (εδώ νοούμενη ως μη νομική έννοια) των απαιτήσεων λαμβάνει χώρα σε δυο στάδια, ακολουθώντας την ελληνική διάκριση του δικαίου μεταξύ ενοχικής και εμπράγματης δικαιοπραξίας, ήτοι του άρθρου 513 του Αστικού Κώδικα (ενοχικής δικαιοπραξίας) όσον αφορά την πώληση και του άρθρου 455 του Αστικού Κώδικα περί εκχωρήσεως δικαιώματος όσον αφορά την εμπράγματη δικαιοπραξία.

i. Η Εκχώρηση

Η μεταβίβαση της απαίτησεως γίνεται κατά το άρθρο 455 του Αστικού Κώδικα. Κατά το γενικό δίκαιο των ενοχών εκχώρηση είναι «η δια συμβάσεως μεταξύ δανειστού και εκδοχέως μεταβίβασις της απαίτησεως εις τούτον μη απαιτούμενης της συναινέσεως του οφειλέτου», δηλαδή πρόκειται για μια αλλοίωση της ενοχής καθ' υποκειμένον⁹³. Η εκχώρηση τελείται δια συμβάσεως, όπου πρέπει να προκύπτει η θέληση των μερών περί μεταβίβασεως του ενοχικού δικαιώματος (απαίτησεως) του δανειστή στον εκδοχέα. Με την εκχώρηση η θέληση των μερών είναι να μεταβιβαστεί οριστικά (και όχι μετακλητά) η εξουσία προς την κατά πάντα τρόπον ελευθέραν διάθεσιν της απαίτησεως. Η σύμβαση αυτή είναι εκποιητική, δηλ. περιέχει διάθεση δικαιώματος και όχι υποσχετική⁹⁴.

Η σύμβαση της εκχωρήσεως πρέπει να είναι ορισμένη. Αυτό σημαίνει ότι από τη σύμβαση πρέπει να προκύπτει το πρόσωπο του Εκχωρητή και του Εκδοχέως (υπό τη νέα ορολογία που εισήγαγε ο νόμος για την τιτλοποίηση: του μεταβιβάζοντος και του αποκτώντος). Η φύση της σύμβασης της εκχωρήσεως είναι αφηρημένη, δηλαδή ότι δεν απαιτείται αιτία (αυτό σημαίνει ότι δεν εξαρτάται από την αιτία για την οποία συνομολογήθηκε, π.χ. λόγω δανείου (*credendi causa*), ή λόγω εκπληρώσεως υφισταμένου προς τον εκδοχέα χρέους (*cessio in solutum*), εκτός και αν εξαρτηθεί από τον όρο της συμβάσεως. Τα νομικά αποτελέσματα κυρίως συνίστανται στο ότι έτσι επιτυγχάνονται αξιώσεις ενοχικές μόνο μεταξύ εκχωρητού και εκδοχέως, «ενώ ο εκχωρηθείς οφειλέτης ουδεμία αξίωση ή ένσταση δύναται να αρυσθεί και αντιτάξει κατά του εκδοχέως εκ της ακυρότητας ή των ελλείψεων της αιτίας.»⁹⁵. Δεν αποκλείεται δε να γίνει υπό αίρεση, προθεσμία αναβλητική ή διαλυτική.

Η σύμβαση εκχωρήσεως ως προς το μεταβιβαστικό της αποτέλεσμα τελειούται μόνον από της αναγγελίας της εκχωρήσεως στον οφειλέτη. Περιεχόμενο της αναγγελίας πρέπει να είναι η γνωστοποίηση στον οφειλέτη ότι η τάδε απαίτηση εκχωρήθηκε στον εκδοχέα με την τάδε σύμβαση. (σελ 486). Με τον νόμο για την τιτλοποίηση η αναγγελία αυτή ως δομικό στοιχείο της εκχώρησης διατηρείται, αλλά όχι με την ίδια μορφή. Τώρα πλέον με την εφαρμογή του άρθρου 3 του ν. 2844/2000 δεν έχουμε κοινοποίηση της σύμβασης στον οφειλέτη μέσω δικαστικού επιμελητή, όπως η *prudentia* άλλοτε υποχρέωνε, αλλά υποχρέωση δημοσιότητας όπως στην παράγραφο πιο κάτω αναπτύσσεται.

ii) Η Δημοσιότητα

Ο νόμος για λόγους δημοσιότητας και ασφάλειας δικαίου ολοκληρώνει την «πώληση» χρησιμοποιώντας το σύστημα της δημοσιότητας που παρέχει ο νόμος 2844/2000 περί «Συμβάσεων επί κινητών ή απαιτήσεων υποκειμένων σε δημοσιότητα και άλλες συμβάσεις παροχής ασφάλειας» καθώς και αναγγελίας που κατά την δικαική παράδοση συνεπάγεται κάθε εκχώρηση. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 10 παρ. 8 «*Η σύμβαση μεταβίβασης των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων καταχωρίζεται σε περίληψη που περιέχει τα ουσιαστά στοιχεία αυτής, σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 2844/2000 (ΦΕΚ 220 Α).*» και σύμφωνα με την παρ. 9 «*από την καταχώριση της σχετικής σύμβασης σύμφωνα με την προηγούμενη παράγραφο επέρχεται η μεταβίβαση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων, εκτός αν άλλως ορίζεται στους όρους της σύμβασης, η δε μεταβίβαση αναγγέλλεται εγγράφως από τον μεταβιβάζοντα ή την εταιρεία ειδικού σκοπού στον οφειλέτη. Με την αναγγελία πρέπει να προσδιορίζονται και οι απαιτήσεις στις οποίες αφορά η μεταβίβαση.*» Σύμφωνα με την παρ. 10 του άρθρου 93 «*ως αναγγελία λογίζεται η καταχώριση της σύμβασης αυτής στο δημόσιο βιβλίο του άρθρου 3 του ν. 2844/2000, σύμφωνα με τη διάταξη της παραγράφου 8 του άρθρου αυτού. Πριν από την αναγγελία δεν αποκτώνται έναντι τρίτων δικαιώματα που απορρέουν από τη μεταβίβαση λόγω πώλησης.*»

Η δημοσιότητα για το θεσμό της τιτλοποίησης συνιστά ακρογωνιαία διάταξή της. Σύμφωνα με το παραδοσιακό σύστημα της εκχώρησης η δημοσιότητα περαιωνόταν με μια αναγγελία στον οφειλέτη (βλ. προηγούμενη παράγραφο). Με το νέο σύστημα ο νόμος ταυτίζει νομικά την αναγγελία με την καταχώριση. Ο λόγος που η αναγγελία στην τιτλοποίηση δεν λαμβάνει χώρα με έγγραφη ανακοίνωση ατομικώς στον οφειλέτη είναι διττός: αφ' ενός παρακάμπτει το πρακτικό ζήτημα της κοινοποίησης στον οφειλέτη, που διαφορετικά θα καθιστούσε δύσκαμπτη και χρονοβόρο τη μεταβίβαση και αφ' ετέρου δίδει αυξημένο βάρος

⁹³ Γ. Μπαλή, *Ενοχικόν Δίκαιον* (κατά τον Κώδικα), Γενικών Μέρους, έκδοσις γ', εκδ. Αφοί Π. Σάκκουλα, Αθ. 1960, σελ. 468

⁹⁴ βλ. αντί πολλών άλλων τα υπό του Γεωργίου Μπαλή γραφέντα, του κυρίου συντάκτη του Αστικού Κώδικα, «*Ενοχικόν Δίκαιον*» (κατά τον Κώδικα), εκδ. Π.Σάκκουλα, Αθ. 1960, σελ 470 –472

⁹⁵ Γ. Μπαλή, *οπ. πρ.* σελ 476

στην τήρηση των όρων δημοσιότητας η οποία γίνεται κατά τρόπο συστατικό και πανηγυρικό. Έτσι, η καταχώριση «αποτελεί το απαιτούμενο από το νόμο μέσο εξωτερικεύσεως της δηλώσεως βουλήσεως, χωρίς την τήρηση του οποίου η δήλωση της βουλήσεως (και η δικαιοπραξία είναι άκυρη)⁹⁶. Έτσι, ισχύουν mutatis mutandis τα σχετικά με το άρθρο 7β του Κ.Ν. 2190/1920.⁹⁷ Με τη δημοσιότητα, δηλαδή με την καταχώριση αυτή, υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και των λοιπών δικαιούχων επί των μεταβιβαζομένων απαιτήσεων. (άρθρο 10 παρ. 18).

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του νόμου 2844/2000 «η δημοσίευση γίνεται ύστερα από αίτηση οποιουδήποτε έχει έννομο συμφέρον, με κατάθεση εντύπου που περιέχει περιληπτικά τα στοιχεία του άρθρου 1 και υπογράφεται από τα μέρη. Το γνήσιο της υπογραφής θεωρείται από τον ενεχυροφύλακα, εκτός αν είναι ήδη θεωρημένο από αστυνομική άλλη δημόσια αρχή ή από συμβολαιογράφο. Η κατάθεση γίνεται στο ενεχυροφυλακείο του τόπου της κατοικίας ή της έδρας του ενεχυραστή ή, αν ο ενεχυραστής δεν έχει κατοικία ή έδρα στην ελληνική επικράτεια, στο Ενεχυροφυλακείο Αθηνών. Η μορφή του εντύπου καθορίζεται με απόφαση του Υπουργού Δικαιοσύνης. Ο ενεχυροφύλακας συντάσσει και υπογράφει πάνω στο έντυπο της προηγούμενης παραγράφου πράξη κατάθεσης που αριθμείται κατά χρονολογική σειρά. Τα έντυπα καταχωρίζονται αλφαβητικά σε ευρετήριο με βάση το όνομα του ενεχυραστή και βιβλιοδετούμενα, αποτελούν το δημόσιο βιβλίο του παρόντος νόμου. Τα παραπάνω στοιχεία μπορεί να τηρούνται και ηλεκτρονικά, με την προσηκούσα προσαρμογή του σε αυτή τη μορφή τήρησης».

Βεβαίως η ύπαρξη ενεχυροφύλακα δεν έχει καταστεί υπαρκτή ακόμη, γι' αυτό αυτοί που έχουν επωμισθεί το έργο αυτό είναι έως την ίδρυση των ενεχυροφυλακείων, οι υποθηκοφύλακες ή οι τηρούντες τα κτηματολογικά βιβλία και νηολόγια και όχι οποιαδήποτε άλλη αρχή όπως, λ.χ. οι γραμματείς των πρωτοδικείων ¹¹⁹⁸. Εξαιρετικά αμφίβολο είναι αν ποτέ θα ιδρυθούν αφού μέχρι σήμερα λόγω φόρων καμμιά καταχώριση δεν έχει λάβει χώρα εξ άλλης νομικής αιτίας στα επίσημα βιβλία. Το έντυπο για τις συμβάσεις του Ν. 2844/2000 καθορίζεται από την υπ' αριθμ. 118482/23.07.2001 Απόφ. του Υπ. Δικαιοσύνης, το οποίο καθορίζει επίσης και το περιεχόμενο της περίληψης της σύμβασης.

4.2.2.3.1.2.3. Τα ομολογιακά δάνεια

Με την πώληση, εκχώρηση και καταχώριση των απαιτήσεων επέρχεται πλήρης μεταβίβαση και νομική αποδέσμευση από τις απαιτήσεις του Μεταβιβάζοντος. Ο τρόπος αποπληρωμής του δανείου γίνεται «με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής» (άρθρο 10 παρ. 1).

ι. Είδη και μορφές Ομολογιακού Δανείου

Στην παρούσα παράγραφο θα περιγραφούν οι δυνατότητες για την έκδοση των ομολογιακών δανείων υπό ποικίλες μορφές.

Τα είδη ομολογιακών δανείων ρυθμίζονται από τον Κ.Ν. 2190/1920 όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από τον ν. 3156/2003 (ΦΕΚ157/Β'25.06.2003) για τα οποία ισχύει *numerus clausus*, και είναι⁹⁹: α) Κοινό ομολογιακό δάνειο, β) Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες, γ) Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες, δ) Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη (άρθρο 3β του κ.ν. 2190/1920 και άρθρο 9 του ν.3156/2003). Με τον τελευταίο νόμο καταργήθηκε η μορφή των ενυπόθηκων ομολογιών ως ιδιαίτερη κατηγορία, ενώ ρητά πλέον καθιερώθηκε και η μορφή του ομολογιακού δανείου με ανταλλάξιμες ομολογίες. Εντούτοις, πέραν των κατηγοριών που θέτει ο ίδιος ο νόμος, η πρακτική έχει δημιουργήσει και άλλες μορφές ομολογιακών δανείων επιτρεπτές στο ελληνικό δίκαιο, ομολογιακά δάνεια με και χωρίς τοκομερίδια, σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου, διαφορετικής τάξης (*senior* και *subordinated*), υψηλού κινδύνου (*junk bonds*), τα οποία απλώς εμπίπτουν νομικά στις κατηγορίες που προαναφέρθηκαν.

Όσον αφορά το ζήτημα της ανάλυσης των ομολογιακών δανείων δε θα γίνει εκτενής ανάλυση των μορφών του ομολογιακού δανείου, αφού εκφεύγει των σκοπών της παρούσας εργασίας. Θα επιστήσουμε απλώς την προσοχή ότι ποτέ μέχρι τώρα δεν έχει γίνει έκδοση ομολογιακού δανείου με συμμετοχή στα κέρδη, «*με το οποίο χορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα είτε προς λήψη, πέραν του τόκου και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών που υπολείπονται μετά την απόληψη του κατά το άρθρο 45 πρώτου μερίσματος από τους προνομιούχους και κοινούς μετόχους είτε προς λήψη άλλης πρόσθετης παροχής που εξαρτάται από το ύψος της παραγωγής ή το εν γένει επίπεδο δραστηριότητας της εταιρείας*».

⁹⁶ Ι.Σ. Σπυριδάκη, Γενικές Αρχές, εκδ. Αντ. Σάκκουλα, Αθ. Κομοτηνή, 1987, σελ. 497

⁹⁷ βλ. περισσότερο Ευαγγ. Περάκη, Το δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, τ. πρώτος, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 1992 σελ. 399 επ.

⁹⁸ βλ. εισηγητική έκθεση του ν. 2844/2000

⁹⁹ για εκτενή βιβλιογραφία αντί πολλών άλλων βλ. Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθ.1992, τόμος α' (1α), σελ. 248 – 291, επιμ. ύλης Ευαγγ. Περάκης, καθώς και το αυτό σε Β' έκδοση, 2002 σελ. 435 – 488, Α.Ν. Γεωργακόπουλου Το Δίκαιον των Εταιρειών, τόμος β', Η ανώνυμος εταιρεία Μέρος Α', Αθ. 1972, σελ. 398 – 416, Ν. Κ. Ρόκα, εμπορικές εταιρίες, Πέμπτη έκδοση 2^η ανατύπωση, εκδ. Αντ. Σάκκουλα, Αθ. Κομοτηνή 1992, σελ.187 επ.

ii. Ιδιωτική Τοποθέτηση¹⁰⁰

Πιο κάτω θα εκθεθούν οι νομικές υποχρεώσεις που συνέχονται με την ιδιωτική τοποθέτηση

Ο νόμος ορίζει ότι η διάθεση των ομολογιών λαμβάνει χώρα μόνο με ιδιωτική τοποθέτηση (άρθρο 10 παρ. 1) σε αντιδιαστολή με το ευρύ επενδυτικό κοινό. Για τους σκοπούς του νόμου αυτού «ιδιωτική τοποθέτηση» είναι η διάθεση των ομολογιών σε περιορισμένο κύκλο προσώπων που δεν μπορεί να υπερβαίνει τα εκατόν πενήντα» (άρθρο 10 παρ. 1 εδ β'). Το ζήτημα της ιδιωτικής τοποθέτησης έχει δημιουργήσει μεγάλες ερμηνευτικές δυσκολίες στο παρελθόν. Κι αυτό γιατί η διάκριση μεταξύ των δυο μορφών διάθεσης, η οποία ενίοτε είναι εξαιρετικά δυσχερής, είναι σημαντική, διότι στη δεύτερη περίπτωση απαιτείται έκδοση ενημερωτικού δελτίου, το οποίο θα πρέπει να έχει προηγουμένως εγκριθεί από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου. Περαιτέρω η πρόσκληση προς το κοινό θα πρέπει να λάβει έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο νομοθέτης στην προσπάθειά του να επιλύσει το ζήτημα υιοθετεί την διατύπωση του άρθρου 4 παρ.1 εδ. β' του π.δ. 52/1992 «Καθορισμός των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες σε συμμόρφωση προς την Οδηγία 89/298/ΕΟΚ» (ΦΕΚ Α' 22/14.2.1992) σύμφωνα με το οποίο δεν απαιτείται η έκδοση ενημερωτικού δελτίου και περαιτέρω η έγκριση από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς όταν η πρόσκληση για κινητές αξίες απευθύνεται σε περιορισμένο κύκλο προσώπων.

Πέραν του περιορισμένου αυτού κριτηρίου ως κριτήρια για το χαρακτηρισμό μιας προσφοράς τίτλων ως ιδιωτικής μπορούν να χρησιμεύσουν τα ακόλουθα :

- η εξαιρετική επενδυτική εμπειρία των αποδεκτών της πρόσκλησης, η οποία να ξεπερνά την εμπειρία του μέσου επενδυτή, ούτως ώστε να είναι σε θέση οι αποδέκτες της πρόσκλησης να εκτιμήσουν τον αναλαμβανόμενο επενδυτικό κίνδυνο

- η εξωτερική εμφάνιση της προσφοράς. Η χρησιμοποίηση για παράδειγμα, των μέσων μαζικής ενημέρωσης για τη διενέργεια της πρόσκλησης δεν συμβαδίζει με την έννοια της ιδιωτικής προσφοράς.

- μόνο όταν σωρευτικά τηρούνται τα ανωτέρω κριτήρια θα έχουμε προφανώς συμμόρφωση με την υποχρέωση ιδιωτικής τοποθέτησης που θέτει ο νόμος.

Σημαντικό είναι το ζήτημα της περαιτέρω μεταβίβασης των ομολογιών από εκείνους που απέκτησαν τις ομολογίες καθώς πληρούν τα κριτήρια της ιδιωτικής τοποθέτησης, όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη παράγραφο, αφού γεννώνται σιωπηλά ποικίλες νομικές υποχρεώσεις πέραν αυτών που τίθενται από τον ν. 3156/2003. Το συγκεκριμένο ζήτημα στις Η.Π.Α. επιλύεται με την υπαγωγή της περαιτέρω μεταβίβασης στον κανόνα δικαίου και την επάνοδο στον κανόνα. Δηλαδή, η εταιρία θα υποχρεούται στην έκδοση Ενημερωτικού Δελτίου σύμφωνα με το Π.Δ. 48/1985 και στην υποχρέωση έγκρισης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην περίπτωση της Δημόσιας Προσφοράς. Επειδή όμως το συγκεκριμένο απαγορεύεται από την ίδια τη νομοθεσία περί τιτλοποίησης που απαιτεί ιδιωτική προσφορά, το SPV θα πρέπει να προσέχει ώστε κάθε πρόσκληση προς ανάληψη ομολογιών να πληροί όλα τα χαρακτηριστικά της ιδιωτικής προσφοράς, διαφορετικά θα πάσχει ακυρότητας. Ενδέχεται δε να εμπίπτει στις κυρώσεις που θέτει το άρθρο 10 παρ. 2 του ν. 876/1979¹⁰¹.

4.2.2.3.2. Η τιτλοποίηση απαιτήσεων από ακίνητα (άρθρο 11)

Ο Έλληνας νομοθέτης αποφάσισε να προβεί σε ειδικές διατάξεις όσον αφορά το ζήτημα τιτλοποίησης απαιτήσεων από ακίνητα κατά τρόπο συμπληρωματικό προς αυτές που ισχύουν για την τιτλοποίηση απαιτήσεων στο άρθρο 10. Η πρακτική στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνει διαφορετική νομοθετική ρύθμιση για απαιτήσεις από ακίνητα. Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του νόμου «η θέσπιση ειδικών ρυθμίσεων είναι απαραίτητη λόγω της ιδιαιτερότητας του είδους αυτού τιτλοποίησης που συνίσταται κυρίως στο γεγονός ότι στην εταιρία ειδικού σκοπού θα μεταβιβάζονται ακίνητα τα οποία θα είναι αντικείμενα διαχείρισης ή εκμετάλλευσης, προκειμένου να αποπληρωθούν οι ομολογίες του αντίστοιχα εκδιδόμενου ομολογιακού δανείου.

Στην παράθεση των ορισμών του άρθρου θα εκθεθούν μόνο τα σημεία ως προς τα οποία υπάρχει διαφοροποίηση από τις τυπικές διατάξεις.

- Μεταβιβάζων : δύναται να είναι μόνο το Ελληνικό Δημόσιο ή επιχείρηση του δημοσίου (κατά τους ορισμούς του ν.2414/1996, ΦΕΚ 135 Α), πιστωτικό ίδρυμα, ασφαλιστική εταιρεία ή ανώνυμη εταιρεία της οποίας όμως το σύνολο των μετοχών ανήκει στα πρόσωπα του εδαφίου

¹⁰⁰ Σωτηρόπουλου Γ.Δ., Εξαιρούμενοι τύποι προσκλήσεων από την υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου, ΕεμπΔ 1999, σ. 859 επ., Τσιμπανούλη, Πρόσκληση προς το κοινό για συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο υπό ίδρυση τράπεζας. Προϋποθέσεις έγκρισης δημόσιας εγγραφής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (γνώμ) ΔΕΕ 1997, σ. 355.

¹⁰¹ «Περί τροποποιήσεως και συμπληρώσεως διατάξεων αναφερομένων εις την ανάπτυξιν της Κεφαλαιαγοράς» («...απαγορεύεται η υπό φυσικών ή νομικών προσώπων διενέργεια καθ' οιονδήποτε τρόπον διαφημίσεων, γνωστοποιήσεων, δηλώσεων ή ανακοινώσεων, προς τον σκοπόν προσελκύσεως του κοινού δι' επενδύσιν χρηματικών ποσών εις παντός είδους χρεώγραφα, ως και η συγκέντρωσις αποταμιεύσεων του κοινού δια την συμμετοχήν του εις οιασδήποτε μορφής επενδυτικά προγράμματα, εκτός εάν χορηγηθεί ειδική προς τούτο άδεια υπό του Υπουργού Εμπορίου, με σύμφωνον γνώμην της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. 2. Οι παραβαίνοντες τας διατάξεις...τιμωρούνται δια φυλακίσεως τουλάχιστον 3 μηνών και χρηματικής ποινής, μέχρι ποσού πέντε εκατομμυρίων δραχμών»).

αυτού. Επίσης ανώνυμη εταιρεία εισηγμένη στο Χ.Α.Α. της οποίας το ενεργητικό όμως είναι μεγαλύτερο από 350.000 ευρώ. Με νομοθετική εξουσιοδότηση δύναται η Επιτροπή αποκρατικοποιήσεων να υπάγει και άλλες εταιρείες με τον περιορισμό ότι πρόκειται για σκοπούς αποκρατικοποίησης.

- ii) Αποκτών και Εκδότης: ΕΕΣ με σκοπό την απόκτηση κατά πλήρη κυριότητα ή επικαρπία ακινήτων που εδρεύει υποχρεωτικά στην Ελλάδα.
- iii) Πληρωμή - Αποπληρωμή: τα ομολογιακά δάνεια εξοφλούνται από το προϊόν της είσπραξης των απαιτήσεων, ως τέτοιοι νοούμενοι οι καρποί και οι πρόσδοδοι από τη διαχείριση, την εκμετάλλευση, καθώς και το τίμημα διάθεσης κάθε μεταβιβαζόμενου εμπράγματος δικαιώματος επί ακινήτου. Ο Διαχειριστής υποχρεούται να καταθέτει τα εισπραττόμενα σε ΧΙ ή στον ίδιο, αν είναι ΧΙ, με τη μορφή μάλλον καταπιστεύματος. Επί των καρπών αυτών, των απαιτήσεων και της καταθέσεως υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και των λοιπών δικαιούχων. Στη λήξη του ομολογιακού δανείου τα ακίνητα πωλούνται, επαναπωλούνται, ανταλλάσσονται υπόκεινται σε εξώνηση χωρίς ειδικό περιορισμό.
- iv) Περιορισμοί: τα μεταβιβαζόμενα ακίνητα, με την εξαίρεση των ακινήτων του Δημοσίου και των επιχειρήσεων του Δημοσίου ή των θυγατρικών τους, πρέπει να ιδιοχρησιμοποιούνται από τον μεταβιβάζοντα για την άσκηση της επαγγελματικής του δραστηριότητας. Ο αποκτών δεν επιτρέπεται να μεταβιβάζει περαιτέρω τα ακίνητα ή να συστήνει άλλο εμπράγματο βάρος σ' αυτό. Τα μεταβιβαζόμενα δικαιώματα πρέπει να είναι ελεύθερα βαρών. Μεταβιβάζονται σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 2844/1920.

Στις άλλες χώρες που έχει λειτουργήσει ο θεσμός, η δομή αυτή συνδέεται με τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης και αφορούν την ακίνητη περιουσία ενός οργανισμού. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί ως εξής:

- ο οργανισμός αποφασίζει ποιο μέρος της ακίνητης περιουσίας που βρίσκεται στην ιδιοκτησία του θέλει να τιτλοποιήσει.
- Μεταβιβάζει το χαρτοφυλάκιο των ακινήτων σε μια εταιρία διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, η οποία τις περισσότερες φορές είναι θυγατρική εταιρία του οργανισμού.
- Τα ακίνητα εκμισθώνονται εκ νέου στον οργανισμό.
- Μια ΕΕΣ αγοράζει τις απαιτήσεις που απορρέουν από τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης που χρηματοδοτείται από την έκδοση τίτλων¹⁰².

Στην ελληνική νομοθεσία δεν μεσολαβεί η εταιρία διαχείρισης ακίνητης περιουσίας ως ξεχωριστό νομικό πρόσωπο, αλλά ταυτίζεται με την ΕΕΣ.

Η διαδικασία αυτή παρουσιάζοταν ιδιαίτερα επίκαιρη στον ελληνικό χώρο, όπου η ακίνητη περιουσία των τραπεζικών ιδρυμάτων είναι ιδιαίτερα μεγάλη, ενώ η αγοραία αξία αυτών ξεπερνάει κατά πολύ τη λογιστική. Με τη διαδικασία της τιτλοποίησης θα μπορούσαν να καταγραφούν σημαντικές υπεραξίες ιδιαίτερα για τα τραπεζικά ιδρύματα, ενώ θα αποκτούσαν σημαντική ρευστότητα χωρίς την επιβάρυνση του ισολογισμού με επιπρόσθετο δανεισμό και ταυτόχρονα διατηρούνταν από το τραπεζικό ίδρυμα ο στρατηγικός έλεγχος και η χρήση των ακινήτων για τη διεκπεραίωση των λειτουργιών της τα οποία επέρχονται εκ νέου στην κυριότητά της με τη λήξη της διαδικασίας. Οι τίτλοι που προέρχονται από αυτήν τη διαδικασία έχουν στάθμιση όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια 100%¹⁰³. Εντούτοις, με την δυνατότητα αναπροσαρμογής αναπόσβεστης αξίας ακινήτων τραπεζών και ανωνύμων ασφαλιστικών εταιριών και λοιπών ανωνύμων εταιριών εισηγμένων στο ΧΑΑ που δόθηκε σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, τα οποία θεσμοθετήθηκαν με το άρθρο 1 του ν. 2992/2002 και το άρθρο 21 του ν. 3148/2003 και ειδικότερα με βάση τα προβλεπόμενα από το Δ.Λ.Π. 16, το οποίο υιοθετήθηκε από τον 1725/2003 Κανονισμό της Επιτροπής (ΕΚ) 29.9.2003 με βάση τον Κανονισμό ΕΚ 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, παρέλκει πλέον η χρησιμοποίηση αυτού του θεσμού.

4.2.2.3.2. Φορολογικά ζητήματα

Με το άρθρο 14¹⁰⁴ προβλέπονται ειδικές φορολογικές ρυθμίσεις τόσο για τα ομολογιακά δάνεια όσο και την τιτλοποίηση απαιτήσεων και ακινήτων, οι οποίες κρίθηκαν αναγκαίες προκειμένου αφ' ενός να καταστεί ευχερέστερη και περισσότερο ευέλικτη η έκδοση ομολογιακών δανείων και αφ' ετέρου λειτουργικός ο νέος θεσμός της τιτλοποίησης. Για τη σύναψη των συμβάσεων στο πλαίσιο των ομολογιακών δανείων και της τιτλοποίησης, την έκδοση και διάθεση των τίτλων ομολογιών, τη μεταβίβαση αυτών, την εξόφληση κεφαλαίου και την εν γένει άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις εκδοιδόμενες σύμφωνα με τον παρόντα νόμο ομολογίες κρίθηκε σκόπιμη ανάλογη φορολογική μεταχείριση με αυτήν που

¹⁰² Special Report, Current Issues in Commercial Property Securitisation στο Current Issues in Securitisation, Sweet & Maxwell, σελ. 31 – 48

¹⁰³ Morgan Stanley, "Securitisation in Greece", 3/2002 σελ. 44.

¹⁰⁴ βλ. εισηγητική έκθεση του ν. 3156/2003

ήδη έχει προβλεφθεί για του τίτλους προεσόδων του Ελληνικού Δημοσίου. Για τους παραπάνω λόγους κρίθηκε σκόπιμο στην περίπτωση κατά την οποία μισθωτής των ακινήτων είναι ο ίδιος ο μεταβιβάζων, η ΕΕΣ να μην υπόκειται στη καταβολή Φόρου Μεγάλης Ακίνητης Περιουσίας, συμπληρωματικού φόρου και τέλους χαρτοσήμου για τα ακίνητα που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό της, αναφορικά με την τιτλοποίηση ακινήτων και η υποχρέωση στην καταβολή του ΦΜΑΠ να μετατίθεται στον μεταβιβάζοντα μισθωτή των ακινήτων για όσο χρόνο διαρκεί η μίσθωση με ανάλογη εφαρμογή της παρ. 9 του άρθρου 27 του ν. 2682/1999, που ισχύει για τις συμβάσεις χρηματοδότηση μισθώσεων¹ αφ' ετέρου προβλέφθηκε ότι για τον προσδιορισμό του φορολογητέου εισοδήματος της εταιρείας ειδικού σκοπού οι τόκοι των μεταβιβαζόμενων απαιτήσεων θεωρούνται εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις. Εξάλλου, δεδομένου ότι, όπως έχει παρατηρηθεί στο εξωτερικό που γεννήθηκε ο θεσμός, οι ΕΕΣ και ειδικότερα αυτές που τιτλοποιούν απαιτήσεις από ακίνητα δεν έχουν ως μετόχους φυσικά πρόσωπα αλλά διάφορα κοινωφελή ιδρύματα και οργανισμούς και ως εκ τούτου είναι αντικειμενικά αδύνατο να προβούν σε δηλοποίηση των φυσικών προσώπων που κατέχουν τις μετοχές τους, όπως προβλέπεται στο άρθρο 15 του ν. 3091/2002. Έτσι, με το σχέδιο νόμου προβλέπεται δυνατότητα εξαιρέσεως, πέραν αυτών που προβλέπονται στο άρθρο 15 του ν. 3091/2002, από τον ειδικό φόρο, εάν η πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΕΣ κατέχεται από κοινωφελή ιδρύματα ή οργανισμούς.

Δεδομένου ότι οι ομολογίες που εκδίδονται στο πλαίσιο τιτλοποίησης απαιτήσεων από ακίνητα, πρέπει να έχουν ονομαστική αξία τουλάχιστον εκατό χιλιάδων ευρώ, προκειμένου να καταστεί δυνάτη η εξόφληση των ομολογιών η απόδοση των ακινήτων πρέπει να είναι ανάλογη και κατά συνέπεια τα μεταβιβαζόμενα ακίνητα πρέπει να είναι είτε πάρα πολλά σε αριθμό (πολλές φορές άνω των 10.000) είτε παρα πολύ μεγάλης αξίας ή και τα δυο. Για το λόγο αυτόν και για να διευκολυνθεί η ανάπτυξη της νέας αυτής χρηματοοικονομικής αγοράς, προβλέπεται αφ' ενός για κάθε εγγραφή σε δημόσιο βιβλίο, μητρώο, κτηματολόγιο κλπ, η καταβολή παγίων δικαωμάτων υποθηκοφυλάκων, αφ' ετέρου δε περιορισμός των αμοιβών και τελών και δικαιωμάτων των συμβολαιογράφων, δικηγόρων δικαστικών επιμελητών κλπ, ή καταβολή πάγιου ποσού, εφόσον η αξία υπερβαίνει ένα ανώτατο όριο. Η διάταξη αυτή δεν έχει σκοπό να περιορίσει την ελευθερία άσκησης του επαγγέλματος των πιο πάνω λειτουργών, αλλά, όπως και σε άλλες περιπτώσεις (π.σ. νόμος για τις αποκρατικοποιήσεις της παρ. 2 του άρθρ. 10 του ν. 3049/2002) και σε συνάρτηση με την αναλογη ρύθμιση αποστέρησης εσόδων που το ίδιο το Δημόσιο υφίσταται, να επιβάλλει περιορισμούς χρεώσεων που σε αντίθετη περίπτωση θα καθιστούσαν ασύμφορη οικονομικά την έκδοση των ομολογιών στην Ελλάδα με αποτέλεσμα την ματαίωση του επιδιωκόμενου από το νόμο σκοπού και των προσανατολισμό των επενδυτών σε διεθνείς αγορές που δεν έχουν ανάλογα.

Τέλος, στο άρθρο αυτό περιελήφθη και ειδική διάταξη για της τιτλοποιήσεις επιχειρηματικών απαιτήσεων στην περίπτωση κατά τη οποία η ΕΕΣ δεν εδρεύει στην Ελλάδα, αλλά στην αλλοδαπή, προκειμένου να εξασφαλιστεί καθεστώς λειτουργίας ισοδύναμο με αυτό που προβλέφθηκε για τις εδρεύουσες στην Ελλάδα ΕΕΣ και να μη εμφανίζονται περιπτώσεις ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος ή μειονεκτήματος. Στο πλαίσιο αυτό κρίθηκε σκόπιμη η εφαρμογή διατάξεων του νόμου αυτού με την εξαίρεση της μορφής της ΕΕΣ και κάποιων ειδικών φορολογικών απαλλαγών οι οποίες δεν μπορούν να έχουν εφαρμογή σε αλλοδαπές ΕΕΣ δεδομένου ότι η ΕΕΣ το άρθρου 11 εδρεύει υποχρεωτικά στην Ελλάδα, εφόσον τα μεταβιβαζόμενα ακίνητα ανήκουν στο Δημόσιο ή σε επιχείρηση του Δημοσίου ή ευρίσκονται εντός Ελληνικής Επικρατείας.

Ειδικότερα, με το άρθρο 14 του νόμου για την τιτλοποίηση ισχύει εν γένει ότι όλες οι ενέργειες για την έκδοση, διάθεση και εξόφληση των ομολογιών «...απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο, περιλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας, τέλος, ανταποδοτική ή μη, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, εισφορά του ν. 128/1975, προμήθεια, δικαίωμα ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων...». Για τις λεπτομέρειες των απαλλαγών ο αναγνώστης μπορεί να απευθυνθεί στο άρθρο 14 του νόμου 3156/2003 (Παράρτημα Δ)

Περαιτέρω, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 8 του άρθρου 26 του ν. 2789/2000 ορίζεται ότι ομολογίες εκδιδόμενες από εταιρίες ή επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα έχουν την ίδια φορολογική μεταχείριση με τις ομολογίες που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο από 11.2.2000 και μετά. Ειδικότερα, σύμφωνα με τις διατάξεις της παρ. 8 του άρθρου 12 του ν. 2238/1994, προβλέπεται η αυτοτελής φορολόγηση με συντελεστή 10% των τόκων οι οποίοι προκύπτουν από εθνικά δάνεια που εκδίδονται με έντοκα γραμμάτια ή ομολογίες. Συνεπώς η φορολογία εισοδήματος των τοκομεριδίων ανέρχεται σε συντελεστή 10%.

Στην περίπτωση που ο κομιστής της ομολογίας είναι μόνιμος κάτοικος του εξωτερικού, ο κομιστής δεν υπόκειται σε φορολογία.

Αν όμως οι ομολογίες έχουν εκδοθεί στο εξωτερικό και εισάγονται στην Ελλάδα, τότε ο φόρος εισοδήματος ανέρχεται σε ποσοστό 20% για τις εμπορικές εταιρείες, δηλαδή ισχύει το καθεστώς προς του ν. 2789/2000. Κατ' ανάλογη εφαρμογή, δηλαδή στην περίπτωση που έχουμε εισηγμένη ομολογία ομολογιακού δανείου τραπεζών και ασφαλιστικών επιχειρήσεων ο φόρος εισοδήματος των τοκομεριδίων ανέρχεται σε ποσοστό 15% (περι. Γ της παρ. 1 του άρθρου 12 του ν. 2238/94 σε συνδυασμό με την παρ. 2 του ίδιου άρθρου και νόμου).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Κριτικές παρατηρήσεις επί της νομοθετικής ρύθμισης από έποψη νομική

Όπως γίνεται κατανοητό από τα παραπάνω, η περί τιτλοποίησης απαιτήσεων ρύθμιση του άρθρου 10 του Ν. 3156/2003 εισάγει έναν νέο τρόπο χρηματοδότησης επιχειρήσεων, που υποφέρουν από έλλειψη ρευστότητας, ο οποίος προσομοιάζει με εκείνον της πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων. Περιοριζόμενη, λοιπόν, η τιτλοποίηση απαιτήσεων στην ικανοποίηση χρηματοδοτικών αναγκών παραγωγικών επιχειρήσεων ή άλλων επιχειρήσεων, που προσφέρουν άμεσα ή έμμεσα οφέλη στην εθνική οικονομία, ακόμα και τραπεζών, όσον αφορά τη στεγαστική πίστη ή τα δάνεια προς επιχειρήσεις, με τους απαιτούμενους περιορισμούς και την αναγκαία εποπτεία, μπορεί όντως να αποβεί προς όφελος του κοινωνικού συνόλου. Ο ν. 3156/2003 στηρίζεται κατ' εξοχήν στην έννοια της δημόσιας ασφάλειας που εισήχθη στο δίκαιό μας με τον πρωτοποριακό νόμο 2844/2000 επιλύοντας ζητήματα σημαντικά στην παγκόσμια νομική κοινότητα όπως αυτό του "Sales Structure".

Έτσι, όμως, που η σχετική ρύθμιση του νόμου έχει επεκταθεί παρουσιάζει μειονεκτήματα ικανά να επιφέρουν το αντίθετο ακριβώς από το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα. Η ρύθμιση του νόμου:

α) αφίσταται των επιλογών του Ελληνικού Αστικού Κώδικα σε θέματα εκχώρησης απαιτήσεων (παρ. 8 επ.). Ο ΑΚ λαμβάνοντας υπόψη τα συμφέροντα των οφειλετών, απαιτεί, για την ενέργεια ή την ισχύ μιας εκχώρησης, κυρίως, αναγγελία στον ίδιο τον οφειλέτη, ανυπαρξία συμφωνίας περί ανεκχωρήτου και έλλειψη σύνδεσης της παροχής με το πρόσωπο του δανειστή. Με την προβλεπόμενη, αντίθετα, ρύθμιση της τιτλοποίησης απαιτήσεων, ο δανειολήπτης πρέπει να έχει διαρκή εποπτεία των εγγραφών στο δημόσιο βιβλίο, προκειμένου να αποφύγει την πληρωμή έστω και μιας οφειλόμενης δόσης σε λάθος δικαιούχο, τον κίνδυνο δηλαδή διπλοπληρωμής.

Εδώ θα πρέπει να αναφερθεί το πρόβλημα του ανεκχωρήτου των απαιτήσεων σε σχέση με την επιφύλαξη κυριότητας κινητού Η επιφύλαξη κυριότητας κινητού¹⁰⁵ αποτελεί σημαντικό ζήτημα που τίθεται κατά την τιτλοποίηση. Το ζήτημα είναι εξαιρετικά σημαντικό, αν λάβει κανείς υπόψη ότι για παράδειγμα όλες οι μεγάλες εταιρείες πώλησης αυτοκινήτων στην Ελλάδα έχουν συνάψει τις συμβάσεις τους με την ερμηνευτική χρήση του άρθρου 532 του Αστικού Κώδικα. Επί του παρόντος το ζήτημα έχει απασχολήσει πολύ το ελληνικό δίκαιο, αφού «μέχρι την ολοσχερή εξόφληση του τιμήματος ο πωλητής παραμένει κύριος και νομέας του πράγματος που πωλήθηκε και παραδόθηκε στον αγοραστή (ΑΚ 201), ο οποίος γίνεται κάτοχος δυνάμει της παραλλαγμένης σύμβασης πωλήσεως. Η κυριότητα αυτή του πωλητή είναι όμως μετακλητή, αφού με την πλήρωση της αίρεσης μεταβαίνει αυτοδικαίως στον αγοραστή». Μπορεί όμως και να ξαναγίνει πλήρης κυριότητα αν ο αγοραστής αθετήσει τις υποχρεώσεις του από την πώληση¹⁰⁶. Οι διατάξεις που τίθενται με τον νόμο περί τιτλοποίησης ουσιαστικά παρακάμπτουν το πλέγμα αυτό της επιφύλαξης κυριότητας κινητού.

β) παρακάμπτει την ανάγκη τήρησης του επαγγελματικού απορρήτου από τον εκχωρητή (έμπορο – τράπεζα) (παρ.20). Επιπλέον, επιτρέπει παρ. (22) τη διοχέτευση προσωπικών πληροφοριών προς πάσα κατεύθυνση¹⁰⁷. Όμως, το επαγγελματικό απόρρητο έχει συνταγματικά ερείσματα ως στοιχείο της προσωπικής και οικονομικής ελευθερίας του κάθε ατόμου (άρθρο 5 παρ. 1 του Συντάγματος). Κατά συνέπεια, αδυνατεί να αρθεί με διάταξη απλού τυπικού νόμου, εκτός κι αν υπάρχει περίπτωση προάσπισης υπέρμετρου συμφέροντος που στην προκειμένη περίπτωση δεν διακρίνεται¹⁰⁸.

γ) παρακάμπτει την ανάγκη προστασίας του οφειλέτη από την επεξεργασία προσωπικών του δεδομένων, αφού επιτρέπει την κατ' εξαίρεση επεξεργασία προσωπικών δεδομένων οφειλετών χωρίς άδεια της Αρχής ή συναίνεση των υποκειμένων (παρ. 21). Όμως, η προστασία από την επεξεργασία προσωπικών δεδομένων δεν καταργεί τη βασική, ευρεία προστασία της προσωπικότητας που το Σύνταγμα κατοχυρώνει ως ατομικό δικαίωμα. Αντίθετα, την ενισχύει πρακτικά και ουσιαστικά. Διάταξη, συνεπώς που επιτρέπει επεξεργασία κατ' εξαίρεση των ισχυουσών σχετικών διατάξεων, δεν μπορεί να είναι άνευ ετέρου και συνταγματικά απρόσβλητη. Παρά την επιτρεπτική, λοιπόν, διάταξη του νόμου, η επεξεργασία προσωπικών δεδομένων προς τος σκοπό της τιτλοποίησης πρέπει να περιορίζεται σύμφωνα με την αρχή της αναλογικότητας¹⁰⁹, δηλαδή μεταξύ των δυο αγαθών (οικονομικής ελευθερίας και προστασίας της προσωπικότητας) να υπάρχει απόλυτη ανάγκη περιορισμού του ενός αγαθού έναντι του άλλου στην

¹⁰⁵ βλ. αντί πολλών άλλων, ΝοΒ22,89

¹⁰⁶ Απόστ. Γεωργιάδη, Η εξασφάλιση των πιστώσεων, εκδ. Δίκαιο & Οικονομία, Αθ. 2001, σελ. 568

¹⁰⁷ βλ. σχετικά την έκθεση της επιστημονικής υπηρεσίας της Βουλής για το νομοσχέδιο

¹⁰⁸ βλ. σχετικά την έκθεση της επιστημονικής υπηρεσίας της Βουλής για το νομοσχέδιο

¹⁰⁹ γερμανικής προελεύσεως αρχή που έχει ενσωματωθεί νομολογιακά και στο δικό μας δίκαιο

συγκεκριμένη περίπτωση. Αυτός ο περιορισμός να μη δύναται να γίνει με άλλο μέσο, ενώ να πραγματοποιείται με τα πιο ελάχιστα μειονεκτήματα.

δ) παρακάμπτει την αρχή της συμβατικής ελευθερίας, αφού με έκδηλη προπέτεια καταργεί ρητές συμφωνίες περί ανεκχωρήτου των απαιτήσεων, για έναν σκοπό – τη χρηματοδότηση και εμπορικών επιχειρήσεων και τραπεζών -, που δεν φαίνεται οπωσδήποτε υπέρτερος του συμφέροντος του κάθε οφειλέτη και δανειολήπτη (μια ακόμη μορφή περιορισμού που υπάγεται και πάλι στην αρχή της αναλογικότητας).

ε) παρακάμπτει τα πρακτικά και νομικά προβλήματα, που ανακύπτουν από την παράνομη δράση εισπρακτικών εταιριών στη χώρα μας. Βέβαια, τις εταιρίες αυτές δεν τις ενδιαφέρουν οι σχετικές διατάξεις. Τις υπονοούν, όμως με σαφήνεια, όταν αναφέρονται σε πρόσωπα, - όχι δικηγόρους -, στα οποία με απόφαση του ΔΣ της εταιρίας, τιτλοποίησης θα ανατίθεται η είσπραξη των απαιτήσεων. Περαιτέρω, τις μεταβιβασθείσες απαιτήσεις είτε τις κρατάει η ίδια η εταιρία τιτλοποίησης προς είσπραξη, είτε τις αναθέτει προς είσπραξη σε πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα ή στον ίδιο τον μεταβιβάσαντα τις απαιτήσεις «έμπορο» ή σε τρίτον, εγγυητή ή επιφορτισμένον με τη διαχείριση και είσπραξη των απαιτήσεων πριν από τη μεταβίβασή τους στην ίδια την εταιρία. Βεβαίως, τόσο η εταιρία τιτλοποίησης, όσο και ο τρίτος μπορούν να είναι και εισπρακτικές εταιρίες, για την προβληματική των οποίων, όπως έχουμε αναφέρει, έχει γίνει διεξοδική αναφορά σε μελέτες.¹¹⁰

στ) ο Διαχειριστής των απαιτήσεων υποχρεούται να καταθέτει τα εισπραττόμενα σε Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα με τη μορφή μάλλον καταπιστεύματος (αλλότριας περιουσίας). Όμως ο θεσμός του καταπιστεύματος είναι αλλοδαπής προελεύσεως και δεν είναι γνωστός στο δίκαιό μας. Ο τρόπος λειτουργίας της ιδιόμορφης αυτής καταθέσεως στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου φαίνεται ανεξιχνίαστος. Εφόσον η κατάθεση αποτελεί «χωριστή περιουσία διακριτή από την περιουσία του διαχειριστή και του πιστωτικού ιδρύματος στο οποίο κατατίθεται» (άρθρο 10 παρ. 15), γεννάται ευθύς εξαρχής το ερώτημα, ποιος δικαιούται σε αναλήψεις ή σε άσκηση των εκ της καταθέσεως δικαιωμάτων. Η απάντηση βρίσκεται υποχρεωτικά, κατά τη ratio legis: Ο διαχειριστής φαίνεται ότι έναντι της τράπεζας έχει τη θέση του (τραπεζικού) δανειστή ως προς την κατάθεση, έναντι δε της ΕΕΣ την εξουσία απλώς διαθέσεως της καταθέσεως. Η εταιρία επομένως, δεν διαθέτει κανενός είδους δικαίωμα έναντι της τράπεζας στην οποία υφίσταται η κατάθεση¹¹¹.

ζ) έχει αδιαφορήσει για τη φορολογική αντιμετώπιση της αποκόμισης του κέρδους που αποκομίζει ο Μεταβιβάζων και προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ του τόκου που εισπράττεται από τις απαιτήσεις και εκείνου που πληρώνεται στους επενδυτές και παρακρατείται από την ΕΕΣ μέχρι να καταβληθεί στον Μεταβιβάζοντα, καθώς και το κέρδος που προκύπτει για παράδειγμα από τις επιστροφές χρηματορροών.

Κριτικές παρατηρήσεις επί της νομοθετικής ρύθμισης από άποψη δικαιοπολιτική (η «αρχή της αναλογικότητας»)

Η είσοδος του χρηματοοικονομικού εργαλείου της τιτλοποίησης στο ελληνικό οικονομικό σύστημα για να είναι επιτυχής πρέπει να συνδέεται με την ικανοποίηση θεσμικών αναγκών. Μόνον έτσι μπορεί να ικανοποιηθεί η ratio legis. Για την εκτίμηση της καταλληλότητας της εισαγωγής του θεσμού θα χρησιμοποιηθεί mutatis mutandis ως εργαλείο ελέγχου – και ως δάνειο ταυτόχρονα από την νομική επιστήμη η «αρχή της αναλογικότητας»¹¹². Ως γνωστόν η αρχή της αναλογικότητας που αποτελεί και αρχή του ευρωπαϊκού κοινοτικού δικαίου επιτάσσει ότι μεταξύ ενός συγκεκριμένου μέτρου και του επιδιωκόμενου νόμιμου σκοπού πρέπει να υπάρχει εύλογη σχέση. Η σχέση αυτή υπάρχει μόνο όταν το λαμβανόμενο μέτρο είναι κατάλληλο για την επίτευξη του επιδιωκόμενου σκοπού (καταλληλότητα), συνεπάγεται κατ' ένταση και διάρκεια τα λιγότερα δυνατά μειονεκτήματα (αναγκαιότητα) και, τέλος, τα συνεπαγόμενα μειονεκτήματα δεν υπερσκελίζουν τα πλεονεκτήματα (αναλογικότητα εν στενή εννοία).

Οι χρηματοδοτικές δυνατότητες της ελληνικής αγοράς, ως γνωστόν, χαρακτηρίζονται από έντονη παρουσία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το τραπεζικό σύστημα κυριολεκτικά μονοπωλεί τη χρηματοδότηση, ενώ η κεφαλαιαγορά με εξαίρεση τη μεγάλη παρουσία των ετών 1998 – 1999 είναι περίπου απύσχα. Η δευτερογενής αγορά των εταιρικών ομολόγων κατ' όνομα μόνον υφίσταται, αφού ο μεγάλος αριθμός των εκδόσεων ομολογιακών δανείων που παρουσιάζονται τελευταία αποτελεί έναν εύσχημο τρόπο κάλυψης του τραπεζικού δανεισμού για λόγους φορολογικούς (αποφυγή της εισφοράς του ν. 128/1975) και δεν παρουσιάζουν τα στοιχεία ούτε της διαπραγματευσιμότητας ούτε της προσφυγής στο επενδυτικό κοινό (οι εκδόσεις συνιστούν club deals). Ενώ στην παγκόσμια πρακτική η τιτλοποίηση συνιστά ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο που εισάγεται όταν οι δευτερογενείς αγορές βρίσκονται σε ώριμο σημείο - στην πραγματικότητα η τιτλοποίηση προϋποθέτει την ύπαρξη της δευτερογενούς αγοράς - ο Έλληνας νομοθέτης,

¹¹⁰ Σπ. Ψυχομάνη, Τραπεζικές δραστηριότητες αμφισβητήσιμης νομιμότητας, εκδ. Π. Σάκκουλα, 2002, σελ 67 και 76 επ.

¹¹¹ Σπ. Ψυχομάνη Τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων – Ένας νέος, νομικά και οικονομικά προβληματικός θεσμός, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών, 3/2004, σελ. 263

¹¹² για την ανάπτυξη του όρου στη νομική επιστήμη βλ. Π.Δ. Δαγτόγλου, Γενικό Διοικητικό Δίκαιο, β' έκδοση, εκδ. Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα – Κομοτηνή 1984, σελ. 135 επ.

αντιθέτως δρών, εισάγοντας το θεσμό δίχως την ύπαρξη της δευτερογενούς αγοράς ουσιαστικά αρνείται την ίδια την φύση της τιτλοποίησης: η τιτλοποίηση είναι μια μέθοδος μετατροπής μη «ρευστοποιήσιμων» στοιχείων σε «ρευστοποιήσιμα» μέσω του μετασχηματισμού τους σε τίτλους. Περαιτέρω, δεν συμβάλλει ουσιαστικά στην προώθηση της απόκτησης ρευστότητας και βάθους της υπάρχουσας δευτερογενούς αγοράς που μόνον κατ' όνομα υφίσταται. Γι' αυτό και η διάθεση των τίτλων κατά την ελληνική νομοθεσία δεν γίνεται μέσω της αγοράς, αλλά μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης σε εκατόν πενήντα το πολύ άτομα που χαρακτηρίζονται από ειδικές γνώσεις λόγω της επαγγελματικής τους κατάστασης. Κατ' ουσίαν το ενδιαφέρον του νομοθέτη φαίνεται ότι προσανατολίζεται στην καλυμμένη ενίσχυση της τραπεζικής δραστηριότητας. Η αίσθηση που αφήνει η μελέτη των σχετικών περί τιτλοποίησης απαιτήσεων διατάξεων του νόμου, είναι ότι αυτές είναι φωτογραφικά προσαρμοσμένες ειδικά για τις τράπεζες, αφού αυτές διαθέτουν τα κεφάλαια, τη γνώση, την ευχέρεια έκδοσης και διάθεσης των ομολογιών και ευρεία δυνατότητα ελέγχου των οφειλετών των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων.

Περαιτέρω, όταν τα ενδεχόμενα αποτελέσματα της τιτλοποίησης οδηγούν σε απαλλοτρίωση αξιώσεων είτε των μετόχων είτε των πιστωτών της εταιρείας, σε αύξηση του πιστωτικού κινδύνου όσον αφορά τους μη εξασφαλισμένους δανειστές, σε απογύμνωση της εταιρείας από μελλοντικές χρηματορροές οι οποίες υπονομεύουν την μελλοντική οικονομική πορεία της εταιρείας και εν γένει σε μείωση της πιστοληπτικής της διαβάθμισης, τότε αναδύονται ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης ως προς την τιτλοποίηση δεν έχει αναλυθεί ακόμη στη διεθνή βιβλιογραφία. Το θέμα απέκτησε ιδιαίτερη βαρύτητα με την υπόθεση της Enron. Αν και τα ακριβή αίτια που οδήγησαν την Enron στην πτώχευση δεν είναι ακόμη ξεκάθαρα, είναι γεγονός ότι σημαντικό ρόλο διαδραμάτισαν οι επανειλημμένες τιτλοποιήσεις της εταιρείας, η διαδικασία των οποίων διέφερε σε μεγάλο βαθμό από τις συνήθεις πρακτικές που χρησιμοποιούνται στην παγκόσμια οικονομία.

Με αφετηρία το ζήτημα που οδήγησε τη Moody's να προβεί σε δήλωση υπεράσπισης της τιτλοποίησης ως μεθόδου χρηματοδότησης, η εταιρική διακυβέρνηση θα έπρεπε να περιλαμβάνει τα εξής θέματα:

- i) την υποβολή πλήρους χρηματοοικονομικού σχεδίου από το Δ.Σ. στη γενική συνέλευση που λαμβάνει την απόφαση και την λήψη απόφασης αυτού με αυξημένες πλειοψηφίες και απαρτίες
- ii) την επιβολή πιστωτικής διαβάθμισης των τιτλοποιήσεων από την απόφαση της γενικής συνέλευσης των εταιριών ακόμη και όταν δεν απαιτείται από το δίκαιο
- iii) την παροχή δυνατότητας εκ μέρους των μετόχων ελέγχου της πορείας των τιτλοποιήσεων
- iv) την πλήρη και αναλυτική κοινοποίηση των συναλλαγών που διενεργούνται εκτός ισολογισμού
- v) τον έλεγχο της λήψης απόφασης της τιτλοποίησης σε περιπτώσεις υψηλής έκθεσης σε κίνδυνο των μη εξασφαλισμένων πιστωτών, π.χ. μέσω «έγκρισης» από το σύνολο των πιστωτών η οποία συγκροτείται σε ομάδα αποκλειστικά για το σκοπό αυτό.
- vi) Απαγόρευση ταυτότητας ή έστω και χαλαρής σύνδεσης του investment banker και της εταιρείας αξιολόγησης

Στην ελληνική νομοθέτηση όμως η τιτλοποίηση δεν έχει αντιμετωπίσει κατά τρόπο συστηματικό την παγκόσμια θεσμοθέτηση. Ειδικότερα, ο Έλληνας νομοθέτης δεν δέχεται την υποχρεωτικότητα της πιστωτικής διαβάθμισης, διότι κατά την άποψη της νομοθετικής επιτροπής ο κίνδυνος αυτός αντισταθμίζεται από την ιδιωτική τοποθέτηση σε εκατόν πενήντα το πολύ άτομα ειδικών επαγγελματικών χαρακτηριστικών. Επιπρόσθετα, είναι εξαιρετικά αμφίβολο αν οι εποπτικές αρχές, δηλαδή η Τράπεζα της Ελλάδος και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα μπορούσαν να αντιμετωπίσουν τα ζητήματα που προαναφέρθηκαν (η απαλλοτρίωση αξιώσεων είτε των μετόχων είτε των πιστωτών της εταιρείας, η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου όσον αφορά τους μη εξασφαλισμένους δανειστές και η απογύμνωση της εταιρείας από μελλοντικές χρηματορροές οι οποίες υπονομεύουν την μελλοντική οικονομική πορεία της εταιρείας). Το θέμα δεν είναι η περαιτέρω θεσμοθέτηση αφού το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο δίνει τη δυνατότητα τόσο ελέγχου, αλλά και κυρώσεων¹¹³, αλλά η αποτελεσματική λειτουργία και η ενεργοποίησή τους από την πλευρά των οργάνων. Επειδή από τη μέχρι τώρα λειτουργία των προαναφερθεισών διατάξεων φαίνεται ότι τα εποπτικά όργανα δεν έχουν καταφέρει να περιορίσουν φαινόμενα περιορισμένης πληροφόρησης προς το επενδυτικό κοινό, θα ήταν δόκιμο να νομοθετηθεί διάταξη - κατ' ανάλογη εφαρμογή του άρθρου 70 παρ. 4 του Κ.Ν. 2190/1920 - σύμφωνα με την οποία θα ζητείται ο έλεγχος της λήψης απόφασης της τιτλοποίησης σε περιπτώσεις υψηλής έκθεσης σε κίνδυνο των μη εξασφαλισμένων πιστωτών, π.χ. μέσω «έγκρισης» από το σύνολο των πιστωτών η οποία συγκροτείται σε ομάδα αποκλειστικά για το σκοπό αυτό.

Κάθε νέος οικονομικός θεσμός καλείται να εξυπηρετήσει συγκεκριμένη οικονομική αναγκαιότητα, συγκεκριμένη εθνικής οικονομίας σε συγκεκριμένο χρόνο. Έτσι, η εισαγωγή ξένων πρακτικών που φαίνεται να επέλεξε ο Έλληνας νομοθέτης, μόνον τυχαία μπορεί να οδηγήσει σε λυσιτελείς για την εθνική μας οικονομία καταστάσεις. Εξάλλου, από την προηγούμενη παράθεση των γεγονότων προκύπτει ότι είναι άκρως

¹¹³ βλ. Εγκύκλιο της Τράπεζας της Ελλάδος, 9/20.10.2003 Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος, απόφ. 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ 1487/Β'/6.12.2000) του Διοικητικού συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο ΧΑΑ και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων» αλλά και τα δικαιώματα ελέγχου της μειοψηφίας βάσει του Κ.Ν. 2190/1920 όπως και η υποχρέωση πίστης που απορρέει από τη μετοχική σχέση.

αμφισβητήσιμο αν ο νέος θεσμός εξυπηρετεί τα κριτήρια της καταλληλότητας, της αναγκαιότητας και της αναλογικότητας, εν στενή εννοία της αρχής της αναλογικότητας. Εν πάση περιπτώσει θα ήταν πιο δόκιμο, αν πριν την εισαγωγή του θεσμού ο Έλληνας νομοθέτης και οι εποπτικές αρχές είχαν φροντίσει να δημιουργήσουν δομές υποστήριξης της τιτλοποίησης, με κυριότερη αυτήν της δευτερογενούς αγοράς.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η ελληνική αγορά εμπίπτει στην κατηγορία των αναπτυσσομένων αγορών και αυτό γιατί στον τομέα της τιτλοποίησης έχει περισσότερα κοινά στοιχεία με τις υπόλοιπες αναπτυσσόμενες αγορές παρά με τις αναπτυγμένες αγορές. Ειδικότερα, στις αναπτυσσόμενες αγορές¹¹⁴ το μεγαλύτερο πρόβλημα συνίσταται στη χαμηλή πιστοληπτική τους ικανότητα, στο γεγονός ότι οι τοπικές αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι υποανάπτυκτες και στο ότι πρακτικά δεν υπάρχει ιδιαίτερη βούληση από διεθνείς επενδυτές για απαιτήσεις. Για το λόγο αυτό, οι απαιτήσεις που επιλέγονται για τιτλοποίηση δεν είναι συνήθως τοπικού χαρακτήρα, αλλά απαιτήσεις που αποτελούν υποχρεώσεις διεθνών οργανισμών προς τις χώρες αυτές (π.χ. VISA). Εξαιτίας αυτών των χαρακτηριστικών καθίσταται δυνατόν να δημιουργηθούν τίτλοι υψηλής πιστωτικής διαβάθμισης (investment grade securities) προς πώληση στους επενδυτές κάτι που αντανακλά στο περιθώριο δανεισμού.

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα είναι η έλλειψη ρευστότητας που αντιμετωπίζει η ελληνική αγορά. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, όλες οι εκδόσεις ομολογιακών δανείων που κατά συνήθη τρόπο στο εξωτερικό γίνονται μέσω δημόσιας εγγραφής και πρότασης, στην Ελλάδα λόγω χαμηλής ρευστότητας και ανυπαρξίας δευτερογενούς αγοράς, γίνονται μέσω διάθεσης στα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα. Το χαρακτηριστικό αυτό έχει αποτέλεσμα στη φύση των τιτλοποιούμενων απαιτήσεων (απαιτήσεις τοπικού ή διεθνούς χαρακτήρα), στη φύση των επενδυτών (τοπικοί ή διεθνείς επενδυτές) και το κυριότερο στην επιτυχία της τιτλοποίησης. Ως γνωστόν, οι ευκαιρίες για τιτλοποιήσεις στις αναπτυσσόμενες αγορές δημιουργούνται κατά κύριο λόγο από την ανάγκη για προσέλκυση συνήθως μεγάλων κεφαλαίων, κάτι που μπορούν να προσφέρουν μόνο μεγάλοι διεθνείς επενδυτές. Οι επενδυτές αυτοί εξαιτίας του μεγάλου περιθωρίου που κερδίζουν από τέτοιες συναλλαγές (αντίστοιχες συναλλαγές ίδιου κινδύνου σε αναπτυγμένες χώρες δίνουν μικρότερα περιθώρια) προτιμούν να τοποθετούνται σ' αυτές τις συναλλαγές.

Η ελληνική αγορά είναι συγκριτικά πολύ μικρότερη από τις αντίστοιχες της ευρωπαϊκής Η Ελλάδα έχει γνωρίσει μεγάλη ανάπτυξη τόσο στην έκδοση καταναλωτικών όσο και στην έκδοση στεγαστικών δανείων από τις τράπεζες τα τελευταία χρόνια, και αναμένεται περαιτέρω ανάπτυξη της εν λόγω αγοράς. Ο λόγος δανειοδότησης του ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα, όπως και η στεγαστική και καταναλωτική πίστη ήταν αρκετά μικρότερη από αυτήν της Ευρωζώνης. (βλ. διαγράμματα 1 και 2).

Το χαμηλό ποσοστό δανεισμού δείχνει ότι υπάρχει δυνατότητα περαιτέρω ανάπτυξης του τραπεζικού κλάδου με τη χορήγηση πιστώσεων όσον αφορά κυρίως στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια (λιανική τραπεζική), γεγονός που αποδεικνύεται και από τα πρόσφατα δημοσιεύματα στον τύπο για ολοκλήρωση των διαδικασιών τιτλοποίησης.

Η χρησιμοποίηση της τιτλοποίησης ως μορφή χρηματοδότησης ενδεχομένως θα οδηγήσει σε διασάλευση της ισορροπίας όσον αφορά την επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης. Από τη στιγμή που υπάρχει μειωμένη φορολόγηση της τιτλοποίησης, σε σχέση με άλλα είδη δανεισμού, ελλοχεύει ο κίνδυνος να χρησιμοποιείται η τιτλοποίηση, και μάλιστα από τη στιγμή που δεν απαιτείται πιστοληπτική αξιολόγηση, να χρησιμοποιείται αυτή η μορφή καταχρηστικά και μάλιστα σε βάρος άλλων μορφών χρηματοδότησης, όπως για παράδειγμα η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Είναι πιθανό, ο νέος θεσμός να λειτουργήσει στρεβλωτικά στην αγορά, και να οδηγηθεί η αγορά σε φαινόμενα όπως του κατ' ευφημισμόν δανεισμού μέσω σύναψης ομολογιακών δανείων που έχουν το χαρακτήρα παραδοσιακού δανεισμού μέσω κοινοπραξίας δανεισμών. Εξάλλου, η δραματική έλλειψη ρευστότητας που χαρακτηρίζει την ελληνική αγορά, συνηγορεί προς αυτό το ενδεχόμενο.

Περαιτέρω, η Τράπεζα της Ελλάδας έχει καθορίσει εξαιρετικά αυστηρό εποπτικό σύστημα όσον αφορά την τιτλοποίηση: η κεφαλαιακή επάρκεια που απαιτεί από τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα όταν ενεργούν ως επενδυτές είναι εξαιρετικά υψηλά, 50% όσον αφορά τίτλους επενδυτικής διαβάθμισης που εξασφαλίζονται με συντελεστή 50%, και 100% για όλους τους λοιπούς. Επομένως, με δεδομένο ότι το ελληνικό πιστωτικό σύστημα πάσχει από έλλειψη ρευστότητας, έλλειψη οργανωμένης δευτερογενούς αγοράς, ενώ χαρακτηρίζεται από την πρωτοκαθεδρία των πιστωτικών ιδρυμάτων στην περίπτωση άντλησης ρευστότητας, (ουσιαστικά στις εκδόσεις ομολογιών τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα τηρούν αποκλειστικά το ρόλο του επενδυτή) και με δεδομένη τις αυστηρές απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, είναι εξαιρετικά αμφίβολο αν θα οδηγήσει τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα σε «διαφήμιση» και «προώθηση» αυτού του χρηματοοικονομικού εργαλείου στις εταιρίες, που από άποψη ισολογισμού έχουν μεγάλη ανάγκη από

¹¹⁴ John Henderson, "ASSET SECURITIZATION", EUROMONEY BOOKS, 1997, κεφ. 6, σελ. 77 – 93

αναδιάρθρωση του ισολογισμού τους. Είναι αυτονόητο ότι ο Έλληνας νομοθέτης, παρακάμπτοντας την αξιολόγηση από διεθνείς οίκους αξιολόγησης «προωθεί» τη χρησιμοποίηση της τιτλοποίησης από τις επιχειρήσεις. Όμως η πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδας ενδεχομένως λειτουργεί ως τροχοπέδη στην ανάπτυξη της τιτλοποίησης.

Εντούτοις, επειδή χαρακτηριστικό της τιτλοποίησης όπως έχει επισημανθεί είναι οι οικονομίες κλίμακος, είναι αμφίβολο αν οι ελληνικές εταιρίες, παρά την νομοθέτηση για τη μη υποχρεωτικότητα της πιστοληπτικής διαβάθμισης, προβούν σε τιτλοποίηση. Αν και η τιτλοποίηση εν γένει αποτελεί ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο των χρηματαγορών που κατά κύριο λόγο προϋποθέτει ισχυρή δευτερογενή αγορά και μετάβαση από ένα σύστημα χρηματοδότησης τραπεζικού προσανατολισμού σε ένα σύστημα προσανατολισμού της κεφαλαιαγοράς μπορεί να αποτελέσει ένα εργαλείο που θα υπερβεί την εσωστρέφεια της ελληνικής αγοράς, τα χαμηλά χρηματοοικονομικά μεγέθη των ελληνικών εταιριών. Το ισχυρό πελατειακό σύστημα των τραπεζών, οι δυνατότητες περαιτέρω χρηματοδότησης των εταιριών από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ενδεχομένως η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα μπορεί να αποτελούν ακόμη τροχοπέδη στην ανάπτυξη του θεσμού. Εξάλλου, στον ένα χρόνο από την εισαγωγή του θεσμού στην Ελλάδα μόνο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με μεγέθη που μπορούν να στραφούν στις αγορές του εξωτερικού έχουν προσανατολιστεί στη χρησιμοποίηση αυτού του θεσμού. Όμως η πραγματικά πρωτοποριακή νομοθέτηση, παρά τις νομικές αδυναμίες που αναφέρθηκαν, πρέπει να γίνει αντικείμενο εφαρμογής προς όφελος των ελληνικών εταιριών. Στην προοπτική αυτή, παραμένει ανοιχτό το ζήτημα της άμβλυνσης των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας από την ελληνική εποπτική αρχή για την υποβοήθηση της ενεργοποίησης του θεσμού.

ΠΙΝΑΚΕΣ

ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ	ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ
Ασφαλιστικές Εταιρίες	Μακροχρόνιοι τίτλοι σταθερού εισοδήματος 7 –30 ετών
Ασφαλιστικά Ταμεία	Αγορά και διακράτηση τίτλων
	Επιλογή τίτλων μεγάλης πιστωτικής διαβάθμισης
Εταιρίες Διαχειρίσεων Περιουσίας	Μεσοπρόθεσμοι τίτλοι σταθερού εισοδήματος 3-10 ετών
	Επιλογή τίτλων μεγάλης πιστωτικής διαβάθμισης.
	Μεσοβραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις σε τίτλους σταθερού εισοδήματος
Τράπεζες	Προτίμηση σε τίτλους με χαμηλή ανάγκη σε κεφαλαιακή επάρκεια
Πηγή: Morgan Stanley	Επιλογή τίτλων μεγάλης πιστωτικής διάβάθμισης

Πίνακας 1: Επιλογές Χαρτοφυλακίων Επενδυτών στις διεθνείς αγορές

ΕΚΔΟΤΕΣ ΤΙΤΛΩΝ	
<ul style="list-style-type: none"> ○ Αεροπορικές ○ Κοινής ωφελείας ○ Μεταφορικές ○ Κατασκευαστικές ○ Διαφημιστικές ○ Χημικές ○ Κινηματογραφικές 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Τροφίμων ○ Ποδοσφαιρικές ○ Ασφαλιστικές ○ Εκμετάλλευσης Θεματικών Πάρκων ○ Μεταλλουργικές ○ Πετρελαϊκές ○ Καπνοβιομηχανίες

Πίνακας 2: Εκδότες τίτλων

ΕΙΔΗ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΙΜΩΝ ΤΙΤΛΩΝ
<ul style="list-style-type: none"> • ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ • ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ ΑΠΟ FRANCHISE ΚΑΙ ΑΔΕΙΕΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ • ROYALTIES • ΕΙΣΙΤΗΡΙΑ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΑΔΩΝ • ΕΙΣΙΤΗΡΙΑ ΚΙΝΗΜΑΤΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΤΑΙΝΙΩΝ • ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΣΕ ΦΥΣΙΚΗ ΜΟΡΦΗ (ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ) • ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΡΟΕΣ

Πίνακας 3: Είδη τιτλοποιήσιμων τίτλων για τις εμπορικές επιχειρήσεις

ΕΙΔΗ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΙΜΩΝ ΤΙΤΛΩΝ	
<ul style="list-style-type: none"> ○ Δάνεια α' κατοικίας ○ Δάνεια β' κατοικίας ○ Καταναλωτικά δάνεια ○ Βιοτεχνικά δάνεια ○ Δάνεια κεφαλαίου κίνησης 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Έσοδα από πιστωτικές κάρτες ○ Δάνεια μικρομεσαίων επιχειρήσεων ○ Χρηματοδοτική μίσθωση ○ Δάνεια αυτοκινήτων ○ Ληξιπρόθεσμα δάνεια

Πίνακας 4: Είδη τιτλοποιήσιμων τίτλων για τα ΧΙ

ΣΥΝΑΛΛΑΓΗ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
Αίολος (12/2001)	Τιτλοποίηση των μελλοντικών εσόδων που προέρχονται από τις υπηρεσίες εναέριας κυκλοφορίας από την Ελληνική Υπηρεσία Πολιτικής Αεροπορίας
Αριάδνη (12/2001)	Η πρώτη πραγματική τιτλοποίηση απαιτήσεων στην Ελλάδα. Τιτλοποιημένα μελλοντικά έσοδα από Κρατικά Λαχεία
Άτλας (10/2001)	Τιτλοποίηση μελλοντικών εσόδων από το 3 ^ο Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης
Ελληνική Τιτλοποίηση (11/2000)	Η πρώτη τιτλοποίηση που έλαβε χώρα και αφορούσε δευτερογενείς απαιτήσεις. Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων
Πηγή : (Υπ. Οικονομίας και Οικονομικών, Γεν. Γραμμ. Δημ/κής Πολιτικής, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Γεν. Δ/ση Θησ/κίου και Προϋπ/σμού, Διεύθ. 49 ^η Χρηματοδοτικού Προγραμματισμού και Διαχείρισης Κρατικών Διαθεσίμων σε απάντηση προς τη Βουλή των Ελλήνων, Δ/ση Κοινοβουλευτικού Ελέγχου)	

Πίνακας 5: Τιτλοποιήσεις από το Ελληνικό Δημόσιο

VARIABLE	STEADY CASE
Yield	17%
Monthly Payment Rate	12%
Chargeoffs	7%
Purchase Rate	100%

Πίνακας 6: Παράδειγμα Steady Case Scenario για πιστωτικές κάρτες

COLLATERAL INPUTS		
Variable	Steady case	Current
Yield	17%	18.25%
Monthly Payment Rate	12%	12%
Chargeoffs	7%	7%
Purchase Rate	100%	100%

Πίνακας 7: Παράδειγμα σύγκρισης Steady Case Scenario με την πραγματικότητα

BOND INPUTS	
Fixed or Floating Coupon	Fixed
Fixed Rate Coupon	7%
Floating Rate Index	Libor
Pricing Spread	0.12%
Interest Rate Cap	0%

Πίνακας 8 : Παράδειγμα καταγραφής βασικών χαρακτηριστικών ομολογιακού δανείου που προκύπτει από τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών

STRUCTURAL INPUTS	
Servicing Fee	2%
Subordinated Servicing	No
Interchange for Servicing	No
Finance Chg Allocation (Fixed.fltg)	Floating
Credit for Fixed Allocation	100%
Revolving Period Length	0 Months
Default Stress Interval	6 months
Seller's Piece	0%

Πίνακας 9: Δεδομένα για τη διάρθρωση της τιτλοποίησης

YIELD %	AAA C/E %	MPR %	AAA C/E %	CHARGE-OFF %	AAA/CE %
12	16.1	8	21.79	4	8.35
13	15.66	9	19.36	5	10.45
14	15.30	10	17.36	6	12.42
15	14.94	11	15.69	7	14.27
16	14.57	12	14.27	8	16.04
17	14.27	13	13.07	10	19.42
18	13.98	14	12.02	15	26.68
19	13.69	15	11.10		
20	13.39	16	10.31		
21	13.09	17	9.60		

Πίνακας 10: Παράδειγμα εξεύρεσης των αποτελεσμάτων του Stress Scenario, ceteris paribus

Variable	Steady case	STRESS			TIMING
		AAA	A	BBB	
Yield	17%	35%	25%	20%	Down-Overnight
Monthly Payment Rate	12%	45%	35%	30%	Down-Overnight
Chargeoffs	7%	4.5x	3x	2.3x	Six-Months Ramp
Purchase Rate	100%	0%	0%	0%	

Πίνακας 11: Παράδειγμα ελέγχου των stress scenarios σύμφωνα με το Default Model που χρησιμοποιείται από κάθε εταιρία αξιολόγησης

FIXED LEVELS		FLOATING LEVELS	
Deal		Deal	
AAA	14.27	AAA	16.67
AA	10.73	AA	12.39
A	7.55	A	8.91
BBB	4.29	BBB	4.47

Πίνακας 12: παράδειγμα αποτελεσμάτων (για fixed και floating levels) που η εταιρία αξιολόγησης εκτιμά ότι πρέπει να υπάρχει προκειμένου να υπάρξει deal

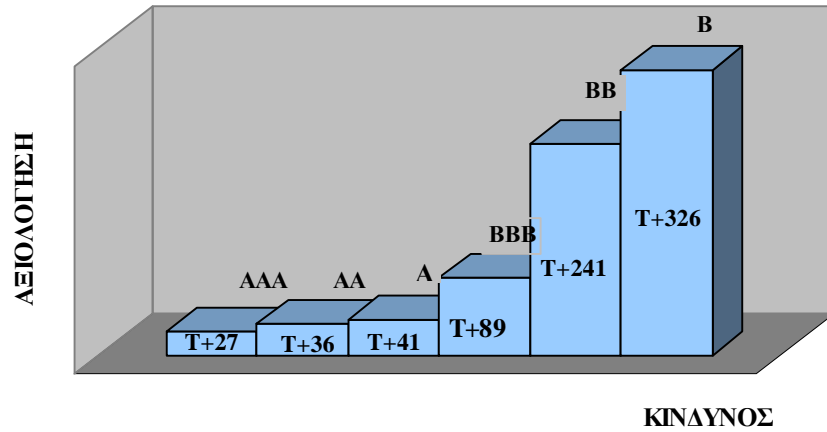
RATING	CREDIT ENHANCEMENT REQUIREMENT %	
AAA	8.25 – 24	10.25 – 32.50
A	5 – 13,50	6.50 – 17.50
BBB	2 – 8	2 – 10

Πίνακας 13: παράδειγμα αποτελέσματος για το ποσό πιστωτικής ενίσχυσης που απαιτείται σε τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΒΕΤ		
Αριθμός χρεωκοπιών	Πιθανότητα σεναρίου %	Ζημία %
0	0,3171	0
1	2,1141	0
2	6,6948	
3	13,3896	
4	18,9685	
5	20,2331	
6	16,8609	
7	11,2406	
8	6,0887	
9	2,7061	
10	0,9922	3,1026
11	0,3007	7,8958
12	0,0752	12,689
13	0,0154	17,4822
14	0,0026	22,2754
15	0,0003	27,0686
16	0	31,5621
17	0	34,7819
18	0	38,0531
19	0	41,608
20	0	45,1629

Πίνακας 14 : Παράδειγμα αποτελεσμάτων μέσω υπολογισμού μεθόδου ΒΕΤ

ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ



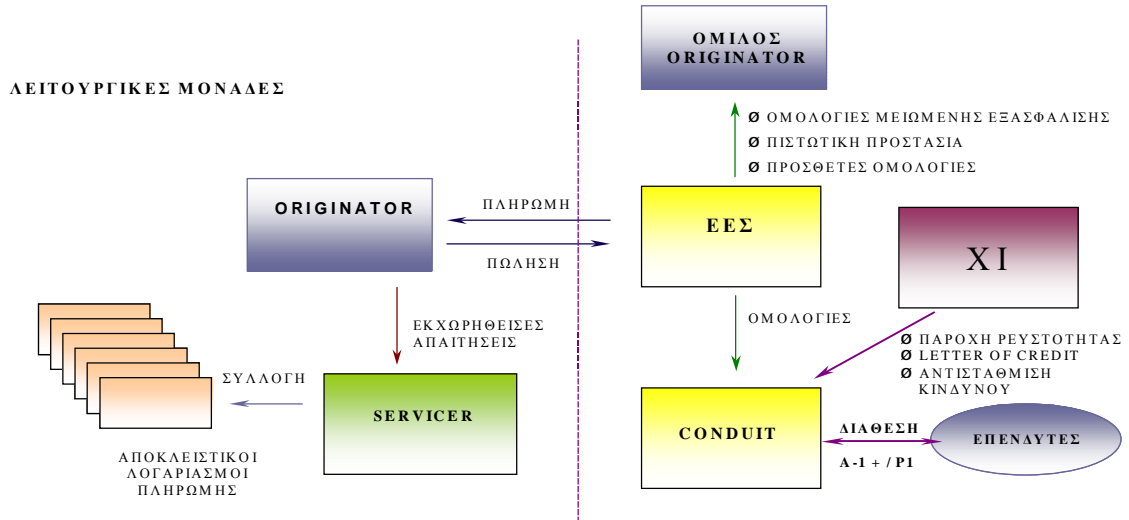
Πίνακας 15 : Η τιμολόγηση (στοιχεία Μαρτίου 2004) στις διεθνείς αγορές ανάλογα με την πιστοληπτική διαβάθμιση

ΚΑΤΑΤΑΞΗ	ΒΑΘΜΟΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	ΣΤΑΘΜΙΣΗ
1	AAA έως AA-	20%
2	A+ έως A-	50%
3	BBB+ έως BBB-	100%
4	BB+ έως BB-	150%
5	B+ και χαμηλότερα	Αφαιρείται από το κεφάλαιο

Πίνακας 16: Σταθμίσεις ανάλογα με την πιστωτική διαβάθμιση σύμφωνα με την οδηγία της BIS

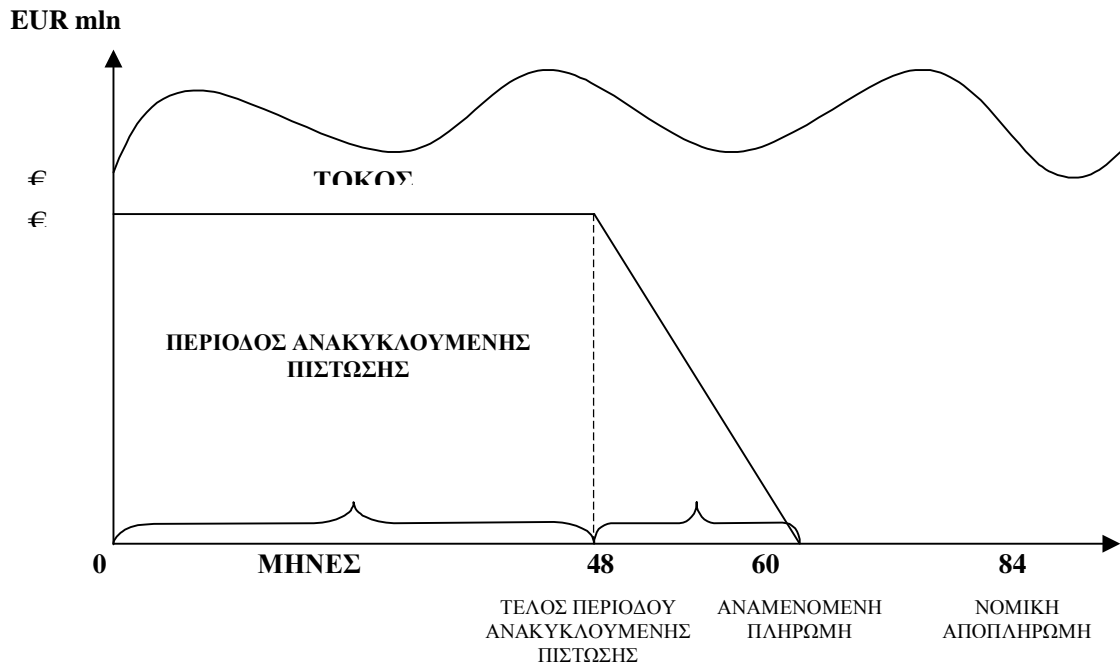
ΣΧΕΔΙΑ

ΤΥΠΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ



Σχέδιο 1: Τυπική διάρθρωση Τιτλοποίησης στη διεθνή πραγματικότητα.

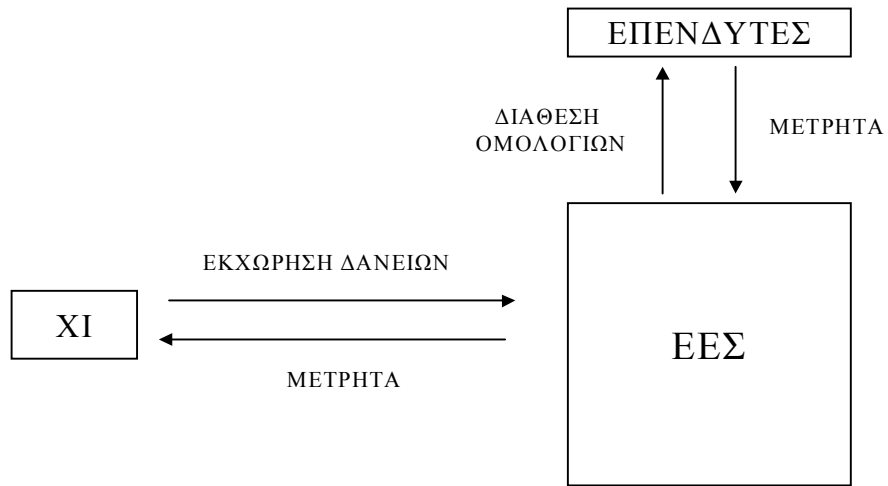
ΧΡΟΝΟΣΕΙΡΑ ΠΕΡΙΟΔΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΡΡΟΩΝ



Σχέδιο 2: Χρονική σειρά χρηματορροών για την αποπληρωμή ομολογιών που προκύπτουν από τιτλοποίηση πιστωτικών καρτών.

Ισολογισμός XI			
Δάνεια	200	Καταθέσεις	176
Μείον Αποθεματικά	(2)	Ίδια Κεφάλαια	22
Σύνολο Ενεργητικού	198		
Σύνολο RWA	=200		
Tier 1 Capital	=22		
Total Capital	=24		
Tier 1 RBC ratio	=11%		
Total RBC ratio	=12%		

Σχέδιο 3. Σενάριο Αναφοράς : Δάνεια που εμφανίζονται στον ισολογισμό

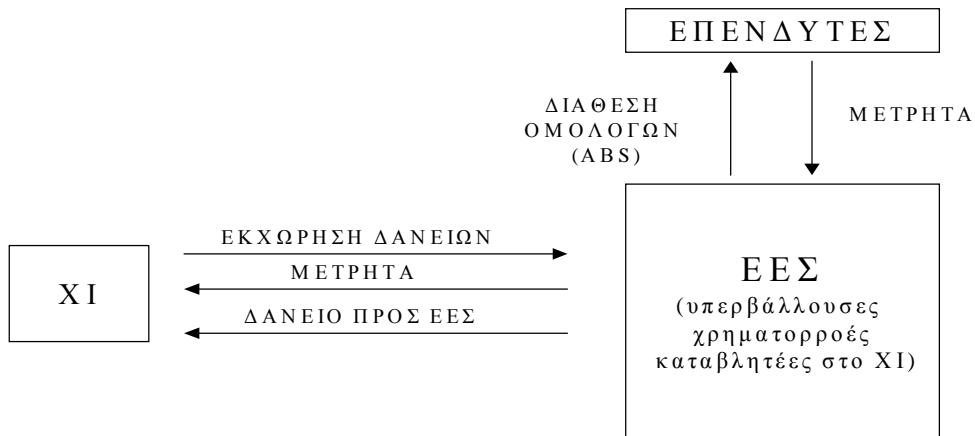


Ισολογισμός ΕΕΣ			
Δάνεια	40	Καταθέσεις	40

Ισολογισμός XI			
Δάνεια	160	Καταθέσεις	136
Μείον Αποθεματικά	(2)	Ίδια Κεφάλαια	22
Σύνολο Ενεργητικού	158		

Σύνολο RWA	=160
Tier 1 Capital	=22
Total Capital	=24
Tier 1 RBC ratio	=13,75%
Total RBC ratio	=15%

Σχέδιο 4. Τιτλοποίηση με μεταβίβαση πιστωτικού κινδύνου στους επενδυτές, χωρίς αναγωγή και με remote origination

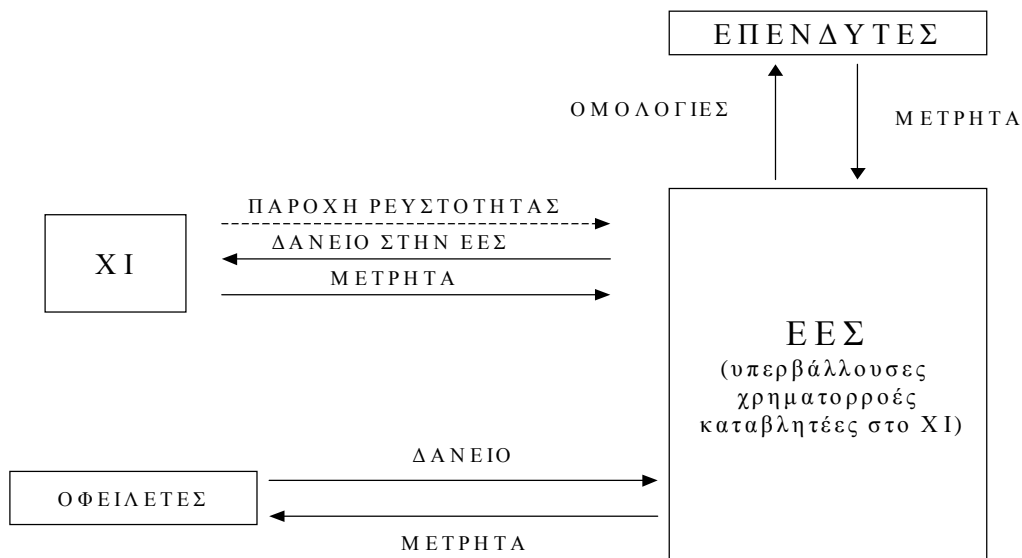


Ισολογισμός ΕΕΣ			
Δάνεια που αγοράστηκαν	42	ABS	40

Ισολογισμός ΧΙ			
Δάνεια	158	Καταθέσεις	136
Μείον Αποθεματικά	(2)	Ίδια Κεφάλαια	22
		Μείον ποσό άμεσης πιστωτικής ενίσχυσης	2

Σύνολο RWA =158
 Tier 1 Capital =22
 Total Capital =26
 Tier 1 RBC ratio =13,92%
 Total RBC ratio =16,46%

Σχέδιο 5. Τιτλοποίηση δανείων με αναγωγή υποκείμενη σε «προτεύουσα» πιστωτική ενίσχυση



Ισολογισμός ΕΕΣ

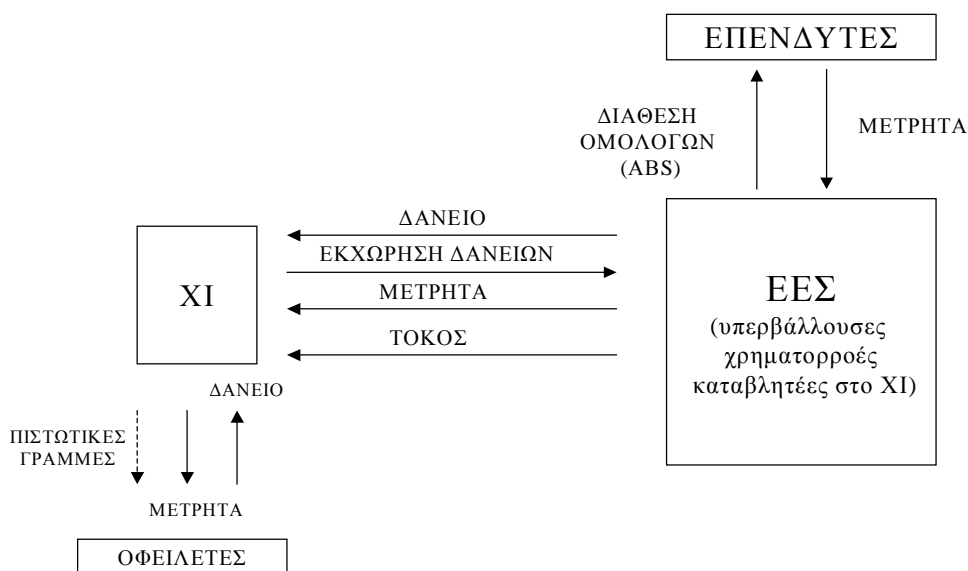
Δάνεια	100	Τόκος επενδυτών	40
		Τόκος πωλητών	58
		Subordinated τραπεζικό δάνειο	2

Ισολογισμός XI

Δάνεια	158	Καταθέσεις	136
Δάνειο στο SPV	2	Ίδια Κεφάλαια	22
Μείον Αποθεματικά	(2)		
Σύνολο Ενεργητικού	158		

Σύνολο RWA	=160
Tier 1 Capital	=22
Total Capital	=24
Tier 1 RBC ratio	=13,75%
Total RBC ratio	=15%

Σχέδιο 6. Τιτλοποίηση δανείων με αναγωγή υποκείμενη σε «δευτερεύουσα» πιστωτική ενίσχυση



Ισολογισμός EEΣ		
Δάνεια που αγοράσθηκαν	42	ABS 40

Ισολογισμός XI			
Δάνεια	158	Καταθέσεις	136
Μείον Αποθεματικά	(2)	Ίδια Κεφάλαια	22
		Μείον ποσό άμεσης πιστωτικής ενίσχυσης	2

Σύνολο RWA =158
 Tier 1 Capital =22
 Total Capital =26
 Tier 1 RBC ratio =13,92%

Σχέδιο 7. Τιτλοποίηση απαιτήσεων από ανακυκλούμενες πιστώσεις (securitisation of revolving assets)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ

Αρχικά λαμβάνει μια αξιολόγηση ανάλογα με τον τύπο Διαχείρισης που έχει αναλάβει. Η αξιολόγηση είναι ανά επίπεδο με βαθμολογία από 1 έως 4. Στον πίνακα παρακάτω αναλύεται η βαθμολογία.

SERVICER EVALUATION			
	Master Servicer	Primary Servicer	Special Servicer
LEVEL 1	MS1	PS1	SS1
Ανεπιθύλακτη αποδοχή με ολοκληρωμένη ανώτερη απόδοση	MS1-	PS1-	SS1-
LEVEL 2	MS2+	PS2+	SS2+
Ανεπιθύλακτη αποδοχή με σημαντικά σημεία ισχύος	MS2	PS2	SS2
	MS2-	PS2-	SS2-
LEVEL 3	MS3+	PS3+	SS3+
Ανεπιθύλακτη αποδοχή	MS3	PS3	SS3
	MS3-	PS3-	SS3-
LEVEL 4	MS4	PS4	SS4
Αποδοχή υπό επιφύλαξη			

Level 1: Οι Διαχειριστές έχουν αποδεδειγμένες ικανότητες και αποδόσεις με τις υψηλότερες απαιτήσεις που έχει η αγορά

Level 2: Υψηλή απόδοση σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες

Level 3: μέτρια απόδοση, εντούτοις πληροί όλες τις απαιτήσεις ενός Διαχειριστή

Level 4: Απόδοση όπως του Level 3, αλλά ένας ή περισσότεροι τομείς απαιτούν αλλαγές/παρακολούθηση (π.χ. πρόσληψη προσωπικού, αλλαγές στη στελέχωση, αλλαγή συστήματος λειτουργίας)

Για την ολοκληρωμένη αξιολόγηση του Διαχειριστή περαιτέρω λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα:

α) αν ο τύπος του Διαχειριστή αφορά Residential Mortgage Backed Securities ή Commercial Market Backed Securities, οπότε αντίστοιχα η συντομογραφία είναι "R" ή "C"

β) ο Τύπος του διαχειριστή (Master, Primary, Special), οπότε αντίστοιχα η συντομογραφία είναι "MS", "PS", "SS"

γ) το επίπεδο αξιολόγησης, από 1 έως 4

δ) ο τύπος του ενεργητικού

ε) η χώρα

Έτσι, για παράδειγμα η αξιολόγηση μπορεί να λάβει τη μορφή RPS2(SubPrime)uk

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Άρθρο 14 του ν. 2801/2000 προκειμένου για το Δημόσιο Τομέα

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ

Π.Δ. της 22/30 Σεπτ. 1931 (ΦΕΚ Α' 342),

**«Περί Κωδικοποίησης των διατάξεων των ν. 3221, 3290, 3778, 4795 και 5154
εις ενιαίον κείμενον»**

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ

N. 3156/2003 ΦΕΚ 157/Α'/25.07.2003

**«Περί Ομολογιακών δανείων, τιτλοποίησης απαιτήσεων από ακίνητα
και άλλες συναφείς διατάξεις»**